

Q4 出货量强劲，年度利润指引新高

华泰研究

2025 年 3 月 15 日 | 美国

年报点评

其他电子

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

26.64

研究员 谢春生
SAC No. S0570519080006 xiechunsheng@htsc.com
SFC No. BQZ938 +(86) 21 2987 2036

研究员 黄乐平, PhD
SAC No. S0570521050001 huangleping@htsc.com
SFC No. AUZ066 +(852) 3658 6000

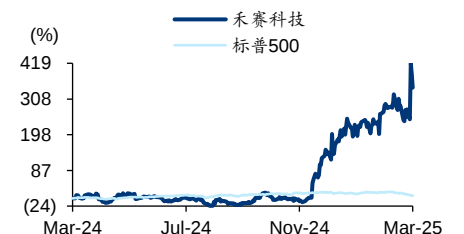
研究员 张宇
SAC No. S0570523090002 zhangyu@htsc.com
SFC No. BSF274 +(86) 10 6321 1166

研究员 汤仕嵩
SAC No. S0570524090007 tangshihe@htsc.com
SFC No. BUQ838 +(86) 10 6321 1166

基本数据

目标价(美元)	26.64
收盘价(美元 截至 3 月 13 日)	20.56
市值(美元百万)	2,621
6 个月平均日成交额(美元百万)	39.10
52 周价格范围(美元)	3.52-24.18
BVPS(美元)	4.13

股价走势图



资料来源: S&P

禾赛科技 4Q24 营业收入 7.2 亿元, 同比/环比+28.3%/+33.3%; 实现单季度净利润 1.5 亿元, 符合我们此前预期。4Q24 激光雷达出货量达 22.2 万颗, 其中 ADAS 交付量 19.3 万颗, 机器人交付 2.9 万颗, 达到历史单季度最好出货量和营收水平。公司指引 1Q25 实现营业收入 5.2-5.4 亿元; 25 全年激光雷达交付量翻 2-3 倍, 实现营业收入 30-35 亿元人民币, NON-GAAP 净利润 3.5-5 亿元, GAAP 净利润 2-3.5 亿元。我们看好: (1) 智驾和机器人需求共振带来激光雷达市场的规模增长; (2) 公司扎实的半导体设计工艺能力带来稳定的毛利率水平(40%左右)。维持“买入”评级。

ADAS: 25 年指引 100-130 万颗交付, 总量翻倍以上提升

禾赛 4Q24 的 ADAS 激光雷达总出货量为 19.3 万颗(去年同期:8.04 万颗), 销量同/环比高增。从公司 Q4 的业绩中我们看到: (1) 公司储备订单丰富, 截至 Q4 已取得 22 家主机厂超过 120 款车型的定点, 相较 3Q24 共计 75 款车型大幅增长, 从而支撑 25 年 100-130 万颗 ADAS 激光雷达的目标交付量(24 年相关销量 45.6 万)。(2) 新获得欧洲主机厂独家多年合作, 涵盖燃油车和电车, 证明国内激光雷达厂商出海能力。此外, 我们认为随着燃油车搭载激光雷达趋势开始体现, 激光雷达潜在市场空间有望上修。

机器人: 机器人领域多点铺开, 市场潜力不可忽视

禾赛 4Q24 的机器人激光雷达总销量为 2.9 万颗。公司在 2025 年 CES 展上新发布的 JT 系列机器人激光雷达获得 MOVA 割草机器人 6 位数级别订单, 公司指引 25 年机器人领域激光雷达出货量达到 20 万颗。我们认为受益于机器人激光雷达产品迭代和价格下降, 在 Robotaxi、工业自动化、人形机器人、机器狗、消费机器人等场景的应用正在逐步拓宽, 后续机器人领域市场增长潜力值得期待。

估值: 目标价 26.64 美元, 维持“买入”

