

Company Report: ROBOSENSE (02498 HK)

公司报告: 速腾聚创 (02498 HK)

Muyang Zhao 赵沐阳
(852) 25095375

muyang.zhao@gtjas.com.hk
25 August 2025

机器人业务成为新增长引擎

- 我们维持“买入”评级，并将目标价上调至 **46.40 港元**。速腾聚创（“公司”）在 2025 年第二季度用于机器人及其他的激光雷达产品业务收入增长强劲，而用于 ADAS 应用的激光雷达产品业务收入增长温和。因此，我们将 2025-2027 年的收入预测分别调整为人民币 24.46 亿元（-6.8%）/人民币 37.56 亿元（+2.4%）/人民币 52.27 亿元（+5.2%）。我们预计经调整净利润将在 2025 年第四季度转为正值。我们的目标价基于 SOTP 2026 年 EV/S 估值，其中 ADAS 业务为 2.0 倍，机器人及其他业务为 10.0 倍，得出 2025-2027 年 EV/S 倍数分别为 8.4 倍/ 5.5 倍/ 3.9 倍。我们将估值方法改为使用 2026 年倍数，以更准确地捕捉公司快速发展的机器人领域的增长。
- 公司的机器人及其他业务收入同比翻了三倍，得益于 E1R 和 Airy 产品在割草机器人、无人配送、人形机器人等多个市场的突破。公司在割草机器人市场的合作伙伴涵盖全球前五大割草机制造商，订单量已达七位数。在无人配送领域，公司已与美团、新石器、白犀牛、COCO Robotics 以及北美两大头部配送平台达成合作。在人形机器人领域，公司已与包括宇树科技、越疆在内的 20 多家领先的人形机器人公司合作。鉴于该市场的潜力、机器人细分市场的强劲购买力以及速腾聚创合作伙伴的质量，我们认为该市场未来将实现显著增长。
- 公司 ADAS 业务收入在季度内大幅回升，主要由于 2025 年第一季度量产定点订单转化为收入较少。然而，ADAS 业务收入未达到我们预期的人民币 3.86 亿元，主要由于 EMX 激光雷达在 2025 年第三季度量产，而非我们预测的 2025 年第二季度。2025 年第二季度总收入为人民币 2.71 亿元，同比下降 10.5%，环比增长 18.6%。用于 ADAS 应用的激光雷达产品销量为 12.38 万台，同比增长 4.6%。用于 ADAS 应用的激光雷达产品平均售价为人民币 2,193 元，同比下降 -14.4%，环比下降 -7.3%，该分部毛利率环比增长 4.4 个百分点至 19.4%。平均售价下降和毛利率上升是由于产品组合中纳入了较新的 MX 和 EMX 产品，这些产品售价较低，但由于生产成本较低，利润率较高。降低激光雷达价格的关键创新在于将核心接收系统和回波特征识别功能集成到单颗 SPAD-SOC 芯片中，从而精简链路，降低功耗，增强信号的完整性与一致性，从而降低了每个激光雷达的原材料成本。我们预计，随着 EMX 激光雷达的量产和交付，2025 年下半年的收入将大幅增长。
- 催化剂：**财务报告验证了公司用于机器人的激光雷达产品的批量交付。
- 风险：**行业竞争加剧导致机器人平均售价和/或市场份额增长低于预期。

Rating:

Buy

Maintained

评级:

买入 (维持)

6-18m TP 目标价:

HK\$46.40

Revised from 原目标价:

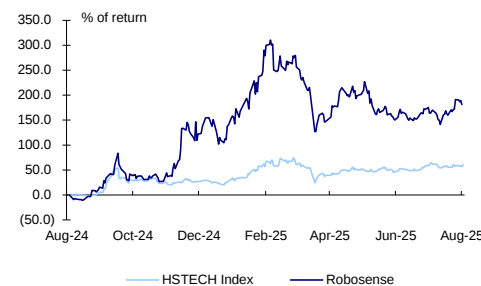
HK\$42.17

Share price 股价:

HK\$39.020

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 %	19.6	2.2	216.0
Rel. % to HS Index 相对恒指变动 %	18.8	(5.3)	172.5
Avg. Share price(HK\$) 平均股价 (港元)	33.2	33.0	29.4

