

# 黑芝麻智能 (02533.HK)

优于大市

2025 年收入同比增长 73%，智驾、具身智能、端侧 AI 业务发展可期

## 核心观点

2025 年公司实现营业收入 8.22 亿元，同比增长 73%。2025 年，公司总收入 8.22 亿，同比+73.4%；2025 年，净利润-14.25 亿，2024 年 3.13 亿，主要系 24 年有 20 亿的金融工具公允价值变动收益（25 年为 0 亿）；2025 年，经调整亏损净额-10.76 亿（2024 年-13.04 亿）。2025 年，1) 辅助驾驶产品及解决方案收入 6.87 亿，同比+56.8%；2) 智能影像解决方案收入 0.39 亿，同比+7.9%；3) 具身智能解决方案收入 0.96 亿。

公司费用率下降，毛利率略有下降。2025 年，公司毛利率 40.99%，同比-0.1pct，净利率-173%，同比-239pct，三费率 219%，同比-186.5pct。

“华山”+“武当”双产品线助力智驾业务再上新台阶，量产进程持续提速。华山 A1000 系列芯片成功搭载于吉利、东风、比亚迪、一汽等多款车型，除国内市场，也开始远销全球市场。武当 C1200 系列芯片作为行业领先的中央计算芯片平台，2025 年实现从定点到量产的推进，目前已获得主机厂认可正在多个新项目中验证。公司华山 A2000 系列芯片是公司进军高阶智驾的核心力量，目前已取得头部车企定点，后续将推进向更多头部车企送样，预计 2026 年内将有多个量产项目落地。

公司在具身智能、智能影像及泛 AI 业务等领域积极进行商业化拓展。具身智能领域，2026 年公司推动 SesameX 平台在物流、制造服务等场景的规模化部署，依托 Kalos、Aura、Liora 三大系列，覆盖不同复杂度的机器人需求，构建“机器人全脑体系”。生态协同方面，公司继续推进头部机器人企业的合作，落地工业机器人、巡检机器人、灵巧手、垃圾分类机械臂等应用方案。智能影像及泛 AI 业务，2025 年与理想汽车达成合作，为其首款 AI 眼镜 Livis 提供定制化影像算法，产品进入量产。2026 年公司将完成对亿智电子的收购，围绕“芯片+算法+场景”为核心策略，打通入门级算力的增量市场。公司产品矩阵将实现高中低全系列覆盖，为智能汽车、机器人以及各类 AIoT 终端提供从云侧到端侧、从车规到消费级完整 AI 推理芯片解决方案。

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：考虑在手订单充沛，我们上调营收预测，预计 2026-2028 年营收 14.9/24.0/35.8 亿（原 26/27 年预计 12.7/20.0 亿），考虑研发支出加大，下调利润预测，预计 2026-2028 年归母净利润-11.2/-6.4/0.4 亿元（原 26/27 年预计-6.8/0.7 亿），维持优于大市评级。

## 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	474	822	1,488	2,401	3,582
(+/-%)	51.8%	73.4%	81.0%	61.3%	49.2%
归母净利润(百万元)	313	-1425	-1123	-640	40
(+/-%)	-106.5%	—	—	—	—
每股收益(元)	0.46	-2.10	-1.65	-0.94	0.06
EBIT Margin	-371.5%	-182.2%	-80.0%	-30.3%	-1.6%
净资产收益率 (ROE)	-3.3%	-122.9%	-52.1%	-22.8%	1.1%
市盈率 (PE)	33.7	-7.4	-9.4	-16.5	264.0
EV/EBITDA	-7.5	-9.1	-10.6	-17.8	-440.5
市净率 (PB)	(1.11)	9.11	4.90	3.76	2.80

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	17.28 港元
总市值/流通市值	11725/11725 百万港元
52 周最高价/最低价	26.38/14.92 港元
近 3 个月日均成交额	105.65 百万港元

