

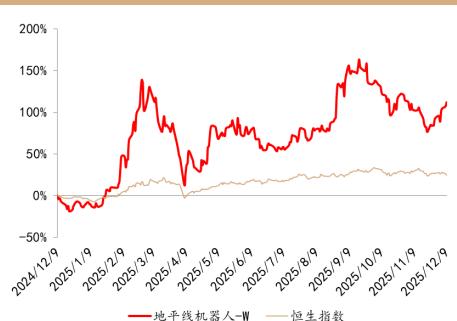


股票投资评级

地平线机器人-W(9660.HK)

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价（港币）	8.70
总股本/流通股本（亿股）	146.52/ 125.27
总市值/流通市值（亿港币）	1159.75 / 991.59
52周内最高/最低价	11.32 / 3.32
资产负债率(%)	299.40%
市盈率	-11.68
第一大股东	Everest Robotics Limited

研究所

分析师: 万玮
SAC 登记编号:S1340525030001
Email : wanwei@cnpsec.com
分析师: 吴文吉
SAC 登记编号:S1340523050004
Email : wuwenji@cnpsec.com

大算力+HSD，打造越级智能辅助驾驶

● 投资要点

征程系列累计出货量破千万。公司自主研发设计的智能计算架构BPU®，历经三代架构迭代，从伯努利架构到纳什架构，BPU®计算性能6年间提升了246倍。2025年开启量产的征程®6系列基于新一代BPU纳什架构开发，覆盖10-560TOPS算力，是目前国内唯一满足从L2辅助驾驶到全场景城区辅助驾驶需求的计算方案，高效满足智能汽车的多元化需求；征程®系列客户覆盖超40家国内外车企，合作车型超400款，服务车主超600万。截至2025年8月底，地平线征程®家族车载智能计算方案总出货量已突破1000万片。

HSD 覆盖多元化车型，进入大规模量产阶段。随着公司HSD量产阵营的不断扩大，软硬结合技术路径也持续获得市场广泛验证与高度认可。HSD采用一段式端到端架构，并融入强化学习能力，实现从“光子输入到轨迹输出”的系统超低时延，大幅提升辅助驾驶的安全、效率、舒适。新一代旗舰车载智能计算方案——征程6P，以高达560TOPS的算力实现代际性能跃迁，结合硬件架构革新与安全冗余设计，为HSD的规模化落地提供了坚实支撑。目前公司的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。随着星途ET5、风云T9L、iCAR V27等多款合作车型的陆续亮相，公司HSD将覆盖更多细分市场与多元化车型，进入大规模量产的高速发展周期，有望实现“HSD千万量产”的目标。

● 投资建议

我们预计公司2025/2026/2027年分别实现收入35.9/56.0/81.4亿元，实现归母净利润分别为-70.3/-15.1/-8.3亿元，维持“买入”评级。

● 风险提示

技术迭代和研发投入不及预期的风险；行业竞争格局加剧风险；客户合作稳定性风险；自动驾驶渗透率提升不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2384	3589	5596	8137
增长率(%)	54%	51%	56%	45%
归属母公司净利润（百万元）	2347	-7025	-1510	-829
增长率(%)	135%	-399%	79%	45%
EPS(元/股)	0.51	-0.48	-0.10	-0.06
市盈率(P/E)	6.49	-16.69	-77.67	-141.51

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.1 相对估值

公司是市场领先的乘用车高级辅助驾驶(ADAS)和高阶自动驾驶(AD)解决方案供应商，拥有专有的软硬件技术。公司的解决方案整合了领先的算法、专用的软件和先进的处理硬件，为高级辅助和高阶自动驾驶提供核心技术，从而提高驾驶和乘坐的安全性和体验感。依托已大规模部署的前装量产解决方案，公司成为了智能汽车转型及商业化的关键推动者，拥有庞大的全球客户群，包括行业领先的 OEM 和一级供应商。选取黑芝麻智能、佑驾创新、文远知行、小马智行以及寒武纪为可比公司，2025 年可比公司 iFind 一致预期 PS 均值 44.38x，公司作为市场领导者，抓住行业的巨大发展机会，业务有望实现显著的规模性增长，维持“买入”评级。

