

地平線機器人 (9660.HK) 於上周四順利登陸港交所，募集資金總額達 54.07 億港元，成為今年港股規模最大的科技 IPO。地平線機器人 (9660.HK) 作為國內智駕晶片以及軟體解決方案領軍企業，吸引了一眾明星股東，既有新能源領域頭部公司如比亞迪、寧德時代等，又有包括紅杉資本、高瓴資本在內的知名投資機構。地平線機器人 (9660.HK) 目前的產品佈局、技術能力以及成長前景如何，目前的業務能否支撐其較高的估值？

## 港股年內最大科技 IPO 來了，地平線有何具體亮點？目前估值貴嗎？

10月23日晚間，中國智能駕駛行業的領先企業地平線機器人-W (9660.HK) 公佈了其首次公開募股 (IPO) 的最終發行價格和分配細節。公告顯示，地平線機器人-W (9660.HK) 將 IPO 的發行價設定在每股 3.99 港元，這是其招股價格範圍的上限。通過這次公開募股，公司共籌集了 54.07 億港元，成為今年港股市場上最大的科技 IPO。公開發售部分認購倍數達到了 33.83 倍，國際配售部分認購倍數為 13.81 倍，這無疑進一步證明了二級市場投資者對地平線機器人-W (9660.HK) 的高度認可和期待。

圖一：公司 IPO 發售情況



# 地平线

**Horizon Robotics**  
 (於開曼群島註冊成立以不同投票權控制的有限公司)

全球發售

全球發售項下的發售股份數目	： 1,355,106,600股發售股份 (視乎超額配股權行使與否而定)
香港發售股份數目	： 203,266,200股發售股份 (經重新分配後調整)
國際發售股份數目	： 1,151,840,400股發售股份 (經重新分配後調整及視乎超額配股權行使與否而定)
最終發售價	： 每股發售股份3.99港元，另加1%經紀佣金、0.0027%證監會交易徵費、0.00565%聯交所交易費及0.00015%會財局交易徵費(須於申請時以港元繳足，多繳股款可予退還)
面值	： 每股發售股份0.0000025美元
股份代號	： 9660

資料來源：地平線機器人-W (9660.HK) 招股說明書



這家在智能駕駛領域享有“獨角獸”之稱的公司在 IPO 過程中，吸引了眾多國內外知名機構投資者的關注和參與。其中，阿裏巴巴、百度、達飛集團以及一家寧波市政府基金作為基石投資者，共同認購了約 2.2 億美元（約合 17 億港元）的股份。除此之外，柏基投資、挪威央行投資管理公司、威靈頓投資管理集團等知名投資機構也積極參與了此次認購。

圖二：公司基石投資者情況

投資者	獲分配的發售股份數目	佔發售股份總數的百分比 <sup>(1)</sup>	佔緊隨全球發售完成後本公司已發售股份總數的百分比 <sup>(1)(3)</sup>	現有股東或其緊密聯繫人
Alisoft China Holding Limited	97,326,000	7.18%	0.75%	否
Baidu (Hong Kong) Limited	97,326,000	7.18%	0.75%	否
PARTICIPATIONS I	19,266,600	1.42%	0.15%	否
JSC International Investment Fund SPC (為及代表寧波甬寧高芯SP行事) <sup>(2)</sup>	213,805,200	15.78%	1.64%	是
總計	427,723,800	31.56%	3.28%	

資料來源：地平線機器人-W (9660.HK) 招股說明書

自 2015 年成立以來，地平線機器人-W (9660.HK) 便一直獲得資本市場的青睞。根據其招股說明書披露的資訊，公司在上市前已完成超過 34 億美元的累計融資。具體來看，在完成首輪融資後，地平線機器人-W (9660.HK) 的估值為 6000 萬美元。而到了去年底，公司在完成 D 輪融資後，估值已經飆升至 87.1 億美元，增長速度十分迅猛。這充分反映出資本市場對地平線機器人-W (9660.HK) 的高度認可和期待。在投資方的名單中，可以看到地平線機器人-W (9660.HK) 背後強大的產業資本和知名風險投資機構的支持，既包括一系列產業鏈上下游的知名企業，例如上汽集團、廣汽集團、長城汽車、比亞迪、中國一汽、寧德時代、立訊精密、星宇股份和韋爾股份等，這些企業不僅在資金上給予支持，還可能在業務合作上與地平線機器人-W (9660.HK) 形成協同效應。同時，地平線機器人-W (9660.HK) 也吸引了一批知名的產業資本和創投機構，包括雲鋒基金、五源資本、紅杉資本、高瓴資本、黑石集團、黃浦江創投以及 SK Hynix 等。

