

速腾聚创 (2498 HK, 买入, 目标价: HK\$41.40)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$41.40 当前股价: HK\$32.58

股价上行/下行空间 +27%

52 周最高/最低价 (HK\$) 53.50/19.60

市值 (US\$mn) 2,027

当前发行数量(百万股) 484

三个月平均日交易额 (US\$mn) 44

流通盘占比 (%) 100

主要股东 (%)

Chunxin Qiu, Xiaorui Zhu & Letian Liu 20

按 2025 年 12 月 1 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	41.40	45.00	-8%
2025E EPS (RMB)	(0.18)	(0.27)	33%
2026E EPS (RMB)	0.50	0.21	140%
2027E EPS (RMB)	1.17	0.90	30%

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2025E	2026E
营收 (RMBmn)	2,511 (-12%)	3,650 (-14%)
EPS (RMB)	(0.44) (+59%)	0.19 (+165%)

注: 所示市场预测来源于 Wind。正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

4Q25 有望实现盈利, 预计明年销量放量增长

- 3Q25 收入环比下降 10.6%, 预计 4Q25 实现扭亏为盈。
- EM 系列产品获得多款车型定点, Robotaxi 对雷达需求的潜力巨大。
- 重申“买入”评级, 最新目标价为 41.40 港元。

3Q25 收入环比下降, 预计 4Q25 实现扭亏: 根据速腾聚创 3Q25 季报, 当期收入为 4.07 亿元 (同比持平/环比 -10.6%), ADAS 和机器人分别贡献 2.45 亿元 (同比 -25.7%/ 环比 -9.8%) 和 1.42 亿元 (同比 +157.8%/环比 -3.3%); 激光雷达总销量为 18.6 万颗 (同比 +34.0%/环比 +17.3%), 用于 ADAS 和机器人的分别为 15.0 万颗 (同比 +14.3%/环比 +21.2%) 和 3.6 万颗 (同比 +393.1%/环比 +3.2%)。本季度收入下滑的主要原因是 ADAS 雷达单价下降至~1,600 元 (二季度为~2,200 元)。当期综合毛利率为 23.9% (同比 +6.4ppts/ 环比 -3.8ppts), 三费总额为 2.63 亿元 (同比 +44.8%/ 环比 +14.0%)。综合而言, 调整后 (Non-IFRS) 归母净亏损为 0.65 亿元 (同比减亏 7%)。公司在业绩会上披露 10 月激光雷达销量达 12 万颗, 四季度整体销量将创新高并实现扭亏。

EM 平台获市场认可, Robotaxi 潜力巨大: 基于数字化平台 EM 推出的多款雷达 (EMX、EM4、EM1 等) 得到市场广泛认可, 共计获得 56 款车型定点。我们认为公司凭借领先的全链路自研能力, 实现 SPAD-SoC 接收芯片和 VCSEL 发射芯片率先通过验证并规模化上车, 构筑了坚实的技术壁垒, 有望推动 ADAS 雷达销量在 2026 年实现更快增长。Robotaxi 采用多款雷达搭配方案, 市场预计单车将普遍搭载 6-8 颗。根据公司披露, 速腾聚创已与滴滴达成新一代 Robotaxi 车型合作并为其提供 EM4+E1 的组合配置, 而滴滴单车将搭载共计 10 颗雷达。管理层在业绩会表示目前国内 Robotaxi 的车队规模为约 4,000 辆, 我们认为若未来 3-5 年规模提升至 10 万辆将带来 300-500 万颗激光雷达需求, 增长潜力巨大。

重申“买入”评级: 鉴于速腾聚创在 ADAS 和机器人&Robotaxi 领域的快速发展, 我们大幅上调对其 2026 年/27 年雷达销量预测至 230 万颗/310 万颗, 但预计平均单价将随着规模提升而有所下降, 因此小幅调整同期的收入预测。我们预计 2026 年机器人业务的雷达销量有望超过 ADAS, 成为最大增长动力, 并带动整体毛利率进一步改善。我们仍然采用 6 倍 2026 年 P/S 对其估值, 并得到最新目标价为 41.40 港元。

