

地平线机器人 (9660 HK)

上半年业绩回顾：量价齐升驱动收入增长 68%

地平线机器人发布了强劲的 2025 年上半年业绩。公司收入同比显著提升 68%至 15.7 亿元人民币，主要由汽车产品解决方案业务的大幅增长（同比增加 250%）带动。据管理层，公司在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分别为 45.8%和 32.4%，进一步巩固了在中国汽车科技市场的领导地位。尽管产品结构变化导致毛利率同比下降 13.7 个百分点，但整体毛利率仍维持在 65.4%的高位。因公司持续加大研发投入（包括地平线高阶智能驾驶系统和云端训练）、股份支付费用以及合资公司亏损，地平线上半年的净亏损小幅扩大至 52 亿元人民币（去年同期为 51 亿元人民币）。我们持续看好地平线在中国辅助驾驶加速普及趋势中的竞争优势。重申“买入”评级，目标价上调至 12.3 港元（基于 30 倍 2030 年预测市盈率）。

■ **产品解决方案：公司未来的核心增长引擎。**受强劲的出货量拉动和产品单价提升的驱动，该业务板块上半年收入同比大幅增长 250%至 7.78 亿元人民币。产品出货量实现翻倍增长至 200 万件，其中中、高端产品同比激增 6 倍至 100 万件，这主要得益于 NOA 功能在中国市场渗透率的快速提升（从 2024 年的 20%攀升至上半年的 32%）。产品单价同比上涨约 70%，反映产品结构逐步转向更高价值量的产品。除比亚迪、理想汽车等重点客户的采购持续强劲外，吉利、奇瑞和长安等公司的采购量也在快速提升。此外，管理层还获得了来自两家日本车企的新订单（全生命周期量超 750 万件）。我们预测 2025/26 年公司芯片及解决方案出货量将达 430 万、660 万件，产品单价同比提升 100%+、29%。我们预计公司今年产品解决方案收入将达到 21 亿元人民币，其中产品解决方案与授权/服务业务的收入占比有望达到 60%/40%（2024 年为 29%/71%）。我们预期地平线的产品解决方案销售额增速将在未来几年加快。

■ **利润率：在结构变化中维持健康水平。**我们预测公司长期毛利率将稳定在 50%以上。上半年毛利率同比下降 13.7 个百分点，反映芯片销售贡献的大幅提升（上半年占收入的 50%，去年同期为 24%），而该业务毛利率低于授权/服务业务。尽管如此，受益于产品结构高端化，产品解决方案业务的毛利率提升了 3.9 个百分点至 45.6%。授权/服务业务毛利率因人工成本增加，下降 3.2 个百分点至 89.7%。考虑到公司来自芯片收入的占比提升，以及芯片产品利润率的持续改善（受益于高端 J6 系列的持续推广，以及高阶智能驾驶系统的商业化驱动），我们预测公司 2025/26 年整体毛利率为 63.8%/58.1%。

■ **重申“买入”评级，目标价上调至 12.3 港元，基于 30 倍 2030 年预测市盈率**（此前为 21.5 倍），与同业平均水平一致。我们认为中国推动智驾平权的政策红利将持续，并加速 L2+自动驾驶技术的普及。主要风险：行业普及速度放缓、市场竞争加剧及半导体供应链紧张。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入(百万人民币)	1,552	2,384	3,666	5,581	8,734
同比增长(%)	71.3	53.6	53.8	52.2	56.5
毛利率(%)	70.5	77.3	63.8	58.1	55.6
净利润(百万人民币)	(6,739.0)	2,346.5	(6,927.8)	(1,961.7)	131.8
每股收益(人民币)	(2.50)	0.51	(0.52)	(0.15)	0.01
市销率(倍)	66.6	43.3	28.2	18.5	11.8
股本回报率(%)	na	na	(78.9)	(39.0)	2.7

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入(维持)

目标价	12.30 港元
(旧目标价)	8.9 港元)
潜在升幅	28.1%
当前股价	9.60 港元

中国半导体

杨天薇, Ph.D

(852) 3916 3716

lilyyang@cmbi.com.hk

张元圣

(852) 3761 8727

kevinzhang@cmbi.com.hk

蒋嘉豪

(852) 39163739

JiangJiahao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	112,866.2
3 月平均流通量(百万港元)	1,487.8
52 周内股价高/低(港元)	NA/NA
总股本(百万)	11756.9