#### ➤ 智能駕駛硬體產品技術能力全面，國內競爭優勢強

地平線機器人-W (9660.HK) 將自己定位為 Tier 2 智能駕駛技術供應商，專注於向汽車行業的 OEM 提供集成軟硬體的高級輔助駕駛 (ADAS) 和自動駕駛解決方案。地平線機器人-W (9660.HK) 在汽



車領域的業務主要分為兩大類：產品解決方案和授權及服務。產品解決方案包括所需的演算法、處理硬體以及完整的開發工具包等，包括 Horizon Mono、Horizon Pilot 和 Horizon SuperDrive 等產品。而授權及服務則涉及演算法、軟體和開發工具鏈的授權，地平線機器人-W (9660.HK) 會根據服務的類型、技術複雜度、所需人員和資源的數量來收取相應的服務費用：

Horizon Mono 是地平線機器人-W (9660.HK) 公司推出的主動安全高級輔助駕駛系統，旨在提升日常駕駛的安全和舒適度。它能夠實現自動緊急制動 (AEB) 和智能大燈 (IHB) 等安全功能，增強乘客和道路使用者的安全保障。同時，Horizon Mono 還支持自適應巡航控制 (ACC) 和交通擁堵輔助 (TJA) 等舒適性功能，進一步提升駕駛體驗。通過這些先進的輔助駕駛技術，Horizon Mono 致力於讓駕駛更加安全、舒適。

Horizon Pilot 是公司的高速自動領航(NOA)解決方案，屬於高階自動駕駛技術，旨在為駕駛者提供安全而高效的駕駛體驗。除了具備增強的主動安全特性外，Horizon Pilot 還能夠執行更高級的駕駛操作，例如自動進出高速匝道、在交通擁堵時自動並線、自動變道以及在高速公路上實現自動駕駛。

Horizon SuperDrive：地平線機器人-W (9660.HK) 推出的一款高階自動駕駛解決方案，它搭載了公司最先進的處理硬體。該方案旨在實現在城市道路、高速公路以及泊車等不同場景下的流暢、人性化的高階自動駕駛體驗。預計 Horizon SuperDrive 將能夠應對各種複雜的交通環境，並採用更加積極主動、更具交互性的駕駛方式。它將能夠實現包括優雅避障、人性化柔和制動、動態速度調節以及平穩進行無保護左轉等一系列高級自動駕駛功能。通過這些先進的技術，Horizon SuperDrive 致力於為用戶提供安全、舒適、智能的自動駕駛體驗。

圖三：公司智能駕駛解決方案



資料來源：地平線機器人-W (9660.HK) 官網



在技術方面，地平線機器人-W (9660.HK) 公司已經建立了一套智能駕駛相關的全棧技術能力，涵蓋了駕駛功能的演算法、底層處理硬體，以及支持軟體開發和個性化定制的各類工具。公司的全棧技術能力以及豐富的本地業務運營經驗使得公司能夠為國內客戶提供供高效率、高性能及低系統延遲的軟硬一體化解決方案。另外，地平線機器人-W (9660.HK) 的業務模式高度靈活，可為客戶提供在演算法、軟體、開發工具以及處理硬體等全棧產品中的任意解決方案或任意組合組件，以滿足他們的特定需求，而且地平線機器人-W (9660.HK) 的商業模式具有很高的可擴展性，這主要表現在能夠在廣泛的客戶基礎中實現“複製效應”。例如，一旦某家 OEM 客戶在某一車型上成功採用了地平線機器人-W (9660.HK) 的解決方案，他們往往會將與地平線機器人-W (9660.HK) 的合作擴展到更多車型。這表明公司實際上擁有多條增長曲線，共同推動公司業績持續提升。