### 市场走势



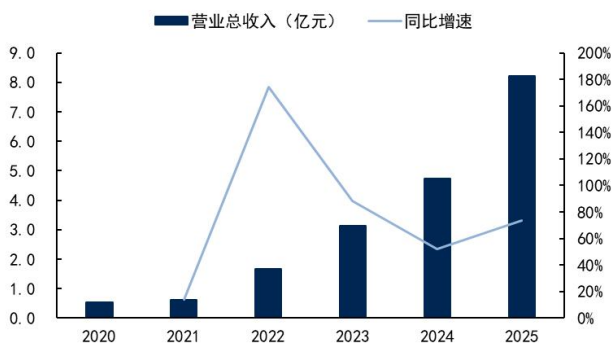
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

- 《黑芝麻智能 (02533.HK) -2025H1 收入同比增长 40%，智能驾驶芯片加速放量》——2025-09-10
- 《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

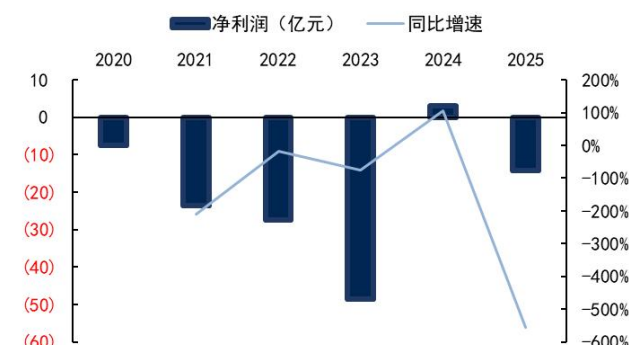
2025 年公司实现营业收入 8.22 亿元，同比增长 73%。2025 年，黑芝麻智能实现总收入为 8.22 亿元，同比增长 73.4%；2025 年，净利润为-14.25 亿元，2024 年为 3.13 亿元，主要系 24 年有 20 亿的工具公允价值变动收益（25 年为 0 亿）；2025 年，经调整亏损净额为-10.76 亿（2024 年为-13.04 亿元）。

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

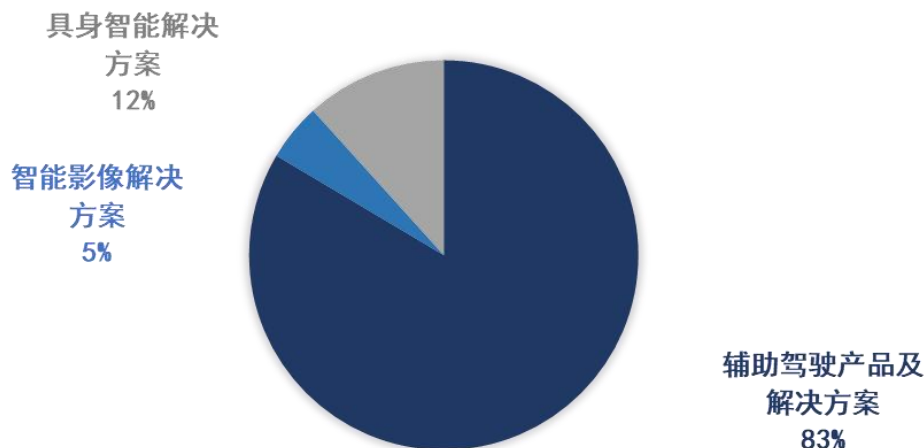
### 分业务来看——

(1) 2025 年，辅助驾驶产品及解决方案收入为 6.87 亿元，同比增长 56.8%，主要是由于 1) 在乘用车领域，标配公司华山系列芯片的新款车型上市且销量表现强劲，公司高阶辅助驾驶芯片及解决方案销量持续提升；2) 在 L2-L3 商用车领域，公司市场竞争力进一步提升，在客户数量和客单价均录得显著增长；及 3) 公司在无人物流等 L4 场景实现批量出货。

(2) 2025 年，智能影像解决方案收入为 0.39 亿元，同比增长 7.9%，主要是由于公司的智能影像解决方案产品拓展至如 AI 眼镜等领域。

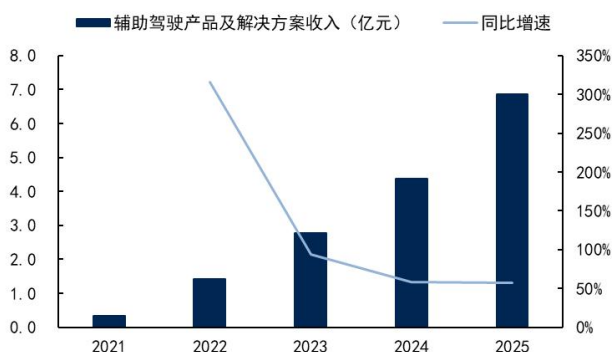
(3) 2025 年，具身智能解决方案收入为 0.96 亿元，主要是由于公司在 2025 年成功发布 SesameX 全栈计算平台，积极通过多元化布局寻找新的增长点，获取多家机器人头部客户大量订单。

