

汽车	收盘价 港元 158.50	目标价 港元 269.66	潜在涨幅 +70.1%	2026年5月21日
----	------------------	------------------	----------------	------------

禾赛集团 (2525 HK)

1Q26 出货量超预期达成，全球化与 SGI 业务开启增长新周期；重申买入

- 1Q26 出货量超预期达成。**1Q26 为传统车市淡季，但期内公司激光雷达出货量同比+140.9%至 47.2 万台，超公司年初 45 万颗指引上限，其中 ADAS 激光雷达 35.3 万台，同比+141.9%，机器人激光雷达 11.8 万台，同比+137.8%。1Q26 公司实现营业收入 6.8 亿元（人民币，下同），同比+29.6%。对应 ASP 为 1441 元，同环比-45%/-7%，主因较低单价的 ATX 和 JT 系列占比提升，毛利率亦同环比-2.6ppts/-1.9ppts 至 39.1%；销售和管理费用同比-17.9%/-2.4%，而研发费用受新品研发投入影响同比+11.7%。期内公司实现净利润 1831 万元（去年同期：亏损 1755 万元）。公司维持全年 300-350 万颗出货量指引。
- SGI 新业务 2Q26 开始贡献收入。**禾赛于 4 月发布多项新品，包括升级版 ETX、空间智能 AI 硬件产品 Kosmo 以及机器人动力模组。基于战略升维，禾赛将业务划分为“激光雷达业务”与“战略增长业务”（即 SGI 业务）两大板块。Kosmo 目前已收货首批订单，其所属的 SGI 业务预计将于 2Q26 开始贡献收入，公司预计在 2026 年贡献约 1 亿元收入。此外，ETX 将于今年下半年量产交付，其与 FTX 的组合，有望显著提升单车价值量。
- 全球化战略取得重大突破。**禾赛已成为梅赛德斯-奔驰 L3 级自动驾驶车型的战略激光雷达合作伙伴及确认供应商，双方新签供应协议将全面支持奔驰在欧洲及中国市场的相关车型项目，所需激光雷达产能由泰国新建的制造中心提供。同时，禾赛借助中国合资企业及我国快速成长的 OEM 厂商推进全球化布局，通过斩获广汽丰田 2026 款 BZ3X 设计奖成功突破日系生态，并锁定小米的海外设计合作（小米汽车计划于 2027 年启动海外交付）。禾赛 2026 年扩产至 400 万台，泰国曼谷的新工厂的建设正稳步推进，预计 2027 年初投产，将进一步提升禾赛全球产能布局，有力支撑未来业务增长。
- 全球化与物理 AI 开启增长新周期，维持买入评级。**我们将 SGI 业务纳入收入预测，上修 2026-28 年收入预测 2%-12%至 43.64 亿元/59.87 亿元/75.02 亿元，并基于产品结构变化和竞争加剧下修毛利率预期，同步调整净利润 -1%/16%/15%至 5.02 亿元/8.19 亿元/11.99 亿元。维持目标价 269.66 港元，对应 8.5 倍 2026 年市销率。基于出海放量与 SGI 业务带来的盈利改善预期，我们持续看好公司的长期增长潜力，维持买入。

财务数据一览

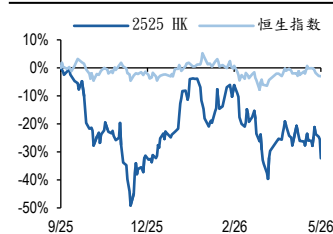
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入(百万人民币)	2,077	3,028	4,364	5,987	7,502
同比增长(%)	10.7	45.8	44.1	37.2	25.3
净利润(百万人民币)	(102)	436	502	819	1,199
每股盈利(人民币)	(0.79)	3.13	3.60	5.89	8.61
同比增长(%)	-79.2	-495.4	15.0	63.3	46.4
前EPS预测值(人民币)			3.66	5.09	7.47
调整幅度(%)			-1.4	15.6	15.3
市盈率(倍)	ns	44.0	38.2	23.4	16.0
每股账面净值(人民币)	30.43	64.38	67.99	73.87	82.49
市账率(倍)	4.53	2.14	2.03	1.86	1.67

资料来源：公司资料，交银国际预测

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(港元)	234.00
52周低位(港元)	119.10
市值(百万港元)	24,884.50
日均成交量(百万)	2.33
年初至今变化(%)	(10.91)
200天平均价(港元)	181.10

