

黑芝麻智能 (02533.HK)

优于大市

2024 年收入同比增长 52%，智能驾驶芯片量产加速

核心观点

2024 年公司实现营业收入 4.74 亿元，同比增长 52%。2024 年，公司实现总收入 4.7 亿元，同比增长 52%；净利润 3.1 亿元，2023 年为-48.6 亿元，主要系金融工具公允价值变动收益 20.5 亿元影响（2023 年为-31.8 亿元），经调整经营亏损 13 亿（2023 年为-12.5 亿元）。2024 年，自动驾驶产品及解决方案收入为 4.4 亿元，同比增长 58.5%，主要是由于 1) 向国内头部车厂（包括比亚迪、东风、吉利等）及一级供应商销售芯片及解决方案以及量产车型数量稳步增加；2) 产品线的扩大及发展导致商用车市场渗透率提高；3) 车路云一体化等领域的收入随着相关政府政策的发布而增加；智能影像解决方案收入为 0.36 亿元，同比增长 0.6%。

研发与经营活动降本增效，毛利率同比提升。2024 年，公司毛利率 41.06%，同比+16.4pct，其中公司自动驾驶产品及解决方案的毛利率为 37.4%，同比+16.0pct，智能影像解决方案业务的毛利率为 85.4%，同比+35.3pct。2024 年，公司三费率为 405.85%，同比-165.0pct。

高速 NoA 量产加速，城市 NoA 量产落地。公司 A1000 系列芯片已在吉利（领克、银河系列等）、东风（eπ 系列等）及比亚迪等车企规模化量产交付。公司基于 A1000 系列芯片的高速 NoA 方案，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 系列跨域融合芯片完成了城市无图 NoA 的功能验证，公司与中国一汽、东风、安波福、均胜电子、斑马智行等达成合作。公司 A2000 芯片全面覆盖从城市 NoA 到全无人驾驶 Robotaxi 自动驾驶场景，正在与一级供应商合作开发 A2000 智驾方案，争取实现获得头部大客户对 A2000 芯片的车型定点。

公司积极布局机器人领域，预计芯片产品和方案 2025 年批量出货。A2000 家族芯片结合 C1200 家族芯片，能够为具身智能机器人提供领先的“大脑”和“小脑”平台方案。目前，黑芝麻智能与傅利叶、武汉大学刘胜院士团队等已在灵巧手及人形机器人达成合作。2025 年，公司陆续与多家机器人主体企业合作，预计芯片产品和方案将在今年实现批量出货。

风险提示：原材料价格上涨，汽车价格竞争持续激化。

投资建议：上调盈利预测，维持优于大市评级。受益于下游车厂需求增加，我们上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收为 8.1/12.7/20.0 亿元（原 25/26 年预计 7.5/11.8 亿元），归母净利润为-9.8/-6.8/0.7 亿元（原 25/26 年预计-9.98/-7.2 亿元），维持优于大市评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	312	474	806	1,268	2,004
(+/-%)	88.8%	51.8%	70.0%	57.3%	58.0%
归母净利润(百万元)	-4855	313	-976	-678	74
(+/-%)	—	—	—	—	—
每股收益(元)	-7.70	0.50	-1.55	-1.08	0.12
EBIT Margin	-332.7%	-341.7%	-137.3%	-53.6%	5.3%
净资产收益率(ROE)	43.8%	28.7%	-52.1%	-56.7%	5.8%
市盈率(PE)	-1.9	29.8	-9.6	-13.8	126.6
EV/EBITDA	-23.2	-7.3	-10.0	-18.4	91.6
市净率(PB)	-0.84	8.53	4.98	7.81	7.35

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

汽车·汽车零部件

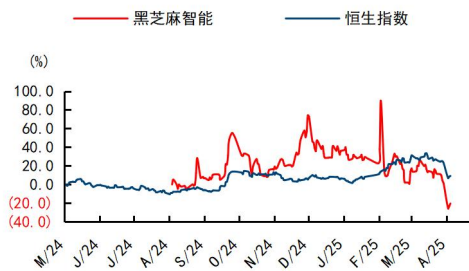
证券分析师：唐旭霞
0755-81981814
tangxx@guosen.com.cn
S0980519080002

证券分析师：杨彬
0755-81982771
yangshan@guosen.com.cn
S0980523110001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	16.26 港元
总市值/流通市值	10250/10250 百万港元
52 周最高价/最低价	43.85/14.50 港元
近 3 个月日均成交额	476.26 百万港元

