

## 地平线机器人 (9660 HK, 买入, 目标价: HK\$8.60)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$8.60 当前股价: HK\$6.46

股价上行/下行空间 +33%

52 周最高/最低价 (HK\$) 10.38/3.32

市值 (US\$mn) 3,766

当前发行数量(百万股) 4,576

三个月平均日交易额 (US\$mn) 138

流通盘占比 (%) 84

主要股东 (%)

CARIAD Estonia 18

Everest robotics 13

SAIC QIJUN 8

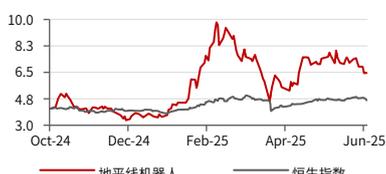
按 2025 年 6 月 19 日收市数据

资料来源: FactSet

### 主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	N/A	N/A
目标价 (HK\$)	8.60	N/A	N/A
2025E EPS (RMB)	(0.07)	N/A	N/A
2026E EPS (RMB)	(0.02)	N/A	N/A
2027E EPS (RMB)	0.06	N/A	N/A

### 股价表现



资料来源: FactSet

### 华兴对比市场预测 (差幅%)

	2025E	2026E
营收 (RMBmn)	3,515 (-3%)	5,640 (-4%)
EPS (RMB)	(0.15) (+55%)	(0.06) (+71%)

注: 所示市场预测来源于 Wind。正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

### 研究团队

王一鸣, 分析师

证书编号: S1680521050001

电话: +86 21 6015 6850

电邮地址: ymwang@huaxingsec.com

## 高端辅助驾驶行业核心受益者, 首次覆盖给予“买入”评级

- 地平线将充分受益于全球智能驾驶功能的快速普及, 并凭借自身的先进软硬件结合能力持续巩固市场龙头地位。
- 我们预计地平线 2025-2027 年征程芯片销量为 420 万颗/450 万颗/550 万颗, 有望在 2027 年实现盈亏平衡。
- 首次覆盖给予“买入”评级, 目标价为 8.60 港元。

**充分受益于全球智能驾驶增长潜力:** 根据地平线机器人 (简称“地平线”) 招股书和灼识资讯的统计数据, 全球/中国的智能汽车销量 2030 年将分别达到~8,000 万辆/3,000 万辆, 届时高阶辅助驾驶+高级自动驾驶的渗透率将接近 100%水平。在此进程中, 我们认为以地平线为代表的国内第三方供应商将直接受益于智驾功能的快速普及。根据年报显示, 地平线 2024 年在中国 OEM 高级辅助驾驶市场的份额超过 40%, 龙头地位稳固。同时, 地平线独特的软硬件结合能力和对高端芯片市场的逐步渗透将支撑其未来业绩增长。

**BPU 构筑软硬结合的核心竞争力:** 相较于其他第三方竞争对手或车厂, 地平线最核心的技术壁垒为其独特的 BPU (智能计算单元) 架构。其核心目标是通过软硬件协同优化, 在更低的功耗和成本下实现更高的算力密度与智能水平, 以满足自动驾驶对实时感知、决策和规控的严苛需求。地平线征程系列芯片统一搭载 BPU 智能加速单元, 能够充分发挥片上系统的高性能、低延迟、低能耗优势, 持续保持跨代际领先的产品竞争力。

**财务预测:** 地平线年报显示, 征程系列芯片截止 2024 年底累计出货已达到 770 万颗, 我们预测 2025-2027 年出货量分别为 420 万颗/450 万颗/550 万颗。同时, 我们认为中阶的 J5/J6E/J6M 芯片占比将在 2025 年显著提升, 而最高端的 J6P 芯片也将在今年开始量产, 预计将在 2026 年大规模落地应用。我们预计地平线同期营业收入为 34.3 亿元/54.1 亿元/74.6 亿元, 并预计在 2027 年实现盈利转正。

**首次覆盖给予“买入”评级, 目标价为 8.60 港元:** 由于地平线目前正处于产品初期放量阶段, 且我们预计其 2025-2026 年仍将维持财务亏损, 因此我们采用市销率 (P/S) 对其进行估值。我们选取英伟达、ARM、Mobileye 和黑芝麻智能作为可比公司, 给予地平线 20 倍 2026 年 P/S 估值, 得到目标价为 8.60 港元。首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示:** 1) 智能驾驶或高级辅助驾驶进展不及预期; 2) 行业竞争加剧; 3) 贸易壁垒或监管等其他不利因素影响; 4) 供应链风险; 5) 客户集中度过高风险。

### 财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	1,552	2,384	3,425	5,408	7,460
息税前利润 (RMBmn)	(2,497)	(1,756)	(2,686)	(2,356)	(1,566)
归母净利润 (RMBmn)	(1,635)	(1,681)	(924)	(245)	901
每股收益 (RMB)	(0.61)	(0.13)	(0.07)	(0.02)	0.06
市盈率 (x)	N/A	N/A	N/A	N/A	102.0

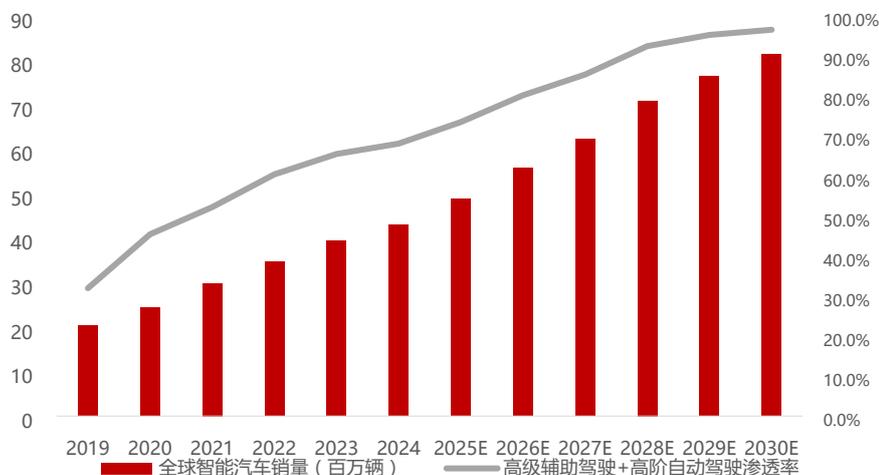
注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 公司公告, 华兴证券预测。

## 目录

焦点图表 .....	2
投资概述 .....	4
全球智能汽车市场展现巨大增长潜力 .....	8
软硬件集成形成技术护城河，为自动驾驶效率提供最优解决方案 .....	9
三款智能驾驶解决方案：Horizon Mono、Horizon Pilot、Horizon SuperDrive .....	10
Journey 6 系列覆盖从入门级到高端的完整智能驾驶需求 .....	14
Journey 6 系列与主要竞争对手的对比 .....	17
财务分析 .....	20
估值 .....	23
风险提示 .....	24
公司背景 .....	25
财务数据 .....	26

## 焦点图表

图表 1: 全球智能汽车销量预测



资料来源：地平线招股书，灼识咨询，华兴证券整理

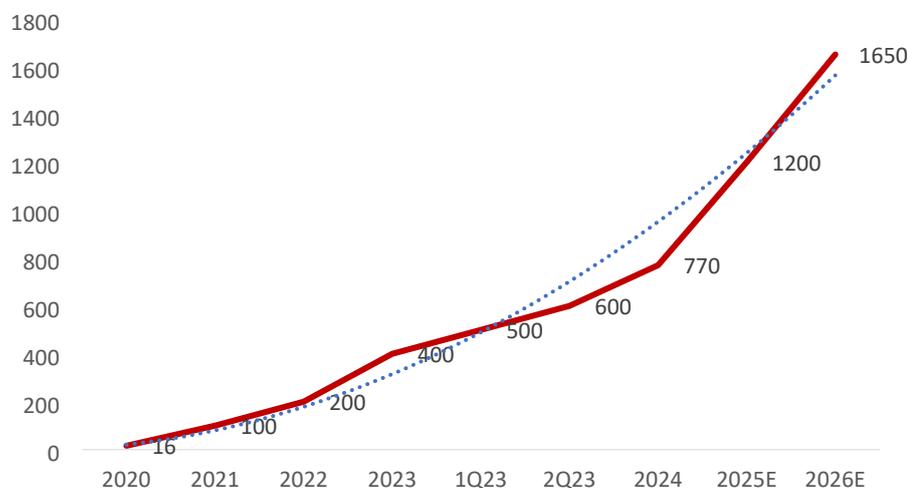
图表 2: 地平线各解决方案性能指标的功能定位和优势

	Horizon Mono	Horizon Pilot	Horizon SuperDrive
功能定位	主动安全高级辅助驾驶	高速公路 NOA	全场景城市 NOA
推出时间	2020 年	2021 年	2024 年
开始创收	2021 年	2022 年	2024 年
量产首发	2021 年	2022 年	2025 年
典型传感器组	摄像头	摄像头及雷达	摄像头、雷达及激光雷达
生态协同	地平线天工开物、地平线踏歌及地平线艾迪		
图像处理能力 (每秒帧数)	174	1,283	N/A

注：Horizon Pilot 的标配传感器包括 11 个摄像头、5 个毫米波雷达和 12 个超声波雷达；Horizon SuperDrive 的标配传感器包括 11 个摄像头、3 个毫米波雷达、12 个超声波雷达和 1 个激光雷达。

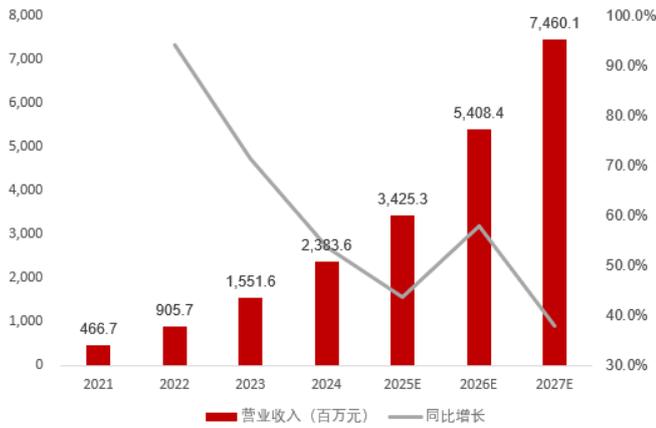
资料来源：招股说明书

图表 3: 产品解决方案累计交付量 (万件)



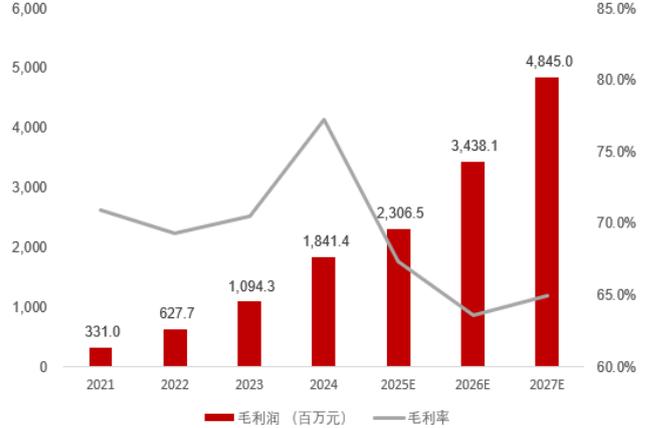
资料来源：地平线官网，华兴证券预测

图表 4: 营业收入预测



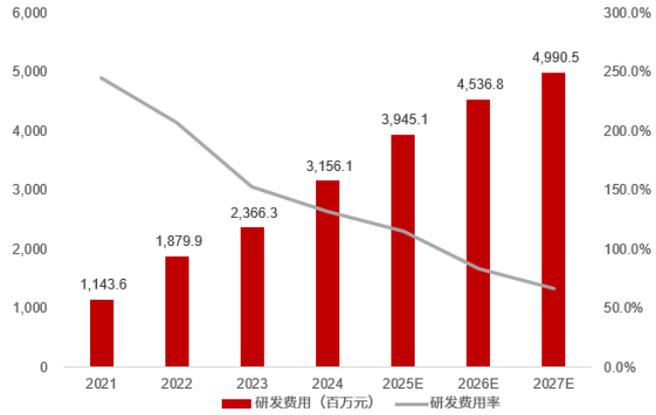
资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

图表 5: 毛利润和毛利率预测



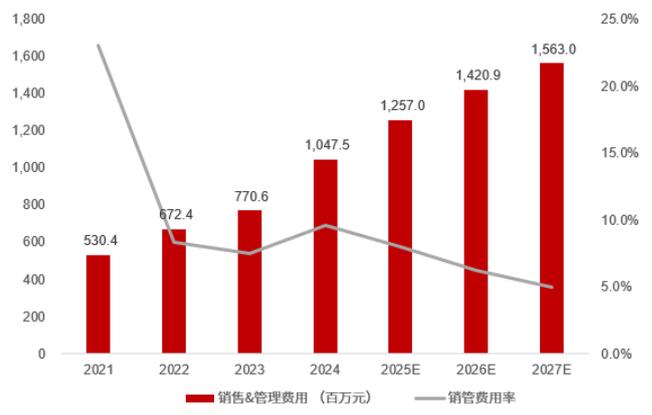
资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

图表 6: 研发费用预测



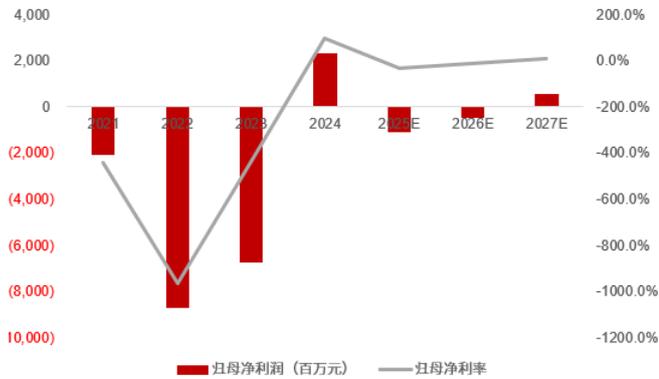
资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

图表 7: 销售及管理费用预测



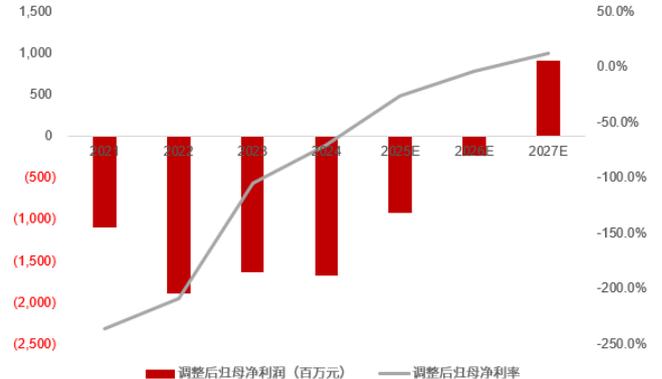
资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

图表 6: 归母净利润 (IFRS) 预测



资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

图表 7: 调整后归母净利润 (non-IFRS) 预测



资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

## 投资概述

地平线创立于 2015 年，目前是国内领先的乘用车高级辅助驾驶解决方案供应商，拥有业内独特和领先的软硬件技术。地平线主营业务分为两类：1) 产品解决方案，即芯片+基础算法+开发工具，提供 Horizon Mono、Horizon Pilot 和 Horizon SuperDrive 三种方案；2) 授权及服务：即 IP 授权、技术指导 and 培训服务等，客户车企采购公司的代码和服务后可自研芯片，也可对软件进行二次开发。我们认为地平线的未来核心增长驱动力来自：1) 智驾普及化带来的软硬件需求，2) 独特软硬件结合能力（BPU）建起的技术壁垒，和 3) 国产替代加速背景下对高端芯片领域的渗透。

### 智驾平权，高级辅助驾驶加速渗透带来行业长期增长潜力

根据地平线招股书和灼识资讯的统计数据，全球/中国智能汽车销量将在 2030 年分别达到~8,000 万辆/3,000 万辆（隐含 2024~2030 年的年化增长率为 11.2%/12.6%），届时高阶辅助驾驶+高级自动驾驶的渗透率在全球和中国都将达到接近 100% 的水平（2024 年为 65%）。以特斯拉 FSD 为代表的智能驾驶系统已经深刻影响了汽车行业的发展趋势，而中国新能源车的高速发展更将智能驾驶快速普及至大众市场（以比亚迪为代表），并使汽车行业实现最终的智驾平权。虽然以特斯拉、理想汽车、小鹏汽车为代表的部分车企仍坚持全栈自研芯片和软件的技术路线，但基于效率和成本考量，我们认为未来大多数新能源车企仍将依赖第三方供应商的软硬件服务。在此进程中，以地平线为代表的国内第三方供应商将直接受益于智驾功能的快速普及。根据年报显示，地平线在 2024 年中国 OEM 高级辅助驾驶市场的份额超过 40%，领先地位进一步加强，反映了高级辅助驾驶解决方案的应用范围不断扩大。

### BPU 构筑软硬结合的核心竞争力

相较于其他竞争对手，我们认为地平线的核心竞争优势在于通过 BPU 架构来实现软硬件协同优化，在更低的功耗和成本下实现更高的算力密度与智能水平，以满足自动驾驶对实时感知、决策和规控的严苛需求。具体而言，BPU 的作用包括：1) 算力效率指数级提升，并与 GPU 相比能够在相同功耗下实现更高算力，2) 算法与硬件深度协同和 3) 规模化量产的成本控制。因此，地平线征程系列芯片凭借统一搭载 BPU 智能加速单元，能够充分发挥片上系统的高性能、低延迟、低能耗优势，持续保持跨代际领先的产品竞争力。

### 财务预测与估值

我们认为随着高级辅助驾驶功能不断渗透至平价车型，地平线的中高级芯片 J6E/M/P 的出货量将显著提升。根据公司年报信息披露，我们测算地平线 2024 年征程系列芯片销量为约 370 万颗，并预计 2025-27 年销量分别为 420 万/450 万/550 万颗。同时，我们预计 2025 年中高级（J6E/M/P）芯片的出货量占比将超过 50%，而低阶 J2/3 芯片销量将降至 200 万颗左右。由于 J6 系列芯片价格远高于 J2/3 芯片，随着芯片销量结构优化，我们预测地平线的收入增长将快于其芯片销量增长。我们预计地平线 2025-27 年收入为 34.3 亿元/54.1 亿元/74.6 亿元，同比增长 43.7%/57.9%/37.9%。我们预计地平线综合毛利率将维持在 60% 水平，而经营费用率将随着营业收入的快速增长而持续下降。我们预测地平线 2025-26 年亏损为 10.7 亿元和 4.9 亿元，并在 2027 年实现盈利 5.4 亿元。

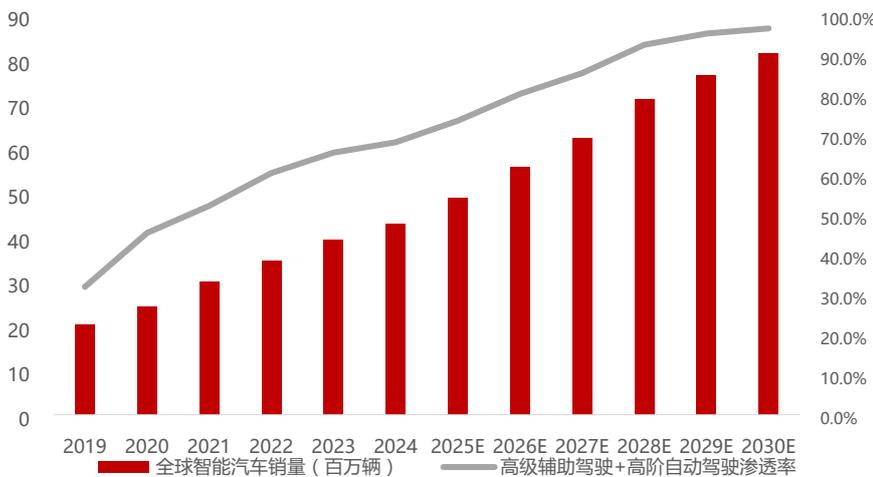
**估值：**由于地平线仍然处于产品放量初期，短期内仍将维持财务亏损的状态，因此我们采用市销率（P/S）法对其进行估值。我们选取英伟达、ARM、黑芝麻智能和 Mobileye 四家公司作为可比公司，并采取 20 倍 P/S 来确定地平线的目标价为 8.60 港元。首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**1) 智能驾驶或高级辅助驾驶进展不及预期；2) 行业竞争加剧；3) 贸易壁垒或监管等其他不利因素影响；4) 供应链风险；5) 客户集中度过高风险。

## 全球智能汽车市场潜力

地平线是市场领先的乘用车高级辅助驾驶（ADAS）和高阶自动驾驶（AD）解决方案提供商，拥有专有的软硬件技术。地平线的解决方案整合了算法、专用的软件和处理硬件，为高级辅助和高阶自动驾驶提供核心技术，从而提高驾驶员和乘客的安全性和体验感。依托已大规模部署的软硬一体解决方案，地平线成为了智能汽车转型及商业化的关键推动者。随着汽车行业的高级辅助驾驶技术不断进步，车企对相应的软件和硬件（芯片）需求正不断扩大。根据地平线招股书和灼识咨询，全球智能汽车销量将在 2030 年超过 8,000 万辆（2024-30E 年化增长率为 11.2%），届时高级辅助驾驶+高阶自动驾驶的渗透率将超过 90%，而中国市场智能汽车销量将接近 3,000 万辆，高级辅助驾驶+高阶自动驾驶渗透率几乎接近 100%（2024 年为 65%）。

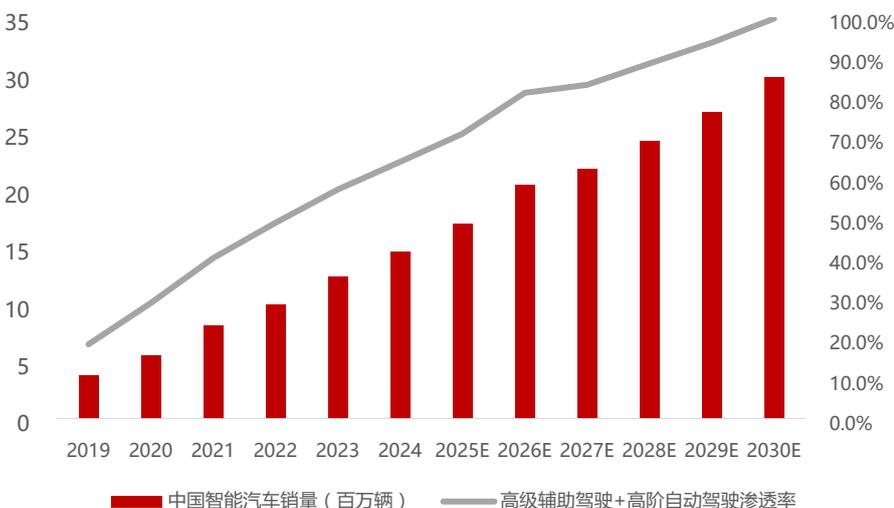
图表 8：全球智能汽车销量预测



资料来源：地平线招股书，灼识咨询，华兴证券整理

中国是目前新能源汽车和高阶辅助/自动驾驶发展的主要市场，具备发展高阶自动驾驶全产业链的能力，因此我们认为国内车厂（OEM）在选择硬件供应商时更会首先偏向于国产品牌和服务，而地平线作为国内头部供应商将有机会不断扩大市场份额。根据年报显示，地平线在 2024 年中国 OEM 高级辅助驾驶市场的份额超过 40%，领先地位进一步加强。

图表 9：中国智能汽车销量预测



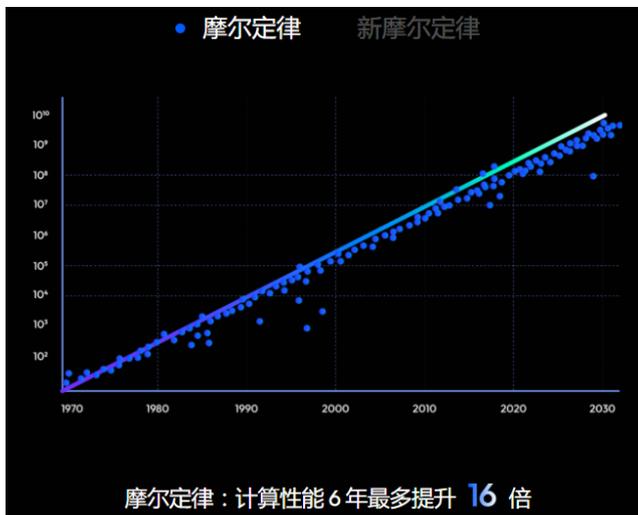
资料来源：地平线招股书，华兴证券整理

## 软硬结合能力构筑竞争壁垒，提高智驾系统效率最优解

地平线基于软硬结合的全栈技术，将前沿智驾算法趋势与先进智能计算架构融入到每一代征程的设计创新中，使得每一代产品推出均能适应当下最领先的算法应用，并发挥超越同级的系统效率。以场景为中心，征程家族在规模化量产实践中不断升级迭代，将让用户真正受益于车载专用计算方案带来的价值。

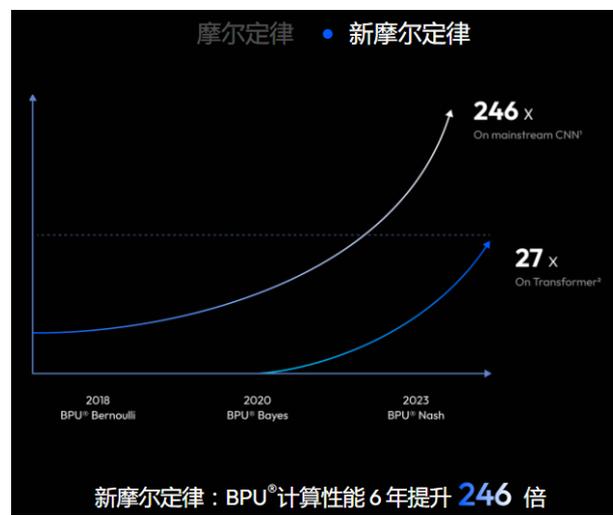
地平线认为在智能计算时代，算力（单位：TOPS—Tera Operations Per Second）作为理论峰值并不能反映实际性能水平，更与实际用户体验不成正比。地平线在 2016 年便提出智能计算的新摩尔定律，认为 FPS（Frames Per Second 每秒准确识别帧率）更能体现先进深度学习算法在芯片上的真实计算效能。地平线提出的“新摩尔定律”并非对传统摩尔定律的直接复刻，而是针对智能驾驶场景下算力、能效、成本等核心挑战提出的创新性技术发展路径。其核心目标是：**通过软硬件协同优化，在更低的功耗和成本下实现更高的算力密度与智能水平**，以满足自动驾驶对实时感知、决策和规控的严苛需求。

图表 10：摩尔定律



资料来源：地平线官网

图表 11：新摩尔定律



资料来源：地平线官网

地平线自主研发设计的智能计算架构--BPU（Brain Processing Unit，智能计算单元）架构，是实现新摩尔定律的核心载体。具体而言，BPU 对新摩尔定律的作用包括：1) 算力效率指数级提升，并与 GPU 相比能够在相同功耗下实现更高算力，2) 算法与硬件深度协同和 3) 规模化量产的成本控制。相较而言，CPU/GPU 的通用性较强但难以满足时效性需求，而 BPU 通过专用指令集+硬件加速单元，直接映射神经网络计算，减少通用计算的冗余操作。

地平线征程统一搭载 BPU 智能加速单元，能够充分发挥片上系统的高性能、低延迟、低能耗优势，持续保持跨代际领先的产品竞争力。历经三代架构迭代，BPU 成功完成规模化量产应用的检验，更将通过 IP 授权，进一步开放支持车企自研智驾芯片。基于算法、编译器、计算架构三者结合，BPU 能够由数据驱动并实现自动化验证，持续为智驾系统提供计算效率最优解，成为驱动智能汽车加速进化的本源动力。

图表 12：地平线各解决方案性能指标的功能定位和优势

	BPU 伯努利 (Bernouli)	BPU 贝叶斯 (Bayes)	BPU 纳什 (Nash)
定位	主动安全高级辅驾驶	高速公路 NOA	全场景城市 NOA
推出时间	2018 年	2020 年	2023 年
适用场景	ADAS 场景物体检测、语义分割	高速 NOA2.5D/3D 视觉算法、物体跟踪、轨迹预测	全场景 NOA 环境时序预测，复杂环境交互式规则