憑藉規模化經營、本土化策略和高效的服務，地平線機器人-W (9660.HK) 迅速構建了自己的產業生態系統。該公司的解決方案在定點車型上的應用數量持續增長，從 2021 年的 44 款增加到 2024 年上半年的 275 款，僅在 2023 年一年內就新增了超過 100 款定點車型。公司提供的軟硬體一體化解決方案已被 27 家 OEM 採用，裝配在超過 290 款車型上，括上汽集團、大眾汽車集團、比亞迪、理想汽車、廣汽集團、深藍汽車、北汽集團等，以及多家 Tier1、軟硬體合作夥伴，覆蓋了從 8 萬元到 43 萬元的廣泛價格區間。

圖四：公司客戶名單



資料來源：地平線機器人-W (9660.HK) 招股說明書，公司官網

在競爭格局方面，在 2024 年上半年，地平線機器人-W (9660.HK) 佔據了中國本土 OEM 高級輔助駕駛裝機量 35.9% 的市場份額。根據地平線機器人-W (9660.HK) 的招股說明書，它是中國前五大高級輔助駕駛和高階自動駕駛解決方案提供商中唯一的中國企業。灼識諮詢以及高工智能汽車研究院的數據顯示，按照 2023 年及 2024 年上半年的解決方案裝機量計算，地平線機器人-W (9660.HK) 在中國本土 OEM 中分



別位居第二大和最大高級輔助駕駛解決方案提供商，市場份額分別為 21.3%和 33.7%。這一顯著的市場份額增長反映了地平線機器人-W ( 9660.HK ) 在智能駕駛領域的領先地位和快速增長勢頭，在今年上半年成功超越 mobileye 佔據市場第一。地平線機器人-W ( 9660.HK ) 在市場佔有率和出貨量方面能夠處於領先地位，這得益於其已經建立的成熟的大規模量產工程體系。這一體系不僅能夠推動前沿軟體演算法和計算方案的持續迭代和優化，還能顯著提高產品的應用效率，為公司在高階智能駕駛市場的領先地位提供了堅實的基礎。

圖五：2024 上半年 ADAS 解決方案廠商市場份額

排名	供應商	市場份額
1	 地平线	33.73%
2	 mobileye	27.77%
3	 RENESAS	19.75%
4	 AMD	6.19%
	其他	12.56%

資料來源：高工智能汽車研究院

同行業比較來看，與行業內以色列公司 mobileye，瑞薩電子以及黑芝麻等公司相比，認為地平線機器人-W ( 9660.HK ) 之所以能夠在市場上佔據一席之地，主要得益於其強大的技術團隊和豐富的研發經驗。此外，他們的征程系列晶片在部分性能（如運算效率及開放性），成本效益，服務及相應速度也展現出了一定的競爭優勢。當然，在全球的品牌影響力和高端性能表現上，還與如英偉達等國際巨頭存在一定差距。

資本市場  
 經紀業務  
 資產管理  
 財富管理



圖六：地平線與其他公司 AI 晶片對比情況

晶片	A1000	A1000L	A1000 Pro	J3	J5	J6	EyeQ6H	Orin
供應商	黑芝麻 智能	黑芝麻 智能	黑芝麻智能	地平線	地平線	地平線	Mobileye	英偉達
推出時間	2020.06	2020.06	2021.04	2020.09	2021.05	2024.04	2023.02	2019.12
制程	16nm	16nm	16nm	16nm	16nm		7nm	7nm
算力	58TOPS	16TOPS	106+TOPS	6TOPS	128TOPS	560TOPS	34TOPS	254TOPS
功耗	18W	15W	25W	2.5W	30W		15W	45W
支持攝像頭數量	16	8	20	6	16	24		16
ASIL	ASIL-B	ASIL-B	不適用	不適用	ASIL-B	ASIL-B	ASIL-B	ASIL-B
CPU 核心數目	11	11	11	5	8	18	8	不適用