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

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。

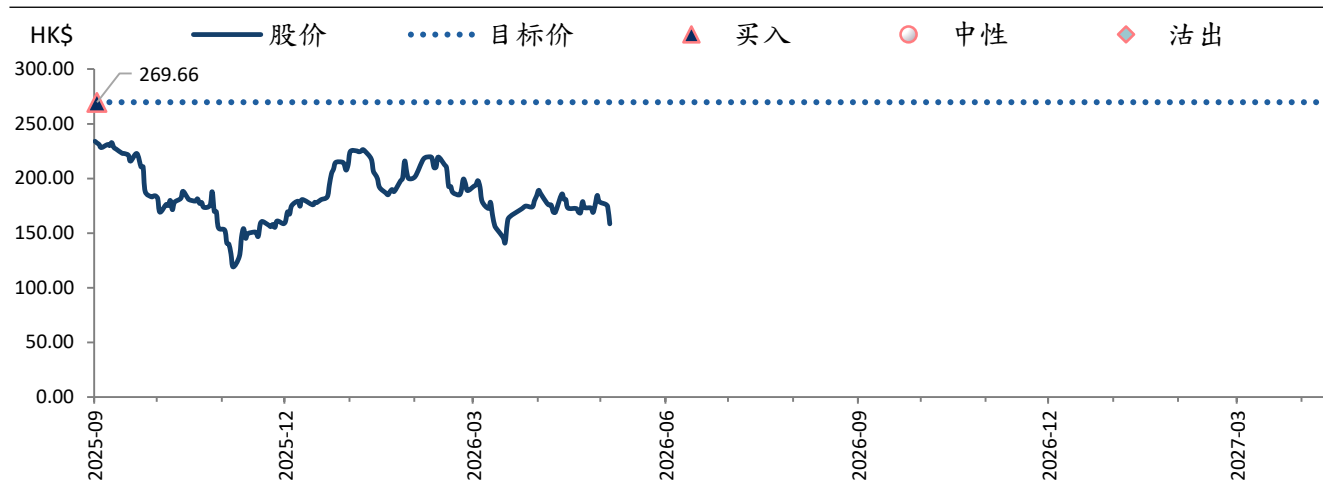
下载本公司之研究报告，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 禾赛集团预测变动

(百万人民币)	2026E			2027E			2028E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	4,364	4,261	2%	5,987	5,483	9%	7,502	6,707	12%
毛利润	1,723	1,706	1%	2,186	2,019	8%	2,505	2,261	11%
毛利率	39.5%	40.0%	-0.6 ppts	36.5%	36.8%	-0.3 ppts	33.4%	33.7%	-0.3 ppts
净利润	502	509	-1%	819	708	16%	1,199	1,040	15%
净利率	11.5%	11.9%	-0.4 ppts	13.7%	12.9%	0.8 ppts	16.0%	15.5%	0.5 ppts

资料来源: 交银国际预测

图表 2: 交银国际汽车及电池行业公司覆盖



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际汽车及电池行业公司覆盖

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
002074 CH	国轩高科	买入	36.12	54.84	51.83%	2025 年 10 月 30 日	电池
300014 CH	亿纬锂能	买入	66.56	94.74	42.33%	2025 年 10 月 24 日	电池
666 HK	瑞浦兰钧	买入	15.70	18.88	20.25%	2026 年 3 月 27 日	电池
3931 HK	中创新航	买入	29.52	42.88	45.26%	2026 年 3 月 31 日	电池
300750 CH	宁德时代	买入	414.75	512.00	23.45%	2026 年 3 月 10 日	电池
1585 HK	雅迪控股	买入	11.78	22.63	92.11%	2025 年 8 月 27 日	电动两轮车
689009 CH	九号公司	买入	40.00	69.55	73.88%	2026 年 4 月 1 日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	11.43	7.16	-37.36%	2025 年 3 月 31 日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	36.82	45.80	24.39%	2026 年 3 月 30 日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	39.32	44.50	13.17%	2026 年 4 月 30 日	重卡
000338 CH	潍柴动力	买入	32.61	38.00	16.53%	2026 年 4 月 30 日	重卡
HSAI US	禾赛集团	买入	20.03	34.66	73.08%	2025 年 9 月 16 日	激光雷达
2525 HK	禾赛集团	买入	158.50	269.66	70.13%	2025 年 9 月 16 日	激光雷达
2498 HK	速腾聚创	买入	30.28	49.16	62.35%	2026 年 3 月 26 日	激光雷达
9866 HK	蔚来汽车	买入	44.06	65.83	49.41%	2026 年 3 月 11 日	整车厂
NIO US	蔚来汽车	买入	5.74	8.40	46.34%	2026 年 3 月 11 日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	90.20	138.53	53.58%	2026 年 3 月 30 日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	10.85	17.50	61.29%	2026 年 3 月 30 日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	19.97	24.21	21.23%	2025 年 8 月 15 日	整车厂
601127 CH	赛力斯	买入	78.56	135.20	72.10%	2026 年 4 月 1 日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	买入	57.95	134.69	132.42%	2025 年 3 月 12 日	整车厂
2015 HK	理想汽车	中性	61.60	80.84	31.23%	2025 年 8 月 29 日	整车厂
LI US	理想汽车	中性	16.18	20.80	28.55%	2025 年 8 月 29 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	2.6	3.34	28.46%	2024 年 4 月 1 日	整车厂

