

2024年8月26日

速騰聚創 | 02498.HK
產品迭代導致量增價跌

評級

買入

目標價

HK\$ 19.90

2024 年上半年財年，速騰聚創(02498.HK)實現 7.3 億元人民幣總收入，其中 83.8%及 10.7%分別來自應用於 ADAS 及機器人的激光雷達銷售。上半年財年集團毛利率提升至 13.6%，淨虧損從去年同期的 7.7 億元人民幣減少至 2.7 億元人民幣。

應用於機器人的激光雷達銷售具爆發式增長潛力：速騰聚創(02498.HK)於 2024 年上半年財年錄得 8,900 台應用於機器人的激光雷達銷售，其中主要來自於單價及利潤率較低的 Helios 和 Bpearl 系列。根據集團的指引，本年度第三或第四季度的季度銷售量有望達到去年全年的水平，而應用亦變得更為廣泛，特別是在清潔及物流行業。E1 原為汽車補盲激光雷達，但其精確度及垂直可視範圍令其能夠成為機器人激光雷達較平的替代方案，並在集團應用於機器人的激光雷達銷售業務的貢獻將會更為顯著。集團未來着重於 AI 機器人激光雷達的業務發展，E 平台的大單為集團定下基礎，未來龐大應用潛力有望為集團帶來可觀的成長。

產品迭代帶動應用於 ADAS 的激光雷達銷售：對比 2024 年第一季度，第二季度速騰聚創(02498.HK)的應用於 ADAS 的激光雷達銷售量相對持平，但毛利率則按季上升 0.6 個百分點至 11.2%。雖然未來的平均售價仍有些微壓力，惟得益於規模效應，該業務的毛利率有望進一步改善。作為 M1P 的平價替代方案，集團於第三季度開始小批量交付 MX。客戶有望逐步應用 MX 取代 M1P 作為下一代汽車的激光雷達，同時較平的定價亦有望帶動該產品滲透至低端汽車市場。由於低端汽車市場的銷售量較大，能夠為產品帶來更多的引伸需求，我們預計 MX 的貢獻將於 2025 年下半年更為顯著，惟產品組合的變動將會導致 2025 年/2026 年的平均售價進一步下滑。

持續改善的毛利率：我們相信速騰聚創(02498.HK)的毛利率將能夠持續改善。在 ADAS 方面，受惠於 i) 規模效應、ii) 產品迭代，我們預計該業務分部毛利率將有 2 - 9 個百分點的上升。此外，縱然 E1 的交付將會導致應用於機器人的激光雷達銷售業務平均售價急劇下降，產品滲透率上升將為集團營收及毛利率帶來改善。

產品迭代導致量增價跌：我們繼續認為速騰聚創(02498.HK)能夠於 2025 年實現正自由現金流及於 2026 年錄得收支平衡。我們適度下調對集團的預測以反映產品組合的變動，較低價的 E1 及 MX 的銷售佔比上升將降低集團的收入及利潤水平。我們重申「買入」評級以反映潛在的銷售量及利潤率增長，惟降目標價至每股 19.90 港元以反映產品迭代的影響。

更新報告

敖曉風, Brian, CFA

高級分析師

briango@westbullsec.com.hk

+852 3896 2965

香港上環德輔道中 199 號無限極廣場 2701 - 2703 室

速騰聚創 (02498.HK)

評級 (前評級)	買入 (買入)
目標價 (前目標價)	HK\$ 19.90 (23.30)
現價	HK\$ 11.42
52-周波幅	HK\$ 11.40 - 137.50
市值 (港元, 十億)	HK\$ 5.1

人民幣, 百萬	23(A)	24(E)	25(E)	26(E)
收入	1,120.1	2,300.3	3,726.0	4,863.5
毛利	93.6	352.4	687.1	1,090.7
毛利率	8.4%	15.3%	18.4%	22.4%
歸母淨利潤	(4,336.6)	(473.1)	(230.9)	30.8

