

2025 年 02 月 10 日

速騰聚創 | 02498.HK

實現盈虧平衡，未來獲利可冀

評級

買入

目標價

HK\$ 48.50

速騰聚創(02498.HK)於 2025 年第四季度錄得強勁的營運表現。應用於 ADAS 激光雷達銷售量達 238,400 台(同比+54.8%)，應用於機器人激光雷達銷售量大幅增至 221,200 台(同比+2,565.1%)。我們相信出貨量的躍升將帶動集團於第四季度實現盈虧平衡。

應用於機器人激光雷達銷售加速增長：應用於機器人激光雷達銷售成長是第四季度強勁表現的主要動力，其中以割草機器人的需求為主要貢獻來源。該業務的增長有望持續，主要受惠於 i) 割草機器人產品升級及新產品線推出、ii) 新客戶導入。除割草機器人外，第七代 Robotaxi 亦成為新的成長動力。公司與滴滴、百度等領先自動駕駛出行平台的合作進一步深化，每輛車搭載激光雷達的數量進一步提升。滴滴新一代 Robotaxi R2 採用單車「6 個 E1 + 4 個 EM4」的激光雷達組合，標誌著面向第七代 Robotaxi 的激光雷達出貨正式啟動。得益於車隊規模在 2026 年進一步擴張，單車搭載量提升與客戶基礎擴大的驅動，預期應用於機器人激光雷達出貨量將進一步上升。

EMX 與 EM4 的需求有望超出預期：集團已於 2025 年末開始交付全新的數字化激光雷達產品 EMX(192 線)及 EM4(>500 線)。預計這兩款產品將在 2026 年成為主要收入來源，並逐步取代舊有型號。速騰聚創(02498.HK)已與中國大多數整車廠建立業務合作關係，我們相信集團將受惠於在「天神之眼」及千里浩瀚 H9 的應用，以及在現有 OEM 客戶供應鏈中的滲透率提升。在技術進步與規模經濟驅動下，即使產品平均售價有所下降，應用於 ADAS 激光雷達的整體毛利率仍有望維持在較高水平。

CES 展示領先技術：集團在 CES 展示一款可用於遠程配送場景的配送機器人，能夠完成包括包裝、運輸、拆盒及包裝回收等近 20 個複雜的作業步驟。該產品是基於集團「手眼協同」解決方案，融合 VTLA-3D、Active Cameras 及多自由度靈巧手等核心技術。在此架構下，AC2 主要負責近距離的視覺感知，而 AC1 則用於遠距離導航及避障。同時，速騰聚創(02498.HK)亦同步展示多款新一代激光雷達產品，包括 E1 Gen2、Safety Airy 以及 Airy Lite，進一步完善其產品矩陣。

實現盈虧平衡，未來獲利可冀：我們相信速騰聚創(02498.HK)於 2025 年第四季度能夠實現盈虧平衡。我們同時上調集團出貨量預測反映需求優於預期，並根據出貨量上升與平均售價下調的綜合影響就財務預測作出調整。同時，由於應用於機器人激光雷達業務的貢獻提升及新一代數字化產品放量，我們亦上調毛利率預測，整體毛利率改善幅度將較此前預期更高。為集團在 2026 財年帶來盈利。因此，我們重申對公司「買入」評級，目標價為每股 48.50 港元。

更新報告

敖曉風, Brian, CFA

高級分析師

brianngo@westbullsec.com.hk

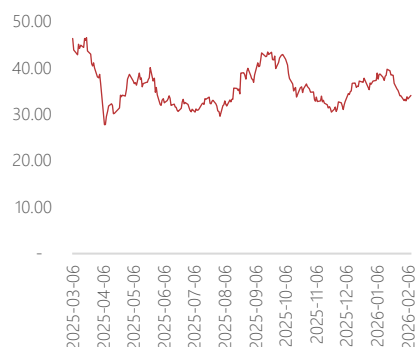
+852 3896 2965

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 48.50)
現價	HK\$ 34.14
52-周波幅	HK\$ 25.40 – 53.50
市值 (港元, 十億)	HK\$ 16.12

人民幣, 百萬	23(A)	24(E)	25(E)	26(E)
收入	1,648.9	2,019.6	4,002.8	5,147.3
毛利	283.6	557.9	1,142.1	1,445.4
毛利率	17.2%	27.6%	28.5%	28.1%
歸母淨利潤	(481.8)	(239.2)	221.6	421.9
股價表現	1 個月	3 個月	半年	一年
絕對值	-12.0%	4.0%	7.0%	-10.4%
相對恒指	-15.0%	1.0%	-1.7%	-38.3%



