

2024 年报点评：营收高速增长，加速领跑智驾生态

核心观点

2024 年全年黑芝麻智能实现营收 4.74 亿元，同比增长 51.81%，实现毛利润 1.95 亿元，同比增长 60.51%，对应毛利率 41.06%，同比提升 16.37pct，实现净利润 3.13 亿元，同比扭亏。公司 A1000 系列芯片已在吉利、东风、比亚迪等头部主机厂量产交付，C1200 跨域芯片已获得 2 家主流 OEM 量产定点，2025 年公司将基于 C1200 及 A2000 芯片持续进行城市 NOA 智驾方案的研发及交付，目前公司自研的技术方案已迭代至基于大模型的端到端算法。此外，A2000 芯片及 C1200 家族芯片赋能机器人及具身智能领域，公司将陆续与多家机器人主体企业的合作，预计 2025 年批量出货。

事件

2024 年全年黑芝麻智能实现营收 4.74 亿元，同比增长 51.81%，实现毛利润 1.95 亿元，同比增长 60.51%，对应毛利率 41.06%，同比提升 16.37pct，实现净利润 3.13 亿元，同比扭亏。

简评

营收高速增长，毛利率显著提升。2024 年黑芝麻智能实现营收 4.74 亿元，同比增长 51.81%，其中影像产品和解决方案收入 0.36 亿元，同比增长 0.62%，自动驾驶解决方案及产品收入 4.38 亿元，同比增长 58.5%，主要得益于公司向国内头部主机厂比亚迪、东风、吉利等及 Tier1 销售芯片及解决方案以及量产车型使用数量稳步增加。2024 年公司实现毛利润 1.95 亿元，同比增长 60.51%，对应毛利率 41.06%，同比提升 16.37pct。期间费用方面，2024 年公司研发/管理/销售费用率分别为 303%/78%/25%，同比下降 133.5pct/7.1pct/24.3pct。利润端，2024 年公司实现净利润 3.13 亿元，同比扭亏，主要受金融工具公允价值变动损益的影响，预计 2025 年相比 2023 年有望显著减亏，持续盈利的时间节点或在 2027 年。

黑芝麻智能 (2533.HK)

维持

买入

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BU1663

于伯韬

yubotao@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520110001

SFC 编号:BRR519

发布日期：2025 年 04 月 01 日

当前股价：22.40 港元

目标价格 6 个月：29.76 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|-----------------|---------------|-------|
| -3.61/-1.08 | -18.49/-33.85 | / |
| 12 月最高/最低价 (港元) | 38.80/19.50 | |
| 总股本 (万股) | 62,946.19 | |
| 流通 H 股 (万股) | 62,946.19 | |
| 总市值 (亿港元) | 141 | |
| 流通市值 (亿港元) | 141 | |
| 近 3 月日均成交量 (万) | 1814.24 | |
| 主要股东 | | |
| 单章章 | 11.73% | |

股价表现



相关研究报告

【中信建投海外研究】黑芝麻智能 (2533):中国智驾芯片新星,自研技术领先叠加国产替代趋势引领快速发展
24.12.18

加速领跑智驾生态，扩展多维智能业务。智驾方面，公司深化与比亚迪等头部车企的 A1000 家族芯片和智驾方案合作，计划进一步拓展更多智驾车型，并推动基于下一代芯片方案的量产交付。公司基于 A1000 家族芯片开发交付的高速 NOA 领航辅助驾驶方案，目前已实现全国高速覆盖，以及多个主要城市快速路的覆盖。2024 年，武当 C1200 家族跨域融合芯片完成了基于武当 C1236 芯片的城市无图 NOA 的功能验证与一汽、东风、安波福、均胜电子、斑马智行等企业达成深度合作。2025 年公司将基于 C1200 及 A2000 芯片持续进行城市 NOA 智驾方案的研发及交付，目前公司自研的技术方案已迭代至基于大模型的端到端算法。芯片方面，华山 A2000 芯片支持 VLM 或 VLA 的端到端大模型，全面覆盖从城市 NOA 到 Robotaxi 的多层级自动驾驶场景，已和头部 Tier1 正在进行基于 A2000 开发智驾方案，预计今年完成实车功能部署，并争取实现获得头部大客户对 A2000 车型定点。武当 C1200 家族芯片截至 2024 年末已获得 2 家主流 OEM 量产定点，武当系列芯片将成为行业首个舱驾一体量产芯片平台。其他智能业务方面，2024 年公司积极向外拓展，推出商用车、车路云等产品，丰富产品应用矩阵。A2000 芯片及 C1200 家族芯片赋能机器人及具身智能领域，公司将陆续与多家机器人主体企业的合作，预计 2025 年批量出货。

盈利预测和估值：我们预计 2025-2026 年公司营收分别为 8.64 亿元和 14.82 亿元，同比增长 82% 和 72%，毛利率分别为 47% 和 52%，净利润分别为-7.44 亿元和-1.57 亿元，对应净利率分别为-86%和-11%，预估公司 2027 年有望实现利润端转正。维持“买入”评级，目标价 29.76 港币，对应 2025 年 20 倍 PS。

