

速腾聚创 (2498 HK, 买入, 目标价: HK\$41.10)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$41.10 当前股价: HK\$32.25

股价上行/下行空间 +27%

52 周最高/最低价 (HK\$) 137.50/10.82

市值 (US\$mn) 1,787

当前发行数量(百万股) 435

三个月平均日交易额 (US\$mn) 79

流通盘占比 (%) 100

主要股东 (%)

BlackPearl Global 11

Cainiao Smart Logistics 10

Emerald Forest 7

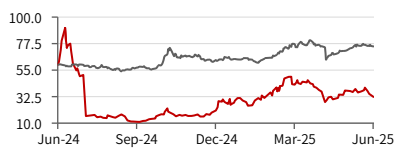
按 2025 年 6 月 2 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	41.10	45.00	-9%
2025E EPS (RMB)	(0.23)	(0.19)	-18%
2026E EPS (RMB)	0.21	0.20	2%
2027E EPS (RMB)	0.86	0.90	-4%

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2025E	2026E
营收 (RMBmn)	2,744 (-19%)	4,050 (-31%)
EPS (RMB)	(0.47) (+51%)	0.14 (+47%)

注: 所示市场预测来源于 Wind。正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

产品结构优化提升毛利率, 非车领域需求快速增长

- 由于产品结构优化和技术降本效果显现, 1Q25 毛利率提升至 25.5%。
- Robotaxi 和非车产品领域对激光雷达需求快速增长, 将成为速腾第二增长动力。
- 目标价调整至 41.10 港元 (对应 6 倍 2026 年 P/S), 重申“买入”评级。

1Q25 毛利率持续改善, 亏损同比收窄: 根据速腾聚创发布的 1Q25 季报, 当季速腾总计销售激光雷达 108,600 颗 (同比下降 9.8%), 其中 ADAS 雷达 96,700 颗 (同比下降 16.8%) / 机器人及其他雷达 11,900 颗 (同比增长 183.3%), ADAS 雷达销量下降主要由于某主要车企的采购量下降所致。从单价来看, ADAS 雷达和机器人雷达在 1Q25 的单价分别为 2,400 元/6,200 元, 同比分别下降 200 元/3,100 元, 主要由于年降及更多高性价比产品销量增加所致。因此, 1Q25 收入同环比分别下降 9.2%/36.2%至 3.28 亿元。速腾当季度毛利率达到 23.5%, 同环比分别增长 11.2ppts/1.4ppts, 主要由于 1) 产品结构中高毛利的用于机器人雷达收入占比提升; 2) ADAS 雷达持续通过使用自研 SoC 芯片和技术改进来降低原材料采购成本。分产品来看: 尽管单价降低, 但用于 ADAS 和机器人雷达的毛利率仍分别同比提升至 15.1%和 52.1%, 主要得益于 E1R 和 Airy 等高毛利率产品的销量上升。速腾当季维持经营费用在 2.1~2.2 亿元左右的水平, 营业亏损同环比收窄至 1.21 亿元。

Robotaxi 和非车板块业务需求快速增长: 根据季报显示, 速腾在全球核心的 Robotaxi 及 Robotruck 玩家中已经与超过 90%的客户都建立了合作, 并与其中 6 家签订了正式量产合作协议, 包括小马智行、文远知行、滴滴自动驾驶等。在非车领域, 速腾目前已经获得 2 家全球头部割草机器人客户的独家合作, 并在今年 5 月公告了与库玛科技三年 120 万台固态激光雷达的合作协议, 用于开发高端智能割草机器人的感知系统。此外, 速腾在工业仓储、配送机器人、商业清洁、无人矿卡等不同细分领域继续稳步拓展, 累计客户数突破 2,800 家。我们认为激光雷达在包含机器人在内的非车业务领域潜力巨大, 有望成为速腾未来的核心增长动力源。

