

2025 年 10 月 28 日

禾賽 | 02525.HK | HSAI.US

2025 財年展望樂觀

評級

-

目標價

-

禾賽(02525.HK)在 2025 年第二季度取得優異的表現，激光雷達產品的出貨量達 352,095 台，年增長率達 306.9%。其中，應用於 ADAS 激光雷達的出貨量為 303,564 台，較第一季度的 146,087 台顯著增長，而應用於機器人激光雷達的出貨量為 48,531 台，較前一季度的 49,731 台略有下降。出貨量的增長帶動集團收入同比增長 53.9%，達到 7.1 億元人民幣，其中 7.0 億元人民幣來自產品銷售。第二季度毛利率從第一季度的 41.7% 提升至 42.5%，淨利潤率為 6.2%。

價格動態與平均售價的趨勢：大眾市場產品強勁的銷售表現導致平均售價下滑。根據招股說明書，2025 年第一季度集團應用於 ADAS 激光雷達的平均售價為 2,253.9 元人民幣，應用於機器人激光雷達的平均售價為 3,597.7 元人民幣。第二季度，激光雷達產品的整體平均售價進一步降至人民幣 1,986.4 元人民幣，按年跌幅約為 57.9%。價格下滑主要是由於大眾市場激光雷達產品的銷售增長，特別是隨著激光雷達在大眾汽車市場普及，這一趨勢為更具競爭力的產品創造了機會，例如禾賽(02525.HK)提供的 ATX 型號，其價格約為 200 美元。

應用於機器人激光雷達強勁的銷售表現：應用於機器人激光雷達的銷售增長強勁，主要得於割草機器人強勁的市場需求。2025 年上半年，禾賽(02525.HK)應用於機器人激光雷達的出貨量達到 98,262 台，按年增長 692.9%。JT 系列產品的累計出貨量在 2025 年第二季度末超過 100,000 台，根據 GGII 的數據顯示，集團成為中國機器人激光雷達出貨量的第一供應商。割草機器人預計將繼續成為應用於機器人激光雷達需求的主要驅動力。此外，集團將向 Kutting Technology 供應 30 萬台 JT 系列激光雷達，該公司是追覓家用清潔機器人生態系統的一部分。

應用於 ADAS 激光雷達的銷售前景較為複雜：集團應用於 ADAS 激光雷達的銷售同比激增 237.5%，達到 449,651 台，主要受到 ATX 型號增長的推動。2025 年第二季度，集團從 9 家 OEM 中的 20 個型號獲得新合同，並在與歐洲和日本 OEM 的合作中取得了顯著進展。集團目前主要客戶包括理想汽車(02015.HK)、小米(01810.HK)和零跑汽車(09863.HK)，並在自動駕駛出租車的激光雷達市場中保持了領先的地位。然而，來自同業的競爭同時加劇，同業在主要客戶供應鏈的滲透有所提升，表明 OEM 可能未來會採用多家供應商，以確保激光雷達供應的穩定性。

2025 財年展望樂觀：禾賽(02525.HK)為 2025 財年定下 120 萬至 150 萬台的銷售目標，其中約 100 萬至 130 萬台預計為應用於 ADAS 激光雷達。此外，預計至 2025 年底，集團的年產能將達到 200 萬台。

公司報告

敖曉風, Brian, CFA

高級分析師

brianngo@westbullsec.com.hk

+852 3896 2965

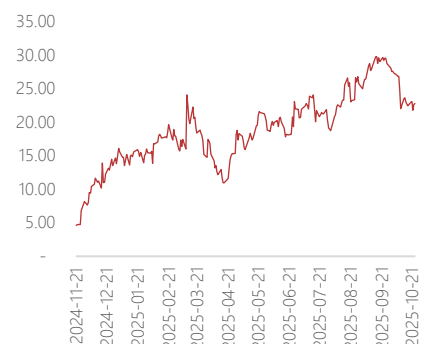
香港上環德輔道中 199 號無限極廣場 2701 – 2703 室

禾賽 (02525.HK | HSAI.US)

評級 (前評級)	- (-)
目標價 (前目標價)	US\$ - (-)
現價	US\$ 22.80
52-周波幅	US\$ 4.02 – 30.85
市值 (美元, 十億)	US\$ 3.6

人民幣, 百萬	22(A)	23(A)	24(A)
收入	1,202.7	1,877.0	2,077.2
毛利	472.0	661.4	884.6
毛利率	39.2%	35.2%	42.6%
歸母淨利潤	(747.2)	(476.0)	(102.4)

