

禾赛科技 (HSAI.US): 3Q25 交付量增长强劲, 上调全年净利润指引

我们重申禾赛科技 (HSAI.US) 的“买入”评级, 维持目标价 28.0 美元, 潜在升幅 35%, 对应 2026 年目标经调整市盈率 39.5x。

- 三季度交付量保持高速增长, 带动营收表现亮眼。禾赛三季度实现营收人民币 7.95 亿元, 同比增长 47%, 环比增长 13%。期内公司交付激光雷达 44.1 万台, 同比增长 229%。ADAS 领域, 公司 3Q25 交付 38.1 万台, 同比增长 193%, 保持强劲增长和份额领先。三季度禾赛获得前两大客户 2026 年全系车型定点, 与海外客户以及国内合资车企的合作亦在有序推进, 为公司激光雷达的出货量成长奠定长期基础。我们上调公司 2026 年激光雷达出货量预测, 基本维持收入高增速预测。
- 提前完成全年 GAAP 净利润目标, 充分验证盈利能力。三季度禾赛的综合毛利率达 42.1%, 表现好于我们和市场预期。得益于持续的技术降本和规模效应, 公司在性价比产品 ATX 快速放量的同时维持了毛利率的良好表现。禾赛 3Q25 实现 GAAP 层面净利润人民币 2.56 亿元, 提前完成全年盈利目标。刨除 1.48 亿元股权投资收益影响后, 公司三季度盈利仍达 1.08 亿元。强劲增长势头下, 公司上调全年净利润指引至 3.5-4.5 亿元。公司盈利能力持续性得到验证, 我们对于禾赛明年利润的持续提升持乐观态度, 重申对于禾赛的“买入”评级。
- 继续渗透机器人领域市场, JT 系列出货量领跑。三季度公司交付机器人激光雷达 6.1 万台, 同比超过 10 倍增长。在 L4 领域, 公司取得 Motional 在内的多家海外自动驾驶企业订单, 与国内多个头部无人车玩家亦达成合作。随着更多应用场景的探索落地, 公司 2026 年机器人激光雷达的交付量有望实现翻倍增长, 长期想象空间进一步打开。
- 估值: 我们采用 DCF 估值法, 假设禾赛科技 2030-2033 年的营收成长率为 35%, 永续增长率为 3.0%, WACC 为 14.1%, 得到禾赛目标价为 28.0 美元, 潜在升幅 35%, 对应 2026E 目标经调整市盈率为 39.5x。
- 投资风险: 宏观环境变化, 整车市场销量不及预期; 行业竞争加剧, 影响公司毛利率表现; 下游客户车型量产进度/实际销量不及预期; L3 级自动驾驶落地进度不及预期, 乘用车加速标配激光雷达和单车用量提升趋势不明显; 广义机器人市场需求增长不及预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2023-2027E)

百万人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,877	2,077	3,106	4,169	6,727
营收同比增速	56%	11%	50%	34%	61%
毛利率	35.2%	42.6%	41.7%	41.5%	40.3%
净利润 (亏损)	(476)	(102)	422	662	1,478
净利润同比增速	58%	(78%)	NM	57%	123%
目标 P/E (x)			65.7	47.1	21.1

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、浦银国际

黄佳琦

科技分析师

sia_huang@spdbi.com

(852) 2809 0355

沈岱

首席科技分析师

tony_shen@spdbi.com

(852) 2808 6435

2025 年 11 月 12 日

评级

买入

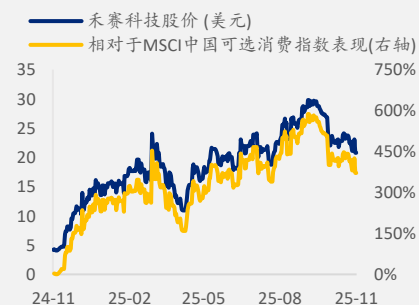
目标价 (美元)	28.0
潜在升幅/降幅	+35%
目前股价 (美元)	20.78
52 周内股价区间 (美元)	4.02-30.85
总市值 (百万美元)	3,245
近 3 月日均成交额 (百万美元)	81.3

