

今日焦點:

▶ 中國自動駕駛 - 系統級芯片 (SoC) : 主流市場滲透與機械人出貨量攀升

智能駕駛行業在2025年下半年增長強勁，先進駕駛輔助系統 (ADAS) 解決方案成功滲透至人民幣20萬元以下的主流價格區間，機械人應用亦逐步上量。高端芯片與優化的產品組合推動行業擴張，而持續的研發投入確保產品性能穩定，支持智能駕駛領域穩步增長。

圖 1: 數據環比和按年同比 (人民幣/百萬)

人民幣'百萬	地平線機器人 (9660 HK)			黑芝麻 (2533 HK)		
	2H25	YoY	HoH	2H25	YoY	HoH
總收入	2,192	51%	40%	569	94%	125%
毛利潤	1,401	27%	37%	274	162%	338%
毛利率	64%	-12pct	-1pct	48%	+12pct	+23pct
銷售費用	360	70%	32%	36	-48%	-29%
管理費用	419	6%	36%	128	-31%	-25%
研發費用	2,854	64%	24%	799	7%	29%
運營費用	3,632	55%	26%	964	-4%	15%
核心經營利潤	-2,231	N/A	N/A	-690	N/A	N/A
淨利潤	-5,236	N/A	N/A	-662	N/A	N/A

資料來源: 公司數據, 新華滙富

地平線機器人 (9660 HK, 股價6.99港元, 市值1,024億港元) —— 收入增長強勁, 惟盈利改善有限

公司2025年下半年錄得收入人民幣21.9億元 (按年+51%, 按半年+40%), 其中93%來自銷售及服務, 貢獻人民幣20.4億元 (按年+46%, 按半年+35%)。產品解決方案收入按半年微增9%至人民幣8.44億元 (按年+91%), 整體芯片出貨量與上半年持平。增長主要由地平線SuperDrive (HSD) 全場景城市導航輔助駕駛 (NOA) 解決方案及徵程6 (Journey 6) 高端芯片帶動, 顯著提升芯片平均價值。然而, 產品毛利率由46%降至24%, 主因是捆綁低利潤的域控制器及周邊設備以加快HSD落地, 以及為爭奪高端ADAS市場份額而對徵程6芯片採取進取定價, 與華為及輝達 (NVIDIA) 競爭。純芯片毛利率因此由45.6%降至42%。若撇除域控制器及周邊設備, 經調整毛利率為42.5%, 反映核心盈利能力仍具韌性。

授權及服務收入按半年急升62%至人民幣12.0億元 (按年+61%), 受惠於HSD大規模部署帶動高級算法及知識產權授權需求, 同時提升純授權收入佔比。該分部毛利率由89.7%升至97.4%, 得益於更高利潤率的組合、較低的服務依賴及標準化交付, 貢獻總毛利83%, 成為公司核心的高利潤盈利引擎。

非汽車解決方案收入按半年增長兩倍至人民幣1.5億元 (按年+227%), 受惠於機械人及邊緣人工智能芯片出貨量增加, 毛利率受規模效應及更高利潤率的授權帶動, 由13.1%改善至19.2%。

然而, 整體毛利率仍維持於65%, 受制於高端ADAS芯片的競爭定價及與HSD相關的低利潤組件。同時, 研發費用按半年增至人民幣28.5億元, 持續拖累盈利能力, 導致2025年下半年淨虧損達人民幣52.4億元, 與上半年大致持平。

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	25,752	-0.5%	0.5%
中資企業指數	8,611	-0.8%	-3.4%
紅籌指數	4,256	0.0%	6.0%
滬深300指數	4,566	-0.6%	-1.4%
上海A股	4,159	-0.7%	4.6%
上海B股	265	-0.1%	4.6%
深圳A股	2,733	-0.6%	3.2%
深圳B股	1,190	-0.8%	-5.9%

