

黑芝麻智能 (02533.HK)

2025H1 收入同比增长 40%，智能驾驶芯片加速放量

优于大市

核心观点

2025H1 公司实现营业收入 2.53 亿元，同比增长 40%。2025H1，黑芝麻智能实现总收入为 2.53 亿元，同比增长 40.4%；净利润为-7.62 亿元，2024H1 为 11.05 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波动影响；经调整亏损净额为-5.49 亿（2024H1 为-6.02 亿元）。

分业务来看，1) 2025H1，自动驾驶产品及解决方案收入为 2.37 亿元，同比增长 41.5%，主要是由于辅助驾驶芯片及解决方案销量伴随量产车型的增多而提升，公司在商用车领域的辅助驾驶解决方案市场渗透率提高；公司强化市场推广能力，成功吸引更多管运规模庞大的客户；2) 2025H1，智能影像解决方案收入为 0.16 亿元，同比增长 24.8%。

公司费用率下降，毛利率有所下降。2025H1，公司毛利率 24.79%，同比-25.21pct，净利率-301.47%，同比-914.76pct，其中自动驾驶产品及解决方案毛利率 20.9%，同比-26pct，智能影像解决方案毛利率 82.4%，同比-4pct。2025H1，公司三费率 332.07%，同比-179.2pct。

高速 NoA 量产加速，城市 NoA 量产落地。公司 A1000 芯片在吉利银河 E8、星耀 8、东风奕派 007 新款车型、东风奕派 008 等多款车型量产，除国内新增定点外，新增面向海外市场的多家客户多款定点车型。C1200 芯片即将在多家新能源客户项目中量产部署。A2000 系列芯片支持城市 NOA，可扩展至 L3 和 L4 场景，公司目标是在今年内与头部车企客户完成定点及量产，推动大算力智驾芯片及开放式领先算法解决方案落地。

公司在机器人、无人物流小车、智能影像解决方案等领域积极进行商业化拓展。机器人领域，公司正在开发基于 C1200 芯片的机器人“小脑”，基于 A2000 芯片的具身智能“大脑”，公司已与头部足式机器人领军企业合作。无人物流小车领域，公司与生态伙伴共同打造 L4 智驾系统，可以实现在港口、园区等封闭场景低速 L4 功能，目前正在持续出货。**智能影像解决方案领域，**公司针对 AI 智能眼镜等智能影像解决方案在数个客户商业落地。此外，公司将积极推进对高性价比、低功耗 AI 芯片企业收购事项，助力公司在端侧 AI 芯片领域成为领导者。

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：维持盈利预测，维持优于大市评级。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收为 8.1/12.7/20.0 亿元，归母净利润为 -9.8/-6.8/0.7 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
(+/-%)	--	-106.5%	--	--	-110.9%
每股收益(元)	-7.61	0.49	-1.53	-1.06	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)	-2.3	35.4	-11.4	-16.3	150.5
EV/EBITDA	-25.2	-8.6	-11.9	-21.5	105.8
市净率 (PB)	[Red] 1.00\	10.14	5.92	9.27	8.74

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: 杨杉

0755-81982771

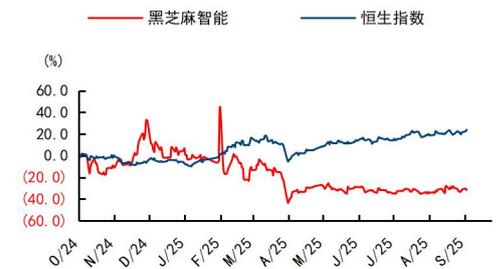
yangshan@guosen.com.cn

S0980523110001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	18.34 港元
总市值/流通市值	11701/11701 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	179.22 百万港元

市场走势



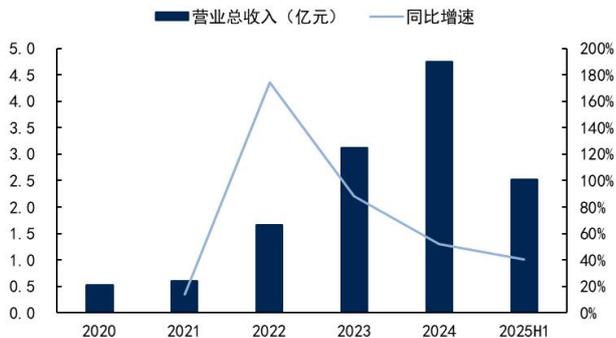
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《黑芝麻智能 (02533.HK) -2024 年收入同比增长 52%，智能驾驶芯片量产加速》——2025-04-09
《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

