

2025年05月06日

**速騰聚創 | 02498.HK**

## 從標準化到定制化

評級

買入

目標價

HK\$ 43.50

2024年，速騰聚創(02498.HK)收入同比增長47.2%，達到16.5億元人民幣，其中93.0%的收入來自應用於ADAS、機器人以及其他應用的激光雷達銷售。集團2024年的毛利率顯著改善至17.2%，而淨虧損縮減至4.8億元人民幣。

**國際沖突的影響：**國際關稅談判導致美國客戶更加謹慎，可能對集團的業績造成低單數位的影響，並延遲新項目的進展。然而，考慮到激光雷達的供給缺乏彈性以及在機器人領域日益擴展的應用，我們認為當前關稅談判的影響有限。

**第四季度短暫放緩：**2024年第四季度，速騰聚創(02498.HK)應用於ADAS的激光雷達的銷售量為153,900台。溫和的增長可以歸因於市場和其他解決方案的競爭加劇。儘管M1P仍然是主要的收入來源，但預計MX將逐漸取而代之。激光雷達成本的下降預計將增強市場滲透率，截至2025年3月31日，集團的量產的定點訂單已超過100款車型。此外最近推出的EM4進一步增強集團的產品組合，EM4為超遠程激光雷達，具備1080線、600米探測能力。

**應用於機器人激光雷達的銷售目標：**集團於2024年第四季度實現8,300台應用於機器人的激光雷達銷售，緩慢的增長要由於交付的推遲。集團對激光雷達的出貨量保持樂觀展望。儘管機械式激光雷達的銷售預計將保持穩定，E1R(基於E1調整並可應用於機器人的激光雷達)將推動增長，同時少部份的貢獻亦可能來自於Airy和AC1。長遠而言，機器人在工業和商業應用中日益的普及將為激光雷達帶來了可觀的市場機會。

**從標準化到定制化：**集團強大的研發能力使其能夠適應市場趨勢並提供具有競爭力的解決方案。然而，標準化解決方案可能無法完全滿足不同應用的多樣化需求。集團計劃提供可適度定制的解決方案，以滿足特定客戶的需求，特別是在汽車市場中客戶對成本與性能之間的平衡要求更高。此外，ADAS激光雷達市場保持高集中度和寡頭壟斷，使OEM能夠更好地維持平衡，從而減輕供應鏈過於集中的風險。我們相信速騰聚創(02498.HK)能夠保持其在激光雷達領域的領導地位。我們根據不斷變化的產品組合和應用於機器人的激光雷達的爆炸性增長調整預測，並維持對集團在2026年實現盈虧平衡的預期。因此，我們將目標價修訂至每股43.50港元，重申「買入」評級。

**更新報告**

敖曉風, Brian, CFA

高級分析師

briango@westbullsec.com.hk

+852 3896 2965

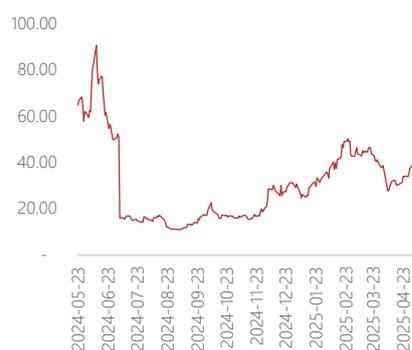
香港上環德輔道中199號無限極廣場2701-2703室

**速騰聚創 (02498.HK)**

評級 (前評級)	買入 (買入)
目標價 (前目標價)	HK\$ 43.50 (32.80)
現價	HK\$ 38.70
52-周波幅	HK\$ 10.82 - 137.50
市值 (港元, 十億)	HK\$ 18.3

人民幣, 百萬	23(A)	24(E)	25(E)	26(E)
收入	1,648.9	2,502.7	3,425.3	5,199.2
毛利	283.6	540.9	852.1	1,371.5
毛利率	17.2%	21.6%	24.9%	26.4%
歸母淨利潤	(481.8)	(189.0)	77.0	446.1

股價表現	1個月	3個月	半年	一年
絕對值	-0.1%	17.8%	140.7%	-3.0%
相對恒指	4.5%	8.4%	132.8%	-24.5%



## 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	6,024.3	-	-	3.0	-	1,008.1	33.6	(17.5)
AEVA.US	Aeva	3,057.0	-	-	3.9	52.0	70.7	(41.8)	(92.9)
FR.FP	Valeo	18,825.6	13.1	-	0.6	0.1	181,412.9	19.0	4.4
HSAI.US	禾賽科技	17,819.1	-	48.3	4.2	7.8	2,251.2	42.6	(2.6)
INVZ.US	Innoviz	1,087.5	-	-	1.5	4.9	189.4	(4.8)	(81.6)
LAZR.US	Luminar	1,294.9	-	-	-	1.6	588.3	(34.1)	-
LIDR.US	AEye	106.8	-	-	0.7	29.6	1.6	(285.1)	(160.6)
OUST.US	Outster	3,161.3	-	-	2.2	3.2	866.9	36.4	(53.8)
	平均值	6,422.1	13.1	48.3	2.3	14.2	23,298.6	(29.3)	(57.8)
02498.HK	速騰聚創	18,297.9	-	-	5.3	9.6	1,787.0	17.2	-

