

2026年05月18日

## 千里科技 (601777.SH)

投资评级：买入（首次）

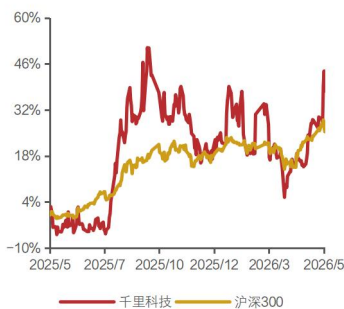
——智驾新生，吉利赋能，AI 重构公司价值

## 证券分析师

李泽  
SAC: S1350525030001  
lize@huayuanstock.com  
陈嵩  
SAC: S1350525070005  
chensong@huayuanstock.com

## 联系人

## 市场表现：



## 基本数据 2026年05月15日

|             |            |
|-------------|------------|
| 收盘价(元)      | 12.01      |
| 一年内最高/最低(元) | 13.86/8.12 |
| 总市值(百万元)    | 54,298.41  |
| 流通市值(百万元)   | 54,298.41  |
| 总股本(百万股)    | 4,521.10   |
| 资产负债率(%)    | 38.17      |
| 每股净资产(元/股)  | 2.29       |

资料来源：聚源数据

## 投资要点：

公司通过一系列资本重组，从传统制造业公司转型为 AI 公司。公司前身为重庆民营企业代表力帆科技，主业为“摩托车+汽车”相关终端业务。2020 年破产重整后，重庆国资携手吉利入主公司，开始承接吉利的换电业务并为曹操出行提供 B 端换电车型与相关服务。24 年 7 月印奇携旷视系加入，公司更名为“千里科技”，开始聚焦“AI+车”核心战略，积极布局包括智驾、智舱、Robotaxi 在内的科技业务。25 年 9 月奔驰入股公司，进一步拓展国际化视野。此外，公司 25 年携手相关方为千里智驾注资，并取得该公司 60% 的投票权，实现对其实控。核心团队来看，公司汇聚了包括印奇、鲍毅、王军在内的诸多 AI/资本/汽车圈领军人物，逐步从传统制造业公司转化为“制造+科技”双驱动的 AI 公司。

国内乘用车“高阶智驾”平权进行时，公司有望后发先至。政策层面，2026 年 2 月，工信部正式发布《智能网联汽车 自动驾驶系统安全要求》征求意见稿，该标准预计于 27 年 7 月 1 日正式生效，L3/L4 预计将有法可依。供给端，我们观察到以比亚迪、吉利为代表的传统自主品牌大力拥抱高阶“智驾平权”，行业渗透率提升有望加速。我们预计 2026 年国内乘用车 L2++ 渗透率将有望达到 20-25%。仅考虑高阶智驾解决方案硬件，2029 年或将达到 2700 亿元市场规模，千里科技作为吉利体系核心供应商，在“高阶智驾”平权加速渗透的当下，有望充分享受行业增长红利。

公司背靠川渝大市场+绑定曹操出行，预计将深度受益国内 Robotaxi 发展大潮。政策端，美国正在推动《自动驾驶法案 2026》落地，年内全球 Robotaxi 政策端有望迎来强催化。包括特斯拉、Waymo、小马智行、文远知行、萝卜快跑在内的海内外头部参与者均在加速推进车队部署。公司 Robotaxi 相关的技术能力齐备+长期深耕川渝地区+是曹操出行 Robotaxi 算法核心供应商之一，有望充分受益 Robotaxi 行业发展提速。

盈利预测与评级：我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 1.04、2.21、2.83 亿元，同比增速分别为 23.70%、111.26%、28.19%，采用 PS 估值法对公司进行估值，并选取博泰车联、文远知行-W、小鹏集团-W 作为可比公司，截至 2026 年 5 月 15 日，上述 3 家可比公司按 Wind 一致预期计算的 2026 年平均 PS 为 6.9x。公司背靠吉利，科技业务转型顺利，未来增长可期，可参考可比公司 PS 估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：1) 宏观经济与地缘政治风险；2) 行业竞争与技术迭代风险；3) 标准规范变动风险；4) 市场空间测算的风险。

## 盈利预测与估值 (人民币)

|            | 2024     | 2025    | 2026E  | 2027E   | 2028E  |
|------------|----------|---------|--------|---------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 7,035    | 9,999   | 15,520 | 18,851  | 21,924 |
| 同比增长率(%)   | 3.94%    | 42.13%  | 55.22% | 21.46%  | 16.30% |
| 归母净利润(百万元) | 40       | 84      | 104    | 221     | 283    |
| 同比增长率(%)   | 65.28%   | 110.93% | 23.70% | 111.26% | 28.19% |
| 每股收益(元/股)  | 0.01     | 0.02    | 0.02   | 0.05    | 0.06   |
| ROE(%)     | 0.38%    | 0.82%   | 1.00%  | 2.08%   | 2.60%  |
| 市盈率(P/E)   | 1,356.88 | 643.28  | 520.03 | 246.16  | 192.03 |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2026-2028 年营业总收入分别为 155.20、188.51、219.24 亿元，同比分别增长 55.2%、21.5%、16.3%。当前公司尚处于业务转型期，相关业务营收、利润尚未完全释放，我们采用 PS 估值法对公司进行估值。考虑到主营业务相似性，我们选取博泰车联、文远知行-W、小鹏集团-W 作为可比公司，截至 2026 年 5 月 15 日，上述 3 家可比公司按 Wind 一致预期计算的 2026 年平均 PS 为 6.9x；公司背靠吉利，科技业务转型顺利，未来增长可期，或可参考可比公司 PS 估值。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设

1) **乘用车及配件业务**：公司乘用车业务面向 C 端和 B 端客户，聚焦构建“充换电一体化”核心能力体系。预计 2026-2028 年营收分别为 67.62、74.39、81.83 亿元，同比增长 5.0%、10.0%、10.0%；2) **摩托车整车及配件业务**：公司摩托车业务将国际化拓展确立为战略重心，积极强化全球重点市场布局，着力完善本地化运营体系，持续提升全球市场份额与品牌影响力，预计该业务 2026-2028 年营收分别为 27.79、30.56、33.62 亿元，同比增长 12.0%、10.0%、10.0%；3) **内燃机及配件业务**：该业务预计也将受益于摩托车业务的海外扩张趋势，有望维持平稳增长态势，预计该业务 2026-2028 年营收分别为 4.38、4.81、5.29 亿元，同比增长 10.0%、10.0%、10.0%；4) **科技业务**：由于公司并表千里智驾，千里智驾与吉利系 26 年的交易金额上限达到 88 亿元，我们按照该金额的 60%测算，对应智驾业务带来的收入增厚约为 53 亿元。后续我们预计该业务或持续受益吉利集团在智能化方面的采购规模扩张及 Robotaxi 业务的兑现；预计 2026-2028 年该业务营收分别为 52.90、76.10、95.72 亿元。

### 投资逻辑要点

1) 行业背景来看，乘用车高阶“智驾平权”进行时，乘用车高阶智驾渗透率有望加速提升；Robotaxi 国内外政策环境持续改善+主流参与者商业化进程提速，景气度有望持续提振；2) 回归公司本身，经过系列资本重组&管理团队调整后，公司智驾/Robotaxi/座舱相关技术能力齐备+背靠吉利&川渝大市场+团队 AI 人才储备充分，看好在行业发展浪潮中脱颖而出。

### 核心风险提示

1) 宏观经济与地缘政治风险；2) 行业竞争与技术迭代风险；3) 标准规范变动风险；4) 市场空间测算的风险。

## 内容目录

|  |    |
|--|----|
| 1. 从力帆破产重整到千里价值新生 .....                          | 6  |
| 1.1. 资本重组+技术嫁接，多方资本共赴千里新征程 .....                 | 7  |
| 1.2. 双重架构搭建千里智驾，为战略转型关键落子 .....                  | 9  |
| 1.3. 千里智驾“群星荟萃”，多个产业领军人物共聚一堂 .....               | 10 |
| 2. 国内乘用车高阶智驾平权进行时，公司有望后发先至 .....                 | 12 |
| 3. 海内外 Robotaxi 头部参与者规模化加速+政策加速放宽+市场空间广阔 .....   | 17 |
| 4. 智能座舱：公司依托阶跃星辰的基模能力，有望在 L3 级座舱主动交互时代大放异彩 ..... | 22 |
| 5. 终端业务经营压力逐渐缓解 .....                            | 25 |
| 6. 盈利预测与评级 .....                                 | 26 |
| 6.1. 盈利预测 .....                                  | 26 |
| 6.2. 投资建议及估值 .....                               | 27 |
| 7. 风险提示 .....                                    | 27 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图表 1: 公司基于“AI+车”战略衍生布局的重点业务 .....                     | 6  |
| 图表 2: 2020 年 12 月吉利系 (右图标黄)、重庆国资入局力帆破产重整 .....        | 7  |
| 图表 3: 公司乘用车、摩托车、通用机械相关产品概览 .....                      | 8  |
| 图表 4: 2024 年 7 月印奇通过受让江河汇股份投资力帆科技 .....               | 8  |
| 图表 5: 2025 年底奔驰入局后, 千里科技最新股权架构(截至 2026 年 4 月) .....   | 9  |
| 图表 6: 千里智驾股权关系图 (截至 26 年 4 月底) .....                  | 10 |
| 图表 7: 千里科技核心管理团队背景 (截至 26 年 3 月) .....                | 11 |
| 图表 8: 千里科技内部团队及分工 (截至 25 年 9 月) .....                 | 12 |
| 图表 9: L3/L4 级自动驾驶系统的主要特点 .....                        | 13 |
| 图表 10: 分月/分级别乘用车 ADAS 渗透率走势(单位: 万辆) .....             | 14 |
| 图表 11: 23-25 年上险量口径国内乘用车 ADAS 分级别渗透率情况 .....          | 14 |
| 图表 12: 分车企 L2+渗透率情况 (单位: 辆) .....                     | 14 |
| 图表 13: 分车企 L2++渗透率情况 (单位: 辆) .....                    | 14 |
| 图表 14: 吉利千里浩瀚系列智驾解决方案 .....                           | 15 |
| 图表 15: 高阶智驾主要传感器&控制器成本预估 .....                        | 15 |
| 图表 16: 国内乘用车 L2++智驾解决方案硬件市场规模 .....                   | 15 |
| 图表 17: 公司技术路线锚定强化学习+多模态, 高度契合行业前沿发展态势 .....           | 16 |
| 图表 18: ASD 系列解决方案全面覆盖 L2+到 L4 级 .....                 | 16 |
| 图表 19: 千里智驾与吉利集团关于 ASD 交易的年度金额上限 .....                | 16 |
| 图表 20: 《SELF DRIVE Act of 2026》的立法流程 .....            | 17 |
| 图表 21: 特斯拉 Robotaxi 车队规模分布情况 (截至 26 年 3 月 13 日) ..... | 18 |
| 图表 22: 特斯拉下线第一台量产版 CyberCab .....                     | 18 |
| 图表 23: 特斯拉 2025 年主要业务目标实现情况 (截至 26 年 1 月初) .....      | 18 |
| 图表 24: Waymo 车队规模走势 (截至 26 年 3 月 13 日) .....          | 19 |
| 图表 25: 国内外 Robotaxi 主要公司概况 .....                      | 19 |
| 图表 26: 曹操出行 Robotaxi 三步走战略 .....                      | 20 |
| 图表 27: Robotaxi 国内/海外市场规模展望 .....                     | 20 |
| 图表 28: 公司 Robotaxi 解决方案 .....                         | 21 |
| 图表 29: 重庆市委书记袁家军调研千里科技 .....                          | 22 |

|   |    |
|---|----|
| 图表 30: 千里科技与成都市达成战略合作 .....                     | 22 |
| 图表 31: 座舱也可以划分出 L0-L4 .....                     | 23 |
| 图表 32: 座舱 L3 的本质或是将主动交互+互联网云端助手部署到高隐私性的车端 ..... | 23 |
| 图表 33: 公司智能座舱解决方案核心计算 .....                     | 23 |
| 图表 34: 阶跃 Step 3.5 Flash 在权威模型上的测评表现 .....      | 24 |
| 图表 35: Step 3.5 Flash 在 MathArena 上的测试表现 .....  | 24 |
| 图表 36: 千里科技向阶跃采购 MaaS 服务的年度金额上限 .....           | 25 |
| 图表 37: 千里科技营收及归母净利润 (亿元) .....                  | 25 |
| 图表 38: 千里科技历年主营业务构成 (亿元) .....                  | 25 |
| 图表 39: 千里科技费用率&毛利率情况 .....                      | 26 |
| 图表 40: 千里科技现金流情况 (亿元) .....                     | 26 |
| 图表 41: 可比公司收入预期及 PS 估值情况 (单位: 人民币) .....        | 27 |