市场走势



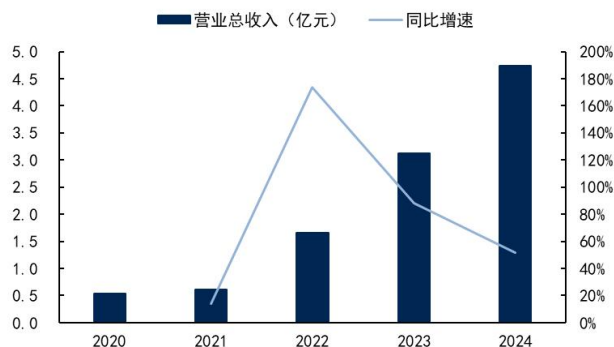
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《黑芝麻智能 (02533.HK) - 黑芝麻智能预计 2024 年收入同比增长 44%-60%，A1000 芯片助力吉利千里浩瀚智驾系统》
2025-03-10

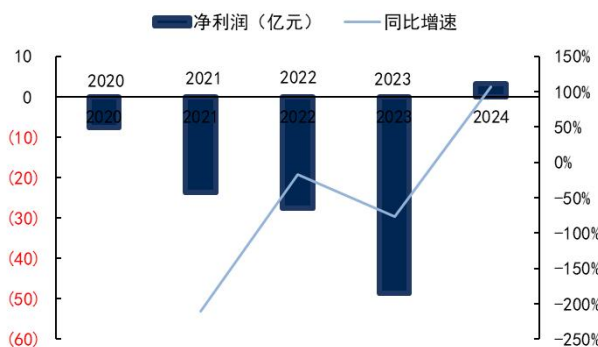
2024 年公司实现营业收入 4.74 亿元，同比增长 52%。2024 年，黑芝麻智能实现总收入为 4.74 亿元，同比增长 51.8%；净利润为 3.13 亿元，2023 年为-48.55 亿元，主要系向投资者发行的金融工具的公允价值变动收益 20.47 亿元影响（2023 年为-31.8 亿元）。2024 年公司全年经营亏损 17.54 亿元（2023 年为-16.97 亿元），经调整经营亏损 13.04 亿（2023 年为-12.54 亿元）。

图1：黑芝麻智能营业收入及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

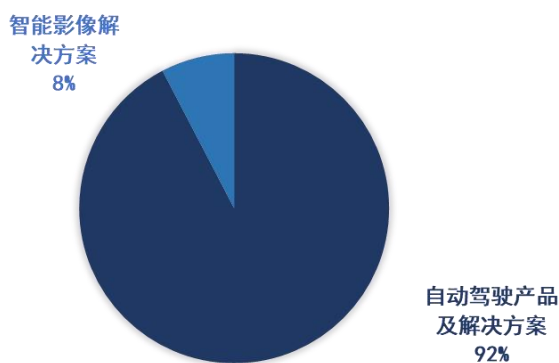
图2：黑芝麻智能净利润及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

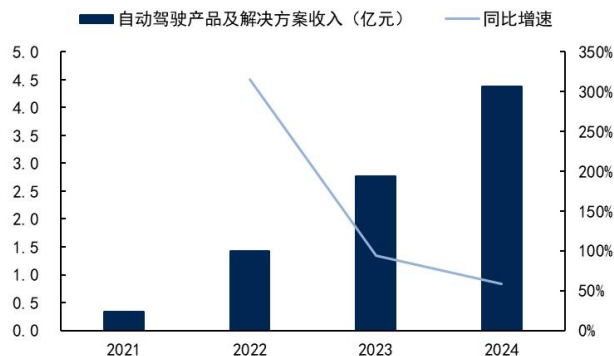
分业务来看，2024 年，自动驾驶产品及解决方案收入为 4.38 亿元，同比增长 58.5%，智能影像解决方案收入为 0.36 亿元，同比增长 0.6%。2024 年，公司自动驾驶产品及解决方案收入同比增长 58.5%，主要是由于 1) 持续向国内头部汽车 OEM（包括比亚迪、东风、吉利等）及一级供应商销售芯片及解决方案以及量产车型使用数量稳步增加；2) 公司产品线的扩大及发展导致商用车领域市场渗透率提高；及 3) 公司于车路云一体化等领域的收入随随着相关政府政策的发布而增加。

图3：黑芝麻智能 2024 年分业务收入占比情况



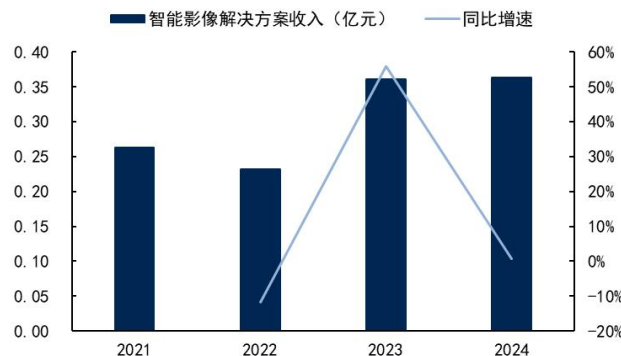
资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图4: 黑芝麻智能自动驾驶产品及解决方案收入及同比增速



