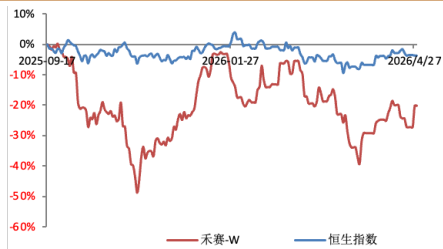


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(港元)	185.4
总股本/流通股本(亿股)	1.57 / 1.30
总市值/流通市值(亿港元)	291 / 241
52周内最高/最低价	244.0 / 116.3
资产负债率(%)	20.5%
市盈率	60.30
第一大股东	Fermat Star Limited

研究所

分析师: 付秉正
SAC 登记编号: S1340524100004
Email: fubingzheng@cnpsec.com

禾赛-W (2525. HK)

龙头盈利稳健，以新品引领万亿物理 AI 新纪元

● 事件

4月17日，禾赛科技投资者日宣布发布全球首款6D全彩激光雷达芯片“毕加索”，并宣布从“空间感知”向“空间智能”战略升维，以ETX千线全彩产品和机器人新硬件进军万亿物理AI市场。

禾赛科技发布2025年全年业绩，公司全年实现营业收入30.3亿元，同比+45.8%，其中第四季度收入超10亿元，同比+39%，连续七个季度实现同比大幅增长。全年实现毛利润12.7亿元，同比+43%。

一、2025年ADAS交付量同比增加3倍，机器人实现爆发增长

2025年公司实现收入30.3亿，同比+45.8%，其中激光雷达产品收入为28.8亿元，同比+51.7%。业务交付方面，2025年全年ADAS激光雷达交付量达138.1万台，同比+202.6%，机器人业务也同样迎来爆发式增长，2025年全年机器人激光雷达交付量达到23.9万台，同比+425.8%。公司2025年毛利率为41.8%，相比2024年42.6%有小幅下降，主因高利润率的非经常性工程服务收入减少。研发开支8.0亿元，同比-6.9%。公司GAAP净利润为4.4亿元，同比+525.8%，Non-GAAP净利润为5.5亿元，同比+3922%，成为激光雷达行业首家全年GAAP盈利的企业。

二、6D全彩芯片突破，ETX支持升级，自研巩固龙头地位

4月17日，公司发布全球首款6D全彩超感光芯片“毕加索”，芯片级融合XYZ与RGB，直接生成彩色点云，显著提升语义理解。PDE突破40%，搭载该芯片的ETX最高支持4320线全彩感知，最远测距600米，下半年量产。公司七大部件全栈自研，芯片累计交付2.3亿颗，国内份额超50%，领跑L3时代单车多雷达趋势。

三、战略升维“空间智能”，从汽车延伸至万亿物理AI市场

公司从“空间感知”迈向“空间智能”，首次展示AI硬件Kosmo及机器人动力模组，6D全彩激光雷达可赋能人形机器人等场景。纯固态FTX已批量交付理想、长安，并拓展至无人机、电动车。机器人市场空间远超车载，公司有望复制技术与成本优势，成为物理AI时代关键推动者，打开全新成长曲线。

● 盈利预测：

预计公司2026-2028年营业收入分别为44.1、59.8、75.6亿元，同比增加45.7%/35.5%/26.4%。GAAP净利润分别为6.0/9.9/13.4亿元，26-28年同比增加37.3%、65.5%、35.2%。维持“买入”评级。

● 风险提示：

国际贸易摩擦加剧；乘用车销量不及预期；市场竞争加剧导致毛利率下降；新业务拓展不及预期等。

● 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	3028	4411	5977	7557
(+/-) (%)	46%	46%	36%	26%
归母净利润 (百万元)	436	599	991	1340
(+/-) (%)	526%	37%	65%	35%
EPS (元/股)	3.13	3.81	6.30	8.53
P/E	52.29	44.80	27.07	20.02

