



Company Report: ROBOSENSE (02498 HK)

公司报告: 速腾聚创 (02498 HK)

中文版

Chinese version

Muyang Zhao 赵沐阳
(852) 2509 5375

muyang.zhao@gtjas.com.hk

12 June 2025

EMX的发布表明其相对禾赛有所改善

- 我们维持“买入”评级，但下调目标价至 **42.17 港元**。速腾聚创（“公司”）近期于 4 月发布了 EMX 激光雷达，目前已为 17 款车型定点。尽管季度收入有所下降，但在 2024 年第二季度车型定点增加以及割草机器人业务的季节性因素的驱动下，我们预计下个季度收入将大幅反弹。我们分别调整 2025-2027 年收入预测至人民币 26.42 亿元/人民币 52.59 亿元/人民币 83.01 亿元。我们的目标价基于 SOTP 2025 年市售率估值，给予 ADAS 业务 2.5 倍，给予机器人及其他业务 15.0 倍，得出 2025-2027 年市售率分别为 6.1 倍/4.6 倍/3.0 倍。
- 由于 2024 年第一季度车型定点较少，导致用于 ADAS 应用的激光雷达产品的销售收入同比下降 25%，公司季度收入略有下降，但用于机器人及其他产品的激光雷达产品的销售收入增长基本抵消了这一影响。考虑到 2024 年第二季度有 15 个车型定点，而 2024 年第一季度只有 2 个，我们预计下个季度收入将大幅反弹。2025 年第一季度总收入为人民币 3.45 亿元，同比下降 4.3%。用于 ADAS 应用的激光雷达产品的销售收入为人民币 2.29 亿元，同比下降 25.2%。用于机器人及其他产品的销售收入为人民币 73.4 百万元，同比增长 87.0%。用于 ADAS 应用的激光雷达产品的销量为 96,700 台，同比下降 16.8%。用于机器人及其他的激光雷达产品的销量为 11,900 台，同比增长 183.3%。用于 ADAS 应用的激光雷达产品的平均单价为人民币 2,367 元，同比下降 10.1%。用于机器人及其他的产品的激光雷达产品的平均单价为人民币 6,168 元，同比下降 34.0%。由于收入结构变化以及新产品的利润率较高，利润率显著提升。公司整体毛利率为 23.5%，同比上升 11.2 个百分点。用于 ADAS 应用的激光雷达产品的毛利率为 15.1%，同比上升 4.5 个百分点。用于机器人及其他产品的激光雷达产品的毛利率为 52.1%，同比上升 23.1 个百分点。
- 公司于 4 月发布了全新的 EMX 激光雷达，由于与现有 MX 激光雷达产品相似，自上市以来已获得 5 家整车厂的 17 款车型定点，预计今年年底前实现交付。该产品面向 L2+级组合辅助驾驶系统，拥有 192 线高线数扫描，每秒最高 288 万点高清点云，拥有 0.08°×0.1°全局角分辨率，最大探测距离达 300 米。此外，公司还推出了两款面向机器人的全固态数字化激光雷达 E1R 和 Airy，进一步丰富了其机器人产品线。
- 催化剂：公司 2025 年第二季度财报发布。
- 风险：整车厂商转向非激光雷达的 ADAS/AD 解决方案。

Rating:

Buy

Maintained

评级:

买入 (维持)

6-18m TP 目标价:

HK\$42.17

Revised from 原目标价:

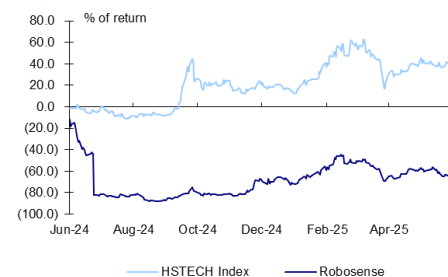
HK\$53.54

Share price 股价:

HK\$34.100

Stock performance

股价表现



Change in Share Price	1 M	3 M	1 Y
股价变动	1 个月	3 个月	1 年
Abs. % 绝对变动 %	(6.3)	(20.6)	(62.4)
Rel. % to HSTECH Index 相对恒指变动 %	(12.9)	(23.1)	(96.5)
Avg. Share price(HK\$) 平均股价 (港元)	35.7	36.7	28.9

Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

Year End	Turnover	Net Profit	EPS	EPS	PER	BPS	PBR	DPS	Yield	ROE
年结	收入	股东净利	每股净利	每股净利变动	市盈率	每股净资产	市净率	每股股息	股息率	净资产收益率
12/31	(RMB m)	(RMB m)	(RMB)	(△%)	(x)	(RMB)	(x)	(RMB)	(%)	(%)
2023A	1,120	(4,337)	(44.670)	n.a.	(0.1)	(93.587)	(0.0)	0.000	0.0	61.4
2024A	1,649	(482)	(1.109)	n.a.	(4.0)	7.035	0.6	0.000	0.0	16.0
2025F	2,625	(252)	(0.541)	n.a.	(8.0)	8.406	0.5	0.000	0.0	(7.2)
2026F	3,687	(90)	(0.192)	n.a.	(22.6)	8.405	0.5	0.000	0.0	(2.3)
2027F	4,987	(44)	(0.092)	n.a.	(47.3)	8.606	0.5	0.000	0.0	(1.1)
Shares in issue (m) 总股数 (m)				471.9	Major shareholder 大股东				BlackPearl 10.7%	
Market cap. (HK\$ m) 市值 (HK\$ m)				16,091.8	Free float (%) 自由流通比率 (%)				73.6	
3 month average vol. 3 个月平均成交股数 ('000)				15,118.6	FY25 Net gearing (%) FY25 净负债/股东资金 (%)				Net Cash	
52 Weeks high/low (HK\$) 52 周高/低 (HK\$)				137.500 / 10.820						

Source: the Company, Guotai Junan International.

