地平线机器人-W（09660.HK）

优于大市

2025H1 收入同比增长 67%，征程 6 系列芯片在手订单充沛

核心观点

2025H1 公司实现营业收入 15.7 亿元，同比增长 67%。2025H1，地平线机器人-W 实现总收入为 15.7 亿元，同比增长 67.1%；净利润为-52.3 亿元（2024H1 为-51.0 亿元）；经调整经营亏损-11.1 亿元（2024H1 为-8.2 亿元）。**分业务来看，**2025H1，公司汽车解决方案收入 15.16 亿元，同比增加 66.1%，1）汽车产品解决方案收入 7.78 亿元，同比增加 250.0%，主要由于内置征程 6 处理硬件的产品解决方案出货量快速增长，交付量较去年上半年增长超一倍，以及平均售价上升；2）授权及服务业务收入 7.38 亿元，同比增加 6.9%，由于客户越来越多地将公司的 IP 整合入他们的软件栈。非车解决方案收入 0.50 亿元，同比增加 134.5%。

研发与经营活动降本增效，净利率同比提升。2025H1，公司毛利率 65.36%，同比-13.7pct，净利率-334%，同比+209.6pct，1）汽车产品解决方案毛利率 45.6%，同比+3.9pct；2）授权及服务业务毛利率 89.7%，同比-3pct；3）非车解决方案的毛利率 13.1%，同比-4.6pct。2025H1，公司三费率为 184%，同比-15pct，公司研发效能提升，净利率同比提升。

2025H1，公司交付量翻番，车型定点数量创新高。2025H1，公司车载级征程系列硬件出货量 198 万套，同比翻倍增长。截至 2025 年 8 月，征程家族芯片量产出货超 1000 万套。截至 2025H1，公司已累计获得近 400 款新车型定点，具备高速公路辅助驾驶及以上功能定点车型超 100 款。

地平线征程 6 系列芯片量产加速，在手订单充沛。目前，博世基于征程 6B 开发的新一代多功能摄像头平台计划于 2026 年年中实现量产，现已获得多家全球和中国本土知名车企的项目定点。成都车展期间，埃安霸王龙、岚图梦想家等多款征程 6E/M 全新量产合作车型迎来上市或预售，截至目前，征程 6E/M 已获得超过 20 家主流 OEM 平台化定点，将赋能超 100 款智能车型上市。2025 年 8 月 29 日，成都国际车展首日，星途 ET5 携地平线 HSD 及征程 6P 计算方案正式亮相。此外，L4 行业提速，公司预计在今年下半年会和无人驾驶出租车领域的若干运营公司展开合作，提供技术基础设施。公司将继续拓展全球业务布局，深化与国际领先汽车制造商及合作伙伴的合作关系，进一步发展全球智能驾驶生态系统。

风险提示：原材料价格上涨，汽车价格竞争持续激化。

投资建议： 维持盈利预测，维持优于大市评级。公司为国产智能驾驶芯片龙头，我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年营收为 33.9/53.4/74.5 亿元，归母净利润为-18.7/-3.4/7.9 亿元，维持优于大市评级。

盈利预测和财务指标	2022	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,552	2,384	3,389	5,342	7,453
(+/-%)	71.3%	53.6%	42.2%	57.6%	39.5%
归母净利润(百万元)	-6739	2347	-1866	-342	785
(+/-%)	--	--	--	--	--
每股收益（元）	-0.49	0.17	-0.13	-0.02	0.06
EBIT Margin	-106.0%	-63.9%	-61.2%	-14.0%	5.2%
净资产收益率（ROE）	27.3%	19.7%	-18.6%	-3.5%	7.5%
市盈率（PE）	-20.2	57.9	-72.8	-397.2	173.0
EV/EBITDA	-137.9	-132.1	-83.9	-295.0	272.0
市净率（PB）	(5.51)	11.40	13.52	13.99	12.95

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

汽车·汽车零部件

证券分析师：唐旭霞
0755-81981814
tangxx@guosen.com.cn
S0980519080002

证券分析师：杨杉
0755-81982771
yangshan@guosen.com.cn
S0980523110001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	10.50 港元
总市值/流通市值	145754/123447 百万港元
52 周最高价/最低价	10.64/3.32 港元
近 3 个月日均成交额	1801.80 百万港元

市场走势

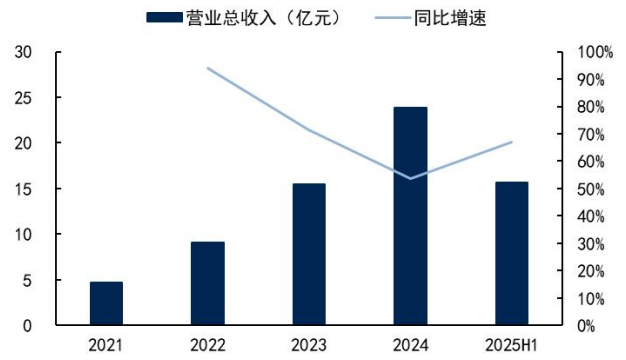
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《地平线机器人-W（09660.HK）-2024 年收入同比增长 54%，智能平权时代征程 6 系列芯片加速放量》 ——2025-03-28
《地平线机器人-W（09660.HK）-地平线征程 6 量产上车，共启全民智驾时代新篇》 ——2025-03-09

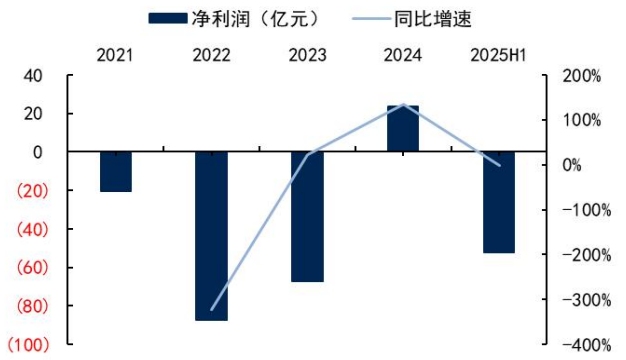
2025H1 公司实现营业收入 15.7 亿元，同比增长 67%。2025H1，地平线机器人-W 实现总收入为 15.7 亿元，同比增长 67.1%；净利润为-52.3 亿元（2024H1 为-51.0 亿元）；经调整经营亏损-11.1 亿元（2024H1 为-8.2 亿元），经调整亏损净额-13.3 亿元（2024H1 为-8.0 亿元）。

