

买入

2025年8月27日

ADAS 毛利率提升，机器人/Robotaxi 进展顺利

➤ **机器人高增牵引业绩高速发展：**速腾聚创 Q2 营收至 4.55 亿元，同比增 24.4%。ADAS 业务因部分客户调整致销量同比降 6.4%，机器人业务销量同比激增 631.9%至 3.4 万台，推动上半年该业务收入达 2.2 亿元（同比+184.8%）。公司盈利能力持续优化，毛利率连续六季上升至 27.7%，净亏损大幅收窄 63.6%，数字化芯片技术释放降本红利。

➤ **芯片驱动三大平台战略跃迁：**公司 E 平台全固态激光雷达 E1 已量产，成为 L3/L4 自动驾驶及机器人领域唯一大广角量产方案，2025 年出货量预计突破六位数。EM4 作为行业唯一可量产 500+线超高清雷达锁定高阶市场，EMX 以数字化架构实现代际性能领先，二者均于下半年启动大规模交付。平台推出“机器人之眼”新品类，通过原生融合激光雷达、摄像头与 IMU 输出 RGBD 数据，配套开源算法生态构建感知闭环，AC2 新品下半年发布，战略布局机器人底层技术平台。

➤ **车载全球化布局加速落地：**EM 平台半年内斩获 8 家主机厂 45 个车型定点，包括某全球头部新能源车企 32 款独家订单，覆盖极氪 9X、智己 LS6 等主力车型及欧洲豪华品牌、日本 Top2 车企；Q2 交付量环比增长 28%至 12.38 万台。

➤ **机器人爆发与 Robotaxi 主导双擎驱动：**公司与全球 Top5 割草机厂商达成三年 120 万颗订单，深度服务美团/新石器配送企业，并密集落地钛虎、越疆等 20 余家人形机器人合作。全球客户超 3200 家覆盖工业/服务全场景。Robotaxi 领域持续领先，获滴滴/小马智行等全球 8 家头部企业量产合作，L4 市场覆盖率超 90%，年底 EM4+E1 组合将启动规模化量产，全年出货量有望实现重大突破。

➤ **目标价 47.43 港元，给予买入评级：**我们预测公司 2025-2027 年的收入分别为 22.09 亿元/38.04 亿元/51.82 亿元人民币；归母净利润分别为-2.07 亿元、0.87 亿元和 4.95 亿元。预测公司目标价 47.43 元，当前股价分别对应 2025 年/2026 年/2027 年的 7.4/4.3/3.1 倍 PB，较现价有 23%的上涨空间，维持买入评级。

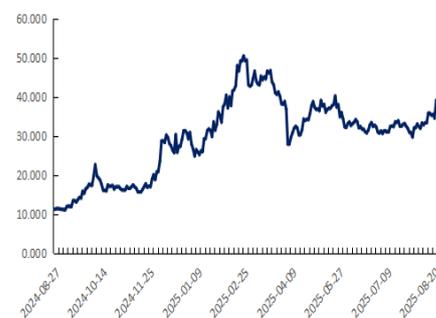
李京霖
+ 852-25321539
Jinglin.li@firstshanghai.com.hk
刘家晖
+ 852-25321956
jex.liu@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	汽车零部件
股价	39 港元
目标价	47.43 港元 (+21.6%)
股票代码	2498.HK
已发行 H 股股本	4.73 亿股
H 股市值	184 亿港元
52 周高/低	53.5/10.9 港元
每股净资产	7.89 港元
主要股东	Ruby International Limited (22.11%) 邱纯鑫, 朱晓蕊, 刘乐天 (3.93%) BlackPearl Global Limited (10.71%)

盈利摘要
盈利摘要

截至12月31日止财政年度	23年实际	24年实际	25年预测	26年预测	27年预测
总营业收入 (人民币千元)	1,120,149	1,648,902	2,209,645	3,804,451	5,181,758
变动	111.22%	47.20%	34.01%	72.17%	36.20%
经调整后净利润	-434,233	-382,871	-207,143	86,754	495,347
变动	22.85%	11.83%	45.90%	141.88%	470.98%
经调整后每股盈利 (人民币元)	-4.47	-0.88	-0.48	0.20	1.14
变动	22.71%	80.32%	45.90%	141.88%	470.98%
股息	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
市销率39港元 (估)	14.5	9.9	7.4	4.3	3.1

