

地平线机器人-W (09660.HK)

正式纳入港股通，智驾、具身智能全面发力

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1552	2384	3859	6241	7647
增长率 yoy (%)	71.3%	53.6%	61.9%	61.7%	22.5%
归母净利润 (百万元)	-6739	2347	-1909	-1256	-674
增长率 yoy (%)	22.7%	134.8%	-181.3%	34.2%	46.3%
ROE (%)	27.3%	19.7%	-19.1%	-14.4%	-8.3%
EPS 最新摊薄 (元)	-0.51	0.18	-0.14	-0.10	-0.05
P/E (倍)	-13.59	39.02	-47.97	-72.93	-135.84
P/S (倍)	59.02	38.42	23.73	14.67	11.98

资料来源：长城证券产业金融研究院

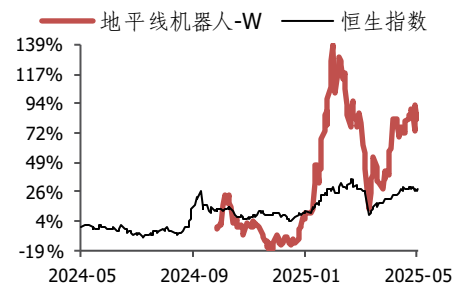
- **事件：**1) 5月26日，公司正式被纳入港股通；2) 5月28日，公司全资子公司地瓜机器人宣布完成1亿美元A轮融资，本轮融资获得国内外10余家投资机构的联合投资，包括高瓴创投、五源资本、线性资本、和暄资本、九合创投、Vertex Growth、砺思资本、敦鸿资产、沸点资本、梅花创投、黄浦江资本等投资机构。
- **子公司地瓜机器人加速构建具身智能生态版图，有望开启公司第二增长曲线。**地瓜机器人构建了覆盖芯片、算法到软件的完整产品体系，形成了覆盖5~500 TOPS 各算力段的完整产品布局，可全面满足人形机器人、轮足机器人、四足机器狗、服务陪伴机器人、物流 AMR 等多种场景的端侧计算需求。**1) 传统机器人领域：**地瓜机器人的营收核心为芯片产品，在扫地机、割草机等用户规模最庞大的家庭消费级机器人市场，其旭日系列智能计算芯片已全平台搭载于科沃斯、云鲸等头部客户产品中，迄今出货量超500万片，并以每年百万量级的速度增长；**2) 新型品类机器人领域：**地瓜机器人积极推动开发者生态建设，迄今赋能超过200家中小创客，孵化近百种智能机器人新兴品类，涵盖高尔夫机器人、泳池机器人、网球机器人、家庭陪伴机器人等多种创新形态；**3) 具身智能领域：**地瓜机器人将在6月正式发售面向具身智能机器人的 RDKS100 机器人开发套件(具备百 TOPS 级算力，是行业首款单 SoC 算控一体计算平台)。
- **公司 HSD 量产在即，征程 6 系列将迎来放量。**2024 年公司产品解决方案交付量全年约290万套，累计交付约770万套；2024 年定点超100款车型，累计定点超310款车型。2025 年上半年，地平线征程 6 系列已正式在比亚迪天神之眼 C、理想 L 系列搭载量产，后续超100款搭载征程 6 系列的车型将陆续上市。2025 年4月，地平线城区辅助驾驶系统 HSD(搭载征程 6P 计算方案)与奇瑞达成首个量产合作，将搭载于奇瑞“猎鹰方案”，2025 年9月在星途品牌车型全球首发量产。公司预计征程系列处理硬件的累计出货量将于2025 年超过1000万件，征程 6 系列出货量将超过百万件。
- **投资建议：**2025 年下游车企加速智驾上车，公司产品出货量有望迎来高增，同时公司城区辅助驾驶系统 HSD 将于2025 年内量产，有望驱动公司业务量价齐升。我们预计公司2025 年、2026 年和2027 年实现营业收入为38.59 亿元、62.41 亿元和76.47 亿元，对应归母净利润为-19.09 亿元、-12.56 亿元和-6.74 亿元，以5月29 日收盘价计算 PS 为23.73 倍、14.67 倍和11.98 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**研发进程不及预期；汽车智能化不及预期；客户拓展不及预期；市场竞争加剧风险

买入 (维持评级)

股票信息

行业	汽车
2025 年 5 月 29 日收盘价 (港元)	7.570
总市值 (百万港元)	99,926.22
流通市值 (百万港元)	99,926.22
总股本 (百万股)	13,200.29
流通股本 (百万股)	13,200.29
近 3 月日均成交额 (百万港元)	887.84