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

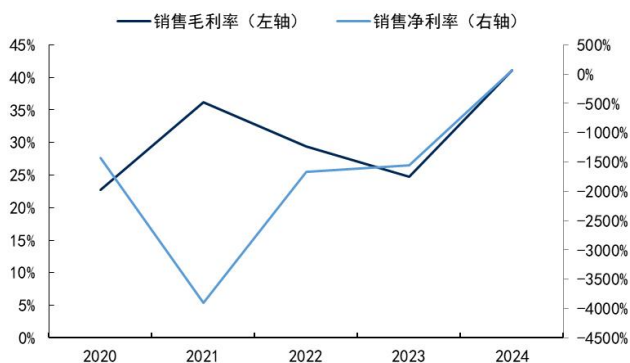
图5: 黑芝麻智能智能影像解决方案收入及同比增速



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

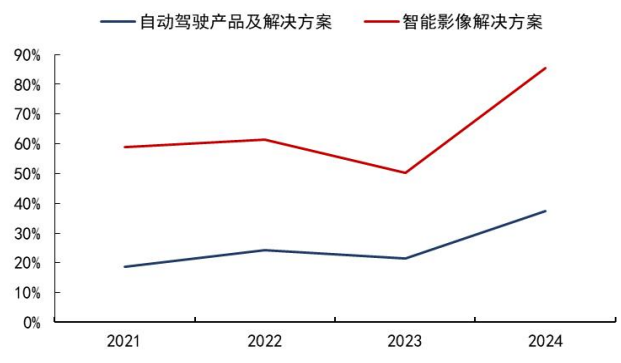
2024 年, 公司毛利率为 41.06%, 同比+16.4pct。2024 年, 公司毛利率 41.06%, 同比+16.4pct, 净利率 66.07%, 同比+1620.25pct。**分业务来看,**1) 2024 年, 公司自动驾驶产品及解决方案的毛利率为 37.4%, 同比+16.0pct, 主要是由于销售的集成在需要硬件组件较少的基于系统芯片 (“SoC”) 的解决方案中的定制化自动驾驶算法增加。2) 2024 年, 公司智能影像解决方案业务的毛利率为 85.4%, 同比+35.3pct, 主要是由于无需硬件组件且毛利率较高的自研软件及算法的授权所产生的收入百分比增加。由于上述原因, 公司整体毛利率由 2023 年的 24.7%提升 16pct 至 2024 年的 41.1%。

图6: 黑芝麻智能毛利率与净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

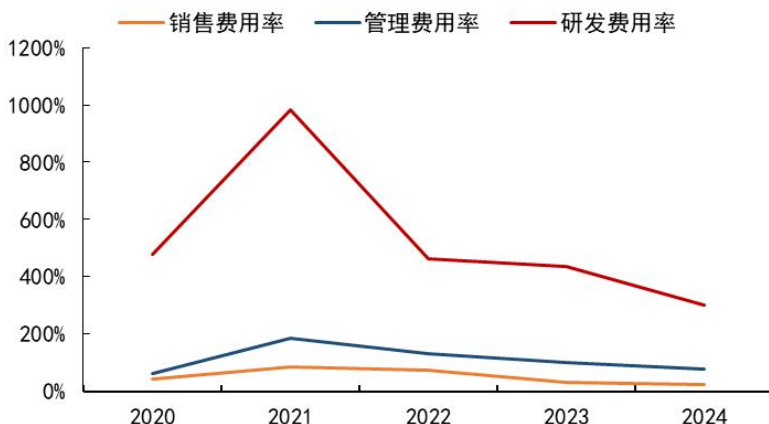
图7: 黑芝麻智能分业务毛利率情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

费用率方面, 公司 2024 年三费率同比下降 165pct。2024 年, 公司三费率为 405.85%, 同比 -165.0pct, 其中销售 / 管理 / 研发费用率分别为 25.47%/77.77%/302.61%, 同比分别变动-7.1/-24.3/-133.5pct。

图8: 黑芝麻智能三费率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

- 2024 年, 公司自动驾驶芯片和解决方案不断实现突破性量产, 领航辅助驾驶 (NoA) 功能快速升级迭代, 公司依托现有量产车型, 主攻新能源头部车企, 延伸至燃油 车头部车企, 提升智驾方案渗透率。同时, 公司将产品量产向商用车、专用车、车路云一体化及人形机器人等领域验证和拓展, 业务形态和场景更具多元化, 不断实现规模效应和商业化突破。公司收入由 2023 年的 3.12 亿元增长至 2024 年的 4.74 亿元, 同比增长 51.8%, 毛利率由 2023 年的 24.7%提高至 2024 年的 41.1%。

➢ 高速 NoA 量产加速, 城市 NoA 量产落地

公司 A1000 系列芯片已在吉利 (包括但不限于领克系列、银河系列等)、东风 (包括但不限于 eπ 系列 等) 及比亚迪等头部车企规模化量产交付。公司基于 A1000 系列芯片的高速 NoA 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。