注: 截至 2025 年 11 月 11 日收盘价

市场预期区间



股价相对表现



财务报表分析与预测

利润表

人民币百万	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,877	2,077	3,106	4,169	6,727
销货成本	(1,216)	(1,193)	(1,812)	(2,440)	(4,017)
毛利	661	885	1,294	1,730	2,710
经营支出	(1,233)	(1,089)	(1,116)	(1,164)	(1,306)
销售费用	(149)	(193)	(187)	(214)	(271)
管理费用	(320)	(317)	(291)	(284)	(327)
研发费用	(791)	(856)	(785)	(820)	(823)
其他	27	276	146	154	115
营业利润（亏损）	(572)	(205)	178	566	1,404
非经营收入	96	104	272	98	78
利息收入（费用）	97	92	85	100	80
汇兑收入	(0)	15	17	-	-
其他非经营收入	0	(2)	171	(2)	(2)
除税前溢利	(475)	(101)	451	664	1,483
所得税	(1)	(1)	(28)	(2)	(4)
分摊权益法投资损失前的税后收入	(476)	(102)	423	662	1,478
应占权益法投资亏损	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
净利润（亏损）	(476)	(102)	422	662	1,478
基本股数（百万）	125	129	139	156	156
摊销股数（百万）	125	129	143	156	156
基本每股收益（元）	(3.81)	(0.79)	3.04	4.24	9.47
摊薄每股收益（元）	(3.81)	(0.79)	2.96	4.24	9.47

资产负债表

人民币百万	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,558	2,843	2,975	3,476	4,495
短期投资	1,586	362	326	293	264
应收账款	525	765	1,029	1,244	1,806
存货	496	482	649	784	1,138
其他流动资产	233	231	231	231	231
流动资产合计	4,398	4,683	5,210	6,028	7,934
物业及设备	872	944	1,129	1,272	1,399
长期投资	32	32	32	32	32
无形资产	79	77	77	77	77
资产使用权	193	154	154	154	154
其他非流动资产	90	100	100	100	100
资产总计	5,663	5,990	6,701	7,662	9,696
短期借款	112	345	345	345	345
应付账款	269	345	524	706	1,162
其他短期负债	954	939	939	939	939
流动负债合计	1,335	1,629	1,808	1,990	2,446
长期借款及债务	286	269	269	269	269
租赁负债	119	98	89	80	72
其他长期负债	60	61	61	61	61
负债合计	1,800	2,058	2,227	2,400	2,848
夹层股本	-	-	-	-	-
普通股	0	0	0	0	0
股本溢价	7,424	7,577	7,697	7,823	7,930
留存收益	(3,562)	(3,645)	(3,223)	(2,561)	(1,083)
股东权益合计	3,862	3,932	4,474	5,262	6,847
负债及股东权益总计	5,663	5,990	6,701	7,662	9,696

现金流量表

人民币百万	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	57	64	426	777	1,298
净利润（亏损）	(476)	(102)	422	662	1,478
折旧及摊销	86	132	135	157	173
股权激励费用	235	116	120	126	106
其他营业活动现金流	65	54	-	-	-
营运资金变动	147	(136)	(252)	(168)	(461)
应收账款减少（增加）	(91)	(243)	(264)	(214)	(562)
库存减少（增加）	146	27	(167)	(135)	(354)
应付账款增加（减少）	62	75	179	182	456
其他经营资金变动	30	5	-	-	-
投资活动现金流	(1,060)	956	(294)	(276)	(279)
资本支出	(407)	(260)	(320)	(300)	(300)
取得或购买短期投资	(622)	1,227	36	33	29
其他投资活动现金流	(32)	(12)	(10)	(9)	(8)
融资活动现金流	1,590	251	-	-	-
银行存款增加	377	217	-	-	-
发行股份	1,206	34	-	-	-
发行债券	-	-	-	-	-
其他融资活动现金流	8	-	-	-	-
汇兑损益	58	14	-	-	-
现金及现金等价物净流量	645	1,284	132	501	1,019
期初现金及现金等价物	913	1,558	2,843	2,975	3,476
期末现金及现金等价物	1,558	2,843	2,975	3,476	4,495

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营运指标增速					
营业收入增速	56%	11%	50%	34%	61%
毛利润增速	40%	34%	46%	34%	57%
营业利润增速	51%	(64%)	NM	218%	148%
净利润增速	58%	(78%)	NM	57%	123%
盈利能力					
净资产收益率(平均)	(14.2%)	(2.6%)	10.1%	13.6%	24.4%
总资产报酬率	(10.0%)	(1.8%)	6.7%	9.2%	17.0%
投入资本回报率	(14.8%)	(5.2%)	3.4%	10.7%	20.5%
利润率					
毛利率	35.2%	42.6%	41.7%	41.5%	40.3%
营业利润率	(30.5%)	(9.9%)	5.7%	13.6%	20.9%
净利率	(25.4%)	(4.9%)	13.6%	15.9%	22.0%
营运能力					
现金循环周期					
应收账款周转天数	98	113	105	100	83
存货周转天数	172	150	114	107	87
应付账款周转天数	71	94	88	92	85
净债务（净现金）	(1,161)	(2,228)	(2,360)	(2,861)	(3,880)
自由现金流	(650)	(366)	(14)	351	891