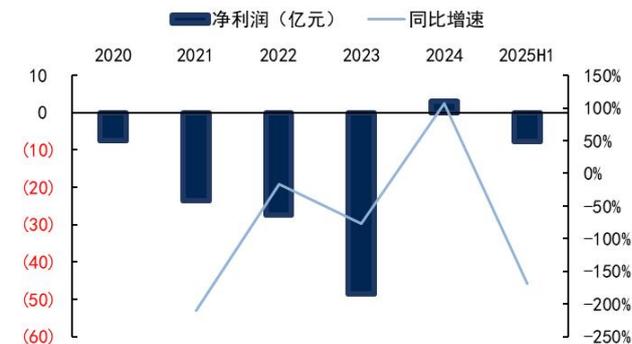
2025H1 公司实现营业收入 2.53 亿元，同比增长 40%。2025H1，黑芝麻智能实现总收入为 2.53 亿元，同比增长 40.4%；2025H1，净利润为-7.62 亿元，2024H1 为 11.05 亿元，主要系向投资者发行的金融工具的公允价值变动收益波动影响（2024H1 为 19.32 亿元）；2025H1，经调整亏损净额为-5.49 亿（2024H1 为-6.02 亿元）。

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



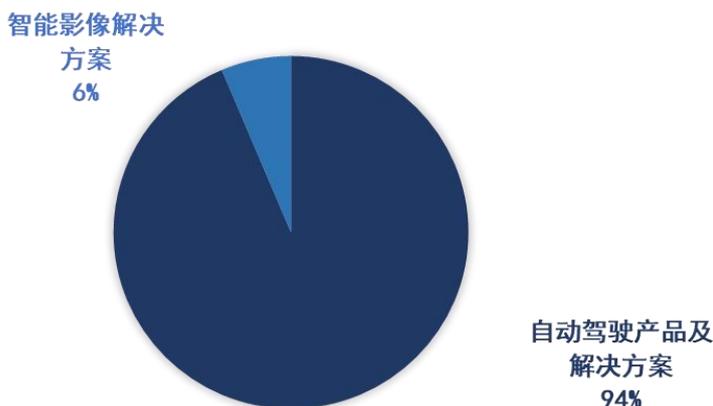
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

分业务来看——

(1) 2025H1，自动驾驶产品及解决方案收入为 2.37 亿元，同比增长 41.5%，主要是由于 1) 辅助驾驶芯片及解决方案销量伴随量产车型的增多而提升，2) 公司在商用车领域的辅助驾驶解决方案市场渗透率提高；及 3) 公司强化市场推广能力，成功吸引更多管运规模庞大的客户；

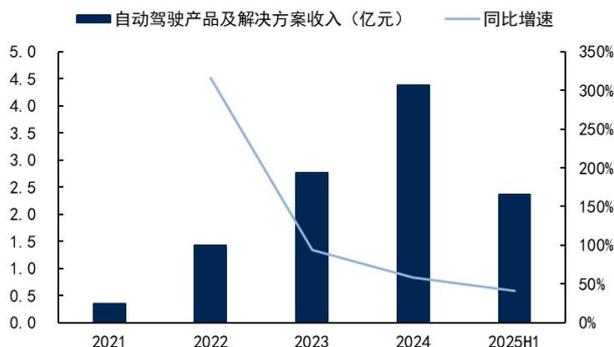
(2) 2025H1，智能影像解决方案收入为 0.16 亿元，同比增长 24.8%，主要是由于公司的智能影像解决方案获得市场认受，从而吸纳更多新客户。

图3：黑芝麻智能 2025H1 分业务收入占比情况



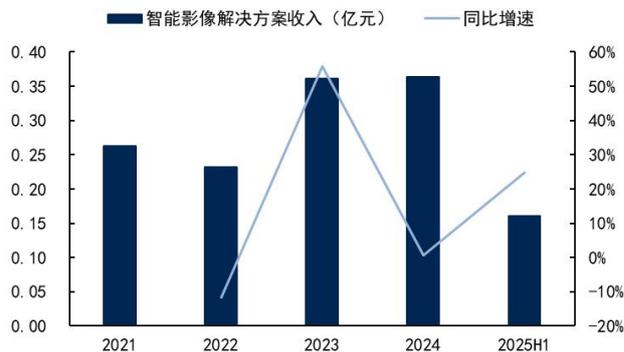
资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