图表1：相对估值表（可比公司数据来自 iFind 一致性预期，地平线机器人-W 营业收入预测值采用中邮证券研究所预测值）

证券简称	证券代码	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				PS			
			TTM	2025E	2026E	2027E	TTM	2025E	2026E	2027E
黑芝麻智能	2533.HK	123	5.47	8.23	13.97	21.81	22.57	14.99	8.84	5.66
佑驾创新	2431.HK	42	7.64	9.98	14.71	20.58	5.46	4.18	2.84	2.03
文远知行	0800.HK	222	5.11	5.87	11.31	20.17	43.32	37.74	19.59	10.98
小马智行	2026.HK	437	7.04	5.66	6.58	13.79	62.10	77.24	66.45	31.69
寒武纪	688256.SH	6055	39.90	69.03	139.49	221.19	151.75	87.72	43.41	27.38
均值								44.38	28.22	15.55
地平线机器人-W	9660.HK	1,160	30.16	35.89	55.96	81.37	38.46	32.31	20.73	14.25

资料来源：iFind，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表									
营业收入	2,384	3,589	5,596	8,137	成长能力				
其他收入	0	0	0	0	营业收入	53.62%	50.58%	55.91%	45.42%
营业成本	542	760	1,108	1,513	归母净利润	134.82%	-399.36%	78.51%	45.11%
销售费用	410	431	560	814	获利能力				
管理费用	638	933	1,399	2,034	毛利率	77.25%	78.82%	80.19%	81.41%
研发费用	3,156	7,322	4,001	4,882	销售净利率	98.45%	-195.72%	-26.98%	-10.18%
财务费用	-376	-22	-62	16	ROE	19.70%	-144.88%	-45.77%	-34.11%
除税前溢利	2,351	-7,037	-1,513	-830	ROIC	16.00%	-134.10%	-42.43%	-28.66%
所得税	5	-12	-3	-2	偿债能力				
净利润	2,347	-7,026	-1,510	-829	资产负债率	41.53%	83.72%	92.10%	95.56%
少数股东损益	0	-1	0	0	净负债比率	-125.59%	-452.60%	-955.10%	-1721.33%
归属母公司净利润	2,347	-7,025	-1,510	-829	流动比率	13.46	1.78	1.32	1.18
					速动比率	13.00	1.63	1.20	1.07
营运能力									
EBIT	1,975	-7,060	-1,575	-814	总资产周转率	0.13	0.14	0.16	0.17
EBITDA	1,975	-7,010	-1,528	-770	应收账款周转率	3.91	3.46	3.17	3.08
EPS (元)	0.51	-0.48	-0.10	-0.06	应付账款周转率	42.17	46.61	48.63	46.54
资产负债表									
流动资产	17,196	25,907	37,100	49,514	每股指标(元)				
现金	15,371	22,352	31,908	42,217	每股收益	0.51	-0.48	-0.10	-0.06
应收账款及票据	679	1,394	2,139	3,138	每股经营现金流	0.00	-0.45	-0.15	-0.13
存货	585	1,151	1,691	2,281	每股净资产	0.90	0.33	0.23	0.17
其他	560	1,009	1,362	1,878	估值比率				
非流动资产	3,183	3,873	4,642	5,228	P/E	6.49	-16.69	-77.67	-141.51
固定资产	774	748	723	700	P/B	3.67	24.19	35.55	48.27
无形资产	466	443	420	399	EV/EBITDA	14.56	-13.60	-56.13	-97.97
其他	1,943	2,683	3,498	4,128	现金流量表				
资产总计	20,379	29,781	41,742	54,741	经营活动现金流	18	-6,526	-2,155	-1,845
流动负债	1,278	14,557	28,068	41,937	净利润	2,347	-7,025	-1,510	-829
短期借款	15	15	15	15	少数股东权益	0	-1	0	0
应付账款及票据	15	18	28	37	折旧摊销	0	50	47	44
其他	1,249	14,524	28,026	41,885	营运资金变动及其他	-2,329	449	-692	-1,060
非流动负债	7,186	10,376	10,376	10,376	投资活动现金流	-1,932	13,565	11,767	12,210
长期债务	393	393	393	393	资本支出	-912	0	0	0
其他	6,794	9,983	9,983	9,983	其他投资	-1,020	13,565	11,767	12,210
负债合计	8,464	24,932	38,444	52,312					
普通股股本	0	0	0	0	筹资活动现金流	5,815	-16	-16	-16
储备	12,707	5,642	4,092	3,223	借款增加	237	0	0	0
归属母公司股东权益	11,914	4,849	3,299	2,429	普通股增加	5,584	0	0	0
少数股东权益	1	0	0	0	已付股利	0	-16	-16	-16
股东权益合计	11,915	4,849	3,298	2,429	其他	-6	0	0	0
负债和股东权益	20,379	29,781	41,742	54,741	现金净增加额	4,011	6,982	9,556	10,309

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内相对市场表现，即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3

楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048