

今日焦點:

► 中國自動駕駛 - SoC晶片：國產替代與內生需求增長

在任何ADAS（高級駕駛輔助系統）中，系統的「大腦」通常稱為自動駕駛SoC（系統單晶片）。這是一種集成電路，負責協調自駕車的複雜計算與硬件協作。根據Frost & Sullivan的數據，2023年全球汽車SoC市場規模達人民幣579億元，預計到2028年將增長至人民幣2,053億元，複合年增長率（CAGR）為29%。目前，在中國銷售的配備ADAS的車輛多數處於L2+級別。雖然已有若干全自動（L5）測試項目，但現行法規尚未放寬。然而，隨著測試結果與行駛數據累積，預計容許高于L2級別的法規將很快可行。

在高階自動駕駛SoC市場，海外製造商仍處於主導地位，而國產晶片的市佔率僅約20%。按市場份額計算，前五大公司分別為NVIDIA（43%）、Tesla（25%）、華為（10%）、地平線（10%）和Mobileye（6%）。其中，中國品牌中地平線在低端市場領先，佔比約43%。

地平線（9660 HK，港幣10.45元，市值1,450億港元）提供完整的ADAS解決方案。公司已與全球超過40家汽車製造商達成量產合作，發布車型超過200款，出貨量突破1,000萬顆。主要客戶包括理想汽車L系列、比亞迪和蔚來Firefly。展望未來，公司已於2025年上半年獲得兩家日本車企的海外訂單，其地平線超級駕駛（HSD）解決方案預計於下半年為Robotaxi公司提供技術支持。

2025年上半年，地平線收入同比增長68%至人民幣15.7億元，其中產品解決方案收入同比增長250%，佔總收入比例從去年同期的不足24%提升至近一半。然而，由於產品解決方案的毛利率較低（45.6%），儘管授權業務毛利率維持於89.7%的高水平，整體毛利率仍下降至63.1%。此外，研發費用增加約人民幣9億元，導致2025年上半年經營虧損擴大至人民幣15.9億元（去年同期為人民幣11.1億元），淨虧損達人民幣52.3億元。

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	26,908	1.8%	34.1%
中資企業指數	9,596	2.2%	31.6%
紅籌指數	4,319	0.9%	14.2%
港深300指數	4,551	0.6%	15.7%
上海A股	4,063	0.4%	-0.8%
	265	0.1%	-0.8%
深圳A股	2,626	0.8%	28.3%
深圳B股	1,361	0.1%	12.2%

主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	46,018	0.6%	8.2%
標普500	6,600	-0.1%	12.2%
美國納斯達克指數	22,261	-0.3%	15.3%
日經平均指數	44,958	0.4%	12.7%
英國富時指數	9,208	0.1%	12.7%
法國證券公會指數	7,786	-0.4%	5.5%
德國法蘭克福指數	23,359	0.1%	17.3%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	3,659	-0.8%	39.5%
銅價 (美元/盎司)	2,170	-0.3%	21.5%
銀價 (美元/盎司)	41	-2.1%	44.4%
原油 (美元/桶)	64	-0.7%	-10.6%
銅價 (美元/盎司)	9,996	-1.9%	14.0%
鋁價 (美元/盎司)	2,683	-0.6%	5.2%
鎳價 (美元/盎司)	1,370	-2.1%	51.5%
鎘價 (美元/盎司)	2,943	-1.2%	-1.2%
小麥 (美分/蒲式耳)	528	-1.1%	-4.1%
玉米 (美分/蒲式耳)	426	-0.6%	-4.1%
糖 (美分/磅)	NA	NA	NA
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,043	-0.6%	1.6%
PVC (美元/噸)	NA	NA	-12.2%
CRB 指數	303	-0.6%	3.0%
BDI			116.0%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.8	147.0	0.8	7.1
港元	0.1		0.1	18.9	10.1	0.9
歐羅	1.2	9.2		173.6	1.1	8.4
日元	0.0	5.3	0.6		0.5	0.0
瑞郎	1.3	9.9	1.1	186.4		9.0
人民幣	0.1	1.1	0.1	20.7	0.1	

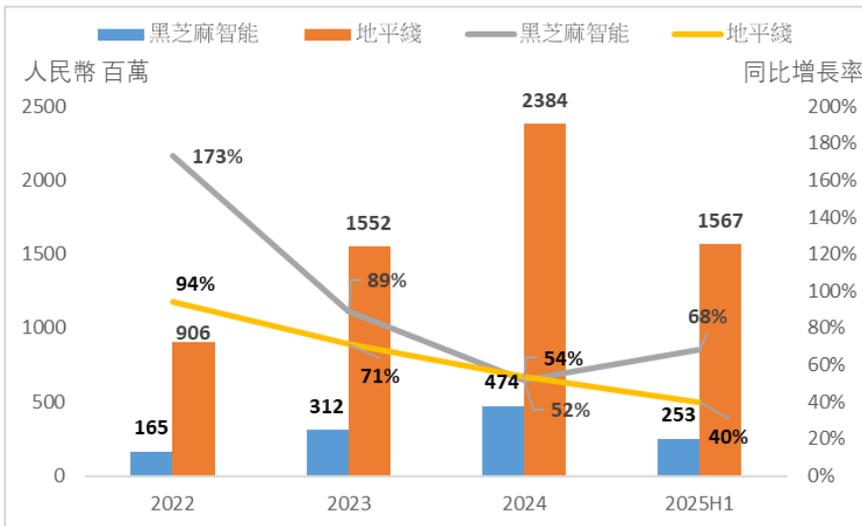
市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	NA	NA
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	15	2.4%

黑芝麻 (2533 HK, 港幣19.13元, 市值122億港元) 供應車規級智能汽車 SoC及晶片解決方案。公司具備獨立開發核心IP的能力, 掌握全流程晶片設計技術, 並擁有大規模量產能力。其主要聚焦中低端市場: 「華山」系列晶片適用於ADAS, 而「武當」系列為跨域計算晶片。目前, 其在中國智能駕駛晶片市場的整體市佔率達3.8%。黑芝麻已與超過40家汽車製造商建立量產合作, 覆蓋30餘款車型, 預計2025年出貨量將突破200萬顆, 關鍵客戶包括比亞迪、吉利和東風。

2025年上半年, 公司總收入為人民幣2.53億元, 同比增長40%, 毛利率為24.8%。按收入結構劃分, 自動駕駛產品與解決方案佔總收入的93.7%, 毛利率為20.9%。然而, 儘管銷售及管理費用降低, 但因研發開支龐大, 2025年上半年經營虧損僅收窄人民幣6,900萬元至人民幣7.71億元。

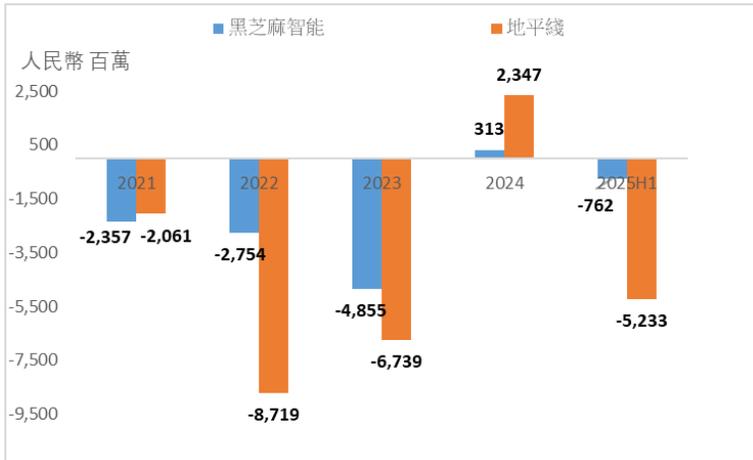
我們的觀點: 我們認為自動駕駛正接近拐點, 對SoC的需求將進入長期增長階段。儘管如理想汽車、小鵬和蔚來等車企正在自主研發晶片, 但考慮到資金與人力資源的高要求, 研發投入門檻較高。自研SoC可能導致生產成本上升, 進而限制定價靈活性。因此, 我們相信獨立晶片製造商將保持競爭力。我們更看好地平線, 因其具備技術壁壘且與眾多車企建立穩固合作關係。該股目前交易於32倍2025年預測企業價值收入比 (EV/Revenue)。(研究部)