资料来源：地平线官网

### 地平线的三种智驾解决方案：Horizon Mono/Pilot/SuperDrive

地平线目前提供三种智能驾驶解决方案：Horizon Mono、Horizon Pilot 和 Horizon SuperDrive，分别对应低/中/高三种智驾功能。搭载征程 3 芯片的 Mono 于 2021 年在理想汽车 One 车型首发，是地平线在 2024 年和车厂合作的主要解决方案，其他客户还包括比亚迪、吉利汽车、上汽等。搭载征程 5 芯片的 Pilot 方案于 2023 年在理想汽车 L8 Pro 车型首发，2024 年销量主要由理想汽车贡献。搭载征程 6P 芯片的 SuperDrive 解决方案将在奇瑞的星途品牌上于 2025 年 9 月正式量产，以此完善 Horizon 系列解决方案的产品矩阵。

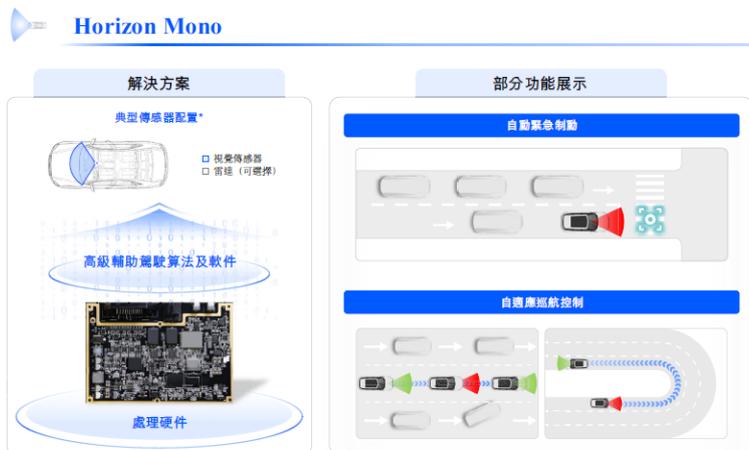
图表 13：地平线智能驾驶解决方案



资料来源：公司公告，华兴证券整理

**Horizon Mono：**地平线的主动安全高级辅助驾驶解决方案，可实现自动紧急制动(AEB)及智能大灯(IHB)等安全功能，提高乘客及道路使用者的安全性，亦可实现自适应巡航控制(ACC)及交通拥堵辅助(TJA)等舒适功能，提升驾驶体验。目前在 Horizon Mono 上嵌入征程 2 或征程 3 芯片。Mono 产品最早于 2020 年首次推出，目前已累计获得超过 200 款 OEM 车型选择。

图表 14：Horizon Mono 示意图

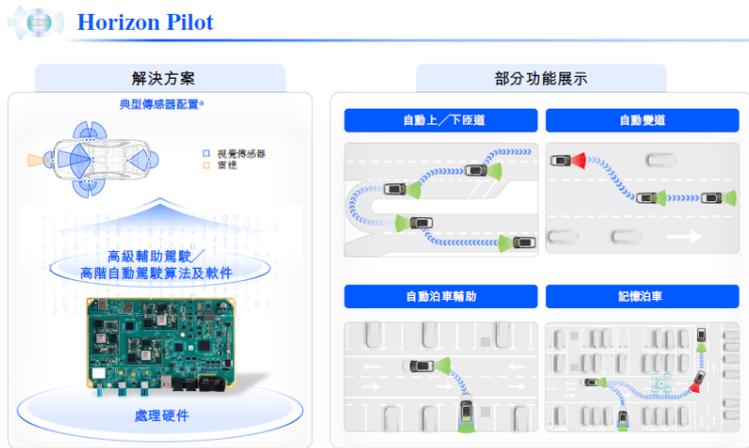


资料来源：地平线招股书

**Horizon Pilot：**是高速领航辅助驾驶（NOA）解决方案（归类为高阶自动驾驶解决方案）。除了增强的主动安全功能外，Horizon Pilot 还能完成更高阶的驾驶任务，如自动上/下匝道、交通拥堵时自动汇入/汇出、自动变道、高速公路自动驾驶等。这些功能可提升终端用户尤其是长途通勤时的驾

乘体验。同时，Horizon Pilot 还提供先进的停车辅助功能，例如自动泊车辅助系统（APA）及自动记忆泊车（VPA）等功能。地平线目前在 Horizon Pilot 上嵌入征程 3 或征程 5 芯片。理想 L9 Pro 是采用 Horizon Pilot 的典型车型。

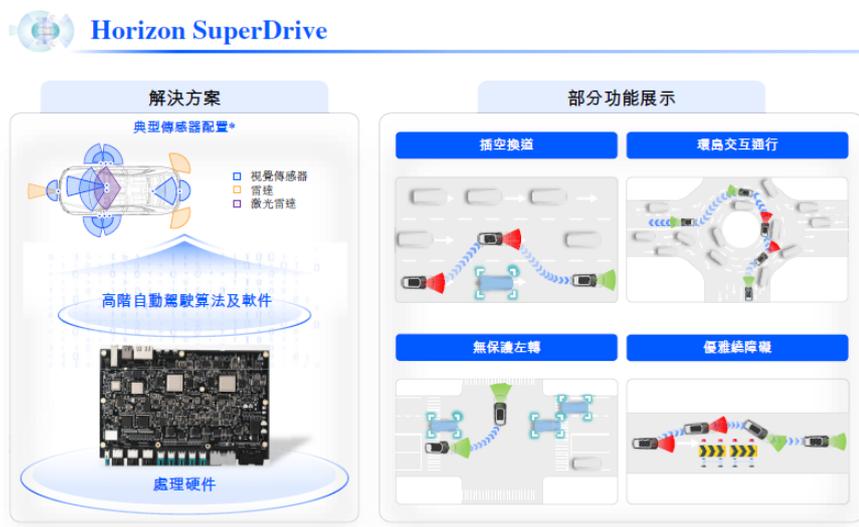
图表 15: Horizon Pilot 示意图



资料来源：地平线招股书

**Horizon SuperDrive:** 地平线领先的高阶自动驾驶解决方案，配备了最先进的处理硬件，旨在所有城市、高速公路和泊车场景中实现流畅和拟人的高阶自动驾驶功能。Horizon SuperDrive 将能够应对各种复杂路况，采用更积极和更具互动性的驾驶风格，实现诸如优雅绕障、拟人的柔和制动、动态速度控制、平稳的无保护左转等功能。公司计划在 Horizon SuperDrive 中嵌入最新的征程 6 处理硬件。

图表 16: Horizon SuperDrive 示意图



资料来源：地平线招股书

图表 17: 地平线部分 OEM 和品牌供应商客户



资料来源：公司公告，华兴证券整理

截至 2021 年/2022 年/2023 年 12 月 31 日/2024 年 12 月 31 日，地平线已分别累计获得 44 款/101 款/210 款/275 款车型定点（不包括终止项目）。根据高工智能汽车研究院监测数据，2024 年全年，中国市场乘用车（不含进出口）前视一体机前装标配搭载量达到 1,080.68 万套，渗透率达到 47.15%；在 ADAS 市场，前视一体机渗透率达到 73.77%。

根据公司招股书，地平线于 2019 年推出了高级辅助驾驶解决方案 Horizon Mono，并于 2021 年第二季度开始量产和产生收入。同年，地平线推出了高速公路 NOA 解决方案 Horizon Pilot，于 2022 年开始创收，并于 2022 年第二季度开始量产。2024 年 4 月，地平线推出了高阶自动驾驶解决方案 Horizon SuperDrive（HSD），并在 2025 年 4 月 18 日举行的年度产品发布会上正式宣布与奇瑞集团达成 HSD 首个量产合作协议。基于 HSD 打造的“猎鹰方案”将率先搭载于星途新车，预计 2025 年 9 月量产。大众汽车将紧随其后搭载 HSD，这是主机厂与地平线实现真正的 L3 级智驾的关键步骤。HSD 推出 300、600、1200 三个版本，覆盖从基础功能到全场景高阶辅助驾驶的全产品线。HSD 是基于自研征程 6P 计算平台打造的城区全场景 L2 辅助驾驶方案，可应对城市道路当中比较复杂的连续选道、自动掉头、安全礼让、防御性驾驶等场景。

图表 18: 地平线各解决方案性能指标的功能定位和优势

	Horizon Mono	Horizon Pilot	Horizon SuperDrive
功能定位	主动安全高级辅助驾驶	高速公路 NOA	全场景城市 NOA
推出时间	2019 年	2021 年	2024 年
开始创收	2021 年	2022 年	2024 年
量产首发	2021 年	2022 年	2025 年
典型传感器组	摄像头	摄像头及雷达	摄像头、雷达及激光雷达
生态协同	地平线天工开物、地平线踏歌及地平线艾迪		
图像处理能力（每秒帧数）	174	1,283	N/A

注：Horizon Pilot 的标配传感器包括 11 个摄像头、5 个毫米波雷达和 12 个超声波雷达；Horizon SuperDrive 的标配传感器包括 11 个摄像头、3 个毫米波雷达、12 个超声波雷达和 1 个激光雷达。

资料来源：招股说明书

## 征程 6 系列芯片：覆盖由低到高全场景智驾需求

地平线征程 6 系列（J6—Journey 6）芯片是公司在 2024 年 4 月发布的一系列最新智驾芯片，全系列共包括 6 款芯片：征程 6B、征程 6L、征程 6E、征程 6M、征程 6H 和征程 6P，算力覆盖 10TOPS 到 560TOPS。征程 6 系列与 5 系列相比，升级最明显的是 CPU 算力。征程 5 的 CPU 是 8 核心 Cortex-A55，算力大致是 25-30K DMIPS（每秒百万条指令的单字长定点指令平均执行速度，Dhrystone Million Instructions Per Second），这次除了最低的征程 6B 芯片，其余的 CPU 算力均大幅度提高。

