

地平线机器人-W (09660.HK)

2025 年中报点评：智驾平权最大受益方，芯片出货高增驱动业绩超预期

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1,552	2,384	3,659	5,365	8,047
同比(%)	71.32	53.62	53.52	46.60	50.00
归母净利润（百万元）	(6,739.02)	2,346.58	(2,449.75)	(1,406.83)	403.52
同比(%)	22.71	134.82	(204.40)	42.57	128.68
EPS-最新摊薄（元/股）	(0.49)	0.17	(0.18)	(0.10)	0.03
P/S（现价&最新摊薄）	85.89	55.91	36.42	24.84	16.56

关键词：#新产品、新技术、新客户

投资要点

- **公司公告 25 年上半年业绩，收入超预期。**2025 年上半年，公司实现收入 15.7 亿元，同比增长 68%，显著超出市场预期。产品解决方案收入同比增长 250%，授权及服务收入同比增长 7%。2025 年上半年公司经调整净利润-13.3 亿元。
- **产品结构优化，中高阶芯片定点持续突破。**25H1 芯片整体出货量达到 198 万颗，同比翻倍，其中中高阶芯片出货量达 98 万颗，同比增长六倍。25H1 芯片平均单价为 393 元/片，同比+106%，主要受益于产品结构优化中高阶产品占比大幅提升所致。25H1 J6B 芯片获得海外车企国际车型定点，预计全生命周期出货超 750 万颗，持续提升全球市场份额。J6P 芯片预计下半年发布，并已获得十余款车型定点。公司宣布基于成熟的 HSD 算法布局 Robotaxi 业务，有望成为成长新一极。
- **主要客户收入贡献显著，市场地位稳固。**公司已与国内外 27 家 OEM（42 个品牌）达成合作，累计定点车型超 310 款，智能驾驶解决方案覆盖广泛，市场占有率持续提升。25H1 公司在中国 OEMADAS/AD 市场市占率分别为 45.8%/32.4%，均位列行业第一。
- **高研发投入强化技术优势，规模效应摊薄费用。**2025 上半年公司研发费用达 23 亿元，同比增长 62%，主要为公司持续提高核心竞争力，进一步夯实公司技术壁垒，较多资金投入到了云端算力租赁中。尽管研发投入大幅增长，公司经调整净利润-13 亿元（去年同期-8 亿元），但随着规模效应和高附加值产品放量，未来盈利能力有望持续改善。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持公司 2025-2027 年预期收入预测 36.6/53.7/80.5 亿元，2025 年 8 月 29 日收盘价对应 2025/2026/2027 年对应 PS 分别为 36.4/24.8/16.6 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**高阶智驾方案落地不及预期，市场竞争加剧，智驾渗透不及预期。

2025 年 09 月 02 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 黄细里

执业证书：S0600520010001
021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

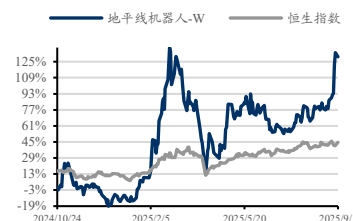
证券分析师 李博韦

执业证书：S0600525070006
libw@dwzq.com.cn

研究助理 孙仁昊

执业证书：S0600123090002
sunrh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	9.44
一年最低/最高价	3.32/10.38
市净率(倍)	10.46
港股流通市值(百万港元)	101,185.19

