

2024年12月12日

**速騰聚創 | 02498.HK**
**更新報告**
**穩健出貨量及持續改善的毛利率帶來重估**

評級

目標價

買入

HK\$ 32.80

2024年第三季度，速騰聚創(02498.HK)實現4.1億元人民幣總收入，其中3.8億元人民幣來自於激光雷達銷售。季度毛利率進一步提高至17.5%，連續三個季度上升，而淨利潤率亦從第二季度的-37.4%大幅收窄至第三季度的-20.4%。

應用於ADAS的激光雷達銷售量成長具可預見性：速騰聚創(02498.HK)第三季度激光雷達銷售量達到131,400台，應用於ADAS的激光雷達銷售量同比增加87.1%。MX產品旨在滲透15萬-20萬元人民幣級別的汽車市場，包括比亞迪的海豹及漢、廣汽埃安的AION V及AION RT、吉利銀河、極氪等，該產品已獲7家整車廠的定點合作。MX產品將會為集團未來的銷售量帶來動力，並逐步取替M1P產品，估計該產品的銷量將佔集團2025年總銷售量近三到四成的水平。同時，集團於高階自動駕駛領域同樣取得理想的進展，集團取得如小馬智行等領先L4+自動駕駛公司的SOP定點合作，是集團在自動駕駛出行業務方面邁出重要的一步。自動駕駛出行市場迅速的擴展將為集團帶來龐大的市場空間，我們將於明年第四季度開始看到有相關收入貢獻。

應用於機器人的激光雷達銷售量將獲得爆發性增長：速騰聚創(02498.HK)於第三季度實現約7,200台應用於機器人的激光雷達銷售量，Helios及BPearl系列仍然為主要的收入來源。海外需求仍然強勁，有望進一步刺激2025年的銷售量。我們預計2024年第四季度的銷售量將受到延期交付的影響而較預期為低，但有可能於2025年同比成長2-3倍，甚至達到十萬的水平。

持續改善的毛利率：集團第三季度毛利率進一步提升至17.5%，表現理想，其中應用於ADAS及機器人的激光雷達的毛利率分別達到14.1%及34.6%。毛利率提升受惠於i) 規模效應持續擴大、及ii) 採購成本降低，優於我們預期。得益於i) MX產品及E平台滲透率上升、ii) 自動駕駛出行業務收入增加、iii) 規模效應擴大，我們相信集團未來的毛利水平將會持續改善。

穩健出貨量及持續改善的毛利率帶來重估：鑑於i) 出貨量具爆發性增長、ii) 毛利率持續改善、iii) 正在優化的營運效率、及iv) 中國相關股份獲得重估，我們上調集團目標價至每股32.16港元。激光雷達市場正值高速成長，應用於ADAS及機器人的滲透率亦正持續上升，取得客戶及加強客戶黏性是市場參與者目前主要任務。此外，我們亦將於2026年可能看到更多來自於自動駕駛出行及海外客戶的貢獻，並於明年看到相關定點項目。此外，集團在中國國際高新技術成果交易會成功展示了8自由度靈巧手研究成果，加強其機器人技術平台公司的定位。

敖曉風, Brian, CFA

高級分析師

briango@westbullsec.com.hk

+852 3896 2965

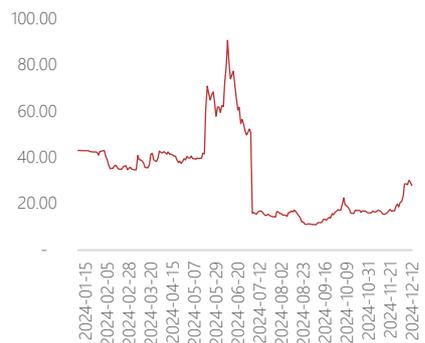
香港上環德輔道中199號無限極廣場2701-2703室

**速騰聚創 (02498.HK)**

評級 (前評級)	買入 (買入)
目標價 (前目標價)	HK\$ 32.80 (19.90)
現價	HK\$ 28.00
52-周波幅	HK\$ 10.82 - 137.50
市值 (港元, 十億)	HK\$ 12.3

人民幣, 百萬	23(A)	24(E)	25(E)	26(E)
收入	1,120.1	1,706.6	2,591.2	3,337.5
毛利	93.6	265.2	572.8	809.4
毛利率	8.4%	15.5%	22.1%	24.3%
歸母淨利潤	(4,336.6)	(421.9)	(108.2)	45.2

