



禾赛 (HSAI.NASDAQ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

3Q 全线超预期，上调全年盈利指引

业绩点评

- 2025 年 11 月 11 日，公司发布 25 年三季度业绩报告。我们认为，公司 3Q 收入端略超预期，ADAS 出货量超预期，利润端大超预期。
- 收入略超预期，ADAS 出货量连续超预期。1) 收入端略超预期：公司 3Q 实现营收 7.95 亿元，yoy+47.5%；截至财报发布前 BBG 一致预期为 45.4%。2) 出货量超预期：公司 3Q LiDAR 交付量 44.1 万颗（截至财报发布前 BBG 一致预期为 40.3 万颗），yoy+228.9%；其中，ADAS LiDAR 交付量 38.1 万台（截至财报发布前 BBG 一致预期为 33.7 万台），yoy+193.1%；Robotics LiDAR 交付量 6.1 万台，yoy+1311.9%。
- 毛利率超预期维持高位，净利润大超预期。1) 毛利率超预期维持高位：3Q 毛利率为 42.1%，环比基本持平。2) 净利润大超预期 3Q GAAP/剔除股权处置 GAAP 盈利分别为 2.56/1.06 亿元，利润率分别为 32.2%/13.3%，即使剔除股权处置盈利也大超 BBG 0.57 亿元的市场预期；3Q Non-GAAP/剔除股权处置 Non-GAAP 盈利分别为 2.88/1.38 亿元，利润率分别为 36.2%/17.4%。
- 毛利润总额首度覆盖 OpEx，经营杠杆开始释放。OpEx 优化幅度基本符合预期：3Q OpEx(仅三费)3.16 亿元（被 3.3 亿元毛利润完全覆盖），同比改善 7.9%。其中，研发/管理/销售费用率分别为 25.0%/9.2%/5.5%，同比分别下降 15.8pp/5.0pp/3.1pp。
- 看点：①上调全年盈利指引：公司将全年 GAAP 净利润指引上调至 3.5-4.5 亿元。②大客户份额无虞：3Q 公司斩获前两大 ADAS 客户 2026 年全系车型定点合作，并实现 100%标配。③通胀叙事获得定点验证：3Q 公司 ETX 斩获一家中国前三的造车新势力企业的定点合作，且该客户为公司现有客户，且相关车型是 ETX+FTX 的量价双通胀方案，计划 2026 年底 2027 年初 SOP。

盈利预测、估值与评级

- 我们调整公司 2025~2027 年营业收入分别为 31.7/47.3/67.1 亿元，归母净利润分别为 4.0/7.5/12.5 亿元，EPS 分别为 3.05/5.75/9.56 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 智驾技术路线改变风险；智驾渗透率提升不及预期风险；激光雷达降本速度不及预期风险；国际局势影响海外销售风险。

国金证券研究所

分析师：孟灿（执业 S1130522050001）

mengcan@gjzq.com.cn

联系人：孙恺祈

sunkaiqi@gjzq.com.cn

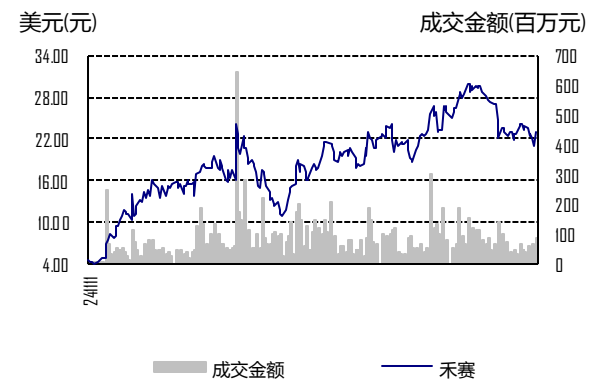
分析师：易永坚（执业 S1130525020001）

yiyongjian@gjzq.com.cn

市价 (美元)：23.06 元

相关报告：

- 1.《禾赛公司点评：Q2 出货量&GAAP 盈利超预期，“机器人之眼”...》，2025.8.16
- 2.《禾赛公司点评：Q1 收入端&出货量符合指引，利润端超预期》，2025.5.28
- 3.《激光雷达系列深度之四：公司深度研究：禾赛：激光雷达“芯”势力...》，2025.4.18



