



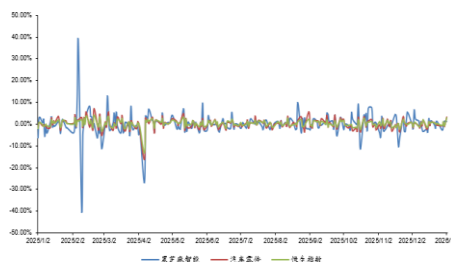
## 买入(首次)

行业： 通信  
日期： 2026年01月12日  
分析师： 应豪  
E-mail： yinghao@yongxingsec.com  
SAC 编号： S1760524050002

### 基本数据

收盘价(港币)	19.28
总股本(百万股)	640.75
无限售港股/总股本	100%
流通市值(亿港元)	124

### 最近一年股票与恒生指数比较



资料来源：Wind， 甬兴证券研究所

### 相关报告：

## 国内领先智驾方案供应商，积极拓展机器人等创新业务

——黑芝麻智能(02533) 点评

### 核心观点

**国内领先的智驾方案供应商。**据公司官网，黑芝麻智能是领先的车规级智能汽车计算芯片及基于芯片的解决方案供应商。公司成立于2016年，于2024年正式在香港交易所主板挂牌上市。公司从用于辅助驾驶的华山系列高算力芯片开始，2023年推出了武当系列跨域计算芯片，同时开拓更多应用领域。公司自有的车规级产品及技术为智能汽车配备关键任务能力，包括辅助驾驶、智能座舱、先进成像及互联等。通过由公司自行研发的IP核、算法和支持软件驱动的SoC和基于SoC的解决方案，提供全栈式辅助驾驶能力以满足客户的广泛需求。

**智能驾驶正在加速渗透。**据灼识咨询统计，2024年，配备L1-L4功能的智能汽车量产乘用车渗透率在全球达到61.2%，在中国达到70.0%，预计到2030年分别增至88.0%和99.4%。据新华网，2025年9月17日，工业和信息化部对《智能网联汽车组合驾驶辅助系统安全要求》强制性国家标准公开征求意见，该标准填补了我国组合驾驶辅助系统产品安全基线空白。2025年12月15日工信部附条件许可长安和北汽蓝谷企业的L3级智能网联汽车产品准入，进一步推动汽车智能化的渗透加速。

**智驾方案持续量产化验证并交付。**据公司财报，其高阶辅助驾驶芯片持续实现量产化交付。2025年上半年，基于A1000系列芯片的辅助驾驶方案于吉利银河、星耀、东风奕派及其他头部车企多款车型上量产出货。此外，公司基于C1200系列芯片的辅助驾驶方案商业化进程稳步推进，其联合生态合作伙伴，开发的高速领航辅助、城区记忆领航及记忆泊车功能等已在多城市完成测试验证，即将在多家新能源汽车头部客户项目中实现量产部署。而基于A2000系列芯片的辅助驾驶方案目前正在开发验证，能够全面支持城市NOA全场景适用，并可扩展至L3和L4场景。据黑芝麻智能官微，2026年1月4日，公司宣布A2000已顺利通过美国商务部和国防部的相关审查，获准在全球范围内销售与应用，标志该芯片正式进入规模化应用阶段，有望为高阶智能驾驶的商业化落地提供重要算力支持。

**机器人等创新业务积极拓展布局。**除智驾外，公司积极布局创新发展。机器人领域方面，公司着手开发基于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。无人物流小车方面，公司与生态伙伴共同打造基于其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，目前已持续出货。

### 投资建议

**首次覆盖，给予公司“买入”评级。**我们看好智能驾驶行业发展前景及公司在行业中的技术及市场优势，看好智驾芯片在智能驾驶领域的应用需求及公司的领先地位，以及公司在包括机器人、无人物流小车等创新业务方面的发展布局。我们预测公司2025-2027年收入分别为8.56/14.75/23.40亿元，经调整净利润（亏损）分别为-7.93/-2.73/2.55亿元。对应12月31日收盘价19.28港币/股，2025年PS为13.04倍。

### ■ 风险提示

智驾关键客户流失风险，新产品研发量产进度不及预期风险，机器人等新业务发展不及预期风险，海外监管政策不确定风险，行业竞争加剧风险。

### ■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	474	856	1,475	2,340
年增长率 (%)	52%	80%	72%	59%
归属于母公司的净利润	313	-1,226	-711	-187
年增长率 (%)	-	-	-	-
经调整溢利净额	-1,304	-793	-273	255
年增长率 (%)	-	-	-	-
每股收益 (元)	1.20	-1.91	-1.11	-0.29
市盈率 (X)	21.60	-9.07	-15.63	-59.46
净资产收益率 (%)	28.66%	-9.40%	-5.77%	-1.54%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所 (2025 年 12 月 31 日收盘价)

