

2025H1 营收超预期 产品解决方案量价双升

2025 年 08 月 29 日

➤ **事件：**公司发布 2025H1 财报：2025H1 实现营收 15.67 亿元，同比+67.64%；归母净利润为-52.33 亿元，同比-1.35 亿元；Non-GAAP 净利润为-13.33 亿元，同比-5.29 亿元。

➤ **2025H1 营收高速增长 产品解决方案为增长引擎。**1) **收入端：**2025H1 实现营收 15.67 亿元，同比+67.64%，主要系征程 6 处理硬件出货量快速增长，驱动汽车产品解决方案业务收入同比+250%所致；2) **利润端：**2025H1 归母净利润为-52.33 亿元，同比-1.35 亿元；Non-GAAP 净利润为-13.33 亿元，同比-5.29 亿元。2025H1 毛利率为 65.36%，同比-13.68pct，其中汽车产品解决方案业务毛利率为 45.6%，同比+3.9pct，产品解决方案出货量快速增长导致公司整体毛利率下降；3) **费用端：**2025H1 销售/管理/研发/财务费用率分别 17.37%/19.60%/146.80%/10.86%，同比分别-3.86/-6.41/-5.10/+11.69pct。收入快速增长驱动费用率整体下行，财务费用率提升主要系加大理财产品投资，导致银行存款利息收入减少所致。

➤ **高速 NOA 成为核心增长动力 车型定点数量创新高。**在智驾平权的行业趋势之下，消费者对中高阶辅助驾驶功能认可度不断提升，2025H1 公司车载级征程系列处理器硬件出货量达 198 万套，同比实现翻倍增长，其中支持高速公路辅助驾驶功能的处理器硬件出货量达 98 万套，占总出货量的 49.5%，为 2024H1 的 6 倍，主要由征程 6 系列产品推动。截至 2025H1，公司已累计获得近 400 款新车型定点，其中具备高速公路辅助驾驶及以上功能的定点车型超过 100 款。2025H1，超过 15 款搭载公司中高阶辅助驾驶解决方案的车型成功量产上市。

➤ **海外拓展成效初见 全球客户不断突破。**通过与全球合作伙伴的紧密合作，并依托基于征程 6B 处理器硬件打造的新一代基础辅助驾驶解决方案 Horizon Mono，公司已获得两家日本车企在中国以外市场的车型定点，预计将为公司带来全生命周期超过 750 万套的出货量。此外，合资车企现正在升级现有车型的辅助驾驶功能，包括大众汽车、日本最大的汽车集团在内，国内共有 9 家合资车企的 30 款车型定点采用公司的解决方案，其中部分车型将从今年底开始量产。继与大众集团合作之后，公司产品国际化布局持续拓展，全球品牌影响力不断提升。

➤ **投资建议：**公司是国产智驾方案龙头，具备软硬结合的全栈技术能力，已形成覆盖 L2 到 L4 级智能驾驶芯片方案的完整布局，以及覆盖主流高级辅助驾驶到高阶自动驾驶解决方案组合，以开放理念持续赋能车企合作伙伴加速智驾方案规模量产，有望凭借性能与性价比两大优势扩大市场份额。我们预计公司 2025-2027 年营收 38.9/58.7/83.5 亿元，按照 2025 年 8 月 28 日收盘价 9.11 港元，对应 2025-2027 年 PS 分别为 30/20/14 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**研发进度延迟风险、供应链稳定性风险、行业竞争加剧风险。

盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,384	3,891	5,865	8,352
增长率(%)	53.6	63.2	50.7	42.4
归母净利润	2,347	-1,900	-940	70
增长率(%)	134.8	-181.0	50.5	107.4
EPS	0.17	-0.14	-0.07	0.01
P/E	43	/	/	1,458
P/S	48.4	29.7	19.7	13.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 28 日收盘价，汇率 1HKD=0.91RMB）

