

汽车	收盘价 港元 34.50	目标价 港元 41.89	潜在涨幅 +21.4%
----	-----------------	-----------------	----------------

2025 年 8 月 22 日

速腾聚创 (2498 HK)

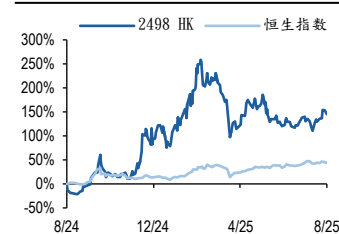
2Q25 毛利率稳步提升，预计下半年机器人激光雷达迎交付高峰；维持买入

- 2 季度机器人激光雷达销量同比超 6 倍，预计下半年迎来交付高峰。2Q25 公司实现营收 4.6 亿元（人民币，下同），同/环比+24%/+39%，激光雷达合计销量 158,200 台，同/环比+29%/46%，对应 ASP 约 2600 元，环比-5%。ADAS 激光雷达：2 季度产品营收 2.7 亿元，同/环比-10%/+19%；对应销量 123,800 台，同/环比+4.6%/+28%。机器人激光雷达：2 季度品营收 1.5 亿元，同/环比+285%/+101%；产品销量 34,400 台，同/环比+632%/+189%。E1R 和 Airy 在多个机器人领域实现突破，割草机领域，公司获得库玛科技达成 120 万台订单（分期交付）。3 季度末开始，割草机器人进入生产季，我们预计下半年公司机器人激光雷达将迎来交付高峰。
- 激光雷达产品毛利率稳步提升，季度亏损进一步收窄。2Q25 机器人业务毛利率 41.5%，处于行业内较高水平，ADAS 业务毛利率 19.4%，环比提升 4.3 ppts，带动整体毛利率环比升 4.2 ppts 至 27.7%。费用端，2 季度公司研发/管理/销售费用率分别为 36%/8.3%/6.3%，环比-8.2 ppts /-4.1% ppts /-2.3 ppts。期内净亏损 5139 万元（1Q25：净亏损 9959 万元），季度亏损进一步收窄。随着 EMX 在 3 季度量产交付，我们预计规模效应下公司 2025-27 年综合毛利率维持在 26%-27%，并有望于 2026 年实现盈利。
- 自研 SPAD-SOC 芯片优势凸显，E/EM 平台激光雷达加速迈入量产阶段。上半年，公司基于自研 SPAD-SOC 芯片推出的 E 平台激光雷达 E1（全固态）正式量产，基于该芯片的 EM 平台产品 EM4 和 EMX 也将于 3 季度进入量产。EM4+E1 组合已与 8 家 Robotaxi 客户完成产品量产验证，公司预计头部客户于年底启动 EM4+E1 的量产落地。随着 L3/L4 级自动驾驶落地的持续推进，高线数数字化激光雷达有望逐步成为乘用车领域的主流选择，例如极氪 9X（L3 级自动驾驶）已搭载 EM 平台定制版 520 线激光雷达。
- 维持买入。我们看好平台化、芯片化和规模效应对公司盈利能力产生的积极作用，并维持 2026 年盈利的预期（详见[首次覆盖报告](#)）。机器人领域公司亦有深度布局，下半年 AC2 将正式发布，有望分享具身智能量产落地带来的发展红利，维持买入评级。基于 DCF 模型维持目标价 41.89 港元，对应 4.9 倍 2026 年市销率。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	50.40
52周低位 (港元)	11.02
市值 (百万港元)	16,208.79
日均成交量 (百万)	6.78
年初至今变化 (%)	12.38
200天平均价 (港元)	36.33

资料来源: FactSet

李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com

(852) 3766 1854

陈庆

angus.chan@bocomgroup.com

(86) 21 6065 3601

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	1,120	1,649	2,395	3,611	4,456
同比增长 (%)	111.2	47.2	45.2	50.8	23.4
净利润 (百万人民币)	(4,331)	(482)	(230)	108	263
每股盈利 (人民币)	(44.61)	(1.11)	(0.49)	0.23	0.55
同比增长 (%)	108.0	-97.5	-56.1	-146.9	142.8
市盈率 (倍)	ns	ns	ns	138.7	57.1
每股账面净值 (人民币)	(93.59)	7.03	5.98	6.21	6.76
市账率 (倍)	(0.34)	4.50	5.30	5.11	4.69

