

地平线机器人-W(09660)

报告日期: 2025 年 05 月 25 日

HSD 量产在即，三点更新逻辑看好公司长期发展

——地平线深度报告

投资要点

□ 看好地平线的三点更新逻辑

近期我们通过对多方市场数据以及行业政策的跟踪，对此前观点进行检验和论证，进一步提出三点更新逻辑：

- 1) 公司短期直接受益于智驾功能由 L2 向 L2+ 的升级，J3/J5 市占率开启加速向上。
- 2) 中长期看高阶智驾，公司 HSD 手握多家车企&多款車型前装定点订单，拿到英伟达、华为外第三张高阶智驾入场券。
- 3) 多因素扰动下，迎“国产化”和“智驾监管收严”双重利好。

□ 市场对公司认知的两大分歧点

1) 公司相较于英伟达、华为等智能驾驶解决方案供应商的产品竞争力

产品矩阵角度：从硬件性能上来看，J6P 的量产意味着公司芯片对智能驾驶全场景的支撑能力与华为和英伟达实现了对齐；从开发工具链来看，公司已基本实现与英伟达智驾产品体系对标的全栈自研产品体系，且相对于华为体系更加开放，用户拥有更为自主的选择权。

生态战略角度：我们将英伟达、地平线划分为开放生态厂商阵营，将华为特斯拉划分为封闭生态厂商阵营。我们认为不同的生态战略匹配不同的客户群体，就同为开放生态的厂商而言（地平线 vs 英伟达），我们认为公司的 BPU IP 授权模式给予了主机厂/Tier1 客户更加自由灵活的选择空间。

2) 主机厂自研智驾方案对公司的影响

长期而言，我们并不认为主机厂自研智驾方案会对公司的市场地位以及长期发展逻辑构成威胁。主要考虑三个方面：

- 监管趋严，主机厂自研智驾方案试错成本大幅提升。
- 从投入产出比的角度，只有具备一定销量基础的头部车厂自研智驾方案才能获得成本端的规模效应。
- 公司的 BPU IP 授权模式实质上赋予了主机厂自研足够的灵活选择权。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 37.11、57.21、83.45 亿元，同比增速分别为 55.71%、54.15%、45.87%；归母净利润分别为-11.09、-6.58、6.01 亿元，公司有望在 2027 年实现扭亏为盈。

我们采用 PS 估值法对公司进行估值，参考黑芝麻智能、寒武纪、英伟达、ARM 公司的估值情况，同时考虑到公司在国内市场的独特竞争力以及市场卡位，给予公司 2025 年 30x PS，对应目标市值为 1113 亿元（1212 亿港元），对应目标价为 9.18 港元，**维持“买入”评级。**

□ 风险提示

公司新技术、新产品落地节奏不及预期；地缘政治因素导致的供应链风险；市场竞争加剧。

投资评级：买入(维持)

分析师：刘雯蜀

执业证书号：S1230523020002
liuwenshu03@stocke.com.cn

分析师：刘静一

执业证书号：S1230523070005
liujingyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$7.60
总市值(百万港元)	100,322.23
总股本(百万股)	13,200.29

股票走势图



相关报告

- 1 《营收高增验证行业景气度，高阶方案量产可期》 2025.05.11
- 2 《受益智驾渗透加速，潜在国产智驾开放生态一号位》 2025.02.19

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2384	3711	5721	8345
(+/-) (%)	53.62%	55.71%	54.15%	45.87%
归母净利润	2347	-1109	-658	601
(+/-) (%)	/	/	/	/
每股收益(元)	0.51	-0.08	-0.05	0.05
P/E	6.48	/	/	153.43

资料来源：浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

- 1) **盈利预测:** 我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 37.11、57.21、83.45 亿元, 归母净利润分别为 -11.09、-6.58、6.01 亿元。
- 2) **估值:** 我们采用 PS 估值法对公司进行估值, 参考黑芝麻智能、寒武纪、英伟达、ARM 公司的估值情况, 同时考虑到公司在国内市场的独特竞争力以及市场卡位, 给予公司 2025 年 30x PS, 对应目标市值为 1113 亿元 (1212 亿港元)。
- 3) **目标价格:** 9.18 港元。
- 4) **投资评级:** 维持“买入”评级。