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、Wind、浦银国际预测

业绩回顾及预测调整

图表 2：禾赛科技 3Q25 业绩详情

人民币百万	3Q25	3Q24	同比	2Q25	环比
营业收入	795	539	47%	706	13%
毛利润	335	258	30%	300	11%
营业利润 (亏损)	77	(77)	NM	23	239%
净利润 (亏损)	256	(70)	NM	44	481%
基本每股收益 (人民币)	1.88	(0.54)	NM	0.33	464%

利润率	3Q25	3Q24	同比 百分点	2Q25	环比 百分点
毛利率	42.1%	47.7%	(5.6)	42.5%	(0.4)
营业费用率	32.4%	62.1%	(29.7)	39.3%	(6.9)
营业利润率	9.7%	(14.3%)	24.0	3.2%	6.5
净利率	32.2%	(13.0%)	45.2	6.2%	26.0

收入 人民币百万	3Q25	3Q24	同比	2Q25	环比
产品收入	790	503	57%	699	13%
服务收入	5	36	(85%)	7	(24%)
总收入	795	539	47%	706	13%

激光雷达 出货量 (台)	3Q25	3Q24	同比	2Q25	环比
ADAS 产品	380,759	129,913	193%	303,564	25%
AM 产品	60,639	4,295	1312%	48,531	25%
总出货量	441,398	134,208	229%	352,095	25%

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 3：禾赛科技财务预测：新预测 vs 前预测

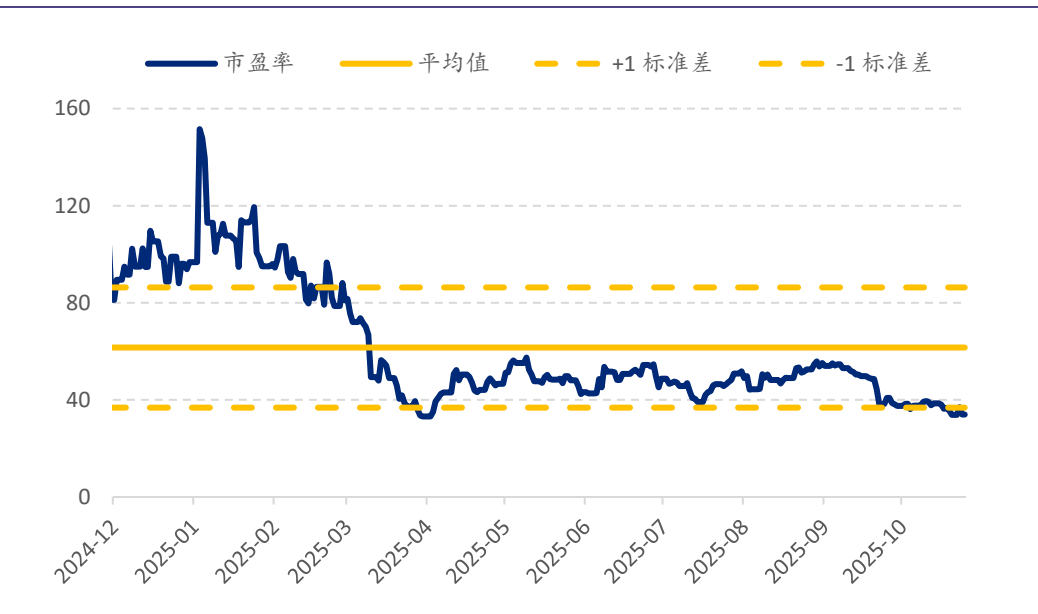
人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
营业收入	3,106	3,053	2%	4,169	4,461	(7%)	6,727	7,575	(11%)
毛利润 (亏损)	1,294	1,248	4%	1,730	1,822	(5%)	2,710	3,017	(10%)
经营利润 (亏损)	178	173	3%	566	563	1%	1,404	1,278	10%
净利润 (亏损)	422	256	65%	662	618	7%	1,478	1,161	27%
基本每股收益 (元)	3.04	1.94	57%	4.24	4.67	(9%)	9.47	8.77	8%

利润率	百分点			百分点			百分点		
毛利率	41.7%	40.9%	0.8	41.5%	40.8%	0.6	40.3%	39.8%	0.5
营业费用率	35.9%	35.2%	0.7	27.9%	28.2%	(0.3)	19.4%	23.0%	(3.6)
营业利润率	5.7%	5.6%	0.1	13.6%	12.6%	1.0	20.9%	16.9%	4.0
净利率	13.6%	8.4%	5.2	15.9%	13.9%	2.0	22.0%	15.3%	6.6

