

## 速腾聚创 (2498 HK, 买入, 目标价: HK\$42.80)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$42.80 当前股价: HK\$31.64

股价上行/下行空间 +35%

52 周最高/最低价 (HK\$) 46.50/29.26

市值 (US\$mn) 1,956

当前发行数量(百万股) 484

三个月平均日交易额 (US\$mn) 25

流通盘占比 (%) 100

主要股东 (%)

Black Pearl Global 10

Emerald Forest International 6

Chunxin Qiu, Xiaorui Zhu & Letian Liu 4

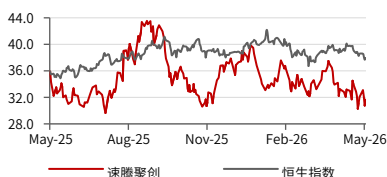
按 2026 年 5 月 29 日收市数据

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\$)      | 42.80 | 42.00 | 2%  |
| 2026E EPS (RMB) | 0.51  | 0.51  | 0%  |
| 2027E EPS (RMB) | 1.19  | 1.18  | 1%  |
| 2028E EPS (RMB) | 1.75  | 1.73  | 1%  |

### 股价表现



资料来源: FactSet

### 华兴对比市场预测 (差幅%)

|            | 2026E        | 2027E       |
|------------|--------------|-------------|
| 营收 (RMBmn) | 3,399 (-5%)  | 4,685 (-2%) |
| EPS (RMB)  | 0.22 (+131%) | 0.78 (+53%) |

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。

### 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

## 1Q26 机器人雷达销量增长迅速

- 1Q26 机器人激光雷达销量 185,500 台, 高于 ADAS 激光雷达。
- ADAS+机器人雷达产品形成双轮驱动。
- 重申“买入”评级, 目标价小幅上调至 42.80 港元。

**机器人激光雷达销量超 ADAS 激光雷达:** 根据速腾聚创 1Q26 财报, 公司激光雷达总销量为 330,300 台 (同比+204.1%), 其中 ADAS 激光雷达销量 144,800 台 (同比+49.74%), 机器人及其他激光雷达销量 185,500 台 (同比+1,458.8%); 对应激光雷达总收入为 4.41 亿元 (同比+45.9%/环比-37.7%), 我们测算单台激光雷达均价约为 1,340 元 (同比-52.0%/环比-13.3%)。综合毛利率为 21.7% (同比-1.8ppts/环比-6.8ppts), 同环比下降的主要原因是: 1) 部分 ADAS 激光雷达采用外购 SPAD 芯片, 推高组件成本; 2) 公司升级数字激光雷达生产线导致成本上升; 和 3) 全球通胀导致原材料成本上扬。1Q26 研发、销售和管理费用分别为 1.63 亿元/0.36 亿元/0.42 亿元, 分别同比+12.3%/+27.9%/+3.7%, 总经营费用率为 52.5%, 环比显著扩大。由此, 经营亏损达到 0.77 亿元, 同比收窄 37%, 但环比由盈转亏。综合而言, 1Q26 净亏损 0.63 亿元 (同比+36%)。

**双轮驱动带动销量增长:** 速腾聚创依靠 ADAS 和机器人激光雷达产品的双轮驱动实现销量订单快速增长。ADAS 激光雷达方面: 根据财报, 公司在手订单达 900 万台, 锁定未来 2-3 年产能, 并与 36 家 OEM 合作, 获得 177 款车型定点。截止 2026 年 4 月 15 日, E 平台产品 (E1 和 E1R) 累计交付达 300,000 台, 获得市场广泛认可。机器人激光雷达方面: 公司稳居机器人激光雷达市占率全球第一, 覆盖全球 Top10 割草机器人厂商中的 9 家, 且预计 2026 年销量增速将达到 2~3 倍。随着新一代自研芯片“凤凰”和“孔雀”的量产上车, 速腾聚创将持续夯实其核心技术护城河, 奠定未来长期增长的基础。

**重申“买入”评级, 目标价小幅上调至 42.80 港元:** 我们小幅调整了公司 2026~2028 年的财务预测, 预计同期净利润 (调整前) 为 1.24 亿元/4.29 亿元/6.90 亿元, 并维持 6 倍 2026 年 P/S 不变, 得到最新目标价 42.80 港元。重申“买入”评级。

