

香港股市 | 汽车零部件

黑芝麻智能（2533 HK）

公司亮点

- (一) 公司是车规级计算SoC 及基于SoC 的智能汽车解决方案供应商，旨在用芯片推动未来出行。SoC 是一种集成了包括中央处理器、内存、I/O 接口及其他关键电子元器件的集成电路，或通俗称为系统级芯片。公司主打产品为两个系列的车规级SoC, 专注于自动驾驶应用，以及从核心自动驾驶功能扩展至覆盖对智能汽车等先进功能的更多样化及复杂的需求。
- (二) 公司于2020年首次推出华山系列A1000 车规级SoC，并于2022年大规模生产。根据弗若斯特沙利文，此为在中国开发及推出的第一款具有自有IP核的高算力自动驾驶SoC。公司并于2022年大规模生产A1000L SOC；以及在2021年推出用于L3自动驾驶的A1000 Pro。根据弗若斯特沙利文，A1000 Pro 是在中国开发及推出的首款超过100 TOPS 算力的自动驾驶SoC。2023年公司推出武当系列 C1200，集成自动驾驶、智能座舱、车身控制机其他功能的跨域SoC。
- (三) 公司已获得16家汽车OEM及一级供应商的23款车型意向订单。公司已与超过49名汽车OEM及一级供应商合作，包括一汽集团、东风集团、江汽集团、合创、亿咖通科技、百度、博世、采埃孚及马瑞利等。截止2024年3月，公司旗舰华山A1000系列SoC 的总出货量超过156,000片。

行业前景

根据弗若斯特沙利文和其他第三方报告，2023 年中国车规级 SoC 市场规模为 267 亿元（人民币，下同），预计到 2028 年市场规模将增长至 1,020 亿元，期间复合增长率为 30.7%，高于同期全球 SoC 市场规模增长率为 28.8%。SoC 对 ADAS 汽车性能至关重要。近年在 ADAS 汽车销量不断增长的推动下，ADAS SoC 市场得以快速发展。弗若斯特沙利文和其他第三方报告预计，中国 ADAS 应用的自动驾驶 SoC 市场规模将从 2023 年的 141 亿增长至 2028 年的 496 亿，复合年增长率为 28.6%。招股书透露，按自动驾驶芯片及解决方案的收入排名，2023 年公司的市场份额为 2.2%，位列第五。排名前三均是海外公司。另一方面，按中国高

中泰评分

综合得分：(100 分为满)

中性 65

行业前景	15
公司经营	12
估值水平	12
稳价人往绩	13
市场氛围	13

注：各项满分为 20 分，综合得分满分为 100 分。

招股概要

公开发售价：	HK\$28.00 – HK\$30.30
每手股数：	100 股
每手费用：	约 HK\$3,060.55
公司市值：	HK\$159.4 – HK\$172.5 亿
保荐人：	中金、华泰国际
主要股东：	单记章
总发行新股：	37 百万股
公开发售：	1.85 百万股
国际发售：	35.15 百万股
截止认购日：	8 月 5 日
分配结果日：	8 月 7 日
正式上市日：	8 月 8 日

来源：公司资料

分析师

陈怡（Vivien Chan）
+852 3949 2941
vivien.chan@ztsc.com.hk

算力自动驾驶 SoC 出货量（按颗计）计算，2023 年公司的市场份额为 7.2%，全国排名第三。

公司经营

公司大部分收入来自于基于 SoC 的自动驾驶解决方案和基于算法的解决方案，小部分来自智能影像解决方案。2021-2023 年，公司的 SoC 解决方案收入从 161 万增加至 1.9 亿元；基于算法的解决方案从 3,260 万增加至 8,270 万元；智能影像解决方案的收入从 2,600 万增至 3,600 万元；总收入在期内从 6,000 万上升至 3.1 亿。由于自动驾驶解决方案的毛利率较影响解决方案为低，此部分收入在上升的同时，拉低整体毛利率水平，从 2021 年的 36.1%下降至 2023 年的 24.7%。自动驾驶芯片的研发费用较高，公司研发开支从 5.9 亿上升至 13.6 亿元，期间复合增长率为 51.3%。2021-2023 年间研发费用是公司收入的 4-10 倍。在研发费用高居不下的情况下，公司经营亏损持续扩大，2023 年录得经营亏损 17.0 亿元，净亏损 48.6 亿元；根据非国际财务报告准则，经调整后 2023 年的净亏损为 12.5 亿元。