图3：黑芝麻智能 2025 年分业务收入占比情况



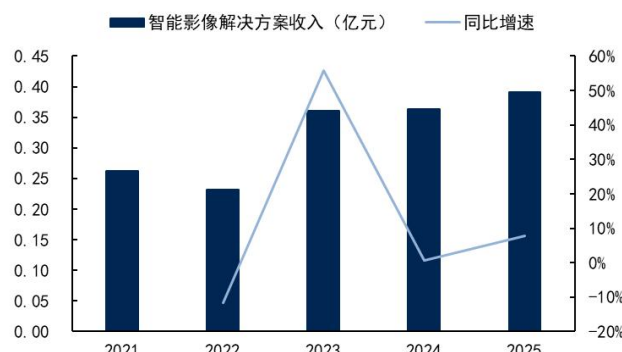
资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图4：黑芝麻智能辅助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

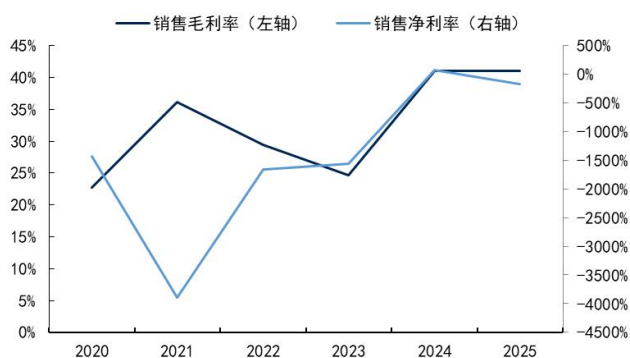


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

2025年，公司毛利率为41.0%，同比-0.1pct。2025年，公司毛利率40.99%，同比-0.07pct，净利率-173.25%，同比-239.32pct。分业务来看，1) 2025年，公司辅助驾驶产品及解决方案的毛利率为37.4%，同比持平。2) 2025年，公司智能影像解决方案业务的毛利率为84.7%，同比-0.7pct。3) 2025年，公司具身智能解决方案业务的毛利率为48.7%。

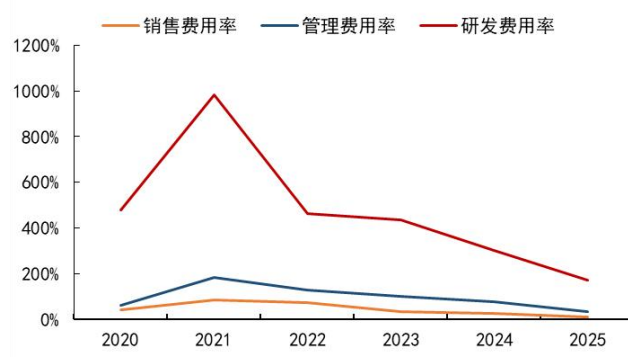
费用率方面，公司2025年三费率同比下降186.5pct。2025年，公司三费率为219.33%，同比-186.5pct，其中销售/管理/研发费用率分别为10.69%/36.28%/172.37%，同比分别变动-14.8/-41.5/-130.2pct。

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：黑芝麻智能费用率情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

2025年，公司在智能汽车计算芯片领域持续巩固领先地位，同时在具身智能等端侧人工智能（AI）创新业务实现战略性突破。2025年营收人民币8.22亿元，同比增长73.4%，毛利率为41%，与去年相比保持稳定。得益于具身智能解决方案业务高速增长，高阶辅助驾驶产品及解决方案随规模放量带来的毛利提升和运营成本的降低，全年经营性亏损同比收窄17.5%，财务数据整体呈现业务快速放量、战略投入聚焦、成长质量提升的良好态势。