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)	(0.1)	0.000	0.0	61.4
2024A	1,649	(482)	(1.109)	n.a.	(4.5)	7.035	0.7	0.000	0.0	16.0
2025F	2,446	(160)	(0.394)	n.a.	(12.5)	9.852	0.5	0.000	0.0	(4.5)
2026F	3,756	22	0.048	n.a.	102.9	8.822	0.6	0.000	0.0	0.5
2027F	5,227	137	0.290	504.2	17.0	9.405	0.5	0.000	0.0	3.2
Shares in issue (m) 总股数 (m)				472.8	Major shareholder 大股东				TMF (Cayman) Ltd. 22.7%	
Market cap. (HK\$ m) 市值 (HK\$ m)				18,335.2	Free float (%) 自由流通比率 (%)				73.6	
3 month average vol. 3 个月平均成交股数 ('000)				8,615.2	FY25 Net gearing (%) FY25 净负债/股东资金 (%)				Net Cash	
52 Weeks high/low (HK\$) 52 周高/低 (HK\$)				53.500 / 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 (△%)	Robotics Revenue YoY (△%)	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	2,446,138	1,610,920	685,125	21%	245%	-91,889	407,203
2026F	3,755,520	1,907,172	1,668,723	18%	144%	154,104	472,813
2027F	5,227,013	2,288,607	2,753,393	20%	65%	306,709	472,813
TTM	1,705,012	1,226,570	341,676			-309,378	388,794
FTM	3,531,216	2,072,405	1,297,239			78,441	472,813

	SOTP
Target Price (HK\$)	46.4
Upside	18.8%
Reference year	2026F
ADAS EV/S Multiple (x)	2.0
Robotics EV/S Multiple (x)	10.0
ADAS EV Valuation (RMB 000')	3,814
Robotics EV Valuation (RMB 000')	16,687
Total Market Cap (RMB 000')	20,370

资料来源: 公司、国泰君安国际。

表 1: 主要盈利修订

	2025F	新 2026F	2027F	2025F	变动 2026F	2027F
人民币收入 (人民币 百万元)						
产品用于 ADAS	1,611	1,907	2,289	-8.6%	-13.5%	-13.5%
产品用于机器人及其他	685	1,669	2,753	-5.8%	+27.0%	+27.0%
其他	150	180	185	+11.4%	+21.2%	+21.2%
分部经营利润率						
产品用于 ADAS	20.2%	21.9%	21.9%	+3.1 ppts	-0.3 ppts	-0.3 ppts
产品用于机器人及其他	41.5%	27.9%	27.9%	+5.9 ppts	+6.7 ppts	+6.7 ppts
其他	28.9%	41.3%	41.3%	+14.2 ppts	-2.4 ppts	-2.4 ppts
关键财务数据 (人民币百万元)						
收入	2,446	3,756	5,227	-6.8%	+2.4%	+5.2%
毛利	653	957	1,363	+12.6%	+15.0%	+22.6%
息税前利润	(264)	(99)	(2)	-28.0%	-45.5%	-99.0%
股东净利	(160)	22	137	-42.2%	-126.1%	-311.5%
基本每股盈利 (人民币)	(0.394)	0.048	0.290	-21.2%	-574.5%	+266.5%

资料来源: 国泰君安国际。

表 2: 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 百万港元
				24A	25F	26F	27F	24F	25A	26F	27F	25F	25F	
人形机器人供应链														
Tesla	TSLA US	USD	320.11	13.1	10.9	9.3	7.8	91.6	79.4	64.5	48.3	13.5	7.1	8,069,595
优必选	9880 HK	HKD	94.05	17.5	21.2	13.1	7.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	15.9	(54.1)	44,385
Broadcom	AVGO US	USD	289.60	16.5	22.6	18.6	16.5	36.0	33.2	27.2	23.5	18.1	40.6	10,645,826
汇川技术	300124 CH	CNY	69.70	4.4	4.2	3.5	3.0	30.7	29.7	24.6	20.9	5.8	17.0	204,441
绿的谐波	688017 CH	CNY	150.01	43.1	50.7	37.7	28.6	190.4	175.0	127.2	91.0	7.4	2.9	29,928
新时达	002527 CH	CNY	17.18	2.0	3.5	3.2	3.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9.2	0.1	12,397
纳微科技	688690 CH	CNY	28.10	9.0	11.8	9.9	7.3	41.3	n.a.	n.a.	n.a.	5.9	7.8	12,349
兆威机电	003021 CH	CNY	125.56	10.5	15.5	12.3	9.6	61.5	n.a.	n.a.	n.a.	8.8	7.9	32,821
五洲新春	603667 CH	CNY	40.41	3.0	4.3	3.7	3.3	32.0	n.a.	n.a.	n.a.	4.9	4.4	16,104
鸣志电器	603728 CH	CNY	65.82	9.2	10.2	9.0	7.9	133.1	n.a.	n.a.	n.a.	9.2	3.9	30,004
简单平均				12.8	15.5	12.0	9.5	77.1	79.4	60.9	36,787.0	9.9	3.7	
加权平均				14.9	17.4	14.4	12.6	59.7	53.1	43.2	463.5	15.9	25.7	
激光雷达设备制造商														
速腾聚创	2498 HK	HKD	38.78	6.7	5.9	3.8	2.8	n.a.	n.a.	107.8	29.3	5.8	(6.1)	18,336
Hesai	HSAI US	USD	23.06	5.2	6.2	4.3	3.2	n.a.	58.8	23.7	15.1	5.2	6.6	23,874
Luminar	LAZR US	USD	1.99	7.6	7.2	6.4	3.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	(0.4)	99.3	1,069
简单平均				6.5	6.4	4.8	3.0	n.a.	58.8	65.7	22.2	3.5	33.3	
加权平均				5.9	6.1	4.2	3.0	0.0	58.8	60.2	21.3	5.3	3.5	

