

汽车	收盘价 美元 23.32	目标价 美元 27.52	潜在涨幅 +18.0%
----	-----------------	-----------------	----------------

2025年8月15日

禾赛集团 (HSAI US)

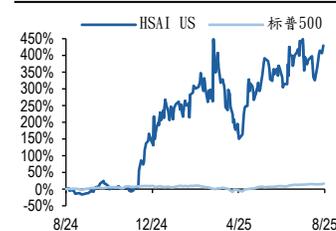
2 季度出货量延续高增态势，预期全年盈利；维持买入

- 出货量延续高速增长态势，预计全年出货量 140 万台。2Q25 禾赛科技收入 7.06 亿元（人民币，下同），同/环比+54%/34%，期内激光雷达 ASP 仍呈下滑趋势，但激光雷达交付量大幅增长。出货量：2 季度禾赛激光雷达总交付量达 35.2 万台，同/环比+307%/80%，其中 ADAS 产品交付量 30.3 万台，同/环比+276%/108%；机器人产品交付量 4.9 万台，同/环比+744%/-2%。1H25 合计出货量达 55 万台，随着智驾平权加速落地，我们维持对其 2025 年 140 万台的出货量预测，其中 ADAS 产品/机器人产品分别为 120 万台/20 万台（详见首次覆盖报告）。ASP：随着 ATX 和 JT 系列产品出货占比提升，ASP 呈下降趋势，2Q25 禾赛激光雷达 ASP 约 2000 元，环比-24%。
- 毛利率领先行业，并再次实现季度盈利。随着 ATX 和 JT 系列产品大规模出货，规模效应进一步显现。2Q25 禾赛毛利率 42.5%，环比提升 0.8ppts，维持行业领先。期间费用率方面，销售/管理/研发费用分别同比-24.1%/-3.7%/+0.3%至 4231 万/6372 万/2.0 亿元，对应收入占比 6.0%/9.0%/28.2%。2 季度公司净利润 4409 万元，继 4Q24 之后再次实现季度盈利；non-GAAP 净利润 7328 万元，连续第三个季度实现 non-GAAP 盈利。我们预计规模效应和技术导向的降本策略有望令公司 2025 年毛利率维持在 42%，并于年内实现净利润约 2.5 亿元，对应净利润率 8%。
- 机器人领域客户拓展顺利，中国内地持续获得车型定点。截至目前，禾赛已与 24 家海内外汽车厂商达成量产定点合作关系，近期再获头部车企的 20 款车型定点，计划于 2025-26 年陆续交付。海外方面，禾赛与一家欧洲顶级车企的项目进入 C 样阶段，有望 2026 年实现规模化量产，我们预计海外业务的毛利率将高于中国内地。机器人领域，截至 2 季度末，JT 系列累计交付超 10 万台，近期还与 Vbot 维他动力和星动纪元达成合作。
- 业内率先实现盈利，维持买入。据盖世汽车数据，1H25 公司在中国前装量产主雷达装机领域市场份额 33%，排名第一。随着 ATX 和 JT 系列大规模出货，我们预计 2025-27 年禾赛收入 32.4 亿/43.5 亿/56.6 亿元，CAGR 32%。同时，我们看好禾赛的盈利能力，预计 2025 年全年净利润约 2.5 亿元，有望成为业内率先实现全年盈利的企业。基于 DCF 估值模型，维持目标价 27.52 美元，对应 2026 年 6 倍市销率。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (美元)	24.10
52周低位 (美元)	3.69
市值 (百万美元)	3,078.24
日均成交量 (百万)	1.29
年初至今变化 (%)	68.74
200天平均价 (美元)	18.63

资料来源: FactSet

李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com

(852) 3766 1854

陈庆

angus.chan@bocomgroup.com

(86) 21 6065 3601

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	1,877	2,077	3,236	4,353	5,662
同比增长 (%)		10.7	55.8	34.5	30.1
净利润 (百万人民币)	(476)	(102)	253	414	591
每股盈利 (人民币)	(3.81)	(0.79)	1.91	3.13	4.48
同比增长 (%)		-79.2	-341.6	63.8	42.8
市盈率 (倍)	ns	ns	87.4	53.4	37.4
每股账面净值 (人民币)	30.95	30.43	31.70	34.84	39.31
市账率 (倍)	5.40	5.50	5.28	4.80	4.26

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 禾赛科技：季度业绩核心指标

	2024 年 2 季度	2025 年 2 季度	同比变化	2025 年 1 季度	环比变化
出货量 (千台)	87	352	307%	196	80%
ADAS	81	304	276%	146	108%
机器人	6	49	744%	50	-2%
收入 (百万元)	459	706	54%	525	34%
毛利润	207	300	45%	219	37%
净利润	-72	44	NA	-18	NA
净利润 (non-GAAP)	-44	73	NA	9	711%
毛利率	45.1%	42.5%	-2.5ppts	41.7%	0.8ppts
净利率	-15.7%	6.2%	NA	-3.3%	NA
净利率 (non-GAAP)	-9.5%	10.4%	NA	1.6%	8.8ppts
销售费用率	12.1%	6.0%	-6.2ppts	9.6%	-3.6ppts
管理费用率	14.4%	9.0%	-5.4ppts	10.3%	-1.3ppts
研发费用率	43.3%	28.2%	-15.1ppts	34.9%	-6.7ppts