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	3,028	4,411	5,977	7,557	营业收入	45.76%	45.68%	35.50%	26.44%
其他收入	0	0	0	0	归属母公司净利润	525.76%	37.33%	65.50%	35.25%
营业成本	1,762	2,624	3,609	4,636	获利能力				
销售费用	192	256	311	378	毛利率	41.79%	40.52%	39.62%	38.65%
管理费用	0	388	448	529	销售净利率	14.40%	13.57%	16.57%	17.73%
研发费用	797	1,059	1,315	1,458	ROE	4.87%	6.25%	9.36%	11.23%
财务费用	-111	-69	-174	-222	ROIC	3.43%	5.11%	7.13%	8.74%
除税前溢利	467	600	993	1,343	偿债能力				
所得税	31	1	2	3	资产负债率	20.45%	35.77%	36.57%	35.80%
净利润	436	599	991	1,340	净负债比率	-10.50%	-31.52%	-36.90%	-39.12%
少数股东损益	0	0	0	0	流动比率	3.73	2.17	2.19	2.29
归属母公司净利润	436	599	991	1,340	速动比率	3.38	2.02	2.02	2.11
					营运能力				
EBIT	355	531	818	1,121	总资产周转率	0.35	0.34	0.38	0.43
EBITDA	479	531	818	1,121	应收账款周转率	2.82	2.56	2.82	3.16
EPS (元)	3.13	3.81	6.30	8.53	应付账款周转率	3.21	1.77	1.49	1.55
资产负债表					每股指标(元)				
流动资产	7,069	10,678	12,411	14,281	每股收益	3.13	3.81	6.30	8.53
现金	1,668	3,804	4,774	5,539	每股经营现金流	0.74	13.45	5.43	4.40
应收账款及票据	1,357	2,083	2,158	2,624	每股净资产	57.01	60.92	67.31	75.94
存货	670	729	902	1,095	估值比率				
其他	3,374	4,062	4,577	5,024	P/E	52.29	44.80	27.07	20.02
非流动资产	4,192	4,226	4,266	4,306	P/B	2.87	2.80	2.54	2.25
固定资产	1,057	1,097	1,139	1,179	EV/EBITDA	51.70	44.85	28.00	19.76
无形资产	205	199	199	199	现金流量表				
其他	2,930	2,930	2,929	2,929	经营活动现金流				
资产总计	11,261	14,904	16,677	18,587	净利润	436	599	991	1,340
流动负债	1,895	4,911	5,670	6,225	少数股东权益	0	0	0	0
短期借款	448	495	570	570	折旧摊销	124	0	0	0
应付账款及票据	743	2,218	2,632	3,348	营运资金变动及其他	-443	1,515	-138	-648
其他	704	2,198	2,468	2,307	投资活动现金流				
非流动负债	407	421	429	429	投资活动现金流	-5,554	-38	34	76
长期债务	279	292	301	301	资本支出	-342	-35	-41	-40
其他	128	128	128	128	其他投资	-5,212	-3	75	116
负债合计	2,303	5,332	6,099	6,655	筹资活动现金流				
普通股股本	0	0	0	0	筹资活动现金流	4,346	46	68	-17
储备	8,952	9,566	10,571	11,926	借款增加	112	60	84	0
归属母公司股东权益	8,959	9,572	10,578	11,933	普通股增加	4,250	0	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	已付股利	-293	0	0	0
股东权益合计	8,959	9,572	10,578	11,933	其他	276	-14	-16	-17
负债和股东权益	11,261	14,904	16,677	18,587	现金净增加额				
					现金净增加额	-1,175	2,137	970	765

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券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。

中邮证券及其所属关联机构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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立,公司注册资本 61.68 亿元人民币,是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司,公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪,证券自营,证券投资咨询,证券资产管理,融资融券,证券投资基金销售,证券承销与保荐,代理销售金融产品,与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问,具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底,公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部),1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力,通过强化“自营+协同”发展模式,实现快速发展,当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民,为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务,努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业,打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048