## 1. 从力帆破产重整到千里价值新生

千里科技前身为重庆民营企业代表力帆科技。公司历史可追溯至 1992 年，公司以摩托车业务起家，2003 年开始开展汽车业务。2007 年公司转制为股份有限公司，并更名为“力帆实业”，2010 年于上交所主板上市。2020 年，力帆破产重整，满江红基金成为公司控股股东，21 年公司完成管理层换届并改名为“力帆科技”。2024 年，旷视科技联合创始人印奇受让由吉利科技集团间接持有的力帆科技股权，并出任公司董事长。2025 年 2 月，公司重塑品牌，正式更名为“千里科技”。

目前公司聚焦“AI+车”核心战略，构建了“以终端业务稳固发展基础，以科技业务驱动增长”的业务布局。其中，终端业务主要为公司长期从事的乘用车（含新能源汽车）、摩托车、摩托车发动机和通用机械等领域的研发、生产、销售（含出口）；科技业务则是围绕“AI+车”形成的智能化全栈解决方案，主要包括智能驾驶、智能座舱、Robotaxi 解决方案，具体包括：

1) **智驾**：涵盖 AI 模型、软件、硬件及闭环数据系统，有能力实现面向复杂场景的 L2→L4 级智能驾驶；

2) **智能座舱**：公司凭借专有多模态交互模型及 AI 原生的 Agent OS，可提供优质的自然用户交互（NUI）体验，使用户能通过语音、视觉等自然模态与车交流。公司的座舱解决方案同样融合了包括高清显示屏、高级音响系统等在内的硬件载体，为舱内乘客提供沉浸式交互体验。

3) **Robotaxi 解决方案**：通过整合 L4 级自动驾驶、智能座舱解决方案及综合营运支持平台，公司为 Robotaxi 运营商提供端到端 Robotaxi 解决方案，支持在复杂城市环境中运营安全、可靠且可扩展的 Robotaxi。

图表 1：公司基于“AI+车”战略衍生布局的重点业务



资料来源：千里科技港股招股说明书、华源证券研究所

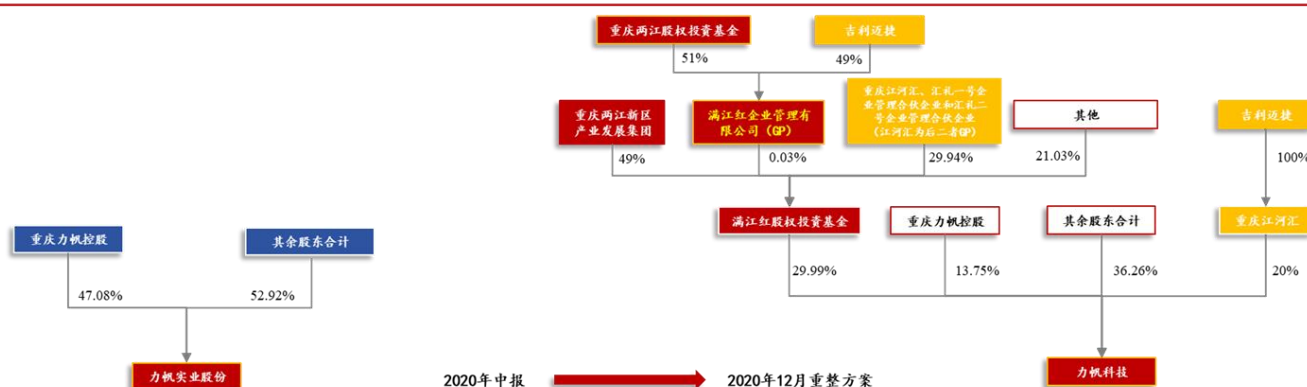
## 1.1. 资本重组+技术嫁接，多方资本共赴千里新征程

作为近年来汽车制造业通过破产重组实现业务结构转型升级的经典案例，千里科技股权重整流程充分体现了“资本重组+技术嫁接”的传统企业转型新范式。上市公司层面，千里科技通过一系列资本运作实现了由民营家族控股向“地方国资+产业龙头+技术团队+国际车企”联合持股的治理结构转化，各方股东较强的优势互补属性也为公司后续在“AI+车”领域的发展奠定技术和资源基础。

具体看来，千里科技自 2020 年以来的重组、转型历程大致可分为以下几步：

- 1) **力帆破整启动，重庆国资携手吉利入局。**2020 年 11 月，力帆系企业清算组与重庆两江股权投资基金、吉利迈捷投资、吉利科技集团共同签订《关于力帆实业（集团）股份有限公司重整投资协议》，约定由吉利迈捷、两江基金共同发起设立“满江红”基金及吉利系控制的投资平台“江河汇”作为参与力帆重整投资的实施主体，通过有条件受让资本公积金转增股票（涉及员工股权激励部分回购并注销）的方式参与力帆重整。其中，满江红基金在重整后持有力帆科技（曾用名：力帆实业）29.99%的股权，满江红企业管理有限公司（满江红企管）作为其唯一 GP 和执行事务合伙人，成为力帆科技实际控制人（重庆两江股权投资基金持有满江红企管 51%的股权）；重庆江河汇则直接持有公司 20%股权；力帆控股（原股东）持股比例从重整前的 47.08%下降至 13.75%。

图表 2：2020 年 12 月吉利系（右图标黄）、重庆国资入局力帆破产重整



资料来源：公司公告，华源证券研究所

- 2) **吉利主导业务重塑，逐步开始转型。**吉利入主后在保留公司原有摩托车业务的同时，也在积极进行新业务导入，2022 年力帆与吉利共同投资成立睿蓝汽车，公司定位于换电轻出行普及者，致力于建立智能换电生态；此外，睿蓝还为曹操出行提供 B 端定制车。

图表 3：公司乘用车、摩托车、通用机械相关产品概览

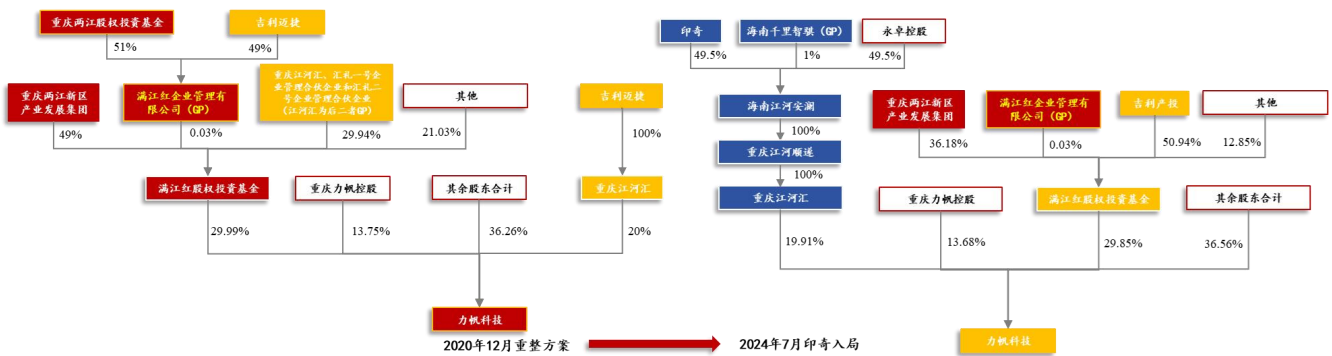


资料来源：公司官网，汽车之家，华源证券研究所

3) 印奇携旷视系加入，力帆科技正式更名为千里科技，开启 AI 转型。2024 年 7 月 1 日，满江红基金部分有限合伙人进行了份额转让，原吉利系资本（江河汇、汇礼一号企业管理合伙企业、汇礼二号企业管理合伙企业）、重庆两江新区产业发展集团、聚力三号分别向吉利产投转让 29.94%、12.82%、8.18% 的基金财产份额，至此吉利产投在满江红基金的持股比例达到 50.94%，重庆两江新区产业发展集团份额下降至 36.18%。

同日旷视科技联合创始人印奇通过旗下企业江河安澜以 24.3 亿元受让吉利科技集团持有的江河汇 100% 股权，江河安澜成为力帆科技间接持股 19.91% 的第二大股东，2024 年 10 月，印奇出任力帆科技董事长，为公司发展注入 AI 基因。2025 年 2 月，力帆科技更名为千里科技并聚焦于“AI+车”战略。

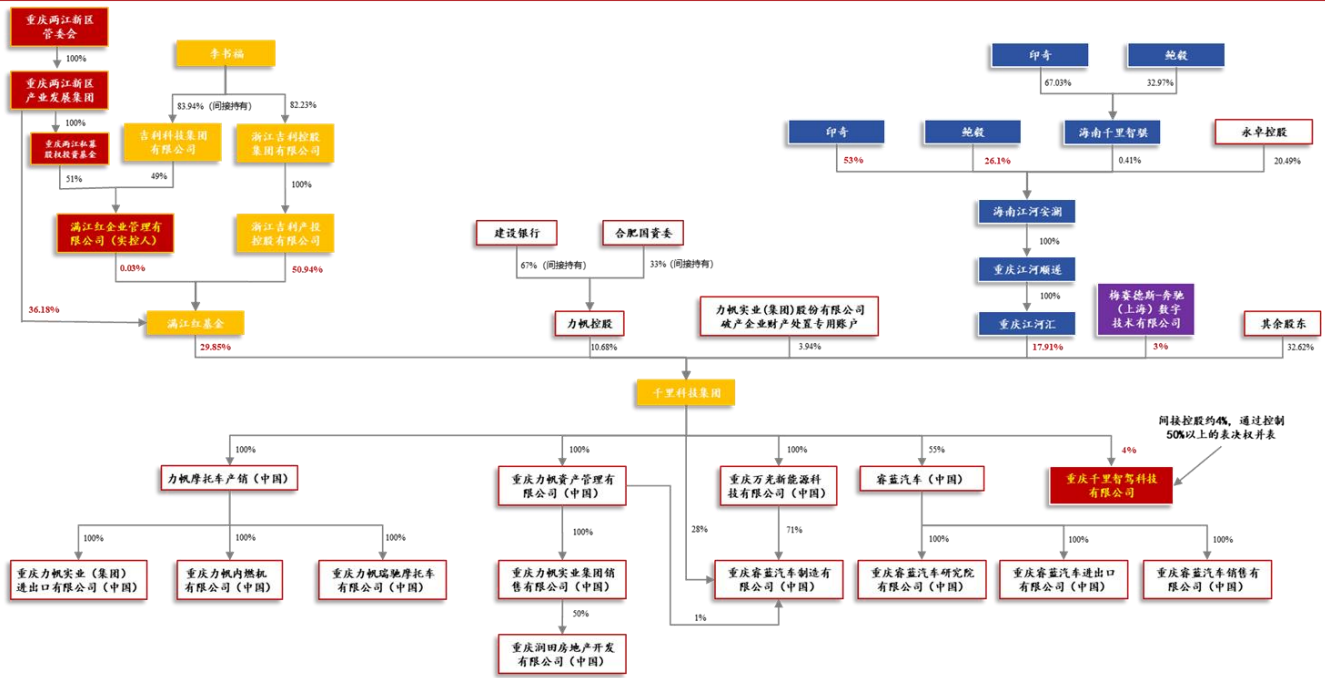
图表 4：2024 年 7 月印奇通过受让江河汇股份投资力帆科技



资料来源：公司公告，华源证券研究所（注：右图重庆力帆控股、满江红股权投资基金、其余股东合计持股信息截至 2024 年 6 月）

4) 奔驰战略入股，成为第五大股东，拓宽公司国际化视野。根据公司公告，2025 年 9 月，力帆控股、梅赛德斯-奔驰（上海）数字技术有限公司，分别与力帆控股质权人申万宏源、华创股份签署《股份购买协议》。奔驰以 13.4 亿元从力帆控股受让千里科技 3% 股本（转让价 9.87 元/股），成为公司第五大股东。奔驰的战略入股不但为千里科技提供了豪华品牌背书，同时也为公司未来将以自动驾驶为核心的 AI 技术推向国际市场奠定了客户基础。