资料来源: FactSet, 交银国际预测 数据截至 2026 年 5 月 20 日

财务数据

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	2,077	3,028	4,364	5,987	7,502
主营业务成本	(1,193)	(1,762)	(2,641)	(3,801)	(4,997)
毛利	885	1,265	1,723	2,186	2,505
销售及管理费用	(510)	(481)	(481)	(529)	(555)
研发费用	(856)	(797)	(996)	(1,096)	(986)
其他经营净收入/费用	276	181	180	180	180
经营利润	(205)	169	426	742	1,144
财务成本净额	92	111	135	135	140
其他非经营净收入/费用	12	187	(24)	0	0
税前利润	(101)	467	537	877	1,283
税费	(1)	(31)	(35)	(58)	(85)
净利润	(102)	436	502	819	1,199
作每股收益计算的净利润	(102)	436	502	819	1,199
Non-GAAP标准的净利润	14	551	654	1,028	1,461

截至12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	2,839	1,663	1,752	1,975	2,610
应收账款及票据	765	1,262	1,819	2,496	3,128
存货	482	670	1,005	1,446	1,901
其他流动资产	597	3,473	3,449	3,449	3,449
总流动资产	4,683	7,069	8,025	9,366	11,087
投资物业	32	2,782	2,782	2,782	2,782
物业、厂房及设备	944	1,099	1,166	1,306	1,501
无形资产	77	96	122	160	207
其他长期资产	254	216	216	216	216
总长期资产	1,307	4,192	4,286	4,463	4,706
总资产	5,990	11,261	12,311	13,829	15,793
短期贷款	345	448	448	448	448
应付账款	345	593	888	1,278	1,680
其他短期负债	939	855	855	855	855
总流动负债	1,629	1,895	2,191	2,581	2,983
长期贷款	269	279	379	479	579
其他长期负债	160	128	281	491	753
总长期负债	429	407	660	969	1,332
总负债	2,058	2,303	2,851	3,550	4,315
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	3,932	8,959	9,460	10,279	11,478
股东权益	3,932	8,959	9,460	10,279	11,478
总权益	3,932	8,959	9,460	10,279	11,478

资料来源：公司资料，交银国际预测

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税前利润	(101)	467	537	877	1,283
折旧及摊销	132	143	168	182	208
营运资本变动	(136)	(713)	(596)	(728)	(684)
税费	(1)	(31)	(35)	(58)	(85)
其他经营活动现金流	170	250	177	210	263
经营活动现金流	64	117	251	482	985
资本开支	(271)	(342)	(262)	(359)	(450)
投资活动	1,227	(2,705)	0	0	0
其他投资活动现金流	0	(2,507)	0	0	0
投资活动现金流	956	(5,554)	(262)	(359)	(450)
负债净变动	217	112	100	100	100
权益净变动	34	4,234	0	0	0
其他融资活动现金流	116	(15)	0	0	0
融资活动现金流	367	4,330	100	100	100
汇率收益/损失	14	(84)	0	0	0
年初现金	1,554	2,839	1,664	1,752	1,975
年末现金	2,839	1,663	1,752	1,975	2,610

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标 (人民币)					
核心每股收益	(0.792)	3.133	3.605	5.886	8.615
全面摊薄每股收益	(0.792)	2.977	3.425	5.592	8.186
每股账面值	30.434	64.384	67.989	73.874	82.489
利润率分析 (%)					
毛利率	42.6	41.8	39.5	36.5	33.4
EBITDA利润率	(2.9)	16.5	13.1	15.4	18.0
EBIT利润率	(9.3)	11.7	9.2	12.4	15.2
净利率	(4.9)	14.4	11.5	13.7	16.0
盈利能力 (%)					
ROA	(1.8)	5.1	4.3	6.3	8.1
ROE	(2.6)	6.8	5.4	8.3	11.0
ROIC	(2.3)	6.1	5.0	7.6	10.1
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	2.9	3.7	3.7	3.6	3.7
存货周转天数	147.6	138.8	138.8	138.8	138.8
应收账款周转天数	134.4	152.2	152.2	152.2	152.2
应付账款周转天数	105.6	122.7	122.7	122.7	122.7

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**

2026年5月21日
禾赛集团 (2525 HK)

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期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期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有拥有于本报告期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、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成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、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、滴普科技股份有限公司、Mixres 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、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海攀达科技发展股份有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、爱芯元智半导体股份有限公司、牧原食品股份有限公司、国民技术股份有限公司、福信富通科技股份有限公司、宁波菲仕技术股份有限公司、智慧互通科技股份有限公司、深圳市兆威机电股份有限公司、南京埃斯顿自动化股份有限公司、上海易景信息科技股份有限公司、广东云徙智能科技股份有限公司、驭势科技（北京）股份有限公司及北京深演智能科技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及光大证券股份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，并可能受送递延误、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，委任其认为必要的法律、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。