图1：地平线机器人-W 营业收入及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

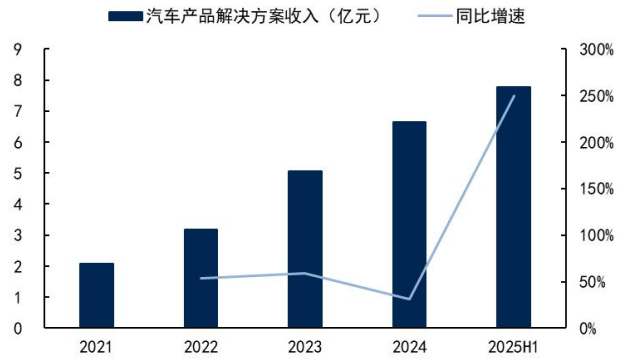
图2：地平线机器人-W 净利润及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

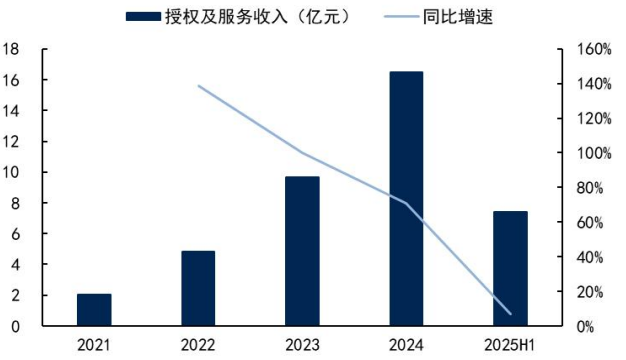
分业务来看，2025H1，公司汽车解决方案收入 15.16 亿元，同比增加 66.1%，非车解决方案收入 0.50 亿元，同比增加 134.5%。公司汽车解决方案收入同比高速增长主要原因在于：1）2025H1，公司汽车产品解决方案收入 7.78 亿元，同比增加 250.0%，主要由于内置征程 6 处理硬件的产品解决方案出货量快速增长，交付量较去年上半年增长超一倍，以及平均售价上升。在辅助驾驶普及化及中高阶辅助驾驶功能加速落地的行业趋势下，公司产品持续获得客户认可，需求保持增长；2）2025H1，公司授权及服务业务收入 7.38 亿元，同比增加 6.9%，由于客户越来越多地将公司的 IP 整合入他们的软件栈，公司维持 IP 授权业务的稳定性。与去年同期相比，随着公司累计获得的车型定点数量增长，以及为加速辅助驾驶功能而实施的相应技术合作，更多进行中及已完成的服务项目产生额外收入。

图3：地平线机器人-W 汽车产品解决方案收入及同比增速



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图4：地平线机器人-W 授权及服务收入及同比增速

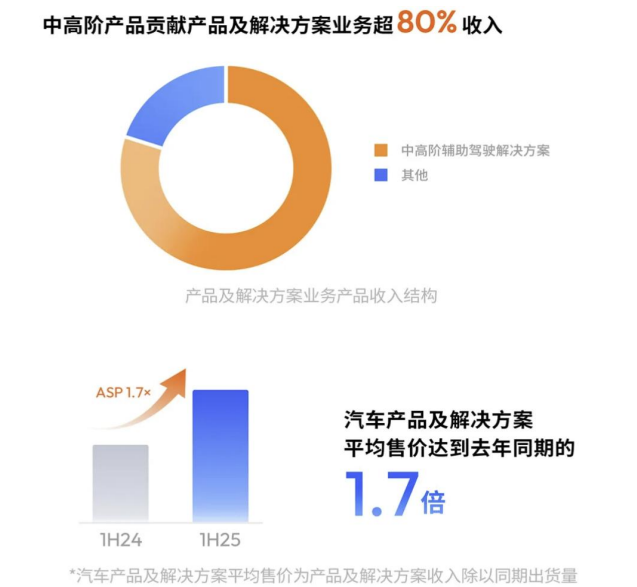


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图5：地平线机器人-W 产品及解决方案交付量快速增长

资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图6：地平线机器人-W 中高阶产品及解决方案业务超 80%收入

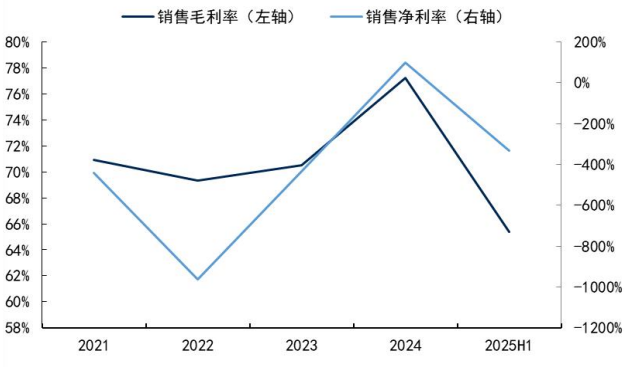


资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

2025H1，公司净利率同比+210pct。2025H1，公司毛利率 65.36%，同比-13.7pct，净利率-334.0%，同比+209.6pct。公司 2025H1 毛利率波动主要由于收入组合的变化，尤其是汽车产品解决方案收入的占比显著上升，以及快速增长的交付量。尽管汽车产品解决方案收入的毛利率较去年同期提高，但来自毛利率较高的授权及服务业务的收入占比较小，导致综合毛利率下降。

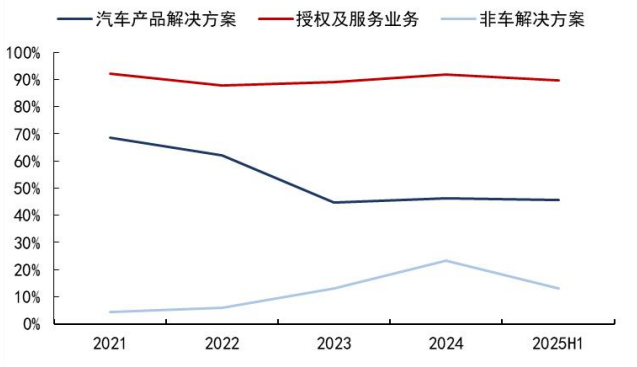
分业务来看，1）2025H1，公司汽车产品解决方案的毛利率为 45.6%，同比+3.9pct，毛利率增加主要是由于交付量增长，反映强劲的客户需求及行业增长，以及随着公司最新一代处理硬件搭载的产品解决方案出货量快速增长，平均售价上升；2）2025H1，公司授权及服务业务毛利率为 89.7%，同比-3.3pct，毛利率微降主要是由于与去年同期提供的服务相比，为部署最新一代处理硬件搭载的更先进解决方案而参与技术服务项目的人力增加，而去年同期主要是为当时解决方案提供服务产生的雇员福利开支较少；3）2025H1，公司非车解决方案的毛利率为 13.1%，同比-4.6pct。