图表 5：2025 年底奔驰入局后，千里科技最新股权架构(截至 2026 年 4 月)



资料来源：公司公告，Wind，华源证券研究所

## 1.2. 双重架构搭建千里智驾，为战略转型关键落子

2025 年 3 月，千里科技公告拟与两江产业基金、江河汇、吉利等共同签订《车 BU 投资框架协议》，其中由上市公司全资子公司、两江产业基金、重庆产业母基金、江河汇指定主体共同出资 15 亿元设立千里科技合伙企业。该合伙企业以 15 亿元向吉利或其指定主体、重庆迈驰、路特斯、员工激励平台（智江众旺）共同投资设立的千里智驾进行增资。

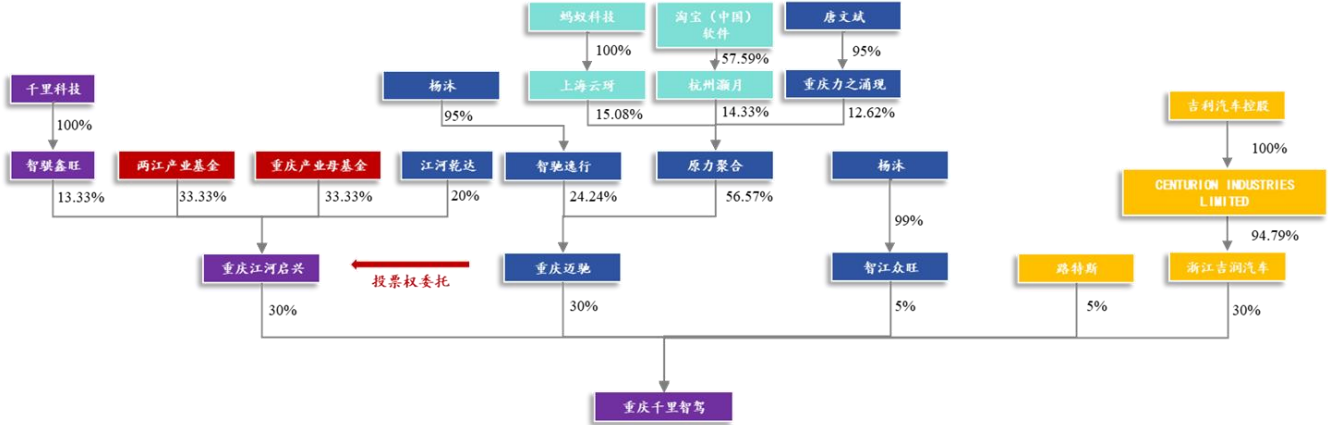
合并关联方后，参考图表 6，千里智驾股东方可大致划分为：（1）吉利系：直接持股 35%（路特斯+吉利汽车）；（2）旷视系：直接持股 35%（智江众旺+重庆迈驰）；（3）上市公司：间接持股约 4%（千里科技通过智骐鑫旺持股江河启兴 13.33%股权，江河启兴持股千里智驾 30%股权）；（4）重庆国资：间接持股约 20%（两江产业基金+产业母基金持股江河启兴约 67%）。

2025 年 9 月，江河启兴与相关方签订《股东表决权委托协议》，其中江河启兴全体合伙人一致通过决议修订合伙人协议以实现智骐鑫旺对江河启兴的控制，并将江河启兴纳入千里科技合并报表范围，同时江河启兴与重庆迈驰签署协议，控制重庆迈驰针对千里智驾日常重大经营事项的表决权。因此协议完成后江河启兴合计控制千里智驾与日常重大经营事项相关的 60%表决权，上市公司千里科技由此将千里智驾及其控股子公司纳入合并报表范围（2025 年年报已完成并表）。

因此最终通过委托协议安排，千里科技对千里智驾的持股比例与投票权比例体现了上市公司对智驾业务主体的控制力，同时也为千里智驾后续对外融资等方面预留了空间。从经济权益上，上市公司间接持有千里智驾约 4%（13.33%\*30%）的股权，合并报表后前期因智驾等新技术所投入的研发对上市公司短期归母净利润影响有限。同时，千里智驾也可以直接面

向市场进行股权融资，无需经过上市公司的股东大会、董事会审批程序。公司通过双重架构的设计为智驾业务主体争取更久的成长时间和更充足的发展动能（低持股比例下，千里智驾长期投入对上市公司的报表影响可控+寻求外部资源的便捷程度提升），或是整合初期最优解。

图表 6：千里智驾股权关系图（截至 26 年 4 月底）



资料来源：公司公告，Wind，华源证券研究所

### 1.3. 千里智驾“群星荟萃”，多个产业领军人物共聚一堂

如同千里科技的多元股权背景，其核心管理团队也呈现出“AI+”的跨界融合特征。公司董事长印奇出身清华姚班，获得哥伦比亚大学计算机科学（智能传感）硕士学位，是旷视科技联合创始人与国家新一代人工智能治理专业委员会委员，目前其主要负责千里科技整体战略规划及业务管理；副董事长鲍毅曾任摩根士丹利证券（中国）董事总经理，目前其主要负责就千里科技的运营、管理提供战略建议与推荐意见；总裁周宗成专注于睿蓝汽车业务，在加入千里科技前其曾在台州吉利汽车制造有限公司工作；联席总裁王军于 2025 年 6 月加入，专注于公司“AI+Mobility”业务，负责监督公司的营运及产品/项目开发，在加入千里科技前曾担任华为车 BU 首任总裁。26 年 3 月 2 日，公司正式审议通过，选举前荣耀终端有限公司 CEO 赵明为公司联席董事长，有望进一步深化公司在供应链整合、渠道运营、品牌建设、海外市场开拓等方面的竞争力。

多方人才汇聚，构建了公司“技术研发+资本运作+工程落地”的能力矩阵，兼顾了传统制造与科技升级的平衡。

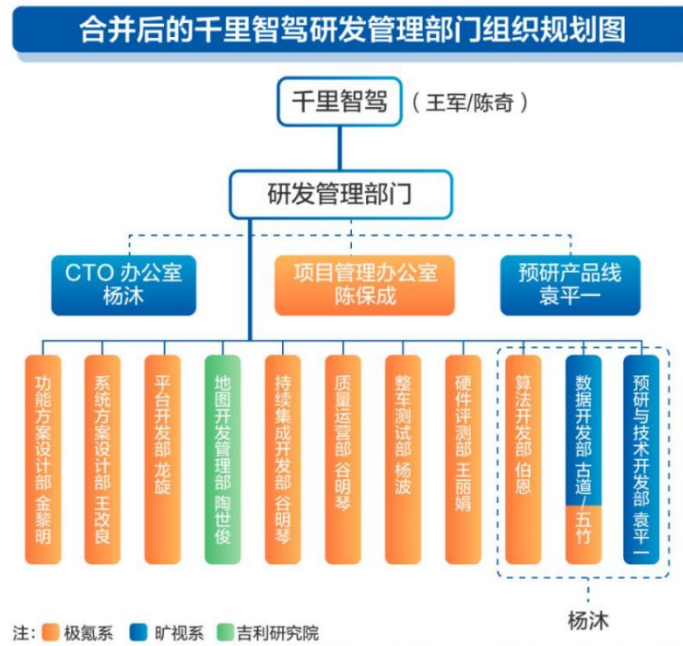
**图表 7：千里科技核心管理团队背景（截至 26 年 3 月）**

| 姓名  | 职位       | 教育/学术背景   | 行业背景  |
|-----|----------|---|---|
| 印奇  | 董事长&执行董事 | 2010 年获清华大学姚班计算机科学学士学位；2013 年获美国哥伦比亚大学计算机科学（智能传感）硕士学位 | 2011 年创立旷视科技并担任董事长兼首席执行官；2022 年 12 月起担任中华全国工商联合会执行委员会委员；曾担任国家新一代人工智能治理专业委员会委员   |
| 赵明  | 联席董事长    | 上海交通大学移动通信与电子系统专业硕士                                   | 曾任华为技术有限公司 3G 研发工程师、NodeB PDT 经理、CDMA&Wimax&TD-SCDMA 产品线总裁、全球无线行销部部长、意大利代表处代表、荣耀业务部总裁、荣耀终端股份有限公司 CEO 等职务                                    |
| 鲍毅  | 副董事长     | 1999 年获美国纽约州立大学科学学士学位；2004 年获美国宾夕法尼亚大学沃顿商学院工商管理硕士学位   | 2013 年 9 月至 2016 年 5 月担任摩根士丹利证券（中国）总经理；2016 年 6 月起担任沅柏资本主席；2016 年 9 月起担任芯成科技独立非执行董事   |
| 周宗成 | 总裁       | 2003 年获合肥通用职业技术学院管理工程硕士学位；2016 年获浙江汽车工程学院工程硕士学位       | 2003 年 12 月至 2019 年 6 月历任台州吉利汽车制造有限公司总装分厂厂长、生产部部长、常务副总经理等职；2019 年 6 月至 2021 年 8 月任浙江铭岛铝业总裁兼董事长；2021 年 2 月加入千里科技并于睿蓝汽车任职；2023 年 1 月起担任千里科技总裁 |
| 王军  | 联席总裁     | 1996 年获得西安电子科技大学检测技术与仪器仪表学士学位                         | 2000 年 8 月起担任华为公司领先全球信息与通信技术基础设施及智能设备供应商部门部长；2019 年担任华为智能汽车解决方案 BU 总裁；2025 年 6 月加入千里科技任联席总裁   |

资料来源：千里科技港股招股说明书，华源证券研究所

随着极氪、吉利研究院、迈驰等团队注入，千里智驾管理结构、研发方向逐渐清晰。目前千里智驾董事长兼 CEO 由千里科技联席总裁王军担任；联席 CEO 由吉利控股集团首席智驾科学家陈奇担任；原旷视科技联合创始人杨沐则出任 CTO，同时千里智驾内部采用矩阵管理架构在系统开发、平台开发、算法开发、数据开发等垂直的职能部门之外，研发管理部门新增 CTO 管理办公室、预研产品线和项目管理办公室等三个横向部门，分别由 CTO 杨沐、首席科学家袁平一、陈保成出任负责人。

图表 8：千里科技内部团队及分工（截至 25 年 9 月）



资料来源：21 世纪经济报道，华源证券研究所

考虑到千里科技的核心增长引擎来自于科技业务（智驾、Robotaxi、座舱），我们重点讨论公司的三大科技业务板块。

## 2. 国内乘用车高阶智驾平权进行时，公司有望后发先至

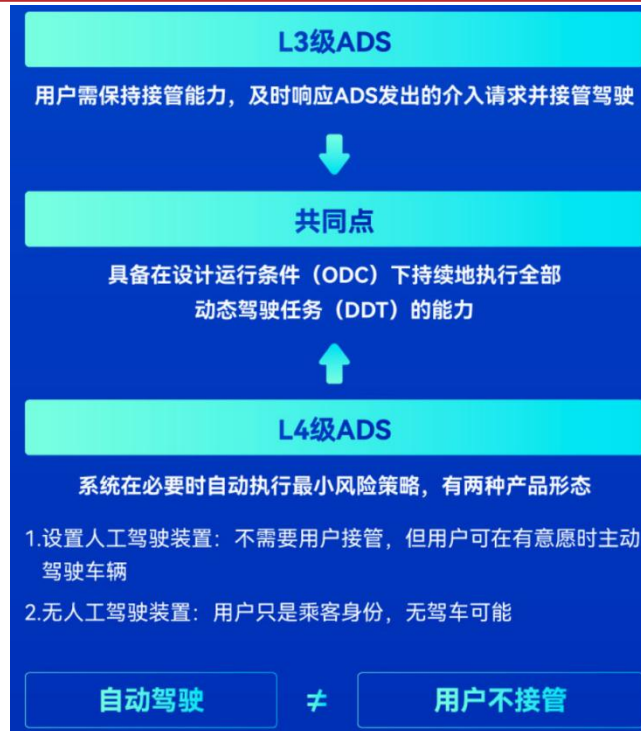
**政策层面 L3/L4 强标已至：**26 年 2 月，工信部发布《智能网联汽车 自动驾驶系统安全要求》征求意见稿，国内 L3/L4 相关法规体系建设有望进一步健全。该意见稿针对自动驾驶系统（ADS）给出了明确的技术要求，对 L3/L4 系统的一般要求概括如下：