● 关键假设

- 1) 汽车业务: 智驾功能由基础 L2 向 L2+/L2++ 的升级接力推动智能驾驶市场放量, 公司 2025-2027 年汽车产品解决方案业务营收增速分别为 57%、55%、46%;
- 2) 非汽车业务: 公司主要聚焦汽车业务主线, 非汽车业务有望受益于端侧 AI 渗透率的提升, 公司 2025-2027 年非汽车业务营收增速分别为 10%、15%、15%。

● 我们与市场的观点的差异

【市场担心】公司与华为、英伟达等厂商相比的核心竞争力。

【我们认为】

从硬件性能上来看, J6P 的量产意味着公司芯片对智能驾驶全场景的支撑能力与华为和英伟达实现了对齐。生态战略角度, 公司定位于开放生态, 且 BPU IP 授权模式给予了主机厂/Tier1 客户更加自由灵活的选择空间。

【市场担心】主机厂自研智驾方案影响公司长期业务空间。

【我们认为】

主机厂自研智驾方案会对公司的市场地位以及长期发展逻辑构成威胁。主要原因: 1) 监管趋严, 主机厂自研智驾方案试错成本大幅提升; 2) 从投入产出比的角度, 只有具备一定销量基础的头部车厂自研智驾方案才能获得成本端的规模效应; 3) 公司的 BPU IP 授权模式实质上赋予了主机厂自研足够的灵活选择权。

● 股价上涨的催化因素

- 1) 公司产品解决方案出货量超预期;
- 2) 公司 J6P 量产上车节奏超预期;
- 3) 公司授权业务合作客户数量超预期。

● 风险提示

公司新技术、新产品落地节奏不及预期; 地缘政治因素导致的供应链风险; 市场竞争加剧。

正文目录

1 看好地平线的三点更新逻辑	6
1.1 短期直接受益于智驾功能由 L2 向 L2+ 的升级，J3/J5 市占率呈现上升趋势	7
1.2 中长期看高阶智驾，公司 HSD 手握多家车企&多款车型前装定点订单	8
1.3 多因素扰动下，迎“国产化”和“智驾监管收严”双重利好	9
2 市场核心两大分歧点	9
2.1 公司相较于英伟达、华为等厂商的产品竞争力	9
2.2 主机厂自研智驾方案对公司的影响	10
3 盈利预测与估值	11
4 风险提示	12

图表目录

图 1: 地平线 J3+J5 域控芯片出货量及市占率, 24Q1-25Q1.....	7
图 2: 地平线 J3 域控芯片出货量及市占率, 24Q1-25Q1.....	7
图 3: 地平线征程系列芯片累计出货量.....	8
图 4: 不同厂商市占率对比.....	10
图 5: 公司多元化业务模式.....	10
表 1: 地平线近期披露战略合作梳理.....	6
表 2: 地平线 L2+相关产品已披露合作情况.....	7
表 3: 地平线 HSD 不同版本方案对比.....	8
表 4: 公司 2025-2027 营收预测 (百万元).....	11
表 5: 可比公司估值分析.....	12
表附录: 三大报表预测值.....	13

1 看好地平线的三点更新逻辑

此前我们在已发布的地平线深度报告《受益智驾渗透加速，潜在国产智驾开放生态一号位》中提出国内智能驾驶产业正在加速由 L2 向 L2+和 L2++渗透，尤其随着比亚迪“智驾平权”目标的提出，2025 年有望成为以高速 NOA 和记忆泊车功能为代表的 L2+功能放量上车的元年。

对于地平线而言，我们提出三点核心看好逻辑：

1) 高算力芯片 J6P 落地后，公司基本可实现对全部自动驾驶场景的支持，可在英伟达擅长的高算力方案场景中与之匹敌，为主机厂提供更具性价比的解决方案。

2) 公司所坚持的开放生态战略对主机厂更加友好，并创新推出 BPU IP 授权模式，支持车企及伙伴自研芯片，给予合作伙伴更高的产品灵活度和话语权，有望在智驾渗透率提升过程中占领更高的市占率。

