

黑芝麻智能 (02533.HK)

2025 年中期业绩公告点评: 智驾逐渐量产兑现, 新场景持续突破

买入 (维持)

2025 年 09 月 03 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

证券分析师 李博韦

执业证书: S0600525070006

libw@dwzq.com.cn

研究助理 孙仁昊

执业证书: S0600123090002

sunrh@dwzq.com.cn

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	(1,270.69)	(866.56)	(349.19)
同比(%)	(76.30)	106.45	(505.56)	31.80	59.70
EPS-最新摊薄 (元/股)	(7.65)	0.49	(2.00)	(1.37)	(0.55)
P/S (现价&最新摊薄)	35.15	23.15	12.43	7.67	5.72

关键词: #新产品、新技术、新客户

投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年半年报。2025H1 公司实现收入 2.5 亿元, 同比 +40.4%; 毛利率同比-25.2pct 至 24.8%; 经调整净利润-5.5 亿元, 同比减亏 8.9%。公司业绩符合预期。
- **自动驾驶业务推进, 多款芯片快速进展。** 2025H1 辅助驾驶产品及解决方案收入同比+41.6%至 2.37 亿元, 增长主要来自量产车型增多、商用车渗透率提升及获客能力增强。芯片方面, 基于 A1000 系列的方案在吉利银河 E8、星耀 8、东风奕派 007/008 等车型持续量产出货; 自研功能实现车位到车位 (P2P) 跨高速/城际/城区的连续导航辅助。C1200 系列的高速领航、城区记忆领航与记忆泊车已在多城完成测试, 即将在多家新能源头部客户项目量产部署, 并推出“安全智能底座”架构以支持算力拓展与模块化升级。A2000 系列正进行方案开发验证, 包含基于 Transformer 的大模型算法, 覆盖 VLA 与端到端驾驶, 目标在年内与头部车企达成定点及量产合作。公司多款高端芯片进展迅速, 有望带动收入增长与毛利结构改善。
- **深化头部车企合作, 加速海外定点与交付。** 公司持续深化与吉利、比亚迪、东风、一汽等头部客户合作, 上半年新增多款国内与海外车型定点, 海外定点车型及数量创历史新高。公司预计基于自家芯片的多款车型自 2025 年下半年起在海外销售, 相关出货已陆续启动, 并预期获取更多头部车企的新车型定点与量产。随着海外定点车型陆续进入销售周期、国内新增定点持续落地, 预计公司订单与交付节奏将加快。
- **应用场景持续丰富, 机器人与低速 L4 等非乘用车场景推进。** 机器人领域, 公司正开发基于 C1200 的“运动小脑”和基于 A2000 的“具身大脑”, 已与头部足式机器人企业达成战略合作, 并通过参投共同开发多模态感知算力模组。无人物流小车方面, 基于自研芯片与激光视觉一体传感器的多模态端到端大模型 L4 系统已在港口/园区等封闭场景持续出货。智能影像解决方案将 AI Depth、Portrait Dynamic Fusion 等算法落地, 并在 AI 眼镜等新形态产品实现商业化。机器人与低速 L4 等非乘用车场景规模化落地叠加智能影像在新形态终端的商业化扩张, 有望形成第二增长曲线并增强业务韧性。
- **盈利预测与投资评级:** 我们维持公司 2025/2026/2027 年收入 8.8/14.3/19.2 亿元的预期, 2025 年 9 月 2 日收盘价对应 2025/2026/2027 年 PS 分别为 12.4/7.7/5.7 倍, 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。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	18.05
一年最低/最高价	14.50/43.85
市净率(倍)	6.12
港股流通市值(百万港元)	10,439.03

基础数据

每股净资产(元)	2.69
资产负债率(%)	39.93
总股本(百万股)	634.28
流通股本(百万股)	634.28

相关研究

《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》

2025-04-02

《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	1,756.04	1,839.31	2,493.36	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	930.29	724.95	1,170.71	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	325.42	408.47	483.71	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	40.56	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	2,020.89	(46.67)	(46.81)	(62.24)
其他非流动资产	13.13	19.95	19.95	19.95	利润总额	313.32	(1,270.69)	(866.56)	(349.19)
资产总计	2,317.24	2,081.46	2,247.77	2,977.08	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	(1,270.69)	(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	(1,270.69)	(866.56)	(349.19)
其他	360.58	750.56	1,216.03	1,631.17	EBIT	290.83	(1,270.69)	(866.56)	(349.19)
非流动负债	273.30	255.71	255.71	255.71	EBITDA	403.32	(1,247.97)	(834.61)	(309.43)
长期借款	201.36	201.36	201.36	201.36					
其他	71.94	54.35	54.35	54.35					
负债合计	1,224.02	1,603.28	2,140.51	2,623.34					
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)	0.49	(2.00)	(1.37)	(0.55)
归属母公司股东权益	1,093.22	478.18	107.27	353.73	每股净资产(元)	1.92	0.75	0.17	0.56
负债和股东权益	2,317.24	2,081.46	2,247.77	2,977.08	发行在外股份(百万股)	634.28	634.28	634.28	634.28
					ROIC(%)	(6.24)	(87.04)	(89.62)	(38.60)
					ROE(%)	28.66	(265.74)	(807.85)	(98.71)
					毛利率(%)	41.06	49.38	50.70	50.55
					销售净利率(%)	66.07	(143.90)	(60.57)	(18.20)
					资产负债率(%)	52.82	77.03	95.23	88.12
					收入增长率(%)	51.81	86.19	62.02	34.14
					净利润增长率(%)	106.45	(505.56)	31.80	59.70
					P/S	23.15	12.43	7.67	5.72
					P/B	9.01	22.96	102.36	31.04
					EV/EBITDA	36.07	(8.59)	(13.09)	(33.88)

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9月1日的0.92,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>