資料來源：各公司季度報告，wind

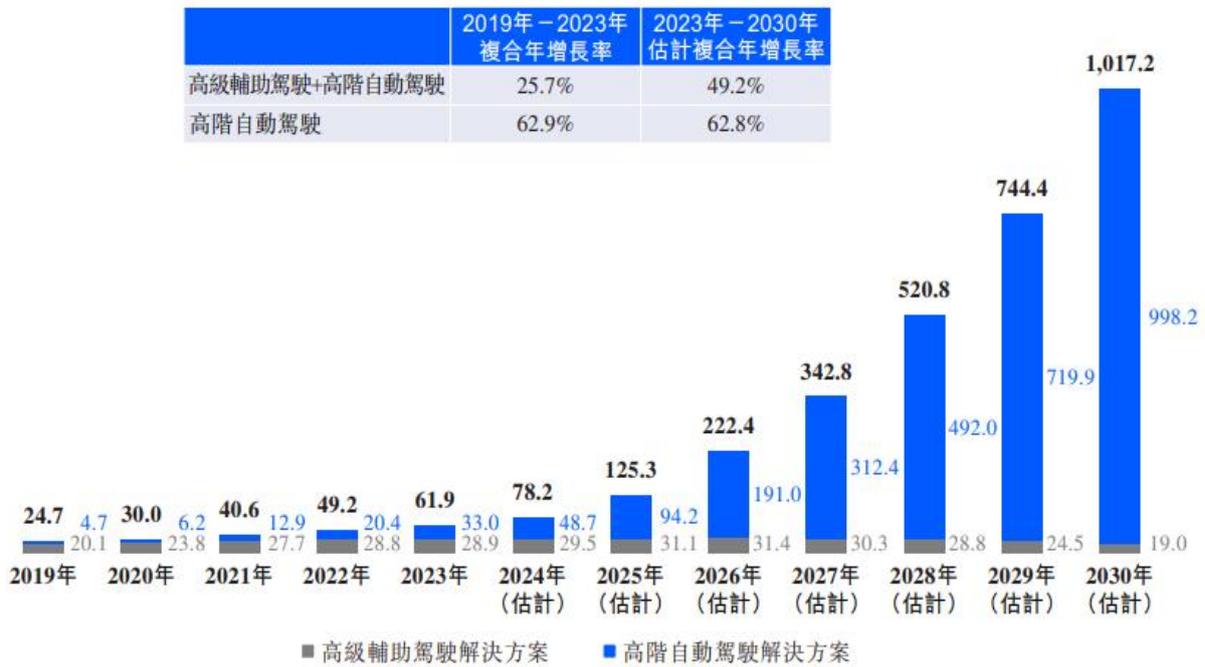
### ➤ ADAS 解決方案空間廣闊，成長性可觀

ADAS 解決方案作為智能汽車的“大腦”，對於實現各種駕駛自動化功能至關重要。它由演算法、軟體和處理硬體構成，以支持開發和部署過程。由於 OEM 在選擇供應商時需要經歷一個漫長的驗證和測試流程，因此供應商層級通常比較穩定，並且主要集中在行業內的領先企業。中國是全球最大的乘用車新車市場，2023 年新增乘用車銷量 2170 萬輛，其中智能汽車 1240 萬輛，滲透率達 57.1%。灼識諮詢預計，到 2026 年及 2030 年，中國智能汽車銷量將分別達到 2040 萬輛及 2980 萬輛，滲透率 81.2%及 99.7%。

在市場規模方面，得益於技術的快速進步和消費者需求的持續增長，高級輔助駕駛系統 (ADAS) 在全球範圍內的普及率不斷提升。據灼識諮詢的數據顯示，2023 年全球及中國的高級輔助駕駛滲透率均已超過 50%。此外，全球高級輔助駕駛和高階自動駕駛解決方案的市場規模在 2023 年已經達到 619 億元人民幣，並預計將以 49.2%的複合年增長率增長，到 2030 年將達到 10171 億元人民幣。這一增長趨勢不僅反映了市場對高級輔助駕駛功能的旺盛需求，也預示著高階自動駕駛技術將在未來幾年內實現更廣泛的應用。



圖七：全球高級輔助駕駛和高階自動駕駛解決方案的市場規模



資料來源：灼識諮詢

在中國市場而言，2023 年高級輔助駕駛和高階自動駕駛解決方案的市場規模總額為人民幣 245 億元。預計至 2030 年，中國的市場規模總額將以 49.4% 的複合年增長率增長至人民幣 4,070 億元。