圖 1: 黑芝麻智能和地平綫總應收和增長率



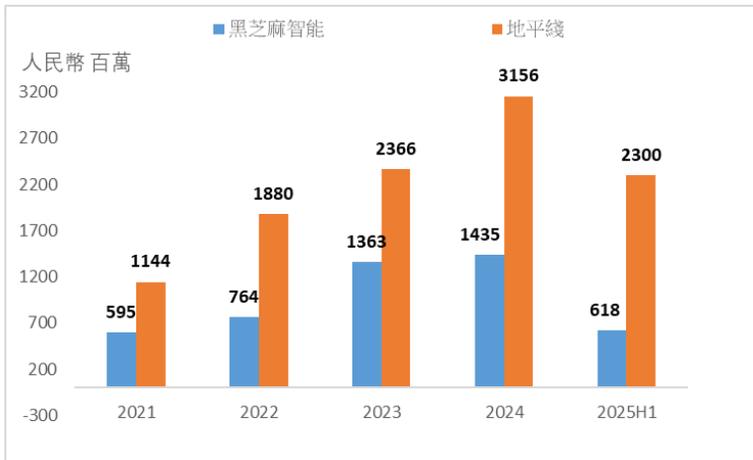
來源: 公司報告, 新華滙富研究

圖 2: 黑芝麻智能和地平綫淨利潤



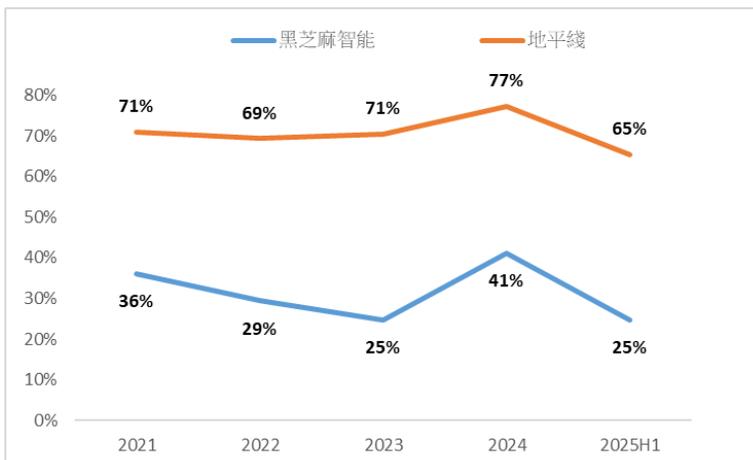
來源: 公司報告, 新華滙富研究

圖 3: 黑芝麻智能和地平綫研發費用



來源: 公司報告, 新華滙富研究

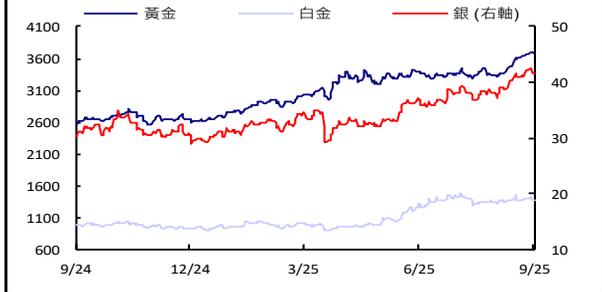
圖 4: 黑芝麻智能和地平綫毛利率



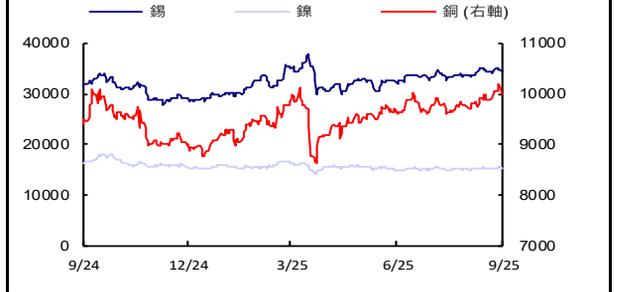
來源: 公司報告, 新華滙富研究

市場洞察-主要大宗商品和貨幣

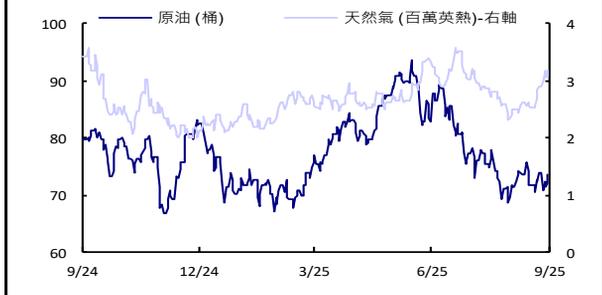
貴金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
黃金 (盎司)	3688	11.5	39.6	43.2
白金 (盎司)	1377	3.2	54.0	41.2
銀 (盎司)	42	16.4	42.7	37.5



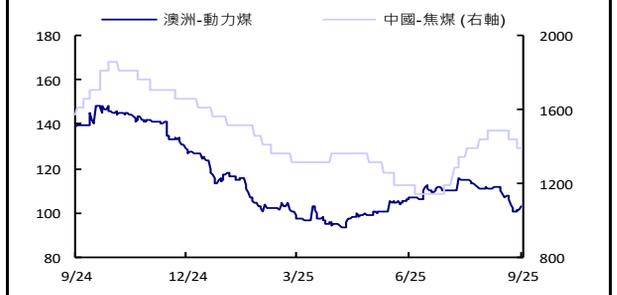
有色金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
銅 (噸)	9996	13	14.0	6.3
鎳 (噸)	15405	12	0.5	(5.1)
錫 (噸)	34345	19	18.1	8.7