3) 公司前瞻布局机器人场景，可实现智驾领域技术栈的生态服用及场景延伸，拓宽市场天花板。

近期我们通过对多方市场数据以及行业政策的跟踪，对此前观点进行检验和论证，进一步提出三点更新逻辑：

- 1) 公司短期直接受益于智驾功能由 L2 向 L2+的升级，J3/J5 市占率开启加速向上。
- 2) 中长期看高阶智驾，公司 HSD 手握多家车企&多款車型前装定点订单，拿到英伟达、华为外第三张高阶智驾入场券。
- 3) 多因素扰动下，迎“国产化”和“智驾监管收严”双重利好。

表1：地平线近期披露战略合作梳理

时间	合作厂商	合作内容
2025 年 2 月	比亚迪	地平线最新一代车载智能计算方案征程 6 系列正式全球首发落地比亚迪天神之眼，未来，征程 6 系列将继续为比亚迪天神之眼提供计算方案底层赋能，并将搭载至更多比亚迪新车型，加速高阶智能驾驶规模化量产与全场景应用。
2025 年 4 月	Continental 大陆集团	地平线与 Continental 大陆集团的合资公司智驾大陆发布繁星 Astra 及皓月 Luna 辅助驾驶系统，目前已斩获多家头部车企量产定点。未来双方将继续推进辅助驾驶传感器标准化设计与基于征程计算方案的量产应用。
2025 年 4 月	电装	基于地平线征程家族计算方案，结合电装在辅助驾驶系统研发与整车集成方面的深厚技术积累，共同打造具有竞争力的组合辅助驾驶产品，推进面向中国道路环境的组合辅助驾驶系统开发。
2025 年 4 月	博世	博世将基于地平线征程 6B 打造新一代多功能摄像头，并基于征程 6E/M 打造博世纵横辅助驾驶升级版。目前，基于征程 6 系列开发的博世新一代多功能摄像头与博世纵横辅助驾驶升级版均获得多家车企的项目定点。
2025 年 4 月	理想	新一代理想 AD Pro 辅助驾驶全面升级搭载地平线征程 6M，同时全系标配 ATL 全天候激光雷达，实现安全性能与辅助驾驶能力的全面提升。
2025 年 4 月	蔚来	地平线与蔚来首款合作车型“firefly 萤火虫”正式落地。firefly 萤火虫标配地平线征程计算方案（128 TOPS 算力配合 24 个高性能感知硬件，智能领航辅助 NOP 覆盖 99% 的高速及城市快速路，泛场景自动泊车）。
2025 年 4 月	奇瑞	地平线与奇瑞集团就 HSD 量产展开全面合作。地平线 HSD 将作为奇瑞“猎鹰”的一款先进方案，与征程 6P 计算方案一同在星途品牌上全球首发，并于 2025 年 9 月正式量产，后续奇瑞还会有更多采用 HSD 方案的“猎鹰方案”车型上市亮相。
2025 年 4 月	大众汽车集团	大众汽车集团宣布与地平线基于 HSD 深化合作，通过双方合资公司酷睿程（CARIZON）加速全场景辅助驾驶全栈方案的研发，并于 2026 年起在大众汽车集团旗下多款車型落地。
2025 年 4 月	上汽集团	上汽集团旗下荣威、名爵等品牌的多款主力车型将采用地平线征程 6E 打造智驾方案，并即将于 2025 年内正式落地，未来双方还将基于征程 6 系列拓展至全场景智驾合作。