圖八：中國高級輔助駕駛和高階自動駕駛解決方案的市場規模



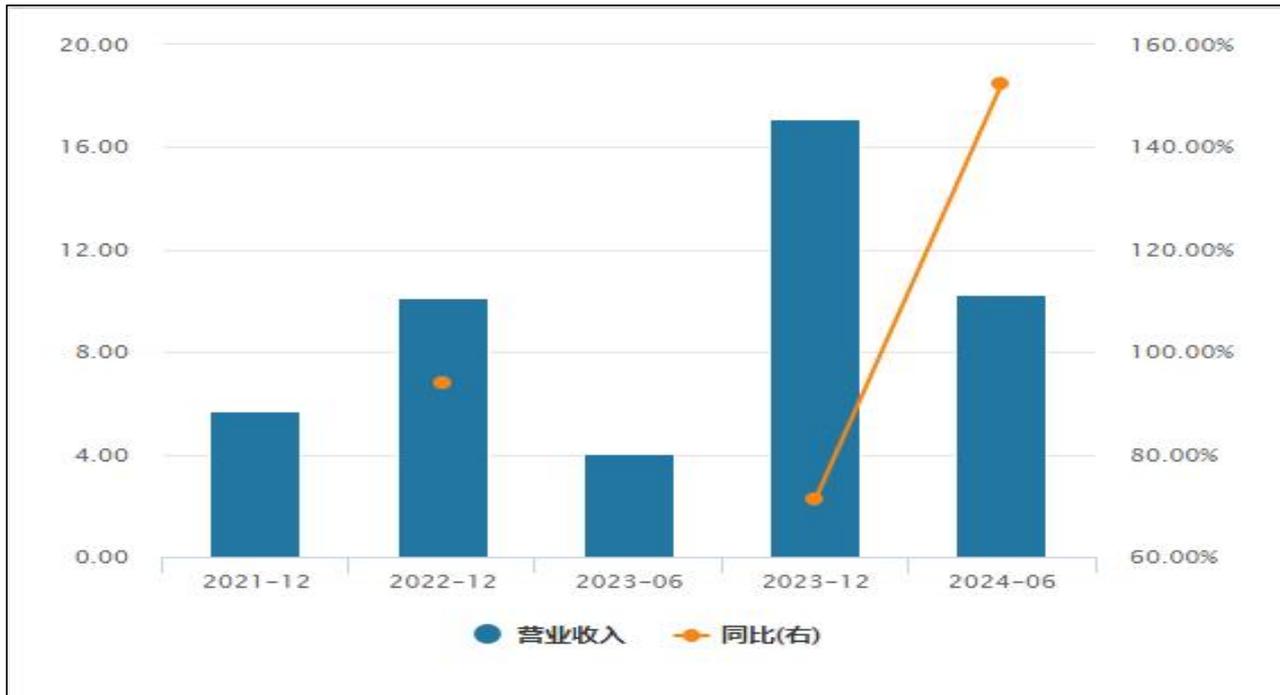
資料來源：灼識諮詢



➤ 營收高增，虧損問題有待解決：

地平線機器人-W ( 9660.HK ) 近年來的收入增長勢頭強勁。在 2021 年、2022 年、2023 年以及 2024 年上半年，地平線機器人-W ( 9660.HK ) 分別實現了 4.67 億元、9.06 億元、15.52 億元和 9.35 億元的收入。自 2022 年起，公司的收入同比增長率分別達到了 94.0%、71.3%和 151.6%。這一顯著的收入增長可能主要得益於市場對智能化產品需求的持續上升，反映出地平線機器人-W ( 9660.HK ) 在智能駕駛領域的產品和技術受到了市場的廣泛認可。