资料来源：公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 速騰聚創：季度业绩核心指标

	2Q25	2Q24	同比变化	1Q25	环比变化
出货量 (台)	158,200	123,000	29%	108,600	46%
ADAS	123,800	118,300	5%	96,700	28%
机器人	34,400	4,700	632%	11,900	189%
收入 (百万元)	455	366	24%	328	39%
毛利润	126	54	133%	77	64%
净利润	-51	-137	-63%	-100	-48%
毛利率	27.7%	14.8%	12.9 pts	23.5%	4.2 pts
净利率	-11.3%	-37.5%	26.2 pts	-30.4%	19.1 pts
销售费用率	6.3%	7.8%	-1.5 pts	8.6%	-2.3 pts
管理费用率	8.3%	12.0%	-3.7 pts	12.4%	-4.1 pts
研发费用率	36.0%	45.0%	-9.0 pts	44.2%	-8.2 pts

资料来源: 公司资料, 交银国际

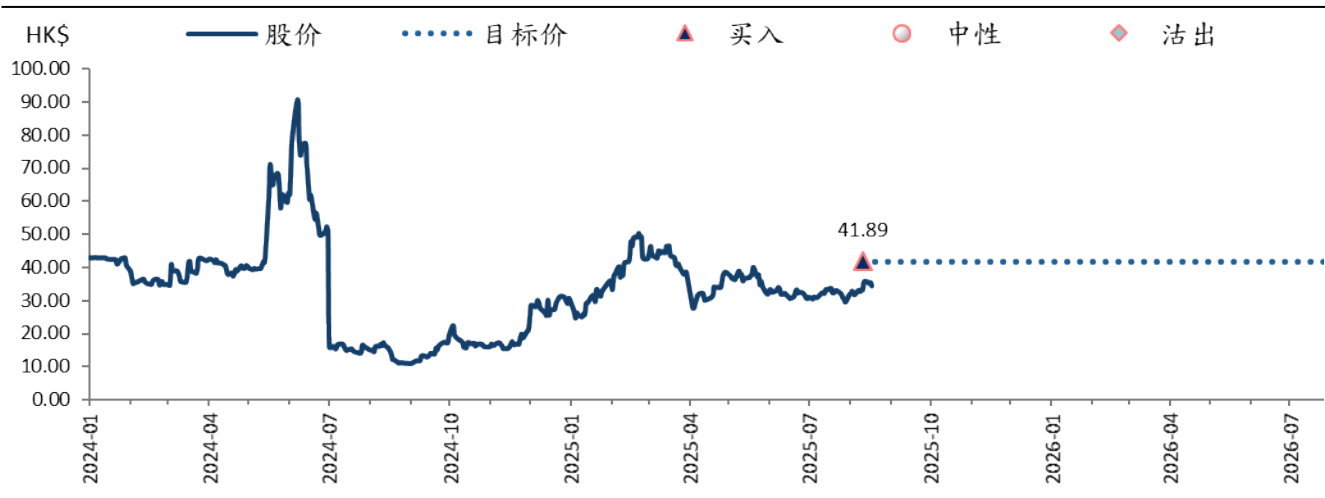
图表 2: 速騰聚創 DCF 估值

(人民币百万元)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
EBIT	(260)	101	284	544	720	967	1,223	1,552	1,863	2,132	2,307
减: 所得税	-	(19)	(46)	(86)	(113)	(150)	(189)	(240)	(289)	(332)	(361)
加: 折旧摊销	116	113	115	124	133	158	186	217	248	279	306
减: 资本性支出	(96)	(108)	(134)	(171)	(209)	(242)	(279)	(312)	(340)	(360)	(367)
减: 运营资本变动	192	212	55	229	249	266	307	208	176	130	52
自由现金流	(47)	299	273	640	781	998	1,247	1,424	1,659	1,849	1,936
自由现金流现值	5,905										
终值现值	9,726										
企业价值	15,631										
净现金	2,186										
少数股东权益	16										
股权价值 (百万元)	17,833										
股权价值 (百万港元)	19,814										
股份数量 (百万)	473										
每股价值 (港元)	41.89										