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

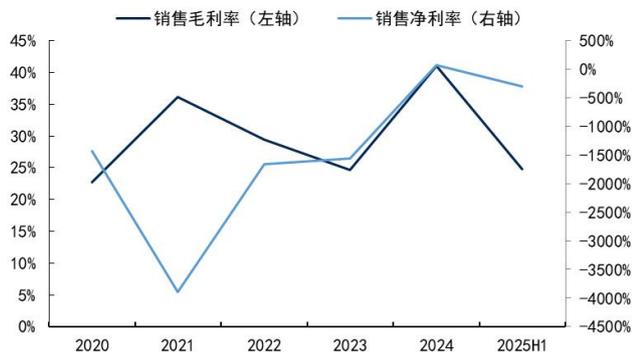
图5: 黑芝麻智能智能影像解决方案收入及同比增速



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

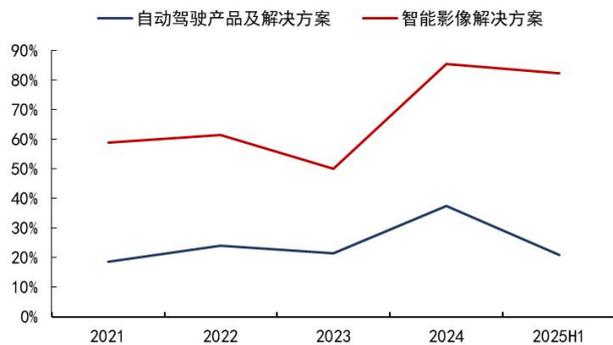
2025H1, 公司毛利率为 24.8%, 同比-25.2pct。2025H1, 公司毛利率 24.79%, 同比-25.21pct, 净利率-301.47%, 同比-914.76pct。**分业务来看,** 1) 2025H1, 公司自动驾驶产品及解决方案的毛利率为 20.9%, 同比-26.3pct, 主要是由于辅助驾驶产品及解决方案应用场景的拓展导致相关方案增加了硬件组件和人力成本投入。2) 2025H1, 公司智能影像解决方案业务的毛利率为 82.4%, 同比-4.2pct。由于上述原因, 公司的整体毛利率由 2024H1 的 50.0%减少至 2025H1 的 24.8%。

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

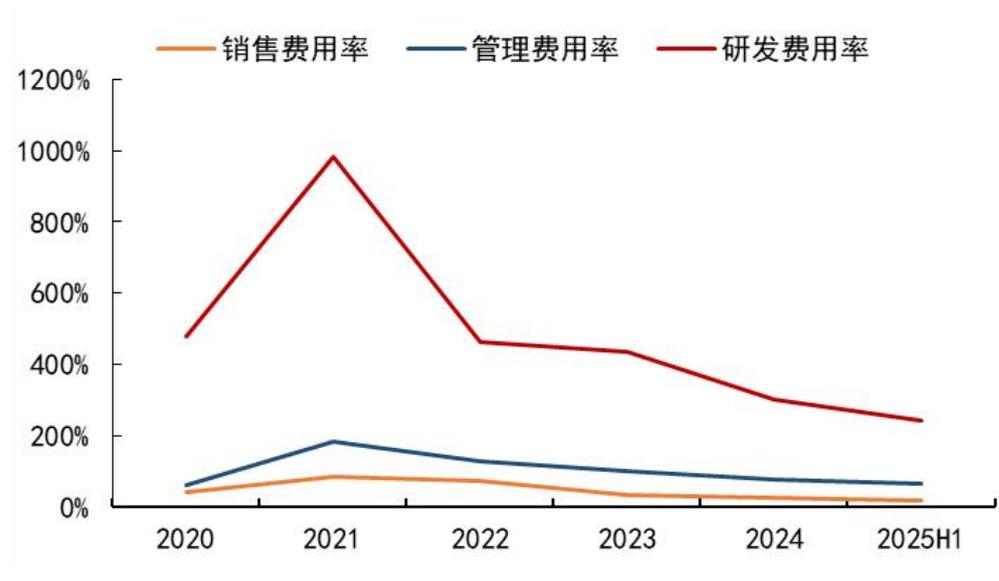
图7: 黑芝麻智能分业务毛利率情况



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 2025H1 三费率同比下降 179pct。2025H1, 公司三费率为 332.07%, 同比-179.2pct, 其中销售/管理/研发费用率分别为 20.37%/67.27%/244.43%, 同比分别变动-8.0/-34.1/-137.1pct。