- **智驾业务：“华山”+“武当”双产品线助力智驾业务再上台阶，量产进程持续提速**

**2025 年公司华山系列与武当系列芯片量产推程持续提速。**

根据公司公告，华山 A1000 系列芯片已有超过 5 年的生命周期，成功搭载于吉利、东风、比亚迪、一汽等多款车型，除了国内市场，也开始远销全球市场，成为 2025 年公司芯片销量的主力贡献。随着量产车型的增加，公司积累了丰富的高阶辅助驾驶经验，帮助公司打入无人邮政物流车、无人清洁车、卡车等商用车领域，其中 A1000 芯片年内已成功搭载于奇瑞、陕汽商用车，提供主动安全解决方案，并搭载于“川行致远”S6 系列无人车，以“双脑冗余”架构为末端物流的无人化运营提供高安全算力支撑。

**武当 C1200 系列芯片作为行业领先的中央计算芯片平台，2025 年实现从定点到量产的推进。**根据公司公告，该系列芯片在头部车企的新车型上已经进入量产阶段，同时在多家车企验证及交付，覆盖舱驾一体、入门级智驾等多元化需求。基于 C1200 的安全智能底座架构亦获得主机厂认可正在多个新项目中进行验证。

图8: 黑芝麻智能华山 A1000 系列芯片



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图9: 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

**公司最新迭代的华山 A2000 系列芯片作为全球首款全景通识高算力芯片，是公司进军高阶智驾的核心力量。**该芯片基于 7nm 先进工艺打造，在业界中率先支持全 FP16/EP8 浮点及 INT4/INT8/INT16 等多种精度计算，并搭配成熟的 AI 工具链，可实现模型部署及优化的全流程高效开发。根据公司公告，截止目前，A2000 正与元戎启行、Nulimax 等核心算法厂商进行端到端、视觉-语言-动作 (VLA) 算法的深度适配与验证，目前已取得头部车企定点，后续将推进向更多头部车企送样，预计 2026 年内将有多个量产项目落地。

图10: 黑芝麻智能华山 A2000 系列芯片



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

● **具身智能: SesameX 平台引领具身智能新范式, 具身智能解决方案业务商业化落地**

2025 年, 公司通过发布 SesameX 平台, 完成了从智能驾驶领军者向端侧 AI 全栈芯片供应商的跨越。SesameX 平台以“全脑智能”体系引领具身智能新范式, 通过 Kalos、Aura、Liora 三款核心模组为机器人提供从基础控制到高阶认知的全栈算力。根据公司公告, 2025 年, 公司先后与云深处、傅利叶智能、联想、智平方、极智嘉、云迹、天问人形机器人及均胜电子等头部机器人产业链企业合作, 共同推动具身智能的商业化落地。目前已在四足机器人、航运智能巡检等场景规模化交付, 与智能驾驶形成双主业增长格局。2025 年公司具身智能解决方案业务营收人民币 0.96 亿元, 同比实现大幅增长。

图11: 黑芝麻智能具身智能



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

图12: 黑芝麻智能具身智能



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

● 智能影像及泛 AI 业务：技术、生态、场景多维突破

2025 年，公司的智能影像解决方案持续迭代升级，在端侧 AI 影像领域持续取得商业化进展。2025 年与理想汽车达成合作，为其首款 AI 眼镜 Livis 提供定制化影像算法，覆盖高动态范围 (HDR) 融合、多帧降噪、视频防抖及人像优化等核心功能，产品已进入量产阶段。同时，公司目前正在与多家头部客户合作开发 AI 眼镜，预期更多的 AI 眼镜会应用公司国际领先的影像算法。公司在 AI 影像领域已有多年的技术积累，相关解决方案累计搭载设备超 5 亿台。依托公司在端侧 AI 影像领域形成的技术优势，公司正加快推进端侧大模型与 AI Agent 相关技术布局，推动影像能力由图像处理向多模态理解与智能决策延伸，构建新一代智能影像技术体系。

