

## 证券研究报告

## 中高阶产品显著发力，产品交付量价齐升

### 公司研究

2025 年 8 月 29 日

### 点评报告

#### 地平线机器人-W (9660. HK)

投资评级： 买入

上次评级： 买入

庞倩倩

计算机行业首席分析师

执业编号：S1500522110006

邮箱：pangqianqian@cindasc.com

**事件：**8 月 27 日，地平线机器人发布 2025 年中报，上半年实现营业收入 15.67 亿元，同比增长 67.6%；毛利 10.24 亿元，同比增长 38.61%；归母净利润-52.33 亿元，去年同期为-50.98 亿元；毛利率为 65.36%，同比下降 13.68pct；销售费用率为 17.37%，同比下降 3.86pct；研发费用率为 146.8%，同比下降 5.1pct，研发费用同比增加 62%；分业务看，汽车产品解决方案实现收入 7.78 亿元，同比增加 249.97%；授权及服务业务实现收入 7.38 亿元，同比增加 6.9%。

- **交付量价齐升，智能驾驶正在快速落地。**公司汽车解决方案收入同比激增 66.1%至 15.163 亿元，增长由两大业务板块共同驱动：产品解决方案收入显著增长 250.0%至 7.778 亿元，核心源于交付量较去年同期翻倍+平均售价提升，其中内置征程 6 处理硬件的方案出货快速增长是关键推力；叠加辅助驾驶普及化、中高阶功能加速落地的行业趋势，产品持续获客户认可，需求稳步扩张。授权及服务业务收入同比增长 6.9%至 7.385 亿元：一方面，客户将公司 IP 更多整合至软件技术栈，支撑 IP 授权业务稳定性；另一方面，随着车型定点数累积增长、辅助驾驶技术合作深化，更多在执行及已完成的服务项目贡献额外收入。
- **中高阶产品发力，有望实现全面向上替代。**价格方面，汽车产品及解决方案平均售价（ASP）达去年同期 1.7 倍，中高阶方案的高附加值显著拉升整体价格。结构方面，中高阶辅助驾驶方案出货 98 万套，占总交付量 49.5%，较去年同期（16 万套）激增 6 倍，贡献业务超 80%收入。产品及解决方案交付量接近 200 万套，同比增长约 100%。
- **市场份额持续巩固，中高阶产品广受欢迎。**蝉联中国自主品牌 ADAS 前视一体机（45.8%）与辅助驾驶计算方案（32.4%）双料市场份额第一，实现“每三台智能汽车就有一台搭载地平线方案”的高渗透率；同时平台定点规模创新高，累计定点车型近 400 个，其中具备高速公路辅助驾驶及以上功能的中高阶产品定点超 100 款，印证中高阶智驾方案的市场青睐度。值得注意的是，HSD 已获得多家 OEM 10+款车型定点，相关车型计划于 2025 年下半年实现量产。
- **海外拓展纵深突破：**凭借征程 6B 硬件支撑的 Horizon Mono 基础辅助驾驶方案，斩获两家日本车企海外市场车型定点（全生命周期出货预计超 750 万套），同时联合大众、日本头部车企等 9 家合资车企达成 30 款在华车型定点（部分年底量产），国际化布局持续深化。
- **盈利预测及投资评级：**智能驾驶快速渗透，下游需求持续释放，公司作为行业领军者有望享受其带来的发展机遇。我们预计 2025-2027 年 EPS 分别为-0.13/-0.06/0.05 元，维持“买入”评级。
- **风险因素：**客群开拓发展不及预期；竞争烈度加剧；智能驾驶渗透率

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIESCO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座

邮编：100031

不及预期。

| 主要财务指标     | 2024A | 2025E  | 2026E   | 2027E  |
|------------|-------|--------|---------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 2384  | 3610   | 5697    | 8053   |
| (+/-)(%)   | 54%   | 51%    | 58%     | 41%    |
| 归母净利润（百万元） | 2347  | -1819  | -774    | 699    |
| (+/-)(%)   | 135%  | -178%  | 57%     | 190%   |
| EPS        | 0.51  | -0.13  | -0.06   | 0.05   |
| P/E        | 6.49  | -63.97 | -150.32 | 166.54 |