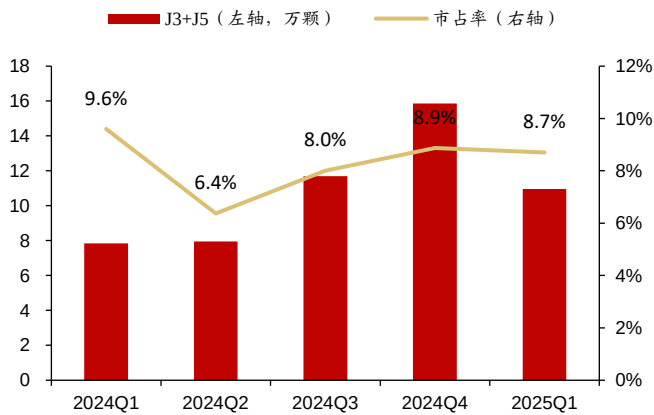
资料来源：地平线官网、地平线公众号、浙商证券研究所

1.1 短期直接受益于智驾功能由 L2 向 L2+的升级，J3/J5 市占率呈现上升趋势

从智驾功能来看，2025 年 L2 向 L2+升级放量趋势已现。基础 L2 功能主要以自适应巡航、车道保持、变道辅助、基础泊车辅助（遥控泊车等）等功能为代表，是此前量产车搭载最多的功能；L2+功能主要以复杂泊车场景（记忆泊车、自动代客泊车）和高速 NOA 为代表，是当下车企正在加速上车的功能；L2++功能主要以城区 NOA 为代表，是新势力以及头部车企正在发力角逐的功能。

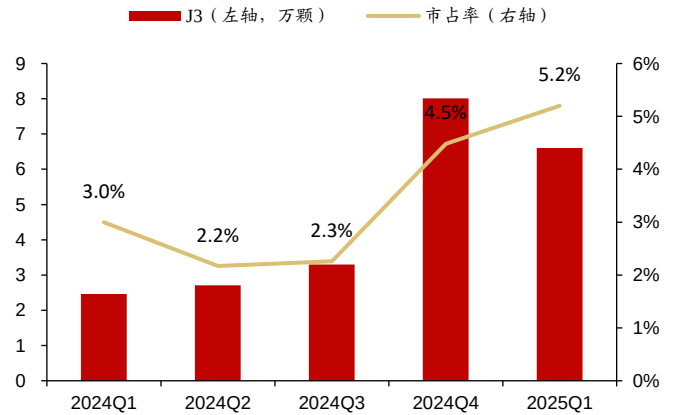
从产品定位上看，公司的 J2 平台主要面向基础 L2 市场，J3/J5/J6E/J6M 主要面向 L2+市场，短期正显著受益于 L2+功能的升级放量，市占率呈现上升趋势，其中 J3 芯片的市占率提升尤为显著（考虑到 J6E/J6M 出货量尚未统计在内，我们认为公司在 L2+域控芯片装机量市占率实际更高）。

图1：地平线 J3+J5 域控芯片出货量及市占率，24Q1-25Q1



资料来源：浙商证券研究所、盖世汽车

图2：地平线 J3 域控芯片出货量及市占率，24Q1-25Q1



资料来源：浙商证券研究所、盖世汽车

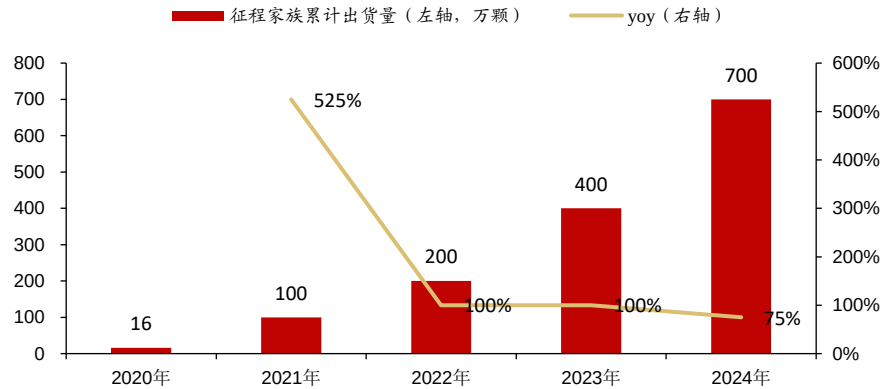
公司 J3/J5/J6E/J6M 芯片已获得比亚迪、理想、蔚来、吉利、大众等头部车企的定点，我们认为公司 2025 年有望充分受益于 L2+功能放量上车，带来相关芯片出货量的大幅提升。根据公司预测，征程家族出货量即将在 2025 年突破 1000 万（包含 L2 及 L2++产品）。