风险提示: 自动驾驶汽车需求低于预期; ADAS 及其他产品使用的激光雷达数量减少; 市场竞争加剧; 海外市场拓展不及预期。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	1,120	1,649	2,204	3,126	4,038
息税前利润 (RMBmn)	(941)	(584)	(262)	28	320
归母净利润 (RMBmn)	(434)	(396)	(83)	230	533
每股收益 (RMB)	(4.47)	(0.91)	(0.18)	0.50	1.17
市盈率 (x)	N/A	N/A	N/A	69.2	29.8

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

研究团队

王一鸣, 分析师

证书编号: S1680521050001

电话: +86 21 6015 6850

电邮地址: ymwang@huaxingsec.com

盈利预测

图表 1: 核心盈利预测变化

单位: 百万元	调整后			调整前			变动		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,204	3,126	4,038	1,991	2,975	3,988	10.7%	5.0%	1.3%
毛利润	601	943	1261	522	821	1158	15.0%	14.8%	8.9%
毛利率	27.3%	30.2%	31.2%	26.2%	27.6%	29.0%	1.1ppts	2.6ppts	2.2ppts
研发费用	677	728	743	634	693	707	6.8%	5.0%	5.0%
销售及管理费用	310	317	338	290	295	315	7.2%	7.2%	7.2%
归母净利润	-168	115	408	-205	59	372	18.0%	94.7%	9.7%
每股收益 (元)	-0.37	0.25	0.90	-0.45	0.13	0.82	18.0%	94.7%	9.7%
Non-GAAP 净利润	-83	230	533	-124	96	410	33.0%	140.0%	30.1%
Non-GAAP 每股收益 (元)	-0.18	0.50	1.17	-0.27	0.21	0.90	33.0%	140.0%	30.1%
激光雷达销量 (颗)	832,400	2,300,000	3,100,000	690,000	1,080,000	1,506,000	20.6%	113.0%	105.8%

资料来源: 华兴证券预测

估值

考虑到: 1) EM 平台对 ADAS 雷达市场带来的积极催化作用, 2) 公司有望在 2026 年实现盈利, 和 3) 包括机器人在内的非车领域激光雷达需求快速增长, 我们认为速腾聚创理应享有一定的估值溢价。我们仍然采用 6 倍 2026 年 P/S 对其进行估值, 得到最新目标价 41.40 港元, 重申“买入”评级。

图表 2: 可比公司估值表

公司	股票代码	当前股价 (交易货币)	当前市值 (亿美元)	营业收入 (百万美元)			P/S(x)		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
禾赛科技	HSAI US	19.07	30.3	289	448	634	10.5	6.8	4.8
Luminar	LAZR US	0.86	0.7	75	127	216	0.9	0.5	0.3
Innoviz	INVZ US	1.21	2.4	32	73	178	7.6	3.3	1.4
平均值			11.1	132	216	343	6.3	3.5	2.1
速腾聚创	2498.HK	32.58	20.3	231	308	437	8.8	6.6	4.6

