

香港股市 | 汽车零部件

速腾聚创科技（2498 HK）

公司亮点

- (一) RoboSense Technology（速腾聚创）主要从事激光雷达及感知解决方案的研发和生产。激光雷达通过融合视觉或其他传感器的感知解决方案可以赋予汽车和机器人感知能力。公司是全球第一个实现搭载自研芯片的车规级激光雷达产品量产的激光雷达企业。公司于2022年11月发布了搭载自研传输、接收及处理系统一体化芯片的E平台产品。
- (二) 根据灼识咨询报告，截止2022年12月，公司是全球唯一一家实现芯片级智能扫描技术大规模部署的激光雷达企业。按2022年收入计，公司在全球及中国激光雷达解决方案市场（不包括少于16线的低端激光雷达）排名第二，市场份额分别为7%及20%。按销量计，公司在全球及中国激光雷达解决方案市场（不包括少于16线的低端激光雷达）排名第三，市场份额分别为12%及21%。
- (三) 截止2023年6月，公司与21家汽车整车厂及一级供应商的激光雷达量产定点订单增加至58款车型，并且已为上述21家整车厂和一级供应商中的九家实现了13款车型的SOP（开始量产，此时产品已准备好进行量产及交付）。公司的激光雷达产品已被全球最畅销汽车整车厂（按2020-2022销量计）及按中国前十大汽车整车厂（按2022年销量计）中的九家选用，包括吉利汽车、零跑汽车、小鹏汽车、广汽埃安等领先汽车制造商。

行业前景

根据灼识咨询报告，全球应用在汽车、机器人和其他行业的激光雷达的市场规模在 2022-2030 年间将分别按复合年增长率 103.2%、50.6%和 78.1%的速度分别增长至 1 万亿、2,162 亿和 372 亿元(人民币，下同)。按类型划分，全球固态激光雷达的市场规模将到 2023 年增长至 7,507 亿元，2022-2027 复合年增长率为 129.5%，高于机械激光雷达的 38.4%。灼识咨询报告预测全球智能感知软件在 2022-2030 年市场规模的复合年增长率为 102.0%，增长率高于硬件的 73.7%。根据灼

中泰评分

综合得分：(100 分为满)

中性 64

| | |
|-------|----|
| 行业前景 | 15 |
| 公司经营 | 12 |
| 估值水平 | 12 |
| 稳价人往绩 | 13 |
| 市场氛围 | 12 |

注：各项满分为 20 分，综合得分满分为 100 分。

招股概要

| | |
|--------|----------------|
| 公开发售价： | HK\$43.0 |
| 每手股数： | 100 股 |
| 每手费用： | 约 HK\$4,343.37 |
| 公司市值： | HK\$193.2 亿 |
| 保荐人： | 摩根大通、华兴资本 |
| 主要股东： | 邱纯鑫博士 |
| 总发行新股： | 22.9 百万股 |
| 公开发售： | 2.3 百万股 |
| 国际发售： | 20.6 百万股 |
| 截止认购日： | 1 月 2 日 |
| 分配结果日： | 1 月 4 日 |
| 正式上市日： | 1 月 5 日 |

来源：公司资料

分析师

陈怡（Vivien Chan）
+852 3949 2941
vivien.chan@ztsc.com.hk

识咨询报告，汽车行业是激光雷达解决方案市场增长的主要增长驱动力，其中包括已实现量产的车规级激光雷达解决方案市场，目前以 ADAS 应用为主。由于自动驾驶汽车的市场需求不断增长，预计到 2030 年，该市场将经历爆发式增长，占激光雷达解决方案市场整体的 79.8%。灼识咨询报告预测中国车载激光雷达解决方案市场规模在 2022-2030 年间的复合增长率为 104.2%，到 2030 年中国市场将占全球市场的 34.6%，成为最大的车载激光雷达解决方案市场。

公司经营

公司收入主要用于 ADAS 和机器人的激光雷达硬件，2022 年这部分收入为 4 亿元，占收入 75.3%，其他收入为结合激光雷达硬件和人工智能感知软件的激光雷达解决方案和服务收入。过去三年公司收入从 1.7 亿上升至 5.3 亿元，虽然期间激光雷达硬件的平均价格下跌，但产品交付数量上升，抵消了价格下跌。毛利方面，公司 2020-2021 年毛利率相对稳定，但 2022 年公司为毛利亏损状态，主要是因为收入大幅上涨的 ADAS 应用的激光雷达产品价格下降（平均售价从 2021 年的约 1 万元下降至 2022 年的 4,300 元）及半导体芯片采购成本增加。随着公司研发团队和收入扩大，研发成本亦上升至 2022 年的 3.1 亿，占收入比 57.7%。由于毛利的不稳定及逐年增加的研发开支，公司仍处于净亏损状态，2022 年净亏损扩大至 20.9 亿元；2023 上半年仍录得净亏损 7.7 亿元。按照非国际财务报告准则，公司 2022 年经调整净亏损 5.6 亿元。资产负债表方面，公司截止 2022 年底账上现金 20.7 亿；无应收账款及银行借贷。

