

地平线机器人-W (09660.HK)

HSD 规模化量产开启，全球合作再深化

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1552	2384	3543	6010	8007
增长率 yoy (%)	71.3%	53.6%	48.6%	69.6%	33.2%
归母净利润 (百万元)	-6739	2347	-6865	-1358	-823
增长率 yoy (%)	22.7%	134.8%	-392.6%	80.2%	39.4%
ROE (%)	27.3%	19.7%	-45.9%	-10.0%	-6.4%
EPS 最新摊薄 (元)	-0.46	0.16	-0.47	-0.09	-0.06
P/E (倍)	-15.59	44.77	-15.30	-77.34	-127.72
P/S (倍)	67.71	44.07	29.65	17.48	13.12

资料来源：长城证券产业金融研究院

■ **事件：**奇瑞星途 ET5 于 11 月 28 日正式上市，星途 ET5 全球首搭地平线 HSD 城区辅助驾驶系统与征程 6P 计算方案，地平线 HSD 正式开启规模化量产落地。

■ **HSD 量产开启，有望引领本土智驾浪潮。**11 月 28 日，奇瑞星途 ET5 正式上市，星途 ET5 全球首搭地平线 HSD 城区辅助驾驶系统与征程 6P 计算方案，标志着地平线 HSD 正式开启规模化量产。地平线 HSD 城区辅助驾驶系统搭载征程 6P 芯片，采用一段式端到端架构并融入强化学习能力，具备系统时延低、防御性驾驶能力强、横纵向丝滑控车、持续自我进化等优势。11 月 22 日，公司宣布 HSD 已获得国内外多达 10 家车企品牌，超 20 款车型的定点合作（其中奇瑞风云 T9L、iCAR V27 已于广州车展亮相）¹。截至 2025 年 8 月，地平线征程家族量产出货已突破 1000 万套，未来 3-5 年 HSD 量产目标达千万级²。

■ **智驾全球化再进一步，布局具身智能“端云一体”。**根据公司公众号及地瓜机器人公众号，1) 博世基于征程 6M 打造的中阶智能辅助驾驶方案已于 10 月规模化交付，采埃孚与地平线计划在中国率先推出基于征程 6P 的可支持城市领航的 coPILOT 辅助驾驶系统（已获国内自主品牌定点，计划 2026 年量产），公司与全球头部 Tier1 深度绑定，后续有望逐步打开全球市场。2) 面向具身智能场景，公司旗下地瓜机器人于 6 月推出行业首款单 SoC 算控一体化套件 RDK S100。11 月 21 日，地瓜机器人发布大算力平台 RDK S600（560 TOPS），该平台将于 26Q1 上市。

■ **投资建议：**下游车企加速智驾上车，同时公司城区辅助驾驶系统 HSD 获多款車型定点并开启量产，有望驱动公司业务量价齐升。我们预计公司 2025 年、2026 年和 2027 年实现营业收入为 35.43 亿元、60.10 亿元和 80.07 亿元，对应归母净利润为 -68.65 亿元、-13.58 亿元和 -8.23 亿元，以当前收盘价计算 PS 为 29.65 倍、17.48 倍和 13.12 倍，维持“买入”评级。

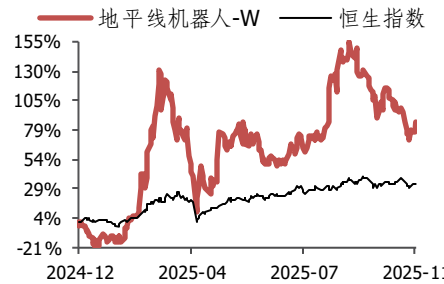
■ **风险提示：**研发进程不及预期；汽车智能化不及预期；客户拓展不及预期；市场竞争加剧风险

买入（维持评级）

股票信息

行业	汽车
2025 年 11 月 28 日收盘价 (港元)	7.880
总市值 (百万港元)	115,456.85
流通市值 (百万港元)	115,456.85
总股本 (百万股)	14,651.88
流通股本 (百万股)	14,651.88
近 3 月日均成交额 (百万港元)	2,028.51

股价走势



作者

分析师 陈逸同

执业证书编号：S1070522110001

邮箱：chenyitong@cgws.com

分析师 金瑞

执业证书编号：S1070525070001

邮箱：jinrui@cgws.com

相关研究

- 1、《正式纳入港股通，智驾、具身智能全面发力—地平线机器人（9660.HK）动态点评》2025-05-30
- 2、《软硬协同为生态基石，开创全栈智驾“芯”征程—地平线机器人（9660.HK）首次覆盖》2025-01-13

¹ 资料来源：地平线机器人公众号《首批量产车型齐聚广州车展，地平线 HSD 引领城区辅助驾驶“标配”普及》（2025.11.22）

² 资料来源：地平线机器人公众号《地平线携手采埃孚首发城市领航 coPILOT 辅助驾驶系统，已获得国内品牌车型定点》（2025.10.27）、《首批量产车型齐聚广州车展，地平线 HSD 引领城区辅助驾驶“标配”普及》（2025.11.22）