股價表現	1個月	3個月	半年	一年
絕對值	65.7%	132.6%	-65.0%	-
相對恒指	64.1%	115.7%	-77.4%	-



## 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	8,824.6	-	-	4.0	8.3	1,004.9	33.6	(18.6)
AEVA.US	Aeva	1,885.4	-	-	1.9	37.3	33.8	(136.5)	(85.8)
CPTN.US	Cepton	399.4	-	-	-	2.9	102.2	27.2	-
HSAI.US	禾賽科技	11,260.2	-	-	2.7	5.5	2,075.1	35.2	(14.2)
INVZ.US	Innoviz	935.8	-	-	1.3	3.6	163.4	(55.6)	(79.0)
LAZR.US	Luminar	1,939.2	-	-	-	2.9	546.3	(104.2)	-
LIDR.US	AEye	91.6	-	-	0.8	41.8	11.5	(946.4)	(160.3)
OUST.US	Outster	3,726.8	-	-	2.8	4.0	652.0	10.0	(61.4)
	平均值	3,632.9		-	2.2	13.3	573.6	(142.1)	(69.9)
02498.HK	速騰聚創	12,317.2	-	-	-	2.3	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
- 海外業務進展較慢
- 激光雷達滲透率低

## 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	1,706.6	2,591.2	3,337.5	固定資產	268.1	324.3	374.6	403.2
<i>按年增長</i>	<i>111.2%</i>	<i>52.4%</i>	<i>51.8%</i>	<i>28.8%</i>	其他非流動資產	176.7	189.5	197.1	206.3
直接成本	(1,026.5)	(1,441.4)	(2,018.4)	(2,528.1)	非流動資產	444.8	513.8	571.7	609.5
毛利	93.6	265.2	572.8	809.4	庫存	199.2	277.0	290.4	317.2
其他收入	35.1	73.9	73.3	73.6	應收款項	678.3	621.3	712.1	799.5
經營開支	(1,069.4)	(850.2)	(894.9)	(999.5)	現金及現金等物	1,826.4	2,793.8	3,082.5	3,609.6
經營溢利	(940.6)	(511.2)	(248.9)	(116.4)	其他流動資產	122.8	230.6	255.0	284.1
淨財務成本	78.1	87.6	134.6	148.1	流動資產	2,826.7	3,922.6	4,340.0	5,010.4
聯營及合營公司	4.5	9.7	12.0	15.5	總資產	3,271.5	4,436.4	4,911.7	5,619.9
稅前利潤	(858.0)	(413.8)	(102.4)	47.2	長期借貸	-	-	-	-
稅項	(1.9)	(2.0)	(2.0)	2.4	其他非流動負債	1,493.8	94.8	94.8	94.8
淨利潤	(859.9)	(415.8)	(104.4)	49.5	非流動負債	1,493.8	94.8	94.8	94.8
<i>按年增長</i>	-	-	-	-	應付款項	490.2	454.4	500.5	576.4
					短期借貸	1.0	-	-	-
					其他流動負債	10,356.3	274.1	313.9	352.3
					流動負債	10,847.5	728.5	814.4	928.7
					總負債	12,341.3	823.3	909.2	1,023.5
					非控股股東權益	15.8	19.1	22.9	27.2
					控股股東權益	(9,085.7)	3,594.0	3,979.6	4,569.2
					總權益	(9,069.8)	3,613.1	4,002.5	4,596.4

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)	(416.6)	(102.4)	47.2	毛利率	8.4%	15.5%	22.1%	24.3%
淨財務成本	(78.8)	(87.6)	(134.6)	(148.1)	經營溢利率	-84.0%	-30.0%	-9.6%	-3.5%
折舊及攤銷	149.4	104.4	123.5	137.2	淨利潤率	-386.6%	-24.5%	-4.0%	1.5%
其他	3,910.9	513.5	596.3	667.1	股本回報比率	61.4%	15.3%	-2.7%	1.2%
營運資金變動	(168.9)	(88.7)	(30.4)	(15.6)	資產回報比率	-129.3%	-10.9%	-2.2%	0.9%
經營現金流	(516.5)	24.9	465.0	693.5	流動比率	26.1%	538.5%	532.9%	539.5%
					速動比率	24.2%	500.5%	496.4%	503.7%
淨資本開支	(146.0)	(149.5)	(159.5)	(149.5)	現金比率	16.8%	383.5%	378.5%	388.7%
其他	411.6	(106.7)	-	-	債務權益比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
投資現金流	265.6	(256.2)	(159.5)	(149.5)	淨債務權益比率	20.1%	-77.3%	-77.0%	-78.5%
					庫存周轉天數	86.8	60.3	51.3	43.9
股份發行	-	1,226.3	-	-	應收款項周轉天數	144.2	139.0	93.9	82.7
淨借貸	2.0	(1.0)	-	-	應付款項周轉天數	126.9	119.6	86.3	77.7
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)	1,198.7	(16.8)	(16.8)					
股本自由現金流	(660.4)	(125.6)	305.5	544.0					
公司自由現金流	(660.3)	(120.7)	311.1	551.1					

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。