E=浦银国际预测；资料来源：浦银国际

估值

图表 4：禾赛科技：市盈率估值 (x)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：浦银国际目标价：禾赛科技 (HSAI.US)

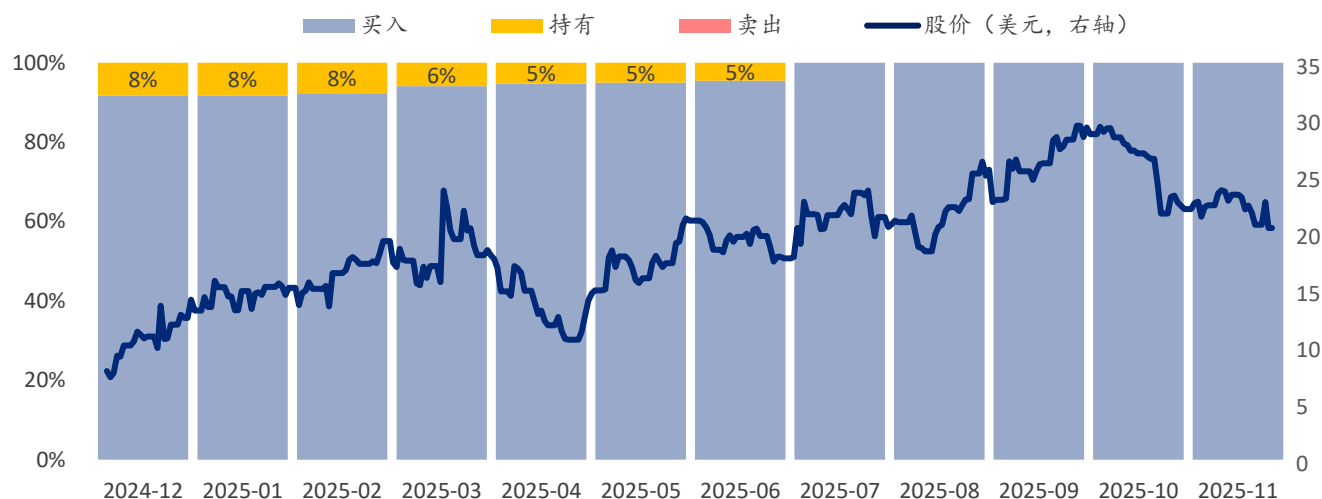


注：截至 2025 年 11 月 11 日收盘价；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

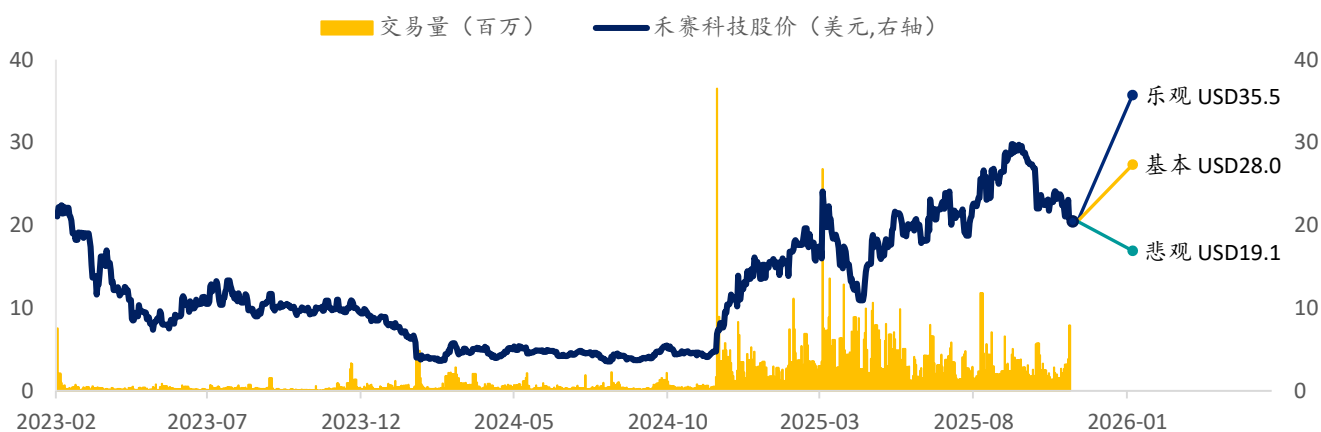
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6：禾赛科技（HSAI.US）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7：禾赛科技（HSAI.US）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：35.5 美元（概率：15%）