图表 19：地平线各解决方案性能指标的功能定位和优势

	征程 6B	征程 6E	征程 6H	征程 6P	征程 6M	征程 6L
BPU	纳什					
算力 (TOPS)	10+	80	未公布	560	128	未公布
CPU DMIPS	20K+	100K	未公布	410K	137K	未公布
产品定位	主动安全标配	高速 NOA	城区 NOA 体验	下一代全场景智能驾驶	普惠级城区性价比	轻量级行泊一体

资料来源: 招股说明书

征程 6P 为系列中的旗舰款芯片，下面是具体参数介绍：

图表 20：地平线 J6P 性能介绍

J6P 具体性能介绍	
CPU	18 核心的 ARM Cortex-A78AE，算力是 410K DMIPS
BPU	采用了纳什架构第四代 BPU，560TOPS 算力（560TOPS 算力是等效 1/2 稀疏网络下的算力）
算法支持	对 Transformer 算法的支持效率在业内领先，同时支持大规模交互式博弈等前沿算法，表明其在处理复杂 AI 任务上的优越性能
功能安全	通过 ISO 26262 ASIL-D 功能安全流程认证，主动安全 AEB ASIL-B 产品级功能安全认证
首款搭载车型	比亚迪天神之眼 C 系列车型

注：Horizon Pilot 的标配传感器包括 11 个摄像头、5 个毫米波雷达和 12 个超声波雷达；Horizon SuperDrive 的标配传感器包括 11 个摄像头、3 个毫米波雷达、12 个超声波雷达和 1 个激光雷达。

资料来源: 招股说明书

J6 芯片所实现的“四芯合一”是指四种关键处理单元（CPU、BPU、GPU 和 MCU）集成在同一颗系统级芯片 SoC 上：

- 1) CPU（Central Processing Unit，中央处理器）：负责通用计算任务，处理非特定的计算工作负载，是芯片的控制中心，执行操作系统的指令和应用程序的逻辑控制。
- 2) BPU（Brain Processing Unit，智能计算单元）：地平线自主研发的神经网络处理单元，专门针对人工智能算法和深度学习任务进行了优化，如图像识别、自然语言处理等，是实现智能驾驶核心算法的关键。
- 3) GPU（Graphics Processing Unit，图形处理器）：除了传统意义上的图形渲染，现代 GPU 也广泛用于并行计算，特别是在机器视觉、环境感知等需要大量并行处理的场景中。
- 4) MCU（Microcontroller Unit，微控制器单元）：常用于实现嵌入式控制功能，具有功能全、体积小、集成度高等特点。在 J6 中，MCU 被集成用以处理功能安全相关的任务，确保系统的可靠性。

这种高集成度的设计不仅提升了系统性能，还显著提高了性价比，降低了部署难度，使得单颗征程 6 芯片就能够支持包括感知、规划决策、控制、座舱感知等在内的全栈计算任务，适用于多种智能驾驶应用场景。

图表 21: 地平线征程 6 芯片



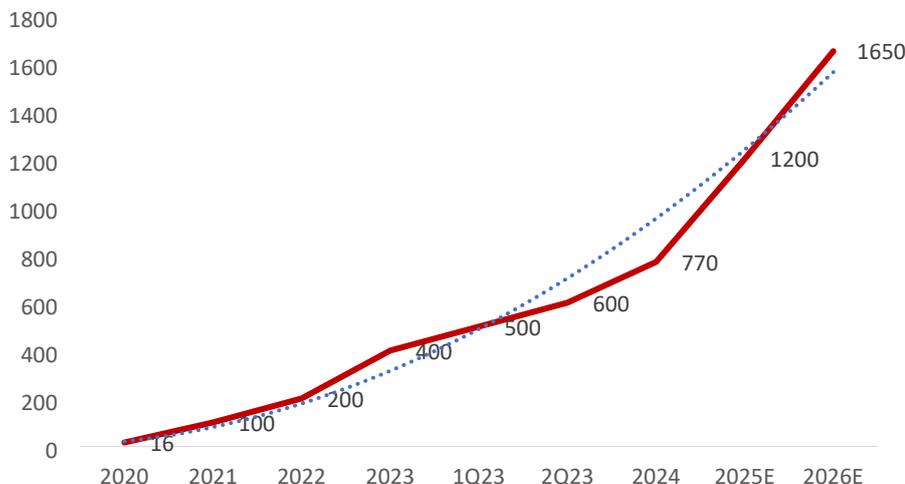
资料来源：地平线官网

基于多年量产实战经验与超 700 万套征程家族出货的验证积累，地平线将计算方案架构创新、系统工程能力与生态开放理念深度融合，凝练出定义行业标杆的六大技术优势：

1. 高集成度更均衡：集成 BPU、CPU、GPU、MCU 等丰富计算资源，单颗满足智驾系统全栈计算任务，大幅度降低系统集成与部署难度。
2. 专用计算更高效：征程 6 全系搭载 BPU 纳什，原生支持大参数 Transformer 算法，高效支持端到端与交互式博弈等先进智驾算法部署。
3. 统一架构更灵活：基于同代一致、代际兼容的可拓展架构，开放支持上层应用高效适配与迁移部署，是智驾平台化开发的最佳选择。
4. 安全标配更可靠：依托业界领先的系统安全开发技术，以全方位的安全认证体系，为征程 6 提供全生命周期的产品质量与可靠性保障。
5. 外设接口更丰富：征程 6 具备强大的接入能力，支持多类车载传感器接入；同时支持车载万兆以太网等高速数据通信接口。
6. 加速量产更开放：征程 6 配套完整成熟的智驾量产开发平台，提供丰富的软硬件参考示例与开发工具，助力敏捷开发与高效量产。

自 2025 年起，超 100 款搭载征程 6 系列的车型将陆续上市，全面覆盖从自主品牌到国际品牌、从经济型到豪华车、从燃油车到新能源车的全品类市场。

图表 22: 产品解决方案累计交付量 (万件)



资料来源：地平线官网，华兴证券预测

## 征程 6 系列芯片与主要竞争产品对比

我们在下图中将地平线芯片与英伟达、华为、黑芝麻智能和 Mobileye 进行对比，我们认为地平线不仅已经在中低端智驾处理硬件中成为行业龙头，并且通过征程 6P 发布将进一步加速高端市场渗透，满足覆盖从低端到高端的全场景智驾需求。

图表 23: 五大计算平台最新芯片参数

	地平线	英伟达	华为	黑芝麻智能	Mobileye
最新芯片 (顶配)	征程 6P	Thor-X-Super	昇腾 610	A2000Pro	EyeQ6 High
发布时间	2024 年 4 月	2022 年 9 月	2020 年 9 月	2024 年 12 月	2022 年
制程	7nm	4nm	7nm	7nm	7nm
AI 算力 (INT8)	560TOPS	1000 TOPS	200TOPS (稠密)	1000TOPs	34TOPs
CPU 核心数量	18 核	28 核	16 核	未公布	8 核
CPU 算力	410K DMIPS	1260K DMIPS	200K DMIPS	未公布	未公布
GPU 架构	未公布	Blackwell	未公布	未公布	ARM
GPU 算力	200GFLOPS	18.4TFLOPS	未公布	未公布	64GFLOPS
存储	LPDDR5	LPDDR5x	未公布	LPDDR5	未公布
存储带宽	205GB/S	546GB/S	128GB/S	未公布	未公布
功耗 (估测)	未公布	200-350W	100-200W	未公布	最大 34W
功能安全	ASIL-D	ASIL-D	ASIL-D	ASIL-D	未公布
应用场景	L2-L4	L2-L5	L2-L3	L2-L4	L2-L3

资料来源: 汽车之家, 华兴证券整理

以上五款主要芯片的行业普遍共性为: 1) 车规级芯片, 获得 ASIL-D 安全认证; 2) 集合 CPU、GPU、MCU 等多类型计算单元, 完成异构计算; 3) 7nm 制程为最低门槛。

然而, 除了以上共性之外, 芯片企业还需打造自身的差异化竞争优势, 目前主要体现在两个方面。第一个方面是: 提高效率打造“**原生适配 Transformer 架构**”。Transformer 架构作为目前智驾行业公认的算法框架, 芯片支持该模型, 强调的是与主流算法适配, 开发出高阶端到端智驾方案的能力。此前, Orin-X 就因不支持 Transformer 架构, 推理时延长而被某些车企诟病。因此, 英伟达在 Thor 的产品简介中, 强调了其 CPU 采用了全新 Blackwell 架构, 专为 Transformer 大模型和生成式 AI 功能设计的能力。对于地平线而言, 征程 6P 搭载了地平线自研的第三代 BPU 纳什架构, 这种架构的特点在于灵活计算, 即能够对 Transformer 算法中的各种细小操作进行高效处理, 如目标检测、轨迹预测、路径规划等。它能确保在处理复杂运算任务时提供足够的精度与计算速度, 同时三层存储架构的设计也能优化带宽。

第二个方面是: **优质化服务能力, 提供完整的开发工具链**。这主要体现在芯片厂商的软硬协同能力。比如, 地平线、黑芝麻智能为了让开发者快速上手最新芯片, 孵化了一整套开发工具, 覆盖从标注、训练到仿真等模型开发全流程。前者打造了 BPU 工具链、天工开物平台等, 后者则是构建了新一代 BaRT 工具链、双芯粒互联技术 BLink 等。我们认为随着智驾开发周期越来越紧张, 芯企需要灵活配合车企/方案商, 满足不同的市场需求。若车企/供应商具备自研能力, 则提供灵活性开发工具进行适配; 若没有模型开发经验, 则提供全栈软件方案。