图7：地平线机器人-W 毛利率与净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

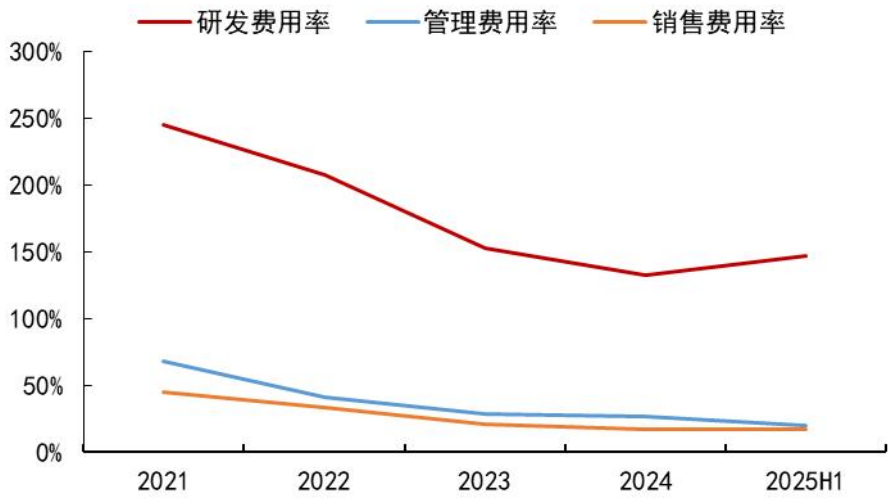
图8：地平线机器人-W 分业务毛利率情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

费用率方面，公司205H1年三费率同比下降15pct。2025H1，公司三费率为183.77%，同比-15.37pct，其中销售/管理/研发费用率分别为17.37%/19.60%/146.80%，同比分别变动-3.86/-6.41/-5.10pct。

图9：地平线机器人-W三费率情况

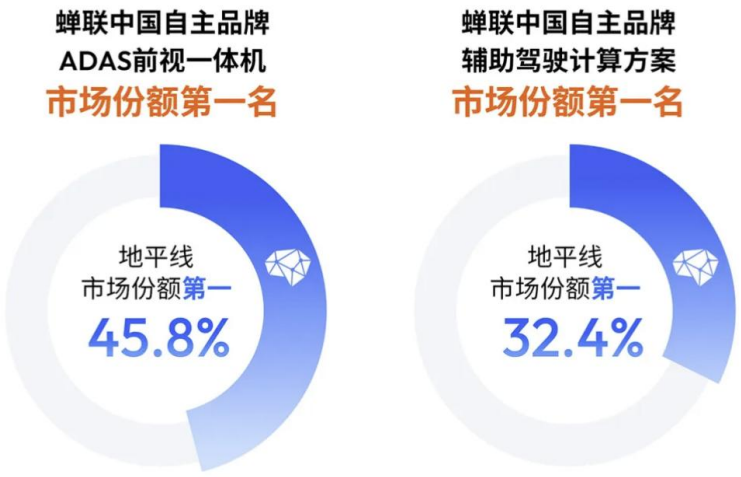


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

根据行业数据显示，2025年上半年自主品牌车企销量强劲增长，其市场份额已占据中国乘用车市场的63%以上，同时，其辅助驾驶渗透率已从2024年底的51%上升至2025年上半年的59%，配备中高阶辅助驾驶功能（即高速公路和城区辅助驾驶功能的汽车目前占所有智能汽车新车销量的比重，已从2024年底的20%上升至2025年上半年的32%。**在此背景下，2025H1，地平线凭借翻倍增长的出货量、大幅提升的单车价值量，实现以下若干重大里程碑：**

1）**保持市场领先地位：**2025年上半年，公司在中国车企中继续保持基础辅助驾驶解决方案和整体辅助驾驶解决方案的市场份额第一，分别为45.8%和32.4%，进一步巩固了公司在中国市场的领先地位。

图10：地平线机器人-W蝉联国内智驾市场双第一

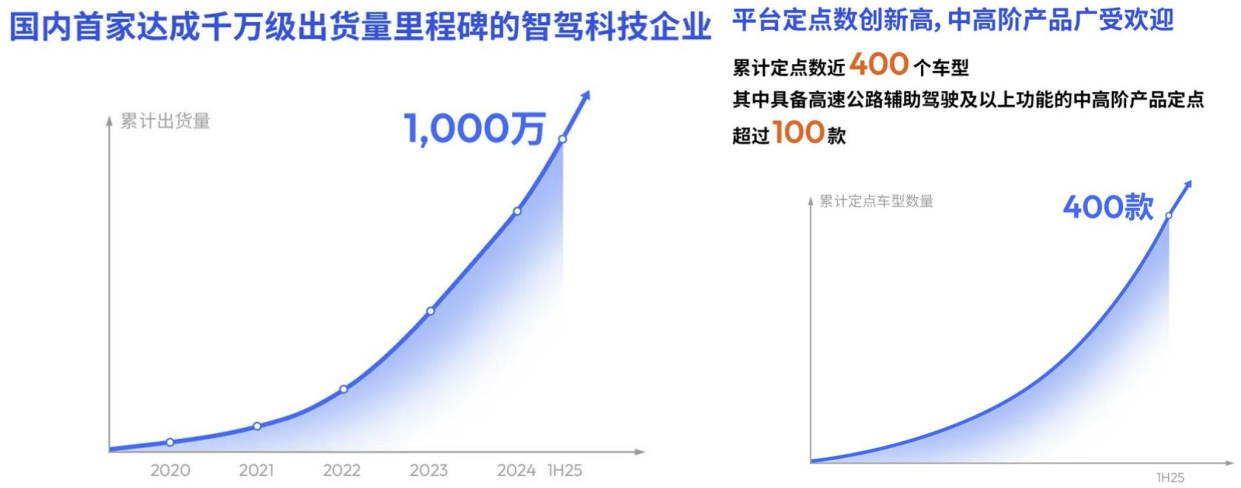


资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

2）**交付量翻番，高速公路辅助驾驶解决方案成为增长动力：**在智驾平权的行业趋势、加之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硬件的出货量达 98 万套，占总出货量的 49.5%，为去年同期的六倍，主要由新一代的征程 6 系列产品推动，成为公司业务增长的主要动力。

3）**车型定点数量创新高，中高阶项目储备充足：**截至 2024 年底本公司累计获得的审型定点数量超 310 款。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 100 款。2025 年上半年，共有超 15 款搭载我们中高阶辅助驾驶解决方案的车型成功量产上市。