圖九：公司年報及半年報營收情況



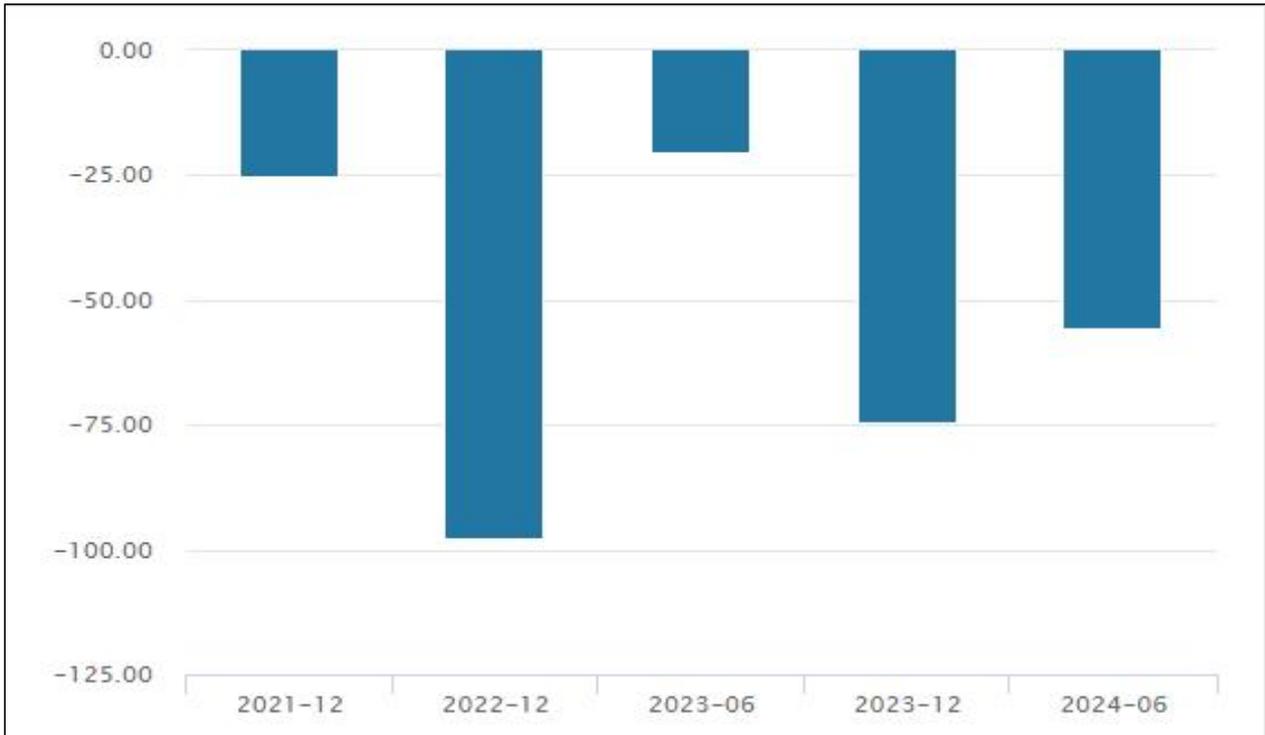
資料來源：Wind

在毛利率方面，地平線機器人-W ( 9660.HK ) 在 2021 年、2022 年、2023 年以及 2024 年上半年的毛利率分別為 70.9%、69.3%、70.5%和 79.0%。可以看出，2024 年上半年的毛利率較之前幾年有顯著提升，顯示出公司在提高產品附加值和優化成本結構方面取得了積極進展

儘管公司在收入方面表現出色，但在盈利能力上，它卻長期面臨著虧損的局面。公司在 2021 年、2022 年、2023 年以及 2024 年上半年的經營虧損達到了 13.35 億元、21.32 億元和 20.31 億元，經調整虧損淨額分別為 11.03 億元、18.91 億元、16.35 億元。



圖十：公司年報及半年報歸母淨利潤情況



資料來源：Wind

地平線機器人-W ( 9660.HK ) 的虧損背後，是其高昂的研發支出。從 2021 年到 2023 年，公司的研發支出分別達到了 11.44 億元、18.8 億元、23.66 億元，這個數字占到了對應年份收入的 245%、207.6% 和 152.5%。今年以來，地平線機器人-W ( 9660.HK ) 機器人在上半年的虧損有所收窄，收入同比增長 151.6%，達到 9.35 億元，而研發開支占總收入的比例為 151.9%，相比 2023 年同期有所減少。今年上半年的經營虧損為 11.05 億元，較去年同期的 12.37 億元有所下降。