相比之下, 我们认为地平线选择了全覆盖的战略。根据汽车之家统计, 凭借超越 700 万颗芯片出货量 (截止 2024 年) 的成绩, 地平线已经牢牢稳住了国内低阶、高阶市场位置, 分别仅次于 Mobileye 与英伟达。而从征程 6 系列开始, 地平线依然可以通过“芯片全家桶”形式抓住低中高阶智驾的新需求。此外, 地平线也在延展商业边界, 用征程 6P 实现了 HSD 功能, 该方案目前已经在北京晚高峰、上海老城区等复杂场景中进行测试, 做到了全程无接管, 今年 8 月实现量产落地。

## 与大众集团深度合作布局全球市场

根据招股书，地平线与大众汽车集团（VOW.DF）成立合资公司酷睿程（CARIZON）进行战略合作，双方分别持股 40%和 60%。酷睿程主要负责研发、制造高阶自动驾驶应用软件及高阶自动驾驶系统，短期内的主要客户为大众汽车集团，产品将应用于在中国销售的大众汽车。同时，**酷睿程将独家采购地平线的处理硬件（芯片）**。目前，地平线从酷睿程获得的收入大部分来自向其授权开发所需的算法及软件，2023 年和 2024 上半年分别为 6.27 亿元和 3.5 亿元。

地平线和大众汽车集团于 2025 年 4 月初发布公告，双方将在高阶领域基于地平线全场景智能驾驶方案 HSD（Horizon SuperDrive）展开进一步合作。HSD 将作为大众汽车集团“在中国、为中国”战略下智能驾驶研发的重要技术支撑，通过 CARIAD（大众汽车集团旗下全资软件子公司）与酷睿程加速研发，并应用于大众汽车集团旗下车型。此次在高阶领域的合作加深，将进一步推动大众汽车集团智能驾驶的开发进程，全面助力其在华智能化转型。目前，酷睿程基于地平线征程 6 打造的 L2+级别智能驾驶方案已经展开大量路测，并将于 2026 年随着搭载 CEA 架构的全新紧凑型纯电动车型面市。

2025 年 2 月 10 日，比亚迪在智能化战略发布会上重磅发布全民智驾战略，并推出天神之眼 C 高阶智驾三目版（以下简称“天神之眼 C”）。此次发布标志着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。作为比亚迪两家核心车载智能计算方案合作伙伴之一，地平线依托行业领先的软硬结合创新技术，助力比亚迪持续降低智驾使用门槛，开创全民智驾新时代。随着搭载天神之眼 C 的比亚迪车型正式面向用户交付，征程 6 系列也在 2025 年 2 月正式开启大规模量产交付。

图表 24：地平线与大众合作



资料来源：地平线官网

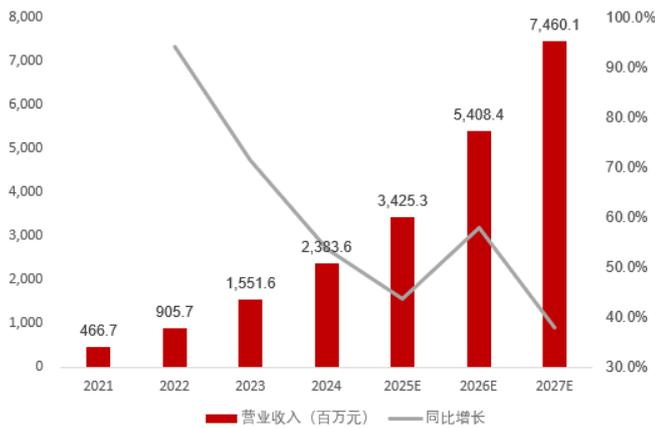
## 盈利预测

我们看好地平线凭借征程系列芯片将充分受益于全球新能源车辅助驾驶的普及和升级浪潮，成为国内领先的辅助驾驶软硬件供应商。我们对其核心产品征程系列芯片做出以下预测：

**收入方面：**我们预计 2025-2027 年销量分别为 420 万片/450 万片/550 万片，累计芯片销量在 2027 年将达到 2,200 万片。我们预计地平线的产品结构也将随着中高端征程 6 芯片占比提升而大幅优化。根据公司介绍，中端的征程 6E/M 芯片价格预估是征程 2/3 系列的 4-5 倍，而 2026 年随着高端征程 6P 逐步放量，芯片单价将进一步上升。因此，我们预测地平线 2025-27 年收入为 34.3 亿元/54.1 亿元/74.6 亿元，同比增长 43.7%/57.9%/37.9%。

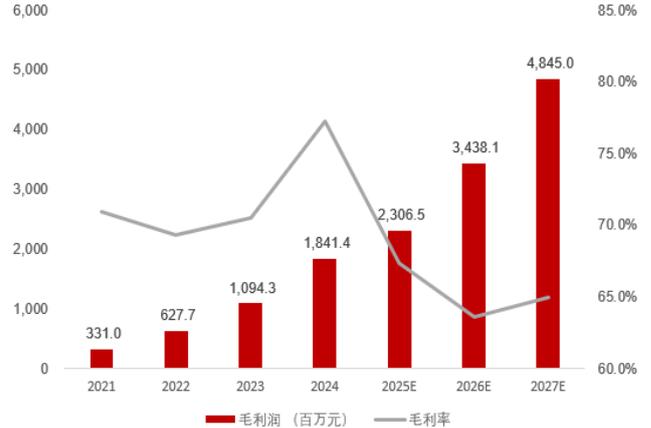
**毛利：**地平线 2023/2024 年收入当中，高毛利率（高于 90%）的软件类授权和服务业务占收入比例分别为 65.6%/75.6%，对应综合毛利率达到 70.5%/77.3%。但我们预计，随着毛利率较低（40%~50%）的产品解决方案（即芯片业务）收入加速增长，地平线的综合毛利率将在 2025/26 年下降至 67.3%/63.6%。同时，我们认为高端芯片（J6P）逐步放量将拉动地平线产品解决方案毛利率在 2027 年快速提升，因此我们预计地平线 2027 年毛利率将回升至 64.9%。

图表 25：营业收入预测



资料来源：公司公告，华兴证券预测

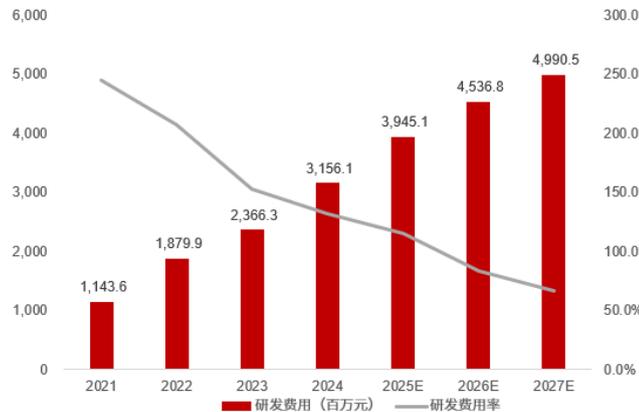
图表 26：毛利润和毛利率预测



资料来源：公司公告，华兴证券预测

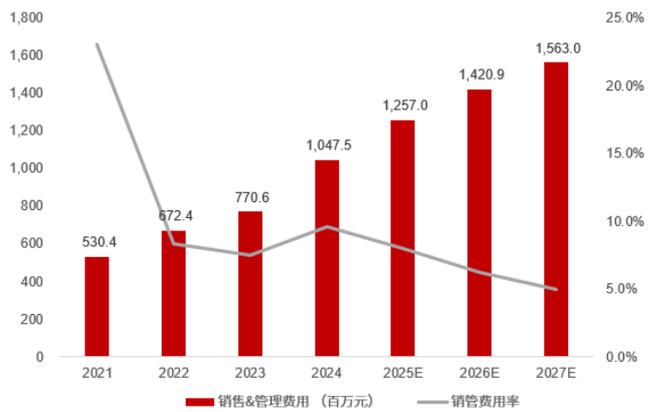
地平线作为新兴高科技企业，成立以来始终维持高研发投入比例，我们预测地平线研发费用在 2025-27 年将达到 39.5/45.4/49.9 亿元，并且随着收入的快速增长，同期研发费用率将逐步下降至 115.2%/83.9%/66.9%。销售和管理费用方面，我们预测总体开支也将随着业务和人员增长而持续增加，但 2025-27 年费用率将下降至 36.7%/26.3%/21.0%。

图表 27：研发费用预测



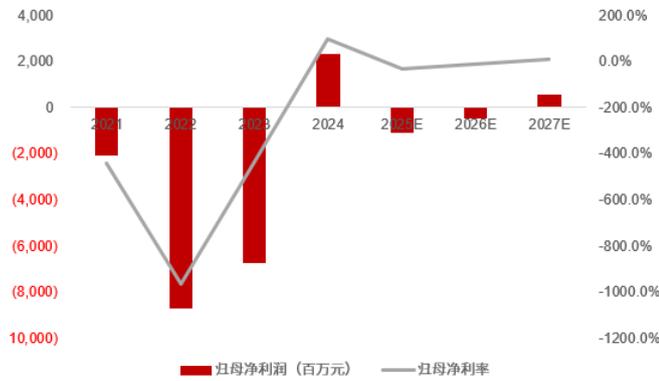
资料来源：公司公告，华兴证券预测

图表 28：销售及管理费用预测

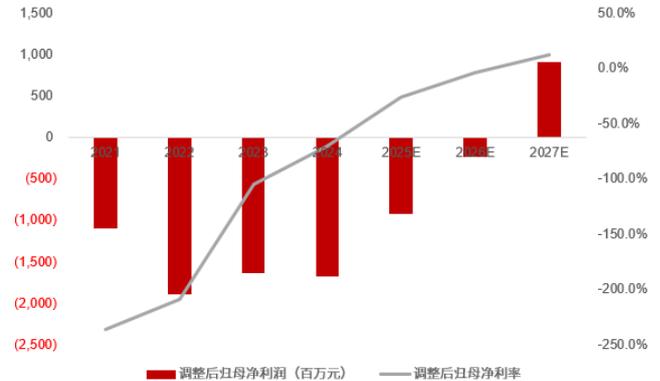


资料来源：公司公告，华兴证券预测

地平线在 2024 年实现 IFRS 准则下的扭亏为盈，主要是得益于公司上市后产生的优先股以及计入损益的其他金融负债带来的公允价值收益 46.7 亿元，而当年仍然产生营业亏损/调整后归母净利润分别为 21.4 亿元/16.8 亿元。同时，我们预计地平线归母净利润将不断收窄，并于 2027 年实现盈亏平衡。