- 1) ADS 的安全水平应至少达到合格且专注驾驶员的水平，能识别设计运行条件（ODC），在激活状态下执行全部动态驾驶任务（DDT）；
- 2) 标称场景下，ADS 应不导致碰撞，避免与安全相关目标发生碰撞；
- 3) 标称场景下，ADS 应与其他道路使用者（ORU）进行安全有效的信息交互（转向灯、制动灯等）；
- 4) 标称场景下，ADS 应符合道路通行规定，避免不合理地扰乱交通流而导致通行效率下降；
- 5) 标称场景下，ADS 应探测与响应优先车辆（执行紧急任务的警车、消防车、救护车、工程抢险车等）。当妨碍优先车辆通行时，L3 级 ADS 执行让行控制或 ADS 后援响应，L4 级 ADS 执行让行控制；

6) ADS 应探测与响应交通警察现场指挥, L3 级 ADS 能按照交通警察现场指挥通行或执行 ADS 后援响应, L4 级 ADS 能按照交通警察现场指挥通行。

该政策有望于 27 年 7 月 1 日正式实施。作为强制性国家标准, 该政策参考了联合国正在制定的自动驾驶系统安全要求技术法规和 UN R 157《关于批准车辆自动车道保持系统 (ALKS) 的统一规定》, 同时结合国内产品现状, 从企业层面、产品层面提出要求并规范检验检测方法, 有望全面支撑 ADS 商业化落地与道路交通安全水平提升。

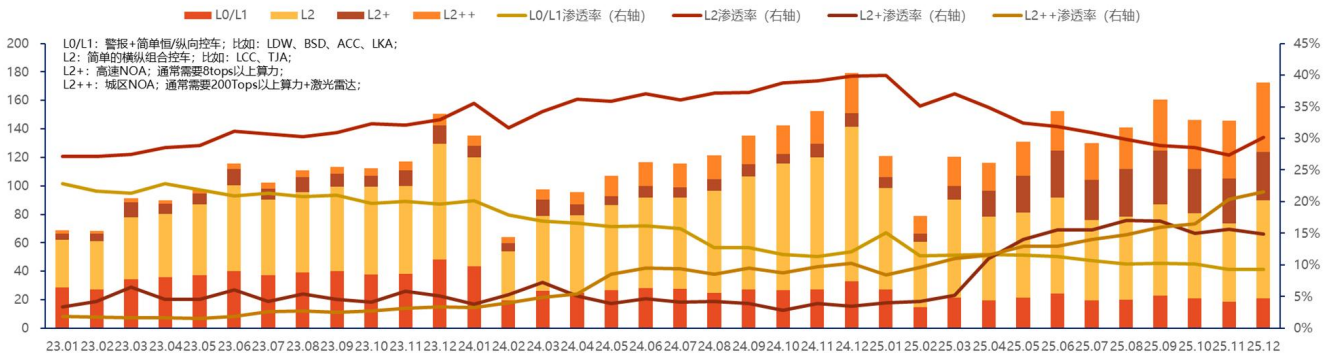
图表 9: L3/L4 级自动驾驶系统的主要特点



资料来源: 工信部、华源证券研究所

供给端, 传统自主品牌大力拥抱高阶“智驾平权”, 行业渗透率提升有望加速。回顾 25 年的智驾渗透率, 受益于比亚迪推进“智驾平权”(参考图表 12, 25 年 1-9 月, 较之 24 全年 BYD L2+渗透率大幅提升), 国内乘用车 L2+渗透率从 24 全年的 4.2%提升至 25 年的 12.9% (图表 11); 但观察以吉利、长城为代表的其他传统自主品牌, 大部分主机厂仍然把重心放在高阶 L2++领域 (城区 NOA 级别), 致力于推动自家高端车型跟上行业头部趋势 (比肩新势力), 而并非致力于将高速 NOA 级别方案下沉, 行业整体渗透率已从 24 年的 8.0%提升到 25 年的 14.5%。我们认为在 L3/L4 强标已出台的背景下, 这种趋势有望进一步强化。

图表 10：分月/分级别乘用车 ADAS 渗透率走势（单位：万辆）



资料来源：高工智能汽车、华源证券研究所 注：我们定义计算平台算力>=200Tops 的车型为 L2++（代表功能：城区 NOA）；介于 8 到 200Tops 车型为 L2+（代表功能：高速 NOA）

图表 11：23-25 年上险量口径国内乘用车 ADAS 分级别渗透率情况

| 类别<br>(单位：万辆) | ADAS 整体上险量 |       | L0/L1 |       | L2  |       | L2+ (高速NOA) |       | L2++ (城区NOA) |       |
|---------------|------------|-------|-------|-------|-----|-------|-------------|-------|--------------|-------|
|               | 上险量        | 渗透率   | 上险量   | 渗透率   | 上险量 | 渗透率   | 上险量         | 渗透率   | 上险量          | 渗透率   |
| 23年全年         | 1238       | 58.6% | 444   | 21.0% | 639 | 30.3% | 105         | 5.0%  | 50           | 2.4%  |
| 24年全年         | 1462       | 63.8% | 335   | 14.6% | 848 | 37.0% | 96          | 4.2%  | 183          | 8.0%  |
| 25年全年         | 1616       | 70.3% | 252   | 11.0% | 735 | 32.0% | 296         | 12.9% | 334          | 14.5% |

资料来源：高工智能汽车、华源证券研究所

图表 12：分车企 L2+渗透率情况（单位：辆）

| 车企   | 2024年  |       | 2025年1-9月 |        | 2025年9月 |        |
|------|--------|-------|-----------|--------|---------|--------|
|      | 上险量    | 渗透率   | 上险量       | 渗透率    | 上险量     | 渗透率    |
| 比亚迪  | 38854  | 1.1%  | 1907495   | 56.1%  | 260771  | 76.1%  |
| 理想汽车 | 269087 | 53.4% | 177797    | 43.6%  | 11539   | 33.6%  |
| 零跑汽车 | 55106  | 20.3% | 216876    | 45.5%  | 30369   | 51.7%  |
| 小米汽车 | 42473  | 30.9% | 85990     | 21.0%  | 6726    | 16.1%  |
| 上汽集团 | 1612   | 0.1%  | 111377    | 3.7%   | 14710   | 5.0%   |
| 一汽集团 | 637    | 0.0%  | 64997     | 2.4%   | 5678    | 2.3%   |
| 吉利集团 | 146266 | 7.2%  | 122980    | 4.7%   | 18510   | 7.2%   |
| 东风集团 | 44635  | 3.0%  | 63433     | 5.0%   | 6222    | 5.0%   |
| 特斯拉  | 304585 | 46.0% | 16295     | 2.6%   | 0       | 0.0%   |
| 奇瑞汽车 | 18307  | 1.4%  | 91404     | 6.7%   | 14199   | 11.6%  |
| 长城汽车 | 22463  | 3.3%  | 19102     | 2.7%   | 1662    | 2.4%   |
| 长安集团 | 12969  | 0.8%  | 28354     | 1.9%   | 1299    | 0.9%   |
| 蔚来汽车 | 0      | 0.0%  | 38203     | 11.7%  | 5890    | 17.2%  |
| 洛轲智能 | 0      | 0.0%  | 2943      | 100.0% | 106     | 100.0% |
| 广汽集团 | 0      | 0.0%  | 5971      | 0.4%   | 213     | 0.1%   |

资料来源：高工智能汽车、华源证券研究所

图表 13：分车企 L2++渗透率情况（单位：辆）

| 车企    | 2024年  |        | 2025年1-9月 |       | 2025年9月 |        |
|-------|--------|--------|-----------|-------|---------|--------|
|       | 上险量    | 渗透率    | 上险量       | 渗透率   | 上险量     | 渗透率    |
| 特斯拉   | 357243 | 54.0%  | 610692    | 97.4% | 70777   | 100.0% |
| 赛力斯集团 | 358896 | 86.4%  | 425144    | 95.7% | 40945   | 96.5%  |
| 蔚来汽车  | 227157 | 100.0% | 288841    | 88.3% | 28295   | 82.8%  |
| 小米汽车  | 94786  | 69.1%  | 324401    | 79.0% | 35090   | 83.9%  |
| 比亚迪   | 28822  | 0.8%   | 237053    | 7.0%  | 20739   | 6.1%   |
| 理想汽车  | 235248 | 46.6%  | 230204    | 56.4% | 22786   | 66.4%  |
| 小鹏汽车  | 118090 | 69.1%  | 272539    | 71.0% | 34091   | 89.4%  |
| 吉利集团  | 117256 | 5.8%   | 294673    | 11.2% | 29812   | 11.6%  |
| 长安集团  | 62897  | 3.9%   | 137683    | 9.0%  | 10491   | 7.6%   |
| 奇瑞汽车  | 52405  | 3.9%   | 11283     | 0.8%  | 511     | 0.4%   |
| 广汽集团  | 20466  | 1.1%   | 91415     | 5.5%  | 11633   | 7.7%   |
| 上汽集团  | 63560  | 2.1%   | 117776    | 3.9%  | 14491   | 4.9%   |
| 长城汽车  | 24023  | 3.5%   | 106569    | 15.2% | 14007   | 19.9%  |
| 零跑汽车  | 42901  | 15.8%  | 36000     | 7.6%  | 3353    | 5.7%   |
| 东风集团  | 161    | 0.0%   | 91882     | 7.3%  | 13335   | 10.7%  |

资料来源：高工智能汽车、华源证券研究所

综合来看,参考图表 10,乘用车 L2++ 25 年 11、12 月单月渗透率分别达到 20.3%/21.5%, 显著高于全年 14.5%的渗透率水平。因此,我们预期在政策加码&自主品牌加码高阶智驾积极性提高的背景下,26 年国内乘用车 L2++渗透率有望达到 20-25%。

仅考虑高阶智驾解决方案硬件,2029 年或将达到 2700 亿元市场规模。对于 L2++级别的单车硬件成本,我们选取吉利的千里浩瀚 H7 方案作为城区 NOA 级别车型的软硬件配置参照,H7 方案传感器为 11 颗摄像头+3 颗毫米波雷达+1 颗激光雷达+两颗英伟达 OrinX;不考虑算法成本,仅考虑硬件,匡算如下——高算力智驾域控 1.3 万元左右+11 颗摄像头(单颗均价 200-300 元左右)+3 颗毫米波雷达(单颗均价 200-350 元左右)+激光雷达(单颗

1500-3500元)，以上成本合计1.5-2.0万元左右；考虑到L3/L4级别乘用车对单车硬件配置&冗余的要求更高，中长期单车ASP有望持续增长；我们预计2029年L2++乘用车高阶智驾解决方案硬件市场规模将达到2700亿元（25-29年CAGR 38%）。

图表 14：吉利千里浩瀚系列智驾解决方案



资料来源：芯语（电动车公社）、华源证券研究所

图表 15：高阶智驾主要传感器&控制器成本预估

| 类别        | ASP预估 (千元) |
|-----------|------------|
| 高算力智驾域控制器 | 10-15      |
| 3M摄像头     | 0.2        |
| 8M摄像头     | 0.2-0.3    |
| 前向毫米波雷达   | 0.3-0.4    |
| 角雷达       | 0.15-0.2   |
| 激光雷达      | 1.5-3.5    |

资料来源：德赛西威定增问询函回复、汽车之家、前瞻产业研究院、华源证券研究所

图表 16：国内乘用车L2++智驾解决方案硬件市场规模

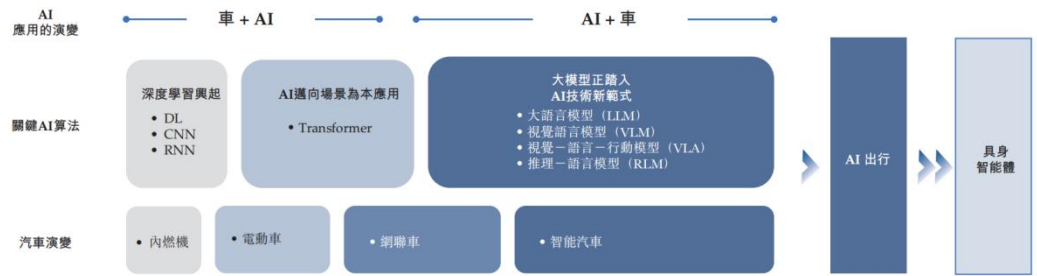
| 类别                  | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 乘用车批发销量 (万辆)        | 2955  | 3000  | 3090  | 3182  | 3278  |
| yoy                 | 8.8%  | 1.5%  | 3.0%  | 3.0%  | 3.0%  |
| L2++渗透率             | 14.5% | 23.0% | 30.0% | 35.0% | 39.0% |
| 高阶智驾解决方案硬件 ASP (万元) | 1.8   | 1.8   | 1.9   | 2.0   | 2.1   |
| 市场规模 (亿元)           | 750   | 1268  | 1788  | 2256  | 2719  |
| yoy                 | -     | 69.1% | 41.1% | 26.2% | 20.5% |

资料来源：观察者网、乘联分会、华源证券研究所测算

作为吉利体系核心供应商，在高阶智驾平权加速渗透的当下，公司有望充分享受行业增长红利：

1) 在高阶智驾技术路线趋于收敛的行业大背景下，千里科技从“新”出发，依托前沿算法架构+优质基模+吉利系数据，有望实现后发先至。当前时点下智驾技术路径已趋于收敛，但先入场的团队可能需要维护大量为解决长尾问题而堆砌的规则代码而背负沉重的历史包袱。千里科技&千里智驾从成立之初便聚焦通过强化学习+多模态的方式（RLM）驱动自动驾驶。RLM模型从视觉及文本数据中学习，增强态势感知及决策准确性，从而有望超越经验丰富的驾驶员、处理复杂的道路状况及有效管理长尾场景。此外，RLM的自适应学习过程允许模型根据个人用户习惯个性化驾驶行为，支持更舒适及定制化的驾驶体验。其次，该模型通过利用强化学习，以更少的工程编程代码及更低标注数据需求显著提升性能，实现更高迭代效率及降低开发成本。此外，公司背靠吉利系大量的实车数据&阶跃星辰的基模能力，在数据&模型能力两个核心要素上有望领先其他Tier1。目前，公司依托RLM模型，延展出了Afari自动驾驶系统，包括ASD 1.0、2.0、3.0，未来有望实现从无图城市NOA到L4级自动驾驶解决方案的全覆盖。

图 表 17： 公 司 技 術 路 線 錨 定 強 化 學 習 + 多 模 態 ， 高 度 契 合 行 業 前 沿 發 展 態 勢



资料来源：千里科技港股招股说明书、灼识咨询、华源证券研究所

图 表 18： ASD 系 列 解 决 方 案 全 面 覆 盖 L2+ 到 L4 级



资料来源：千里科技港股招股说明书、华源证券研究所

吉利庞大的乘用车销售规模或是公司收入持续增长的基础。根据吉利汽车 2026 年 1 月 1 日披露的 2026 年销量目标，公司 2026 年销量目标为 345 万辆（同比增长约 14%），其中新能源汽车销量目标 222 万辆（同比增长约 32%）。另外，根据千里科技港股招股说明书披露的千里智驾与吉利集团有关 ASD 的关联交易年度金额上限目标来看，2026-2028 年吉利自千里智驾采购 ASD 的交易金额上限为 88/101/116 亿元。考虑到上市公司已并表千里智驾，我们预计 26 年公司将受益于 ASD 交易，收入有望显著增厚。

图 表 19： 千 里 智 驾 与 吉 利 集 团 关 于 ASD 交 易 的 年 度 金 额 上 限

|              | 截至 12 月 31 日止年度的建議年度上限 |        |        |
|--------------|------------------------|--------|--------|
|              | 2026 年                 | 2027 年 | 2028 年 |
| 提供 ASD ..... | 8.80                   | 10.12  | 11.64  |

(人民幣十億元)

资料来源：千里科技港股招股说明书、华源证券研究所

### 3. 海内外 Robotaxi 头部参与者规模化加速+政策加速放宽+市场空间广阔

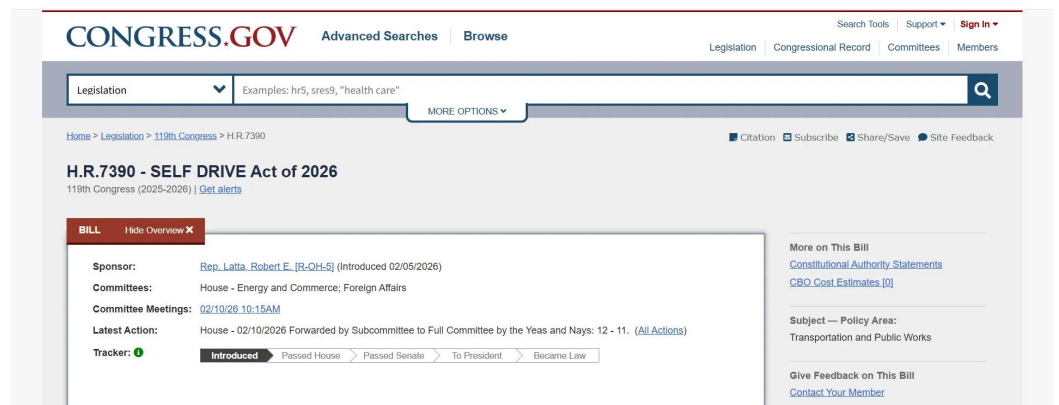
政策端，美国正在推动《自动驾驶法案 2026》落地，该政策我们预计或将有力推动全球 Robotaxi 商业化进程加速。《SELF DRIVE Act of 2026》目前已经在众议院能源与商务委员会获得通过，后续经过众议院/参议院全体表决、总统签字后有望正式发布。该法案之所以重要，是因为其有望系统解决产业规模商业化过程中遇到的几个核心问题：

1) 允许无方向盘车辆上路+放开年度投放规模上限：法案拟将无方向盘自动驾驶车辆的年度豁免数量从现行的 2500 辆大幅提升至 90000 辆。这一数量级跨越使特斯拉 Cybercab、Zoox 等无驾驶座车型具备工业化量产的经济可行性，是实现 Robotaxi 商业闭环的基础前提。

2) 解决各州针对 Robotaxi 的立法权分置问题：拟禁止各州自行制定自动驾驶性能标准，确立联邦法律的至高地位。此举旨在解决加州等地严苛法规造成的“制度性撕裂”问题，统一监管框架，显著提升企业跨城扩张与服务部署的效率。

3) 监管机制的重大转变从“代码监管”到“案例监管”：改变传统要求企业提交原始代码的监管模式，转而接受以“安全案例报告 (Safety Case)”形式证明系统应对碰撞风险的能力。该机制降低合规成本，建立适应 L4 级运营需求的新型监督范式，推动监管逻辑从“过程控制”向“结果导向”演进。

图表 20: 《SELF DRIVE Act of 2026》的立法流程



资料来源: congress.gov、华源证券研究所

#### 特斯拉&Waymo 商业化进程提速:

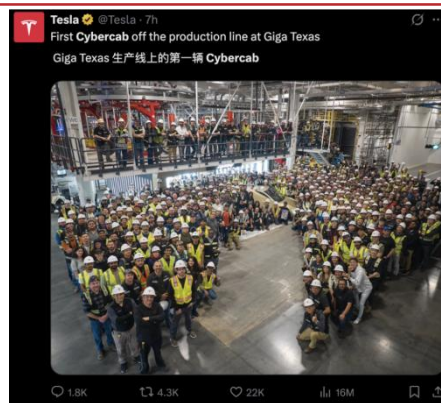
1) 关于特斯拉 Robotaxi: 参考 Robotaxi tracker 的数据，截至 26 年 3 月 13 日，特斯拉可追踪到的 Robotaxi 车队部署规模达到 447 辆，其中湾区有 358 辆，奥斯汀 89 辆，累计追踪到 34 辆 CyberCab 在测试。此外，26 年 2 月特斯拉官宣首款量产版 CyberCab 在德州超级工厂下线。

图表 21: 特斯拉 Robotaxi 车队规模分布情况 (截至 26 年 3 月 13 日)



资料来源: RobotaxiTracker、华源证券研究所

图表 22: 特斯拉下线第一台量产版 CyberCab



资料来源: 华尔街见闻、华源证券研究所

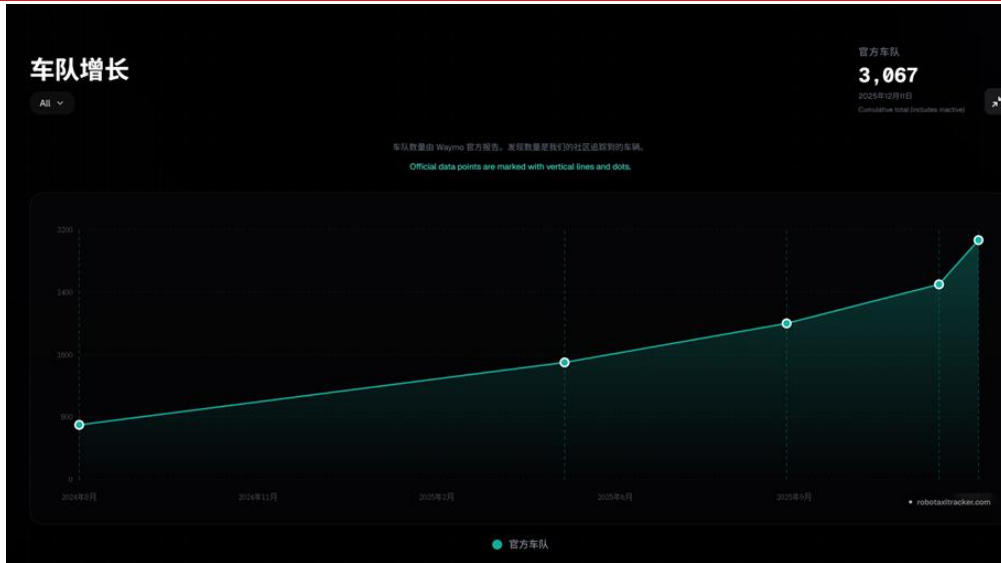
图表 23: 特斯拉 2025 年主要业务目标实现情况 (截至 26 年 1 月初)

| 类别       | 目标   | 25Q1法说会  | 25Q2法说会 (25.07)                    | 25Q3法说会 (25.10)                              | 25年股东大会 (25.11)                         | 现状                           |
|----------|------|--|------------------------------------|--|---|------------------------------|
| Robotaxi | 短期   | 计划25年6/7月在奥斯汀推出 Robotaxi服务; 预计2025年底推广至多个城市; Cybercab计划26年量产 | 正式推出Robotaxi; 目标25年年底服务覆盖美国一半以上人口  | 预计25年年底奥斯汀移除安全员, 并拓展至内华达、佛罗里达、亚利桑那等州的8-10个城市 | 计划Cybercab于26年4月量产                      | 奥斯汀无安全员模式尚在测试; 车队规模不及预期      |
|          | 长期   | 预计26年年底对财务产生实质影响   | 预计26年年底对财务产生实质影响                   |  | 26年产能或将从50万提升到200-300万; 每英里成本将降至0.2美元以下 |                              |
| FSD      | 版本升级 | 无监督FSD预计于25年年底实现   | 计划将模型参数量提升10倍                      | V14.2计划优化舒适性功能; 后续版本将强化模型推理能力 (V14.3/V14.4)  | V14.3版本将实现“睡一觉到目的地”的体验                  | V14版本MPI预计显著提升, 但V14.3版本尚未更新 |
| Optimus  | 短期   | 预计25年年底数千台在特斯拉工厂投入使用   | 股东大会展示Gen3; 计划将在3个月内小批量生产, 26年年初量产 | 预计26年2/3月展示Gen3原型机; 计划搭建100万的产线, 希望26年年底量产   | 26年将启动Gen3量产; Gen3未展示                   | Gen3至今未实现小批量生产               |
|          | 长期   | 预计29/30年实现100万的年产量目标   | 预计5年内月产能达到10万                      | V4产能目标1000万; V5年产量有可能是5000万或1亿               | 弗里蒙特工厂将实现100w产能目标; 之后将在德州建年产能1000万台的产线  |                              |
| AI5/AI6  | 短期   | -  | AI5有望26年年底量产                       | AI5同时委托台积电与三星生产                              | AI5目标27年实现量产                            |                              |
|          | 长期   | -  | 正规Dojo3与AI6融合                      |  | AI6已在规划; AI5投产1年后有望推出, 推训一体             |                              |
| 乘用车      | 产能目标 | -  | -                                  | 24个月内年化生产速率将提升至300万台                         | 目标26年年化产能达260-270万, 27年400万/28年500万     | 25年特斯拉全球165万的产量, yoy -7%     |

资料来源: 36氪、新浪财经、海豚研究公众号等、华源证券研究所

2) 关于 Waymo Robotaxi: 参考 electrify 披露的数据, 截至 2026 年 2 月, Waymo Robotaxi 车队规模已突破 3000 辆; 车队分布在旧金山、洛杉矶、菲尼克斯、奥斯汀、亚特兰大等 6 个城市, 2026 年底前车队规模计划扩张至 5000 至 6000 辆。订单方面, Waymo 目前周均付费乘车订单量已经突破 40 万单, Waymo 联席首席执行官预计 26 年年底有望突破每周 100 万单, 今年有望在全球 20 个城市展开测试并启动新的商业化运营。

图表 24: Waymo 车队规模走势 (截至 26 年 3 月 13 日)



资料来源: RobotaxiTracker、华源证券研究所

**国内主要参与者同样在加速商业化:** 参考证券时报网、每日经济新闻的报道, 小马智行 25 年底车队规模达 1159 辆; 文远知行 26 年 1 月车队规模达 1023 辆; 小马智行在广州、深圳已实现月度单车运营的盈利转正; 文远知行则预计 26Q1 在阿布扎比实现单车盈亏平衡。萝卜快跑 25Q4 在全球完成 340 万次 Robotaxi 服务 (同比+209%), 当季周度订单峰值超过 30 万单。另外, 吉利系 Robotaxi 的代表曹操出行于 26 年 2 月 11 日宣布在杭州市滨江区投放 Robotaxi 规模已达 100 辆, 并由“绿色智能通行岛”提供运营支持, 公司规划至 2030 年累计投放 10 万辆全定制 Robotaxi, 绿色智能通行岛也将随业务广泛布局。此外, 小马智行&文远知行针对 26 年目前都已经比较明确的车队规模扩张目标。其中, 根据证券时报网、每日经济新闻、IPO 早知道等的报道, 小马智行 26 年目标至少达到 3000 辆, 按照类似增长倍数, 预计 2030 年小马智行 Robotaxi 数量将达到 10 万辆规模; 文远知行则预期 26 年全球 Robotaxi 存量规模将超过 2600 台, 目标 2030 年达成数万台车的规模。

图表 25: 国内外 Robotaxi 主要公司概况

| 名称    | 车辆数                | 单车日均单量                          | 是否已实现无人商业化    |
|-------|--------------------|---------------------------------|---------------|
| 小马智行  | 截至2025年12月底: 1159  | 广州、深圳: 23单                      | 是             |
| 文远知行  | 截至2026年1月12日: 1023 | 广州: 25单; 阿布扎比: 15~20单           | 是             |
| 萝卜快跑  | 截至2025年第一季度: 1000+ | 无日均单量; 截至2025年四季度: 每周出行次数峰值超30万 | 是             |
| Waymo | 截至2025年12月底: 2500+ | 26单                             | 是             |
| 特斯拉   | 截至2026年2月: 350+    | /                               | 是 (德克萨斯州奥斯丁等) |

资料来源: 证券时报网、每日经济新闻、华源证券研究所

图表 26: 曹操出行 Robotaxi 三步走战略



资料来源：汽车之家、华源证券研究所

2035 年全球 Robotaxi 市场规模有望达到 4800 亿级别：

1) 国内市场规模 2035 年有望达到千亿级别：假设 2035 年国内 53 万辆的 Robotaxi 保有量，单车 22 万元左右的年化运营收入，国内 Robotaxi 市场规模有望达到 1160 亿元左右（参考曹操出行/小马智行等国内主要参与者 2030 年 10 万辆级别的部署规模，该预期或是较为保守的）。

2) 海外市场规模 2035 年有望达到 3700 亿级别：假设海外市场 2035 年 70 万辆左右的保有量（参考特斯拉 100 万辆级别的 Robotaxi 运营目标，这个预期或是比较保守的），单车 7 万美金左右的年化运营收入，海外 Robotaxi 市场规模预计有望达到 3700 亿元左右。

图表 27: Robotaxi 国内/海外市场规模展望

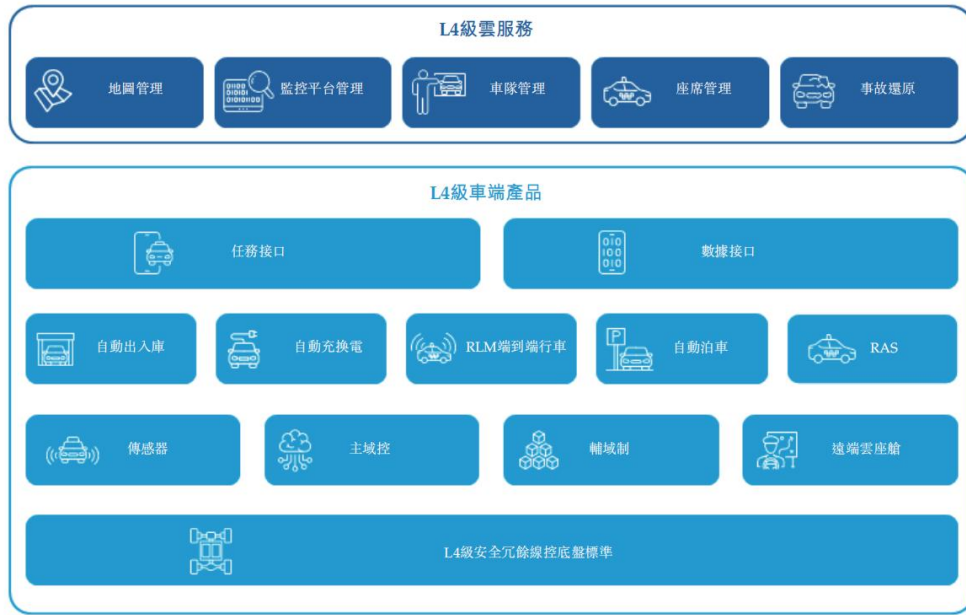
| 类别                          | 2025E  | 2026E  | 2027E  | 2028E  | 2029E | 2030E  | 2035E  |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|
| <b>A. Robotaxi (国内, 亿元)</b> | 4.9    | 18.3   | 63.3   | 176.1  | 320.4 | 611.9  | 1160.0 |
| yoy                         | 585.9% | 275.2% | 244.9% | 178.3% | 82.0% | 91.0%  | -      |
| <b>1.1-单车年化收入 (万元/车)</b>    | 10.6   | 14.3   | 18.5   | 19.4   | 20.2  | 21.0   | 21.8   |
| 单车日均订单量 (单)                 | 16.0   | 19.5   | 23.0   | 24.0   | 25.0  | 26.0   | 27.0   |
| 平均每单里程 (公里)                 | 7.0    | 7.0    | 7.0    | 7.0    | 7.0   | 7.0    | 7.0    |
| 每公里ASP (元)                  | 2.6    | 2.9    | 3.2    | 3.2    | 3.2   | 3.2    | 3.2    |
| <b>1.2-国内保有量 (千辆)</b>       | 4.6    | 12.9   | 34.1   | 91.0   | 158.9 | 291.8  | 532.8  |
| 国内网约车+出租车数量 (万辆)            | 700    | 735    | 750    | 765    | 780   | 796    | 811    |
| Robotaxi占比预估                | 0.07%  | 0.18%  | 0.45%  | 1.19%  | 2.04% | 3.67%  | 6.57%  |
| <b>B. Robotaxi (海外, 亿元)</b> | 29.1   | 80.7   | 177.7  | 367.7  | 684.7 | 1071.6 | 3684.4 |
| yoy                         | 774.7% | 176.8% | 120.4% | 106.9% | 86.2% | 56.5%  | -      |
| <b>1.1-单车年化收入 (万美金/车)</b>   | 5.7    | 6.1    | 6.5    | 6.6    | 6.6   | 6.7    | 7.2    |
| 单车日均订单量                     | 20.0   | 21.5   | 23.0   | 23.1   | 23.2  | 23.5   | 25.0   |
| 平均每单里程 (英里)                 | 6.0    | 6.0    | 6.0    | 6.0    | 6.0   | 6.0    | 6.1    |
| 每公里ASP (美元)                 | 1.3    | 1.3    | 1.3    | 1.3    | 1.3   | 1.3    | 1.3    |
| <b>1.2-海外保有量 (千辆)</b>       | 7.1    | 18.3   | 37.7   | 77.7   | 144.0 | 222.5  | 707.2  |
| 海外网约车+出租车规模 (预估, 万辆)        | 2369   | 2440   | 2513   | 2589   | 2666  | 2746   | 2829   |
| Robotaxi/网约车&出租车            | 0.03%  | 0.08%  | 0.15%  | 0.30%  | 0.54% | 0.81%  | 2.50%  |

资料来源：上海交通委员会、新浪财经、维科网等、华源证券研究所 注：美元/人民币汇率取 7.2

千里科技 Robotaxi 相关的技术能力齐备+背靠川渝大市场+绑定曹操出行，预计将深度受益国内 Robotaxi 发展大潮。

1) 端到端全栈 Robotaxi 解决方案配套能力：公司有能够提供包括底盘接口标准、自动驾驶软硬件、数据/任务接口、云平台在内的 Robotaxi 全栈解决方案；且公司依托丰富的车辆工程经验，能够自主设计及制造 Robotaxi 相关硬件及整车平台。

图表 28：公司 Robotaxi 解决方案



资料来源：千里科技港股招股说明书、华源证券研究所

**2) 背靠川渝大市场：**我们认为 Robotaxi 属于区域强监管业务（涉及公共安全，且也可能影响网约车/出租车就业），政府部门的助力对于 L4 运营商来说是稀缺资源。

——成都：25 年 10 月 16 日公司公众号披露与成都市人民政府正式签署战略合作协议，双方将围绕智能网联汽车产业的创新发展，共同构建产业新生态，拓展城市示范应用场景。根据计划，双方将联合开展涵盖出行定制、城市配送、物流运输等领域的智能网联示范运营，在多元化的城市应用场景部署领先的智能出行解决方案。作为该项合作的重要组成部分，双方将重点建设 Robotaxi 运营服务体系，共同打造安全、便捷、高效的智能出行服务与体验。面对这一战略性机遇，千里科技以 AI 技术为核心驱动力，致力于构建从技术研发、产品设计到运营服务的全链路体系，加速推动 Robotaxi 业务布局。

——重庆：首先，我们上文已论述过千里科技与千里智驾的股权结构中均有重庆国资的身影。其次，作为扎根重庆成长起来的本土智能化 Tier1 龙头，千里科技也备受重庆市委领导的关注，例如 25 年 2 月重庆市委书记袁家军调研千里科技时指出“重庆正聚力打造智能网联新能源汽车之都，千里科技与重庆发展战略高度契合，希望用好重庆独特优势，努力在市场竞争中赢得主动”，并要求有关区和部门做好服务保障，加大支持力度，助力企业做大做强。