表2：地平线 L2+相关产品已披露合作情况

芯片	算力	披露合作情况	预计量产节奏
J3	5TOPS	理想 ONE 等，主要应用于前视一体机	已量产
J5	128TOPS	累计获得超过 9 家车企共 20 多款车型的量产定点，除了理想 L 系 Pro 和 Air 车型标配之外，还包括比亚迪、蔚来、上汽、长安、广汽埃安、一汽红旗、哪吒、奇瑞等，以及未官宣的几家外资和合资车企的合作	已量产
J6E	80TOPS	已与上汽集团、大众汽车集团、比亚迪、理想汽车等 10 家车企及品牌达成合作	已量产
J6M	128TOPS	已与比亚迪、吉利、理想汽车合作：目前芯片已搭载至比亚迪天神之眼 C、吉利千里浩瀚预计打造 10 款车型、理想汽车将在 5 月升级智驾硬件，ADPro 车型将从地平线 J5 芯片升级到 J6M 芯片	已量产
J6P	560TOPS	已与奇瑞达成量产合作，预计于 2025 年 9 月在星途品牌车型实现全球首发量产；2026 年有望在大众汽车集团旗下多款車型落地	预计 2025Q3 开始量产

资料来源：地平线官网、解码 Decode、新浪财经、雷锋网、浙商证券研究所

图3: 地平线征程系列芯片累计出货量



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

1.2 中长期看高阶智驾，公司 HSD 手握多家车企&多款車型前装定点订单

中长期来看，以 L2++为代表的高阶智驾是各车企差异化竞争的重点领域，也是驱动以公司为代表的智能驾驶供应商实现量价齐升的关键。公司 2025 年 4 月 18 日正式发布基于高性能征程 6P 打造的一段式端到端城区辅助驾驶系统 HSD，并与奇瑞达成了 HSD 首个量产合作（预计于 2025 年 9 月在星途品牌车型实现全球首发量产），且与大众汽车集团深化合作，有望于 2026 年起落地在大众汽车集团旗下的多款車型上。

HSD 系统为用户提供 HSD300（面向普惠级城区辅助驾驶）、HSD600（面向高性能 L2 城区辅助驾驶）、HSD1200（以及面向全场景辅助驾驶的）三个版本方案，提供从普惠级到高性能再到全场景的全价格段、全性能段解决方案，以满足不同用户的配置需求和方案，同时通过硬件可插拔、软件可升级的灵活架构，满足车企差异化需求，加速辅助驾驶普及。

表3: 地平线 HSD 不同版本方案对比

方案类型	芯片配置	总算力	目标车型价格区间
HSD300	两颗征程 6M	300TOPS	10 万级
HSD600	单颗征程 6P	500TOPS	15 万级
HSD1200	两颗征程 6P	1000TOPS	20 万级

资料来源: 高工智能汽车、浙商证券研究所

考虑到: 1) HSD 作为国内首个软硬结合全栈开发的城区 NOA 系统, 2) J6P 作为当前最强性能的国产智驾计算方案 J6P, 3) 公司城区 NOA 系统已与奇瑞、大众等车企达成定点合作, 量产在即, 我们认为公司已事实上获得国内第三张高阶智驾入场券, 此前硬件平台上仅英伟达、华为两家具备此实力。基于此, 我们对公司长期的营收增长以及产业竞争力继续保持乐观。

1.3 多因素扰动下，迎“国产化”和“智驾监管收严”双重利好

一方面，中美贸易扰动有望加速国内车企在智驾领域的国产化替换进程。当下英伟达 Orin X+Orin N 市占率达到 51.9%（参考盖世汽车 2025Q1 数据），考虑到长期的供应链安全及稳定性，我们认为 2025 年 4 月中美贸易战有望加速国内车企对国产智驾芯片的适配与替换，长期利好以公司为代表的具备软硬件全栈自主研发能力的国产方案供应商。

另一方面，近期监管对智驾监管呈现收严趋势，新技术路线及供应商准入门槛加大，利好有成熟量产经验的供应商。2025 年 4 月 16 日，工业和信息化部装备工业一司组织召开智能网联汽车产品准入及软件在线升级管理工作推进会，为真正致力于提升智能驾驶技术的企业提供更公平的竞争环境，促进行业健康发展。