**图表 29: 归母净利润 (IFRS) 预测**


资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

**图表 30: 调整后归母净利润 (non-IFRS) 预测**


资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

**图表 31: 营业收入分板块预测**

人民币: 百万元	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>汽车解决方案</b>	<b>410.2</b>	<b>801.1</b>	<b>1,470.4</b>	<b>2,311.7</b>	<b>3,209.7</b>	<b>5,085.0</b>	<b>6,975.1</b>
--同比变化		95.3%	83.5%	57.2%	38.8%	58.4%	37.2%
--产品解决方案	208.1	319.3	506.4	664.2	1,727.0	3,454.0	5,181.0
--同比变化		53.5%	58.6%	31.2%	160.0%	100.0%	50.0%
--授权及服务业务	202.1	481.8	964.0	1,647.5	1,482.7	1,631.0	1,794.1
--同比变化		138.4%	100.1%	70.9%	-10.0%	10.0%	10.0%
<b>非车解决方案</b>	<b>56.6</b>	<b>104.5</b>	<b>81.2</b>	<b>71.9</b>	<b>215.6</b>	<b>323.3</b>	<b>485.0</b>
--同比变化		84.8%	-22.3%	-11.6%	200.0%	50.0%	50.0%
<b>总收入</b>	<b>466.7</b>	<b>905.7</b>	<b>1,551.6</b>	<b>2,383.6</b>	<b>3,425.3</b>	<b>5,408.4</b>	<b>7,460.1</b>
--同比变化		94.1%	71.3%	53.6%	45.9%	36.6%	35.6%

资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

## 估值

尽管地平线成立时间较短，目前产品正处于初期放量阶段，但是我们预计随着智驾平权的推进和高阶辅助驾驶功能的不断普及，其智驾芯片出货量将维持高速增长。由于当前公司仍处于亏损状态，因此我们采用市销率（P/S）法对其进行估值。我们选取四家中美智能驾驶的软硬件龙头标的来作为地平线的可比公司，包括英伟达、ARM、黑芝麻智能和 Mobileye。我们给予地平线 20 倍 2026 年 P/S 估值，高于可比公司均值（17 倍），得到目标价为 8.60 港元。考虑到地平线：1) 软硬件一体化的核心技术壁垒和 2) 中高端芯片的快速渗透，我们认为其理应享有估值溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。

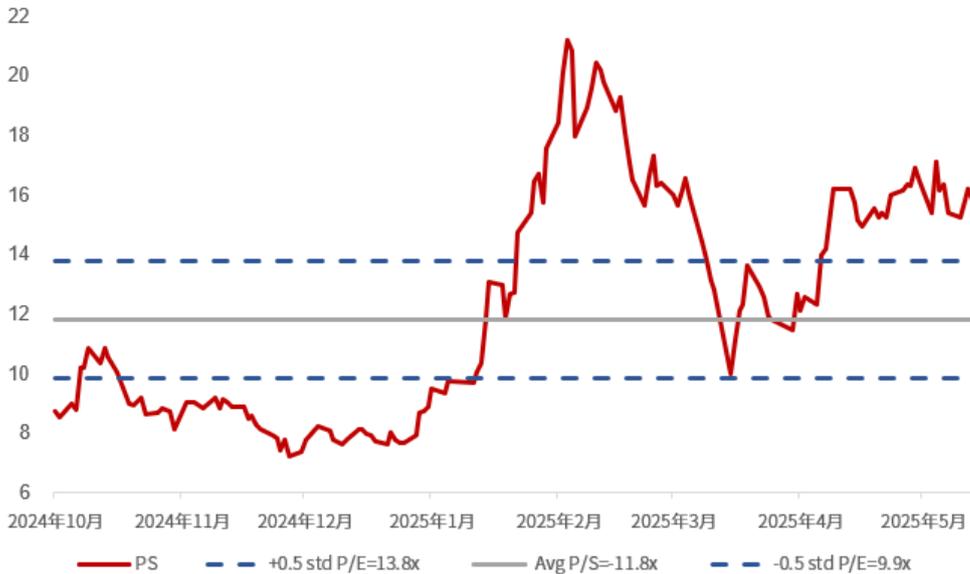
图表 32: 可比公司估值

股票代码	公司	现价 (当地货币)	市值 (亿元)	营业收入预测 (亿元)			市销率-TTM		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
NVDA US	英伟达	145.48	254,731	9,368	14,886	18,438	27	17	14
ARM US	ARM	146.05	11,102	288	355	413	39	31	27
2533 HK	黑芝麻智能	18.26	105	9	15	22	12	7	5
MBLY US	Mobileye	15.29	891	128	145	187	7	6	5
	<b>平均</b>		<b>66,707</b>	<b>2,448</b>	<b>3,850</b>	<b>4,765</b>	<b>26</b>	<b>19</b>	<b>15</b>
9660.HK	地平线机器人	6.46	779	34	54	75	23	14	10

注：基于 2025 年 6 月 19 日收盘价；地平线机器人预测来自华兴证券，其余公司预测来自 Wind。

资料来源：Wind，华兴证券预测

图表 33: 地平线机器人 12 个月远期 P/S



资料来源：Wind

## 风险提示

- **智能驾驶或高级辅助驾驶进展不及预期：**虽然当前全球和中国的高级辅助驾驶或智能驾驶服务正在快速发展，但要实现完全自动驾驶可能仍有待时日。同时，由辅助驾驶功能引起的安全事故可能会放慢智能驾驶的发展节奏，导致地平线产品需求下滑。
- **行业竞争加剧：**当前高级辅助驾驶或智能驾驶的玩家较多，除了以特斯拉为代表的车企走全栈软硬件自研之外，目前大部分车企都会与第三方供应商进行软件或硬件合作。国内供应商包括地平线、黑芝麻智能、Momenta 和华为，海外供应商主要包括英伟达和 Mobileye 等，这些公司在业内均具备独特的竞争力。同时，以理想汽车、小鹏汽车、比亚迪为代表的车厂也在不断提升自身的软硬件研发能力，未来有望复制特斯拉的全栈路线。因此，激烈的行业竞争可能对地平线的收入增长或利润率带来不利影响。
- **贸易壁垒或监管等其他不利因素影响：**由于地平线的芯片大部分仍依赖于海外工厂的代工生产，而美国对国内厂家芯片代工的监管可能对地平线芯片产生不利影响。同时，由于全球贸易面临较大不稳定性，部分国家可能采取关税或非关税壁垒，将阻碍包括地平线在内的国内高科技产品企业的出口。
- **供应链风险：**地平线的芯片产品在设计 and 制造过程中依靠大量供应商提供的材料、设备及服务。其中在芯片生产制造环节，地平线依赖于单一供应商服务，相关延误或其他问题可能对地平线的业务运营带来负面影响。
- **客户集中度过高风险：**根据地平线招股书，来自最大客户的收入贡献占比在 2023 年和 2024 年上半年分别为 40.4%/37.6%，同期前五大客户合计收入贡献分别为 68.8%/77.9%。若与大客户的合作出现问题，将可能对地平线的营运产生不利。

## 附录 1：公司背景介绍

北京地平线机器人技术研发有限公司（简称“地平线”）成立于 2015 年，由余凯博士、黄畅博士及陶斐斐女士与一群科学家及企业家共同创立。自成立以来，地平线已成功推出及交付解决方案，为行业领先的 OEM 和国产汽车制造一级供货商的庞大全球客户群提供辅助及高阶自动驾驶的核心技术。通过多年来及自 2015 年以来的多轮公开发售前投资，地平线与全球行业巨头（大众汽车集团）建立战略合作伙伴关系，进一步巩固了行业地位。经过近十年的发展，地平线已成为配备专有硬件技术的乘用车高级辅助驾驶和高阶自动驾驶解决方案的领先供货商。