主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	48,185	0.6%	0.3%
標普500	6,824	0.6%	-0.3%
美國納斯達克指數	22,822	0.8%	-1.8%
日經平均指數	56,783	1.6%	12.8%
英國富時指數	10,603	-0.1%	6.8%
法國證商公會指數	8,245	-0.2%	1.2%
德國法蘭克福指數	23,806	-1.1%	-2.8%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	4,766	1.0%	10.1%
銅價 (美元/盎司)	2,954	5.8%	16.2%
銀價 (美元/盎司)	75	1.6%	4.8%
原油 (美元/桶)	97	3.7%	71.6%
銅價 (美元/盎司)	12,681	3.0%	2.1%
鋁價 (美元/盎司)	3,444	-0.9%	15.0%
鎳價 (美元/盎司)	2,101	3.4%	1.2%
鎘價 (美元/盎司)	3,327	0.6%	6.7%
小麥 (美分/蒲式耳)	574	-1.0%	13.6%
玉米 (美分/蒲式耳)	444	-0.7%	-0.6%
糖 (美分/磅)	117	-12.9%	
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,181	0.3%	10.4%
PVC (美元/噸)	5,149	-2.0%	70.8%
CRB 指數	368	-3.4%	3.0%
BDI			14.0%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	159.0	0.8	6.8
港元	0.1		0.1	20.3	10.1	0.9
歐羅	1.2	9.2		186.0	1.1	8.0
日元	0.0	4.9	0.5		0.5	0.0
瑞郎	1.3	9.9	1.1	201.1		8.6
人民幣	0.1	1.1	0.1	23.3	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	19	-20.6%

黑芝麻智能 (2533 HK, 股價15.91港元, 市值108億港元) —— 新業務蓬勃發展, 惟虧損持續

公司2025年下半年收入錄得人民幣5.69億元 (按年+94%, 按半年+125%), 受惠於駕駛輔助業務的量增長及產品組合改善, 加上新業務取得突破。駕駛輔助業務收入為人民幣4.5億元 (按年+90%, 按半年+79%), 佔總收入79%, 主要由於華山A1000主流SoC獲比亞迪、吉利及東風等主要車廠大規模採用, 高端武當C1200中央計算芯片在領先整車廠 (OEM) 上量, 以及商用車及L4級自動駕駛配送應用的出貨。產品組合改善及規模效應帶動該分部毛利率由2025年上半年的21%升至46%。

智能影像解決方案收入為人民幣2,310萬元 (按年-2%, 按半年+43%), 主要來自理想汽車Livis AI眼鏡的定制算法, 並維持86%的高毛利率。

具身智能解決方案作為新規模化業務, 在推出黑芝麻X機械人平台及與頂級機械人夥伴實現大規模交付後, 貢獻收入人民幣9,630萬元, 毛利率達49%, 建立了一個新的高利潤增長引擎。

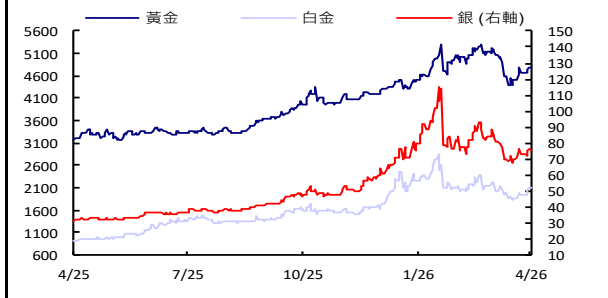
儘管整體毛利率由2025年上半年的25%低谷強勁反彈至下半年的48%, 但由於持續高企的研發投資推高營運開支, 公司整體淨虧損僅由上半年的人民幣7.62億元收窄至下半年的人民幣6.62億元。

我們的觀點: 中國乘用車智能化轉型在2025年加速, 智能駕駛已成為消費者購車的關鍵考慮因素。新車銷售中智能駕駛輔助系統的滲透率達到67.6%, 配備中高端NOA功能的車輛佔比由2024年的21.6%升至42.6%。儘管行業收入及高端芯片出貨量穩步增長, 高研發投入仍是實現更佳盈利能力的制約因素。同時, 競爭加劇: 輝達 (NVIDIA) 擴大與比亞迪、吉利等車企的合作, 以滲透至人民幣20萬元及以下的車型; 蔚來、小鵬等亦持續推進自研芯片, 這將增加替代風險。