		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>流动资产</b>	1,641	2,101	3,669	3,370	3,756	
现金	1,298	1,448	2,570	1,712	1,369	
应收账款及票据	165	258	419	650	980	
存货	71	68	110	167	245	
其他	106	326	571	841	1,163	
<b>非流动资产</b>	280	216	380	536	690	
固定资产	99	80	100	119	135	
无形资产	126	87	84	81	79	
其他	55	49	196	336	476	
<b>资产总计</b>	1,920	2,317	4,049	3,906	4,446	
<b>流动负债</b>	12,923	951	1,413	1,985	2,717	
短期借款	0	473	637	786	919	
应付账款及票据	68	117	188	286	419	
其他	12,855	361	587	913	1,379	
<b>非流动负债</b>	91	273	256	256	256	
长期债务	0	201	201	201	201	
其他	91	72	54	54	54	
<b>负债合计</b>	13,014	1,224	1,669	2,241	2,973	
普通股股本	0.05	0.40	49.92	49.92	49.92	
储备	354	12,261	13,499	12,783	12,592	
<b>归属母公司股东权益</b>	-11,094	1,093	13,043	12,327	12,136	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
<b>股东权益合计</b>	-11,094	1,093	13,043	12,327	12,136	
负债和股东权益	1,920	2,317	14,712	14,568	15,109	

		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>营业收入</b>	312	474	856	1,475	2,340	
其他收入	0	0	0	0	0	
销售费用	102	121	98	85	107	
管理费用	319	369	299	258	327	
研发费用	1,363	1,435	1,165	1,004	796	
财务费用	-23	-22	7	-8	16	
<b>除税前溢利</b>	-4,855	313	-1,226	-711	-187	
所得税	0	0	0	0	0	
<b>净利润</b>	-4,855	313	-1,226	-711	-187	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	-4,855	313	-1,226	-711	-187	
经调整溢利净额	-1,254	-1,304	-793	-273	255	
EBIT	-4,878	291	-1,220	-719	-171	
EBITDA	-4,791	403	-1,186	-684	-134	
EPS (元)	-68.40	1.20	-1.91	-1.11	-0.29	

		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>经营活动现金流</b>	-1,058	-1,190	-1,142	-627	-121	
净利润	-4,855	313	-1,226	-711	-187	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
折旧摊销	87	112	34	35	36	
营运资金变动及其他	3,711	-1,616	50	49	30	
<b>投资活动现金流</b>	547	-223	-379	-331	-301	
资本支出	-134	57	-51	-51	-51	
其他投资	680	-280	-328	-280	-250	
<b>筹资活动现金流</b>	809	1,552	2,647	105	83	
借款增加	-42	657	165	148	133	
普通股增加	2	933	2,518	0	0	
已付股利	2	11	0	0	0	
其他	852	-26	-36	-44	-51	
<b>现金净增加额</b>	316	150	1,122	-857	-343	

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入	88.82%	51.81%	80.41%	72.35%	58.65%
归属母公司净利润	-	-	-	-	-
<b>获利能力</b>					
毛利率	24.69%	41.06%	41.69%	42.92%	44.56%
ROE	43.76%	28.66%	-9.40%	-5.77%	-1.54%
ROIC	43.97%	16.45%	-8.79%	-5.40%	-1.29%
<b>偿债能力</b>					
净负债比率	11.70%	-70.79%	-13.27%	-5.88%	-2.05%
流动比率	0.13	2.21	2.60	1.70	1.38
速动比率	0.12	2.14	2.52	1.61	1.29
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.15	0.22	0.27	0.37	0.56
应收账款周转率	2.15	2.24	2.53	2.76	2.87
应付账款周转率	3.41	3.02	3.26	3.55	3.68
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	-68.40	1.20	-1.91	-1.11	-0.29
每股经营现金流	-8.97	-2.09	-1.78	-0.98	-0.19
每股净资产	-94.11	1.92	20.36	19.24	18.94
<b>估值比率</b>					
P/E	-	21.60	-	-	-
P/B	-	13.49	0.85	0.90	0.92
EV/EBITDA	0.27	34.66	-	-	-

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

## 版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

**重要声明**

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。