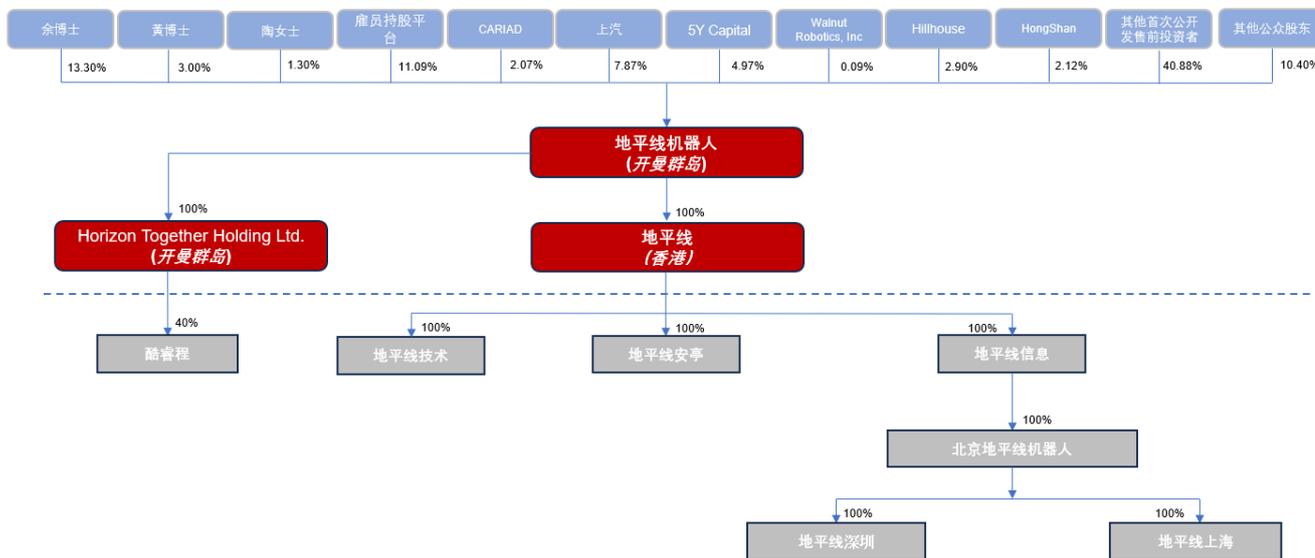
图表 34：地平线主要发展里程碑

时间	里程碑
2015 年	地平线于 2015 年 7 月在开曼群岛注册成立
2016 年	发布第一代 BPU (Brain Processing Unit)
2017 年	发布第一代处理硬件—征程
2020 年	搭载征程 2 的 Horizon Mono 实现量产首发
2021 年	在理想 ONE 首发搭载征程 3 的 Horizon Mono 征程系列芯片交付量达到 100 万颗
2022 年	在荣威 RX5 搭载征程 3 的 Horizon Pilot 实现量产首发 在理想汽车 L8 Pro 完成搭载征程 5 的 Horizon Pilot 量产首发
2023 年	征程系列芯片交付量达到 400 万颗 与大众汽车软件子公司 CARIAD 达成战略合作
2024 年	征程系列芯片交付量达到 700 万颗

资料来源：地平线招股说明书

## 地平线股权架构图

图表 35：地平线机器人股权架构图



资料来源：地平线招股书，华兴证券

## 地平线管理层背景

图表 368：地平线机器人股权架构图

姓名	年龄	职位	加入公司时间	获委任管理层时间	职责
余凯	47	董事会主席，执行董事兼首席执行官	2015 年 7 月	2015 年 7 月 21 日	负责公司的整体战略及业务发展
黄畅	43	执行董事兼首席技术官	2015 年 7 月	2017 年 11 月 1 日	负责公司的整体研发工作
陶斐雯	38	执行董事兼首席运营官	2015 年 7 月	2017 年 9 月 7 日	负责公司的运营和管理（包括财务）
陈黎明	61	执行董事兼总裁	2021 年 9 月	2024 年 3 月 18 日	负责公司的整体管理，战略重点是供应链及质量保证
李良	52	非执行董事	2017 年 11 月	2017 年 11 月	就公司发展提供战略意见
刘芹	51	非执行董事	2015 年 10 月	2015 年 10 月	就公司发展提供战略意见
André Stoffels	59	非执行董事	2023 年 12 月	2023 年 12 月	就公司发展提供战略意见
张觉慧	61	非执行董事	2022 年 1 月	2022 年 1 月	就公司发展提供战略意见

资料来源：地平线招股书，华兴证券

## 附：财务报表

年结：12月  
 利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
产品解决方案	664	1,727	3,454	5,181
授权及服务业务	1,647	1,483	1,631	1,794
非车解决方案	72	216	323	485
<b>营业收入</b>	<b>2,384</b>	<b>3,425</b>	<b>5,408</b>	<b>7,460</b>
营业成本	(542)	(1,119)	(1,970)	(2,615)
<b>毛利润</b>	<b>1,841</b>	<b>2,307</b>	<b>3,438</b>	<b>4,845</b>
管理及销售费用	(3,598)	(4,993)	(5,794)	(6,411)
其中：研发支出	(3,156)	(3,945)	(4,537)	(4,991)
其中：市场营销支出	(198)	(410)	(492)	(541)
其中：管理支出	(243)	(638)	(765)	(880)
<b>息税前利润</b>	<b>(1,756)</b>	<b>(2,686)</b>	<b>(2,356)</b>	<b>(1,566)</b>
<b>息税折旧及摊销前利润</b>	<b>(1,310)</b>	<b>(2,195)</b>	<b>(1,816)</b>	<b>(973)</b>
利息收入	383	461	551	659
利息支出	(7)	(10)	(10)	(10)
<b>税前利润</b>	<b>2,351</b>	<b>(1,064)</b>	<b>(484)</b>	<b>547</b>
所得税	(5)	(8)	(7)	(6)
<b>净利润</b>	<b>2,347</b>	<b>(1,072)</b>	<b>(490)</b>	<b>543</b>
<b>调整后净利润</b>	<b>(1,681)</b>	<b>(924)</b>	<b>(245)</b>	<b>901</b>
<b>基本每股收益 (RMB)</b>	<b>0.51</b>	<b>(0.23)</b>	<b>(0.10)</b>	<b>0.11</b>
<b>稀释每股调整收益 (RMB)</b>	<b>(0.13)</b>	<b>(0.07)</b>	<b>(0.02)</b>	<b>0.06</b>

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>17,196</b>	<b>18,427</b>	<b>20,203</b>	<b>23,236</b>
货币资金	15,371	16,351	17,837	20,534
应收账款	679	815	977	1,173
存货	585	644	708	779
其他流动资产	560	617	681	750
<b>非流动资产</b>	<b>3,183</b>	<b>3,573</b>	<b>3,967</b>	<b>4,395</b>
固定资产	774	890	1,024	1,177
无形资产	320	352	388	426
商誉	0	0	0	0
其他	314	342	366	392
<b>资产</b>	<b>20,379</b>	<b>21,999</b>	<b>24,171</b>	<b>27,631</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,278</b>	<b>1,333</b>	<b>1,505</b>	<b>1,685</b>
短期借款	15	15	16	17
预收账款	0	0	0	0
应付账款	15	16	18	19
长期借款	393	451	519	597
非流动负债	6,792	6,858	6,934	7,022
<b>负债</b>	<b>8,464</b>	<b>8,644</b>	<b>8,961</b>	<b>9,308</b>
股份	0	0	0	0
资本公积	34,088	35,792	37,582	39,461
未分配利润	(22,791)	(23,188)	(23,224)	(22,091)
<b>归属于母公司所有者权益</b>	<b>11,915</b>	<b>13,355</b>	<b>15,210</b>	<b>18,323</b>
少数股东权益	1	1	2	3
<b>负债及所有者权益</b>	<b>20,379</b>	<b>21,999</b>	<b>24,171</b>	<b>27,631</b>

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>净利润</b>	<b>2,347</b>	<b>(1,072)</b>	<b>(490)</b>	<b>543</b>
折旧摊销	446	491	540	594
利息（收入）/支出	6	8	9	10
其他非现金科目	(3,778)	1,069	746	1,042
其他	0	0	0	0
营运资本变动	(701)	(573)	(548)	(818)
<b>经营活动产生的现金流量</b>	<b>(1,680)</b>	<b>(78)</b>	<b>256</b>	<b>1,371</b>
资本支出	(535)	(695)	(760)	(795)
收购及投资	(21,434)	(3,025)	(2,530)	(2,035)
处置固定资产及投资	20,413	3,500	3,000	1,800
其他	0	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流量</b>	<b>(1,932)</b>	<b>(195)</b>	<b>(260)</b>	<b>(995)</b>
股利支出	0	0	0	0
债务筹集（偿还）	294	250	300	320
发行（回购）股份	136	65	125	170
其他	(19)	(10)	(11)	(13)
<b>筹资活动产生的现金流量</b>	<b>411</b>	<b>305</b>	<b>414</b>	<b>477</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>3,901</b>	<b>930</b>	<b>1,436</b>	<b>2,647</b>
<b>自由现金流</b>	<b>(1,145)</b>	<b>617</b>	<b>1,016</b>	<b>2,166</b>

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
征程芯片销量（万颗）	370.0	420.0	450.0	550.0

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>YoY (%)</b>				
营业收入	53.6	43.7	57.9	37.9
毛利润	712.6	25.3	49.1	40.9
息税折旧及摊销前利润	38.8	(67.6)	17.3	46.4
净利润	134.8	(145.7)	54.3	210.8
调整后净利润	(2.8)	45.0	73.6	468.5
稀释每股调整收益	120.4	(145.0)	55.2	208.6
调整后稀释每股调整收益	79.3	46.1	74.1	461.3
<b>盈利率 (%)</b>				
毛利率	77.3	67.3	63.6	64.9
息税折旧摊销前利润率	(55.0)	(64.1)	(33.6)	(13.0)
息税前利润率	(73.7)	(78.4)	(43.6)	(21.0)
净利率	98.4	(31.3)	(9.1)	7.3
调整后净利率	(70.5)	(27.0)	(4.5)	12.1
净资产收益率	19.7	(8.0)	(3.2)	3.0
总资产收益率	11.5	(4.9)	(2.0)	2.0
<b>流动资产比率 (x)</b>				
流动比率	13.5	13.8	13.4	13.8
速动比率	13.0	13.3	13.0	13.3
<b>估值比率 (x)</b>				
市盈率	N/A	N/A	N/A	102.0
市净率	1.6	2.3	2.0	1.7
市销率	12.4	8.6	5.5	4.0

## 附录

### 【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 【法律声明】

#### 一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息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，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于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受者进行更新的义务。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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

### 【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10%以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于-10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10%以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于-10%。