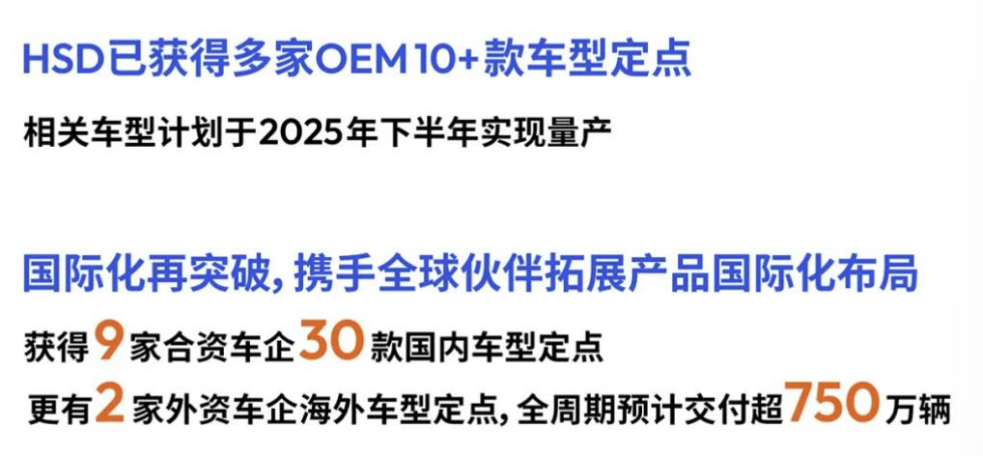
图11：地平线机器人-W 交付量及车型定点



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

4）**海外拓展初见成效：**通过与全球合作伙伴的紧密合作，并依托基于征程 6B 处理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，海外汽车商在中国的合资车企现正在升级其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 款车型定点了公司的解决方案，其中部分车型将从今年底开始量产。这表明继与大众集团合作之后，公司进一步成功拓展了产品的国际化布局，并提升了全球品牌影响力。

图12：地平线机器人-W 交付量及车型定点



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

5）2025 年上半年，公司收入 15.7 亿元，同比增长 67.61%，毛利率 65.4%。剔除面向模型训练的云计算费用后，公司的运管效率已稳步提高。向中高阶辅助驾驶解决方案的转型将成为行业下一阶段的主导趋势，其先进算法和软件对云服务相关的需求日益增长。公司正在推进全场景城区辅助驾驶解决方案 Horizon SuperDrive(简称 HSD)的研发，也坚信 HSD 会成为未来 robotaxi 无人驾驶出租车的技术底座，因此公司战略性的提高了云服务相关的研发支出，2025H1 经调整经营亏损为-11.1 亿元。公司深信：该等投资将助力公司把握辅助驾驶市场正在发生的重大结构性变化，并将其转化为巨大的增长机遇，使公司加速成为未来智能驾驶时代全产业的基础设施。

- **产品及解决方案**

1）Horizon Mono：2024 年，公司在中国高级辅助驾驶市场取得最高的市场份额。此外，公司就新一代 Horizon Mono 设计与一名领先的全球一级供应商建立战略合作关系，这标志著公司向全球化迈出关键一步。

2）Horizon SuperDrive（HSD）：2024 年，公司推出新一代全场景高阶自动驾驶解决方案 HSD。作为一项突破性创新，HSD 解决方案旨在于所有城市、高速公路和泊车场景中实现流畅和拟人的高阶自动驾驶功能。

3）2024 年，公司推出征程 6 系列处理硬件，旨在为公司的高级辅助驾驶及高阶自动驾驶解决方案赋能，2025 年 2 月开始生产征程 6 处理硬件。

图13：地平线征程 6 系列

资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

表1：地平线征程系列芯片参数性能及合作客户情况

芯片名称	J2	J3	J5	J6			
				J6B	J6E	J6M	J6P
发布时间	2019 年	2020 年	2021 年	2024 年			
量产时间	2020 年	2021 年	2022 年	-	-	-	-
典型功耗	2W	2.5W	30W	-	-	-	-
工艺制程	28nm	16nm	16nm	7nm	7nm	7nm	7nm
CPU							
架构	2 核 ARM Cortex A53	4 核 ARM Cortex A53	8 核 ARM Cortex A55	-	-	-	18 核 ARM Cortex A78AE
算力（KDMIPS）	-	-	-	20+	100	137	410
BPU							
架构	2 核 BPU（伯努利架构 1.0）	2 核 BPU（伯努利架构 2.0）	2 核 BPU（贝叶斯架构）	BPU（纳什架构）	BPU（纳什架构）	BPU（纳什架构）	4 核 BPU（纳什架构）
算力（TOPS）	4	5	128	10+	80	128	560
能效比	2	2	4.3	-	-	-	-
安全标准	AEC-Q100 Grade 2 符合车规安全标准	AEC-Q100 Grade 2 符合车规安全标准	AEC-Q100 Grade 2 符合车规安全标准、ASIL-B(D)满足功能安全标准	-	-	-	ASIL-D
可以支持的传感器配置	2 路车载高清摄像头	6 路车载高清摄像头，支持单路 4K	16 路车载高清摄像头，支持多路 4K	支持模组一体化	-	支持激光雷达接入	18MP 前视感知支持
支持级别	L0-L2	L2+	L3-L4	L2	L3-L4	L3-L4	L3 及以上
支持的功能	可全面满足自动驾驶视觉感知、视觉建图定位、视觉 ADAS 等智能驾驶场景的需求，以及语音识别，眼球跟踪，手势识别等智能人机交互的功能需求	导航自动驾驶辅助，在安全性和驾驶体验方面对自动变道与超车、隧道通行、大曲率弯道通行、匝道汇入、匝道汇出、城区道路通行等复杂路况有更好的支	实现点到点无接管自动驾驶、城区泊车和自动唤车、高速 NOA	前视一体机，支持功能扩展升级，DMS/DVR/数据回传	推动高速 NOA 实现成本平价化和体验极致化	支持轻量级城区 NOA 与记忆行车	面向高阶智驾市场，单颗征程 6 旗舰即可支持感知、规划决策、控制等全栈计算任务，将重新定义全场