资料来源: 公司资料, 交银国际

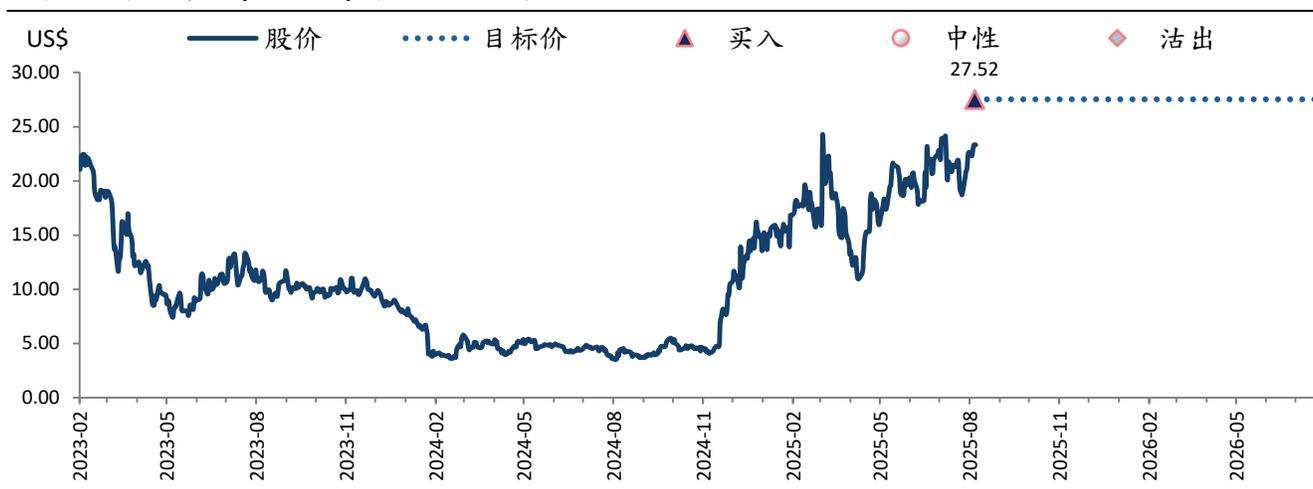
图表 2: 禾赛科技：DCF 估值

(百万人民币)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
EBIT	207	403	613	1,077	1,723	2,211	2,705	3,160	3,534	3,746	3,955
减: 所得税	-45	-73	-104	-174	-272	-347	-426	-501	-566	-610	-655
加: 折旧摊销	143	164	179	202	238	291	355	427	505	585	664
减: 资本性支出	-291	-261	-340	-450	-603	-734	-857	-968	-1,063	-1,133	-1,171
减: 运营资本变动	479	366	463	569	733	487	540	429	308	158	-20
自由现金流	494	599	811	1,224	1,820	1,909	2,316	2,547	2,718	2,746	2,772
自由现金流现值	10,200										
终值现值	13,972										
企业价值	24,172										
净现金	1,951										
少数股东权益	0										
股权价值(百万人民币)	26,122										
股权价值(百万美元)	3,633										
股份数量(百万)	132										
每股价值(美元)	27.52										

WACC	
无风险利率	4%
市场风险溢价	8%
贝塔	1.1
税前债务成本	5%
预期债权比例	30%
有效税率	15%
WACC	9.9%

资料来源: 交银国际预测

图表 3：禾赛集团 (HSAI US) 评级及目标价



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4：交银国际汽车行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
666 HK	瑞浦兰钧	买入	12.46	15.46	24.1%	2025 年 08 月 12 日	电池
3931 HK	中创新航	买入	20.12	24.77	23.1%	2025 年 03 月 27 日	电池
300750 CH	宁德时代	买入	279.89	314.11	12.2%	2025 年 01 月 23 日	电池
300014 CH	亿纬锂能	买入	45.41	56.51	24.4%	2024 年 12 月 02 日	电池
002074 CH	国轩高科	买入	29.89	29.07	-2.7%	2024 年 12 月 02 日	电池
689009 CH	九号公司	买入	59.70	75.02	25.7%	2025 年 08 月 04 日	电动两轮车
1585 HK	雅迪控股	买入	12.81	19.84	54.9%	2025 年 03 月 26 日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	8.56	7.16	-16.4%	2025 年 03 月 31 日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	23.70	26.45	11.6%	2025 年 03 月 28 日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	16.84	20.50	21.7%	2025 年 03 月 28 日	重卡
HSAI US	禾赛集团	买入	23.32	27.52	18.0%	2025 年 08 月 14 日	激光雷达
2498 HK	速腾聚创	买入	33.32	41.89	25.7%	2025 年 08 月 14 日	激光雷达
175 HK	吉利汽车	买入	18.95	24.21	27.8%	2025 年 08 月 15 日	整车厂
601127 CH	赛力斯	买入	128.00	180.50	41.0%	2025 年 07 月 21 日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	113.80	167.75	47.4%	2025 年 03 月 25 日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	35.66	48.96	37.3%	2025 年 03 月 24 日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	买入	77.65	134.69	73.5%	2025 年 03 月 12 日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	14.91	17.36	16.4%	2024 年 10 月 28 日	整车厂
2015 HK	理想汽车	中性	95.60	103.67	8.4%	2025 年 05 月 30 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	3.25	3.34	2.8%	2024 年 04 月 01 日	整车厂