公司构建的泛 AI 软硬件协同方案已规模化落地，智慧交管、停车及轨交等方案已在上海、浙江、成都、青岛等多地实施。

图13: 黑芝麻智能智能影像及泛 AI



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

● 业务展望

➢ 汽车智驾业务: 实现 L2-L4 全场景拓展, 全球市场量产提速

2026 年是公司智能驾驶业务规模化放量, 以及面向下一阶段技术发展布局的关键之年, 公司将以华山 A2000 芯片为核心, 完成方案适配及量产工作, 助力合作伙伴实现 L3 级高级辅助驾驶规模化落地, 同步布局 L4 级 Robotaxi 等场景, 推动年内与萝卜快跑合作量产, 并加速与其他 L4 头部企业的合作落地。推动工程机械、清扫车无人物流及轻卡等商用车领域的批量出货, 实现 L2-L3 级商用车与 L4 级无人物流场景的规模化渗透。依托 A2000 通过美国相关审查的全球市场准入优势, 加速海外整车项目量产应用, 打造行业最开放、最好用的高阶计算平台。

图14: 黑芝麻智能智驾业务

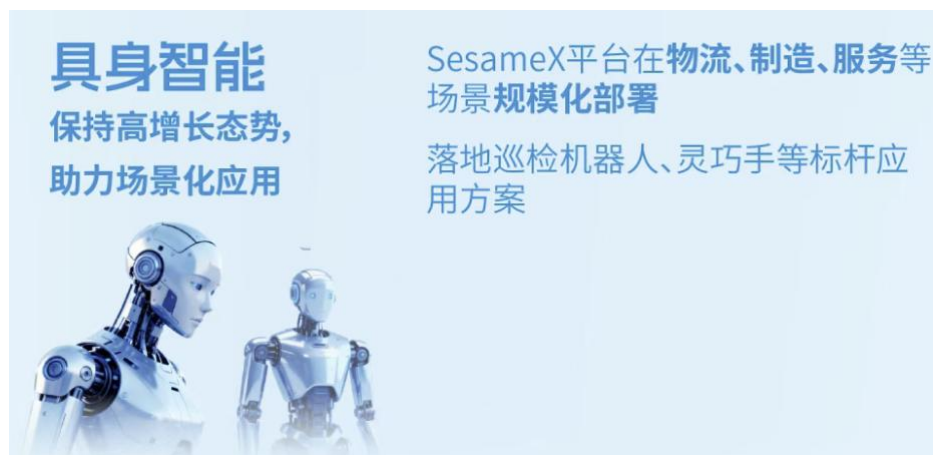


资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

➢ 具身智能解决方案业务: 保持高增长态势, 助力场景化应用

公司将具身智能解决方案业务作为战略性新业务, 与高阶智能驾驶共同构成公司发展核心双引擎。2026 年公司将推动 SesameX 平台在物流、制造服务等场景的规模化部署, 依托 Kalos、Aura、Liora 三大系列, 覆盖不同复杂度的机器人需求, 构建“机器人全脑体系”。生态协同方面, 在具身智能终端等领域打造出标杆项目, 继续推进头部机器人企业的合作, 落地工业机器人、巡检机器人、灵巧手、垃圾分类机械臂等应用方案。

图15: 黑芝麻智能具身智能解决方案业务



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

➤ **完成端侧 AI 布局: 战略收购亿智电子, 全系列产品矩阵成型**

2026 年公司将完成对珠海亿智电子科技有限公司（“亿智电子”）的收购，围绕“芯片+算法+场景”为核心策略，打通入门级算力的增量市场，覆盖智能驾驶、智能硬件等多元场景。双方将整合研发资源，在核心 IP、算法优化工具链等方面实现共享，提升端侧 AI 芯片的能效比与场景适配性。依托亿智电子在 AI SoC 芯片设计经验及 AI 算法优势，与黑芝麻智能的车载产品线形成互补，共同定义并协作研发 2T-10T 算力的车载产品，覆盖前视一体机、行车记录仪、驾驶员监测系统（DMS）等细分场景。在智能硬件方面，亿智电子的下一代 AI SoC 芯片，有望从智能云台、运动数码视频（DV）、AI 眼镜等现有应用，向 AI 陪伴玩具、扫地机器人、割草机器人等场景横向拓展。