资料来源：FactSet

股东结构

SAIC QIJUN I HLDG LTD	9.3%
GIL TRUST LIMITED	8.1%

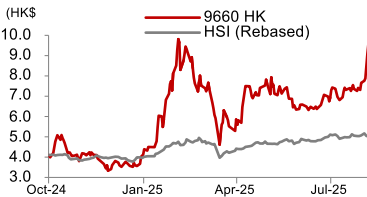
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	31.3%	33.7%
3 - 月	26.8%	19.2%
6 - 月	15.7%	5.8%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

图 1: 招银国际预测 vs. 彭博一致预期

人民币百万元	招银国际预测			彭博一致预期			对比 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
收入	3,666	5,581	8,734	3,921	6,488	9,864	-6.5%	-14.0%	-11.5%
毛利	2,340	3,245	4,859	2,705	4,256	6,421	-13.5%	-23.8%	-24.3%
净利润	(6,928)	(1,962)	132	(3,428)	(1,435)	558	NA	NA	-76.4%
每股收益 (人民币)	(0.52)	(0.15)	0.01	(0.42)	(0.15)	0.01	NA	NA	10.7%
毛利率	63.8%	58.1%	55.6%	69.0%	65.6%	65.1%	-5.2 ppt	-7.5 ppt	-9.5 ppt
净利率	-189.0%	-35.1%	1.5%	-87.4%	-22.1%	5.7%	-101.5 ppt	-13 ppt	-4.2 ppt

资料来源: 彭博一致预期, 招银国际环球市场预测

图 2: 招银国际最新预测 vs. 过往预测

人民币百万元	最新预测			过往预测			对比 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
收入	3,666	5,581	8,734	3,574	5,381	8,407	2.6%	3.7%	3.9%
毛利	2,340	3,245	4,859	2,330	3,207	4,792	0.4%	1.2%	1.4%
净利润	(6,928)	(1,962)	132	(2,216)	(1,398)	336	NA	NA	-60.8%
每股收益 (人民币)	(0.52)	(0.15)	0.01	(0.17)	(0.11)	0.03	NA	NA	-66.7%
毛利率	63.8%	58.1%	55.6%	65.2%	59.6%	57.0%	-1.4 ppt	-1.5 ppt	-1.4 ppt
净利率	-189.0%	-35.1%	1.5%	-62.0%	-26.0%	4.0%	-127 ppt	-9.2 ppt	-2.5 ppt

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 3: 同业对比

公司名称	股票代码	市值	股价	市盈率 (倍)		每股收益 (美元)	
		(百万美元)	(本地货币)	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E
MOBILEYE	MBLY US	11,506	14.01	45.2	37.8	0.31	0.37
英伟达	NVDA US	4,232,574	174.18	38.7	27.7	4.50	6.29
高通	QCOM US	173,428	160.73	13.5	13.4	11.90	11.98
AMD	AMD US	263,923	162.63	41.1	27.0	3.95	6.03
恩智浦	NXPI US	59,209	234.85	19.9	16.6	11.81	14.14
德州仪器	TXN US	184,082	202.48	34.8	29.1	5.82	6.95
瑞萨电子	6723 JT	22,499	1767.00	10.6	8.8	1.13	1.37
		平均值		29.1	22.9	5.6	6.7

资料来源: 彭博一致预期, 招银国际环球市场; 数据截至 2025 年 8 月 29 日

财务分析

损益表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	906	1,552	2,384	3,666	5,581	8,734
销售成本	(278)	(457)	(542)	(1,327)	(2,336)	(3,875)
毛利	628	1,094	1,841	2,340	3,245	4,859
运营费用	(2,760)	(3,125)	(3,986)	(5,606)	(5,328)	(4,857)
销售费用	(299)	(327)	(410)	(550)	(558)	(611)
行政费用	(374)	(443)	(638)	(623)	(670)	(699)
研发费用	(1,880)	(2,366)	(3,156)	(4,766)	(4,465)	(4,018)
其他	(207)	12	218	333	365	471
运营利润	(2,132)	(2,031)	(2,144)	(3,267)	(2,083)	2
其他收入	97	159	376	146	121	129
其他费用	(6,690)	(4,872)	4,119	(3,807)	0	0
EBIT	(8,725)	(6,744)	2,351	(6,928)	(1,962)	132
所得税	4	5	(5)	0	0	0
税后利润	(8,720)	(6,739)	2,347	(6,928)	(1,962)	132
非控股权益	(1)	(0)	0	0	0	0
净利润	(8,719)	(6,739)	2,347	(6,928)	(1,962)	132