公司基本情况 (人民币)

项目	12/23A	12/24A	12/25E	12/26E	12/27E
营业收入(百万元)	1,876.99	2,077.16	3,172.24	4,733.65	6,714.80
营业收入增长率	56.07%	10.66%	52.72%	49.22%	41.85%
归母净利润(百万元)	-475.97	-102.38	400.41	754.28	1,253.68
归母净利润增长率	36.30%	78.49%	491.11%	88.38%	66.21%
摊薄每股收益(元)	-3.75	-0.78	3.05	5.75	9.56
每股经营性现金流净额	0.45	0.24	-0.89	5.45	4.14
ROE(归属母公司)(摊薄)	-12.32%	-2.60%	9.47%	15.14%	20.10%
P/E	-16.84	-127.27	49.18	26.11	15.71
P/B	2.08	3.31	4.66	3.95	3.16

来源：公司年报、国金证券研究所


图表1：一图速读禾赛3Q25业绩

【国金计算机】禾赛-3Q2025业绩速览一张图											
(单位: 亿元, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q2025 财报披露	3Q2025 BBG 预期	3Q2025 我们预期	4Q2025 BBG 预期	4Q2025 指引中枢
营业收入	3.59	4.59	5.39	7.20	5.25	7.06	7.95(略超预期)	7.84	7.85	11.47	11.00
QoQ	-36.0%	27.8%	17.6%	33.4%	-27.0%	34.5%	12.7%	11.1%	11.2%	44.3%	38.3%
YoY	-16.5%	4.2%	21.1%	28.3%	46.3%	53.9%	47.5%	45.4%	45.6%	59.4%	52.8%
总出货量 (万颗)	5.9	8.7	13.4	22.2	19.6	35.2	44.1(超预期)	40.3	39.3	50.3	
QoQ	-32.6%	46.4%	55.1%	65.5%	-11.8%	79.8%	25.4%	14.6%	11.6%		
YoY	69.7%	66.1%	182.9%	153.1%	231.3%	306.9%	228.9%	200.6%	192.6%		
ASP (万元)	0.61	0.53	0.40	0.32	0.27	0.20	0.18	0.19	0.20	0.20	
QoQ	-5.0%	-12.7%	-24.2%	-19.4%	-17.2%	-25.2%	-10.2%	-6.4%	-50.2%		
YoY	-50.8%	-37.2%	-57.2%	-49.3%	-55.9%	-62.2%	-55.2%	-53.3%	-50.2%		
ADAS出货量 (万颗)	5.2	8.1	13.0	19.3	14.6	30.4	38.1(超预期)	33.7	33.3	48.3	
QoQ	-34.8%	54.0%	60.8%	48.7%	-24.4%	107.8%	25.2%	11.0%	9.4%		
YoY	86.1%	76.8%	220.0%	140.3%	178.5%	275.8%	193.1%	159.8%	156.1%		
Robotics出货量 (万颗)	0.7	0.6	0.4	2.9	5.0	4.9	6.1	6.6	6.0	2.0	
QoQ	-9.2%	-13.3%	-25.3%	570.9%	72.6%	-2.4%	24.9%	36.0%	23.6%		
YoY	0.0%	-10.3%	-37.3%	294.3%	649.1%	743.6%	1311.9%	1436.7%	1297.0%		
毛利率	38.8%	45.1%	47.7%	39.0%	41.7%	42.5%	42.1%	40.9%	41.0%	40.5%	
毛利润	1.4	2.1	2.6	2.8	2.2	3.0	3.3(超预期)	3.2	3.2	4.6	
OpEx (仅三费)	3.05	3.21	3.43	3.97	2.88	3.05	3.16	2.90	3.00	3.34	
QoQ	-25.9%	5.0%	7.0%	15.7%	-27.5%	6.0%	3.5%	-5.1%	-1.7%		
YoY	4.0%	31.0%	10.7%	-3.5%	-5.6%	-4.8%	-7.9%	-15.6%	-12.5%		