目标价调整至 41.10 港元, 重申“买入”评级: 基于速腾的一季报和业绩会内容, 我们小幅下调 2025 年速腾的激光雷达销量至 79 万颗, 但上调其中应用于机器人及其他产品的销量, 下调用于 ADAS 的销量。同时我们上调 2025 年的毛利率预期至 25.5%以反应产品结构的优化。估值方面: 我们将估值基准年份从 2025 年调整至 2026 年, 并采用 6 倍 2026 年 P/S 的倍数对其估值得到最新目标价为 41.10 美元, 重申“买入”评级。

风险提示: 新能源车需求低于预期; ADAS 及其他产品使用的激光雷达数量减少; 市场竞争加剧; 海外市场拓展不及预期。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	1,120	1,649	2,211	2,785	3,639
息税前利润 (RMBmn)	(941)	(584)	(280)	(49)	244
归母净利润 (RMBmn)	(434)	(396)	(105)	94	393
每股收益 (RMB)	(4.47)	(0.91)	(0.23)	0.21	0.86
市盈率 (x)	N/A	N/A	N/A	167.8	40.0

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 公司公告, 华兴证券预测。

研究团队

王一鸣, 分析师

证书编号: S1680521050001

电话: +86 21 6015 6850

电邮地址: ymwang@huaxingsec.com

图表 1: 速腾聚创主要季度财务数据

(人民币 百万元)	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A
营业收入	361	366	408	514	328
同比	60.2%	98.8%	54.7%	-2.6%	-9.2%
环比	23.9%	1.4%	11.4%	26.0%	-36.2%
毛利润	44.5	54.1	71.2	113.8	77.0
同比	675.4%	190.3%	210.2%	96.4%	73.1%
环比	34.6%	21.6%	31.7%	59.8%	-32.3%
毛利率	12.3%	14.8%	17.5%	22.1%	23.5%
研发费用	149	165	152	150	145
同比	7.3%	-3.7%	30.3%	-44.8%	-2.5%
环比	8.6%	10.9%	-7.9%	-0.9%	-3.6%
销售及管理费用	67	73	63	72	69
同比	1.9%	-54.0%	-36.9%	-40.7%	3.0%
环比	13.3%	8.8%	-13.4%	14.8%	-4.7%
归母净利润	-132	-137	-82	-130	-100
同比	54.2%	-67.8%	77.4%	95.9%	-24.4%
环比	6.1%	4.2%	-40.2%	-58.7%	-23.7%
Non-GAAP 归母净利润	-84	-118	-69	-124	-91
同比	54.3%	-20.6%	-86.2%	-139.7%	-7.9%
环比	13.4%	40.4%	-41.2%	-78.7%	-26.9%

资料来源：公司公告

盈利预测

基于速腾的一季报和业绩会内容，我们小幅下调 2025 年速腾的激光雷达销量至 79 万颗，但上调其中应用于机器人及其他产品的销量，下调用于 ADAS 的销量。同时我们上调 2025 年的毛利率预期至 25.5%以反应高毛利率的用于机器人领域激光雷达销量的快速增长。我们小幅上调 2026/27 年的激光雷达销量预测和收入预测以反应速腾在非车产品领域的增长潜力。

图表 2: 核心盈利预测变化

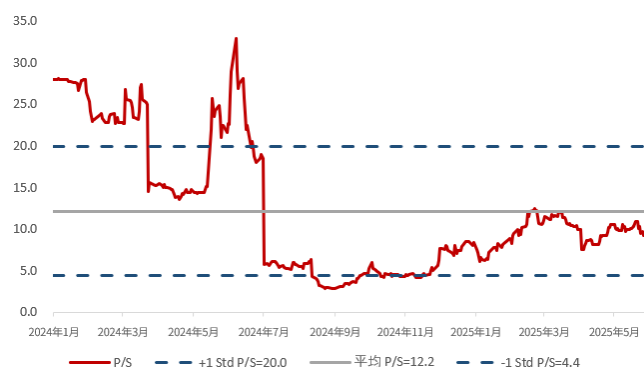
单位: 百万元	调整后			调整前			变动		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,211	2,785	3,639	2,152	2,698	3,513	2.7%	3.2%	3.6%
毛利润	563	765	1081	529	753	1,082	-0.4%	-3.8%	-3.8%
毛利率	25.5%	27.5%	29.7%	24.6%	27.9%	30.8%	0.9ppts	-0.4ppts	-1.1ppts
研发费用	634	649	662	634	629	641	0.0%	3.2%	3.2%
销售及管理费用	290	295	315	285	290	310	1.7%	1.7%	1.7%
归母净利润	-186	57	355	-165	55	372	-12.8%	3.2%	-4.5%
每股收益 (元)	-0.41	0.13	0.78	-0.36	0.12	0.82	-12.8%	3.2%	-4.5%
Non-GAAP 净利润	-105	94	393	-89	92	410	-18.0%	1.9%	-4.1%
Non-GAAP 每股收益 (元)	-0.23	0.21	0.86	-0.19	0.20	0.90	-18.0%	1.9%	-4.1%
激光雷达销量 (颗)	790,000	985,000	1,312,250	800,920	975,958	1,254,718	-1.4%	0.9%	4.6%