图8: 黑芝麻智能三费率情况



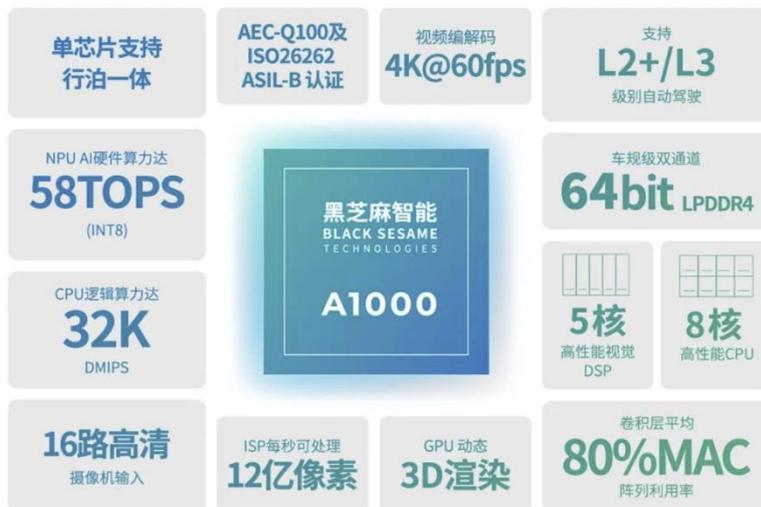
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2025 年上半年, 公司持续深化与吉利、比亚迪、东风、一汽等多家头部客户的合作, 在进行持续化交付及相关辅助驾驶平台工程化研发的同时, 获取了更多客户新的国内及国外车型定点, 海外定点车型及数量创本公司历史新高, 为海外布局及销售提供了坚实基础。另外, 本公司也在基于现有的辅助驾驶芯片及解决方案平台进行跨场景技术及业务迁移, 在机器人、无人物流小车等领域取得了较大程度的进展, 公司商业化业务版图在以辅助驾驶为核心的基础上进一步丰富。2025 年上半年, 伴随业务的快速拓展与量产交付规模的提升, 公司在商业化进展和财务表现上也取得了显著成果, 实现营业收入 2.53 亿, 同比增加 40.4%。

● 高速 NoA 量产加速, 城市 NoA 量产落地

公司 A1000 系列芯片规模化量产加速。2025 年上半年, 公司的高阶辅助驾驶芯片上半年持续实现量产化交付, 基于 A1000 系列芯片的辅助驾驶方案于吉利银河 E8、星耀 8、东风奕派 007 新款车型、东风奕派 008 及其他头部车企多款车上量产出货, 量产经验更加成熟, 为辅助驾驶方案升级奠定能力基础。同时, 公司上半年定点方面亦取得了较大进展, 定点车型愈加丰富, 除国内新增定点外, 新增了面向海外市场的多家客的多款定点车型。此外, 公司自研辅助驾驶功能跨越到能在高速、城际、城区等大部分常见道路类型上实现连续、无缝衔接的车位对车位 (P2P) 导航辅助驾驶。

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。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。
吉利银河	2025 年 5 月 9 日，以“百万银河 星耀之夜”为主题的吉利银河星耀 8 上市发布会在杭州璀璨启幕，正式拉开全球市场序幕。吉利银河星耀 8 千里浩瀚智能安全辅助驾驶系统，依托亿咖通·天穹 Pro 辅助驾驶计算平台，搭载黑芝麻智能华山 A1000 芯片，提供高性能、高安全的硬件基座，支持高速/高架 NOA 领航以及多种复杂车位泊车的能力落地，实现辅助驾驶的卓越性能与极致安全。
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。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。
吉利领克	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。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。
东风	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。2025 年 5 月 21 日，东风奕派举办全球首场 AI 共创产品发布会，东风奕派 2025 款 eπ007 正式上市。eπ007 车型全车装备高达 31 个多维感知硬件，搭载基于黑芝麻智能华山 A1000 芯片的行泊一体域控平台，58TOPS 算力加持下，搭载 20+项驾驶辅助功能，高速 NOA 导航辅助驾驶和记忆泊车辅助 LAPA 等功能，为用户带来更安全、更智能的驾驶体验。