我们看好智驾和机器人领域需求驱动, 预计 25/26/27 年禾赛出货量达到 141/217/295 万颗(较 25/26 年前值 97/182 万上调 45/19%)。此外, 考虑到 ATX、JT、OT 等更低价格系列的占比提升, 我们小幅上调 25/26/27 年收入预测 6%至 34.2/50.0/67.8 亿元(25/26 年前值: 32.2/47.0 亿元)。同时基于公司更强的费用管控力以及充沛的在手现金带来的财务收入增加, 我们上调盈利预测至 3.1/7.3/11.5 亿元(较 25/26 年前值 2.3/5.9 亿元上调 34/23%)。我们看好乘用车激光雷达竞争格局稳定, 激光雷达潜在市场空间正在不断拓宽, 基于公司更好的成长潜力, 基于可比公司估值均值 2025 年 7.2X PS(前值 2.5XPS, 由于公司相较于其他初创公司具有较好的成长性和盈利能力, 且激光行业需求正在不断拓展, 我们取消折价), 给予目标价 26.64 美元(前值 8.8 美元)。

风险提示: 行业竞争加剧, 自动驾驶技术路径改变, 客户拓展速度低于预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(人民币百万)	1,877	2,077	3,422	4,997	6,781
+/-%	56.07	10.66	64.75	46.04	35.70
归属母公司净利润(人民币百万)	(475.97)	(102.38)	308.75	724.99	1,146
+/-%	58.25	(78.49)	(401.58)	134.82	58.09
EPS(人民币, 最新摊薄)	(3.79)	(0.82)	2.46	5.78	9.13
ROE(%)	(14.20)	(2.63)	7.56	15.75	20.69
PE(倍)	(38.86)	(180.65)	59.90	25.51	16.14
PB(倍)	4.79	4.70	4.36	3.72	3.03
EV EBITDA(倍)	(52.27)	(246.03)	90.46	32.01	19.52

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测

我们预计 25/26/27E 营收为 34.2/50.0/67.8 亿元，其中 25/26E 预测小幅上调 6.4%，主要系看好激光雷达更好的交货量和交付节奏，但同时考虑到 ATX、JT、OT 等更低价格系列的占比提升。具体来看：（1）我们上调 25/26/27E ADAS 激光雷达销量至 121.1/184.4/250.7 万台（25/26E 前值：92.2/175.0 万台），看好今年理想、小米、零跑、比亚迪、长城、长安等推在大众车型上更为广泛的搭载率。（2）我们上调对 25/26/27E 机器人业务激光雷达出货量的预期至 19.4/32.0/44.7 万台（25/26E 前值 4.6/6.7 万台），主要考虑到看到割草机、机器狗、机器人多点领域的需求正在快速提升。（3）同时考虑到 ATX、JT、OT 等更低价格系列的占比提升带来综合 ASP 的下降，我们对整体收入增长幅度上调程度不及出货量上调程度。

此外值得注意的是，随着高性能激光雷达（500 美元以上产品）在国内对标 L3 的车型和海外车型后续开始逐步交付，以及 200 美元的 ATX 系列价格不会进一步大幅下降的背景下，我们认为综合 ASP26 年后有望企稳。

考虑到禾赛芯片化能力和规模化反映出来的健康的盈利能力，我们基本维持对于毛利率的预测（在 40% 左右），我们预测其 25/26/27E 的综合毛利率为 40.2/39.6/39.3%。同时基于公司更强的费用管控力以及充沛的在手现金带来的财务收入增加，我们预计公司 25/26/27E 净利润为 3.1/7.3/11.5 亿元（25/26 年前值 2.3/5.9 亿元）。

我们看好乘用车激光雷达竞争格局稳定，公司凭借高性能产品获取定点的机会，以及技术能力带来较好盈利能力。基于 2025 年 7.2X PS，上调目标价至 26.64 美元（前值 8.8 美元）。

图表1：禾赛科技：激光雷达出货量

(万台)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2025	2026
	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	E (NEW)	E (NEW)	E (NEW)	E(OLD)	E(OLD)	DIFF	DIFF
激光雷达出货量	3.5	5.2	4.7	8.8	5.9	8.7	13.4	22.2	1.4	8.0	22.2	50.2	140.5	216.5	295.4	96.8	181.7	45.2%	19.1%
ADAS激光雷达	2.8	4.6	4.1	8.0	5.2	8.1	13.0	19.3	0.0	6.2	19.5	45.6	121.1	184.4	250.7	92.2	175.0		
机器人激光雷达	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6	0.4	2.9	1.4	1.9	2.7	4.5	19.4	32.0	44.7	4.6	6.7		