在当前管线的批量生产方面，截止最后可实际可行日期，公司已为 12 名客户实现了 24 款车型的 SOP（可批量生产），随着公司逐步实现余下车型的 SOP，这表明收入增长潜力巨大。

估值水平

我们选取港股智能汽车制造商和汽车零部件企业进行对标，包括理想汽车（1505 HK）、小鹏汽车（9868 HK）、蔚来（9866 HK）、零跑汽车（9863 HK）、敏实集团（425 HK）、耐世特（1316 HK）等。估值方面，公司招股价对应 2022 年市销率 32.8 倍，均高于同业的 0.9-6.1 倍。另外，公司招股价市销率估值亦高于刚上市的自动驾驶解决方案供应商知行汽车科技（1274 HK）。公司引入南山战略新兴产业投资为基石投资者，认购 1 亿美元，占发售股份 79.3%，禁售期为六个月。

图表 1：同业比较 （最新已公布财年之财务数据）

| 公司 | 代码 | 市值 (百万美元) | 收入（百万 美元） | 净利润（百 万美元） | 毛利率 % | 净利率 % | 市盈率 FY0 (x) | 市销率 FY0 (x) | ROE FY0 (%) |
|--------|-----------|--------------|--------------|---------------|--------|---------|----------------|----------------|-------------|
| 速腾聚创科技 | 2498 HK | 2,483 | 72.6 | (286.1) | -7.4% | -393.8% | - | 32.8 | 41.4% |
| 禾赛科技 | HSAI US | 1,100 | 179 | (45) | 39.2% | -26% | - | 6.1 | - |
| 理想汽车 | 2015 HK | 36,849 | 6,335 | (281) | 19.4% | -2% | - | 5.8 | 12.9 |
| 小鹏汽车 | 9868 HK | 12,891 | 3,757 | (1,278) | 11.5% | -47% | - | 3.4 | (33.4) |
| 蔚来 | 9866 HK | 18,593 | 6,892 | (1,998) | 10.4% | -33% | - | 2.7 | (95.4) |
| 零跑汽车 | 9863 HK | 5,088 | 1,732 | (715) | -15.4% | -174% | - | 2.9 | (88.0) |
| 敏实集团 | 425 HK | 2,241 | 2,421 | 210 | 27.6% | 11% | 10.6 | 0.9 | 10.3 |
| 耐世特 | 1316 HK | 1,520 | 3,840 | 58 | 9.6% | 4% | 30.3 | 0.4 | 5.4 |
| 知行汽车科技 | 1274 HK | 855 | 185 | (48) | 8.3% | -113% | - | 4.6 | - |
| 豪恩气电 | 301488 CH | 863 | 151 | 15 | 22.1% | 9% | 44.2 | 5.7 | - |
| 德赛西威 | 002920 CH | 9,625 | 2,089 | 166 | 23.0% | 8% | 57.7 | 4.6 | 22.1 |
| 经纬恒润 | 688326 CH | 1,884 | 563 | 33 | 29.0% | 3% | 52.7 | 3.3 | (1.0) |

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

保荐人往绩

此次保荐人是摩根大通和华兴资本，2022 年初至今两家投行共参与保荐 3 个项目，首日表现 1 涨 2 跌。

市场氛围

今年年初至今港股新股市场气氛反复，累计上市 68 只新股，首日破发率达 33.8%，平均首日轻微上升 1.7%。平均来看，自今年 6 月起上市的公司新股首日表现较佳，平均首日上升 7.0%。公司有引入基石投资人，对提振投资者信心有所帮助。

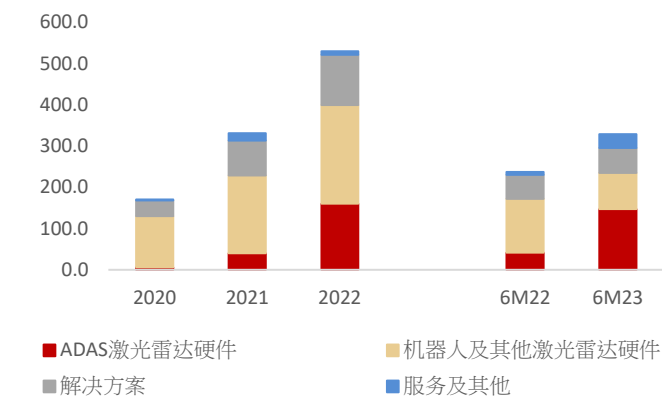
申购建议

激光雷达是汽车实现自动驾驶的必须零部件，但公司目前的大批量商业化生产程度较低，净利润亏损较大，并且招股价估值并不吸引。我们给予 64 分，评级为“中性”。公司引入基石投资者，并认购大部分发售股份，可于上市后稳定股价。