图9: 黑芝麻华山 A1000 芯片性能



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

表1：黑芝麻华山 A1000 家族芯片配套部分客户情况

合作客户	合作细节
比亚迪	与比亚迪等头部客户保持 A1000 家族芯片和智驾方案的合作，计划进一步拓展至更多智驾车型，推动基于下一代芯片方案的量产交付。
吉利银河	2025 年 3 月 3 日，吉利汽车对外发布了“千里浩瀚”安全高阶智能驾驶系统，黑芝麻智能作为 AI 生态合作伙伴，旗下的华山 A1000 芯片成功集成到“千里浩瀚”智驾系统，并搭载吉利银河旗舰轿车双子星焕新发布，以“高性能+高安全+高性价比”方案助力“智驾平权”从愿景迈向现实。
一汽	2025 年 2 月，黑芝麻智能华山 A1000 家族芯片再获一汽平台定点，覆盖多款燃油车和新能源车型，预计 2025 年量产。
吉利领克	2023 年 8 月，领克 08EM-P 搭载华山 A1000 芯片，能够实现多项 ADAS 智能驾驶辅助功能，支持 ALCA 拨杆变道辅助、ELKA 车道保持、TAA 大车主动避让等高阶智驾功能。 2024 年 5 月，领克 07EM-P 搭载华山 A1000 芯片，可实现高速 NOA 高阶智驾领航辅助，拥有拨杆变道辅助、自主变道、上下匝道、APA 全自动泊车等高阶智驾功能。 2024 年 9 月 28 日，领克 EM-P 超电双子星历时 6 天，总行驶 3710km，成功完成了在南北最长的 G15 沈海高速上，全程使用高速 NOA 智驾 0 失误的挑战。面对超长距离、极端恶劣天气和复杂路况情形下，领克 EM-P 超电双子星充分发挥出高速 NOA 智驾功能的“超能力”。领克 EM-P 超电双子星搭载最新一代亿咖通·天穹 Pro 行泊一体智能驾驶计算平台，集成黑芝麻智能华山 A1000 车规级高性能自动驾驶芯片，综合算力 116TOPS（INT8）
合创	2023 年 10 月，合创 V09 搭载华山 A1000 芯片，基于华山 A1000 芯片的行泊一体驾驶域控平台，可支持多项智能驾驶辅助功能。
东风	2024 年 3 月，东风奕派 eπ007 搭载华山 A1000 芯片，高速 NOA 实现从 A 点到 B 点的路径规划，在城区高架、高速公路上能够自动完成跟车、自主变道、上下匝道等高阶智驾功能。 2024 年 6 月，东风奕派 eπ008 搭载华山 A1000 芯片，基于华山 A1000 芯片的行泊一体驾驶域控平台，可实现高速 NOA 领航辅助驾驶，支持自动上下匝道、自动变道、自动跟车、智能风险播报、LAPA 超视距记忆泊车、400 米超视距记忆泊车、FAPA 多场景自动泊车等高阶驾驶辅助功能。

资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

2024 年，武当 C1200 系列跨域融合芯片完成了城市无图 NoA 的功能验证，公司与中国一汽、东风、安波福、均胜电子、斑马智行等企业达成深度合作。公司 C1236 芯片打造专注于高阶智能驾驶领域的产品，实现单芯片支持高速 NoA 行泊一体功能，并基于鸟瞰（“BEV”）无图方案实现城市 NoA 等场景应用。C1296 芯片则主打跨域融合计算，单芯片覆盖座舱、智驾、泊车及车身控制等多域功能，支持舱驾一体方案。截至 2024 年末，武当 C1200 系列芯片已获得 2 家主流原始设备制造商（OEM）量产定点。此外，公司与东风的合作进一步延伸至 C1200，将推动实现高速 NOA 的舱驾一体项目量产。

图10：黑芝麻智能武当 C1200 系列芯片

武当C1200家族芯片

C1200家族芯片量产型号为C1236和C1296芯片。

C1236芯片打造专注于高阶智能驾驶领域的产品，实现单芯片支持高速NOA（领航辅助驾驶）行泊一体功能，并基于BEV无图方案实现城市NOA等场景应用；

C1296芯片则主打跨域融合计算，单芯片覆盖座舱、智驾、泊车及车身控制等多域功能，支持舱驾一体方案。

截至2024年末，

武当C1200家族芯片已获得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。



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

➤ 产品工具链算法持续升级，核心知识产权（IP）实现重大突破

2024 年底，公司发布新一代人工智能（AI）模型设计的高算力芯片平台华山 A2000 系列产品。该系列芯片原生支持 Transformer 架构，能够高效部署与运行大模型，显著提升自动驾驶系统的处理效率，助力打造全场景通识的自动驾驶方案。围绕 A2000 系列芯片，公司推出新一代通用 AI 工具链 BaRT，支持主流框架与模型转化，降低开发门槛，同时双芯粒互联技术 BLink 通过 Cache 一致性互联实现高效算力扩展。