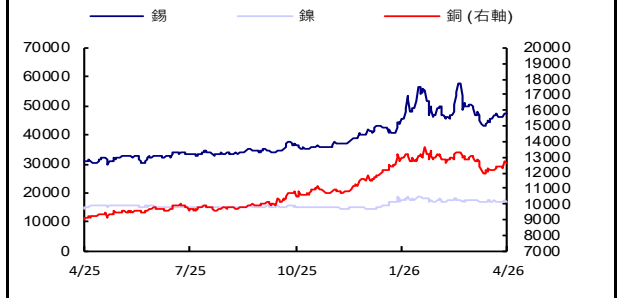
地平線機器人在基礎ADAS市場佔有率達47.7%, 高端NOA市場佔14.4%, 並在人民幣20萬元及以下的大眾市場車型中佔44.2%, 或許在國內佔據相對強勢的位置。然而, 行業整體盈利能力仍不明朗, 未來增長將越來越依賴機械人領域的規模化部署。地平線機器人對應預測2026年企業價值倍數 (EV/Revenue) 為12倍 (研究部)

市場洞察-主要大宗商品和貨幣

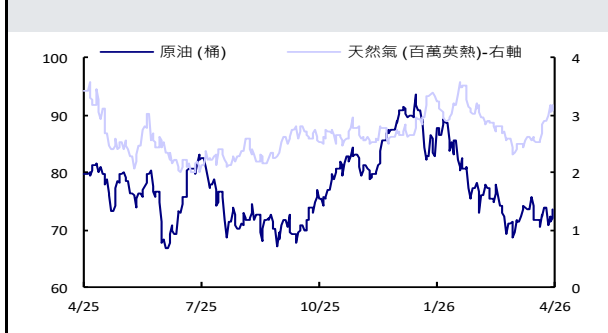
貴金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
黃金 (盎司)	4792	3.1	10.4	51.9
白金 (盎司)	2097	7.5	3.1	127.3
銀 (盎司)	76	2.0	8.3	148.5



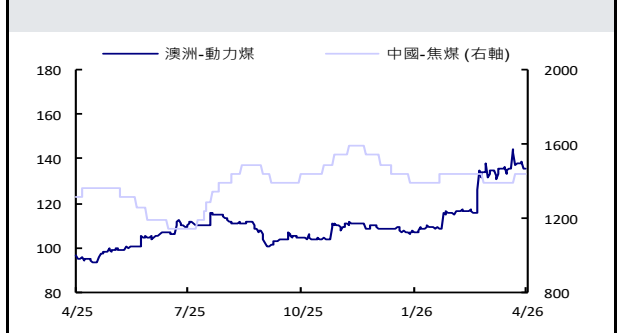
有色金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
銅 (噸)	12682	2.8	2.1	41.1
鎳 (噸)	17088	(0.1)	2.7	15.5
錫 (噸)	47686	2.0	17.6	55.5



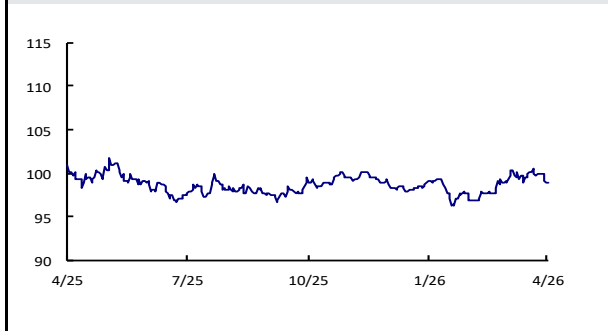
能源	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
原油 (桶)	97.9	(3.5)	70.4	62.9
天然氣 (百萬英熱)	2.7	(7.4)	(27.6)	(24.9)