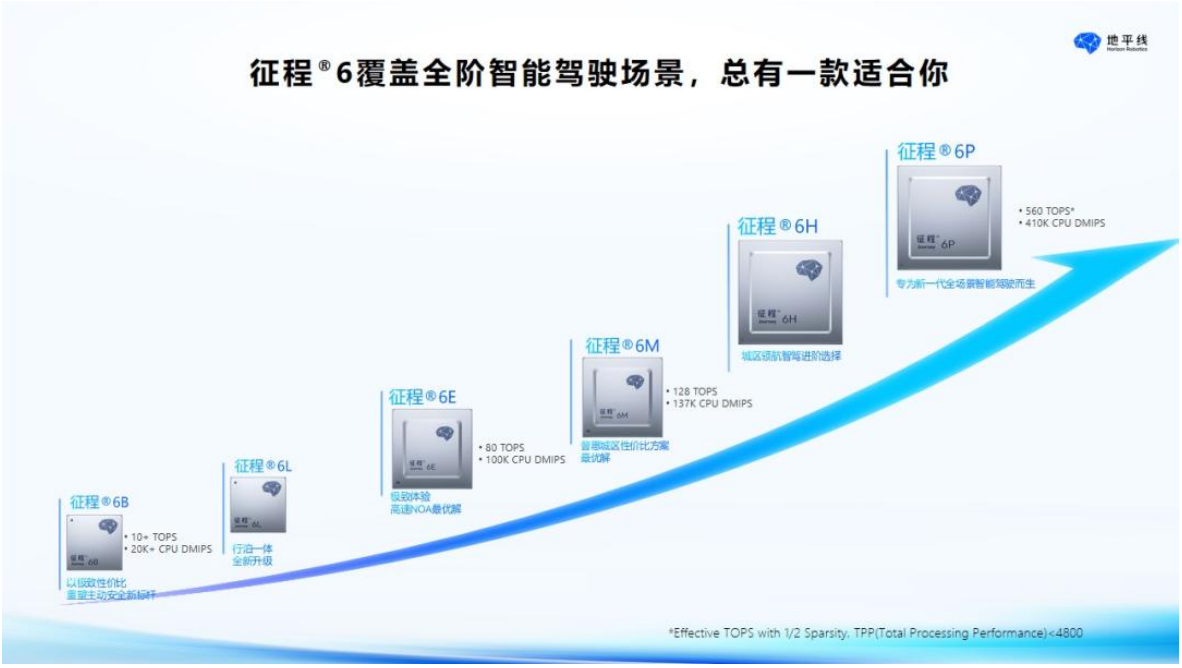
		持。					景 NOA 计算效率。
合作客户	1）车企车型：埃安 Y、岚图 FREE、领克 07、五菱凯捷混动铂金版、长安启源 A05、长安 UNIK 等 2)Tier1:佑驾创新、四维图新、禾多科技等 3）AI 无人车研发制造运营企业：新石器等	1）车企车型：理想 ONE、深蓝 S05、星纪元 ES、星纪元 ET、哪吒 L、荣威 RX5、吉利博越 L 等 2)Tier1:知行科技、福瑞泰克、宏景智驾、大陆芯智驾、星宇股份、联合电子、佑驾创新等	1）车企车型：理想 L6 pro 版、BYD 汉 EV 荣耀版、哪吒汽车、一汽红旗等 2）Tier1：采埃孚、东软睿驰、零束科技、伟创力、映驰科技、华阳集团等 3）其他：零束科技、文远知行、小马智行、轻舟智航、赢彻科技等	意向客户：博世、电装、四维图新、福瑞泰克、佑驾创新等	1）首批量产合作车企：上汽集团、大众汽车集团、BYD、理想汽车、奇瑞汽车、广汽集团、深蓝汽车、北汽集团、星途汽车、岚图汽车、捷途汽车 2）首批 Tier1 合作伙伴：博世、大陆、电装、法雷奥、采埃孚、四维图新、福瑞泰克、华勤技术、立讯精密、佑驾创新、天准科技等 3）首批算法合作伙伴：鉴智机器人、小马智行、轻舟、StradVision 等		均联智行、零束科技等

资料来源：公司官网，公司公告，公司官微，焉知汽车，国信证券经济研究所整理

全阶覆盖，定义智驾量产新范式。当智能驾驶从高速 NOA 向城区复杂场景快速渗透，车企普遍面临技术路线不确定性与成本压力的双重挑战。地平线征程 6 系列以“全阶覆盖，灵活适配”为核心理念，通过六大产品精准匹配差异化需求。支撑全阶产品进化的底层力量，源自地平线持续迭代的 BPU®架构创新基因。作为征程 6 系列的技术底座，地平线基于“软硬结合”的架构设计，新一代 BPU®纳什原生支持大参数量 Transformer 模型并提供同类最强计算性能，将计算效率提升十数倍，实现从感知到规控的全局优化。**从征程 5 实现高阶智驾破局，到征程 6 完成全场景覆盖的技术跃迁，地平线通过“同代一致，跨代兼容”的架构创新，为车企提供了“向前兼容算法演进，向下覆盖成本需求”的确定性路径。**

在此进程中，地平线通过三大战略方向推动技术普惠：旗舰标杆领域，地平线 HSD 全场景高阶智驾系统，基于征程 6P 实现“捅破天”的技术突破；国民普及层面，城区 NOA 首次下沉至 15 万级主流价格带，让高阶智驾触达更广泛人群；主动安全维度，行泊一体加速进入标配时代，以极致成本效率助力车企实现智能化全系覆盖。

图14：地平线征程 6 系列芯片覆盖全阶智能驾驶场景



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

自 2025 年初以来，许多 OEM 开始将高阶自动驾驶技术应用于入门级车型，推动高阶驾驶能力进入更广阔的市场。公司的最新高速公路 NOA 高阶自动驾驶解决方案搭载征程 6E 及征程 6M 处理硬件，成为所有该等 OEM 面向大众市场提供可扩展、高性能的高阶自动驾驶解决方案的首选。2025 年开始，公司由征程 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将搭载入不断扩大的车型矩阵。