图11：华山 A2000 家族产品组合：A2000 Lite、A2000 和 A2000 Pro



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

公司围绕自动驾驶技术需求持续深耕核心 IP 研发，重点突破神经网络处理器（NPU）与图像信号处理器（ISP）两大核心技术。全新九韶 NPU 基于 Transformer 架构、BEV 感知模型及大语言模型（LLM），通过动态计算资源分配机制实现算力效率与算法精度的双重提升，显著降低车企的算法适配与部署成本；在视觉处理层面，公司自研 ISP 技术通过场景化算法引擎实现动态参数配置，满足不同场景对图像质量与计算效率的差异化需求，为多领域应用提供灵活、可靠的视觉解决方案。

图12：黑芝麻智能 ISP 相关参数及功能

图13：黑芝麻智能 DynamAI NN 引擎相关参数及功能

自研车规级图像处理核心
ISP - NeuralIQ ISP

自研车规级低功耗神经网络加速器
NPU - DynamAI NN引擎



高速多模式处理

支持多达16路高清相机接入，每秒处理36亿3曝光像素，12亿单曝光像素的高处理率管道，并且每个管道可并行在线处理多路视频，支持在线、离线和混合处理模式。



高质量图像处理

支持HDR处理，符合高动态曝光、低光降噪、LED闪烁抑制等高质量车规图像处理要求，适用于自动驾驶相关的各种应用场景。



软硬件同步优化

通过可配置量化、结构化剪裁压缩、硬件可执行软件的字图规划实现软硬件同步优化，支持稀疏加速和配备自动化开发工具等优势。



多阵列 × 多精度 × 高算力

NPU内部可搭载多个3D卷积MAC阵列、1个2D GEMM阵列，以及1个EDP运算单元和5个DSP，支持4/8/16位多种运算精度，可使华山A1000系列在算力方面得以实现58TOPS。

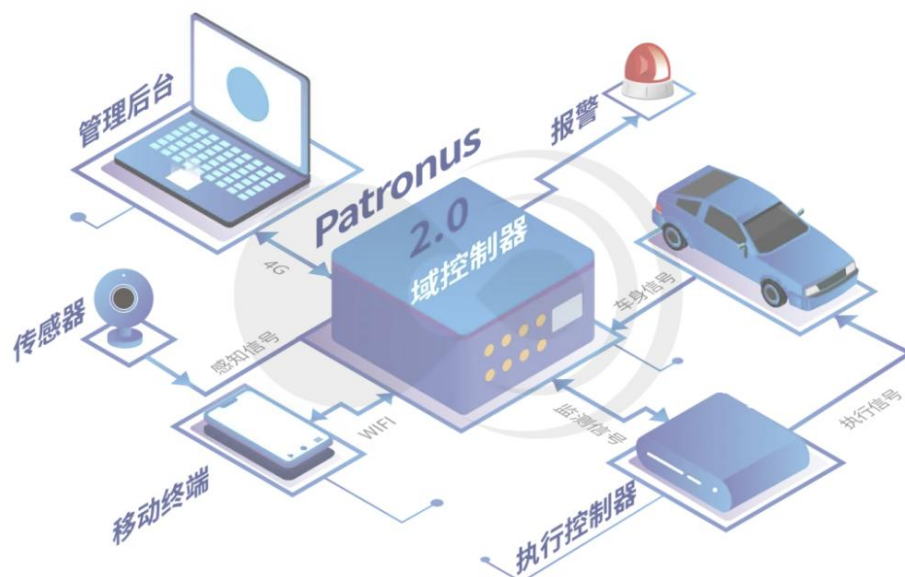
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

➤ 产品矩阵应用场景更加丰富，商业化进程加速推进

依托公司芯片及解决方案的持续迭代，公司不断拓展应用场景，包括商用车、车路云一体化及智能影像等业务，商业化进程快速推进。公司在商用车领域完成工程环卫车、重载卡车等专用车型布局，聚焦高速干线和厂内无人物流等场景，升级打造 Patronus 2.0 主动安全系统功能覆盖自动紧急制动（AEB）、盲区检测、环视等功能。2024 年，公司商用车领域客户持续快速增加，业务体量持续上升。公司已获得多个城市的车路云一体化项目试点，包括成都、襄阳、宁波、天津等。公司参与交付智驾芯片及算法方案，涵盖智能网联、L4 及以下无人驾驶车路协同等多功能应用场景；公司凭借自身在 ISP 核及智能影像算法方面的技术优势，为行业头部客户提供整套视觉人工智能算法产品和技术，同时逐步从原始设计制造商（ODM）向一线终端厂商延伸，进一步巩固市场地位。

图14：黑芝麻智能商用车主动安全系统 Patronus2.0 整体系统示意图



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

面向未来，黑芝麻智能将继续深化在商用车领域的技术优势，推出更多兼具高价值和性价比的创新产品。PA3.0 将在 PA2.0 主动安全系统的基础上，通过迭代算法和硬件升级，进一步强化主动安全功能，更好地守护驾驶员的生命安全和客户的财产安全。