图表 29：重庆市委书记袁家军调研千里科技



资料来源：观察者网、华源证券研究所

图表 30：千里科技与成都市达成战略合作

千里科技与成都市达成战略合作，联合打造 Robotaxi 示范运营标杆

千里科技集团 2025年10月16日 22:31 重庆



资料来源：千里科技集团公众号、华源证券研究所

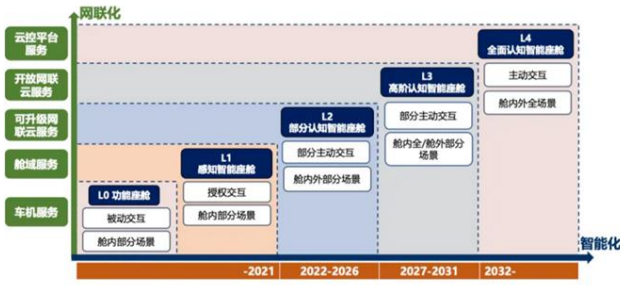
根据第七次人口普查数据，川渝地区约占全国人口的 8%；基于上文测算，2035 年国内 Robotaxi 市场有望达到 1160 亿，简单按人口占比匡算，川渝地区有近百亿级别的市场潜力。

3) **深度绑定曹操出行：**援引晚点 LatePost 的数据，吉利系生态中千里智驾负责核心的 L4 级算法研发，而曹操出行则负责从海量运营中提取“数据养料”。25 年 12 月 3 日，在曹操出行的 Robotaxi 战略升级会上，曹操出行和千里智驾签署战略合作协议，双方将深化在 Robotaxi 领域的合作，共同加速智驾技术的规模化应用与商业化落地。我们预计未来千里智驾有望从曹操出行运营的 Robotaxi 流水中取得一定比例的分润。参考图表 27，考虑未来单车 20 万元左右年收入，曹操 2030 年如若能实现 10 万辆规模的车队，对应 200 亿元收入体量，假设千里智驾依托其配套的算法技术，获得可观比例抽佣，收入/利润体量同样值得期待。

## 4. 智能座舱：公司依托阶跃星辰的基模能力，有望在 L3 级座舱主动交互时代大放异彩

参照智驾的 L0-L5 分级，座舱也可以从 L0 级功能座舱逐步升级至 L4 级全面认知智能座舱。随着座舱硬件能力的持续提升，26 年 L3 级高阶认知智能座舱有望开始快速渗透（我们预计该级别座舱给乘客带来的驾乘体验将明显提升，例如语音助手能记忆和主动理解用户需求、记录用户偏好、基于用户选择的目的地主动推荐用户需要或感兴趣的娱乐场所，类似手机 AI agent，点外卖、自发寻找加油站等）。

图表 31：座舱也可以划分出 L0-L4



资料来源：湖北汽车工业学院官网、华源证券研究所

图表 32：座舱 L3 的本质或是将主动交互+互联网云端助手部署到高隐私性的车端



资料来源：新浪科技、视觉中国、华源证券研究所

千里科技的技术栈与 L3 级座舱要求的主动交互能力高度契合。

公司的智能座舱解决方案依托两大核心技术——多模态交互与 AgentOS：

1) **多模态交互模型**：部署在车端及云端以提供无缝的智能体验。车端 AI 模型具备先进的感知及意图理解能力，支持功能强大的多模态视觉语言模型（VLM）。在云端，AI 交互套件包含中控模型、端到端语音模型及情感模型。通过这些模型的协同运作，可实现丰富的多模态交互，并具备对真实世界的通用理解能力、AI 驱动的个性化建议及舱内情感识别功能。

2) **Agent OS**：Agent OS 作为统一管理平台，负责协调所有智能体的运行并管控各智能体之间的交互流程，包括智能调度车端与云端环境中的各类资源、数据及服务，有效实现多模态交互、自适应个性化设置，进而为用户提供持续流畅、体验一致的智能座舱服务。

图表 33：公司智能座舱解决方案核心计算



资料来源：千里科技港股招股说明书、华源证券研究所

与阶跃星辰（下文简称阶跃）的深度绑定有望进一步深化千里科技的 AI-agent 能力。

1) 阶跃的 Agent 模型已跃居国内头部水平。其最新发布的 Step 3.5 Flash 仅凭 11B 激活参数，就实现了前沿级智能。在高难度数学推理中的表现顶尖：在 AIME 2025（美国数学

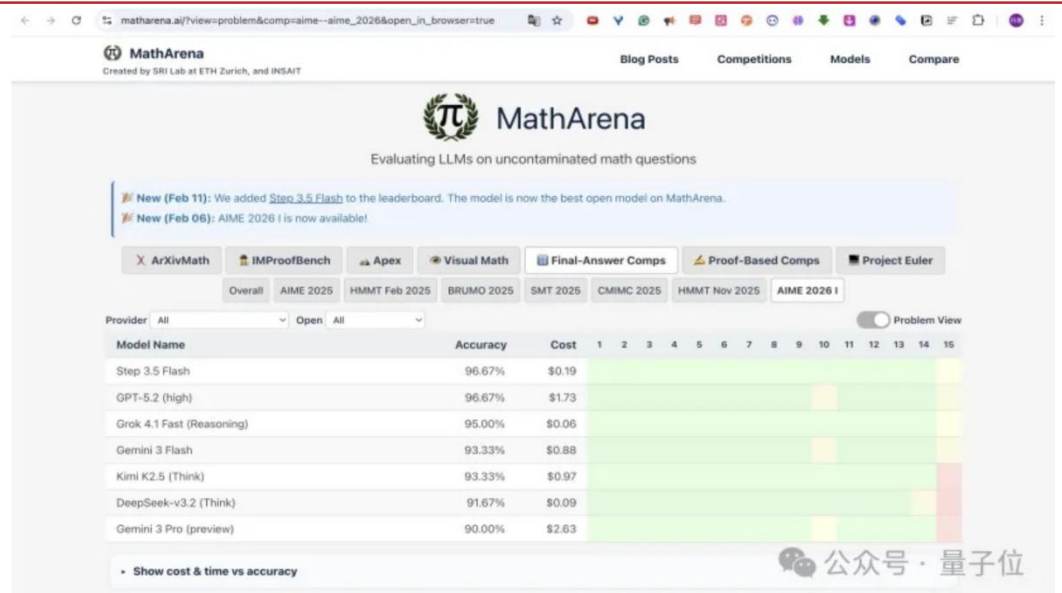
邀请赛) 测试中得到 97.3 分; 在 IMOAnswerBench (国际数学奥林匹克题基准) 测试中得到 85.4 分; 在 HMMT 2025 (哈佛-麻省理工数学竞赛) 测试中得到 96.2 分; 以上均为国内开源模型第一, 开启并行协同推理后的 Step 3.5 Flash PaCoRe, 推理性能进一步跃升, 三项得分分别提升至 99.9 分、88.8 分、98.9 分。除了竞赛型计算推理, 在 MathArena 的 Overall 榜单上, Step 3.5 Flash 的整体数学能力和综合准确率上表现依旧稳定出色。

图表 34: 阶跃 Step 3.5 Flash 在权威模型上的测评表现



资料来源: 量子位、华源证券研究所

图表 35: Step 3.5 Flash 在 MathArena 上的测试表现



资料来源: 量子位、华源证券研究所

2) 千里科技与阶跃深度绑定。阶跃 26 年 1 月 26 日宣布印奇出任公司董事长, 负责整体战略节奏与技术方向的制定, 将与 CEO 姜大昕、首席科学家张祥雨、CTO 朱亦博组成核心管理团队。根据公司港股招股书披露, 26-28 年千里科技采购阶跃 MaaS 服务的交易金额上限为 3.9/4.9/6.0 亿元。二者的合作预计将持续深化。

图表 36：千里科技向阶跃采购 MaaS 服务的年度金额上限

年度上限

本公司建議截至2028年12月31日止三個年度的年度上限設定如下：

|            | 截至12月31日止年度的建議年度上限 |       |       |
|------------|--------------------|-------|-------|
|            | 2026年              | 2027年 | 2028年 |
| 採購MaaS解決方案 | 393.2              | 485.2 | 600.2 |

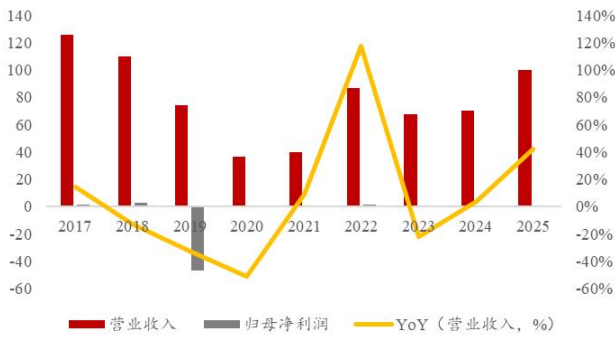
(人民幣百萬元)

资料来源：千里科技港股招股说明书、华源证券研究所

## 5. 终端业务经营压力逐渐缓解

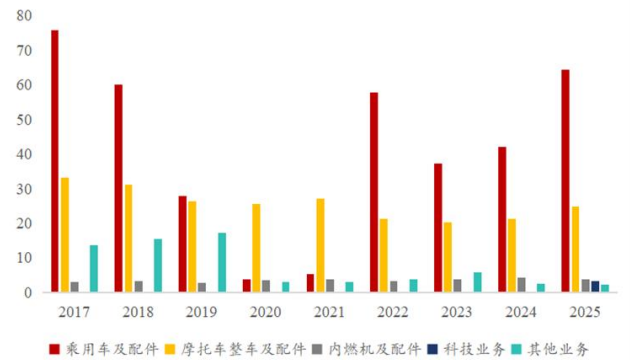
公司目前基本盘仍是终端业务（乘用车、摩托车整车及配件），且收入/利润已开始回暖。公司营收增速自24年开始反弹，从分拆收入结构来看，占营收比重较高的乘用车及配件、摩托车整车及配件业务24年均实现了较为明显的增长。我们看好终端业务维持稳健向好的发展态势。

图表 37：千里科技营收及归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 38：千里科技历年主营业务构成（亿元）

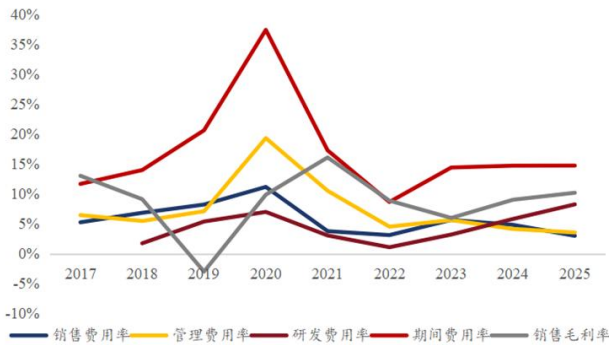


资料来源：Wind，华源证券研究所

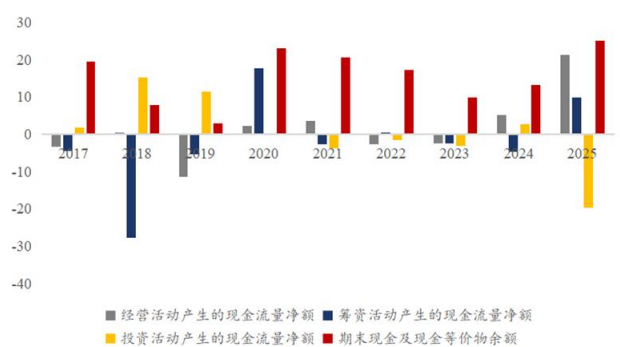
公司管理效能提升且近年来研发投入力度持续加大。公司整体费用率自2022年以后较为平稳但结构有所优化，管理、销售费用率自2023年的5.59%、5.62%分别下降至2025年的3.52%、2.96%，管理效能提升明显；研发费用率近年来明显提高以支撑新业务发展。毛利率方面，公司乘用车及配件业务毛利率较低且体量较大，稀释了公司整体毛利率水平，预计随着公司“AI+车”相关业务开展，后续综合毛利率有望得到提升。

现金流量方面，公司2025年经营活动现金流净额达到21.35亿元；2025年公司现金及现金等价物余额达到25.18亿元，同时公司已于2025年10月向港交所递交H股发行上市申