资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图10: 吉利银河星耀8 搭载黑芝麻智能 A1000 芯片



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图11: 东风奕派 2025 款 eπ 007 搭载黑芝麻智能 A1000 芯片



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

公司 C1200 系列芯片 NOA 全线贯通，辅助驾驶能力再突破，商业化推程稳步推进。公司联合生态合作伙伴开发的高速领航辅助、城区记忆领航及记忆泊车功能，已在多城市完成测试验证：即将在多家新能源头部客户项目中实现量产部署。**同时，公司在 2025 年上半年推出了基于 C1200 系列芯片打造的安全智能底座架构，在进一步确保功能安全基础功能的同时可提供灵活的算力拓展能力和模块化升级支持，能够全面覆盖从入门级到旗舰车型的智能化需求，已在主机厂进行验证。基于 C1200 系列芯片的方案已在多城市完成测试，即将在多家新能源客户项目中量产部署。**

图12: 黑芝麻智能武当 C1200 系列芯片



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

高算力芯片 A2000，引领下一代辅助驾驶风潮。

1) 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13: 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

2) 基于 A2000 系列芯片的辅助驾驶方案目前正在进行方案开发验证, 能够全面支持城市 NOA 全场景应用, 并可扩展至 L3 和 L4 场景。方案包括基于 Transformer 的大模型算法, 涵盖 VLA 和端到端的驾驶功能, 公司自研的工具链、算法已准备成熟。同时公司与领先的算法合作伙伴密切协作, 共同推动算法的开发和优化, 也与头部一级供应商合作, 共同搭建和验证方案。公司的目标是在今年内与头部车企客户完成定点及量产合作, 推动大算力智驾芯片及开放式领先算法解决方案的落地和业务拓展。

图14: 黑芝麻智能高算力芯片 A2000



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

● 公司在机器人、无人物流小车、智能影像解决方案等领域积极进行商业化拓展

机器人领域，公司正在开发基于 C1200 系列芯片的机器人“小脑”方案，实现机器人的运动控制等功能，以及基于 A2000 芯片的具身智能“大脑”方案，实现智能机器人的感知、计算等方面的功能。目前公司已与头部足式机器人领军企业达成战略合作，同时通过参投机器人企业，共同开发面向高动态环境的多模态感知算力模组，推动芯片及具身智能解决方案的生态和业务拓展。

无人物流小车领域，公司与生态伙伴共同打造基于公司芯片和独创激光视觉一体传感器实现多模态端到端大模型的 L4 智驾系统，可以实现在港口、园区等封闭场景低速 L4 功能，目前正在持续出货，公司商业化落地场景更加丰富。

智能影像解决方案领域，公司在稳固现有客户的基础上，将业界领先的 AI Depth、Portrait Dynamic Fusion 等算法应用在产品中，扩展新客户。同时，在 2024 年开始布局的针对 AI 智能眼镜等更多形态的产品的智能影像解决方案也在数个客户中实现了商业落地，进入这一重要人工智能（AI）新平台的业务生态。

图15: 黑芝麻智能机器人解决方案



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图16: 黑芝麻智能无人物流车、智能影像等多场景落地



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

● 研发方面，公司保持开放的商业模式，致力于为客户提供全栈解决方案

公司保持开放的商业模式，致力于为客户提供全栈解决方案，在提供软硬打包解决方案的同时支持开放生态及解耦，给客户提供更灵活的商业模式。

算法方面，公司持续优化核心感知架构 BEV(鸟瞰图) (BEV) 模型及 E2E(端到端) 算法性能，显著提升了环境感知的精度、效率和泛化能力（能够更快适配新城市、新道路、降低对地图的依赖），BEV 架构能够更高效地融合多模态传感器信息，减少了传统算法架构中多步处理带来的时延，提升了整体感知过程的运行速度和实时性、系统对复杂路口、异形车、特殊障碍物及遮挡场景的感知识别能力。

核心 IP 方面，公司针对最新的“九韶”神经网络处理器（NPU）架构进行工具优化，保证平台训练推理精度一致，硬件运行的输出一致性，构建出适应 AI 硬件多元化趋势的混合训练方案；同时，公司团队针对端到端模型及大语言模型在多级