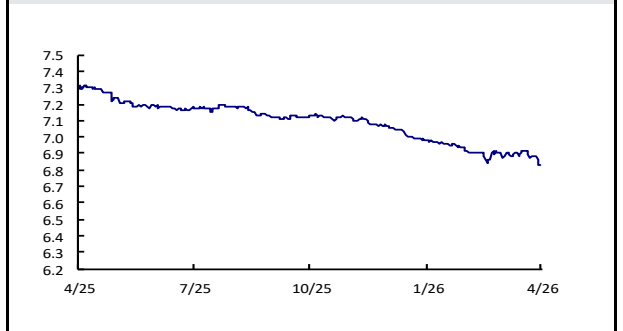
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國-焦煤 (RMB/t)	1440.0	3.6	0.0	9.9
澳洲動力煤 (US\$/t)	135.5	(4.9)	26.0	40.8



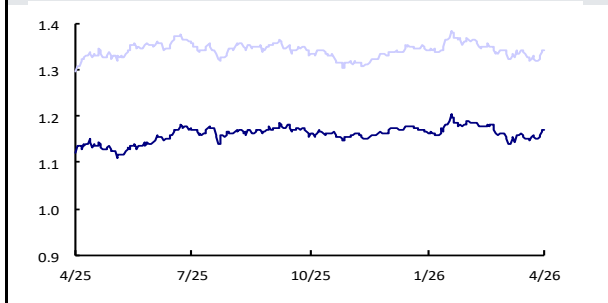
美元指數	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
美元指數	98.8	(1.1)	0.5	(2.0)



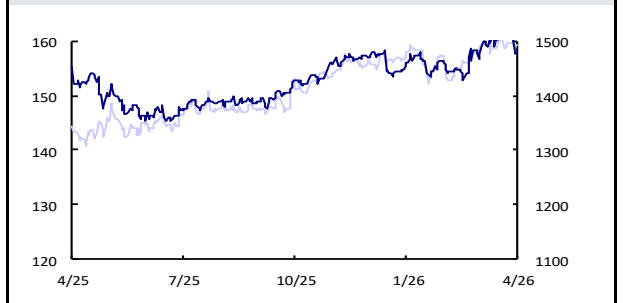
人民幣	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
人民幣	6.8	(0.9)	(2.3)	(6.6)



歐元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
歐元	1.2	13	(0.4)	4.4
英鎊	1.3	16	(0.3)	3.6



日元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
日元	159.0	0.2	1.4	10.0
韓圓	1474.8	(2.7)	2.1	1.4



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
個人收入與支出	月		26年4月9日
首次申請失業保險金人數	週		26年4月9日
批發庫存	月		26年4月9日
國內生產毛額	季		26年4月9日
耐久財訂單	月		26年4月10日
工廠訂單	月		26年4月10日
消費者物價指數	月		26年4月10日
成屋銷售量	月		26年4月13日
生產者物價指數	月		26年4月14日
工業生產指數	月		26年4月16日
零售業銷售額	月		26年4月21日
商業庫存	月		26年4月21日
消費者信心指數	月		26年4月28日
新屋開工與營建許可	月		26年4月29日
採購經理人指數	月		26年5月1日
貿易收支	月		26年5月5日
新屋銷售	月		26年5月5日
就業報告	月		26年5月8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
M2貨幣供應量	月		26年4月9日
生產者物價指數	月		26年4月10日
消費者物價指數	月		26年4月10日
貿易收支	月		26年4月14日
零售業銷售額	月		26年4月16日
工業生產報告	月		26年4月16日
國內生產毛額	年		26年4月16日
採購經理人指數	月		26年4月30日
外匯儲備	季		26年5月7日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
失業率報告	月		26年4月23日
消費者物價指數	月		26年4月23日
貿易收支	月		26年4月28日
M2貨幣供應量	月		26年4月30日
國內生產毛額	季		26年5月5日
零售業銷售額	月		26年5月6日
採購經理人指數	月		26年5月6日
外匯儲備	月		26年5月7日
生產價格	季		26年6月12日
工業生產報告	季		26年6月12日
綜合利率	月		

滙富研究部

分析員

王學宏 (Howard Wong)
李旭佳 (Alan Li)

電郵

howard.wong@sunwahkingsway.com
alan.li@sunwahkingsway.com

電話

(852)22837307
(852)22837306

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商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商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商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、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)可就任何發行商之證券、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商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

2026 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
中國廣州市南沙區
蕉西路130號3棟6樓601-5室
郵編511455