请，计划实现 A+H 两地上市，公司较为充沛的现金储备将为向 AI 驱动战略转型升级与上游产业链资源战略整合提供坚实基础。

**图表 39：千里科技费用率&毛利率情况**


资料来源：Wind，华源证券研究所

**图表 40：千里科技现金流情况（亿元）**


资料来源：Wind，华源证券研究所

## 6. 盈利预测与评级

### 6.1. 盈利预测

我们预计，公司 2026-2028 年营业总收入分别为 155.20、188.51、219.24 亿元，同比分别增长 55.2%、21.5%、16.3%；毛利率分别为 16.8%、18.2%、19.3%。

**乘用车及配件业务：**公司乘用车业务面向 C 端和 B 端客户，聚焦构建“充换电一体化”核心能力体系，持续优化多场景适配的产品矩阵与全生命周期的服务体系，提升市场响应能力与客户价值。预计公司该业务 2026-2028 年营业收入分别为 67.62、74.39、81.83 亿元，同比分别增长 5.0%、10.0%、10.0%。

**摩托车整车及配件业务：**公司摩托车业务将国际化拓展确立为战略重心，积极强化全球重点市场布局，着力完善本地化运营体系，持续提升全球市场份额与品牌影响力，预计公司该业务 2026-2028 年营业收入分别为 27.79、30.56、33.62 亿元，同比分别增长 12.0%、10.0%、10.0%。

**内燃机及配件业务：**该业务预计也将受益于摩托车业务的海外扩张趋势，维持平稳增长的态势，预计该业务 2026-2028 年营业收入分别为 4.38、4.81、5.29 亿元，同比分别增长 10.0%、10.0%、10.0%。

**科技业务：**由于公司并表千里智驾，千里智驾与吉利系 26 年的交易金额上限达到 88 亿元，我们按照该金额的 60%测算，对应智驾业务的收入增厚约为 53 亿元。后续我们预计该业务或持续受益吉利集团在智能化方面的采购规模扩张及 Robotaxi 业务的兑现；预计 2026-2028 年该业务营业收入分别为 52.90、76.10、95.72 亿元。

## 6.2. 投资建议及估值

考虑到当前公司尚处于业务转型期，相关业务营收、利润还未完全释放，我们采用 PS 估值法对公司进行估值。考虑到主营业务相似性，我们选取博泰车联、文远知行-W、小鹏集团-W 作为可比公司，截至 2026 年 5 月 15 日，上述 3 家可比公司按 Wind 一致预期计算的 2026 年平均 PS 为 6.9x；公司背靠吉利，科技业务转型顺利，未来增长可期，或可参考可比公司 PS 估值。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 41：可比公司收入预期及 PS 估值情况（单位：人民币）

| 股票代码      | 公司名称   | 总市值<br>(亿元) | 营收 (亿元) |        |        | PS    |       |       |
|-----------|--------|-------------|---------|--------|--------|-------|-------|-------|
|           |        |             | 2026E   | 2027E  | 2028E  | 2026E | 2027E | 2028E |
| 2889.HK   | 博泰车联   | 221.6       | 56.2    | 81.6   | 108.8  | 3.9   | 2.7   | 2.0   |
| 0800.HK   | 文远知行-W | 176.9       | 11.3    | 22.0   | 37.5   | 15.7  | 8.1   | 4.7   |
| 9868.HK   | 小鹏集团-W | 1025.0      | 1028.0  | 1287.1 | 1482.4 | 1.0   | 0.8   | 0.7   |
| 平均值       |        |             |         |        |        | 6.9   | 3.9   | 2.5   |
| 601777.SH | 千里科技   | 543.0       | 155.2   | 188.5  | 219.2  | 3.5   | 2.9   | 2.5   |

资料来源：Wind，华源证券研究所 注：可比公司预期收入取 Wind 一致预期（收盘价截至 2026 年 5 月 15 日）；千里科技盈利预测来自华源证券研究所

## 7. 风险提示

**1) 宏观经济与地缘政治风险：**全球经济格局深度调整与地缘政治格局的复杂变化，给公司经营带来系统性挑战。国际贸易环境不确定性增加，贸易摩擦升级、关税壁垒强化及区域性制裁措施等，可能提高出口业务成本、限制市场准入，进而制约公司在海外市场拓展。

**2) 行业竞争与技术迭代风险：**汽车产业已进入技术壁垒高筑、竞争维度多元的新阶段。传统车企转型进程提速，科技企业深度跨界参与，行业竞争呈现白热化态势。公司在智能辅助驾驶算法、智能座舱交互系统等核心技术领域若未能保持迭代速度与突破力度，可能导致产品竞争力弱化，错失技术标准制定话语权。

**3) 标准规范变动风险：**汽车行业作为国家重点监管领域，政策法规体系持续完善，尤其是智能辅助驾驶、智能座舱等新兴板块，相关标准规范正处于动态演进过程中。从自动驾驶功能分级、道路测试认证规程到数据安全与隐私保护条例，政策调整可能要求公司对现有产品进行技术升级、合规性改造及重新认证，由此增加研发投入与运营成本，对产品上市节奏产生潜在影响。

**4) 市场空间测算的风险：**本报告关于市场规模的测算基于一定的主观假设，可能与实际情况存在偏差。

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表 (百万元)**

| 会计年度             | 2025          | 2026E         | 2027E         | 2028E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金             | 4,509         | 5,368         | 7,117         | 8,984         |
| 应收票据及账款          | 1,870         | 3,238         | 3,933         | 4,574         |
| 预付账款             | 24            | 39            | 48            | 55            |
| 其他应收款            | 269           | 659           | 800           | 931           |
| 存货               | 1,861         | 2,677         | 3,194         | 3,664         |
| 其他流动资产           | 485           | 717           | 870           | 1,012         |
| <b>流动资产总计</b>    | <b>9,017</b>  | <b>12,697</b> | <b>15,962</b> | <b>19,221</b> |
| 长期股权投资           | 5,096         | 5,544         | 5,992         | 6,440         |
| 固定资产             | 1,844         | 1,830         | 1,968         | 2,267         |
| 在建工程             | 30            | 774           | 1,444         | 2,031         |
| 无形资产             | 6,458         | 5,662         | 4,867         | 4,067         |
| 长期待摊费用           | 14            | 40            | 49            | 54            |
| 其他非流动资产          | 7,112         | 7,077         | 7,039         | 7,000         |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>20,552</b> | <b>20,927</b> | <b>21,358</b> | <b>21,860</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>29,570</b> | <b>33,625</b> | <b>37,320</b> | <b>41,080</b> |
| 短期借款             | 194           | 100           | 150           | 170           |
| 应付票据及账款          | 5,500         | 7,911         | 9,441         | 10,829        |
| 其他流动负债           | 4,212         | 5,254         | 6,267         | 7,205         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>9,906</b>  | <b>13,265</b> | <b>15,858</b> | <b>18,204</b> |
| 长期借款             | 941           | 941           | 941           | 941           |
| 其他非流动负债          | 1,309         | 1,309         | 1,309         | 1,309         |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>2,250</b>  | <b>2,250</b>  | <b>2,250</b>  | <b>2,250</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>12,156</b> | <b>15,515</b> | <b>18,107</b> | <b>20,454</b> |
| 股本               | 4,521         | 4,521         | 4,521         | 4,521         |
| 资本公积             | 8,662         | 8,662         | 8,662         | 8,662         |
| 留存收益             | -2,896        | -2,791        | -2,571        | -2,288        |
| 归属母公司权益          | 10,288        | 10,392        | 10,613        | 10,896        |
| 少数股东权益           | 7,126         | 7,718         | 8,600         | 9,731         |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>17,414</b> | <b>18,110</b> | <b>19,213</b> | <b>20,627</b> |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>29,570</b> | <b>33,625</b> | <b>37,320</b> | <b>41,080</b> |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度            | 2025          | 2026E        | 2027E         | 2028E         |
|-----------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| 税后经营利润          | -321          | 165          | 572           | 883           |
| 折旧与摊销           | 745           | 1,028        | 1,072         | 1,107         |
| 财务费用            | -90           | 35           | 29            | 24            |
| 投资损失            | -438          | -479         | -479          | -479          |
| 营运资金变动          | 1,485         | 632          | 1,027         | 935           |
| 其他经营现金流         | 753           | 600          | 600           | 600           |
| <b>经营性现金净流量</b> | <b>2,135</b>  | <b>1,981</b> | <b>2,820</b>  | <b>3,070</b>  |
| <b>投资性现金净流量</b> | <b>-1,964</b> | <b>-993</b>  | <b>-1,093</b> | <b>-1,198</b> |
| <b>筹资性现金净流量</b> | <b>992</b>    | <b>-129</b>  | <b>21</b>     | <b>-4</b>     |
| <b>现金流量净额</b>   | <b>1,196</b>  | <b>859</b>   | <b>1,749</b>  | <b>1,867</b>  |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度              | 2025         | 2026E         | 2027E         | 2028E         |
|-------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>9,999</b> | <b>15,520</b> | <b>18,851</b> | <b>21,924</b> |
| <b>营业成本</b>       | <b>8,983</b> | <b>12,920</b> | <b>15,419</b> | <b>17,686</b> |
| 税金及附加             | 162          | 246           | 299           | 348           |
| 销售费用              | 296          | 310           | 377           | 438           |
| 管理费用              | 352          | 388           | 377           | 438           |
| 研发费用              | 822          | 978           | 1,131         | 1,315         |
| 财务费用              | -90          | 35            | 29            | 24            |
| 资产减值损失            | -392         | -391          | -475          | -552          |
| 信用减值损失            | -81          | -58           | -71           | -82           |
| 其他经营损益            | 0            | 0             | 0             | 0             |
| 投资收益              | 438          | 479           | 479           | 479           |
| 公允价值变动损益          | -5           | 0             | 0             | 0             |
| 资产处置收益            | 54           | 25            | 25            | 25            |
| 其他收益              | 387          | 147           | 147           | 147           |
| <b>营业利润</b>       | <b>-127</b>  | <b>845</b>    | <b>1,323</b>  | <b>1,689</b>  |
| 营业外收入             | 7            | 6             | 6             | 6             |
| 营业外支出             | 17           | 32            | 32            | 32            |
| 其他非经营损益           | 0            | 0             | 0             | 0             |
| <b>利润总额</b>       | <b>-137</b>  | <b>819</b>    | <b>1,298</b>  | <b>1,663</b>  |
| 所得税               | 184          | 123           | 195           | 249           |
| <b>净利润</b>        | <b>-321</b>  | <b>696</b>    | <b>1,103</b>  | <b>1,414</b>  |
| 少数股东损益            | -406         | 592           | 882           | 1,131         |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>84</b>    | <b>104</b>    | <b>221</b>    | <b>283</b>    |
| EPS(元)            | 0.02         | 0.02          | 0.05          | 0.06          |

**主要财务比率**

| 会计年度        | 2025    | 2026E   | 2027E   | 2028E  |
|-------------|---------|---------|---------|--------|
| <b>成长能力</b> |         |         |         |        |
| 营收增长率       | 42.13%  | 55.22%  | 21.46%  | 16.30% |
| 营业利润增长率     | 49.44%  | 765.42% | 56.65%  | 27.63% |
| 归母净利润增长率    | 110.93% | 23.70%  | 111.26% | 28.19% |
| 经营现金流增长率    | 306.46% | -7.22%  | 42.40%  | 8.84%  |
| <b>盈利能力</b> |         |         |         |        |
| 毛利率         | 10.16%  | 16.75%  | 18.20%  | 19.33% |
| 净利率         | -3.21%  | 4.49%   | 5.85%   | 6.45%  |
| ROE         | 0.82%   | 1.00%   | 2.08%   | 2.60%  |
| ROA         | 0.29%   | 0.31%   | 0.59%   | 0.69%  |
| <b>估值倍数</b> |         |         |         |        |
| P/E         | 643.28  | 520.03  | 246.16  | 192.03 |
| P/S         | 5.43    | 3.50    | 2.88    | 2.48   |
| P/B         | 5.28    | 5.22    | 5.12    | 4.98   |
| 股息率         | 0.00%   | 0.00%   | 0.00%   | 0.00%  |
| EV/EBITDA   | 101     | 31      | 24      | 21     |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。