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
货币资金	12069.36	15370.93	18567.26	17615.48	17291.74
应收账款	541.09	678.77	582.35	658.64	658.13
预付款项、按金及其他应收款项	113.38	469.33	630.88	576.31	548.44
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	790.90	585.41	586.01	863.49	966.57
其他流动资产	23.35	91.16	135.50	229.87	306.25
流动资产总计	13538.08	17195.60	20502.01	19943.79	19771.13
长期股权投资	1107.66	1038.16	1038.16	1038.16	1038.16
固定资产	433.26	773.97	965.03	1034.85	983.41
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	520.28	531.77	545.41	649.06	652.71
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	274.60	839.49	989.49	989.49	939.49
非流动资产合计	2335.80	3183.39	3538.10	3711.56	3613.77
资产总计	15873.87	20378.99	24040.11	23655.35	23384.90
短期借款	0.00	14.67	0.00	0.00	0.00
应付账款	11.16	14.55	17.58	31.66	40.89
其他流动负债	40240.95	1248.60	1886.75	2846.22	3389.03
流动负债合计	40252.11	1277.82	1904.33	2877.88	3429.93
长期借款	112.84	392.61	392.61	392.61	392.61
其他非流动负债	174.30	6793.75	6793.75	6793.75	6793.75
非流动负债合计	287.14	7186.36	7186.36	7186.36	7186.36
负债合计	40539.26	8464.18	9090.69	10064.23	10616.29
权益合计	-24665.38	11914.81	14949.42	13591.12	12768.61
负债和权益合计	15873.87	20378.99	24040.11	23655.35	23384.90

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	-1882.32	-1982.54	-2660.77	-2357.80	-1822.00
折旧与摊销	356.73	438.47	445.29	626.54	797.79
财务费用	-158.82	-375.82	-320.41	-343.18	-330.42
其他经营资金	-60.10	1937.50	531.10	579.99	400.96
经营性现金净流量	-1744.51	17.60	-2004.78	-1494.45	-953.67
投资性现金净流量	-667.29	-1932.09	-5004.63	199.50	299.50
筹资性现金净流量	7218.87	5815.15	10205.75	343.18	330.42
现金流量净额	4807.07	3900.66	3196.34	-951.78	-323.75

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1551.61	2383.55	3542.66	6010.09	8007.21
销售成本	457.30	542.20	1069.48	2101.15	2713.84
研发费用	2366.26	3646.10	4428.32	5409.08	6005.41
销售费用	327.25	409.85	566.83	661.11	800.72
管理费用	443.37	147.57	460.55	540.91	640.58
财务费用	-158.82	-375.82	-320.41	-343.18	-330.42
营业利润	-1883.74	-1986.35	-2662.10	-2358.98	-1822.91
其他非经营损益	-4860.39	4337.37	-4206.73	1000.00	1000.00
税前利润	-6744.13	2351.02	-6868.83	-1358.98	-822.91
所得税	-5.08	4.51	-3.43	-0.68	-0.41
税后利润	-6739.05	2346.51	-6865.39	-1358.30	-822.50
归属于非控股股东利润	-0.03	-0.07	0.09	0.03	0.01
归属于母公司股东利润	-6739.02	2346.58	-6865.48	-1358.33	-822.52
EBITDA	-6546.22	2413.66	-6743.95	-1075.62	-355.55
NOPLAT	-2037.37	-2357.64	-2978.92	-2700.81	-2152.26
EPS(元)	-0.46	0.16	-0.47	-0.09	-0.06

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营收额增长率	71.32%	53.62%	48.63%	69.65%	33.23%
EBIT 增长率	21.75%	128.61%	-463.98%	76.32%	32.24%
EBITDA 增长率	23.24%	136.87%	-379.41%	84.05%	66.95%
税后利润增长率	22.72%	134.82%	-392.58%	80.22%	39.45%
盈利能力					
毛利率	70.53%	77.25%	69.81%	65.04%	66.11%
净利率	-434.33%	98.45%	-193.79%	-22.60%	-10.27%
ROE	27.32%	19.70%	-45.93%	-9.99%	-6.44%
ROA	-42.45%	11.51%	-28.56%	-5.74%	-3.52%
ROIC	8.52%	6.48%	110.69%	100.26%	78.83%
估值倍数					
P/E	-15.59	44.77	-15.30	-77.34	-127.72
P/S	67.71	44.07	29.65	17.48	13.12
P/B	-4.26	8.82	7.03	7.73	8.23
EV/EBIT	1.70	-7.39	2.45	9.59	13.61
EV/EBITDA	1.79	-6.05	2.62	15.17	44.14

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681
 网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
 邮编：100031
 传真：86-10-88366686