

2025 中报点评：出海与机器人业务双线突破，A2000 芯片方案开发验证顺利

核心观点

2025 上半年黑芝麻智能实现营收 2.53 亿元，同比增长 40.38%，实现毛利润 0.63 亿元，对应毛利率 24.79%，实现经调整净利润-5.49 亿元，亏损率同比大幅收窄。公司 A1000 系列高阶辅助驾驶芯片在上半年持续量产交付；C1200 系列芯片的商业化稳步推进，公司基于此系列推出了安全智能底座架构，能够覆盖从入门级到旗舰车型的智能化需求，并已在主机厂进行验证；更前沿的 A2000 系列芯片正在进行辅助驾驶方案的开发验证。此外，公司大力开发机器人“大脑”“小脑”方案、L4 智驾系统的无人物流小车和智能影像解决方案，商业化场景进一步丰富。

事件

2025 上半年黑芝麻智能实现营收 2.53 亿元，同比增长 40.38%，实现毛利润 0.63 亿元，对应毛利率 24.79%，实现经调整净利润-5.49 亿元，亏损率同比大幅收窄。

简评

营收高速增长，亏损率显著收窄。上半年公司实现营收 2.53 亿元，同比增长 40.38%，其中影像产品和解决方案收入 0.16 亿元，同比增长 25%，自动驾驶解决方案及产品收入 2.37 亿元，同比增长 42%，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。上半年公司实现毛利润 0.63 亿元，同比减少 30.35%，对应毛利率 24.79%，同比降低 25.21pct。期间费用方面，上半年公司研发/管理/销售费用率分别为 244%/67%/20%，同比下降 137.12pct/34.06pct/8.03pct。利润端，受益于期间费用率大幅优化，公司亏损率显著改善，上半年公司实现经调整净利润-5.49 亿元，对应亏损率 217%，去年同期为-6.02 亿元，对应亏损率 334%。

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:BUI663

于伯韬

yubotao@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520110001

SFC 编号:BRR519

发布日期：2025 年 08 月 30 日

当前股价：18.93 港元

目标价格 6 个月：29.89 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
4.47/6.37	8.54/0.72	-7.21/-48.95
12 月最高/最低价 (港元)		38.80/15.16
总股本 (万股)		63,428.32
流通 H 股 (万股)		63,428.32
总市值 (亿港元)		107.74
流通市值 (亿港元)		107.74
近 3 月日均成交量 (万)		961.77
主要股东		
单记章		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):2024 年报点评：营收高速增长，加速领跑智驾生态

出海与机器人业务双线突破，A2000 芯片开发验证顺利。智驾方面，公司高阶辅助驾驶芯片持续实现量产化交付。上半年公司自研的辅助驾驶功能已实现从车位到车位（P2P）的无缝导航辅助驾驶，覆盖高速、城际及城区等多种道路场景。基于不同芯片平台的辅助驾驶方案也取得显著进展：搭载 A1000 系列芯片的方案已在吉利银河 E8、东风奕派 007 等多款车型上实现量产出货，并新增了面向海外市场的多家客户定点。同时，基于 C1200 系列芯片的方案开发的高速领航、城区记忆领航及记忆泊车等功能，也已在多城市完成测试，即将在多家新能源头部客户的项目中量产部署。芯片方面，A1000 系列高阶辅助驾驶芯片在上半年持续量产交付，C1200 系列芯片的商业化稳步推进，公司基于此系列推出了安全智能底座架构，该架构在确保功能安全的同时，提供灵活的算力拓展和模块化升级支持，能够覆盖从入门级到旗舰车型的智能化需求，并已在主机厂进行验证。更前沿的 A2000 系列芯片正在进行辅助驾驶方案的开发验证，其高算力能够全面支持城市 NOA 全场景应用，并可扩展至 L3/L4 场景，方案涵盖基于 Transformer 的大模型算法和端到端驾驶功能，目标在年内与头部车企达成定点及量产合作。机器人业务方面，上半年公司的核心策略是打造机器人的“小脑”与“大脑”方案，利用 C1200 系列芯片开发负责运动控制的“小脑”，并以 A2000 芯片为基础，构建实现感知与计算等功能的具身智能“大脑”。此外，公司还与合作伙伴共同打造配有 L4 智驾系统的无人物流小车，目前正在持续出货。

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 29.89 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。（3）公司风险：A2000 定点不及预期；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；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	2,203	2,805	营业收入	312	474	864	1,482
总非流动资产	280	216	208	234	营业成本	-235	-280	-455	-714
总资产	1,920	2,317	2,411	3,039	毛利润	77	195	409	768
总流动负债	12,923	942	445	590	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	1,215	514	667	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	1,599	2,299	2,815	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	-506	-402	-444	EBIT	-1,697	-1,754	-756	-179
归属母公司股东权益	-11,094	1,093	1,897	2,372	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	1,897	2,372	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	2,308	2,411	3,039	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	-73	-98	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	379	161	关键比率				
现金及现金等价物增加/减少净额	298	139	-194	-37	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	1,254	经营利润率	-543%	-370%	-88%	-12%
年末的现金及现金等价物	1,298	1,448	1,254	1,217	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龙头公司研究。2024 新财富海外市场研究第五名；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

海外研究分析师，FRM，香港大学金融学硕士，2020 年加入中信建投海外研究团队，2018-2020 年就职于长江证券研究所海外团队，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