图-1：速腾聚创相对估值

Year End 12/31	Revenue (RMB 000')	ADAS Revenue (RMB 000')	Robotics Revenue (RMB 000')	ADAS Revenue YoY (Δ%)	Robotics Revenue YoY (Δ%)	Adj Net Loss (RMB 000')	Shares Outstanding (000')
2022A	530,322	160,355	239,053	0	0%	(562,820)	97,260
2023A	1,120,149	777,070	186,473	385%	-22%	(434,233)	97,082
2024F	1,648,902	1,335,285	198,455	72%	6%	(395,612)	434,594
2025F	2,642,510	1,762,823	727,369	32%	267%	(207,622)	466,294
2026F	3,687,158	2,205,546	1,314,063	25%	81%	(8,738)	471,901
2027F	4,987,435	2,646,655	2,168,205	20%	65%	58,790	471,901
TTM	1,633,310	1,258,313	232,609			(402,222)	440,864
FTM	3,077,342	2,035,554	885,162			(113,100)	471,901

	SOTP
Target Price (HK\$)	42.17

Reference year	2025F
ADAS EV/S Multiple (x)	2.5
Robotics EV/S Multiple (x)	15.0
ADAS EV Valuation (RMB 000')	4,407
Robotics EV Valuation (RMB 000')	10,911
Total Market Cap (RMB 000')	18,277

资料来源：公司、国泰君安国际。

表 1：速腾聚创同业比较

公司名称	股价	货币	收市价	EV/Sales				EV/EBITDA				PB	ROE	市值
				24A	25F	26F	27F	24F	25A	26F	27F	25F	25F	百万港元
人形机器人供应链														
Tesla	TSLA US	USD	326.09	13.1	10.6	8.7	7.3	91.6	76.3	56.5	41.9	13.6	8.1	8,244,289
优必选	9880 HK	HKD	82.90	17.5	16.8	10.5	6.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	22.3	(66.6)	36,623
Broadcom	AVGO US	USD	244.63	16.5	19.2	16.0	14.5	36.0	28.7	24.0	20.2	15.0	40.3	9,028,561
汇川技术	300124 CH	CNY	63.69	4.4	3.9	3.2	2.7	30.7	26.9	22.2	18.8	5.3	17.0	187,496
绿的谐波	688017 CH	CNY	121.31	43.1	42.1	31.5	23.6	190.4	139.9	100.7	72.9	7.0	3.7	24,275
新时达	002527 CH	CNY	14.75	2.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10,682
纳微科技	688690 CH	CNY	22.47	9.0	9.4	7.9	5.8	41.3	n.a.	n.a.	n.a.	4.7	7.8	9,911
兆威机电	003021 CH	CNY	101.96	10.5	12.6	10.3	8.1	61.5	n.a.	n.a.	n.a.	7.1	8.0	26,750
五洲新春	603667 CH	CNY	35.96	3.0	3.6	3.0	n.a.	32.0	n.a.	n.a.	n.a.	4.3	6.2	14,389
鸣志电器	603728 CH	CNY	56.26	9.2	8.2	7.1	5.6	133.1	n.a.	n.a.	n.a.	7.6	5.1	25,740
简单平均				12.8	14.1	10.9	9.2	77.1	68.0	50.9	38.4	9.7	3.3	
加权平均				14.8	15.0	12.4	11.0	62.2	51.3	39.4	30.5	14.2	24.5	
激光雷达设备制造商														
速腾聚创	2498 HK	HKD	34.10	6.7	4.9	3.3	2.4	n.a.	n.a.	123.8	28.6	5.0	(6.7)	16,123
Hesai	HSAI US	USD	19.37	5.2	5.0	3.5	2.6	n.a.	46.9	20.7	12.8	4.3	5.7	20,141
Luminar	LAZR US	USD	3.46	7.6	6.4	4.9	2.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	(0.4)	84.8	1,346
简单平均				6.5	5.4	3.9	2.4	n.a	46.9	72.3	20.7	3.0	28.0	
加权平均				5.9	5.0	3.5	2.5	0.0	46.9	66.6	19.8	4.4	3.3	

资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。
注：以上估值和投资回报率基于彭博一致预期。市值和收市价截至2025年6月11日。