**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) | 2024A  | 2025A  | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (RMBmn)  | 1,649  | 1,941  | 3,230 | 4,599 | 5,778 |
| 息税前利润 (RMBmn) | (584)  | (429)  | 51    | 384   | 644   |
| 归母净利润 (RMBmn) | (396)  | (54)   | 235   | 549   | 810   |
| 每股收益 (RMB)    | (0.91) | (0.12) | 0.51  | 1.19  | 1.75  |
| 市盈率 (x)       | N/A    | N/A    | 66.6  | 28.5  | 19.3  |

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

## 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)               | 2025A         | 2026E        | 2027E        | 2028E        |
|-----------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 雷达产品                  | 1,816         | 3,090        | 4,440        | 5,600        |
| 解决方案                  | 78            | 78           | 82           | 86           |
| 服务及其他                 | 48            | 62           | 77           | 93           |
| <b>营业收入</b>           | <b>1,941</b>  | <b>3,230</b> | <b>4,599</b> | <b>5,778</b> |
| 营业成本                  | (1,427)       | (2,301)      | (3,191)      | (3,979)      |
| <b>毛利润</b>            | <b>514</b>    | <b>928</b>   | <b>1,408</b> | <b>1,799</b> |
| 管理及销售费用               | (296)         | (328)        | (384)        | (427)        |
| 其中：研发支出               | (647)         | (705)        | (789)        | (868)        |
| 其中：市场营销支出             | (128)         | (151)        | (181)        | (199)        |
| 其中：管理支出               | (168)         | (176)        | (203)        | (227)        |
| <b>息税前利润</b>          | <b>(429)</b>  | <b>51</b>    | <b>384</b>   | <b>644</b>   |
| <b>息税折旧及摊销前利润</b>     | <b>(353)</b>  | <b>127</b>   | <b>462</b>   | <b>722</b>   |
| 利息收入                  | 30            | 30           | 30           | 30           |
| 利息支出                  | (3)           | (3)          | (3)          | (3)          |
| <b>税前利润</b>           | <b>(370)</b>  | <b>165</b>   | <b>468</b>   | <b>728</b>   |
| 所得税                   | (19)          | (40)         | (39)         | (38)         |
| <b>净利润</b>            | <b>(146)</b>  | <b>120</b>   | <b>424</b>   | <b>684</b>   |
| <b>调整后净利润</b>         | <b>(54)</b>   | <b>235</b>   | <b>549</b>   | <b>810</b>   |
| <b>基本每股收益 (RMB)</b>   | <b>(0.32)</b> | <b>0.26</b>  | <b>0.92</b>  | <b>1.48</b>  |
| <b>稀释每股调整收益 (RMB)</b> | <b>(0.12)</b> | <b>0.51</b>  | <b>1.19</b>  | <b>1.75</b>  |

**资产负债表**

| (RMBmn)            | 2025A        | 2026E        | 2027E        | 2028E         |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>流动资产</b>        | <b>4,638</b> | <b>6,328</b> | <b>8,067</b> | <b>10,628</b> |
| 货币资金               | 2,098        | 3,147        | 4,720        | 7,080         |
| 应收账款               | 800          | 1,312        | 1,377        | 1,446         |
| 存货                 | 395          | 477          | 524          | 577           |
| 其他流动资产             | 1,345        | 1,393        | 1,445        | 1,524         |
| <b>非流动资产</b>       | <b>628</b>   | <b>794</b>   | <b>812</b>   | <b>823</b>    |
| 固定资产               | 293          | 312          | 312          | 312           |
| 无形资产               | 37           | 41           | 45           | 49            |
| 商誉                 | 29           | 28           | 28           | 28            |
| 其他                 | 191          | 331          | 341          | 342           |
| <b>资产</b>          | <b>5,266</b> | <b>7,122</b> | <b>8,880</b> | <b>11,451</b> |
| <b>流动负债</b>        | <b>1,207</b> | <b>1,323</b> | <b>1,420</b> | <b>1,550</b>  |
| 短期借款               | 290          | 300          | 310          | 350           |
| 预收账款               | 338          | 342          | 359          | 377           |
| 应付账款               | 546          | 600          | 660          | 726           |
| 长期借款               | 0            | 0            | 0            | 0             |
| 非流动负债              | 253          | 87           | 95           | 100           |
| <b>负债</b>          | <b>1,460</b> | <b>1,410</b> | <b>1,514</b> | <b>1,650</b>  |
| 股份                 | 0            | 0            | 0            | 1             |
| 资本公积               | 0            | 0            | 0            | 0             |
| 未分配利润              | (9,670)      | (8,703)      | (7,833)      | (7,050)       |
| <b>归属于母公司所有者权益</b> | <b>3,789</b> | <b>5,656</b> | <b>7,309</b> | <b>9,743</b>  |
| 少数股东权益             | 17           | 56           | 57           | 58            |
| <b>负债及所有者权益</b>    | <b>5,266</b> | <b>7,122</b> | <b>8,880</b> | <b>11,451</b> |