股價表現	1 個月	3 個月	半年	一年
絕對值	-22.8%	7.0%	51.7%	403.3%
相對金龍	-19.7%	-0.5%	31.9%	380.9%



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	5,942.3	-	-	3.0	5.6	1,008.1	29.2	(17.0)
02498.HK	速騰聚創	17,313.3	-	-	4.1	7.0	1,787.0	17.2	(10.5)
AEVA.US	Aeva	7,556.0	-	-	-	68.2	70.7	(41.8)	-
FR.FP	Valeo	25,941.9	22.7	-	0.9	0.1	181,413.6	19.0	3.7
INVZ.US	Innoviz	3,121.7	-	-	4.3	9.8	189.4	(4.8)	(72.5)
LAZR.US	Luminar	1,185.7	-	-	-	1.2	588.3	(34.1)	-
LIDR.US	AEye	859.4	-	-	3.7	126.5	1.6	(285.1)	(222.9)
OUST.US	Outster	16,078.0	-	-	9.4	14.6	866.9	36.4	(47.0)
	平均值	9,749.8	22.7	-	4.2	29.1	23,240.7	(33.0)	(61.0)
HSAI.US	禾賽	27,652.3	222.0	44.3	4.9	8.5	2,251.2	42.6	2.5

資料來源: 彭博、西牛證券

風險因素

- 同業透至主要客戶供應鏈
- 來自於同業新解決方案的競爭
- 應用於其他機器人的激光雷達難以變現

財務報表

損益表				資產負債表			
(人民幣, 百萬)	2022 (A)	2023 (A)	2024 (A)	(人民幣, 百萬)	2022 (A)	2023 (A)	2024 (A)
總收入	1,202.7	1,877.0	2,077.2	固定資產	505.0	871.6	944.2
按年增長	-	56.1%	10.7%	其他非流動資產	199.3	393.3	362.7
直接成本	(730.7)	(1,215.6)	(1,192.6)	非流動資產	704.3	1,264.9	1,307.0
毛利	472.0	661.4	884.6	庫存	646.9	495.9	482.1
其他收入	10.8	26.5	276.1	應收款項	485.0	524.8	765.0
經營開支	(861.0)	(1,259.5)	(1,365.6)	現金及現金等物	913.3	1,554.6	2,839.0
經營溢利	(378.2)	(571.6)	(204.9)	其他流動資產	1,089.9	1,822.3	596.5
淨財務成本	79.6	96.3	106.2	流動資產	3,135.1	4,397.6	4,682.7
聯營及合營公司	(0.0)	(0.0)	(0.0)	總資產	3,839.4	5,662.5	5,989.6
其他	-2.161	0.034	(2.5)	長期借貸	18.5	285.9	269.4
稅前利潤	(300.8)	(475.3)	(101.2)	其他非流動負債	23.7	179.2	159.5
視同股息	(446.4)	-	-	非流動負債	42.1	465.1	428.9
稅項	0.1	(0.7)	(1.1)	應付款項	206.7	269.4	345.0
淨利潤	(747.2)	(476.0)	(102.4)	短期借貸	-	111.7	345.3
按年增長	-	-	-	其他流動負債	748.9	954.0	938.7
				流動負債	955.5	1,335.1	1,628.9
				總負債	997.7	1,800.2	2,057.9
				非控股股東權益	-	-	-
				夾層權益	5,986.9	-	-
				控股股東權益	(3,145.2)	3,862.3	3,931.7
				總權益	2,841.7	3,862.3	3,931.7

現金流量表

(人民幣, 百萬)	2022 (A)	2023 (A)	2024 (A)	財務比率	2022 (A)	2023 (A)	2024 (A)
稅後溢利	(300.8)	(476.0)	(102.4)	毛利率	39.2%	35.2%	42.6%
折舊及攤銷	53.6	86.3	131.8	經營溢利率	-31.4%	-30.5%	-9.9%
其他	172.5	300.1	170.4	淨利潤率	-62.1%	-25.4%	-4.9%
營運資金變動	(621.4)	146.9	(136.3)	股本回報比率	-52.6%	-14.2%	-2.6%
經營現金流	(696.0)	57.3	63.5	資產回報比率	-38.9%	-10.0%	-1.8%
				流動比率	328.1%	329.4%	287.5%
淨資本開支	(240.4)	(414.7)	(271.4)	速動比率	260.4%	292.2%	257.9%
其他	1,360.0	(645.7)	1,227.2	現金比率	95.6%	116.4%	174.3%
投資現金流	1,119.6	(1,060.4)	955.9	債務權益比率	0.7%	10.3%	15.6%
				淨債務權益比率	-31.5%	-30.0%	-56.6%
股份發行	-	1,225.5	-	庫存周轉天數	161.6	171.6	149.7
淨借貸	18.5	376.6	216.5	應收款項周轉天數	73.6	98.2	113.3
利息支出	-	-	-	應付款項周轉天數	51.6	71.5	94.0
股息支出	-	-	-				
其他	(3.3)	(11.7)	34.1				
融資現金流	15.2	1,590.4	250.7				
股本自由現金流	(917.9)	19.2	8.7				
公司自由現金流	(936.4)	(354.3)	(194.9)				

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、同花順及發現報告。

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。