

地平线机器人-W (09660.HK)

业绩超预期，HSD 未来可期、海外空间广阔

收入超预期，加大云服务相关投入，为长期成长奠基。 2025H1 公司收入 15.7 亿元，同比大增 67.6%。其中汽车产品解决方案/授权及服务/非车解决方案收入分别为 7.8/7.4/0.5 亿元，占比 50%/47%/3%，分别同比增长 250.0%/6.9%/134.5%。其中，汽车产品解决方案同比快速增长主要是由于硬件交付量快速增长，尤其是高速相关产品，带动公司累计出货量突破 1000 万套。上半年，公司车载级征程系列处理硬件出货量达到 198 万套，同比翻倍增长；其中支持高速辅助驾驶的处理硬件出货量达到 98 万套。25H1，公司毛利润为 10.2 亿元，同比增长 38.6%，毛利率录得 65.4%，毛利率降低主要是由于毛利率较低的产品解决方案业务快速增长，占比明显提升。汽车产品解决方案/授权及服务业务毛利率分别为 46%/90%，同比分别+4pct/-3pct。上半年公司三费同比增加了 10 亿左右，研发费用明显增长主要系 1) 云服务费及其他技术服务采购增加，2) 研发相关人工开支，尤其是研发人员以股份为基础的薪酬增加。此外，公司 2025H1 优先股及其他金融负债的公允价值变动亏损达到 34 亿元，这主要是由于向酷睿程发行的可转债因股价波动而产生公允价值变动。这些原因使得上半年公司亏损扩大，GAAP 归母净亏损录得 52 亿元，经调整归母净亏损录得-13 亿元，经调整亏损率为 85%，同比收窄 1pct。

高速产品稳健，HSD 将于 25H2 量产、未来可期。 1) **高速：**当前公司大约 40% 的收入来自高速辅助驾驶解决方案，上半年高速产品出货量达到 98 万套，为去年同期的 6 倍，期内共有超过 15 款搭载中高阶辅助驾驶解决方案的车型成功上市。这主要是由于上半年国内智驾平权大趋势下，高速辅助驾驶解决方案搭载量快速增长。2) **城市：**公司正积极推进全场景城区辅助驾驶解决方案 HSD 的研发，当前已获得多家整车企业定点、覆盖 10 多款车型。8 月 29 日，搭载 HSD 及 J6P 的星途 ET5 亮相，预计将于 11 月上市。我们认为，当前智能驾驶处于加速发展的阶段，尤其是国内智能驾驶第一梯队的整车厂加速赛跑，甚至将车端算力提升至主流方案的数倍，快速提升智能辅助驾驶体验。然而，国内有许多自主整车品牌及合资企业尚不具备优秀智驾方案的研发和量产能力。而地平线的 HSD 不仅符合时代需求，更有明显的卡位优势，我们预计这将给地平线带来很大的成长机会。

海外拓展初见成效，海外市场有望复制国内的成功。 公司 J6B 产品已成功点亮，将前视一体机 ADAS 系统的性能提升一倍，同时大幅降低系统成本、功耗和尺寸。依托 J6B，公司已获得 2 家日本车企的海外车型定点，预计全生命周期有望获得超过 750 万套的出货量。此外，在国内一些合资车企方面，公司**获裕资车** 企业的 30 款车型定点（包括大众汽车、日本最大的汽车集团在内），其中部分车型将从今年底开始量产。我们认为，海外市场方兴未艾，地平线有望通过低阶产品快速跑马圈地，再逐步升级产品，复制国内的成功路径。

投资建议：我们预测公司 2025-27 收入 36/63/100 亿元，同比增长 49%/76%/60%，GAAP 归母净利润-69/-27/-18 亿元；non-GAAP 归母净利润为-24/-14/-3 亿元。由于公司尚未盈利，我们采用 PS 估值。考虑公司行业领先地位、未来成长空间等估值因素，且上半年已完成大比例的限售股份解禁，因此我们给予公司目标市值 1708 亿港元（12.31 港元/股），对应 25 倍 2026 年 P/S，上调至“买入”评级。

风险提示：地缘政治风险、限售股份解禁风险、下游客户推进不及预期的风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1,552	2,384	3,558	6,251	10,031
增长率 YoY (%)	71	54	49	76	60
归属普通股股东净利润	-6,739	2,348	-6,856	-2,705	-1,846
归属普通股股东净利润率 (%)	-434.3	98.5	-192.7	-43.3	-18.4
non-GAAP 归母净利润	-1,635	-1,680	-2,392	-1,447	-280
non-GAAP 归母净利润率	-105.4	-70.5	-67.2	-23.2	-2.8
Non-GAAP EPS (最新摊薄)	-0.6	-0.1	-0.2	-0.1	-0.0
P/S (倍)	79	51	34	20	12
P/B (倍)	-4.9	10.2	24.1	51.8	240.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价

买入 (上调)