注：公司将机器人和自动驾驶激光雷达统一归类为机器人激光雷达

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表2：禾赛科技：利润表

(人民币百万)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2025	2026
	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	E (NEW)	E (NEW)	E (NEW)	E(OLD)	E(OLD)	DIFF	DIFF
营业收入	430	440	446	561	359	459	539	720	721	1,203	1,877	2,077	3,422	4,997	6,781	3,216	4,696	6.4%	6.4%
同比增长	73%	108%	33%	37%	-16%	4%	21%	28%	73%	67%	56%	11%	65%	46%	36%	55%	46%		
销售成本	267	309	309	330	220	252	282	439	339	731	1,216	1,193	2,045	3,018	4,114	1,886	2,795		
毛利	163	131	136	231	139	207	258	281	382	472	661	884	1,377	1,980	2,668	1,330	1,901	3.6%	4.2%
销售及分销成本	-35	-27	-37	-50	-42	-56	-46	-49	-69	-105	-149	-193	-171	-190	-237	-161	-178		
管理费用	-50	-57	-80	-133	-69	-66	-77	-105	-237	-201	-320	-317	-325	-360	-427	-305	-338		
研发及其他费用	-206	-161	-186	-211	-194	-181	-212	-242	-341	-544	-764	-829	-736	-825	-983	-740	-845		
营业利润	-128	-114	-167	-163	-138	-96	-107	107	-265	-378	-572	-128	145	605	1,020	124	539		
净利润	-119	-74	-142	-141	-107	-72	-70	147	-245	-391	-476	-103	309	725	1,146	231	580	33.7%	23.0%
同比增长	-374%	-7%	-100%	-4%	10%	3%	50%	204%	-128%	-23%	-58%	78%	400%	135%	58%	324%	155%		
比率分析																			
毛利率	37.8%	29.8%	30.6%	41.2%	38.8%	45.1%	47.7%	39.0%	53.0%	39.2%	35.2%	42.6%	40.2%	39.6%	39.3%	41.4%	40.5%		
营业利润率	-29.8%	-25.8%	-37.5%	-29.0%	-38.6%	-20.9%	-14.3%	14.8%	-36.8%	-31.4%	-30.5%	-6.2%	4.2%	12.1%	15.0%	3.9%	11.5%		
净利率	-27.7%	-16.9%	-31.8%	-25.1%	-29.8%	-15.7%	-13.0%	20.4%	-34.0%	-25.0%	-25.4%	-5.0%	9.0%	14.5%	16.9%	7.2%	12.6%		
(万台)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2025	2026
	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	E (NEW)	E (NEW)	E (NEW)	E(OLD)	E(OLD)	DIFF	DIFF
激光雷达出货量	3.5	5.2	4.7	8.8	5.9	8.7	13.4	22.2	1.4	8.0	22.2	50.2	140.5	216.5	295.4	96.8	181.7	45.2%	19.1%
ADAS激光雷达	2.8	4.6	4.1	8.0	5.2	8.1	13.0	19.3	0.0	6.2	19.5	45.6	121.1	184.4	250.7	92.2	175.0		
机器人激光雷达	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6	0.4	2.9	1.4	1.9	2.7	4.5	19.4	32.0	44.7	4.6	6.7		