三费率	85.0%	69.8%	63.6%	55.2%	54.8%	43.2%	39.7%	36.9%	38.2%	29.1%	
研发费用	1.94	1.99	2.20	2.42	1.83	1.99	1.99				
QoQ	-14.9%	2.2%	10.9%	10.0%	-24.4%	8.7%	-0.2%				
YoY	-6.8%	23.4%	14.4%	6.1%	-5.7%	0.3%	-9.7%				
研发费率	54.1%	43.3%	40.8%	33.7%	34.9%	28.2%	25.0%				
管理费用	0.69	0.66	0.77	1.05	0.54	0.64	0.73				
QoQ	-48.5%	-3.8%	15.7%	37.8%	-48.7%	17.8%	15.2%				
YoY	38.8%	16.7%	-4.9%	-20.9%	-21.3%	-3.7%	-4.1%				
管理费费率	19.1%	14.4%	14.2%	14.7%	10.3%	9.0%	9.2%				
销售费用	0.42	0.56	0.46	0.49	0.51	0.42	0.44				
QoQ	-15.5%	32.8%	-17.1%	6.2%	2.9%	-16.3%	3.2%				
YoY	18.7%	107.0%	25.4%	-1.1%	20.5%	-24.1%	-5.6%				
销售费率	11.7%	12.1%	8.6%	6.8%	9.6%	6.0%	5.5%				
GAAP净利润	(1.07)	(0.72)	(0.70)	1.47	(0.18)	0.44	2.56(大超预期)	0.57		1.54	1.17
QoQ	24.1%	32.6%	2.4%	扭亏	扭亏	扭亏					
YoY	10.1%	3.1%	50.4%	扭亏	83.6%	扭亏					
GAAP净利润率	-29.8%	-15.7%	-13.1%	20.4%	-3.3%	6.2%	32.2%	7.3%		13.5%	10.7%
Non-GAAP净利润	(0.69)	(0.44)	(0.44)	1.70	0.09	0.73	2.88(大超预期)	0.87		1.98	
QoQ	31.1%	36.9%	-0.9%	扭亏	-95.0%	扭亏					
YoY	41.9%	-7.4%	56.8%	扭亏	扭亏	扭亏					
Non-GAAP净利润率	-19.2%	-9.5%	-8.2%	23.7%	1.6%	10.4%	36.2%	11.1%		17.3%	

数据来源: BBG, Wind 欢迎联系【国金计算机】 孟灿 / 孙恺新 18217268100

来源: Bloomberg, Wind, 公司官网, 国金证券研究所


附录：利润表预测摘要（单位：百万元）

项目/报告期	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,203	1,877	2,077	3,172	4,734	6,715
营业成本	731	1,216	1,193	1,850	2,822	4,166
毛利	472	661	885	1,323	1,911	2,549
销售费用	105	149	193	175	195	221
管理费用	201	320	317	281	301	326
研发费用	555	791	856	796	888	1,004
营业利润	-319	-475	-113	71	527	998
利息收入	59	100	104	221	225	289
利息支出	0	3	13	21	30	39
权益性投资损益	0	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	11	27	276	150	71	71
其他损益	0	0	0	0	0	0
除税前利润	-301	-476	-102	421	794	1,320
所得税	0	0	0	21	40	66
净利润	-301	-476	-102	400	754	1,254
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
净利润 (不含少数股东权益)	-301	-476	-102	400	754	1,254

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究