2 市场核心两大分歧点

我们认为当下市场对公司的认知主要存在两大分歧点：1）公司相较于英伟达、华为等智能驾驶解决方案供应商的产品竞争力；2）主机厂自研智驾方案对公司的影响。

2.1 公司相较于英伟达、华为等厂商的产品竞争力

我们主要从产品矩阵和生态战略两个维度来对比公司相较于英伟达、华为等厂商的竞争力：

1) 产品矩阵

从硬件性能上来看，J6P 的量产意味着公司芯片对智能驾驶全场景的支撑能力与华为和英伟达实现了对齐。从芯片出货结构来看，此前公司芯片出货主要聚焦在 L2/L2+领域（对应 J2/J3/J5 平台），而华为和英伟达出货主要聚焦在 L2++领域（对应华为 MDC 610 平台、英伟达 ORIN X 平台）。最新发布的搭载 HSD 系统的 J6P 方案补齐了公司此前在高算力芯片领域的空缺，使公司进一步跻身于英伟达所处的高端智驾芯片市场。

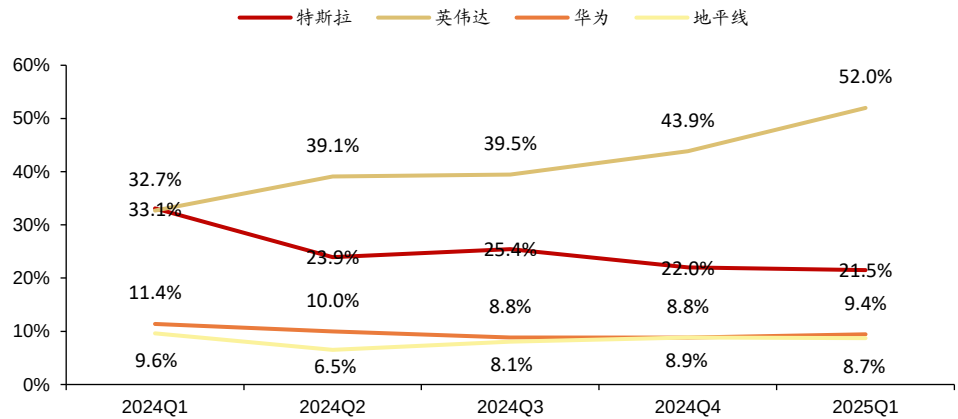
从开发工具链来看，公司已基本实现与英伟达智驾产品体系对标的全栈自研产品体系（包括算法开发工具链、中间件、AI 开发工具平台等），且相对于华为体系更加开放，用户拥有更为自主的选择权。

2) 生态战略

我们此前将智能驾驶芯片厂商分为开放生态玩家和封闭生态厂商两类，并将英伟达、地平线划分为开放生态厂商阵营，将华为特斯拉划分为封闭生态厂商阵营。不同的生态战略匹配不同的客户群体：开放生态厂商目标客户为对于产品设计有更多灵活性考量的主机厂，而封闭生态厂商目标客户为追求成熟智驾方案快速落地的主机厂。

两种生态战略对比而言，我们认为从市占率天花板的角度，开放生态厂商有望最终实现更高的市占率空间，主要得益于其更加广阔的客户群体所带来的规模效应优势以及可满足各类客户需求的完善产品矩阵。

图4：不同厂商市占率对比



资料来源：盖世汽车、浙商证券研究所

而就同为开放生态的厂商而言（地平线 vs 英伟达），我们认为公司的 BPU IP 授权模式给予了主机厂/Tier1 客户更加自由灵活的选择空间，大幅提升了公司与下游客户合作的自由度。

图5：公司多元化业务模式



资料来源：电动知士、浙商证券研究所

2.2 主机厂自研智驾方案对公司的影响

此前我们提到部分头部品牌可能尝试自研智驾方案转向封闭生态，但我们同时认为自研策略需巨大研发投入且具有一定不确定性，仅在出货量达到一定规模的条件下才具有性价比，且成功率低。长期而言，我们并不认为主机厂自研智驾方案会对公司的市场地位以及长期发展逻辑构成威胁。具体而言：

- 1) 监管趋严，主机厂自研智驾方案试错成本大幅提升，甚至可能导致整体智驾产品上市节奏落后于友商。
- 2) 从投入产出比的角度，只有具备一定销量基础的头部车厂自研智驾方案才能获得成本端的规模效应。而在智驾功能向中低端车型下沉的进程中，单车成本的把控对主机厂的盈利能力尤为重要。

