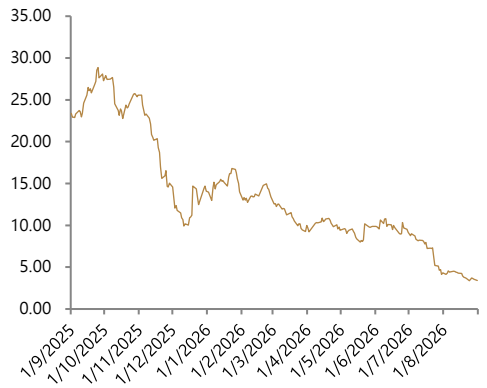
叶海燕, CFA, CESGA
电话: +852 2533 3723
电邮: evayip@sbichinacapital.com

建议	强烈买入
目标价(港元)	17.80
现价(港元)	3.415
52 周最高价/最低价(港元)	29.680/3.295
市值(亿港元)	14.85

资料来源：彭博及软库中华

股价表现

(港元)



	1 个月	3 个月	12 个月
股价变动	-21.1%	-65.5%	-86.0%
相对恒指	-19.9%	-67.0%	-88.0%

资料来源：彭博及软库中华

佑驾创新 (2431.HK)

业绩点评：智能座舱销售及无人车业务驱动驱动高增

事件

佑驾创新公布中期业绩。

业绩摘要

收入 4.5 亿元人民币，同比增长 30.1%。毛利率 17.9%。亏损 1.56 亿元人民币。经调整亏损为 1.5 亿元人民币。每股亏损 0.38 元人民币。

智能座舱销售及无人车业务驱动收入高增

佑驾创新上半年收入达 4.5 亿元人民币，同比增长 30.1%。按业务，智能部件与解决方案收入同比增长 30.7%至达 3.82 亿元人民币，占总收入约 84.8%。主要海外业务进入收成期，智能驾驶解决方案持续推进海外市场布局，出海车型项目数量显着增加，多款车型已实现规模化交付。无人车业务实现爆发式增长，该分部收入从 25 年上半年 1,005.8 万元人民币，同比增长超过 4 倍至 5,264.2 万元人民币。无人车业务占总收入比例從 1H25 的 2.9%提升至上半年的 11.7%。

智能部件与解决方案板块细分为智能驾驶解决方案及智能座舱解决方案。智能驾驶解决方案收入 2.57 亿元人民币，同比增长 10.9%。其中， iSafety 业务在手定点稳步进入量产交付阶段；而 iPilot 业务则持续斩获多个标志性项目定点，项目将于下半年陆续启动量产。智能座舱解决方案收入高增，同比升 105.9%至 1.25 亿元人民币，受多个已定点项目进入量产交付阶段。

无人车业务实现爆发式增长，主要无人巴士交付加快，交付产品主要应用于地方文旅、园区微循环及城市公交等场景。公司于无人物流车业亦取得多个百台级及千台级项目，并拓展至澳洲及东南亚市场。公司上半年推出国内首款真无图 L4 无人物流车小竹 T5 Pro，产品摆脱对高精地图依赖，部署周期大幅压缩及降低算力消耗与后续持续运营成本，下半年将批量交付。

实现规模效应，毛利率改善，费用率下跌

受益规模效应、营运效率提升，毛利率改善及三项费用率下跌。上半年毛利率同比上升 2.9 个百分点至 17.9%。三项费用率同减少至 11.8 个百分点。公司持续投入 L4 自动驾驶技术研发，研发投入维持高位，达 1.27 亿元人民币，同比增长 33.0%。研发开支占收入比略升 0.6 个百分点。股东应占亏损 1.56 亿元人民币，较去年同期 1.52 亿元人民币轻微增加。