WACC	
无风险利率	4%
市场风险溢价	8%
贝塔	1.1
税前债务成本	5%
预期债权比例	30%
有效税率	15%
WACC	9.9%

资料来源: 交银国际预测

图表 3: 速腾聚创(2498 HK)评级及目标价



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 交银国际汽车行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
666 HK	瑞浦兰钧	买入	11.35	15.46	36.2%	2025 年 08 月 12 日	电池
3931 HK	中创新航	买入	21.78	24.77	13.7%	2025 年 03 月 27 日	电池
300750 CH	宁德时代	买入	279.00	314.11	12.6%	2025 年 01 月 23 日	电池
300014 CH	亿纬锂能	买入	48.07	56.51	17.5%	2024 年 12 月 02 日	电池
002074 CH	国轩高科	买入	31.24	29.07	-6.9%	2024 年 12 月 02 日	电池
689009 CH	九号公司	买入	65.35	75.02	14.8%	2025 年 08 月 04 日	电动两轮车
1585 HK	雅迪控股	买入	12.62	19.84	57.2%	2025 年 03 月 26 日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	8.45	7.16	-15.3%	2025 年 03 月 31 日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	23.70	26.45	11.6%	2025 年 03 月 28 日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	16.81	20.50	22.0%	2025 年 03 月 28 日	重卡
HSAI US	禾赛集团	买入	23.06	27.52	19.4%	2025 年 08 月 14 日	激光雷达
2498 HK	速腾聚创	买入	34.50	41.89	21.4%	2025 年 08 月 14 日	激光雷达
175 HK	吉利汽车	买入	19.83	24.21	22.1%	2025 年 08 月 15 日	整车厂
601127 CH	赛力斯	买入	132.00	180.50	36.7%	2025 年 07 月 21 日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	111.40	167.75	50.6%	2025 年 03 月 25 日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	41.18	48.96	18.9%	2025 年 03 月 24 日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	买入	80.90	134.69	66.5%	2025 年 03 月 12 日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	17.99	17.36	-3.5%	2024 年 10 月 28 日	整车厂
2015 HK	理想汽车	中性	91.00	103.67	13.9%	2025 年 05 月 30 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	3.44	3.34	-2.9%	2024 年 04 月 01 日	整车厂

资料来源: FactSet, 交银国际预测 数据截至 2025 年 8 月 22 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	1,120	1,649	2,395	3,611	4,456
主营业务成本	(1,027)	(1,365)	(1,774)	(2,629)	(3,291)
毛利	94	284	621	982	1,165
销售及管理费用	(432)	(274)	(272)	(277)	(284)
研发费用	(635)	(615)	(609)	(603)	(597)
其他经营净收入/费用	33	22	0	0	0
经营利润	(941)	(584)	(260)	101	284
财务成本净额	78	100	30	26	25
其他非经营净收入/费用	(3,467)	8	0	0	0
税前利润	(4,329)	(477)	(230)	127	309
税费	(2)	(5)	0	(19)	(46)
净利润	(4,331)	(482)	(230)	108	263
作每股收益计算的净利润	(4,331)	(482)	(230)	108	263

资产负债表简表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1,826	2,836	2,434	2,335	2,524
应收账款及票据	678	462	722	989	1,099
存货	199	203	292	432	541
其他流动资产	123	143	143	143	143
总流动资产	2,827	3,644	3,591	3,900	4,306
投资物业	55	65	65	65	65
物业、厂房及设备	268	272	253	241	250
无形资产	52	49	57	74	95
其他长期资产	70	110	99	89	79
总长期资产	445	495	474	470	489
总资产	3,271	4,139	4,065	4,369	4,795
短期贷款	1	121	121	121	121
应付账款	490	476	632	828	992
其他短期负债	11,755	314	314	314	314
总流动负债	12,246	911	1,067	1,264	1,427
长期贷款	0	28	28	28	28
其他长期负债	95	127	127	127	127
总长期负债	95	155	155	155	155
总负债	12,341	1,066	1,222	1,419	1,582
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	(9,086)	3,057	2,827	2,935	3,197
股东权益	(9,086)	3,057	2,827	2,935	3,198
非控股权益	16	16	16	16	16
总权益	(9,070)	3,073	2,843	2,951	3,213

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	(4,329)	(477)	(230)	127	309
折旧及摊销	72	103	106	103	105
营运资本变动	(149)	198	(192)	(212)	(55)
利息调整	79	100	30	26	25
税费	(3)	(4)	0	(19)	(46)
其他经营活动现金流	3,813	15	(20)	(16)	(15)
经营活动现金流	(516)	(65)	(306)	9	322
资本开支	(146)	(107)	(96)	(108)	(134)
投资活动	312	0	0	0	0
其他投资活动现金流	100	(14)	0	0	0
投资活动现金流	266	(120)	(96)	(108)	(134)
负债净变动	2	149	0	0	0
权益净变动	(9)	1,064	0	0	0
其他融资活动现金流	(28)	(55)	0	0	0
融资活动现金流	(35)	1,158	0	0	0
汇率收益/损失	41	37	0	0	0
年初现金	2,071	1,826	2,836	2,434	2,335
年末现金	1,826	2,836	2,434	2,335	2,524

