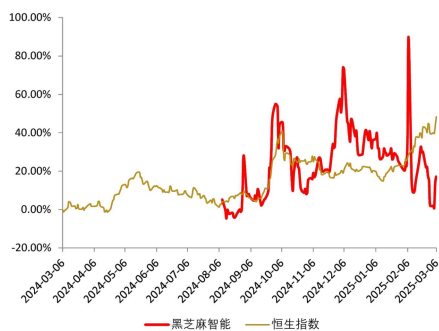


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(港币)	23.95
总股本/流通股本(亿股)	6.29 / 6.29
总市值/流通市值(亿港元)	138.95 / 138.95
52周内最高/最低价	43.85 / 18.28
资产负债率(%)	695.68%
市盈率	6.37
第一大股东	单记章

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com

黑芝麻智能(2533)

高算力 SoC 解决方案助力高阶智驾落地

● 投资要点

自主开发 IP 核，开放式生态系统建设。公司的 SoC 嵌入内部开发的 ISP 及 NPU 模块，ISP 负责接收摄像头输入及优化视频质量，而 NPU 则负责计算机视觉人工智能算法的加速推理（如机器学习、深度学习、脸部辨识、动态范围控制和去噪声），提高计算效率。公司提供从 IP、芯片、自动驾驶解决方案到车联网解决方案的全套服务，开放式平台支持软件和硬件解耦，汽车制造商可以在各种产品中自由选择并可以迅速在本地适配和执行。

高阶自动驾驶渗透率持续提升，剑指万亿市场空间。近年来，高级辅助驾驶解决方案已实现量产，并迅速成为最新车型的标配。根据统计，2023 年高级辅助驾驶技术在全球及中国乘用车市场的渗透率均超过 50%。从中长期来看，随着 AI 大模型技术的突破，高端自动驾驶技术不断迭代及演进，加上利好的政府政策，预计未来更高级别的自动驾驶解决方案将实现商业化，并搭载于越来越多的量产车型，全球高级辅助驾驶和高级自动驾驶解决方案的市场规模将从 2023 年的人民币 619 亿元增长至 2030 年的人民币 10,171 亿元，复合年增长率为 49.2%，高级辅助驾驶及高端自动驾驶解决方案在全球市场的渗透率将达到 96.7%，其中，高端自动驾驶解决方案占比预计超过 60%。

高性价比华山 A1000 系列智驾方案，加速智能汽车全民化进程。单颗华山 A1000 芯片可支持完整的行车和泊车功能，以高性价比、高性能、低功耗为核心优势，助力车企在 10 万元级车型中落地高阶智驾功能，目前已获得东风集团、江汽集团、一汽集团、吉利汽车等 10 多家头部车企车型定点，量产交付车型包括领克 08、合创 V09、东风 eπ 品牌首款纯电轿车和 SUV 两大车型等，其中吉利今年推出千里浩瀚智驾系统，H1 全系标配黑芝麻智能华山芯片 A1000 两颗。

华山 A2000 高算力 SoC 即将推出，助力高阶智驾系统落地。华山 A2000 芯片内置业界最大规格 NPU 核心——黑芝麻智能“九韶”。新一代通用 AI 工具链 BaRT 和新一代双芯粒互联技术 BLink 两大创新技术，共同赋能九韶计算性能的充分发挥和灵活扩展。华山 A2000 家族包括 A2000 Lite、A2000 和 A2000 Pro 三款产品，其中 A2000 Lite 专注于城市智驾，A2000 性能相当于两倍行业旗舰芯片，支持全场景通识智驾，A2000 Pro 能相当于四倍行业旗舰芯片，是为高阶全场景通识智驾设计。除了面向高阶智能驾驶场景展现出强大的性能，还能够支持具身智能和通用计算等多个领域。此外，A2000 芯片能够满足机器人的“大小脑”需求，推动机器人产业从原型开发阶段迈向大规模量产。

武当系列实现多域融合和跨域计算，建立舱驾融合解决方案。基于创新性的硬件隔离及多核异构架构，武当系列芯片可实现包括智能

驾驶及智能座舱等应用在内的安全可靠单芯片融合。武当 C1200 家族芯片基于 7nm 先进制程，通过集成 CPU、GPU、NPU、DSP、ISP、MCU 和数据交换功能，满足智能汽车的多种计算功能需求，内置支持 ASIL-D 等级的 Safety Island 和国密二级和 EVITA full 的 Security 模块，并满足车规安全等级最高的可靠性要求。其中，C1236 芯片面向高阶智驾，单芯片支持 NOA 行泊一体；C1296 芯片单芯片支持跨域融合。目前公司的武当 C1200 系列已与一汽红旗、安波福、风河、斑马智行、均联智及等产业链伙伴达成合作。

● 投资建议

我们预计公司 2024/2025/2026 年分别实现收入 4.9/8.3/13.6 亿元，实现归母净利润分别为 1.3/-8.9/-4.4 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

技术迭代和研发投入不及预期的风险；行业竞争格局加剧风险；客户合作稳定性风险；自动驾驶渗透率提升不及预期。

● 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	312	485	832	1359
增长率(%)	89%	55%	71%	63%
归属母公司净利润(百万元)	-4855	133	-885	-438
增长率(%)	-76%	103%	-768%	50%
EPS(元/股)	-68.40	0.21	-1.41	-0.70
市盈率(P/E)	0.00	104.51	-15.66	-31.63

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	312	485	832	1,359	营业收入	88.82%	55.27%	71.46%	63.46%
其他收入	0	0	0	0	归属母公司净利润	-76.30%	102.73%	-767.52%	50.50%
营业成本	235	241	404	653	获利能力				
销售费用	102	155	266	435	毛利率	24.69%	50.35%	51.41%	51.95%
管理费用	319	340	399	449	销售净利率	-	27.34%	-106.42%	-32.23%
研发费用	1,363	1,382	1,497	1,631	ROE	43.76%	-1.21%	8.27%	3.94%
财务费用	-23	-19	-3	-5	ROIC	43.97%	-1.03%	8.30%	3.98%
除税前溢利	-4,855	133	-885	-438	偿债能力				
所得税	0	0	0	0	资产负债率	677.69%	584.73%	473.44%	468.05%
净利润	-4,855	133	-885	-438	净负债比率	11.70%	11.01%	12.54%	6.92%
少数股东损益	0	0	0	0	流动比率	0.13	0.15	0.19	0.19
归属母公司净利润	-4,855	133	-885	-438	速动比率	0.12	0.14	0.17	0.17
EBIT	-4,878	113	-888	-443	营运能力				
EBITDA	-4,791	126	-876	-431	总资产周转率	0.15	0.23	0.32	0.46
EPS (元)	-68.40	0.21	-1.41	-0.70	应收账款周转率	2.15	2.01	1.98	1.99
资产负债表					每股指标(元)				
流动资产	1,641	1,942	2,505	2,621	每股收益	-68.40	0.21	-1.41	-0.70
现金	1,298	1,206	1,342	770	每股经营现金流	-8.97	-2.78	-2.86	-3.00
应收账款及票据	165	317	523	842	每股净资产	-94.11	-17.42	-17.02	-17.70
存货	71	90	158	242	估值比率				
其他	106	329	483	767	P/E	0.00	104.51	-15.66	-31.63
非流动资产	280	318	360	404	P/B	0.00	-1.26	-1.29	-1.24
固定资产	99	92	86	81	EV/EBITDA	0.27	100.06	-14.29	-30.36
无形资产	126	119	112	106	现金流量表				
其他	55	107	162	217	经营活动现金流	-1,058	-1,747	-1,797	-1,890
资产总计	1,920	2,260	2,866	3,025	净利润	-4,855	133	-885	-438
流动负债	12,923	13,170	13,521	14,113	少数股东权益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	87	13	13	12
应付账款及票据	68	96	160	248	营运资金变动及其	3,711	-1,893	-924	-1,463
其他	12,855	13,073	13,361	13,865	投资活动现金流	547	1,649	793	1,312
非流动负债	91	45	45	45	资本支出	-134	0	0	0
长期债务	0	0	0	0	其他投资	680	1,649	793	1,312
其他	91	45	45	45	筹资活动现金流	809	0	1,134	0
负债合计	13,014	13,215	13,567	14,158	借款增加	-29	0	0	0
普通股股本	0	0	49	49	普通股增加	6	0	1,134	0
储备	-10,670	-10,531	-10,326	-10,759	已付股利	0	0	0	0
归属母公司股东权益	-11,094	-10,955	-10,701	-11,133	其他	832	0	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	现金净增加额	316	-92	135	-572
股东权益合计	-11,094	-10,955	-10,701	-11,133					
负债和股东权益	1,920	2,260	2,866	3,025					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些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，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。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。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。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。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048