物理 AI 合资公司引入多元战略投资者夯实长期成长

佑驾创新与智驾新程 neueHCT 共同投资设立合资公司曜行动力，以无人物流车为战略支点，向多场景配送机器人延伸，合资公司上半年已完成注册设立。公司宣布该合资公司引入多元战略投资者，扩大股东基础。战略投资者包括智能驾驶计算方案提供商地平线等，共出资 2.4 亿元人民币。增资资金用于曜行动力主营业务，即物理 AI 技术研发以及无人物流车的开发及运营的发展、团队扩充、日常营运。紧随增资完成后，佑驾创新持股比例由 70%，摊薄至 60.34%。是次增资除增强财务资源外，亦带来互补的产业资源、技术专业能力、全球管道网络与顶层行业资源，夯实长期成长。

投资建议

存储芯片价格飙升引发连锁效应，投资者忧虑自驾系统供应商需延后交付。公司业绩或承压，估值受压。我们预期车企利润受压，存储芯片价格急升，对具竞争力低算力消耗系统需求更高。公司加速抢占物理 AI 赛道的发展先机，有望充份把握行业红利。明年规模效应加速释放及 L4 商业化落地，业绩进入拐点。重申"强烈买入评级"。我们调整财务预测。预期明年进入盈利周期。目标价 17.80 港元，按 6 倍 P/S。

风险

产品商业化进展不及预期、自动驾驶渗透率不及预期、行业竞争激烈、财务风险，盈亏平衡慢于预期

财务资料与估值

年结日：12 月 31 日 (百万人民币)	2024 (A)	2025 (A)	2026 (E)	2027 (E)
收入	654.5	759.0	1,088.7	1,597.3
归属母公司净利润	(216.5)	(400.1)	(236.5)	6.9
每股盈利(人民币分)	(61.32)	(98.97)	(55.32)	1.57
同比	不适用	不适用	不适用	不适用
市销率(倍)	2.0	1.7	1.2	0.8
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：彭博及软库中华

1H26 业绩数据

百万人民币 年结日：12 月 31 日	1H25	2H25	1H26	1H26 同比	1H26 环比
收入	**345.7**	**413.3**	**450.0**	**30.1%**	**8.9%**
智能部件与解决方案	241.4	407.5	381.8	58.2%	-6.3%
智能座舱解决方案	60.8	127.0	125.2	105.9%	-1.4%
无人车与运营服务	38.6	26.4	52.6	36.4%	99.4%
其他	4.9	40.1	15.5	214.2%	-61.3%
毛利	**51.8**	**89.6**	**80.5**	**55.6%**	**-10.1%**
经营开支	(112.3)	(89.2)	(93.1)	不适用	不适用
经营利润	(162.4)	(251.5)	(154.2)	不适用	不适用
融资成本	0.1	(2.1)	(5.4)	不适用	不适用
税前盈利	(162.3)	(253.8)	(159.9)	不适用	不适用
期内盈利	**(162.3)**	**(254.0)**	**(159.9)**	**不适用**	**不适用**
公司股权持有人应占盈利	**(151.6)**	**(248.6)**	**(156.4)**	**不适用**	**不适用**
经调整净亏损	(142.6)	(234.1)	(152.4)	不适用	不适用
财务比率					
毛利率	15.0%	21.7%	17.9%	2.93 百分点	-3.78 百分点
经营开支/收入	32.5%	21.6%	20.7%	-11.79 百分点	-0.88 百分点
经营利润率	-47.0%	-60.9%	-34.3%	不适用	不适用
净利润率	-46.9%	-61.5%	-35.5%	不适用	不适用

资料来源：公司及软库中华

财务报表及主要财务比率

损益表

年结日：12 月 31 日 (百万人民币)	2024 (A)	2025 (A)	2026 (E)	2027 (E)
收入	**654.5**	**759.0**	**1,088.7**	**1,597.3**
同比变动	*37.4%*	*16.0%*	*43.4%*	*46.7%*
销售成本	(549.7)	(617.7)	(868.7)	(1,219.2)
毛利	104.8	141.4	220.0	378.0
其他收入	29.5	8.6	9.8	17.6
经营开支	(356.7)	(563.9)	(468.2)	(383.3)
经营利润/亏损	**(222.5)**	**(414.1)**	**(239.0)**	**11.5**
融资成本	(5.2)	(2.0)	(4.8)	(4.4)
合营及联营企业损益	-	(0.2)	(0.7)	(0.7)
税前利润/亏损	**(227.7)**	**(416.1)**	**(243.8)**	**7.2**
所得税开支	(0.0)	(0.2)	(0.0)	0.0
净利润/亏损	**(227.7)**	**(416.3)**	**(243.8)**	**7.2**
少数股东损益	(11.3)	(16.1)	(7.3)	0.2
归属母公司净利润/亏损	(216.5)	(400.1)	(236.5)	6.9
同比变动	*不适用*	*不适用*	*不适用*	*不适用*
每股盈利(人民币分)	**(61.3)**	**(99.0)**	**(55.3)**	**1.6**
同比变动	*不适用*	*不适用*	*不适用*	*不适用*
每股股利(人民币)	-	-		
经调整 EBITDA	**(161.0)**	**(366.1)**	**(176.5)**	**78.3**
经调整净利润/亏损	(166.7)	(376.7)	(243.8)	7.2

资产负债表

年结日：12 月 31 日 (百万人民币)	2024 (A)	2025 (A)	2026 (E)	2027 (E)
固定资产	43.9	131.1	165.6	151.0
无形资产	18.9	21.1	18.1	14.3
其他非流动资产	76.4	112.9	166.4	161.5
非流动资产	**139.2**	**265.1**	**350.0**	**326.8**
存货	124.2	157.7	154.7	217.1
贸易应收款项	506.5	648.8	686.1	875.2
现金或现金等物	793.9	686.6	526.0	333.8
其他	114.5	252.6	252.6	252.6
流动资产	**1,539.1**	**1,745.7**	**1,619.4**	**1,678.7**
总资产	**1,678.3**	**2,010.9**	**1,969.5**	**2,005.5**
长期借贷	32.1	71.4	104.4	78.2
其他非流动负债	13.3	93.0	96.7	97.7
非流动负债	**45.4**	**164.3**	**201.1**	**175.9**
应付款项	226.3	321.7	380.8	434.3
短期贷款	159.4	301.1	313.1	313.0
其他流动负债	104.1	100.9	103.5	104.3
流动负债	**489.8**	**723.7**	**797.4**	**851.5**
总负债	**535.2**	**888.0**	**998.5**	**1,027.4**
股东权益	**1,134.8**	**1,120.7**	**966.2**	**973.1**
非控股权益	8.3	2.1	4.8	5.0
总负债及总权益	**1,678.3**	**2,010.9**	**1,969.5**	**2,005.5**

资料来源：彭博、公司资料及软库中华

现金流量表

年结日：12 月 31 日 (百万人民币)	2024 (A)	2025 (A)	2026 (E)	2027 (E)
税前利润	(227.7)	(416.1)	(243.8)	7.2
折旧与摊销	30.3	33.7	53.5	57.3
营运资金变动	(73.8)	(147.1)	(16.4)	(198.1)
其他	50.2	102.9	(30.4)	10.2
经营活动现金流	**(215.8)**	**(424.5)**	**(232.3)**	**(119.1)**
资本开支	(71.0)	(148.5)	(95.0)	(35.0)
其他	213.8	(96.3)	(3.0)	-
投资活动现金流	**142.8**	**(244.8)**	**(98.0)**	**(35.0)**
权益变动	616.7	338.8	122.0	-
净借贷	94.8	181.0	45.0	(26.3)
股息支出	-	-	-	-
其他	(36.7)	54.0	16.3	1.7
融资活动现金流	**668.7**	**564.5**	**169.7**	**(38.2)**
净现金变动	**595.8**	**(104.8)**	**(160.6)**	**(192.3)**
公司自由现金流	**(286.8)**	**(573.0)**	**(327.3)**	**(154.1)**

财务指标

年结日：12 月 31 日	2024 (A)	2025 (A)	2026 (E)	2027 (E)
收入同比变动	37.4%	16.0%	43.4%	46.7%
每股盈利同比变动	不适用	不适用	不适用	不适用
毛利率	16.0%	18.6%	20.2%	23.7%
经营利润率	-34.0%	-54.6%	-21.9%	0.7%
净利润率	-34.8%	-54.8%	-22.4%	0.4%
EBITDA 利润率	-24.6%	-48.2%	-16.2%	4.9%
股本回报率	不适用	不适用	-21.0%	0.7%
资产回报率	不适用	不适用	-12.8%	0.4%
流动比率	314.2%	241.2%	203.1%	197.1%
速动比率	288.9%	219.4%	183.7%	171.7%
现金比率	162.1%	94.9%	66.0%	39.2%
负债权益比率	16.9%	33.2%	43.2%	40.2%
库存周转天数	89.3	93.6	65.0	65.0
应收款项周转天数	234.3	322.2	230.0	200.0
应付款项周转天数	118.3	181.9	160.0	130.0
营运资金周转天数	205.3	233.8	135.0	135.0
股息支付率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：彭博、公司资料及软库中华

軟庫中华是香港一家主要服务香港上市公司的投资银行，如要获取更多研究报告，请参考以下联系方式：

research@sbichinacapital.com, thomsononeanalytics.com, factset.com, S&P Capital IQ and multex.com.

SBI研究评级

软库中华金融的股票评级：

建议强烈买入：未来 12 个月绝对增长超过 50%

建 议 买 入：未来 12 个月绝对增长超过 10%

建 议 持 有：未来 12 个月绝对回报在-10%至+10%

建 议 沽 售：未来 12 个月绝对下降超过 10%

建议强烈沽售：未来 12 个月绝对下降超过 50%

披露：投资者应在阅读本报告时假设软库中华金融服务有限公司或其同系附属/关联公司正在或将要和本报告中提到的公司建立投资银行或其它主要的业务关系。

软库中华金融服务有限公司同系附属公司担任深圳佑驾创新科技股份有限公司之合规顾问。于2025年11月软库中华金融服务有限公司担任深圳佑驾创新科技股份有限公司(2431.HK)H股配售的整体协调人及联席配售代理、于2026年7月软库中华金融服务有限公司担任深圳佑驾创新科技股份有限公司H股配售的财务顾问。

分析员声明：本报告中给出之观点准确反映了分析员对于该证券的个人见解。分析员就其在本报告中给出的特定建议或者见解，并没有直接或间接地为之收受任何的经济补偿。

免责声明：

本研究报告不得被视为任何股票售出之要约或股票购买或认购之要求。本报告中提到之股票可能在某些地区不具备公开出售资格。本报告中信息已经由软库中华金融服务有限公司(简称为"软库中华金融")的研究部门根据其认为可靠之来源加以整理，但是软库中华金融或其他任何人都没有就本报告的正确性或者完整性给出声明、保证或担保。所有本报告中的观点和预测都是（除非特别注明）报告发布尔日时软库中华金融所发布，且可在不通知前提下予以变更。软库中华金融或任何其他人都不为使用本报告或其内容或其它和本报告相关原因而发生的损失承担任何责任。本报告之读者应独立负责考察本报告中所提到公司的业务、财务状况和发展远景。软库中华金融和其高级职员、董事和雇员，包括本报告准备和发布过程中涉及人员，可以在任何时候(1)在适用法律许可情况下，在本报告中提到公司（或其投资）中任职，或购买或售出其股票；(2)和本报告中提到的公司存在咨询、投行或其它经纪业务关系；和(3)在适用法律许可情况下，在本报告发布之前或紧接之后，在其自己的针对本报告中某个公司的投资帐户中使用本报告信息或者依据此信息行动（包括进行交易）。本报告可能无法在同样时间被分发到每一位接受方手中。本报告仅可被分发给特定客户、专业投资者或经纪商，供其参考。任何获得本报告者无论出于什么原因，都不得复制、出版、重新生成、或者转发（全文或部分）给任何其他方。本报告在香港由软库中华金融发布。获得本报告者如需本报告中提到股票之更多信息，请联系软库中华金融在其当地所设立之分支机构。

软库中华金融服务有限公司版权所有©。保留所有权利。