認為目前由於自動駕駛技術目前還處於起步階段，且技術更新換代的非常快。根據公開數據，智能駕駛晶片及軟體服務的更新週期通常在 18 個月左右。這表明，為了應對行業的迅猛發展，供應商需要持續創新，不斷推出符合市場需求的新產品，以避免被市場淘汰。這不僅對供應商的技術積累、創新能力和研發速度提出了極高的要求，同時也是對其資金實力的嚴峻考驗。

在研發成本高企的情況下，要止住虧損、邁向盈利，銷售出足夠量的軟硬體產品十分重要。有足夠大的出貨規模才能攤薄成本，在競爭激烈的市場競爭中存活下來，這也是為什麼智能駕駛晶片廠商要儘早進入市場搶奪市場份額。地平線機器人-W ( 9660.HK ) 公司目前還處於市場擴張階段，銷售規模尚未達到能夠實現規模經濟的水準。儘管近年來地平線機器人-W ( 9660.HK ) 的定點車型和裝機量持續攀升，2024 年在中國 OEM 高級輔助駕駛解決方案的市場份額從 3.7% 增長到 33.7%，但如前所述，公司的運研發開支占收入的比重仍然高達 151% 左右，雖然較 2021 年的 358% 有顯著下降，但與成熟



行業相比仍然偏高。缺乏規模效應導致公司無法有效分攤快速增長的費用，進而不斷侵蝕利潤表現。展望未來，隨著公司營收在未來幾年的高速增長，規模經濟效應的增強，其研發成本占總成本的比例將會逐步降低，地平線機器人-W (9660.HK) 各項費用率將逐漸被攤薄。

### \*大客戶依賴明顯

儘管地平線機器人-W (9660.HK) 公司的收入快速增長，為投資者提供了顯著的成長潛力，但公司也面臨著對大客戶依賴的明顯風險。從 2021 年到 2024 年上半年前五大客戶合計貢獻的收入總額為 2.83 億元、4.82 億元、10.67 億元和 7.27 億元，占總收入的比例分別為 60.7%、53.2%、68.8% 和 77.9%，顯示出客戶集中度較高，並且這一比例還在持續上升，其中最大客戶的貢獻比例從 24.7% 上升到 37.6%，意味著公司近四成的收入依賴於與大眾合資的酷睿程授權。睿程是地平線機器人-W (9660.HK) 與大眾汽車共同出資成立的合資企業，其中大眾汽車持有 60% 的股份，地平線機器人-W (9660.HK) 持有 40%。酷睿程專注於高級別自動駕駛應用軟體和系統的開發與製造，並提供包括產品售後服務、培訓、諮詢、測試以及技術服務在內的全方位支持。

根據招股說明書，2023 年和 2024 年上半年，公司的授權及服務業務收入分別為 9.63 億元和 6.91 億元，其中酷睿程的收入貢獻為 6.27 億元和 3.52 億元，占比分別為 65% 和 51%，顯示酷睿程的業務對公司授權及服務業務有著極大的影響。在排除酷睿程業務收入後，2023 年和 2024 年上半年公司的總收入分別為 9.23 億元和 5.83 億元，同比增速降至 1.8% 和 56.7%，表明在沒有關鍵客戶的情況下，公司的成長性有所降低。

客戶集中度極高，尤其是對單一大客戶的依賴，為公司未來收入的持續高增長帶來了更多不確定性。這種風險主要表現在兩個方面：首先，大客戶的業績波動對公司影響重大，如果酷睿程的未來發展不如預期，將對公司業績的穩定性和持續性構成挑戰；其次，公司能否持續吸引類似酷睿程這樣的關鍵客戶以維持業績的快速增長，而這種擴張努力可能伴隨著更高的行銷和研發成本，可能會在短期內進一步影響公司的盈利能力。

### \*目前公司估值高嗎？

地平線機器人-W (9660.HK) 的估值在同行業中處於較高水準。從地平線機器人-W (9660.HK) 上市數據來看，截至 10 月 27 日地平線機器人-W (9660.HK) 的市值已經達到 520 億人民幣，按地平線機器人-W (9660.HK) 公司 2023 年營收以及 2024 年前兩個季度營收來看，截至 10 月 27 日地平線機器人-W (9660.HK) PS (TTM) 為 22.4，這裏選取同行業公司如 Mobileye (MBLY.O)，黑芝麻智能 (2533.HK)，瑞薩電子 (6723.T)，德州儀器 (TXN.O)，安波福 (APTIV.N) 等上市公司的 PS (TTM) 作為比較，可看出地平線機器人-W (9660.HK) 的 PS 估值在行業內處於較高的水準 (排行第二)，超過行業 PS 估值平均值 11，估值接近 8 月上市的黑芝麻智能 (2533.HK)。