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：彭博

附录 1: 主要财务报表

损益表

<千人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
收入	1,120,149	1,648,902	2,209,645	3,804,451	5,181,758
毛利	93,640	283,553	531,977	897,628	1,414,049
研发开支	-635,112	-615,434	-676,977	-778,524	-895,303
销售开支	-86,010	-110,284	-111,387	-113,615	-115,887
行政与其他开支	-313,100	-142,040	-172,158	-189,374	-208,311
营运收入	-940,582	-584,205	-428,545	-183,885	194,548
财务开支	78,086	99,706	124,732	195,735	240,687
税前盈利	-4,329,097	-476,825	-303,813	11,850	435,235
所得税	-1,869	-4,980	30,381	-1,185	-43,524
净利润	-4,330,966	-481,805	-273,432	10,665	391,712
非控股权益	5,663	22	0	0	0
本公司股东应占利润	-4,336,629	-481,827	-273,432	10,665	391,712
折旧及摊销	89,004	114,901	137,667	158,552	174,454
EBITDA	-4,418,101	-591,726	-441,480	-146,702	260,781
增长					
总收入 (%)	111.2%	47.2%	34.0%	72.2%	36.2%
EBITDA (%)	-106.6%	86.6%	25.4%	66.8%	277.8%

资产负债表

<千人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
现金	1,826,413	2,835,984	2,133,056	2,004,388	2,060,459
应收账款	678,265	462,189	627,499	1,248,669	1,306,718
存货	199,211	202,863	348,699	606,969	631,730
其他流动资产	122,800	142,979	142,979	142,979	142,979
总流动资产	2,826,689	3,644,015	3,252,232	4,003,005	4,141,886
固定资产	268,084	271,560	343,988	417,696	473,501
无形资产	51,545	48,524	47,660	48,566	49,243
长期投资	30,000	34,197	34,197	34,197	34,197
银行存款及其他	95,135	140,842	129,611	121,445	115,509
总资产	3,271,453	4,139,138	3,807,688	4,624,908	4,814,335
应付账款	764,488	758,436	634,129	1,364,595	1,058,675
其他短期负债	10,083,029	152,751	152,751	152,751	152,751
总短期负债	10,847,517	911,187	786,880	1,517,346	1,211,426
向投资者发行的金融工具	1,398,963	0	0	0	0
其他负债	10,942,329	1,065,959	941,652	1,672,118	1,366,198
总负债	12,341,292	1,065,959	941,652	1,672,118	1,366,198
少数股东权益	15,838	15,860	15,860	15,860	15,860
股东权益	-9,069,839	3,073,179	2,866,036	2,952,790	3,448,137
每股账面值(摊薄)	-93	7	7	7	8
营运资产	-8,020,828	2,732,828	2,465,352	2,485,659	2,930,460

数据来源: 公司资料、第一上海预测

财务分析

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	8.36%	17.20%	24.08%	23.59%	27.29%
EBITDA 利率 (%)	-394.42%	-35.89%	-19.98%	-3.86%	5.03%
净利率 (%)	-386.64%	-29.22%	-12.37%	0.28%	7.56%
营运表现					
研发/收入 (%)	56.7%	37.3%	30.6%	20.5%	17.3%
实际税率 (%)	0.0%	-1.0%	10.0%	10.0%	10.0%
库存周转天数	86.8	53.7	60.0	60.0	60.0
应收账款天数	144.2	126.2	90.0	90.0	90.0
应付账款天数	126.9	129.1	90.0	90.0	90.0
财务状况					
总负债/总资产	3.77	0.26	0.25	0.36	0.28
收入/净资产	-0.12	0.54	0.77	1.29	1.50
经营性现金流/收入	-0.46	-0.04	-0.23	0.03	0.05

现金流量表

<千人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
EBITDA	-4,418,101	-591,726	-441,480	-146,702	260,781
净融资成本					
营运资金变化	-168,861	196,930	-435,453	-148,974	-388,730
所得税	-2,537	-4,980	30,381	-1,185	-43,524
其他	4,073,022	333,922	341,623	393,194	452,544
营运现金流	-516,477	-65,854	-504,928	96,332	281,071
资本开支	-124,079	-90,708	-182,781	-207,705	-207,705
其他投资活动	389,708	-29,739	-15,219	-17,295	-17,295
投资活动现金流	265,629	-120,447	-198,000	-225,000	-225,000
负债变化	827,691	133,785	0	0	0
股本变化	-12,292	-150,951	0	0	0
股息	0	0	0	0	0
其他融资活动	-849,810	-18,064	-36,490	-36,489	-36,488
融资活动现金流	-34,411	-35,230	-36,490	-36,489	-36,488
现金变化	-285,476	972,600	-702,928	-128,668	56,071
期初持有现金	2,071,381	1,826,413	2,835,984	2,133,056	2,004,388
汇兑变化	40,508	36,971	0	0	0
期末持有现金	1,826,413	2,835,984	2,133,056	2,004,388	2,060,459

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中71号

永安集团大厦19楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。