估值水平

我们选取智驾芯片以及智能驾驶相关同业进行对标，包括德赛西威（002920 CH）、知行汽车（1274 HK）；英伟达（NVDA US），以及 Mobileye（MGLY US）等。估值方面，公司招股价对应 2023 年市销率 67.2-72.7 倍。相较于国际同业 Mobileye 以及国内智能驾驶相关同业，黑芝麻智能的收入规模较小以及市销率较高。

图表 1：同业比较（最新已公布财全年之财务数据）

公司	代码	市值 (百万美元)	收入（百万 美元）	净利润（百 万美元）	毛利率 %	净利率 %	市盈率 FY0 (x)	市销率 FY0 (x)	ROE FY0 (%)
黑芝麻智能	2533 HK	2,048.4-2,216.7	29.2	-665.1	36.2	N/A	N/A	67.2-72.7	43.8
德赛西威	002920 CH	7,242	3,028.4	213.8	20.4	7.1	33.6	2.4	21.1
知行汽车	1274 HK	646	168.1	-27.0	9.9	N/A	N/A	3.8	N/A
英伟达	NVDA US	2,551,758	26,974.0	4,368.0	56.9	16.2	86.1	41.9	115.7
Mobileye	MGLY US	16,128	2,079.0	-27.0	50.4	N/A	N/A	7.8	N/A

来源：公司资料，中泰国际研究部

保荐人往绩

此次保荐人是中金公司和华泰国际，2024 年初至今中金公司共参与保荐 11 个项目，首日表现 4 涨 6 跌 1 平；华泰国际年初至今未参与保荐项目。

市场氛围

今年年初至今港股新股市场气氛谈净，累计上市 40 只新股，首日破发率达 37.5%，平均首日升幅 12.2%。

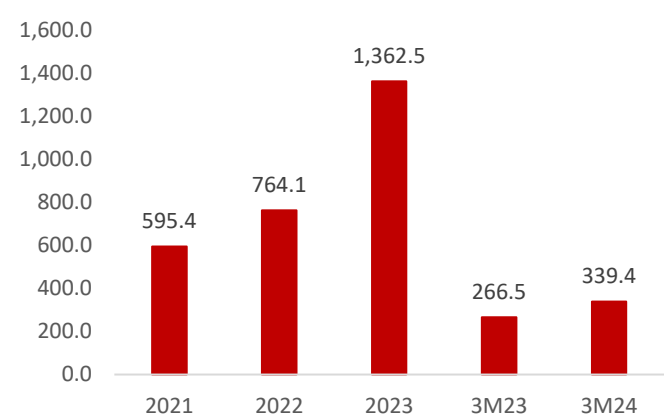
申购建议

随着国内智能驾驶渗透率提升，智能驾驶芯片的需求也将提升；以及我们相信国产汽车芯片将凭借性价比从国际供应商中取得市场份额。现阶段黑芝麻智能的收入规模仍较小。虽然公司收入在 2021-2023 年间复合增长率达 127.2%，但净利润亏损缺逐年扩大。考虑到公司研发投入逐年扩大，但智能驾驶行业波动较大，未来盈利能力的的不确定性，我们认为公司 IPO 定价估值较高，预计上市后中短期上升空间有限，给于 65 分，评级为“中性”。公司上市前已经获得北极光创投、上汽集团、招商局创投、腾讯、小米长江基金、蔚来资本等知名 VC 及产业资本的投资。此次上市还引入广汽集团和宁波均胜电子为基石投资者。

