

2025年10月08日

速騰聚創 | 02498.HK

應用於機器人激光雷達的貢獻將更為顯著

評級

買入

目標價

HK\$ 48.50

速騰聚創(02498.HK)於2025年上半年錄得收入7.8億元人民幣，同比增長7.7%。增長主要來自於應用於機器人激光雷達的銷售，該業務收入同比激增184.8%，抵消應用於ADAS激光雷達銷售同比下滑17.9%的影響。集團毛利率進一步提升至25.9%，淨虧損率收窄至19.0%，反映規模經濟效益及自主技術推進帶來的持續改善。

第四季度具有更大的市場潛力：2025年上半年應用於ADAS激光雷達的銷售同比減少18.8%，出貨量降至220,500台。主要由於兩名主要客戶的訂單減少，其中一家採用戰略一級供應商開發的激光雷達產品，另一家則退出激光雷達應用。隨著高性價比的EMX及符合L3/L4標準的數字化激光雷達EM4於2025年第三季度末相繼量產，進一步鞏固集團於數字化激光雷達市場的地位。SOC集成技術有利於精簡鏈路、降低功耗使EM系列具備更強的市場競爭力，預期第四季度銷售表現將進一步提升。雖然第二季度平均售價降至2,192.5元人民幣，且EMX銷售佔比上升帶來進一步壓力，但規模效應和採用自主研發的SOC處理芯片促使單季出貨量和毛利率上升。我們預計集團毛利率有望進一步擴大至20% - 25%區間。

應用於機器人激光雷達銷售成長動能強勁：2025年第一季度上半年速騰聚創(02498.HK)共交付46,300台應用於機器人激光雷達，同比大增約六倍。此增長主要由於割草機器人市場強勁需求帶動，其中以E1R型號表現最為突出。集團已成功簽訂約120萬套車規級全固態激光雷達的重大訂單，為未來收入增長奠定堅實基礎。雖然物流及工業領域有一定需求，但割草機器人的應用仍為目前主要的需求。集團就2025及2026財年應用於機器人激光雷達的銷售訂下積極的目標。此外，集團即將發佈經改良的AC2，融合攝像頭、激光雷達及IMU數據，能更好地契合下游日益複雜的行業應用需求。

應用於機器人激光雷達的貢獻將更為顯著：應用於ADAS激光雷達的銷售預計在今年可能持續疲弱，因此我們將銷售預測下調至約60萬台。然而，隨著EM系列產品的推出，明年有望出現強勁反彈。此外，受益於大規模訂單的推動，預計第四季度應用於機器人激光雷達的銷售將顯著增長。我們調整財務預測，將2025財年的估算下調，但對2026財年和2027財年的預期則進行了上調，預計機器人應用激光雷達的貢獻將更為顯著，為集團在2026財年帶來盈利。因此，我們重申「買入」評級，目標價為每股48.50港元的目標價。

更新報告

敖曉風, Brian, CFA

高級分析師

briango@westbullsec.com.hk

+852 3896 2965

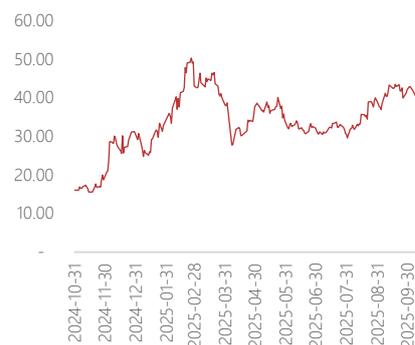
香港上環德輔道中199號無限極廣場2701-2703室

速騰聚創 (02498.HK)

評級 (前評級)	買入 (買入)
目標價 (前目標價)	HK\$ 48.50 43.50
現價	HK\$ 40.74
52-周波幅	HK\$ 15.50 - 53.50
市值 (港元, 十億)	HK\$ 19.3

人民幣, 百萬	23(A)	24(E)	25(E)	26(E)
收入	1,648.9	2,135.6	3,523.8	5,621.0
毛利	283.6	545.8	968.3	1,503.9
毛利率	17.2%	25.6%	27.5%	26.8%
歸母淨利潤	(481.8)	(212.9)	110.0	502.6