财务报表及比率

損益表					
Year ended 31 Dec (RMB mn)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Total Revenue	1,120	1,649	2,625	3,687	4,987
Cost of revenue	(1,027)	(1,365)	(2,020)	(2,854)	(3,849)
Gross Profit	94	284	605	833	1,138
R&D expenses	(635)	(615)	(615)	(648)	(777)
S&M expenses	(86)	(110)	(146)	(149)	(202)
G&A Expenses	(346)	(164)	(201)	(221)	(299)
Other operating expenses	33	22	80	89	90
Operating profit	(941)	(584)	(342)	(185)	(140)
Interest Expense	78	100	91	94	95
Other income and gains	(3,471)	(2)	0	0	0
Profit before tax	(4,329)	(477)	(251)	(90)	(44)
Income tax	(2)	(5)	(0)	0	0
Profit After Tax	(4,331)	(482)	(251)	(90)	(44)
Non-controlling Interest	(6)	(0)	(1)	(0)	(0)
Shareholders' Profit / Loss	(4,337)	(482)	(252)	(90)	(44)
Basic EPS (RMB)	(44.670)	(1.109)	(0.541)	(0.192)	(0.092)

现金流量表					
Year ended 31 December (RMB mn)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Profit Before Tax	(4,329)	(477)	(251)	(90)	(44)
Depreciation and amortization	69	104	103	105	107
Stock-based compensation expense	377	83	43	82	102
Capital gains and impairment	3,541	33	(0)	(0)	(0)
Finance Income	(81)	(100)	0	0	0
Changes in working capital	(169)	197	(217)	(59)	(46)
Other	76	95	(0)	0	0
Cash from operating activities	(516)	(65)	(321)	37	120
CAPEX	(133)	(101)	(110)	(112)	(114)
Net Purchase of Financial Assets	398	(20)	(1)	(1)	(1)
Cash from investing activities	266	(120)	(110)	(113)	(115)
Issuance of financial instruments	850	0	0	0	0
Proceeds for granting RSU	(18)	(11)	0	0	0
Reorganization and listing expenses	(850)	0	0	0	0
Proceeds from borrowings	2	149	1	2	2
Other	(40)	1,009	0	0	0
Cash from financing activities	6	1,195	1,073	57	38
Net changes in cash	(245)	1,010	642	(18)	43
Cash at beg of year	2,071	1,826	2,836	3,478	3,459
Effect of exchange rate changes	41	37	0	0	0
Cash at end of year	1,826	2,836	3,478	3,459	3,502

资料来源：公司、国泰君安国际。

资产负债表					
Year ended 31 Dec (RMB mn)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Property, plant and equipment	268	272	280	289	299
Right-of-use assets	14	41	42	42	42
Intangible assets	52	49	46	43	40
Investment in an associate	55	65	66	67	67
Financial assets at FVPL	30	34	35	35	35
Total non-current assets	445	495	503	511	519
Inventories	199	203	238	269	290
Trade and notes receivables	678	462	726	816	883
Prepayments, other	92	115	131	148	160
Financial assets at FVCI	22	23	23	24	24
Financial assets at FVPL	0	0	0	0	0
Time deposits	0	0	0	0	0
Restricted cash	9	5	5	5	5
Cash & cash equivalents	1,826	2,836	3,478	3,459	3,502
Total current assets	2,827	3,644	4,602	4,721	4,864
Total Assets	3,271	4,139	5,105	5,232	5,384
Trade payables	490	476	572	646	697
Contract liabilities	17	16	17	17	17
Borrowings	1	121	122	124	125
Lease liabilities	14	15	15	15	16
Financial instruments	10,051	0	0	0	0
Other payables and accruals	274	283	285	288	291
Total Current Liabilities	10,848	911	1,011	1,090	1,146
Borrowings	0	28	28	29	29
Lease liabilities	1	28	28	28	29
Government grants	36	29	30	30	30
Financial instruments	1,399	0	0	0	0
Other non-current liabilities	58	70	70	71	72
Total Non-current Liabilities	1,494	155	156	158	159
Total Liabilities	12,341	1,066	1,168	1,248	1,305
Share capital	0	0	0	0	0
Other reserves	(57)	12,581	13,696	13,833	13,971
Accumulated loss (retained earnings)	(9,029)	(9,524)	(9,776)	(9,867)	(9,910)
Total Shareholders' Equity	(9,086)	3,057	3,920	3,966	4,061
Minority Interest	16	16	17	17	17
Total Equity	(9,070)	3,073	3,937	3,984	4,078

	财务比率				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Gross margin (%)	8.4	17.2	23.1	22.6	22.8
R&D expense to revenue (%)	56.7	37.3	23.4	17.6	15.6
S&M expense to revenue (%)	7.7	6.7	5.6	4.0	4.0
G&A expense to revenue (%)	30.9	9.9	7.7	6.0	6.0
Operating profit margin (%)	(84.0)	(35.4)	(13.0)	(5.0)	(5.0)
Net margin (%)	(386.6)	(29.2)	(9.6)	(2.4)	(0.9)
ROE (%)	61.4	16.0	(7.2)	(2.3)	(1.1)
ROA (%)	(129.3)	(13.0)	(5.4)	(1.7)	(0.8)

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去12个月内有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司 (“国泰君安”) 对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如: 配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区之内人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安或其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

©2025 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com