风险提示

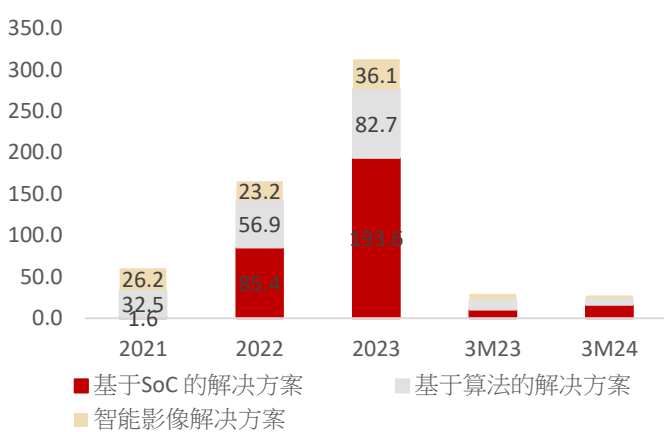
（1）研发风险；（2）行业趋势波动风险；（3）现金流风险；。

图表 2：公司研发费用（人民币百万）



来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 3：公司收入分布（人民币百万）



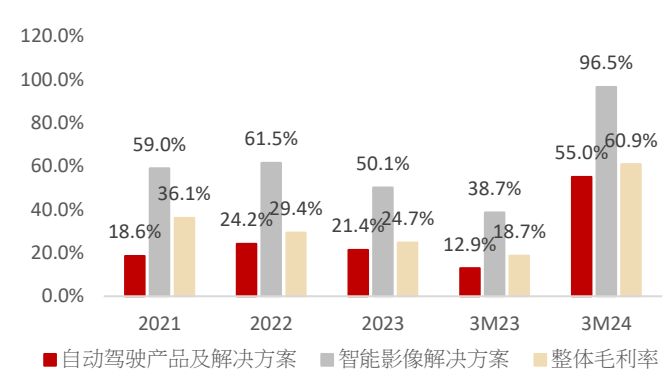
来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 4：SoC 主要研发项目预期时间表

SoC	芯片设计	预计意向订单	预计批量生产
C1200	2022 年	2024 年	2025 年
A2000	2022 年	2025 年	2026 年
下一代 SoC	2025 年	2027 年	2028 年

来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 5：各产品毛利率



来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 6：相关保荐人往绩

公司	行业	上市日期	(HK\$) 上市价	超额 倍数	中签率	首日 表现	(HK\$) 现价	累积 表现
西锐（2507 HK）	航空航天	12/07/2024	27.5	0.6	100%	0.0%	24.75	-9.1%
声通科技（2495 HK）	资讯科技	10/07/2024	152.10	2.5	34.9%	-11.2%	182.0	25.8%
如祺出行（9680 HK）	运输、科技资讯	10/07/2024	35.0	认购不足	100%	-3.1%	28.0	-6.4%
嘀嗒出行（2559 HK）	运输、科技资讯	28/06/2024	6.0	111.9	10%	-22.5%	3.65	-52.2%
盛禾生物-B（2898 HK）	生物科技	24/05/2024	13.5	9.1	7.8%	7.6%	6.60	-48.9%

注：更新至 2024 年 7 月 30 日

来源：彭博、中泰国际研究部

新股申购评级

以新股综合评分总得分为基准，从五方面来评估股份的投资价值：

- 1. 行业前景评分：1-20 分，20 分为最高分
- 2. 公司经营评分：1-20 分，20 分为最高分
- 3. 估值水平评分：1-20 分，20 分为最高分
- 4. 稳价人往绩评分：1-20 分，20 分为最高分
- 5. 市场氛围评分：1-20 分，20 分为最高分

综合评分总得分 = （行业前景评分 + 公司经营评分 + 估值水平评分 + 稳价人往绩评分 + 市场氛围评分）之总和

积极申购：综合评分总得分 >= 80 分

申购：70 分=< 综合评分总得分<80 分

中性：60 分=< 综合评分总得分<70 分

不申购：综合评分总得分< 60 分

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该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。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。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。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805