表2：地平线征程 6 系列芯片合作伙伴

合作伙伴	合作征程 6 系列芯片	合作细节
Tier1		
博世	征程 6E/M	目前，基于征程 6B 打造的博世第四代多功能摄像头获得海内外多个车企客户项目定点，预计在 2026 年 6 月开启交付。博世已率先完成该摄像头样件的点亮测试，成为首批实现征程 6B 工程化落地的 Tier-1 供应商，这一进展为后续的规模化量产奠定了坚实基础。此外，基于征程 6E/M 的博世纵横辅助驾驶升级版已获得 5 家车企超 10 款车型项目定点，目前已进入集中交付阶段。
大陆	征程 6 系列	地平线与大陆集团成立的合资公司智驾大陆正式开启欧洲多地全场景路测，通过深度适配当地驾驶场景与环境、充分考量用户驾驶习惯，严格满足当地交通法规与安全标准，加速推动高阶辅助驾驶技术实现全球普惠。
知行科技	征程 6 系列	2025 年 1 月，地平线与知行科技正式签署战略合作协议。目前，知行科技与地平线正基于最新一代征程®6 系列稳步推进量产合作。知行科技已成功在地平线征程 6 系列计算方案上实现先进算法模型部署；知行科技与地平线及大陆集团的合资公司智驾大陆达成合作，将基于征程 6 系列合作打造轻量化城区智驾产品。2025 年下半年，基于征程 6 系列的知行科技高阶智驾域控制器将在中国头部汽车集团的两款主力车型上实现量产，并推向海内外市场。
四维图新	征程 6B 和征程 6E/M	2024 年 10 月 11 日，四维图新举办 2024 用户大会，在会上正式宣布推出基于地平线征程 6 系列的完整智驾产品矩阵，以多款卓越的方案携手加速行业高质量发展，包含基于征程 6B 打造的 L2 行车升级版和行泊一体基础升级版产品，以及基于征程 6E/M 打造的行泊一体中高阶版产品。
	征程 6E	基于地平线征程 6E 的行泊一体中阶智驾方案，搭载 7V3R12U 的极优传感器配置，通过高速领航辅助 NOP 的全场景覆盖以及记忆行车、记忆泊车的智能化升级，能够进一步提升驾驶便利性与安全性。
	征程 6M	四维图新推出基于地平线 6M 的中高阶智驾方案，传感器配置进一步升级，搭载 11V5R1L12U（其中 Lidar 可选），使车辆能够实现城市 NOA 功能，为用户带来越级的智能驾驶体验。
福瑞泰克	征程 6 系列	/
天准	征程 6E/M	/
华勤技术	征程 6E/M	/
立讯精密	征程 6E/M	/
算法合作伙伴		
轻舟智航	征程 6M	2024 年 12 月，轻舟智航宣布其基于地平线征程®6M 打造的中高阶智驾解决方案「轻舟乘风」正式获得头部新势力车企量产项目定点。轻舟智航基于征程 6M 打造的「轻舟乘风」方案能够实现包括高速 NOA、城市记忆行车、记忆泊车、Door to Door 在内的多项功能，让极致体验的城市 NOA 搭载于 15 万元以上级别的车型，实现“越级”配备城市 NOA。
	征程 6E	轻舟智航基于征程 6E 推出极致性价比的中阶智驾方案，推动高速 NOA 下探至 10 万元以内车型，进一步加速“智驾平权”进程。
小马智行	征程 6E/M	/
鉴智机器人	征程 6E	2024 年 7 月，鉴智机器人基于单颗征程 6E 打造的 7V 鱼眼「极致性价比」高速 NOA+记忆行车 PhiGo 方案，标配 7VnR 传感器组合，前向视觉传感器灵活支持双目立体相机或大小眼单目相机，侧向采用环视鱼眼相机，实现行泊复用，凭借优秀的性能，该套基于征程 6E 的全栈中阶方案已斩获某头部车企自主品牌定点。
	征程 6E	鉴智机器人基于单颗征程 6E 推出标准视觉感知产品 PhiVision，包括 7V 鱼眼环视和 11V 周视感知配置标准产品，为 L2/L2+/L2++智能驾驶提供端到端的自动驾驶感知能力。目前，鉴智基于单颗征程 6E 的 PhiVision 产品已同样取得某国际头部 Tier-1 定点。
StradVision	征程 6E/M	/
易航智能	征程 6 系列	/
车企		
上汽集团	征程 6E/M	2024 年 9 月 13 日，零束科技正式宣布其基于地平线征程®6 系列打造的零束中央大脑二代 ZXD2（Z-ONE X Device）首样顺利点亮，并将在未来高效适配地平线 SuperDrive 全场景智驾解决方案。双方将继续推进基于该平台的车型量产开发，全面赋能上汽自主与合资品牌，助力上汽集团智能化迈上新台阶，为更广泛用户带来个性化的舱驾体验。 2025 年 8 月，高速 NOA 计算方案最优解——地平线征程 6E 正式开启量产交付，首批量产车型包括名爵 MG4、荣威 M7 DMH 等多热门车型.
BYD	征程 6 系列	2025 年 2 月，BYD 在智能化战略发布会上重磅发布全民智驾战略，并推出天神之眼 C 高阶智驾三目版，此次发布标志着地平线最新一代车载智能计算方案征程®6 系列正式全球首发落地 BYD 天神之眼。
理想	征程 6M	理想 AD Pro 将焕新搭载地平线征程 6M，2025 年 5 月正式推出。
广汽集团	征程 6E/M	2025 年 8 月 27 日成都车展前夕，埃安霸王龙家庭版首发搭载征程 6E 正式上市，实现高速 NDA 智能驾驶辅助、全场景智能泊车辅助等功能。
深蓝汽车	征程 6E/M	/
北汽集团	征程 6E/M	/
星途	征程 6E/M	/
岚图汽车	征程 6 系列	征程 6 系列已顺利取得岚图汽车的定点，预计将于 25 年搭载新车型实现量产，届时将为用户带来更加智能、更加便捷的驾驶体验。
大众汽车	征程 6E/M	/

奇瑞汽车	征程 6E/M/P	2025 年 8 月 29 日，成都国际车展首日，星途汽车旗下全新中型 SUV——星途 ET5 携地平线 HSD 及征程®6P 计算方案正式亮相。作为全球首款搭载地平线 HSD 城区辅助驾驶系统的车型，星途 ET5 的亮相标志着地平线 HSD 即将迈入大规模量产阶段，高阶产品商业化落地进程加速。 2025 年 8 月，高速 NOA 计算方案最优解——地平线征程 6E 正式开启量产交付，首批量产车型包括奇瑞。

资料来源：公司官微，公司官网，国信证券经济研究所整理

1）2025 年 7 月，地平线面向入门级主动安全领域的新一代车载智能计算方案——征程 6B 一次性成功点亮，从回片上电到 1V 出图仅用时 23 分钟，征程 6B 再次刷新智驾计算方案点亮的行业速度。自 2024 年发布以来，地平线征程 6 系列面向中阶的征程 6E/M 已在多款主流车型上量产，面向高阶的征程 6P 也将于年内在奇瑞车型首发量产。此次面向低阶 ADAS 市场的征程 6B 成功点亮，标志着地平线征程 6 系列全阶通关成熟，以高效计算基座加速全民智驾实现。征程 6B 算力为 18TOPS，得益于地平线软硬结合技术集大成者——BPU 纳什架构的加持，征程 6B 可高效支持 Transformer、光流等主流算法，支持全栈计算任务且计算性能提升两倍以上，智能水平远超同级别产品。**目前，基于征程 6B 的多项合作正稳步推进。国际顶级 Tier-1 博世基于征程 6B 开发的新一代多功能摄像头平台计划于 2026 年年中实现量产，现已获得多家全球和中国本土知名车企的项目定点。2024 年地平线在中国市场自主品牌乘用车前视一体机计算方案市场占有率超三成，位列第一，征程 6B 将持续巩固地平线在一体机市场的领先地位。**