风险提示：（1）宏观风险：国内经济面临下行压力，汽车终端需求不及预期；美联储降息进程低预期，拖累港股市场整体表现。（2）行业风险：智能驾驶发展进程低预期；城市 NOA 发展进程低预期；智驾芯片技术迭代、性能提升、成本控制、规模化量产不及预期；行业竞争日趋激烈；中美关系超预期发展，美国要求台积电停供大陆 7nm 芯片未来或影响国内汽车芯片厂商产品交付。（3）公司风险：公司技术迭代低预期，芯片算力提升低预期，新品发布进度低预期；新增定点低预期；客户流失风险；潜在的供应链风险导致产品交付低预期；毛利率改善低预期，扭亏节奏低预期。

表 1:黑芝麻智能盈利预测 (单位: 人民币百万元)

| 资产负债表 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 利润表 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E |
|-----------------|---------|--------|-------|-------|-----------------|--------|--------|-------|-------|
| 总流动资产 | 1,641 | 2,101 | 2,478 | 3,515 | 营业收入 | 312 | 474 | 864 | 1,482 |
| 总非流动资产 | 280 | 216 | 448 | 597 | 营业成本 | -235 | -280 | -455 | -714 |
| 总资产 | 1,920 | 2,317 | 2,925 | 4,112 | 毛利润 | 77 | 195 | 409 | 768 |
| 总流动负债 | 12,923 | 951 | 448 | 594 | 研发费用 | -1,363 | -1,435 | -778 | -593 |
| 总非流动负债 | 91 | 273 | 70 | 77 | 销售费用 | -102 | -121 | -112 | -104 |
| 总负债 | 13,014 | 1,224 | 517 | 671 | 管理费用 | -319 | -369 | -302 | -296 |
| 普通股股本 | 0.05 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 金融资产减值 | -9 | -29 | 0 | 0 |
| 储备 | -10,670 | 1,093 | 2,641 | 3,659 | 其他收入-经营 | 23 | 15 | 27 | 46 |
| 库存股 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他经营净收益 | -4 | -10 | 0 | 0 |
| 其他综合性收益 | -424 | 0 | -233 | -219 | EBIT | -1,697 | -1,754 | -756 | -179 |
| 归属母公司股东权益 | -11,094 | 1,093 | 2,408 | 3,440 | 财务收入 | 26 | 41 | 14 | 24 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 财务费用 | -3 | -18 | -2 | -2 |
| 股东权益合计 | -11,094 | 1,093 | 2,408 | 3,440 | 权益法下应占联营公司利润/损失 | -1 | -2 | 0 | 0 |
| 总权益及负债 | 1,920 | 2,317 | 2,925 | 4,112 | 金融工具公允价值变动损益 | -3,180 | 2,047 | 0 | 0 |
| 现金流量表 | | | | | EBT | -4,855 | 313 | -744 | -157 |
| 经营活动所得现金净额 | -1,058 | -1,190 | -500 | -100 | 所得税 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动所得现金净额 | 547 | -223 | -235 | -317 | 净利润(含少数股东权益) | -4,855 | 313 | -744 | -157 |
| 融资活动所得现金净额 | 809 | 1,552 | 815 | 815 | 关键比率 | | | | |
| 现金及现金等价物增加/减少净额 | 298 | 139 | 81 | 398 | 营业收入 YOY | 89% | 52% | 82% | 72% |
| 汇率变动 | 18 | 10 | 0 | 0 | 毛利率 | 25% | 41% | 47% | 52% |
| 年初的现金及现金等价物 | 982 | 1,298 | 1,448 | 1,529 | 经营利润率 | -543% | -370% | -88% | -12% |
| 年末的现金及现金等价物 | 1,298 | 1,448 | 1,529 | 1,927 | 净利率 | -1554% | 66% | -86% | -11% |

资料来源: Bloomberg, 中信建投证券

分析师介绍

崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，8 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技公司研究，擅长游戏行业研究。2022-2023 年新财富港股及海外最佳研究团队入围，2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

于伯韬

FRM，香港大学金融学硕士，7 年互联网及港股策略卖方从业经历，2024/2021/2020 年新财富港股及海外方向第五名，2022 年新浪金麒麟港股及海外市场最佳分析师第三名，2020 年新浪金麒麟港股及海外市场新锐分析师第一名。

评级说明

| 投资评级标准 | | 评级 | 说明 |
|--|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对涨幅 15%以上 |
| | | 增持 | 相对涨幅 5%—15% |
| | | 中性 | 相对涨幅-5%—5%之间 |
| | | 减持 | 相对跌幅 5%—15% |
| | | 卖出 | 相对跌幅 15%以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上 |
| | | 中性 | 相对涨幅-10-10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk