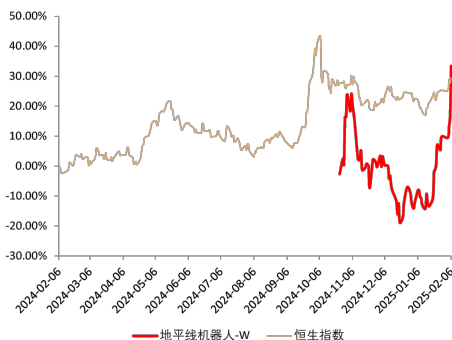




股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(港币)	5.47
总股本/流通股本(亿股)	132.00 / 110.76
总市值/流通市值(亿港元)	664.68 / 664.68
52 周内最高/最低价	5.63 / 3.32
资产负债率(%)	299.40%
市盈率	-6.62
第一大股东	Everest Robotics Limited

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com

地平线机器人-W(9660)

智驾引领新时代

● 投资要点

电动化上半场已成定局，智能化下半场正当时。国内新能源汽车渗透率持续上涨，电动化上半场已成定局。城区 NOA 成为智驾新发力点，并持续向 20 万以下价格区间车型渗透，高阶智驾处于市场高速增长前的关键拐点，好的智驾体验 and 用户认可的智驾系统与产品成为竞逐关键。公司成立以来持续研究布局前沿软件算法，构建了全新的高阶智驾技术方案，通过应用面向量产的端到端 World Model 以及交互博弈算法，同时突破性能提升与场景泛化难题，赋予 HSD 系统理解万物的通用认知能力。

高阶自动驾驶渗透率持续提升，剑指万亿市场空间。近年来，高级辅助驾驶解决方案已实现量产，并迅速成为最新车型的标配。根据统计，2023 年高级辅助驾驶技术在全球及中国乘用车市场的渗透率均超过 50%。从中长期来看，随着高端自动驾驶技术不断迭代及演进，加上利好的政府政策，预计未来更高级别的自动驾驶解决方案将实现商业化，并搭载于越来越多的量产车型，全球高级辅助驾驶和高级自动驾驶解决方案的市场规模将从 2023 年的人民币 619 亿元增长至 2030 年的人民币 10,171 亿元，复合年增长率为 49.2%，高级辅助驾驶及高端自动驾驶解决方案在全球市场的渗透率将达到 96.7%，其中，高端自动驾驶解决方案占比预计超过 60%。

软、硬件技术协同，提供全场景的智能驾驶解决方案。高级辅助驾驶和高端自动驾驶系统高度复杂，因而需要具备高处理能力、高可靠性、低延迟及低能耗的方案，且需要具有高性价比。因此，高级辅助驾驶和高端自动驾驶解决方案需要软件及硬件的协同设计，以实现驾驶功能必需的系统级性能及可靠性。公司的解决方案整合了算法、专用的软件和处理硬件，为高级辅助和高端自动驾驶提供核心技术，提高驾驶和乘坐的安全性和体验感。此外，公司走开放平台的路径，让所有产业链参与者均可被技术赋能，开发符合其需求的功能及产品，同时缩短车型上市时间。目前公司可以提供全面的高级辅助驾驶和高级自动驾驶解决方案组合从主流辅助驾驶(L2 级)到高端自动驾驶，满足客户的不同需求。

征程 6 系列正式发布，加速智驾规模化量产与全场景应用。征程系列是公司专门面向智能驾驶应用打造的可拓展车载智能计算方案，全面覆盖从基础辅助驾驶到全场景智能驾驶的量产需求。2024 年公司发布的征程 6 系列能够灵活满足差异化量产需求，助力车企显著缩短研发周期、大幅提升产品体验，目前已获超 20 家车企及汽车品牌的平台化合作，覆盖多家头部自主车企、国际知名车企、头部新势力车企、合资车企等，2025 年征程 6 系列将赋能超 100 款中高阶智驾车型上市。

开拓海外市场，赋能全球合作伙伴。公司积极开拓全球市场，其中日本、韩国及欧洲是全球扩张的重点市场。目前公司已经与市场的全球行业领导者建立战略及商业合作伙伴关系，其中与安波福达成战略合作，为中国乘用车 OEM 量身定制全面一体化软硬件解决方案，方案已集成于 2024 年量产的车型中；与博世合作量产嵌入公司下一代处理硬件的车型；与大陆集团通过合资企业共同开发下一代行泊一体域控制器，将支持具有更高级别自动泊车辅助功能的高级自动驾驶（2+级）；与电装合作量产嵌入公司下一代处理硬件的车型；与采埃孚就开发高性能计算平台解决方案达成战略合作。公司与全球行业领导者建立合作伙伴关系为全球市场扩张奠定了基础，未来公司将继续发掘此类合作机会。