股票信息

行业	海外
前次评级	增持
08 月 29 日收盘价 (港元)	9.60
总市值 (百万港元)	133,260.42
总股本 (百万股)	13,881.29
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	228.84

股价走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号: S0680519100004

邮箱: xiajun@gszq.com

分析师 刘玲

执业证书编号: S0680524070003

邮箱: liuling3@gszq.com

相关研究

- 《地平线机器人-W (09660.HK): 业绩超预期，关注城区 NOA 进展》 2025-03-24
- 《地平线机器人-W (09660.HK): 国产智驾方案龙头，业绩成长性佳》 2024-12-19

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
流动资产	13,538	17,196	14,826	15,115	18,003
存货	791	585	2,713	2,989	5,795
预付款项及其他流动资产	137	534	467	1,291	1,530
贸易应收款项及应收票据	541	679	1,142	2,057	3,076
定期存款	-	-	-	-	-
受限制现金	710	-	-	-	-
现金及现金等价物	11,360	15,371	10,477	8,751	7,575
非流动资产	2,336	3,183	3,146	3,227	3,372
物业、厂房及设备	433	774	657	613	597
使用权资产	217	212	212	212	212
递延税项资产	100	107	107	107	107
无形资产	303	320	320	320	320
采用权益法入账的投资	1,108	1,038	1,038	1,038	1,038
按公允价值计入损益的金融资产	81	630	630	630	630
受限制现金	8	8	8	8	8
预付款项及其他非流动资产	86	95	175	299	461
资产总值	15,874	20,379	17,972	18,342	21,375
流动负债	40,252	1,278	2,727	2,802	4,682
贸易应付款项	11	15	47	59	105
合同负债	25	249	249	249	249
租赁负债	52	72	72	72	72
员工福利责任	384	417	417	417	417
应付费用及其他应付款项	540	307	1,723	1,786	3,621
按公允价值计入损益的优先股及其他金融负债	39,240	204	204	204	204
非流动负债	287	7,186	10,186	13,186	16,186
租赁负债	112	82	82	82	82
借款	113	393	3,393	6,393	9,393
其他非流动负债	62	327	327	327	327
负债总额	40,539	8,464	12,913	15,989	20,869
股本	0	0	0	0	0
股份溢价	146	34,088	34,088	34,088	34,088
其他储备	760	617	617	617	617
累计亏损	-25,571	-22,791	-29,646	-32,352	-34,198
非控股权益	-0	1	1	0	0
权益总额	-24,665	11,915	5,059	2,353	507
负债及权益总额	15,874	20,379	17,972	18,342	21,375

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-1745	18	-7359	-4191	-3642
税前利润(亏损)	-6744	2351	-6852	-2706	-1846
折旧及摊销	357	438	652	578	551
营运资金变动	-938	713	-1155	-2064	-2347
其他经营现金流	5581	-3485	-4	0	0
投资活动现金流	-667	-1932	-535	-535	-535
按公允价值计入损益的金融资产变动	10	-478	0	0	0
购买固定资产	-259	-535	-535	-535	-535
其他投资现金流	-418	-919	0	0	0
筹资活动现金流	7219	5815	3000	3000	3000
负债所得款项	7189	192	3000	3000	3000
其他筹资现金流	30	5623	0	0	0
现金净增加额	4807	3901	-4894	-1726	-1177

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	1,552	2,384	3,558	6,251	10,031
销售成本	457	541	1,296	2,241	3,452
研发开支	2,366	3,156	4,925	5,862	7,298
行政开支	443	638	538	570	564
销售及营销开支	327	410	528	676	913
金融资产减值损失	21	51	30	30	30
其他收入	66	196	433	433	433
其他收益(亏损)净额	-33	73	122	122	122
经营亏损	-2,031	-2,143	-3,203	-2,570	-1,670
财务收入净额	159	376	358	265	223
采用权益法入账的分占投资业绩	-112	-557	-600	-400	-400
优先股及其他金融负债的公允价值变动	-4,760	4,677	-3,407	-	-
除所得税前亏损	-6,744	2,352	-6,852	-2,706	-1,846
所得税(开支)/优惠	5	-5	-4	-	-
年内亏损	-6,739	2,348	-6,856	-2,706	-1,846
非控股权益应占利润(亏损)	-0	-0	-0	-0	-0
归母净利润(亏损)	-6,739	2,348	-6,856	-2,705	-1,846
non-GAAP 归母净利润(亏损)	-1,635	-1,680	-2,392	-1,447	-280

