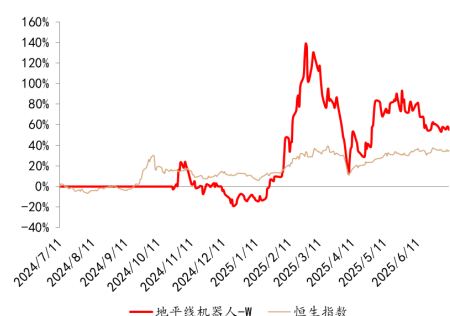


股票投资评级

买入 | 维持

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)	6.37
总股本/流通股本(亿股)	138.81/ 117.57
总市值/流通市值(亿港元)	805.13 / 681.92
52周内最高/最低价	10.38 / 3.32
资产负债率(%)	41.53%
市盈率	35.47
第一大股东	Everest Robotics Limited

研究所

分析师: 万玮
SAC 登记编号: S1340525030001
Email: wanwei@cnpsec.com
分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com

地平线机器人-W (9660.HK)

规模化量产构建起完整的智能普惠生态

● 投资要点

征程系列累计出货量有望破千万。基于征程系列计算方案，公司已与博世、电装、采埃孚等多家国际头部 Tier-1 企业达成紧密合作，其中征程 6 系列处理硬件提供支持的新一代高级辅助驾驶及高阶自动驾驶解决方案，多家行业头部软硬件合作伙伴已基于征程 6 系列开发差异化的智驾解决方案，并斩获多家头部主机厂客户的量产定点。目前，地平线前装量产出货数量已突破 800 万套，当前市场每三台智能汽车，就有一台搭载地平线的辅助驾驶方案，预计今年征程系列累计出货量有望破千万。

提升 HSD 性能，应对更复杂的驾势场景。公司推出的 HSD 是国内首个软硬结合全栈开发的城区辅助驾驶系统，包括：面向普惠级城区辅助驾驶的 HSD300、面向高性能 L2 城区辅助驾驶的 HSD600，以及面向全场景辅助驾驶的 HSD1200。HSD 搭载最高算力国产智驾计算方案征程 6P，采用一段式端到端架构，实现了从光子输入到轨迹输出的全局打通，可提供安全、专业、可靠的极致拟人体验，让用户享受全场景无差别的安全出行体验。此外，HSD 还引入端到端强化学习，通过构建数字孪生世界及建立相应的奖惩机制让模型自我学习和探索，学习开车的底层逻辑，夯实基础驾驶能力。目前 HSD 已被多个领先的 OEM 品牌选定，将集成到其战略车型中，预计今年量产。未来公司将继续提升 HSD 的性能，以应对更复杂的驾驶场景，提供拟人化驾驶体验，对场景进行泛化，实现全国范围内的无缝部署。

● 投资建议

我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现收入 35.62/55.29/79.83 亿元，实现归母净利润分别为-19.69/-9.45/1.05 亿元，维持“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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2384	3562	5529	7983
增长率(%)	54%	49%	55%	44%
归属母公司净利润(百万元)	2347	-1969	-945	105
增长率(%)	135%	-184%	52%	111%
EPS(元/股)	0.51	-0.14	-0.07	0.01
市盈率(P/E)	6.49	-41.31	-86.07	772.11

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)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	2,384	3,562	5,529	7,983	营业收入	53.62%	49.43%	55.25%	44.38%
其他收入	0	0	0	0	归属母公司净利润	134.82%	-183.91%	52.00%	111.15%
营业成本					获利能力				
销售费用	410	427	553	798	毛利率	77.25%	77.14%	76.09%	74.50%
管理费用	638	926	1,382	1,996	销售净利率	98.45%	-55.29%	-17.09%	1.32%
研发费用	3,156	3,170	3,594	4,391	ROE	19.70%	-19.58%	-10.25%	1.12%
财务费用	-376	-22	-69	16	ROIC	16.00%	-19.03%	-10.53%	1.23%
除税前溢利	2,351	-1,973	-947	106	偿债能力				
所得税	5	-3	-2	0	资产负债率	41.53%	68.36%	79.25%	83.86%
净利润	2,347	-1,969	-945	105	净负债比率	-125.59%	-237.19%	-367.49%	-475.09%
少数股东损益	0	0	0	0	流动比率	13.46	1.92	1.42	1.27
归属母公司净利润	2,347	-1,969	-945	105	速动比率	13.00	1.77	1.29	1.15
EBIT					营运能力				
EBIT	1,975	-1,995	-1,016	122	总资产周转率	0.13	0.14	0.15	0.16
EBITDA	1,975	-1,945	-969	166	应收账款周转率	3.91	3.45	3.16	3.08
EPS (元)	0.51	-0.14	-0.07	0.01	应付账款周转率	42.17	48.04	50.68	48.88
资产负债表					每股指标 (元)				
流动资产					每股收益	0.51	-0.14	-0.07	0.01
现金	15,371	24,260	34,295	45,243	每股经营现金流	0.00	-0.18	-0.16	-0.17
应收账款及票据	679	1,384	2,114	3,078	每股净资产	0.90	0.72	0.66	0.68
存货	585	1,233	2,017	3,069	估值比率				
其他	560	997	1,331	1,807	P/E	6.49	-41.31	-86.07	772.11
非流动资产	3,183	3,907	4,675	5,261	P/B	3.67	8.09	8.82	8.62
固定资产	774	748	723	700	EV/EBITDA	14.56	-29.56	-48.98	220.25
无形资产	466	443	420	399	现金流量表				
其他	1,943	2,717	3,532	4,162	经营活动现金流				
资产总计	20,379	31,780	44,432	58,459	净利润	2,347	-1,969	-945	105
流动负债	1,278	14,538	28,025	41,836	少数股东权益	0	0	0	0
短期借款	15	15	15	15	折旧摊销	0	50	47	44
应付账款及票据	15	19	33	50	营运资金变动及其他	-2,329	-612	-1,337	-2,573
其他	1,249	14,504	27,977	41,771	投资活动现金流				
非流动负债	7,186	7,186	7,186	7,186	投资活动现金流	-1,932	11,326	12,177	13,277
长期债务	393	393	393	393	资本支出	-912	0	0	0
其他	6,794	6,794	6,794	6,794	其他投资	-1,020	11,326	12,177	13,277
负债合计	8,464	21,724	35,211	49,022	筹资活动现金流				
普通股股本	0	0	0	0	筹资活动现金流	5,815	-16	-16	-16
储备	12,707	10,849	10,014	10,230	借款增加	237	0	0	0
归属母公司股东权益	11,914	10,056	9,221	9,437	普通股增加	5,584	0	0	0
少数股东权益	1	1	0	0	已付股利	0	-16	-16	-16
股东权益合计	11,915	10,056	9,221	9,437	其他	-6	0	0	0
负债和股东权益	20,379	31,780	44,432	58,459	现金净增加额	4,011	8,889	10,036	10,948

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。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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签约客户。

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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

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，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等。

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