此外，黑芝麻智能还将推出基于 C1296 芯片的舱驾一体商用车应用方案。C1296 芯片的算力密度与能效比行业领先，结合黑芝麻自研 DynamAI NN 引擎与 Neural IQ ISP 模块，可同时处理超 12 路高清摄像头输入，为商用车复杂场景提供强力支撑。该方案将利用 C1296 芯片的强大算力和多核异构架构优势，整合智能座舱与主动安全功能至单一域控制器，实现跨域融合与成本优化，设计阶段工作正在有序展开，计划 25 年下半年完成验证并量产。

- 展望未来，一方面，产品维度，公司将持续拓展车端产品矩阵及应用场景，积极布局机器人端产品；另一方面，客户维度，公司将深化头部车企合作，并积极探索海外市场发展。

➤ 深化头部车企合作，定点量产车型持续增加

2025 年，公司将加速新客户、新车型的开拓，尤其是新能源头部客户的量产交付，推动芯片出货量和收入快速提升。

基于与吉利旗下亿咖通的合作，公司为吉利安全高阶智驾系统——“千里浩瀚”提供芯片及解决方案，相关技术将应用于今年上市的吉利银河系列等多款车型。公司获得中国一汽新平台的定点项目，覆盖多款燃油车和新能源车型，预计于今年实现量产。公司与东风的合作进一步延伸至 C1200，预计将推动实现高速 NoA 的舱驾一体项目量产。此外，公司与比亚迪等其他头部客户保持 A1000 系列芯片和智驾方案的合作，计划进一步拓展更多智驾车型，推动基于下一代系列芯片方案实现量产交付，提升公司不同芯片产品和方案的渗透率。

图15: 黑芝麻智能深化头部车企合作



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

公司 A2000 芯片支持基于 BEV + Transformer 的端到端大模型，全面覆盖从城市 NoA 到全无人驾驶 Robotaxi 的多层级自动驾驶场景，正在与一级供应商合作开发基于 A2000 芯片的智驾方案，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基于 A2000 芯片的车型定点。

➤ 开放式生态打造智驾方案，布局全球协同业务发展

公司已实现基于 A1000 芯片的高速 NoA 方案量产交付，2025 年公司将基于 C1200 及 A2000 芯片进行城市 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。同时，公司与业内领先的算法公司、硬件公司合作，构建开放生态，形成基于公司芯片的高阶智驾全栈解决方案，强化面向车企的交付能力，加深与车企、一级供应商及全球科技巨头的合作。

公司坚持全球化战略，积极与美国、欧洲等海外车企及一级供应商建立合作，逐步探索海外市场。在生态共融与市场开拓中实现业务表现与产业价值的双维增长。

图16: 黑芝麻智能坚持全球化战略



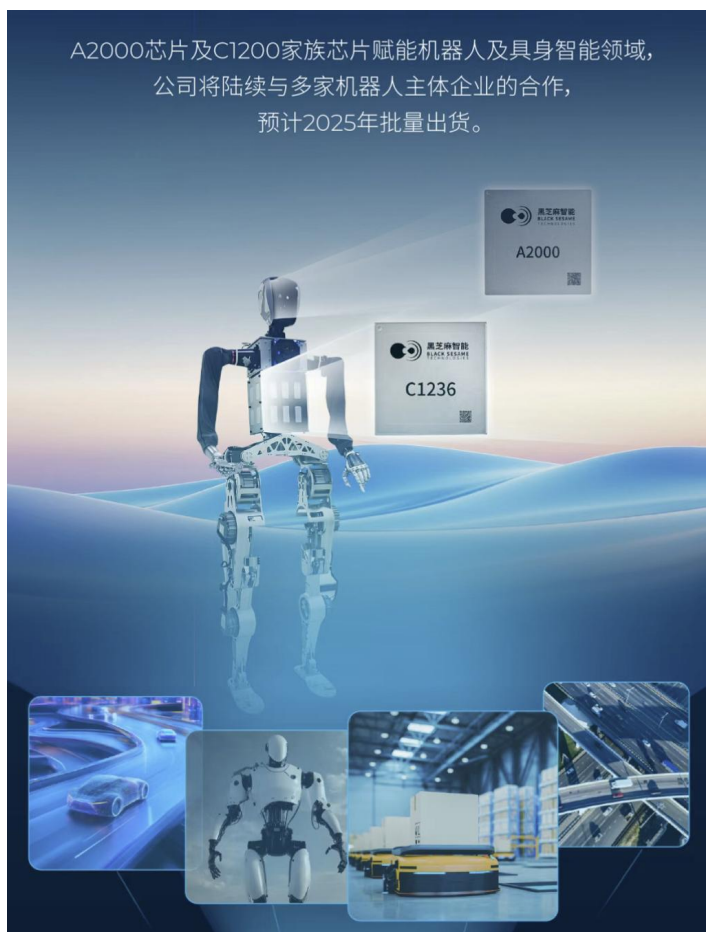
资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