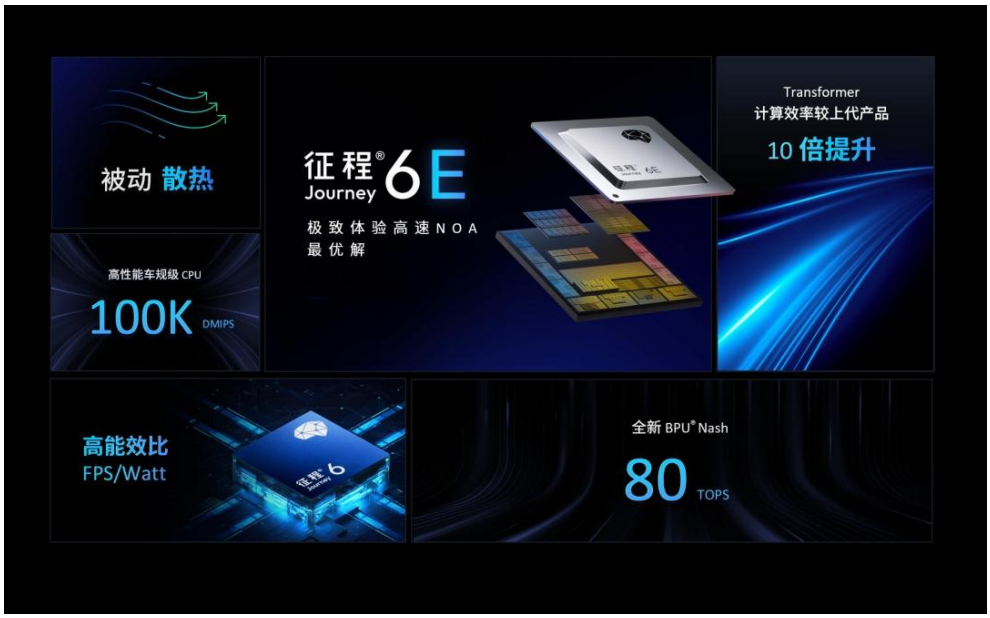
图15：地平线征程 6B

资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

2）2025 年 8 月，高速 NOA 计算方案最优解——地平线征程 6E 正式开启量产交付，本届成都车展期间，埃安霸王龙、岚图梦想家等多款征程 6E/M 全新量产合作车型迎来上市或预售，预计征程 6E/M 今年将累计赋能超过 15 款新车。作为国内唯一满足全阶辅助驾驶量产需求的系列计算方案，征程 6 系列六大版本算力覆盖 10TOPS～560TOPS，可灵活满足全场景辅助驾驶的差异化量产需求。其中，面向需求强劲且多元化的中阶辅助驾驶市场，地平线同步布局的征程 6E 和征程 6M 形成王牌组合，重新定义中阶辅助驾驶新范式。其中，征程 6E 基于第三代 BPU 纳什架构实现 80TOPS 算力，内置高性能车规级 CPU 可提供 100K DMIPS 算力，并且集成全功能 MCU，以超高集成度实现更低的功耗和更优的系统成本，Transformer 计算效率较上代产品 10 倍提升，可适配 4D 毫米波雷达与 800 万像素传感器融合方案，具备强大兼容性与量产成熟度，可支持从高端型到经济型的不同市场区间车型实

现安心舒适的高速辅助驾驶功能，并且支持被动散热实现油电同智。**如果说征程 6E 是推动高速 NOA 进阶普及的最优解，那么征程 6M 则是普惠城区性价比方案的最优解。二者形成互补，精准应对车企的多元化需求，高效量产落地推动中阶智能驾驶市场的持续发展，并已获市场充分验证。截至目前，征程 6E/M 已获得超过 20 家主流 OEM 平台化定点，覆盖头部自主车企、国际知名车企、头部新势力车企、合资车企等，将赋能超 100 款智能车型上市。**

图16：地平线征程 6E



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

3）2025 年 8 月 29 日，成都国际车展首日，星途汽车旗下全新中型 SUV——星途 ET5 携地平线 HSD 及征程®6P 计算方案正式亮相。作为全球首款搭载地平线 HSD 城区辅助驾驶系统的车型，星途 ET5 的亮相标志着地平线 HSD 即将迈入大规模量产阶段，高阶产品商业化落地进程加速。高性能旗舰版征程 6P 算力高达 560TOPS，是当前可获得的辅助驾驶最强计算方案。地平线基于征程 6P 打造的 HSD 是国内首个软硬结合全栈开发的城区辅助驾驶系统，采用一段式端到端架构和强化学习能力，可提供安全、专业、可靠的极致拟人体验，被媒体誉为“中国版 FSD”。截至目前，HSD 已获得多家车企的 10+款车型定点。地平线 HSD 基于真正的一段式端到端架构打造，以高性能征程 6P 为支撑，实现从光子输入到轨迹输出的系统超低时延，大幅提升辅助驾驶安全、效率、舒适。同时，通过引入强化学习机制，HSD 具备“自我探索”能力，能够最大化激发模型潜力，实现辅助驾驶的“智能涌现”。 在用户体验方面，HSD 提供覆盖城区、高速、乡间小路、停车场等全场景的辅助驾驶能力。即便在连续弯道、多出口环岛、盲区 T 型路口、临时施工路段等复杂路况中，系统仍可实现精准感知与平顺通行。在近期的深度体验中，HSD 在系统时延低、拟人防御性驾驶、横纵向协同丝滑控车等方面的优秀表现，收获“中国落地版 FSD”、“丝滑松弛感超乎想象”等一致好评。凭借行业领先的软硬协同系统能力，地平线 HSD 将助力星途 ET5 树立辅助驾驶体验新标杆，为更多用户带来“超人反应、类人思考、拟人控车”的三大领先辅助驾驶能力，成就年轻家庭首选的智慧安全 SUV。

图17：地平线征程 6P

资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图18：搭载征程 6P 计算方案的星途 ET5

资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

5）**截至 2025 年 8 月，征程家族芯片量产出货突破 1000 万套，地平线成为国内首家达成千万级出货量里程碑的智能驾驶科技企业。**8 月 29 日，地平线登陆成都国际车展并举办“地平线征程千万量产见证仪式”，邀请合作伙伴、用户代表、媒体嘉宾共同见证这一历史性时刻。同时，地平线在活动上提出，未来 3-5 年，HSD 要达成千万量产的目标。

图19：地平线征程家族芯片量产出货突破 1000 万套

资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

- **授权及服务业务**

凭借世界级的算法能力，公司已成为中高阶辅助驾驶算法领域的先驱，通过软件定义汽车推动行业转型。2025H1，公司向超 30 家汽车制造商及生态系统合作伙伴授权算法及软件，提供设计及技术服务，助力客户缩短产品开发周期，降低前期开发成本。2025H1，公司授权及服务业务收入达 7.38 亿元：同比增长 6.9%，保持稳健增长态势。