资料来源：公司公告，华泰研究预测

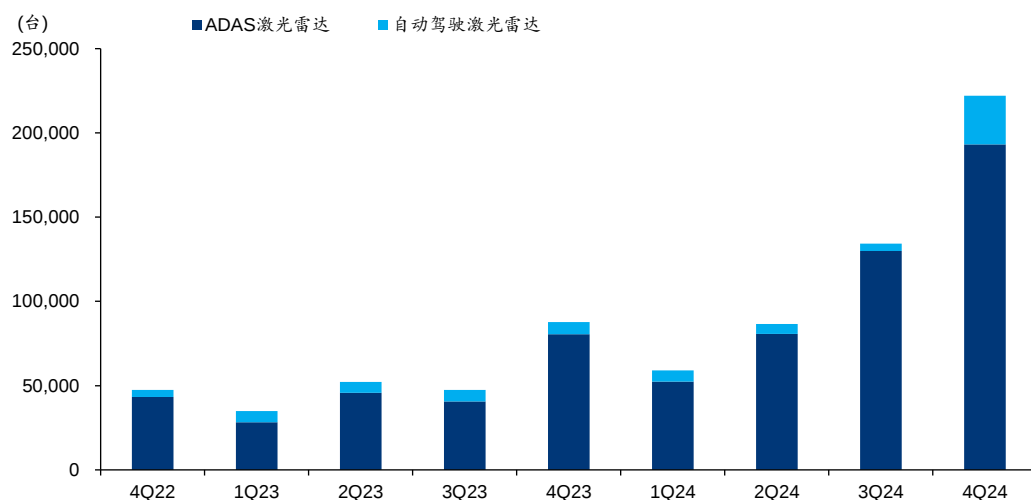
图表3：禾赛科技：可比公司估值表

代码	公司名称	市值	收盘价	交易货币	财报货币	营收增速	归母净利润增速	P/E		P/S		净利率	股价涨跌幅
								2025E	2026E	2025E	2026E		YTD
		(百万美元)	(交易货币)										
2382 HK	舜宇光学科技	12,171	86.4	HKD	CNY	12.6%	-25.8%	31.3	26.5	2.3	2.1	13%	25.5%
MBLY US	Mobileye	11,746	14.5	USD	USD	6.3%	90.5%	N.A.	N.A.	6.7	5.7	-6%	-27.4%
2498 HK	速腾聚创	2,796	45.0	HKD	CNY	59.8%	64.9%	N.A.	313.4	8.7	6.1	-16%	46.6%
2533 HK	黑芝麻智能	2,069	25.6	HKD	CNY	102.4%	594.7%	N.A.	N.A.	17.2	11.3	-1%	-11.3%
LAZR US	Luminar	156	4.7	USD	USD	65.7%	-14.7%	N.A.	N.A.	1.3	0.8	-1%	-13.0%
Average										7.2	5.2		

注：禾赛数据源自华泰预测，可比公司采用彭博一致预期；数据截至 2025 年 3 月 14 日美股收盘；采用美元兑人民币汇率 7.25

资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究预测

图表4：禾赛科技：激光雷达出货量



资料来源：公司公告，华泰研究

风险提示

- 1) 激光雷达行业竞争加剧。**竞争加剧可能导致激光雷达厂商采取更为激进的定价策略，从而影响公司的盈利能力。
- 2) 自动驾驶技术路径变更。**若自动驾驶技术路径发生较大变更，或导致整车厂对于传感器方案选择变化，对激光雷达行业需求端造成较大影响，可能影响公司的收入增速。
- 3) 公司拓客不及我们预期。**若公司客户拓展或大客户销量慢于我们预期，其收入增长可能会受到影响。

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,877	2,077	3,422	4,997	6,781
销售成本	(1,216)	(1,193)	(2,045)	(3,018)	(4,114)
毛利润	661.38	884.58	1,377	1,980	2,668
销售及分销成本	(148.80)	(193.03)	(171.11)	(189.90)	(237.35)
管理费用	(320.14)	(316.91)	(325.10)	(359.82)	(427.23)
其他收入/支出	(764.03)	(579.55)	(735.75)	(824.59)	(983.31)
财务成本净额	96.29	106.15	179.70	200.09	253.78
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	(475.27)	(101.23)	325.00	805.55	1,274
税费开支	(0.66)	(1.13)	(16.25)	(80.55)	(127.35)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	(475.97)	(102.38)	308.75	724.99	1,146
折旧和摊销	(76.91)	(106.13)	(130.15)	(156.44)	(179.72)
EBITDA	(494.65)	(101.26)	275.45	761.90	1,199
EPS (人民币, 基本)	(3.79)	(0.82)	2.46	5.78	9.13