3) 公司的 BPU IP 授权模式实质上赋予了主机厂自研足够的灵活选择权, 从公司产品体系以及多元化的赋能模式来看, 主机厂自研仍有较大可能性与公司持续合作。

3 盈利预测与估值

我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 37.11、57.21、83.45 亿元, 同比增速分别为 55.71%、54.15%、45.87%; 归母净利润分别为-11.09、-6.58、6.01 亿元, 公司有望在 2027 年实现扭亏为盈。

就公司分业务营收而言:

1) 汽车业务: 我们预计公司 2025-2027 年汽车产品解决方案业务营收增速分别为 57%、55%、46%, 主要受益于智驾功能由基础 L2 向 L2+/L2++ 的升级接力推动智能驾驶市场放量。其中:

- 产品解决方案: 主要考虑传统车厂开始批量化上车智能驾驶功能, 智驾芯片有望伴随传统车厂的智驾渗透率提升放量。
- 授权及服务业务: 主要考虑车厂及 OEM 客户对高阶智驾的持续开发需求。

2) 非汽车业务: 我们预计公司 2025-2027 年非汽车业务营收增速分别为 10%、15%、15%, 主要考虑为公司主要聚焦汽车业务主线, 但公司非汽车业务仍有望受益于端侧 AI (如机器人等) 渗透率的提升。

表4: 公司 2025-2027 营收预测 (百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	905.68	1,551.61	2,383.55	3,711.34	5,720.96	8,345.34
yoy		71.3%	53.6%	55.7%	54.1%	45.9%
汽车业务	801.14	1,470.36	2,311.70	3,632.30	5,630.07	8,240.81
yoy		83.5%	57.2%	57.1%	55.0%	46.4%
产品解决方案	319.31	506.39	664.24	996.36	1544.35	2316.53
yoy		58.6%	31.2%	50.0%	55.0%	50.0%
授权及服务业务	481.83	963.98	1647.47	2635.95	4085.72	5924.29
yoy		100.1%	70.9%	60.0%	55.0%	45.0%
非汽车业务	104.54	81.24	71.85	79.04	90.89	104.53
yoy		-22.3%	-11.6%	10.0%	15.0%	15.0%

资料来源: wind、浙商证券研究所

我们采用 PS 估值法对公司进行估值, 参考黑芝麻智能、寒武纪、英伟达、ARM 公司的估值情况, 同时考虑到公司在国内市场的独特竞争力以及市场卡位, 给予公司 2025 年 30x PS, 对应目标市值为 1113 亿元 (1212 亿港元), 对应目标价为 9.18 港元。维持“买入”评级。

表5: 可比公司估值分析

可比公司	收盘价	总市值 (亿)	营业收入 (亿)				归母净利润 (亿)				PS		
	2025/5/23		24	25E	26E	27E	24	25E	26E	27E	25E	26E	27E
地平线机器人-W	7.60	947	24	37	57	83	23	-11	-6	6	26	17	11
均值											27	19	14
黑芝麻智能	18.52	107	5	8	14	21	3	-9	-4	1	13	8	5
寒武纪-U	658.60	2,749	12	53	80	107	-5	13	23	32	52	34	26
英伟达(NVIDIA)	131.29	32,035	609	2,055	2,549	2,922	298	1,104	1,395	1,584	16	13	11
ARM	127.18	1,344	32	50	58		3	11	14		27	23	

资料来源: wind、浙商证券研究所

注: 1) 表格中地平线机器人、黑芝麻智能、寒武纪收盘价单位为港元、英伟达、ARM 公司收盘价单位为美元;

2) 地平线机器人、黑芝麻智能、寒武纪的总市值、营业收入、归母净利润单位以 CNY 计, 英伟达、ARM 公司以 USD 计;

3) 可比公司盈利预测参考 wind 一致预期; 英伟达、ARM 公司 25E-27E 盈利预测分别参考 2026、2027、2028 财年数据;