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 8 月 28 日收盘价

**附录：公司财务预测表**

单位：百万元

| 资产负债表            | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>      | 17,196 | 18,993 | 18,968 | 20,560 |
| 现金               | 15,371 | 16,324 | 14,927 | 15,185 |
| 应收账款及票据          | 679    | 1,033  | 1,630  | 2,237  |
| 存货               | 585    | 815    | 1,188  | 1,500  |
| 其他               | 560    | 821    | 1,223  | 1,638  |
| <b>非流动资产</b>     | 3,183  | 3,221  | 3,304  | 3,398  |
| 固定资产             | 774    | 839    | 917    | 1,006  |
| 无形资产             | 466    | 472    | 478    | 483    |
| 其他               | 1,943  | 1,910  | 1,910  | 1,910  |
| <b>资产总计</b>      | 20,379 | 22,214 | 22,272 | 23,958 |
| <b>流动负债</b>      | 1,278  | 1,722  | 2,535  | 3,492  |
| 短期借款             | 15     | 18     | 21     | 24     |
| 应付账款及票据          | 15     | 20     | 31     | 42     |
| 其他               | 1,249  | 1,684  | 2,483  | 3,426  |
| <b>非流动负债</b>     | 7,186  | 10,396 | 10,416 | 10,446 |
| 长期债务             | 393    | 413    | 433    | 463    |
| 其他               | 6,794  | 9,983  | 9,983  | 9,983  |
| <b>负债合计</b>      | 8,464  | 12,118 | 12,950 | 13,937 |
| 普通股股本            | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 储备               | 12,707 | 10,889 | 10,115 | 10,813 |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 11,914 | 10,095 | 9,321  | 10,020 |
| 少数股东权益           | 1      | 1      | 1      | 1      |
| <b>股东权益合计</b>    | 11,915 | 10,096 | 9,322  | 10,021 |
| <b>负债和股东权益</b>   | 20,379 | 22,214 | 22,272 | 23,958 |
| <b>现金流量表</b>     | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| <b>经营活动现金流</b>   | 18     | -2,866 | -2,065 | -503   |
| 净利润              | 2,347  | -1,819 | -774   | 699    |
| 少数股东权益           | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 折旧摊销             | 0      | 99     | 107    | 116    |
| 营运资金变动及其他        | -2,329 | -1,147 | -1,398 | -1,317 |
| <b>投资活动现金流</b>   | -1,932 | 3,809  | 657    | 742    |
| 资本支出             | -912   | -170   | -190   | -210   |
| 其他投资             | -1,020 | 3,979  | 847    | 952    |
| <b>筹资活动现金流</b>   | 5,815  | 11     | 10     | 19     |
| 借款增加             | 237    | 23     | 23     | 33     |
| 普通股增加            | 5,584  | 0      | 0      | 0      |
| 已付股利             | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他               | -6     | -12    | -13    | -14    |
| <b>现金净增加额</b>    | 4,011  | 953    | -1,398 | 258    |

| 利润表             | 2024A | 2025E  | 2026E  | 2027E |
|-----------------|-------|--------|--------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 2,384 | 3,610  | 5,697  | 8,053 |
| 其他收入            | 0     | 0      | 0      | 0     |
| <b>营业成本</b>     | 542   | 804    | 1,222  | 1,688 |
| 销售费用            | 410   | 794    | 1,026  | 1,369 |
| 管理费用            | 638   | 938    | 1,424  | 1,933 |
| 研发费用            | 3,156 | 3,970  | 3,988  | 3,624 |
| 财务费用            | -376  | -326   | -346   | -315  |
| <b>除税前溢利</b>    | 2,351 | -1,821 | -775   | 700   |
| 所得税             | 5     | -2     | -1     | 1     |
| <b>净利润</b>      | 2,347 | -1,819 | -774   | 699   |
| 少数股东损益          | 0     | 0      | 0      | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 2,347 | -1,819 | -774   | 699   |
| <b>EBIT</b>     | 1,975 | -2,147 | -1,121 | 385   |
| <b>EBITDA</b>   | 1,975 | -2,047 | -1,014 | 501   |
| <b>EPS (元)</b>  | 0.51  | -0.13  | -0.06  | 0.05  |

| 主要财务比率          | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|
| <b>成长能力</b>     |          |          |          |          |
| 营业收入            | 53.62%   | 51.43%   | 57.84%   | 41.35%   |
| 归属母公司净利润        | 134.82%  | -177.51% | 57.45%   | 190.26%  |
| <b>获利能力</b>     |          |          |          |          |
| 毛利率             | 77.25%   | 77.73%   | 78.55%   | 79.04%   |
| 销售净利率           | 98.45%   | -50.39%  | -13.58%  | 8.67%    |
| ROE             | 19.70%   | -18.02%  | -8.30%   | 6.97%    |
| ROIC            | 16.00%   | -20.37%  | -11.45%  | 3.66%    |
| <b>偿债能力</b>     |          |          |          |          |
| 资产负债率           | 41.53%   | 54.55%   | 58.15%   | 58.17%   |
| 净负债比率           | -125.59% | -157.43% | -155.26% | -146.68% |
| 流动比率            | 13.46    | 11.03    | 7.48     | 5.89     |
| 速动比率            | 13.00    | 10.56    | 7.02     | 5.46     |
| <b>营运能力</b>     |          |          |          |          |
| 总资产周转率          | 0.13     | 0.17     | 0.26     | 0.35     |
| 应收账款周转率         | 3.91     | 4.22     | 4.28     | 4.17     |
| 应付账款周转率         | 42.17    | 46.40    | 48.26    | 46.40    |
| <b>每股指标 (元)</b> |          |          |          |          |
| 每股收益            | 0.51     | -0.13    | -0.06    | 0.05     |
| 每股经营现金流         | 0.00     | -0.21    | -0.15    | -0.04    |
| 每股净资产           | 0.90     | 0.73     | 0.67     | 0.72     |
| <b>估值比率</b>     |          |          |          |          |
| P/E             | 6.49     | -63.97   | -150.32  | 166.54   |
| P/B             | 3.67     | 11.52    | 12.48    | 11.61    |
| EV/EBITDA       | 14.56    | -49.06   | -100.45  | 202.94   |



## 研究团队简介

**庞倩倩**，计算机行业首席分析师，华南理工大学管理学硕士。曾就职于华创证券、广发证券，2022 年加入信达证券研究开发中心。在广发证券期间，所在团队 21 年取得：新财富第四名、金牛奖最佳行业分析师第二名、水晶球第二名、新浪金麒麟最佳分析师第一名、上证报最佳分析师第一名、21 世纪金牌分析师第一名。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准                                               | 股票投资评级                      | 行业投资评级                  |
|---------------------------------------------------------|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br><br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上； | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|                                                         | <b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|                                                         | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；  | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|                                                         | <b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。  |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。