股價表現	1 個月	3 個月	半年	一年
絕對值	-21.0%	-83.0%	-68.8%	-
相對恒指	-24.5%	-77.6%	-74.6%	-



同業比較

		市值	市盈率	預測	市賬率	市銷率	總收入	毛利率	股本
		(港元, 百萬)	(x)	市盈率	(x)	(x)	(港元, 百萬)	(%)	回報率
				(x)					(%)
300552.CH	萬集科技	6,401.8	-	-	2.6	6.1	1,004.9	33.6	(15.5)
AEVA.US	Aeva	1,258.8	-	-	1.0	31.0	33.8	(136.5)	(72.4)
CPTN.US	Cepton	385.3	-	-	-	2.3	102.2	27.2	-
HSAI.US	禾賽科技	4,239.0	-	-	1.0	2.0	2,075.1	35.2	(14.2)
INVZ.US	Innoviz	905.0	-	-	1.0	3.6	163.4	(55.6)	(87.2)
LAZR.US	Luminar	3,849.2	-	-	-	5.5	546.3	(104.2)	-
LIDR.US	AEye	88.6	-	-	0.5	26.7	11.5	(946.4)	(145.8)
OUST.US	Outster	2,882.2	-	-	2.1	3.2	652.0	10.0	(62.9)
	平均值	2,501.2	-	-	1.4	10.1	573.6	(142.1)	(66.3)
02498.HK	速騰聚創	5,461.5	-	-	-	1.0	1,238.4	8.4	-

資料來源: 彭博、西牛證券

風險因素

- 未能維持高市佔率及市場地位
- 激光雷達競爭激烈導致平均售價下滑
- 激光雷達於機器人及低端汽車市場滲透率低
- 研發投入偏高削弱財務表現

財務報表

損益表					資產負債表				
(人民幣, 百萬)	2023 (A)	2024 (E)	2025 (E)	2026 (E)	(人民幣, 百萬)	2023 (A)	2024 (E)	2025 (E)	2026 (E)
總收入	1,120.1	2,300.3	3,726.0	4,863.5	固定資產	268.1	324.3	349.6	481.9
<i>按年增長</i>	<i>111.2%</i>	<i>105.4%</i>	<i>62.0%</i>	<i>30.5%</i>	其他非流動資產	176.7	189.5	197.1	206.5
直接成本	(1,026.5)	(1,947.9)	(3,038.9)	(3,772.8)	非流動資產	444.8	513.8	546.7	688.4
毛利	93.6	352.4	687.1	1,090.7	庫存	199.2	269.0	320.2	417.6
其他收入	35.1	17.1	13.0	13.0	應收款項	678.3	780.8	978.4	1,200.7
經營開支	(1,069.4)	(912.7)	(1,031.4)	(1,176.3)	現金及現金等物	1,826.4	2,520.0	2,587.4	2,912.1
經營溢利	(940.6)	(543.2)	(331.4)	(72.6)	其他流動資產	122.8	158.2	210.4	286.5
淨財務成本	78.1	68.4	94.3	95.9	流動資產	2,826.7	3,727.9	4,096.5	4,817.0
聯營及合營公司	4.5	9.7	12.0	15.7	總資產	3,271.5	4,241.7	4,643.3	5,505.4
稅前利潤	(858.0)	(465.0)	(225.1)	39.0	長期借貸	-	-	-	-
稅項	(1.9)	(2.0)	(2.0)	(3.9)	其他非流動負債	1,493.8	94.8	94.8	94.8
淨利潤	(859.9)	(467.0)	(227.1)	35.1	非流動負債	1,493.8	94.8	94.8	94.8
<i>按年增長</i>	<i>43.0%</i>	<i>-45.7%</i>	<i>-51.4%</i>	-	應付款項	490.2	525.0	610.0	766.0
					短期借貸	1.0	-	-	-
					其他流動負債	10,356.3	318.0	368.0	494.6
					流動負債	10,847.5	843.0	978.0	1,260.6
					總負債	12,341.3	937.8	1,072.8	1,355.4
					非控股股東權益	15.8	19.1	22.9	27.2
					控股股東權益	(9,085.7)	3,284.8	3,547.6	4,122.8
					總權益	(9,069.8)	3,303.9	3,570.5	4,150.0