注: 1) 收盘价截至 2025 年 12 月 1 日, 2) 采用美元兑人民币汇率 7.2 计算。

资料来源: Wind, 华兴证券预测

风险提示

- **自动驾驶汽车需求低于预期。**我们认为，汽车行业是速腾聚创旗下激光雷达产品需求的主要驱动力。如果由于技术上的潜在缺陷（例如，技术应用不成熟）或不同司法管辖区下监管接受度和相关规定出台的延迟导致自动驾驶汽车需求不及我们的预期，则可能会大大抑制出货前景，拖累公司的收入和盈利。
- **使用量下降或新技术诞生导致 ADAS 等场景的激光雷达产品需求下滑。**部分整车厂仍不确定激光雷达是否对实现 L4+自动驾驶至关重要。例如，我们注意到特斯拉并未在其电动汽车中采用该技术。此外，成本更低新型传感器可能会被开发出来，并作为激光雷达在 ADAS 场景下的替代品推出，这可能会使得激光雷达需求下降，进而对速腾聚创的收入前景构成负面影响。
- **竞争加剧。**国内外玩家争夺市场份额导致激光雷达行业竞争不断加剧。为提高技术水平和降低价格而主动采取的增加研发和营销支出等策略可能会对速腾聚创的销售及盈利能力造成不利。
- **海外市场拓展不及预期。**我们认为海外汽车市场是速腾聚创激光雷达业务增长的驱动力之一。虽然公司目前在与国外整车厂的合作具有先发优势，但强监管及/或竞争加剧可能会阻碍公司的进一步发展，削弱现有优势。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
雷达产品	1,534	2,058	2,960	3,850
解决方案	98	107	123	142
服务及其他	17	38	42	46
营业收入	1,649	2,204	3,126	4,038
营业成本	(1,365)	(1,603)	(2,183)	(2,777)
毛利润	284	601	943	1,261
管理及销售费用	(274)	(310)	(317)	(338)
其中：研发支出	(615)	(677)	(728)	(743)
其中：市场营销支出	(110)	(130)	(133)	(139)
其中：管理支出	(164)	(180)	(184)	(199)
息税前利润	(584)	(262)	28	320
息税折旧及摊销前利润	(509)	(187)	104	398
利息收入	54	30	30	30
利息支出	(3)	(3)	(3)	(3)
税前利润	(477)	(158)	160	452
所得税	(5)	(5)	(40)	(39)
净利润	(482)	(168)	115	408
调整后净利润	(396)	(83)	230	533
基本每股收益 (RMB)	(1.11)	(0.37)	0.25	0.90
稀释每股调整收益 (RMB)	(0.91)	(0.18)	0.50	1.17

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,644	4,926	7,002	9,373
货币资金	2,836	2,964	4,447	6,670
应收账款	462	883	1,269	1,333
存货	203	345	452	497
其他流动资产	143	733	833	873
非流动资产	495	682	702	722
固定资产	272	312	312	312
无形资产	49	53	59	65
商誉	41	28	28	28
其他	55	184	194	204
资产	4,139	5,608	7,703	10,095
流动负债	911	813	879	954
短期借款	121	0	0	0
预收账款	283	285	288	303
应付账款	476	465	511	562
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	155	74	77	84
负债	1,066	887	956	1,037
股份	0	0	0	0
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	(9,524)	(9,143)	(8,228)	(7,406)
归属于母公司所有者权益	3,057	4,666	6,691	9,001
少数股东权益	16	55	56	57
负债及所有者权益	4,139	5,608	7,703	10,095

现金流量表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	(482)	(168)	115	408
折旧摊销	75	75	76	77
利息（收入）/支出	98	98	128	128
其他非现金科目	521	540	540	540
其他	51	33	33	33
营运资本变动	(1,193)	(778)	(560)	(107)
经营活动产生的现金流量	(972)	(239)	295	1,042
资本支出	64	73	74	75
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	0	0	0	0
其他	240	226	218	212
投资活动产生的现金流量	304	299	292	287
股利支出	0	0	0	0
债务筹集（偿还）	0	0	0	0
发行（回购）股份	0	0	0	0
其他	1,892	1,318	916	635
筹资活动产生的现金流量	1,892	1,318	916	635
现金及现金等价物净增加额	1,224	1,378	1,504	1,963
自由现金流	(908)	(166)	369	1,117

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
激光雷达销售量	544,200	832,400	2,300,000	3,100,000

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	47.2	33.6	41.8	29.2
毛利润	202.8	111.8	57.0	33.8
息税折旧及摊销前利润	45.9	63.3	155.8	281.7
净利润	88.9	65.2	168.5	255.1
调整后净利润	8.9	79.1	377.7	131.9
稀释每股调整收益	75.2	66.9	168.5	255.1
调整后稀释每股调整收益	79.6	80.1	377.7	131.9
盈利率 (%)				
毛利率	17.2	27.3	30.2	31.2
息税折旧摊销前利润率	(30.9)	(8.5)	3.3	9.8
息税前利润率	(35.4)	(11.9)	0.9	7.9
净利率	(29.2)	(7.6)	3.7	10.1
调整后净利率	(24.0)	(3.8)	7.4	13.2
净资产收益率	(15.8)	(3.6)	1.7	4.5
总资产收益率	(11.6)	(3.0)	1.5	4.0
流动资产比率 (x)				
流动比率	4.0	6.1	8.0	9.8
速动比率	3.8	5.6	7.5	9.3
估值比率 (x)				
市盈率	N/A	N/A	69.2	29.8
市净率	4.8	3.4	2.4	1.8
市销率	10.2	7.7	5.4	4.2

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券预测

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。