仿真平台的运行效率展开深度解析，跟踪最新技术前沿，开发更灵活，更高效的NPU架构，提升NPU的计算吞吐量和处理效率，为AI应用提供更为可靠、可扩展的硬件支持。

全栈解决方案的研发模式不仅推动了技术的持续创新，同时公司在商业模式上保持开放性，提供灵活、开放的芯片硬件平台和完善的工具链。通过优化工具链的兼容性，公司能够支持多种算法方案的快速集成和部署，确保客户在不同应用场景下都能灵活选择最合适的技术路径，进一步提升整体解决方案的可扩展性和市场竞争力。

图17: 黑芝麻智能拥有自主可控核心自研IP



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图18: 黑芝麻智能算法与NPU架构持续领先



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

● 业务展望

客户方面，2025年下半年，公司将继续围绕头部客户进行持续性交付辅助驾驶方案，并且积极拓展新的战略客户，在巩固国内辅助驾驶方案量产的同时，公司已获得头部客户海外车型的定点，预计基于公司芯片辅助驾驶方案量产的多款车型2025年下半年起海外销售，目前已陆续开始出货，公司业务规模通过海外布局的拓展逐步扩大。同时，预期2025年下半年公司将会获得更多头部车企的新车型定点和量产。

商业化落地场景方面，公司在商用车、无人物流车等领域商业化方面将持续量产，围绕头部客户展开应用于特定场景下的方案开发，商业化落地场景更加丰富。公司已基本与大部分头部商用车客户、方案商已在进行深度化合作开发及量产，覆盖轻卡、重卡、特定路线无人车等多场景应用，公司亦在拓宽业务发展渠道，引入战略客户进行资源整合，进一步提升市场占有率。

技术方面，公司将聚焦优化Transformer、BEV等算法在城市极端场景下的表现，同时通过大规模数据训练与强化学习持续提升端到端模型性能，实现城市复杂路况全链路通行，支持基于A2000系列芯片的辅助驾驶方案能够顺利量产交付。

机器人领域，公司已开始在泛机器人领域强化芯片及方案布局，通过公司与头部机器人企业的深度合作，在人形机器人、机器狗、足式机器人、割草机等多领域场景下积极部署芯片及算法等产品方案，同时，通过参投等资本运作形式，布局

机器人多场景拓展，适配公司芯片的方案正在开发阶段，在国内和国外市场同时进行业务突破和拓展。

公司将积极推进对高性价比、低功耗 AI 芯片企业收购事项，使该公司的产品及解决方案与本公司现有中高算力芯片平台形成深度协同，结合多年积累的辅助驾驶算法优势，最终实现能够向市场提供更广泛机器人及端侧应用，提供全场景 AI 推理芯片产品及解决方案，助力公司在端侧 AI 芯片领域成为领导者。公司与收购目标共同打造的车端、机器人以及新消费端 AI 芯片方案将实现全方位 AI 场景应用覆盖，为本公司未来商业化规模的扩大提供坚实基础。

图19: 黑芝麻智能积极推进对高性价比、低功耗 AI 芯片企业的收购



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，维持盈利预测，维持“优于大市”评级

我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收为 8.1/12.7/20.0 亿元，归母净利润为-9.76/-6.78/0.74 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，未来收入有望保持高速增长。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		
			20250908			2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
NVDA.O	英伟达	无评级	1226.9		298127.5	4440.8	9512.3	15303.1	67.13	31.34	19.48
TXN.O	德州仪器	无评级	1354.5		12314.2	1140.1	1294.5	1417.3	10.80	9.51	8.69
688256.SH	寒武纪-U	无评级	1212.8		5073.7	11.74	67.21	118.43	432.17	75.49	42.84
9660.HK	地平线机器人-W	优于大市	10.5		1457.5	33.89	53.42	74.53	43.00	27.28	19.56
	平均								138.28	35.91	22.64
2533.HK	黑芝麻智能	优于大市	17.5		111.3	4.7	8.1	12.7	23.48	13.81	8.78

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	126	119	180	277	利润总额	(4855)	313	(976)	(678)	74
其他流动负债	12855	351	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	(7.61)	0.49	(1.53)	(1.06)	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	(17.39)	1.71	2.94	1.87	1.99	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	(2.3)	35.4	(11.4)	(16.3)	150.5	货币资金的期末余额	1298	1448	1539	1693	1863
P/B	(1.0)	10.1	5.9	9.3	8.7	企业自由现金流	0	(14174)	(1784)	(1060)	(500)
EV/EBITDA	(25)	(9)	(12)	(21)	106	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所提及的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