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	495.88	482.14	568.01	670.61	799.91
应收账款和票据	757.60	985.86	1,031	1,164	1,301
现金及现金等价物	1,558	2,843	2,893	3,447	4,449
其他流动资产	1,586	372.10	372.10	372.10	372.10
总流动资产	4,398	4,683	4,864	5,654	6,922
固定资产	871.61	944.22	1,171	1,233	1,347
无形资产	78.73	76.55	95.63	102.05	113.99
其他长期资产	314.59	286.18	314.75	343.31	377.59
总长期资产	1,265	1,307	1,582	1,679	1,839
总资产	5,663	5,990	6,446	7,333	8,761
应付账款	609.49	680.26	773.12	909.45	1,161
短期借款	111.68	345.25	349.30	351.84	355.23
其他负债	613.93	603.42	613.93	613.93	613.93
总流动负债	1,335	1,629	1,736	1,875	2,130
长期债务	405.31	367.81	408.06	430.73	457.70
其他长期债务	59.81	61.13	61.13	61.13	61.13
总长期负债	465.12	428.94	469.19	491.86	518.83
股本	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
储备/其他项目	(3,562)	(3,645)	(3,337)	(2,612)	(1,466)
股东权益	3,862	3,932	4,240	4,965	6,112
少数股东权益	7,424	7,577	7,577	7,577	7,577
总权益	11,286	11,509	11,818	12,543	13,689

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	(38.86)	(180.65)	59.90	25.51	16.14
PB	4.79	4.70	4.36	3.72	3.03
EV EBITDA	(52.27)	(246.03)	90.46	32.01	19.52
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(5.46)	(2.05)	(0.93)	1.86	3.95

资料来源：公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	(494.65)	(101.26)	275.45	761.90	1,199
融资成本	(96.29)	(106.15)	(179.70)	(200.09)	(253.78)
营运资本变动	78.41	(143.74)	(38.48)	(98.74)	(14.62)
税费	(0.66)	(1.13)	(16.25)	(80.55)	(127.35)
其他	570.49	1,294	179.70	200.09	253.78
经营活动现金流	57.30	942.11	220.72	582.60	1,057
CAPEX	(609.22)	(138.95)	(405.00)	(253.45)	(339.44)
其他投资活动	(451.17)	(7.88)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(1,060)	(146.83)	(405.00)	(253.45)	(339.44)
债务增加量	488.38	196.07	44.30	25.21	30.37
权益增加量	(5,987)	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	7,185	277.94	190.20	200.09	253.78
融资活动现金流	1,590	474.01	234.50	225.29	284.15
现金变动	587.27	1,269	50.22	554.44	1,002
年初现金	913.28	1,558	2,843	2,893	3,447
汇率波动影响	57.58	15.15	0.00	0.00	0.00
年末现金	1,558	2,843	2,893	3,447	4,449

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	56.07	10.66	64.75	46.04	35.70
毛利润	40.13	33.75	55.70	43.75	34.74
营业利润	51.13	(64.15)	(170.91)	316.70	68.42
净利润	58.25	(78.49)	(401.58)	134.82	58.09
EPS	45.65	(78.49)	(401.58)	134.82	58.09
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	35.24	42.59	40.25	39.62	39.34
EBITDA	(26.35)	(4.87)	8.05	15.25	17.69
净利润率	(25.36)	(4.93)	9.02	14.51	16.90
ROE	(14.20)	(2.63)	7.56	15.75	20.69
ROA	(10.02)	(1.76)	4.97	10.52	14.24
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(26.96)	(54.16)	(50.36)	(53.66)	(59.50)
流动比率	3.29	2.87	2.80	3.01	3.25
速动比率	2.92	2.58	2.47	2.66	2.87

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.40	0.36	0.55	0.73	0.84
应收账款周转天数	131.78	151.08	106.10	79.06	65.41
应付账款周转天数	170.35	194.67	127.94	100.36	90.59
存货周转天数	169.21	147.62	92.44	73.88	64.34
现金转换周期	130.63	104.03	70.61	52.58	39.17

每股指标 (人民币)

EPS	(3.79)	(0.82)	2.46	5.78	9.13
每股净资产	30.77	31.32	33.78	39.55	48.68

免责声明

分析师声明

本人，谢春生、黄乐平、张宇、汤仕嵩，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 禾赛科技（HSAI US）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师谢春生、黄乐平、张宇、汤仕嵩本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 禾赛科技（HSAI US）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司