

黑芝麻智能（02533.HK）

2024 年业绩点评：智驾进展顺利，期待新客户、新应用场景突破

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	312.39	474.25	883.02	1,430.62	1,919.02
同比(%)	88.46	51.81	86.19	62.02	34.14
归母净利润（百万元）	(4,855.12)	313.32	(1,271.67)	(866.56)	(349.19)
同比(%)	(76.30)	106.45	(505.87)	31.86	59.70
EPS-最新摊薄（元/股）	(7.71)	0.50	(2.02)	(1.38)	(0.55)
P/E（现价&最新摊薄）	42.19	27.79	14.93	9.21	6.87

关键词：#新产品、新技术、新客户

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年业绩。2024 年公司实现收入 4.7 亿元，同比+52%；毛利率同比+16pct 至 41%；经调整净利润-13.0 亿元，较去年亏损金额同比+4%。公司业绩符合我们预期。
- **自动驾驶业务高增，多款芯片均有进展。**2024 年公司自动驾驶业务收入同比+52%至 4.7 亿元，毛利率同比+16pct 至 37%，主要为定制化自动驾驶算法比例增加。芯片交付层面，A1000 芯片在吉利、东风、比亚迪等车企量产交付；C1200（跨域融合芯片）单片覆盖座舱、智驾、泊车、车身控制等功能，获得 2 家自主 OEM 定点。公司已发布 A2000 高算力芯片，支持 VLM/VLA 端到端大模型，覆盖城市 NOA 到全无人驾驶的多层级场景。目前公司正与 Tier1 合作开发方案，预计今年完成实车功能部署，争取获得大客户定点。核心 IP 实现突破，九韶 NPU 算力效率提升 50%，自研 ISP 图像处理功耗降低 30%，持续深耕技术护城河。
- **深化头部车企合作，加速全球化布局。**客户方面，公司主攻新能源头部车企并延伸至燃油车头部车企。公司与吉利旗下亿咖通合作，为吉利千里浩瀚平台提供解决方案，相关技术将应用于银河系列等多款车型；搭载 A1000 的领克 08EM-P、领克 07EM-P 等车型已实现规模化量产交付；获一汽新平台定点，预计今年量产；C1200 合作东风，实现高速 NOA 的舱驾一体量产；与比亚迪保持 A1000 合作，有望拓展更多车型、拓展下一代芯片方案量产。公司坚持全球化战略，与欧美海外车企及 Tier1 建立合作，探索海外市场。
- **应用场景持续丰富，机器人相关产品有望 25 年出货。**产品拓展非乘用车场景，公司 Patronus 2.0 系统落地环卫车、重卡，AEB、盲区检测功能规模化。车路云一体化于成都、天津等试点项目交付，支持 L4 无人驾驶与智能网联。具身应用突破，公司计划与头部企业合作开发基于 A2000 的具身智能算法和硬件解决方案，支持多模态大模型、自然语言对话和任务代码生成；C1200 芯片可用于运动控制，目前公司已与傅里叶达成合作，为其灵巧手提供算力支持。
- **盈利预测与投资评级：**我们认为公司继续深化与头部车企合作，推动新品 C1200、A2000 芯片在机器人、工业领域规模化落地，以核心 IP 构建技术护城河，出货量有望持续提升。考虑到新定点车型需要爬坡至稳态销售，我们将公司 2025/2026 年预期收入从 12.1/19.2 亿元调整至 8.8/14.3 亿元，并预测公司 2027 年收入为 19.2 亿元，2025 年 4 月 1 日收盘对应 PS 分别为 14.9/9.21/6.87，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧，研发投入与回报的不确定性，供应链风险。

2025 年 04 月 02 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 黄细里

执业证书：S0600520010001
021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

研究助理 李博韦

执业证书：S0600123070070
libw@dwzq.com.cn

研究助理 孙仁昊

执业证书：S0600123090002
sunrh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	22.40
一年最低/最高价	18.28/43.85
市净率(倍)	10.90
港股流通市值(百万港元)	14,099.95