資料來源: 彭博、西牛證券

## 風險因素

- 國際之間的矛盾增加不確定性
- 未能維持高市佔率及市場地位
- 來自於同業及其他解決方案的激烈競爭
- 機器人滲透較慢

## 財務報表

損益表					資產負債表				
(人民幣, 百萬)	2024 (A)	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)	(人民幣, 百萬)	2024 (A)	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)
總收入	1,648.9	2,502.7	3,425.3	5,199.2	固定資產	271.6	311.4	365.1	422.2
<i>按年增長</i>	<i>47.2%</i>	<i>51.8%</i>	<i>36.9%</i>	<i>51.8%</i>	其他非流動資產	223.6	217.6	223.6	245.8
直接成本	(1,365.3)	(1,961.7)	(2,573.3)	(3,827.6)	非流動資產	495.1	528.9	588.7	668.0
毛利	283.6	540.9	852.1	1,371.5	庫存	202.9	316.9	443.8	669.2
其他收入	33.7	41.7	44.6	47.5	應收款項	462.2	726.8	968.7	1,490.0
經營開支	(901.4)	(932.7)	(1,019.4)	(1,167.5)	現金及現金等物	2,836.0	3,433.4	3,517.4	4,053.2
經營溢利	(584.2)	(350.1)	(122.8)	251.6	其他流動資產	143.0	309.7	374.9	538.3
淨財務成本	99.7	155.0	192.0	197.6	流動資產	3,644.0	4,786.9	5,304.8	6,750.7
聯營及合營公司	10.5	12.0	16.4	24.9	總資產	4,139.1	5,315.9	5,893.6	7,418.7
稅前利潤	(2.8)	-	-	-	長期借貸	28.2	11.5	3.8	1.4
稅項	(476.8)	(183.2)	85.6	474.1	其他非流動負債	126.6	153.8	188.3	260.8
淨利潤	(5.0)	(2.0)	(4.3)	(23.7)	非流動負債	154.8	165.3	192.1	262.2
<i>按年增長</i>	<i>(481.8)</i>	<i>(185.2)</i>	<i>81.3</i>	<i>450.4</i>	應付款項	475.8	723.6	973.3	1,547.1
					短期借貸	121.2	49.3	16.5	6.0
					其他流動負債	314.2	449.7	598.2	924.7
					流動負債	911.2	1,222.6	1,588.0	2,477.7
					總負債	1,066.0	1,388.0	1,780.1	2,740.0
					非控股股東權益	15.9	19.7	24.0	28.3
					控股股東權益	3,057.3	3,908.2	4,089.5	4,650.5
					總權益	3,073.2	3,927.9	4,113.4	4,678.8

現金流量表					財務比率				
(人民幣, 百萬)	2024 (A)	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)		2024 (A)	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)
稅前溢利	(476.8)	(183.2)	85.6	474.1	毛利率	17.2%	21.6%	24.9%	26.4%
淨財務成本	(100.0)	(155.0)	(192.0)	(197.6)	經營溢利率	-35.4%	-14.0%	-3.6%	4.8%
折舊及攤銷	125.2	116.7	118.0	123.2	淨利潤率	-29.2%	-7.4%	2.4%	8.7%
其他	189.6	234.0	273.5	261.2	股本回報比率	16.1%	-5.3%	2.0%	10.2%
營運資金變動	196.9	(2.3)	14.9	71.5	資產回報比率	-13.0%	-3.9%	1.5%	6.8%
經營現金流	(65.1)	10.2	300.0	732.5	流動比率	399.9%	391.5%	334.1%	272.5%
					速動比率	377.7%	356.3%	298.6%	240.4%
淨資本開支	(107.1)	(128.5)	(150.5)	(162.5)	現金比率	311.2%	280.8%	221.5%	163.6%
其他	(13.3)	-	-	-	債務權益比率	4.9%	1.5%	0.5%	0.2%
投資現金流	(120.4)	(128.5)	(150.5)	(162.5)	淨債務權益比率	-87.4%	-85.9%	-85.0%	-86.5%
					庫存周轉天數	53.7	48.4	54.0	53.1
股份發行	1,215.0	945.4	-	-	應收款項周轉天數	126.2	86.7	90.3	86.3
淨借貸	149.4	(88.7)	(40.6)	(13.0)	應付款項周轉天數	129.1	111.6	120.3	120.2
利息支出	-	-	-	-					
股息支出	-	-	-	-					
其他	(206.2)	(141.0)	(25.0)	(21.2)					
融資現金流	1,158.1	715.6	(65.7)	(34.1)					
股本自由現金流	(22.8)	(206.9)	109.0	557.0					
公司自由現金流	(167.5)	(110.0)	155.2	575.5					

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。