推荐

维持评级

当前价格：

9.11 港元


分析师 崔琰

执业证书：S0100523110002

邮箱：cuiyan@mszq.com

分析师 完颜尚文

执业证书：S0100525050001

邮箱：wanyanshangwen@mszq.com

相关研究

1.地平线机器人 (9660.HK) 深度报告：国产智驾方案龙头 迈向高阶新征程-2025/06/04

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	17,196	18,516	17,622	17,691
现金及现金等价物	15,371	15,965	14,426	13,865
应收账款及票据	679	865	1,059	1,160
存货	585	1,076	1,524	1,971
其他	560	611	613	695
非流动资产合计	3,183	3,330	3,435	3,525
固定资产	774	954	1,079	1,219
商誉及无形资产	466	436	386	306
其他	1,943	1,940	1,970	2,000
资产合计	20,379	21,846	21,057	21,216
流动负债合计	1,278	1,455	1,607	1,696
短期借贷	15	20	20	20
应付账款及票据	15	25	34	52
其他	1,249	1,411	1,553	1,624
非流动负债合计	7,186	10,376	10,376	10,376
长期借贷	393	393	393	393
其他	6,794	9,983	9,983	9,983
负债合计	8,464	11,831	11,982	12,072
普通股股本	0	0	0	0
储备	11,914	10,014	9,074	9,143
归属母公司股东权益	11,914	10,014	9,074	9,144
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益合计	11,915	10,015	9,075	9,144
负债和股东权益合计	20,379	21,846	21,057	21,216

现金流量表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	18	-1,784	-849	80
净利润	2,347	-1,900	-940	70
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	0	450	475	490
营运资金变动及其他	-2,329	-334	-384	-480
投资活动现金流	-1,932	2,383	-680	-630
资本支出	-912	-600	-550	-550
其他投资	-1,020	2,983	-130	-80
筹资活动现金流	5,815	-5	-10	-10
借款增加	237	5	0	0
普通股增加	5,584	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	-6	-10	-10	-10
现金净增加额	4,011	594	-1,539	-561

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,384	3,891	5,865	8,352
其他收入	0	0	0	0
营业成本	542	1,291	2,286	3,547
销售费用	410	545	587	626
管理费用	638	700	762	793
研发费用	3,156	3,307	3,343	3,508
财务费用	-376	-267	-277	-249
权益性投资损益	-557	-210	-100	-50
其他损益	4,895	-6	-5	-7
除税前利润	2,351	-1,902	-941	70
所得税	5	-2	-1	0
净利润	2,347	-1,900	-940	70
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	2,347	-1,900	-940	70
EBIT	1,975	-2,169	-1,218	-180
EBITDA	1,975	-1,719	-743	310
EPS (元)	0.17	-0.14	-0.07	0.01

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力(%)				
营业收入	53.62	63.25	50.73	42.41
归属母公司净利润	134.82	-180.97	50.53	107.40
盈利能力(%)				
毛利率	77.25	66.82	61.02	57.53
净利率	98.45	-48.83	-16.03	0.83
ROE	19.70	-18.97	-10.36	0.76
ROIC	16.00	-20.78	-12.83	-1.88
偿债能力				
资产负债率(%)	41.53	54.16	56.90	56.90
净负债比率(%)	-125.59	-155.30	-154.42	-147.12
流动比率	13.46	12.72	10.97	10.43
速动比率	13.00	11.98	10.02	9.27
营运能力				
总资产周转率	0.13	0.18	0.27	0.40
应收账款周转率	3.91	5.04	6.10	7.53
应付账款周转率	42.17	65.11	77.81	82.61
每股指标 (元)				
每股收益	0.17	-0.14	-0.07	0.01
每股经营现金流	0.00	-0.13	-0.06	0.01
每股净资产	0.86	0.72	0.65	0.66
估值比率				
P/E	43	/	/	1,458
P/B	8.5	10.1	11.2	11.1
EV/EBITDA	43.43	/	/	276.54

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048