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	(44.611)	(1.109)	(0.487)	0.229	0.555
全面摊薄每股收益	(44.611)	(1.109)	(0.487)	0.229	0.555
每股账面值	(93.587)	7.035	5.977	6.205	6.760
利润率分析(%)					
毛利率	8.4	17.2	25.9	27.2	26.1
EBITDA利润率	(387.0)	(28.7)	(6.4)	5.7	8.7
EBIT利润率	(393.4)	(35.0)	(10.9)	2.8	6.4
净利率	(386.6)	(29.2)	(9.6)	3.0	5.9
盈利能力(%)					
ROA	(129.3)	(13.0)	(5.6)	2.6	5.7
ROE	61.4	16.1	(7.8)	3.7	8.5
ROIC	61.4	16.5	(7.4)	3.5	8.1
其他					
净负债权益比(%)	20.1	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	0.2	4.0	3.4	3.1	3.0
存货周转天数	111.7	61.4	60.0	60.0	60.0
应收账款周转天数	195.8	150.3	110.0	100.0	90.0
应付账款周转天数	163.3	147.4	130.0	115.0	110.0

交銀國際

香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈 9 樓
總機: (852) 3766 1899 傳真: (852) 2107 4662

評級定義

分析員個股評級定義：

買入：預期個股未來12個月的總回報**高于**相關行業。

中性：預期個股未來12個月的總回報與相關行業**一致**。

沽出：預期個股未來12個月的總回報**低于**相關行業

無評級：對於個股未來12個月的總回報與相關行業的比較，分析員**並無確信觀點**。

分析員行業評級定義：

領先：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤標杆指數**具吸引力**。

同步：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現與大盤標杆指數**一致**。

落后：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤標杆指數**不具吸引力**。

香港市場的標杆指數為**恒生綜合指數**，A股市場的標杆指數為**MSCI 中國A股指數**，美國上市中概股的標杆指數為**標普美國中概股50（美元）指數**

分析員披露

本報告之作者，茲作以下聲明：i) 發表於本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點；及ii) 他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點並無直接或間接關係；iii) 對於提及的證券或其發行者，他們並無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本報告之作者進一步確認：i) 他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則的相關定義】並沒有於發表本報告之30個日曆日前交易或買賣本報告內涉及其所評論的任何公司的證券；ii) 他們及他們之相關有聯繫者並沒有擔任本報告內涉及其評論的任何公司的高級人員（包括就房地產基金而言，擔任該房地產基金的管理公司的高級人員；及就任何其他實體而言，在該實體中擔任負責管理該等公司的高級人員或其同級人員）；iii) 他們及他們之相關有聯繫者並沒有擁有於本報告內涉及其評論的任何公司的證券之任何財務利益。根據證監會持牌人或註冊人操守準則第16.2段，“有聯繫者”指：i) 分析員的配偶、親生或領養的未成年子女，或未成年繼子女；ii) 某信托的受託人，而分析員、其配偶、其親生或領養的未成年子女或其未成年繼子女是該信托的受益人或酌情對象；或iii) 慣于或有義務按照分析員的指示或指令行事的另一人。

有關商務關係及財務權益之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有關聯公司在過去十二個月內與交通銀行股份有限公司、國聯證券股份有限公司、交銀國際控股有限公司、四川能投發展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武漢有機控股有限公司、上海小南國控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平線、多點數智有限公司、草姬集團控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京賽目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山東快驢科技發展股份有限公司、佛山市海天調味食品股份有限公司、葯捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠寶股份有限公司、搜康視云制藥有限公司、富衛集團有限公司、宜搜科技控股有限公司及廣州銀諾醫藥集團股份有限公司有投資銀行業務關係。

交銀國際證券有限公司及/或其集團公司現持有東方證券股份有限公司、光大證券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已發行股本逾1%。

免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告（包括任何有關的附件），表示並保證其根據下述的條件下有权獲得本報告，並且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，並且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於能被保密的情況下提供給閣下。未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i) 複製、複印或儲存，或者(ii) 直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或僱員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來，或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其从其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告並非旨在包含投資者所需要的所有信息，並可能受送遞延誤、阻礙或阻截等因子所影響。交銀國際證券不明示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由於任何第三方在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失（包括但不限於任何直接的、間接的、隨之而發生的損失）而負上任何責任。

本報告只為一般性提供數據之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而非非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被视为集團的任何成員作出提議、建議或征求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料，考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。本報告的發送對象不包括身處中國內地的投資人。如知悉收取或發送本報告有可能構成當地法律、法則或其他規定之違反，本報告的收取者承諾盡快通知交銀國際證券。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為準。

交銀國際證券有限公司是交通銀行股份有限公司的附屬公司。