至此公司产品矩阵将实现高中低全系列覆盖，能够为智能汽车、机器人以及各类 AIoT 终端提供从云侧到端侧、从车规到消费级的完整 AI 推理芯片解决方案，这将显著增强跨场景协同效应，为 2026 年及未来的泛端侧 AI 市场奠定了坚实基础。

图16: 黑芝麻智能端侧 AI 布局



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

➤ 始终保持前瞻性技术布局

2026 年公司研发工作将围绕“产品化落地、技术演进、平台升级”三大核心，持续夯实核心竞争力，推动关键技术从研发向产业化的快速转化。公司将完成下一代智能视觉处理 IP 的实验与验证，交付下一代神经网络加速(NPU) IP 至 SoC 团队，推动 2026 年内完成新款芯片流片，启动市场推广，启动最新一代更灵活、更高效的 NPU 架构设计。针对现有平台，完善 A2000 与 GPU 精度匹配的内核开发，升级模型适配与精度校准工具链，实现训练与推理精度一致强化 A2000 全流程工具链能力，优化性能调优、原型算子及固件开发工具，推出无缝集成主流 AUTOSAR 的芯片支持套件与可视化配置工具，助力客户自研系统关发与集成效率提升 50%以上。为提前布局未来技术赛道与实现供应链稳定，公司还将积极开展国产工艺计算芯片和工具链的预研工作。

图17：黑芝麻智能保持前瞻性技术研发



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

总体而言，2025 年，公司的收入、毛利实现稳步增长，亏损幅度有所收窄，业务结构持续优化。智能驾驶核心业务保持稳健，量产规模持续扩大，海外市场取得突破；具身智能解决方案等新业务从技术探索进入商业化落地阶段，贡献新的收入增量。2025 年末，公司已签订有关亿智电子的收购协议，公司产品线将进一步向端侧 AI 领域延伸，为未来拓展更广泛的应用场景奠定基础。

2026 年，公司将继续围绕智能汽车、具身智能解决方案等端侧 AI 方向，推进量产交付、技术迭代与市场拓展，力争实现业务规模的持续扩大和盈利能力的逐步

改善。

**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，调整盈利预测，维持“优于大市”评级**

公司为领先的智能汽车计算芯片及解决方案国产供应商，考虑到公司在手订单充沛，我们上调营收预测，预计公司 2026–2028 年营收为 14.9/24.0/35.8 亿元（原 26/27 年预计 12.7/20.0 亿），考虑到公司研发支出加大，我们下调利润预测，预计公司 2026–2028 年归母净利润为-11.2/-6.4/0.4 亿元（原 26/27 年预计 -6.8/0.7 亿）。

**公司业务包含辅助驾驶产品及解决方案、智能影像解决方案、具身智能解决方案及其他。**

**（1）辅助驾驶产品及解决方案：**公司辅助驾驶产品及解决方案产品包含包含基于 SoC 的解决方案和基于算法的解决方案，其中基于 SoC 的解决方案主要是基于黑芝麻华山系列芯片和武当系列芯片，基于算法的解决方案主要是商用车主动安全系统 Patronus、集成闭环自动驾驶解决方案组合 BEST Drive 等业务。2025 年辅助驾驶产品及解决方案实现收入 6.87 亿元，同比增长 56.8%，主要是由于 1) 在乘用车领域，标配公司华山系列芯片的新款车型上市且销量表现强劲，公司高阶辅助驾驶芯片及解决方案销量持续提升；2) 在 L2–L3 商用车领域，公司市场竞争力进一步提升，在客户数量和客单价均录得显著增长；及 3) 公司在无人物流等 L4 场景实现批量出货。未来三年，公司辅助驾驶产品及解决方案受益于华山和武当系列芯片持续放量，销售收入有望高速增长。预计 2026–2028 年辅助驾驶产品及解决方案营收增速分别为 65%/65%/50%。

**（2）智能影像解决方案：**公司为高端消费电子产品制造商及智能电子产品提供商提供智能影像解决方案，通过算法赋能其广泛的设备以实现智慧感知和内容增强，全方位产品包括将自有 IP 算法嵌入传感器及 ISP 芯片。公司的智能影像解决方案提供全光谱主流图像增强优化，其包括单摄像头散景效果、灯光人像美化、面部识别、高动态范围成像及 3D 深度效果。2025 年智能影像解决方案收入为 0.39 亿元，同比增长 7.9%，主要是由于公司的智能影像解决方案产品拓展至如 AI 眼镜等领域。考虑到下游消费电子需求，预计 2026–2028 年营收增速分别为 10%/10%/10%。