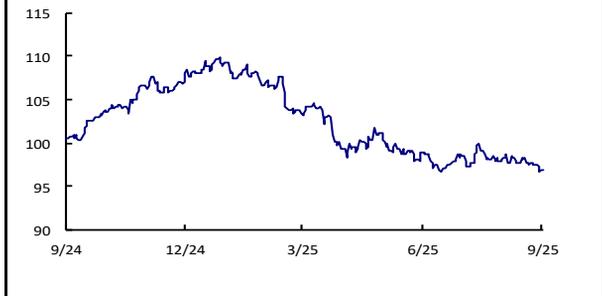
能源	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
原油 (桶)	64.1	(1.6)	(10.7)	(9.7)
天然氣 (百萬英熱)	3.1	(10.3)	(14.7)	35.7



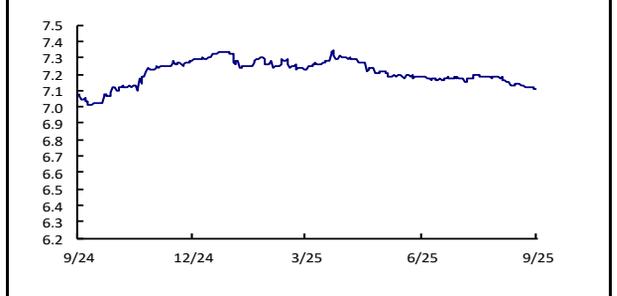
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國-焦煤 (RMB/t)	1390.0	21.9	(13.7)	(11.5)
澳洲動力煤 (US\$/t)	102.9	(6.4)	(17.8)	(26.0)



美元指數	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
美元指數	96.9	(0.0)	(10.7)	(3.7)



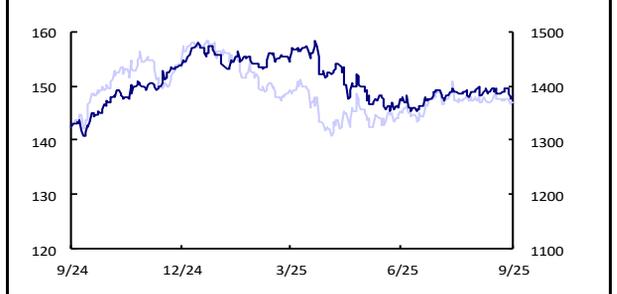
人民幣	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
人民幣	7.1	(0.8)	(2.7)	0.3



歐元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
歐元	1.2	0.2	14.1	6.2
英鎊	1.4	(0.8)	8.9	3.1



日元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
日元	147.0	2.1	(6.5)	3.3
韓圓	1376.5	17	(6.9)	3.9



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
新屋開工與營建許可	月		25年9月17日
首次申請失業保險金人數	週		25年9月18日
新屋銷售	月		25年9月24日
批發庫存	月		25年9月25日
成屋銷售量	月		25年9月25日
耐久財訂單	月		25年9月25日
國內生產毛額	季		25年9月25日
個人收入與支出	月		25年9月26日
消費者信心指數	月		25年9月30日
採購經理人指數	月		25年10月1日
工廠訂單	月		25年10月2日
就業報告	月		25年10月3日
貿易收支	月		25年10月7日
消費者物價指數	月		25年10月15日
生產者物價指數	月		25年10月16日
商業庫存	月		25年10月16日
零售業銷售額	月		25年10月16日
工業生產指數	月		25年10月17日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
採購經理人指數	月		25年9月30日
外匯儲備	季		25年10月7日
M2貨幣供應量	月		25年10月10日
貿易收支	月		25年10月13日
生產者物價指數	月		25年10月15日
消費者物價指數	月		25年10月15日
零售業銷售額	月		25年10月20日
工業生產報告	月		25年10月20日
國內生產毛額	年		25年10月20日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
消費者物價指數	月		25年9月22日
貿易收支	月		25年9月25日
M2貨幣供應量	月		25年9月30日
零售業銷售額	月		25年10月2日
採購經理人指數	月		25年10月6日
外匯儲備	月		25年10月8日
失業率報告	月		25年10月20日
國內生產毛額	季		25年10月31日
生產價格	季		25年12月15日
工業生產報告	季		25年12月15日
綜合利率	月		

滙富研究部

分析員

王學宏 (Howard Wong)
劉恩妍 (Ensley Liu)

電郵

Howard.wong@sunwahkingsway.com
Ensley.liu@sunwahkingsway.com

電話

(852)22837307
(852)22837618

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未得滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行者提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行者招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行者之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行者之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行者之董事或作為該等機構或發行者之董事會代表。

2025滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
廣州越秀區先烈中路69號
東山廣場2701室
郵編510095

越南
新華滙富越南服務有限公司代表處
Sunwah Tower, Mezzanine Floor
115 Nguyen Hue
District 1
Ho Chi Minh City
Vietnam