同業比較

		市值	市盈率	預測 市盈率	市賬率	市銷率	總收入	毛利率	股本 回報率
		(港元, 百萬)	(x)	(x)	(x)	(x)	(港元, 百萬)	(%)	(%)
300552.CH	萬集科技	7,833.4	-	-	3.9	7.0	1,008.1	29.2	(13.7)
AEVA.US	Aeva	6,575.3	-	-	25.3	51.9	70.7	(41.8)	(192.3)
FR.FP	Valeo	29,170.2	24.7	10.8	1.0	0.1	181,413.6	19.0	3.7
INVZ.US	Innoviz	1,648.4	-	-	2.2	4.0	189.4	(4.8)	(71.5)
LAZR.US	Luminar	114.1	-	-	-	-	588.3	(34.1)	-
LIDR.US	AEye	570.6	-	-	0.9	141.5	1.6	(285.1)	(75.5)
OUST.US	Outster	9,878.8	-	-	5.1	8.3	866.9	36.4	(42.0)
02525.HK	禾賽科技	31,890.0	58.6	63.7	2.6	8.7	2,251.2	42.6	6.8
02665.HK	圖達通	14,170.1	-	-	-	-	159.6	(8.7)	-
	平均值	11,316.8	41.7	37.2	5.9	31.6	20,727.7	(27.5)	(54.9)
02498.HK	速騰聚創	16,205.9	-	-	7.7	6.4	1,787.0	17.2	(10.5)

資料來源: 彭博、西牛證券

風險因素

- 未能維持產品優勢
- 來自於同業及其他解決方案的激烈競爭
- 來自於 robotaxi 的需求低於預期
- 海外需求低於預期

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	2,019.6	4,002.8	5,147.3	固定資產	271.6	306.4	385.3	450.0
按年增長	47.2%	22.5%	98.2%	28.6%	其他非流動資產	223.6	197.9	186.3	175.4
直接成本	(1,365.3)	(1,461.7)	(2,860.7)	(3,701.9)	非流動資產	495.1	504.3	571.6	625.5
毛利	283.6	557.9	1,142.1	1,445.4					
其他收入	33.7	41.7	44.5	47.5	庫存	202.9	292.1	577.9	704.4
經營開支	(901.4)	(925.7)	(1,042.9)	(1,138.9)	應收款項	462.2	653.9	837.5	936.8
經營溢利	(584.2)	(326.1)	143.7	353.9	現金及現金等物	2,836.0	2,969.3	3,083.2	3,656.6
淨財務成本	99.7	92.7	94.1	94.7	其他流動資產	143.0	557.2	666.2	739.8
聯營及合營公司	10.5	-	-	-	流動資產	3,644.0	4,472.6	5,164.8	6,037.6
公允價值變動	(2.8)	-	-	-					
稅前利潤	(476.8)	(233.4)	237.8	448.6	總資產	4,139.1	4,976.8	5,736.3	6,663.1
稅項	(5.0)	(2.0)	(11.9)	(22.4)					
淨利潤	(481.8)	(235.4)	225.9	426.2	長期借貸	28.2	47.1	67.6	100.8
按年增長	N.A.	N.A.	N.A.	88.7%	其他非流動負債	126.6	133.5	212.7	258.6
					非流動負債	154.8	180.6	280.2	359.5
					應付款項	475.8	411.6	570.0	673.4
					短期借貸	121.2	202.4	290.5	433.3
					其他流動負債	314.2	309.1	402.0	477.9
					流動負債	911.2	923.1	1,262.5	1,584.6
					總負債	1,066.0	1,103.7	1,542.7	1,944.0
					非控股股東權益	15.9	19.7	24.0	28.3
					控股股東權益	3,057.3	3,853.5	4,169.6	4,690.8
					總權益	3,073.2	3,873.1	4,193.6	4,719.0

現金流量表

(人民幣, 百萬)	2024 (A)	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)	財務比率	2024 (A)	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)
稅前溢利	(476.8)	(233.4)	237.8	448.6	毛利率	17.2%	27.6%	28.5%	28.1%
淨財務成本	(100.0)	(92.7)	(94.1)	(94.7)	經營溢利率	-35.4%	-16.1%	3.6%	6.9%
折舊及攤銷	125.2	119.4	112.0	124.6	淨利潤率	-29.2%	-11.7%	5.6%	8.3%
其他	189.6	179.4	174.7	169.0	股本回報比率	16.1%	-6.8%	5.6%	9.6%
營運資金變動	196.9	(410.5)	(231.6)	(65.4)	資產回報比率	-13.0%	-5.2%	4.2%	6.9%
經營現金流	(65.1)	(437.9)	198.8	582.2	流動比率	399.9%	484.5%	409.1%	381.0%
					速動比率	377.7%	425.0%	342.5%	319.7%
淨資本開支	(107.1)	(118.5)	(168.5)	(163.5)	現金比率	311.2%	321.7%	244.2%	230.8%
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)	(333.3)	(168.5)	(163.5)	淨債務權益比率	-87.4%	-70.2%	-65.0%	-66.2%
					庫存周轉天數	53.7	61.8	55.5	63.2
股份發行	1,215.0	945.4	-	-	應收款項周轉天數	126.2	100.9	68.0	62.9
淨借貸	149.4	100.2	108.6	176.0	應付款項周轉天數	129.1	110.8	62.6	61.3
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	904.5	83.5	154.8					
股本自由現金流	(22.8)	(456.2)	138.9	594.6					
公司自由現金流	(167.5)	(548.4)	41.8	433.8					

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。