4) 公司目标价计算汇率参考 1HKD=0.92CNY

4 风险提示

- 1) **公司新技术、新产品落地节奏不及预期:** 公司在研的芯片及相关软件算法推进节奏存在不及预期的风险, 从而可能对公司长期的营收增长造成一定影响。
- 2) **地缘政治因素导致的供应链风险:** 公司供应链稳定性可能受到部分不可预测的地缘政治因素影响, 从而影响公司产品的交付节奏。
- 3) **市场竞争加剧:** 随着主机厂增大智驾产品的研发力度, 市场竞争存在进一步加剧的风险, 价格战可能影响公司的毛利率水平。

表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	17,196	16,042	15,413	16,835	营业收入	2,384	3,711	5,721	8,345
现金	15,371	12,482	10,714	9,580	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	679	1,289	1,986	2,898	营业成本	542	816	1,233	1,778
存货	585	1,020	1,199	1,827	销售费用	410	471	518	596
其他	560	1,252	1,514	2,531	管理费用	638	721	793	848
非流动资产	3,183	3,193	3,203	3,203	研发费用	3,156	3,787	4,355	4,791
固定资产	774	774	774	774	财务费用	(376)	(334)	(267)	24
无形资产	466	466	466	466	除税前溢利	2,351	(1,109)	(658)	601
其他	1,943	1,953	1,963	1,963	所得税	5	0	0	0
资产总计	20,379	19,236	18,617	20,039	净利润	2,347	(1,109)	(658)	601
流动负债	1,278	1,244	1,283	2,104	少数股东损益	(0)	0	0	0
短期借款	15	15	15	15	归属母公司净利润	2,347	(1,109)	(658)	601
应付账款及票据	15	23	34	49					
其他	1,249	1,206	1,234	2,040	EBIT	1,975	(1,443)	(926)	624
非流动负债	7,186	7,186	7,186	7,186	EBITDA	1,975	(1,443)	(926)	624
长期债务	393	393	393	393	EPS (元)	0.51	(0.08)	(0.05)	0.05
其他	6,794	6,794	6,794	6,794					
负债合计	8,464	8,430	8,469	9,291					
普通股股本	0	0	0	0	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
储备	12,707	11,598	10,940	11,540	成长能力				
归属母公司股东权益	11,914	10,805	10,146	10,747	营业收入	53.62%	55.71%	54.15%	45.87%
少数股东权益	1	1	1	1	归属母公司净利润	/	/	/	/
股东权益合计	11,915	10,806	10,147	10,748	获利能力				
负债和股东权益	20,379	19,236	18,617	20,039	毛利率	77.25%	78.01%	78.45%	78.70%
					销售净利率	98.45%	-29.89%	-11.51%	7.20%
					ROE	19.70%	-10.27%	-6.49%	5.59%
					ROIC	16.00%	-12.87%	-8.77%	5.60%
现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
经营活动现金流	18	(3,504)	(1,997)	(1,410)	资产负债率	41.53%	43.83%	45.49%	46.36%
净利润	2,347	(1,109)	(658)	601	净负债比率	-125.59%	-111.74%	-101.57%	-85.35%
少数股东权益	(0)	0	0	0	流动比率	13.46	12.90	12.01	8.00
折旧摊销	0	0	0	0	速动比率	13.00	11.39	10.36	6.34
营运资金变动及其他	(2,329)	(2,394)	(1,339)	(2,011)	营运能力				
投资活动现金流	(1,932)	634	248	300	总资产周转率	0.13	0.19	0.30	0.43
资本支出	(912)	0	0	0	应收账款周转率	3.91	3.77	3.49	3.42
其他投资	(1,020)	634	248	300	应付账款周转率	42.17	43.85	43.33	42.51
筹资活动现金流	5,815	(20)	(20)	(24)	每股指标 (元)				
借款增加	237	0	0	0	每股收益	0.51	-0.08	-0.05	0.05
普通股增加	5,584	0	0	0	每股经营现金流	0.00	-0.27	-0.15	-0.11
已付股利	0	(20)	(20)	(24)	每股净资产	0.90	0.82	0.77	0.81
其他	(6)	0	0	0	估值比率				
现金净增加额	4,011	(2,889)	(1,768)	(1,134)	P/E	6.48	/	/	153.43
					P/B	3.66	8.53	9.08	8.58
					EV/EBITDA	14.52	-55.49	-88.41	132.94

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>