资产负债表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	8,804	13,538	17,196	11,186	9,836	10,920
现金与现金等价物	6,609	11,360	15,371	9,104	7,593	8,035
限定用途现金	1,204	710	0	0	0	0
应收款项	421	541	679	728	802	1,017
存货	364	791	585	1,014	1,162	1,598
预付款项	206	137	534	341	279	271
其他流动资产	0	0	27	0	0	0
非流动资产	1,092	2,336	3,183	3,207	3,348	3,569
物业及厂房及设备 (净额)	221	433	774	1,008	1,233	1,461
使用权资产	258	217	212	184	170	174
无形资产	319	303	320	347	324	263
以公允价值计入损益的资产	69	81	630	445	407	448
其他非流动资产	224	1,301	1,248	1,224	1,214	1,223
总资产	9,895	15,874	20,379	14,393	13,185	14,489
流动负债	27,151	40,252	1,278	1,441	1,551	1,855
短期债务	0	0	15	15	15	15
应付款项	282	552	321	580	729	999
其他流动负债	26,756	39,624	621	526	486	521
租赁负债	51	52	72	72	72	72
合同负债	63	25	249	249	249	249
非流动负债	182	287	7,186	7,315	7,207	7,209
长期债务	13	113	393	522	414	415
其他非流动负债	170	174	6,794	6,794	6,794	6,794
总负债	27,334	40,539	8,464	8,756	8,758	9,064
股本	0	0	0	0	0	0
留存收益	(18,832)	(25,571)	(22,791)	(29,719)	(31,680)	(31,548)
其他储备	1,394	906	34,705	35,355	36,106	36,973
股东权益总额	(17,438)	(24,665)	11,914	5,636	4,426	5,425
少数股东权益	(0)	(0)	1	1	1	1
总负债和股东权益	9,895	15,874	20,379	14,393	13,185	14,489

现金流量表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	(8,725)	(6,744)	2,351	(6,928)	(1,962)	132
折旧摊销	293	357	365	463	565	680
营运资金变化	(245)	(938)	284	(51)	(65)	(458)
其他	7,119	5,581	708	961	934	1,067
净经营现金流	(1,557)	(1,745)	3,708	(5,555)	(528)	1,420
投资现金流						
资本开支	(549)	(454)	(718)	(568)	(586)	(638)
收购与投资	(71)	(1,453)	69	0	0	0
处理短期投资所得现金	4,945	4,410	(39,035)	(128)	(168)	(214)
其他	(4,539)	(3,171)	0	0	0	0
净投资现金流	(215)	(667)	(39,683)	(696)	(754)	(851)
融资现金流						
净借贷	13	100	294	129	(108)	1
发行股票所得现金	255	7,189	33,942	0	0	0
其他	(55)	(70)	5,997	(146)	(121)	(129)
净融资现金流	212	7,219	40,233	(17)	(229)	(128)
净现金流变动						
年初现金	8,050	6,609	11,360	15,371	9,104	7,593
汇率变动	118	(56)	(247)	0	0	0
其他	(1,559)	4,807	4,258	(6,268)	(1,511)	441
年末现金	6,609	11,360	15,371	9,104	7,593	8,035
增长率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
销售收入	94.1%	71.3%	53.6%	53.8%	52.2%	56.5%
毛利润	89.6%	74.3%	68.3%	27.1%	38.7%	49.8%
盈利能力比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
毛利率	69.3%	70.5%	77.3%	63.8%	58.1%	55.6%
营业利益率	(235.4%)	(130.9%)	(90.0%)	(89.1%)	(37.3%)	0.0%
股本回报率	na	na	na	(78.9%)	(39.0%)	2.7%
资产负债比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
流动比率 (倍)	0.3	0.3	13.5	7.8	6.3	5.9
估值指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
市盈率	ns	ns	17.2	ns	ns	879.5

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼 **电话:** (852) 3900 0888 **传真:** (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。