资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

估值

我们仍然采用 P/S 相对估值法对速腾聚创估值并将估值基准年份从 2025 年调整至 2026 年。考虑到: 1) ADAS 激光雷达不断渗透下沉市场及海外业务拓展顺利, 2) 公司有望在 2026 年实现盈利, 和 3) 包括机器人在内的非车领域激光雷达需求的快速增长, 因此我们认为速腾理应享有一定的估值溢价。我们采用 6 倍 2026P/S (原为 8.5 倍 2025 年 P/S) 对速腾进行估值并得到最新目标价 41.10 港元 (原为 45.00 港元), 重申“买入”评级。

图表 3: 速腾聚创-- P/S 估值表 (上市以来, TTM)



资料来源: Wind, 华兴证券

图表 4: 禾赛科技-- P/S 估值表 (上市以来, TTM)



资料来源: Wind, 华兴证券

图 5: 可比公司估值表

公司	股票代码	当前股价 (交易货币)	当前市值 (亿美元)	营业收入 (百万美元)			P/S(x)		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
禾赛科技	HSAI.O	18.65	24.5	289	452	640	8.5	5.4	3.8
Luminar	LAZR.O	3.52	1.7	75	127	216	2.2	1.3	0.8
Innoviz	INVZ.O	0.88	1.8	32	73	178	5.5	2.4	1.0
平均值			7.0	105	172	300	4.0	2.3	1.4
速腾聚创	2498.HK	32.25	19.9	231	309	390	9.1	6.8	5.4

注：1) 收盘价截至 2025 年 6 月 2 日，2) 采用人民币兑美元汇率 7.2 计算。

资料来源：Wind，华兴证券预测

风险提示

- **自动驾驶汽车需求低于预期。**我们认为，汽车行业是速腾聚创旗下激光雷达产品需求的主要驱动力。如果对自动驾驶汽车的需求落后于我们的预期，原因可能包括技术上的潜在缺陷（例如，技术应用的不成熟）或不同司法管辖区的监管接受和框架的延迟，可能会大大抑制出货前景，并拖累公司的收入和盈利。
- **使用量下降或新技术出现或令 ADAS 等场景的激光雷达产品需求下滑。**部分整车厂仍不确定激光雷达是否对实现 L4+ 自动驾驶至关重要。例如，我们注意到特斯拉并未在其电动汽车中采用该技术。此外，成本更低新型传感器可能会被开发出来，并作为激光雷达在 ADAS 场景中的替代品推出，这可能会导致激光雷达的需求下降，进而对速腾聚创的收入前景构成负面影响。
- **竞争加剧。**随着国内外玩家奋力争夺市场份额，激光雷达行业的竞争正在加剧。为提高技术水平和降低价格而主动采取的增加研发和营销支出等策略可能会对速腾聚创的销售和盈利能力产生负面影响。
- **海外市场拓展不及预期。**我们认为，海外汽车市场是速腾聚创激光雷达业务增长的驱动力之一。虽然公司目前在与国外整车厂合作方面具有先发优势，但强监管及/或竞争加剧可能会阻碍公司进一步发展，并削弱其当下的优势。