基础数据

每股净资产(元)	0.82
资产负债率(%)	51.22
总股本(百万股)	13,881.29
流通股本(百万股)	11,756.90

相关研究

《地平线机器人-W(09660.HK)：2024 年业绩点评：业绩超预期，软硬件产品有望持续受益于智驾渗透》

2025-03-27

《地平线机器人-W(09660.HK)：国内智驾解决方案领军企业，软硬件协同蓄力长期成长》

2024-11-19

地平线机器人-W 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	17,195.60	18,517.71	17,271.39	17,363.53	营业总收入	2,383.55	3,659.33	5,364.53	8,046.80
现金及现金等价物	15,370.93	14,114.99	12,165.06	12,486.20	营业成本	542.20	1,218.46	2,197.09	3,621.06
应收账款及票据	678.77	1,219.78	1,639.16	2,235.22	销售费用	409.85	402.53	429.16	482.81
存货	585.41	1,692.31	1,830.91	1,005.85	管理费用	637.62	585.49	590.10	563.28
其他流动资产	560.49	1,490.63	1,636.26	1,636.26	研发费用	3,156.06	4,025.27	3,755.17	3,218.72
非流动资产	3,183.39	3,354.15	3,429.67	3,496.86	其他费用	0.00	3.66	5.36	8.05
固定资产	773.97	842.88	901.44	951.23	经营利润	(2,362.17)	(2,576.07)	(1,612.36)	152.89
商誉及无形资产	466.25	571.48	568.43	565.84	利息收入	383.23	307.42	282.30	243.30
长期投资	1,038.16	1,038.16	1,038.16	1,038.16	利息支出	7.41	11.78	11.78	11.78
其他长期投资	629.64	649.64	669.64	689.64	其他收益	4,337.37	(171.04)	(66.26)	19.47
其他非流动资产	275.37	251.99	251.99	251.99	利润总额	2,351.02	(2,451.47)	(1,408.10)	403.88
资产总计	20,378.99	21,871.86	20,701.06	20,860.39	所得税	4.51	(1.96)	(1.13)	0.32
流动负债	1,277.82	1,826.44	2,062.61	1,818.38	净利润	2,346.51	(2,449.51)	(1,406.97)	403.56
短期借款	14.67	14.67	14.67	14.67	少数股东损益	(0.07)	0.24	(0.14)	0.04
应付账款及票据	14.55	33.85	73.24	150.88	归属母公司净利润	2,346.58	(2,449.75)	(1,406.83)	403.52
其他	1,248.60	1,777.92	1,974.71	1,652.83	EBIT	1,975.20	(2,747.11)	(1,678.62)	172.36
非流动负债	7,186.36	10,375.71	10,375.71	10,375.71	EBITDA	1,975.20	(2,521.25)	(1,434.14)	425.17
长期借款	392.61	392.61	392.61	392.61					
其他	6,793.75	9,983.10	9,983.10	9,983.10					
负债合计	8,464.18	12,202.14	12,438.32	12,194.09					
股本	0.21	0.21	0.21	0.21	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0.81	1.05	0.91	0.95	每股收益(元)	0.17	(0.18)	(0.10)	0.03
归属母公司股东权益	11,914.01	9,668.66	8,261.83	8,665.35	每股净资产(元)	0.90	0.70	0.60	0.62
负债和股东权益	20,378.99	21,871.86	20,701.06	20,860.39	发行在外股份(百万股)	13,881.29	13,881.29	13,881.29	13,881.29
					ROIC(%)	(32.24)	(24.51)	(17.89)	1.94
					ROE(%)	19.70	(25.34)	(17.03)	4.66
					毛利率(%)	77.25	66.70	59.04	55.00
					销售净利率(%)	98.45	(66.95)	(26.22)	5.01
					资产负债率(%)	41.53	55.79	60.09	58.46
					收入增长率(%)	53.62	53.52	46.60	50.00
					净利润增长率(%)	134.82	(204.40)	42.57	128.68
					P/E	55.91	36.42	24.84	16.56
					P/B	10.64	13.78	16.13	15.38
					EV/EBITDA	16.48	(47.42)	(84.72)	285.02

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	17.60	(4,070.26)	(1,551.89)	633.45
投资活动现金流	(1,932.09)	2,621.70	(386.26)	(300.53)
筹资活动现金流	5,815.15	192.63	(11.78)	(11.78)
现金净增加额	4,011.28	(1,255.93)	(1,949.93)	321.14
折旧和摊销	0.00	225.86	244.48	252.81
资本开支	(911.92)	(400.00)	(300.00)	(300.00)
营运资本变动	0.00	(2,029.43)	(467.44)	(15.23)

数据来源:Wind,东吴证券研究所,公司财报未具体披露部分财务指标,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年9月1日的0.92,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>