股價表現	1個月	3個月	半年	一年
絕對值	8.4%	30.6%	27.3%	118.1%
相對恒指	2.5%	19.4%	2.3%	91.8%



同業比較

		市值	市盈率	預測	市賬率	市銷率	總收入	毛利率	股本
		(港元, 百萬)	(x)	市盈率	(x)	(x)	(港元, 百萬)	(%)	回報率
				(x)					(%)
300552.CH	萬集科技	6,548.2	-	-	3.3	6.1	1,008.1	29.2	(17.0)
AEVA.US	Aeva	7,734.0	-	-	-	69.7	70.7	(41.8)	-
FR.FP	Valeo	22,976.5	20.1	-	0.8	0.1	181,413.6	19.0	3.7
HSAI.US	禾賽科技	32,669.0	262.2	52.3	5.8	10.1	2,251.2	42.6	2.5
INVZ.US	Innoviz	3,623.9	-	-	5.0	11.4	189.4	(4.8)	(72.5)
LAZR.US	Luminar	1,097.2	-	-	-	1.1	588.3	(34.1)	-
LIDR.US	AEye	907.8	-	-	3.9	133.3	1.6	(285.1)	(222.9)
OUST.US	Outster	14,712.1	-	-	8.5	13.3	866.9	36.4	(47.0)
	平均值	11,283.6	141.1	52.3	4.6	30.6	23,298.7	(29.8)	(58.8)
02498.HK	速騰聚創	19,186.8	-	-	4.6	7.7	1,787.0	17.2	(10.5)

資料來源: 彭博、西牛證券

風險因素

- EM 系列需求較預期為低
- 來自於同業及其他解決方案的激烈競爭
- 應用於其他機器人的激光雷達難以變現

財務報表

損益表					資產負債表				
(人民幣, 百萬)	2024 (A)	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)	(人民幣, 百萬)	2024 (A)	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)
總收入	1,648.9	2,135.6	3,523.8	5,621.0	固定資產	271.6	306.4	365.3	414.0
<i>按年增長</i>	<i>47.2%</i>	<i>29.5%</i>	<i>65.0%</i>	<i>59.5%</i>	其他非流動資產	223.6	197.9	186.3	175.4
直接成本	(1,365.3)	(1,589.8)	(2,555.5)	(4,117.1)	非流動資產	495.1	504.3	551.6	589.5
毛利	283.6	545.8	968.3	1,503.9	庫存	202.9	332.0	452.1	657.5
其他收入	33.7	41.7	44.4	47.4	應收款項	462.2	873.9	1,148.5	1,449.0
經營開支	(901.4)	(887.2)	(981.0)	(1,105.6)	現金及現金等物	2,836.0	2,808.6	2,887.3	3,375.1
經營溢利	(584.2)	(299.8)	31.7	445.7	其他流動資產	143.0	559.1	632.5	743.5
淨財務成本	99.7	92.7	88.6	87.9	流動資產	3,644.0	4,573.6	5,120.4	6,225.1
聯營及合營公司	10.5	-	-	-	總資產	4,139.1	5,077.8	5,672.0	6,814.5
公允價值變動	(2.8)	-	-	-	稅項	(5.0)	(2.0)	(6.0)	(26.7)
稅前利潤	(476.8)	(207.1)	120.3	533.6	淨利潤	(481.8)	(209.1)	114.3	506.9
稅項	(5.0)	(2.0)	(6.0)	(26.7)	<i>按年增長</i>	<i>N.A.</i>	<i>N.A.</i>	<i>N.A.</i>	<i>343.6%</i>
淨利潤	(481.8)	(209.1)	114.3	506.9	長期借貸	28.2	47.4	66.2	100.7
<i>按年增長</i>	<i>N.A.</i>	<i>N.A.</i>	<i>N.A.</i>	<i>343.6%</i>	其他非流動負債	126.6	138.4	192.5	278.6
					非流動負債	154.8	185.8	258.7	379.3
					應付款項	475.8	489.4	615.4	801.5
					短期借貸	121.2	203.8	284.6	432.9
					其他流動負債	314.2	299.4	405.1	486.4
					流動負債	911.2	992.6	1,305.0	1,720.8
					總負債	1,066.0	1,178.4	1,563.7	2,100.1
					非控股股東權益	15.9	19.7	24.0	28.3
					控股股東權益	3,057.3	3,879.8	4,084.3	4,686.1
					總權益	3,073.2	3,899.5	4,108.3	4,714.4