➤ 机器人领域扩展，预计 2025 年批量出货

2025 年，公司持续发挥 AI 边缘推理的技术优势，布局机器人市场，陆续与多家机器人主体企业合作，预计公司芯片产品和方案将在今年实现在机器人领域的批量出货。

公司计划与头部智能企业合作开发基于 A2000 的具身智能算法以及硬件解决方案。公司基于 A2000 芯片的突破性九韶 AI 加速器架构，支持多模态大模型，具备视觉、文本等多类型数据输入能力、自然语言对话及生成任务代码能力。武当 C1200 系列芯片通过硬件隔离技术，支持 AI 运算与执行器控制并行，高效处理多传感器数据融合。A2000 家族芯片结合 C1200 家族芯片，能够为具身智能机器人提供领先的“大脑”和“小脑”平台方案。目前，黑芝麻智能与傅利叶、武汉大学刘胜院士团队等已在灵巧手及人形机器人领域达成合作。公司基于 C1200 系列芯片、A2000 系列芯片共同推动高性能计算驱动的智能硬件技术发展，拓展机器人在工业、医疗、服务等领域的应用场景，为智能机器人技术的规模化落地提供坚实支撑。

图17: 黑芝麻智能 A2000 及 C1200 家族芯片赋能机器人及具身智能领域



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

➤ 拓展产品矩阵及应用场景，布局全场景智能计算

随着大模型的快速发展和普及，基于大模型的应用在快速渗透千行百业，这也带来对边缘以及端侧推理算力需求的持续增加。公司现有的 A1000 系列、C1200 系列以及最新发布的 A2000 产品，作为基于 ASIC 架构的 AI 推理芯片，获得了更多的应用场景。预计今年公司的芯片以及计算平台能够在智能交通、智能工业等场景产生规模化收入。

公司持续拓展商用车应用场景，以芯片和算法为基础，持续升级商用车智驾方案，采用自研大算力 AI 模型，打通方案商、OEM、业务运营公司等全链条生态。在车路云一体化领域，公司计划推出面向车路云一体化的 AI 低延时产品，通过优化图像采集与处理能力，显著提升复杂交通场景下的感知精度与实时性。基于下一代高算力芯片，公司将推出新款边缘计算单元产品，进一步增强路侧设备的算力与响应速度。

图18: 黑芝麻智能拓展产品矩阵及应用场景



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

➤ 加深核心 IP 护城河, 聚焦投入前沿芯片技术

1) 核心 IP 持续迭代

公司持续投入 ISP 研发及迭代, 提升性能、降低功耗, 灵活应对复杂场景下的图像采集与处理需求。新一代的 ISP 技术将在 ISP PIPE 技术与面积上进一步优化, 显著降低功耗, 新增高效的压缩/解压缩功能, 以支持更高带宽的图像数据传输与处理。多样化 ISP 工作模式, 如低光照、高动态范围 (HDR) 及多传感器融合, 这些升级将显著提升智能驾驶系统的视觉感知效率与实时性。

公司将基于九韶项目推出新一代 NPU, 实现高算力与低功耗的平衡, 推动智能驾驶与 AI 应用的性能提升与成本优化。新一代 NPU 将能够支持多种视觉方案与模型类型, 并进一步扩展至大语言模型等复杂 AI 任务, 使其可应用于机器人计算中枢。此外, NPU 将作为加速芯片的核心部分, 为算力加速卡及多种设备提供高效 AI 能力。

2) 芯片性能全面升级

公司持续聚焦投入前沿芯片技术研发, 围绕算力提升、安全强化、AI 融合及成本优化四大方向, 对芯片性能进行升级。在算力与性能提升方面, 公司将通过专有架构优化与计算效率提升, 实现每瓦算力的显著提高, 同时注重能耗控制与散热优化, 为高阶自动驾驶提供坚实支撑。在安全与可靠性强化方面, 公司将遵循更严格的标准, 采用冗余设计、故障检测及先进网络安全技术, 构建多层次防护体系, 保障数据安全与系统稳定。在 AI 融合方面, 公司将增强深度学习能力, 内置高性能 NPU, 支持 Transformer 等复杂模型的高效推理, 提升算法执行效率。在制程工艺与成本控制方面, 公司将加速先进制程研发, 提高集成度与性能, 同时通过技术创新与规模效应优化成本结构, 推动自动驾驶技术的规模化普及。