●投资建议

我们预计公司 2024/2025/2026 年分别实现收入 23.35/33.32/46.79 亿元，实现归母净利润分别为-26.50/-15.27/-9.06 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

●风险提示

技术迭代和研发投入不及预期的风险；行业竞争格局加剧风险；客户合作稳定性风险；自动驾驶渗透率提升不及预期。

●盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1552	2335	3332	4679
增长率(%)	71%	50%	43%	40%
归属母公司净利润（百万元）	-6739	-2650	-1527	-906
增长率(%)	23%	61%	42%	41%
EPS(元/股)	-2.50	-0.20	-0.12	-0.07
市盈率（P/E）	0.00	-21.91	-38.02	-64.08

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	1,552	2,335	3,332	4,679	营业收入	71.32%	50.49%	42.68%	40.45%
其他收入	0	0	0	0	归属母公司净利润	22.71%	60.68%	42.38%	40.67%
营业成本	457	691	1,064	1,522	获利能力				
销售费用	327	374	400	468	毛利率	70.53%	70.42%	68.06%	67.47%
管理费用	443	444	500	608	销售净利率	-434.33%	-113.47%	-45.83%	-19.36%
研发费用	2,366	2,755	3,398	3,884	ROE	27.32%	-0.80%	-0.46%	-0.27%
财务费用	-159	-166	-947	-1,361	ROIC	28.09%	-0.85%	-0.75%	-0.68%
除税前溢利	-6,744	-2,657	-1,530	-908	偿债能力				
所得税	-5	-7	-3	-2	资产负债率	255.38%	13.84%	16.57%	19.26%
净利润	-6,739	-2,650	-1,527	-906	净负债比率	45.60%	-114.37%	-117.69%	-121.07%
少数股东损益	0	-1	0	0	流动比率	0.34	7.20	6.00	5.15
归属母公司净利润	-6,739	-2,650	-1,527	-906	速动比率	0.30	7.17	5.96	5.11
					营运能力				
EBIT	-6,903	-2,823	-2,477	-2,268	总资产周转率	0.12	0.01	0.01	0.01
EBITDA	-6,903	-2,770	-2,427	-2,222	应收账款周转率	3.23	3.22	3.02	3.04
EPS (元)	-2.50	-0.20	-0.12	-0.07	应付账款周转率	61.03	46.70	48.70	48.26
资产负债表					每股指标 (元)				
流动资产	13,538	383,312	393,443	404,860	每股收益	-2.50	-0.20	-0.12	-0.07
现金	11,360	380,760	390,085	400,256	每股经营现金流	-0.13	-0.13	-0.14	-0.10
应收账款及票据	541	910	1,294	1,789	每股净资产	-1.87	25.21	25.10	25.04
存货	791	995	1,612	2,323	估值比率				
其他	846	646	452	493	P/E	0.00	-21.91	-38.02	-64.08
非流动资产	2,336	2,994	3,718	4,486	P/B	0.00	0.17	0.18	0.18
固定资产	433	405	379	354	EV/EBITDA	1.63	116.46	136.76	153.98
无形资产	453	428	405	383	现金流量表				
其他	1,449	2,161	2,934	3,749	经营活动现金流	-1,745	-1,666	-1,829	-1,288
资产总计	15,874	386,306	397,161	409,346	净利润	-6,739	-2,650	-1,527	-906
流动负债	40,252	53,228	65,550	78,582	少数股东权益	0	-1	0	0
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	0	53	50	47
应付账款及票据	11	18	25	38	营运资金变动及其	4,995	931	-352	-429
其他	40,241	53,210	65,525	78,544	投资活动现金流				
非流动负债	287	249	249	249	资本支出	-454	0	0	0
长期债务	113	113	113	113	其他投资	-213	10,928	11,098	11,404
其他	174	137	137	137	筹资活动现金流				
负债合计	40,539	53,478	65,800	78,831	筹资活动现金流	7,219	360,079	-5	-5
普通股股本	0	0	0	0	借款增加	49	0	0	0
储备	-24,067	333,597	332,130	331,285	普通股增加	7,179	360,084	0	0
归属母公司股东权	-24,665	332,829	331,362	330,516	已付股利	0	-5	-5	-5
少数股东权益	0	-1	-1	-1	其他	-9	0	0	0
股东权益合计	-24,665	332,828	331,361	330,515	现金净增加额	4,751	369,401	9,324	10,171
负债和股东权益	15,874	386,306	397,161	409,346					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048