基础数据

每股净资产(元)	1.92
资产负债率(%)	52.82
总股本(百万股)	629.46
流通股本(百万股)	629.46

相关研究

《黑芝麻智能(02533.HK): 国内智驾芯片新势力，蓄力后起重塑竞争格局》

2024-12-16

黑芝麻智能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,100.92	1,794.27	1,892.33	2,561.18	营业总收入	474.25	883.02	1,430.62	1,919.02
现金及现金等价物	1,448.11	968.52	777.97	1,238.53	营业成本	279.54	446.97	705.31	949.01
应收账款及票据	258.07	294.34	357.66	373.14	销售费用	120.80	114.79	114.45	86.36
存货	68.48	124.16	195.92	263.61	管理费用	368.82	309.06	286.12	249.47
其他流动资产	326.26	407.26	560.78	685.90	研发费用	1,435.16	1,236.22	1,144.50	921.13
非流动资产	216.32	318.60	401.65	476.89	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	79.80	109.82	127.34	143.10	经营利润	(1,730.06)	(1,224.02)	(819.75)	(286.94)
商誉及无形资产	87.44	154.69	215.22	269.70	利息收入	41.08	0.00	0.00	0.00
长期投资	14.85	19.85	24.85	29.85	利息支出	18.07	0.00	0.00	0.00
其他长期投资	21.10	21.10	21.10	21.10	其他收益	2,020.37	(47.64)	(46.81)	(62.24)
其他非流动资产	13.13	13.13	13.13	13.13	利润总额	313.32	(1,271.67)	(866.56)	(349.19)
资产总计	2,317.24	2,112.87	2,293.97	3,038.07	所得税	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债	950.72	1,347.57	1,884.80	2,367.63	净利润	313.32	(1,271.67)	(866.56)	(349.19)
短期借款	472.85	472.85	472.85	472.85	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	117.29	124.16	195.92	263.61	归属母公司净利润	313.32	(1,271.67)	(866.56)	(349.19)
其他	360.58	750.56	1,216.03	1,631.17	EBIT	290.31	(1,271.67)	(866.56)	(349.19)
非流动负债	273.30	273.30	273.30	273.30	EBITDA	290.31	(1,248.94)	(834.61)	(309.43)
长期借款	201.36	201.36	201.36	201.36					
其他	71.94	71.94	71.94	71.94					
负债合计	1,224.02	1,620.87	2,158.09	2,640.93					
股本	0.40	30.40	50.40	70.40	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.50	(2.02)	(1.38)	(0.55)
归属母公司股东权益	1,093.22	492.00	135.88	397.14	每股净资产(元)	1.92	0.78	0.22	0.63
负债和股东权益	2,317.24	2,112.87	2,293.97	3,038.07	发行在外股份(百万股)	629.46	629.46	629.46	629.46
					ROIC(%)	(6.23)	(86.70)	(87.70)	(37.12)
					ROE(%)	28.66	(258.47)	(637.74)	(87.93)
					毛利率(%)	41.06	49.38	50.70	50.55
现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	销售净利率(%)	66.07	(144.01)	(60.57)	(18.20)
经营活动现金流	(1,189.75)	(877.39)	(439.18)	127.35	资产负债率(%)	52.82	76.71	94.08	86.93
投资活动现金流	(223.01)	(272.64)	(261.81)	(277.24)	收入增长率(%)	51.81	86.19	62.02	34.14
筹资活动现金流	1,552.01	660.00	500.00	600.00	净利润增长率(%)	106.45	(505.87)	31.86	59.70
现金净增加额	149.69	(479.59)	(190.55)	460.56	P/E	27.79	14.93	9.21	6.87
折旧和摊销	0.00	22.72	31.95	39.76	P/B	10.90	26.79	96.99	33.19
资本开支	(55.65)	(120.00)	(110.00)	(110.00)	EV/EBITDA	50.11	(10.32)	(15.67)	(40.77)
营运资本变动	0.00	323.91	348.62	374.54					

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年4月1日的0.93,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>