图19: 黑芝麻智能聚焦投入前瞻芯片技术



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

投资建议：领先的智能汽车计算芯片及解决方案国产供应商，上调盈利预测，维持“优于大市”评级

考虑到公司在手订单充沛，受益于下游车厂对智能驾驶芯片需求的增加，我们上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收为 8.1/12.7/20.0 亿元（原 25/26 年预计 7.5/11.8 亿元），归母净利润为-9.76/-6.78/0.74 亿元（原 25/26 年预计 -9.98/-7.2 亿元）。考虑到黑芝麻智能：1）收入端受益于智能驾驶行业渗透率加速提升，华山和武当系列芯片需求加大，未来业绩有望保持高速增长。2）智能驾驶业务具备较强稀缺性，公司为当前国产智能驾驶芯片优质企业，行业自动驾驶芯片稀缺标的，我们维持“优于大市”评级。

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元人民币)	总市值 (亿元人民币)	收入 (亿元人民币)			PS		
			20250408		2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
NVDA.O	英伟达	无评级	702.0	171278.1	4440.8	9512.3	15334.0	38.57	18.01	11.17
TXN.O	德州仪器	无评级	1064.3	9684.4	1140.1	1251.5	1431.8	8.49	7.74	6.76
688256.SH	寒武纪-U	无评级	566.0	2362.6	11.74	32.22	47.65	201.25	73.33	49.58
9660.HK	地平线机器人-W	优于大市	5.1	678.5	23.84	33.89	53.42	28.46	20.02	12.70
平均								69.19	29.77	20.05
2533.HK	黑芝麻智能	优于大市	14.7	92.8	4.7	8.1	12.7	19.56	11.51	7.32

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测（注：1、英伟达、德州仪器、寒武纪-U 取 Wind 一致预期数据；2、汇率：1 美元=7.2893 人民币，1 港币=0.9362 人民币）

风险提示：1、行业价格战风险；2、车型销售不及预期的风险；3、行业竞争格局或技术迭代等因素对收入预测的风险；4、净利润受公允价值变动、产品结构等因素影响较大，导致盈利预测可能不及预期等。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1298	1448	1539	1693	1863	营业收入	312	474	806	1268	2004
应收款项	263	410	663	1042	1647	营业成本	235	280	442	667	1021
存货净额	71	68	172	261	401	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0	销售费用	120	102	97	87	61
流动资产合计	1641	2101	2549	2997	3911	管理费用	997	1713	1375	1194	816
固定资产	99	80	85	95	104	财务费用	14	23	47	30	66
无形资产及其他	126	87	67	46	25	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	17	13	13	13	13	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	38	36	48	61	69	其他收入	(656)	(90)	31	32	33
资产总计	1920	2317	2762	3212	4122	营业利润	(1709)	(1733)	(1123)	(678)	74
短期借款及交易性金融负债	0	473	473	1523	2233	营业外净收支	(3146)	2047	147	0	0
应付款项	68	117	119	180	277	利润总额	(4855)	313	(976)	(678)	74
其他流动负债	12855	361	0	0	0	所得税费用	0	0	0	0	0
流动负债合计	12923	951	592	1703	2509	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	201	201	201	201	归属于母公司净利润	(4855)	313	(976)	(678)	74
其他长期负债	91	72	96	113	143						
长期负债合计	91	273	297	314	344	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	13014	1224	889	2017	2853	净利润	(4855)	313	(976)	(678)	74
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	6	0	0
股东权益	(11094)	1093	1873	1195	1269	折旧摊销	50	87	31	32	33
负债和股东权益总计	1920	2317	2762	3212	4122	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	14	23	47	30	66
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	4366	(12604)	(687)	(390)	(618)
每股收益	(7.70)	0.50	(1.55)	(1.08)	0.12	其它	0	0	(6)	(0)	(0)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(440)	(12204)	(1632)	(1037)	(512)
每股净资产	(17.60)	1.73	2.97	1.90	2.01	资本开支	0	(36)	(21)	(21)	(21)
ROIC	12%	34%	-54%	-25%	4%	其它投资现金流	698	(167)	0	175	0
ROE	44%	29%	-52%	-57%	6%	投资活动现金流	669	(201)	(33)	141	(29)
毛利率	25%	41%	45%	47%	49%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-333%	-342%	-137%	-54%	5%	负债净变化	0	201	0	0	0
EBITDA Margin	-317%	-323%	-133%	-51%	7%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	89%	52%	70%	57%	58%	其它融资现金流	87	12152	1756	1050	710
净利润增长率	--	-106%	--	--	-111%	融资活动现金流	87	12554	1756	1050	710
资产负债率	678%	53%	32%	63%	69%	现金净变动	316	150	91	154	169
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	982	1298	1448	1539	1693
P/E	(1.9)	29.8	(9.6)	(13.8)	126.6	货币资金的期末余额	1298	1448	1539	1693	1863
P/B	(0.8)	8.5	5.0	7.8	7.4	企业自由现金流	0	(14174)	(1784)	(1060)	(500)
EV/EBITDA	(23)	(7)	(10)	(18)	92	权益自由现金流	0	(1844)	(75)	(39)	144

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032