- 全球汽车市场需求增速高于预期，智能驾驶功能渗透率高于预期，带动公司出货量加速提升；
- 销量规模继续扩大，带动毛利率表现高位稳定；
- 业务进展顺利，下游客户车型迅速量产；
- L3 级自动驾驶加速落地，带动公司量价齐升；
- 机器人市场需求快速放大，AM 业务好于预期。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：19.1 美元（概率：15%）

- 宏观环境变化，整车市场销量不及预期；
- 行业竞争加剧，影响公司毛利率表现；
- 下游客户车型量产进度/实际销量不及预期；
- L3 级自动驾驶落地进度不及预期，乘用车加速标配激光雷达和单车用量提升趋势不明显；
- 广义机器人市场需求增长不及预期。

资料来源：浦银国际预测

图表 8：SPDBI 科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级及目标价 发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	43.7	买入	75.0	2025/10/31	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	65.9	买入	114.2	2025/2/27	手机品牌
AAPL US Equity	苹果	275.3	买入	236.3	2025/5/8	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	35.3	买入	43.7	2025/10/31	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	44.1	买入	41.6	2024/10/28	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	57.8	买入	74.3	2025/11/2	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	29.8	买入	34.7	2025/10/29	结构件、组装
6613 HK Equity	蓝思科技	26.6	买入	32.2	2025/10/29	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	40.3	买入	60.5	2025/3/21	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	71.0	买入	96.6	2025/8/22	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	11.5	买入	15.6	2025/8/12	手机光学
603501 CH Equity	豪威集团	124.1	买入	167.4	2025/9/1	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	6.6	买入	7.7	2025/9/3	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	51.3	买入	59.9	2025/9/3	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	28.1	买入	27.4	2025/8/25	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	105.2	买入	106.9	2025/8/25	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	20.4	买入	26.4	2025/8/29	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	79.9	买入	102.6	2025/8/29	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	57.3	买入	83.0	2025/8/19	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉 (TESLA)	439.6	持有	298.2	2025/7/25	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	100.5	买入	114.3	2025/11/5	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	97.8	买入	117.0	2025/11/5	新能源汽车
HSAI US Equity	禾赛科技	20.8	买入	28.0	2025/11/12	激光雷达
2498 HK Equity	速腾聚创	32.8	买入	41.2	2025/8/22	激光雷达
9660 HK Equity	地平线机器人-W	8.3	买入	12.0	2025/9/10	智驾芯片
2533 HK Equity	黑芝麻智能	22.0	买入	21.4	2025/9/10	智驾芯片
MBLY US Equity	Mobileye	12.7	买入	18.1	2025/7/28	智驾芯片
981 HK Equity	中芯国际	73.3	买入	61.2	2025/8/14	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	119.6	买入	104.1	2025/8/14	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	74.5	买入	94.0	2025/11/7	晶圆代工
688347 CH Equity	华虹公司	113.4	买入	150.0	2025/11/7	晶圆代工
2330 TT Equity	台积电	1,475.0	买入	1,855.1	2025/10/17	晶圆代工
TSM US Equity	台积电	291.2	买入	363.8	2025/10/17	晶圆代工
688396 CH Equity	华润微	49.5	买入	52.9	2025/4/30	功率半导体
600460 CH Equity	士兰微	28.9	买入	30.5	2023/9/20	功率半导体
300373 CH Equity	扬杰科技	65.6	买入	60.9	2025/7/22	功率半导体
688187 CH Equity	时代电气 A	51.7	买入	52.2	2025/4/8	功率半导体
3898 HK Equity	时代电气 H	40.3	买入	33.4	2025/4/8	功率半导体
603290 CH Equity	斯达半导	97.1	买入	112.4	2024/10/30	功率半导体
605111 CH Equity	新洁能	44.4	买入	38.7	2025/10/30	功率半导体
688711 CH Equity	宏微科技	23.3	买入	67.1	2023/9/20	功率半导体
NVDA US Equity	英伟达	193.2	买入	203.0	2025/8/31	AI 芯片
AMD US Equity	超威半导体	237.5	买入	134.2	2025/5/16	AI 芯片
INTC US Equity	英特尔	37.9	卖出	20.4	2024/11/28	AI 芯片
QCOM US Equity	高通	174.0	买入	178.3	2025/5/14	AI 芯片
2454 TT Equity	联发科	1,245.0	买入	1,820.8	2025/2/10	AI 芯片

注：A 股、港股、台股截至 2025 年 11 月 12 日收盘价，美股截至 2025 年 11 月 11 日收盘价；资料来源：Bloomberg、浦银国际

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），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团－浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