現金流量表					財務比率				
(人民幣, 百萬)	2023 (A)	2024 (E)	2025 (E)	2026 (E)		2023 (A)	2024 (E)	2025 (E)	2026 (E)
稅前溢利	(4,329.1)	(467.8)	(225.1)	39.0	毛利率	8.4%	15.3%	18.4%	22.4%
淨財務成本	(78.8)	(68.4)	(94.3)	(95.9)	經營溢利率	-84.0%	-23.6%	-8.9%	-1.5%
折舊及攤銷	149.4	104.4	123.5	132.2	淨利潤率	-386.6%	-20.4%	-6.1%	0.7%
其他	3,910.9	490.8	567.8	613.4	股本回報比率	61.4%	16.3%	-6.6%	0.9%
營運資金變動	(168.9)	(152.2)	(153.1)	(99.0)	資產回報比率	-129.3%	-12.5%	-5.1%	0.7%
經營現金流	(516.5)	(93.3)	218.8	589.7	流動比率	26.1%	442.2%	418.9%	382.1%
					速動比率	24.2%	409.9%	385.0%	347.4%
淨資本開支	(146.0)	(149.5)	(134.5)	(248.2)	現金比率	16.8%	298.9%	264.6%	231.0%
其他	411.6	(4.2)	-	-	債務權益比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
投資現金流	265.6	(153.7)	(134.5)	(248.2)	淨債務權益比率	20.1%	-76.3%	-72.5%	-70.2%
					庫存周轉天數	86.8	43.9	35.4	35.7
股份發行	-	968.2	-	-	應收款項周轉天數	144.2	115.8	86.2	81.8
淨借貸	2.0	(1.0)	-	-	應付款項周轉天數	126.9	95.1	68.2	66.6
利息支出	-	-	-	-					
股息支出	-	-	-	-					
其他	(36.6)	(26.6)	(16.8)	(16.8)					
融資現金流	(34.6)	940.6	(16.8)	(16.8)					
股本自由現金流	(660.4)	(243.8)	84.3	341.5					
公司自由現金流	(660.3)	(237.9)	91.9	350.1					

資料來源: 公司資料、西牛證券

西牛證券是香港一家主要服務香港上市公司的券商，如要獲取更多研究報告，請參考以下聯繫方式: Alphasense、FactSet、Capital IQ、Refinitiv、Wind、Choice、慧博投研資訊及同花順。

西牛證券評級:

強烈買入	: 未來12個月絕對增長超過50%
買入	: 未來12個月絕對增長超過10%
持有	: 未來12個月絕對回報在-10%至+10%
沽售	: 未來12個月絕對下降超過10%
強烈沽售	: 未來12個月絕對下降超過50%

投資者應在閱讀本報告時假設西牛證券正在或將要和本報告中提到的公司建立投資銀行或其它主要的業務關係。

分析員聲明: 本報告中給出之觀點準確反映了分析員對於該證券的個人見解。分析員就其在本報告中給出的特定建議或者見解，並沒有直接或間接地為之收受任何的經濟補償。

免責聲明:

本研究報告不得被視為任何股票售出之要約或股票購買或認購之要求。本報告中提到之股票可能在某些地區不具備公開出售資格。本報告中資訊已經由西牛證券有限公司(簡稱為“西牛證券”)的研究部門根據其認為可靠之來源加以整理，但是西牛證券或其他任何人都沒有就本報告的正確性或者完整性給出聲明、保證或擔保。所有本報告中的觀點和預測都是(除非特別注明)報告發佈日時西牛證券發佈，且可在不通知前提下予以變更。西牛證券或任何其他人都不得為使用本報告或其內容或其它和本報告相關原因而發生的損失承擔任何責任。本報告之讀者應獨立負責考察本報告中所提到公司的業務、財務狀況和發展遠景。西牛證券和其高級職員、董事和雇員，包括本報告準備和發佈過程中涉及人員，可以在任何時候(1)在本報告中提到公司(或其投資)中任職，或購買或售出其股票; (2)和本報告中提到的公司存在諮詢、投行或其它經紀業務關係; 和(3)在適用法律許可情況下，在本報告發佈之前或緊接之後，在其自己的針對本報告中某個公司的投資帳戶中使用本報告資訊或者依據此資訊行動(包括進行交易)。本報告可能無法在同樣時間被分發到每一位接受方手中。本報告僅可被分發給專業投資者或經紀商，供其參考。任何獲得本報告者無論出於什麼原因，都不得複製、出版、重新生成、或者轉發(全文或部分)給任何其他方。本報告在香港由西牛證券發佈。獲得本報告者如需本報告中提到股票之更多資訊，請聯繫西牛證券在其當地所設立之分支機構。

西牛證券有限公司版權所有©。保留所有權利。