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

**现金流量表**

| (RMBmn)             | 2025A        | 2026E        | 2027E        | 2028E        |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>净利润</b>          | <b>(146)</b> | <b>120</b>   | <b>424</b>   | <b>684</b>   |
| 折旧摊销                | 75           | 76           | 77           | 78           |
| 利息（收入）/支出           | 87           | 128          | 98           | 99           |
| 其他非现金科目             | 540          | 540          | 540          | 543          |
| 其他                  | (216)        | 33           | 33           | 34           |
| 营运资本变动              | (601)        | (739)        | (104)        | (138)        |
| <b>经营活动产生的现金流量</b>  | <b>(299)</b> | <b>117</b>   | <b>1,029</b> | <b>1,260</b> |
| 资本支出                | 66           | 71           | 71           | 72           |
| 收购及投资               | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 处置固定资产及投资           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他                  | 233          | 222          | 216          | 209          |
| <b>投资活动产生的现金流量</b>  | <b>299</b>   | <b>292</b>   | <b>287</b>   | <b>282</b>   |
| 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                  | 1,318        | 916          | 635          | 438          |
| <b>筹资活动产生的现金流量</b>  | <b>1,318</b> | <b>916</b>   | <b>635</b>   | <b>438</b>   |
| <b>现金及现金等价物净增加额</b> | <b>1,318</b> | <b>1,326</b> | <b>1,951</b> | <b>1,980</b> |
| <b>自由现金流</b>        | <b>(233)</b> | <b>188</b>   | <b>1,100</b> | <b>1,332</b> |

**关键假设**

|         | 2025A   | 2026E     | 2027E     | 2028E     |
|---------|---------|-----------|-----------|-----------|
| 激光雷达销售量 | 912,000 | 2,300,000 | 3,300,000 | 4,500,000 |

**财务比率**

|                   | 2025A  | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------------|--------|-------|-------|-------|
| <b>YoY (%)</b>    |        |       |       |       |
| 营业收入              | 17.7   | 66.4  | 42.4  | 25.6  |
| 毛利润               | 81.3   | 80.6  | 51.7  | 27.8  |
| 息税折旧及摊销前利润        | 30.6   | 135.9 | 263.4 | 56.5  |
| 净利润               | 69.7   | 181.9 | 254.8 | 61.2  |
| 调整后净利润            | 86.5   | 538.2 | 134.1 | 47.5  |
| 稀释每股调整收益          | 71.5   | 181.9 | 254.8 | 61.2  |
| 调整后稀释每股调整收益       | 87.3   | 538.2 | 134.1 | 47.5  |
| <b>盈利率 (%)</b>    |        |       |       |       |
| 毛利率               | 26.5   | 28.7  | 30.6  | 31.1  |
| 息税折旧摊销前利润率        | (18.2) | 3.9   | 10.0  | 12.5  |
| 息税前利润率            | (22.1) | 1.6   | 8.4   | 11.1  |
| 净利率               | (7.5)  | 3.7   | 9.2   | 11.8  |
| 调整后净利率            | (2.8)  | 7.3   | 11.9  | 14.0  |
| 净资产收益率            | (3.9)  | 2.1   | 5.8   | 7.0   |
| 总资产收益率            | (2.8)  | 1.7   | 4.8   | 6.0   |
| <b>流动资产比率 (x)</b> |        |       |       |       |
| 流动比率              | 3.8    | 4.8   | 5.7   | 6.9   |
| 速动比率              | 3.5    | 4.4   | 5.3   | 6.5   |
| <b>估值比率 (x)</b>   |        |       |       |       |
| 市盈率               | N/A    | 66.6  | 28.5  | 19.3  |
| 市净率               | 4.7    | 2.7   | 2.1   | 1.6   |
| 市销率               | 8.5    | 5.1   | 3.6   | 2.8   |

## 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。

本报告所载的意见、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%。