現金流量表					財務比率				
(人民幣, 百萬)	2024 (A)	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)		2024 (A)	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)
稅前溢利	(476.8)	(207.1)	120.3	533.6	毛利率	17.2%	25.6%	27.5%	26.8%
淨財務成本	(100.0)	(92.7)	(88.6)	(87.9)	經營溢利率	-35.4%	-14.0%	0.9%	7.9%
折舊及攤銷	125.2	119.4	112.0	120.6	淨利潤率	-29.2%	-9.8%	3.2%	9.0%
其他	189.6	179.3	175.2	157.8	股本回報比率	16.1%	-6.0%	2.9%	11.5%
營運資金變動	196.9	(599.2)	(166.2)	(254.3)	資產回報比率	-13.0%	-4.5%	2.1%	8.1%
經營現金流	(65.1)	(600.3)	152.7	469.7	流動比率	399.9%	460.8%	392.4%	361.8%
					速動比率	377.7%	401.4%	337.6%	308.0%
淨資本開支	(107.1)	(118.5)	(148.5)	(143.5)	現金比率	311.2%	283.0%	221.2%	196.1%
其他	(13.3)	(214.8)	-	-	債務權益比率	4.9%	6.4%	8.5%	11.3%
投資現金流	(120.4)	(118.5)	(148.5)	(143.5)	淨債務權益比率	-87.4%	-65.6%	-61.7%	-60.3%
					庫存周轉天數	53.7	61.4	56.0	49.2
股份發行	1,215.0	945.4	-	-	應收款項周轉天數	126.2	114.2	104.7	84.3
淨借貸	149.4	101.8	99.6	182.7	應付款項周轉天數	129.1	110.8	78.9	62.8
利息支出	-	-	-	-					
股息支出	-	-	-	-					
其他	(206.2)	(141.0)	(25.0)	(21.2)					
融資現金流	1,158.1	906.2	74.5	161.6					
股本自由現金流	(22.8)	(617.0)	103.8	509.0					
公司自由現金流	(167.5)	(710.8)	15.4	341.5					

資料來源: 公司資料、西牛證券

西牛證券是香港一家主要服務香港上市公司的券商，如要獲取更多研究報告，請參考以下聯繫方式: Alphasense、FactSet、Capital IQ、Refinitiv、Wind、Choice、慧博投研資訊及同花順。

西牛證券評級:

強烈買入	: 未來12個月絕對增長超過50%
買入	: 未來12個月絕對增長超過10%
持有	: 未來12個月絕對回報在-10%至+10%
沽售	: 未來12個月絕對下降超過10%
強烈沽售	: 未來12個月絕對下降超過50%

投資者應在閱讀本報告時假設西牛證券正在或將要和本報告中提到的公司建立投資銀行或其它主要的業務關係。

分析員聲明: 本報告中給出之觀點準確反映了分析員對於該證券的個人見解。分析員就其在本報告中給出的特定建議或者見解，並沒有直接或間接地為之收受任何的經濟補償。

免責聲明:

本研究報告不得被視為任何股票售出之要約或股票購買或認購之要求。本報告中提到之股票可能在某些地區不具備公開出售資格。本報告中資訊已經由西牛證券有限公司(簡稱為“西牛證券”)的研究部門根據其認為可靠之來源加以整理，但是西牛證券或其他任何人都沒有就本報告的正確性或者完整性給出聲明、保證或擔保。所有本報告中的觀點和預測都是(除非特別注明)報告發佈日時西牛證券發佈，且可在不通知前提下予以變更。西牛證券或任何其他人都不得為使用本報告或其內容或其它和本報告相關原因而發生的損失承擔任何責任。本報告之讀者應獨立負責考察本報告中所提到公司的業務、財務狀況和發展遠景。西牛證券和其高級職員、董事和雇員，包括本報告準備和發佈過程中涉及人員，可以在任何時候(1)在本報告中提到公司(或其投資)中任職，或購買或售出其股票; (2)和本報告中提到的公司存在諮詢、投行或其它經紀業務關係; 和(3)在適用法律許可情況下，在本報告發佈之前或緊接之後，在其自己的針對本報告中某個公司的投資帳戶中使用本報告資訊或者依據此資訊行動(包括進行交易)。本報告可能無法在同樣時間被分發到每一位接受方手中。本報告僅可被分發給專業投資者或經紀商，供其參考。任何獲得本報告者無論出於什麼原因，都不得複製、出版、重新生成、或者轉發(全文或部分)給任何其他方。本報告在香港由西牛證券發佈。獲得本報告者如需本報告中提到股票之更多資訊，請聯繫西牛證券在其當地所設立之分支機構。

西牛證券有限公司版權所有©。保留所有權利。