资料来源: FactSet, 交银国际预测 数据截至 2025 年 8 月 15 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	1,877	2,077	3,236	4,353	5,662
主营业务成本	(1,216)	(1,193)	(1,877)	(2,673)	(3,635)
毛利	661	885	1,359	1,680	2,028
销售及管理费用	(469)	(510)	(482)	(530)	(583)
研发费用	(791)	(856)	(770)	(847)	(932)
其他经营净收入/费用	27	276	100	100	100
经营利润	(572)	(205)	207	403	613
财务成本净额	97	92	90	84	82
其他非经营净收入/费用	(0)	12	0	0	0
税前利润	(475)	(101)	297	487	695
税费	(1)	(1)	(45)	(73)	(104)
净利润	(476)	(102)	253	414	591
作每股收益计算的净利润	(476)	(102)	253	414	591

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1,555	2,839	2,815	2,766	2,733
应收账款及票据	525	765	1,153	1,491	1,862
存货	496	482	771	1,062	1,394
其他流动资产	1,822	597	597	597	597
总流动资产	4,398	4,683	5,335	5,915	6,585
投资物业	32	32	32	32	32
物业、厂房及设备	872	944	1,073	1,144	1,270
无形资产	79	77	95	122	157
其他长期资产	283	254	254	254	254
总长期资产	1,265	1,307	1,455	1,552	1,713
总资产	5,663	5,990	6,790	7,467	8,298
短期贷款	112	345	445	445	445
应付账款	269	345	543	806	1,046
其他短期负债	954	939	939	939	939
总流动负债	1,335	1,629	1,927	2,190	2,429
长期贷款	286	269	369	369	369
其他长期负债	179	160	310	310	310
总长期负债	465	429	679	679	679
总负债	1,800	2,058	2,606	2,869	3,108
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	3,862	3,932	4,184	4,598	5,189
股东权益	3,862	3,932	4,184	4,598	5,189
总权益	3,862	3,932	4,184	4,598	5,189

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	(475)	(101)	297	487	695
折旧及摊销	86	132	143	164	179
营运资本变动	147	(136)	(479)	(366)	(463)
税费	(1)	(1)	(45)	(73)	(104)
其他经营活动现金流	300	170	150	0	0
经营活动现金流	57	64	67	212	307
资本开支	(415)	(271)	(291)	(261)	(340)
投资活动	(622)	1,227	0	0	0
其他投资活动现金流	(24)	0	0	0	0
投资活动现金流	(1,060)	956	(291)	(261)	(340)
负债净变动	377	217	200	0	0
权益净变动	1,228	34	0	0	0
其他融资活动现金流	97	116	100	0	0
融资活动现金流	1,702	367	300	0	0
汇率收益/损失	58	14	0	0	0
年初现金	909	1,554	2,839	2,814	2,765
年末现金	1,555	2,839	2,815	2,766	2,733

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	(3.814)	(0.792)	1.914	3.135	4.477
全面摊薄每股收益	(3.814)	(0.792)	1.914	3.135	4.477
每股账面值	30.952	30.434	31.700	34.835	39.312
利润率分析(%)					
毛利率	35.2	42.6	42.0	38.6	35.8
EBITDA利润率	(25.9)	(2.9)	10.8	13.0	14.0
EBIT利润率	(30.5)	(9.3)	6.4	9.3	10.8
净利率	(25.4)	(4.9)	7.8	9.5	10.4
盈利能力(%)					
ROA	(16.8)	(1.8)	4.0	5.8	7.5
ROE	(24.6)	(2.6)	6.2	9.4	12.1
ROIC	(22.3)	(2.3)	5.3	7.9	10.4
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	3.3	2.9	2.8	2.7	2.7
存货周转天数	148.9	147.6	150.0	145.0	140.0
应收账款周转天数	102.1	134.4	130.0	125.0	120.0
应付账款周转天数	80.9	105.6	105.6	110.0	105.0

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。