**（3）具身智能解决方案及其他：**2025 年，具身智能解决方案收入为 0.96 亿元，主要是由于公司在 2025 年成功发布 SesameX 全栈计算平台，积极通过多元化布局寻找新的增长点，获取多家机器人头部客户大量订单。2026 年公司将完成对亿智电子的收购，围绕“芯片+算法+场景”为核心策略，打通入门级算力的增量市场，覆盖智能驾驶、智能硬件等多元场景，双方将整合研发资源，在核心 IP、算法优化工具链等方面实现共享，提升端侧 AI 芯片的能效比与场景适配性。考虑到公司具身智能解决方案与头部机器人产业链企业合作，叠端侧 AI 加速推进，预计公司 2026–2028 年具身智能解决方案及其他的营收增速分别为 224%/55%/50%。

毛利率方面，华山和武当系列芯片的规模放量下规模效应、叠加公司盈利能力更高的智能影像解决方案、具身智能解决方案持续上量，有望拉动公司毛利率上行，预计 2026–2028 年公司毛利率分别为 42.8%/46.2%/49.9%。

费用率方面，公司目前仍处于研发高投入阶段，研发支出加大，随着公司华山系列和武当系列芯片不断放量，收入快速增长将带来规模效应，预计公司 2026–2028 年销售费用率分别为 6%/4%/2%，管理费用率分别为 20%/12%/8%，研发费用率分别为 96%/60%/40%。

表1: 公司营业收入、毛利预测 (百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>收入拆分</b>						
<b>1、辅助驾驶产品及解决方案</b>						
收入	276.3	438.0	686.9	1133.4	1870.1	2805.1
YOY	94.2%	58.5%	56.8%	65.0%	65.0%	50.0%
<b>2、智能影像解决方案</b>						
收入	36.1	36.3	39.2	43.1	47.4	52.1
YOY	55.8%	0.6%	7.9%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>3、具身智能解决方案及其他</b>						
收入			96.28	311.82	483.33	724.99
YOY				223.9%	55.0%	50.0%
<b>合计</b>						
<b>营业总收入</b>	312.4	474.3	822.3	1488.3	2400.8	3582.2
YOY	88.8%	51.8%	73.4%	81.0%	61.3%	49.2%
<b>营业总成本</b>	235.2	279.5	485.4	852.0	1292.3	1795.6
<b>毛利</b>	77.1	194.8	337.0	636.3	1108.4	1786.6
<b>毛利率(%)</b>	24.7%	41.1%	41.0%	42.8%	46.2%	49.9%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

表2: 未来3年盈利预测表(单位: 百万元)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入(百万元)</b>	474	822	1,488	2,401	3,582
(+/-%)	51.8%	73.4%	81.0%	61.3%	49.2%
<b>归母净利润(百万元)</b>	313	-1425	-1123	-640	40
(+/-%)	-106.5%	--	--	--	-106.2%
<b>每股收益(元)</b>	0.46	-2.10	-1.66	-0.94	0.06
<b>EBIT Margin</b>	-371.5%	-182.2%	-80.0%	-30.3%	-1.6%
<b>净资产收益率(ROE)</b>	-3.3%	-122.9%	-51.7%	-22.5%	1.0%
<b>市盈率(PE)</b>	33.7	-7.4	-9.4	-16.5	267.0
<b>EV/EBITDA</b>	-7.5	-9.1	-10.6	-17.8	-438.4
<b>市净率(PB)</b>	(1.11)	9.11	4.86	3.71	2.75

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

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3: 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		
					2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
TXN.O	德州仪器	无评级	1891.0	17209.7	1206.5	1325.9	1415.5	14.26	12.98	12.16
9660.HK	地平线机器人-W	优于大市	6.6	970.2	37.58	59.69	93.66	25.82	16.25	10.36
<b>平均</b>								20.04	14.62	11.26
2533.HK	黑芝麻智能	优于大市	14.6	102.2	8.2	14.9	24.0	12.42	6.86	4.26