- **智驾平权+L4 提速+全球化，打开公司成长空间**

辅助驾驶已经成为行业共识。随着城市辅助驾驶等中高阶功能的普及率持续提升，成本结构不断改善，公司预计搭载城市辅助驾驶解决方案的车型价格区间将进一步下降至人民币 15 万元区间。这将加速城市辅助驾驶的普及，为公司的 HSD 解决方案创造可观的增量机会和潜力。

图20：地平线 HSDHSD 在完全无图、无明显道路边界的施工砂石路面顺畅前行

资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

技术进步、海外行业先驱的引领、法规支持以及新市场进入者的参与，均为无人驾驶出租车行业开启了全新可能性。我们认为，智能驾驶技术从 L2 级向 L4 级演进趋势愈发明显。凭借世界级的算法能力及前沿的处理硬件，公司预计在今年下半年会和无人驾驶出租车领域的若干运营公司展开合作，提供技术基础设施、助力构建核心竞争力。

展望未来，公司将继续深耕创新与开放合作，坚持软硬件一体化的发展路径，并加大对智能驾驶软件的投入。**公司将继续拓展全球业务布局，深化与国际领先汽车制造商及合作伙伴的合作关系，进一步发展全球智能驾驶生态系统。**

图21：地平线携手全球顶级伙伴加速智驾落地

资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

投资建议：自主智能驾驶解决方案龙头，维持“优于大市”评级

考虑到地平线机器人-W：1）业绩的高增长性：征程系列芯片下游需求旺盛，在手订单充沛，未来业绩有望保持高增长。2）智能驾驶业务具备较强稀缺性，公司为当前国产智能驾驶芯片龙头企业，行业自动驾驶稀缺标的，行业空间大，增速快，我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收为 33.9/53.4/74.5 亿元，归母净利润为-18.7/-3.4/7.9 亿元，维持“优于大市”评级。

表3：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元人民币）20250908	总市值（亿元人民币）	收入（亿元人民币）2024	2025E	2026E	PS 2024E	2025E	2026E
NVDA.O	英伟达	无评级	1226.9	298127.5	4440.8	9512.3	15303.1	67.13	31.34	19.48
TXN.O	德州仪器	无评级	1354.5	12314.2	1140.1	1294.5	1417.3	10.80	9.51	8.69
688256.SH	寒武纪-U	无评级	1212.8	5073.7	11.74	67.21	118.43	432.17	75.49	42.84
平均					1.45	1.98	2.73	170.03	38.78	23.67
9660.HK	地平线机器人-W	优于大市	9.8	1364.5	33.9	53.4	74.5	40.26	25.54	18.31

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测（注：1、英伟达、德州仪器、寒武纪-U 取 Wind 一致预期数据；2、汇率：1 美元=.2893 人民币，1 港币=0.9362 人民币）

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	11360	15371	14495	15099	13776
应收款项	678	1212	1393	2195	3063
存货净额	791	585	1362	2151	3219
其他流动资产	710	0	517	801	1118
流动资产合计	**13538**	**17196**	**17793**	**20246**	**21176**
固定资产	433	774	657	592	526
无形资产及其他	453	466	351	235	120
投资性房地产	261	275	275	275	275
长期股权投资	1188	1668	2224	2921	3498
资产总计	**15874**	**20379**	**21300**	**24270**	**25595**
短期借款及交易性金融负债	0	15	5	7	9
应付款项	154	45	292	461	690
其他流动负债	40098	1218	1503	1681	1960
流动负债合计	**40252**	**1278**	**1799**	**2148**	**2658**
长期借款及应付债券	113	393	393	393	393
其他长期负债	174	6794	9058	12021	12051
长期负债合计	**287**	**7186**	**9451**	**12414**	**12444**
负债合计	**40539**	**8464**	**11250**	**14562**	**15102**
少数股东权益	(0)	1	1	1	1
股东权益	(24665)	11914	10048	9707	10492
负债和股东权益总计	**15874**	**20379**	**21300**	**24270**	**25595**

关键财务与估值指标	2022	2024	2025E	2026E	2027E
每股收益	(0.49)	0.17	(0.13)	(0.02)	0.06
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	(1.78)	0.86	0.72	0.70	0.76
ROIC	7%	17%	-25%	-13%	9%
ROE	27%	20%	-19%	-4%	7%
毛利率	71%	77%	76%	77%	76%
EBIT Margin	-106%	-64%	-61%	-14%	5%
EBITDA Margin	-87%	-49%	-55%	-10%	8%
收入增长	71%	54%	42%	58%	40%
净利润增长率	--	-135%	--	--	-330%
资产负债率	255%	42%	53%	60%	59%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	(20.2)	57.9	(72.8)	(397.2)	173.0
P/B	(5.5)	11.4	13.5	14.0	12.9
EV/EBITDA	(138)	(132)	(84)	(295)	272

利润表（百万元）	2022	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**1552**	**2384**	**3389**	**5342**	**7453**
营业成本	457	542	797	1211	1769
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	298	327	430	448	470
管理费用	2440	3038	4237	4433	4830
财务费用	97	159	(203)	(201)	(195)
投资收益	0	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
其他收入	(318)	(643)	204	206	207
营业利润	(2059)	(2326)	(1669)	(343)	787
营业外净收支	(4685)	4677	(200)	0	0
利润总额	**(6744)**	**2351**	**(1869)**	**(343)**	**787**
所得税费用	(5)	5	(4)	(1)	2
少数股东损益	(0)	(0)	0	0	(0)
归属于母公司净利润	**(6739)**	**2347**	**(1866)**	**(342)**	**785**

现金流量表(百万元)	2022	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	**(6739)**	**2347**	**(1866)**	**(342)**	**785**
资产减值准备	0	0	50	(4)	(5)
折旧摊销	293	357	204	206	207
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	97	159	(203)	(201)	(195)
营运资本变动	11885	(32004)	1372	1430	(1719)
其它	(0)	(0)	(50)	4	5
经营活动现金流	**5439**	**(29300)**	**(289)**	**1293**	**(726)**
资本开支	0	(469)	(21)	(21)	(21)
其它投资现金流	1204	(27)	0	27	0
投资活动现金流	**149**	**(975)**	**(577)**	**(691)**	**(598)**
权益性融资	0	0	0	0	0
负债净变化	100	280	0	0	0
支付股利、利息	0	0	0	0	0
其它融资现金流	(1038)	33727	(10)	2	2
融资活动现金流	**(837)**	**34287**	**(10)**	**2**	**2**
现金净变动	**4751**	**4011**	**(876)**	**604**	**(1323)**
货币资金的期初余额	6609	11360	15371	14495	15099
货币资金的期末余额	11360	15371	14495	15099	13776
企业自由现金流	0	(33637)	(517)	867	(1149)
权益自由现金流	0	212	(324)	1069	(952)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032