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8月22日。

财务报表及比率

损益表					
Year ended 31 Dec (RMB mn)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Total Revenue	1,120	1,649	2,446	3,756	5,227
Cost of revenue	(1,027)	(1,365)	(1,794)	(2,798)	(3,864)
Gross Profit	94	284	653	957	1,363
R&D expenses	(635)	(615)	(617)	(657)	(809)
S&M expenses	(86)	(110)	(149)	(174)	(242)
G&A Expenses	(346)	(164)	(195)	(225)	(314)
Other operating expenses	33	22	101	117	119
Operating profit	(941)	(584)	(264)	(99)	(2)
Interest Expense	78	100	107	116	118
Other income and gains	(3,471)	(2)	0	0	0
Profit before tax	(4,329)	(477)	(156)	19	118
Income tax	(2)	(5)	(1)	3	19
Profit After Tax	(4,331)	(482)	(158)	22	136
Non-controlling Interest	(6)	(0)	(2)	0	1
Shareholders' Profit / Loss	(4,337)	(482)	(160)	22	137
Basic EPS (RMB)	(44.670)	(1.109)	(0.394)	0.048	0.290

现金流量表					
Year ended 31 December (RMB mn)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Profit Before Tax	(4,329)	(477)	(156)	19	118
Depreciation and amortization	69	104	103	105	107
Stock-based compensation expense	377	83	66	132	170
Capital gains and impairment	3,541	33	(0)	(0)	(0)
Finance Income	(81)	(100)	0	0	0
Changes in working capital	(169)	197	(196)	(105)	(69)
Other	76	95	(1)	3	19
Cash from operating activities	(516)	(65)	(185)	154	344
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 from an employee	(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	1,051	7	(30)
Net changes in cash	(245)	1,010	756	48	199
Cash at beg of year	2,071	1,826	2,836	3,592	3,640
Effect of exchange rate changes	41	37	0	0	0
Cash at end of year	1,826	2,836	3,592	3,640	3,839

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	211	264	291
Trade and notes receivables	678	462	677	831	926
Prepayments, other	92	115	122	150	167
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	3,592	3,640	3,839
Total current assets	2,827	3,644	4,631	4,914	5,252
Total Assets	3,271	4,139	5,134	5,425	5,772
Trade payables	490	476	508	634	700
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	947	1,078	1,148
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	1,104	1,236	1,308
Share capital	0	0	0	0	0
Other reserves	(57)	12,581	13,696	13,833	13,971
Accumulated loss	(9,029)	(9,524)	(9,685)	(9,662)	(9,525)
Total Shareholders' Equity	(9,086)	3,057	4,012	4,171	4,447
Minority Interest	16	16	18	18	17
Total Equity	(9,070)	3,073	4,030	4,189	4,464

财务比率					
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Gross margin (%)	8.4	17.2	26.7	25.5	26.1
R&D expense to revenue (%)	56.7	37.3	25.2	17.5	15.5
S&M expense to revenue (%)	7.7	6.7	6.1	4.6	4.6
G&A expense to revenue (%)	30.9	9.9	8.0	6.0	6.0
Operating profit margin (%)	(84.0)	(35.4)	(10.8)	(2.6)	(2.6)
Net margin (%)	(386.6)	(29.2)	(6.5)	0.6	2.6
ROE (%)	61.4	16.0	(4.5)	0.5	3.2
ROA (%)	(129.3)	(13.0)	(3.4)	0.4	2.4

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速腾聚创科技有限公司、美团及深圳市越疆科技股份有限公司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/或其附属公司有,或将会为本研究报告所评论的美团进行庄家活动。
- (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内之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