风险提示

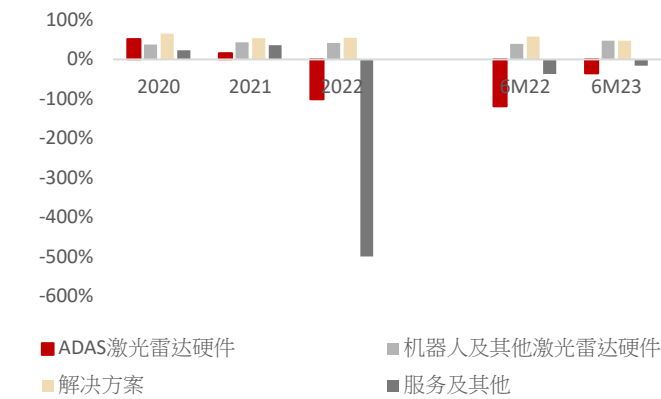
（1）海外半导体芯片供应商出口管制的风险，以及芯片价格波动（2）产品研发迭代速度跟不上市场需求转变；（3）自动驾驶相关监管风险；（4）汇率波动风险。

图表 2：公司收入分布（百万人民币）



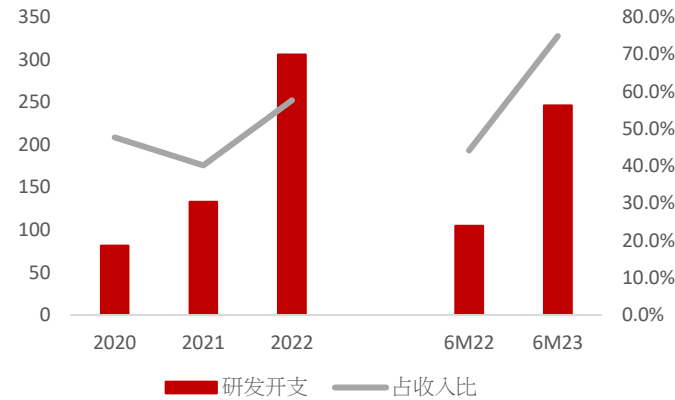
来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 3：公司各产品毛利率



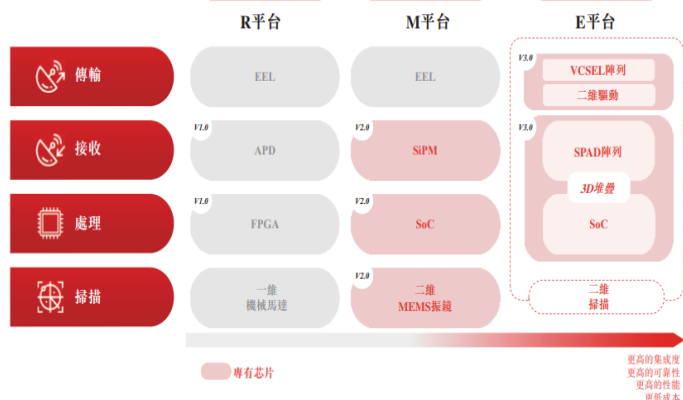
来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 4：研发开支及占收入比例（百万人民币）



来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 5：公司激光雷达平台逐步部署芯片激光雷达技术的路径



来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 6：相关保荐人往绩

| 公司 | 行业 | 上市日期 | (HK\$) 上市价 | 超额倍数 | 中签率 | 首日表现 | (HK\$) 现价 | 累积表现 |
|-----------------|---------|------------|------------|------|-------|--------|-----------|--------|
| 智云健康 (9955 HK) | 医疗及医学美容 | 06/07/2022 | 30.50 | 6.9 | 50% | -7.5% | 6.27 | -79.4% |
| 汇通达网络 (9878 HK) | 电子商贸 | 18/02/2022 | 43.0 | 0.7 | 43.9% | 4.9% | 28.6 | -33.5% |
| 创新奇智 (2121 HK) | 应用软件 | 27/01/2022 | 26.3 | 12.9 | 15.0% | -25.5% | 9.07 | -65.5% |

注：更新至 2023 年 12 月 27 日

来源：彭博、中泰国际研究部

新股申购评级

以新股综合评分总得分为基准，从五方面来评估股份的投资价值：

1. 行业前景评分：1-20 分，20 分为最高分
2. 公司经营评分：1-20 分，20 分为最高分
3. 估值水平评分：1-20 分，20 分为最高分
4. 稳价人往绩评分：1-20 分，20 分为最高分
5. 市场氛围评分：1-20 分，20 分为最高分

综合评分总得分 = (行业前景评分 + 公司经营评分 + 估值水平评分 + 稳价人往绩评分 + 市场氛围评分) 之总和

积极申购：综合评分总得分 ≥ 80 分

申购：70 分 \leq 综合评分总得分 < 80 分

中性：60 分 \leq 综合评分总得分 < 70 分

不申购：综合评分总得分 < 60 分

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805