圖十一：地平線與行業內其他主要公司對比情況

證券代碼	公司名稱	2024 年上半年 營收 ( 港元 )	總市值 ( 億 港元 )	PS(TTM)
2533.HK	黑芝麻智能	1.97	128.63	30.4
9660.HK	地平線機器人-W ( 9660.HK ) 機器人	10.28	519.89	22.4
MBLY.O	Mobileye	52.94	798.4	5.57
TXN.O	德州儀器	584.32	14670	12.01
1274.HK	知行汽車科技	6.97	54.09	3.77
6723.T	瑞薩電子	348.3	1922.9	2.6
APTIV.N	安波福	777	1429.7	0.92

資料來源：Wind，各公司 2024 上半年業績報告

從上述比較可以看出，地平線機器人-W ( 9660.HK ) 短期是存在較高的溢價情況的，尤其是考慮到地平線機器人-W ( 9660.HK ) 當前業績的實際情況，其估值相對同行業來說是偏貴的，留給投資者短期博弈的空間較小。當然，根據公司近期披露的訂單情況來看，地平線機器人-W ( 9660.HK ) 目前尚未實現量產的車型占已獲得定點所有車型的 50% 以上，這表明公司未來收入增長的確定性是比較高的，這可能是市場給予其較高估值的一個原因。

從中長期角度來說，地平線機器人-W ( 9660.HK ) 目前在手訂單充足，未來幾年收入確定性較強，所處自動駕駛行業正處於快速成長期，根據灼識諮詢的數據測算，2030 年國內高階輔助駕駛及自動駕駛規模有望達到 4000 億元，若地平線機器人-W ( 9660.HK ) 仍能保持其競爭優勢並且持續開拓客戶情況下，假設地平線機器人-W ( 9660.HK ) 在此行業的市場份額達到 5%-10%，對應 200-400 億元的收入潛力，對比公司目前僅 20-30 億規模的年度營收有 10 倍以上的成長空間，因此公司的市值提升空間仍有較大的潛力。但是投資者仍需留意未來行業競爭格局的變化情況，隨著行業內競爭的日趨激烈，尤其是部分車廠自研高階智駕晶片和輔助駕駛解決方案的趨勢，這可能會對地平線機器人-W ( 9660.HK ) 等第三方供應商的市場份額造成持續的壓縮，也會對公司未來能否取得較高的營收產生較大影響。例如，地平線的主要客戶蔚來和理想汽車目前都在積極推進自主研發晶片的進程。蔚來汽車已經對外宣佈，其 5 納米工藝的智能駕駛晶片“神璣 NX9031”已經順利完成流片。與此同時，理想汽車也對外透露，他們計畫在 2024 年完成自家晶片的流片工作。另外，地平線目前確實面臨著客戶集中度高的問題，這在一定程度上增加了公司的經營風險，地平線需要在未來幾年內積極拓展客戶



群體，以降低對單一客戶的依賴。因此投資者需要長期關注行業內競爭格局趨勢的變化情況，尤其是每個季度地平線機器人-W ( 9660.HK ) 相關業務的市場份額數據變化情況，訂單收入披露情況，客戶變化以及競爭對手擴展情況，這是投資者評估地平線機器人-W ( 9660.HK ) 長期的市場潛力和投資價值的重要參考。

免責聲明：本報內容所提供資料所述或與其相關的任何投資或潛在交易，均受限於閣下司法轄區適用的法律及監管規定，而閣下須單獨就遵守該等法律及監管規定負責。本報內容僅供參考，不構成任何投資建議。本公司對所提供的財經資訊已力求準確，但對其中全部或部分內容的準確性、完整性或有效性，不承擔任何責任或提供任何形式保證。如有錯失遺漏，本公司恕不負責。另請注意證券與虛擬資產價格可升可跌，尤其虛擬資產的風險極高，投資者應對有關產品保持審慎及自行承擔投資風險。