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	71	54	49	76	60
经营利润(%)	5	-6	-49	20	35
Non-GAAP 归母净利润(%)	14	-3	-42	39	81
获利能力					
毛利率(%)	70.5	77.3	63.6	64.2	65.6
归母净利率(%)	-434.3	98.5	-192.7	-43.3	-18.4
non-GAAP 归母净利率(%)	-105.4	-70.5	-67.2	-23.2	-2.8
ROE(%)	27.3	19.7	-135.5	-115.0	-364.4
ROIC(%)	-13.2	-15.7	-32.7	-25.5	-14.8
偿债能力					
资产负债率(%)	255.4	41.5	71.9	87.2	97.6
净负债比率(%)	-118.3	-58.0	48.2	307.5	2622.9
流动比率	0.3	13.5	5.4	5.4	3.8
速动比率	0.3	13.0	4.4	4.3	2.6
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.1	0.2	0.3	0.5
应收账款周转率	3.2	3.9	3.9	3.9	3.9
应付账款周转率	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
每股指标 (元)					
Non-GAAPEPS(最新摊薄)	-0.6	-0.1	-0.2	-0.1	-0.0
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.6	0.0	-0.5	-0.3	-0.3
每股净资产(最新摊薄)	-9.1	0.9	0.4	0.2	0.0
估值比率					
经调整 P/E	-74.6	-72.6	-51.0	-84.2	-435.2
P/B	-4.9	10.2	24.1	51.8	240.5
P/S	78.6	51.1	34.3	19.5	12.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价

图表1: 地平线核心盈利预测: 年度

	2023	2024		2026E	2027E
总收入: 百万元	1,552	2,384	3,558	6,251	10,031
YoY	71%	54%	49%	76%	60%
收入拆分: 百万元					
汽车解决方案	1,470	2,312	3,292	5,798	9,458
产品解决方案	506	664	1,710	4,602	8,402
授权及服务业务	964	1,647	1,581	1,196	1,056
非车解决方案	81	72	266	454	573
毛利润: 百万元	1,094	1,843	2,262	4,011	6,579
毛利率	71%	77%	64%	64%	66%
毛利率拆分:					
汽车解决方案	74%	79%	68%	68%	69%
产品解决方案	45%	46%	47%	63%	66%
授权及服务	89%	92%	90%	90%	90%
非车解决方案	13%	23%	13%	13%	13%
研发费用率	153%	132%	138%	94%	73%
管理费用率	29%	27%	15%	9%	6%
销售及营销费用率	21%	17%	15%	11%	9%
年内利润(亏损): 百万元	-6,739	2,348	-6,856	-2,706	-1,846
YoY	23%	135%	-392%	61%	32%
非控股权益应占利润(亏损): 百万元	-0	-0	-0	-0	-0
归母净利润(亏损): 百万元	-6,739	2,348	-6,856	-2,705	-1,846
YoY	23%	135%	-392%	61%	32%
归母净亏损率	-434%	99%	-193%	-43%	-18%
经调整归母净利润(亏损): 百万元	-1,635	-1,680	-2,392	-1,447	-280
YoY	14%	-3%	-42%	39%	81%
经调整归母净亏损率	-105%	-70%	-67%	-23%	-3%

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所预测

图表2: 地平线核心盈利预测: 半年度

	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2	2025H1	2025H2E	2026H1E	2026H2E
总收入: 百万元	371	1,180	935	1,449	1,567	1,991	2,358	3,894
YoY			152%	23%	68%	37%	50%	96%
收入拆分: 百万元								
汽车解决方案	345	1,125	913	1,399	1,516	1,776	2,176	3,621
产品解决方案	192	314	222	442	778	933	1,578	3,023
授权及服务业务	153	811	691	957	738	843	598	598
非车解决方案	26	55	22	50	50	216	181	272
毛利润: 百万元	227	868	739	1,104	1,024	1,238	1,485	2,525
毛利率	61%	74%	79%	76%	65%	62%	63%	65%
毛利率拆分:								
汽车解决方案	64%	77%	80%	78%	67%	68%	67%	69%
产品解决方案	50%	41%	42%	49%	46%	49%	59%	65%
授权及服务	82%	90%	93%	92%	90%	90%	90%	90%
非车解决方案	15%	12%	18%	26%	13%	13%	13%	13%
研发费用率	282%	112%	152%	120%	147%	132%	100%	90%
管理费用率	58%	19%	26%	27%	20%	12%	11%	8%
销售及营销费用率	38%	16%	21%	15%	17%	13%	12%	10%
年内利润(亏损): 百万元	-1,888	-4,851	-5,098	7,446	-5,233	-1,623	-1,230	-1,475
YoY	0%	0%	-170%	254%	-3%	-122%	76%	9%
非控股权益应占利润(亏损): 百万元	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0
归母净利润(亏损): 百万元	-1,888	-4,851	-5,098	7,446	-5,233	-1,623	-1,230	-1,475
YoY	0%	0%	-170%	254%	-3%	-122%	76%	9%
归母净亏损率	-508%	-411%	-545%	514%	-334%	-81%	-52%	-38%
经调整归母净利润(亏损): 百万元	-996	-639	-804	-876	-1,332	-1,059	-724	-723
YoY	0%	0%	19%	-37%	-66%	-21%	46%	32%
经调整归母净亏损率	-268%	-54%	-86%	-60%	-85%	-53%	-31%	-19%

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所预测

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com