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测(注: 1、德州仪器取Wind一致预期数据; 2、汇率: 1美元=6.8232人民币, 1港币=0.8713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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1448	1447	1400	1400	1400	营业收入	474	822	1488	2401	3582
应收款项	410	747	1223	1973	2944	营业成本	280	485	852	1292	1796
存货净额	68	51	104	158	220	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	121	88	88	88	88
<b>流动资产合计</b>	<b>2101</b>	<b>2328</b>	<b>2811</b>	<b>3531</b>	<b>4564</b>	管理费用	1836	1747	1740	1747	1754
固定资产	80	75	81	92	101	财务费用	23	25	57	39	31
无形资产及其他	87	67	51	36	20	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	13	15	15	15	15	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	36	161	215	274	353	其他收入	51	98	25	26	27
<b>资产总计</b>	<b>2317</b>	<b>2647</b>	<b>3173</b>	<b>3947</b>	<b>5053</b>	营业利润	(1733)	(1425)	(1223)	(740)	(60)
短期借款及交易性金融负债	473	740	740	740	740	营业外净收支	2047	0	100	100	100
应付款项	126	213	231	352	489	<b>利润总额</b>	<b>313</b>	<b>(1425)</b>	<b>(1123)</b>	<b>(640)</b>	<b>40</b>
其他流动负债	351	486	0	0	0	所得税费用	0	0	0	0	(0)
<b>流动负债合计</b>	<b>951</b>	<b>1439</b>	<b>971</b>	<b>1091</b>	<b>1229</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	201	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>313</b>	<b>(1425)</b>	<b>(1123)</b>	<b>(640)</b>	<b>40</b>
其他长期负债	72	48	48	48	48	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>273</b>	<b>48</b>	<b>48</b>	<b>48</b>	<b>48</b>	净利润	313	(1425)	(1123)	(640)	40
<b>负债合计</b>	<b>1224</b>	<b>1488</b>	<b>1019</b>	<b>1140</b>	<b>1277</b>	资产减值准备	0	0	5	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	0	折旧摊销	87	87	25	26	27
股东权益	(9547)	1159	2154	2808	3776	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>(8323)</b>	<b>2647</b>	<b>3173</b>	<b>3947</b>	<b>5053</b>	财务费用	23	25	57	39	31
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	营运资本变动	(12604)	(123)	(993)	(684)	(895)
每股收益	0.46	(2.10)	(1.65)	(0.94)	0.06	其它	0	0	(5)	(0)	(0)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流</b>	<b>(12204)</b>	<b>(1461)</b>	<b>(2090)</b>	<b>(1297)</b>	<b>(828)</b>
每股净资产	(14.07)	1.71	3.17	4.14	5.56	资本开支	0	(50)	(21)	(21)	(21)
ROIC	37%	-85%	-54%	-24%	-1%	其它投资现金流	(167)	91	0	84	0
ROE	-3%	-123%	-52%	-23%	1%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(165)</b>	<b>(85)</b>	<b>(75)</b>	<b>4</b>	<b>(100)</b>
毛利率	41%	41%	43%	46%	50%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-371%	-182%	-80%	-30%	-2%	负债净变化	201	(201)	0	0	0
EBITDA Margin	-353%	-172%	-78%	-29%	-1%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	52%	73%	81%	61%	49%	其它融资现金流	12115	1947	2118	1293	928
净利润增长率	-106%	--	--	--	-106%	<b>融资活动现金流</b>	<b>12518</b>	<b>1545</b>	<b>2118</b>	<b>1293</b>	<b>928</b>
资产负债率	-15%	56%	32%	29%	25%	<b>现金净变动</b>	<b>150</b>	<b>(1)</b>	<b>(47)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	1298	1448	1447	1400	1400
P/E	33.7	(7.4)	(9.4)	(16.5)	264.0	货币资金的期末余额	1448	1447	1400	1400	1400
P/B	(1.1)	9.1	4.9	3.8	2.8	企业自由现金流	0	(1585)	(2179)	(1405)	(945)
EV/EBITDA	(7)	(9)	(11)	(18)	(440)	权益自由现金流	0	136	(118)	(151)	(48)

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

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