附：财务报表

年结: 12月
 利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
雷达产品	1,534	2,080	2,636	3,468
解决方案	98	113	130	149
服务及其他	17	18	20	22
营业收入	1,649	2,211	2,785	3,639
营业成本	(1,365)	(1,647)	(2,020)	(2,558)
毛利润	284	563	765	1,081
管理及销售费用	(274)	(290)	(295)	(315)
其中：研发支出	(615)	(634)	(649)	(662)
其中：市场营销支出	(110)	(116)	(118)	(124)
其中：管理支出	(164)	(174)	(177)	(191)
息税前利润	(584)	(280)	(49)	244
息税折旧及摊销前利润	(509)	(205)	27	321
利息收入	54	30	30	30
利息支出	(3)	(3)	(3)	(3)
税前利润	(477)	(183)	98	396
所得税	(5)	(2)	(40)	(39)
净利润	(482)	(186)	57	355
调整后净利润	(396)	(105)	94	393
基本每股收益 (RMB)	(1.11)	(0.41)	0.13	0.78
稀释每股调整收益 (RMB)	(0.91)	(0.23)	0.21	0.86

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,644	6,354	8,648	10,766
货币资金	2,836	4,944	6,897	8,913
应收账款	462	886	1,131	1,188
存货	203	355	419	460
其他流动资产	143	169	201	205
非流动资产	495	530	539	549
固定资产	272	312	312	312
无形资产	49	53	59	65
商誉	41	28	28	28
其他	34	34	34	34
资产	4,139	6,884	9,187	11,316
流动负债	911	1,228	1,546	1,687
短期借款	121	0	0	0
预收账款	283	285	288	303
应付账款	476	880	1,184	1,303
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	155	74	77	84
负债	1,066	1,302	1,623	1,771
股份	0	0	0	0
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	(9,524)	(9,143)	(8,228)	(7,406)
归属于母公司所有者权益	3,057	5,527	7,508	9,487
少数股东权益	16	55	56	57
负债及所有者权益	4,139	6,884	9,187	11,316

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	(482)	(186)	57	355
折旧摊销	75	75	76	77
利息（收入）/支出	98	78	128	128
其他非现金科目	521	540	540	540
其他	51	29	29	30
营运资本变动	(1,213)	(319)	(99)	(45)
经营活动产生的现金流量	(992)	178	694	1,048
资本支出	64	73	74	75
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	0	0	0	0
其他	240	226	218	212
投资活动产生的现金流量	304	299	292	287
股利支出	0	0	0	0
债务筹集（偿还）	0	0	0	0
发行（回购）股份	0	0	0	0
其他	1,892	1,318	916	635
筹资活动产生的现金流量	1,892	1,318	916	635
现金及现金等价物净增加额	1,204	1,795	1,902	1,970
自由现金流	(928)	251	768	1,124

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
激光雷达销售量	544,200	790,000	985,000	1,312,250

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	47.2	34.1	26.0	30.6
毛利润	202.8	98.6	35.8	41.4
息税折旧及摊销前利润	45.9	59.7	113.0	1,101.7
净利润	88.9	61.5	130.7	522.9
调整后净利润	8.9	73.5	189.6	319.1
稀释每股调整收益	75.2	63.3	130.7	522.9
调整后稀释每股调整收益	79.6	74.8	189.6	319.1
盈利率 (%)				
毛利率	17.2	25.5	27.5	29.7
息税折旧摊销前利润率	(30.9)	(9.3)	1.0	8.8
息税前利润率	(35.4)	(12.7)	(1.8)	6.7
净利率	(29.2)	(8.4)	2.0	9.8
调整后净利率	(24.0)	(4.7)	3.4	10.8
净资产收益率	(15.8)	(3.4)	0.8	3.7
总资产收益率	(11.6)	(2.7)	0.6	3.1
流动资产比率 (x)				
流动比率	4.0	5.2	5.6	6.4
速动比率	3.8	4.9	5.3	6.1
估值比率 (x)				
市盈率	N/A	N/A	167.8	40.0
市净率	4.8	2.8	2.1	1.6
市销率	9.1	6.8	5.4	4.1

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。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中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。