股价走势



作者

分析师 陈逸同

执业证书编号：S1070522110001

邮箱：chenyitong@cgws.com

联系人 金瑞

执业证书编号：S1070123070009

邮箱：jinrui@cgws.com

相关研究

- 1、《软硬协同为生态基石，开创全栈智驾“芯”征程——地平线机器人(9660.HK)首次覆盖》2025-01-13

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	12069.36	15370.93	13946.25	13380.41	13231.51
应收账款	541.09	678.77	634.33	683.97	628.51
预付款项、按金及其他应收款项	113.38	469.33	687.19	598.47	523.76
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	790.90	585.41	671.02	913.83	902.40
其他流动资产	23.35	91.16	147.59	238.71	292.47
流动资产总计	13538.08	17195.60	16086.38	15815.39	15578.64
长期股权投资	1107.66	1038.16	1038.16	1038.16	1038.16
固定资产	433.26	773.97	626.92	479.86	332.81
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	520.28	531.77	526.47	587.85	615.88
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	274.60	839.49	939.49	939.49	939.49
非流动资产合计	2335.80	3183.39	3131.04	3045.36	2926.35
资产总计	15873.87	20378.99	19217.43	18860.75	18504.98
短期借款	0.00	14.67	0.00	0.00	0.00
应付账款	11.16	14.55	20.13	33.51	38.18
其他流动负债	40240.95	1248.60	2004.98	2890.58	3204.24
流动负债合计	40252.11	1277.82	2025.11	2924.09	3242.42
长期借款	112.84	392.61	392.61	392.61	392.61
其他非流动负债	174.30	6793.75	6793.75	6793.75	6793.75
非流动负债合计	287.14	7186.36	7186.36	7186.36	7186.36
负债合计	40539.26	8464.18	9211.47	10110.44	10428.78
股本	0.04	0.21	0.21	0.21	0.21
储备	-24665.32	11913.80	11913.80	11913.80	11913.80
留存收益	0.00	0.00	-1908.88	-3164.56	-3838.67
归属于母公司股东权益	-24665.28	11914.01	10005.13	8749.45	8075.34
归属于非控制股东权益	-0.11	0.81	0.83	0.86	0.87
权益合计	-24665.38	11914.81	10005.96	8750.31	8076.21
负债和权益合计	15873.87	20378.99	19217.43	18860.75	18504.98

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	-1882.32	-1982.54	-2646.97	-2155.20	-1673.60
折旧与摊销	356.73	438.47	252.35	285.68	319.02
财务费用	-158.82	-375.82	-274.20	-254.62	-247.47
其他经营资金	-60.10	1937.50	446.50	604.12	406.19
经营性现金净流量	-1744.51	17.60	-2222.33	-1520.01	-1195.87
投资性现金净流量	-667.29	-1932.09	538.12	699.55	799.50
筹资性现金净流量	7218.87	5815.15	259.54	254.62	247.47
现金流量净额	4807.07	3900.66	-1424.67	-565.84	-148.90

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1551.61	2383.55	3858.85	6241.23	7646.84
销售成本	457.30	542.20	1224.61	2223.66	2533.66
研发费用	2366.26	3646.10	4746.38	5492.28	6041.00
销售费用	327.25	409.85	578.83	686.54	688.22
管理费用	443.37	147.57	231.53	249.65	305.87
财务费用	-158.82	-375.82	-274.20	-254.62	-247.47
营业利润	-1883.74	-1986.35	-2648.30	-2156.28	-1674.44
其他非经营损益	-4860.39	4337.37	738.49	900.00	1000.00
税前利润	-6744.13	2351.02	-1909.81	-1256.28	-674.44
所得税	-5.08	4.51	-0.95	-0.63	-0.34
税后利润	-6739.05	2346.51	-1908.86	-1255.65	-674.10
归属于非控制股东利润	-0.03	-0.07	0.02	0.03	0.01
归属于母公司股东利润	-6739.02	2346.58	-1908.88	-1255.68	-674.11
EBITDA	-6546.22	2413.66	-1931.67	-1225.21	-602.89
NOPLAT	-2037.37	-2357.64	-2921.04	-2409.69	-1920.95
EPS(元)	-0.51	0.18	-0.14	-0.10	-0.05

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营收额增长率	71.32%	53.62%	61.89%	61.74%	22.52%
EBIT 增长率	21.75%	128.61%	-210.57%	30.82%	38.98%
EBITDA 增长率	23.24%	136.87%	-180.03%	36.57%	50.79%
税后利润增长率	22.72%	134.82%	-181.35%	34.22%	46.31%
盈利能力					
毛利率	70.53%	77.25%	68.26%	64.37%	66.87%
净利率	-434.33%	98.45%	-49.47%	-20.12%	-8.82%
ROE	27.32%	19.70%	-19.08%	-14.35%	-8.35%
ROA	-42.45%	11.51%	-9.93%	-6.66%	-3.64%
ROIC	8.52%	6.48%	108.54%	81.17%	58.19%
估值倍数					
P/E	-13.59	39.02	-47.97	-72.93	-135.84
P/S	59.02	38.42	23.73	14.67	11.98
P/B	-3.71	7.69	9.15	10.47	11.34
EV/EBIT	1.70	-7.39	5.94	7.97	12.68
EV/EBITDA	1.79	-6.05	6.72	9.83	19.39

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681
 网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
 邮编：100031
 传真：86-10-88366686