

## 禾赛-H (2525 HK, 买入, 目标价: HK\$241.00)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$241.00 当前股价: HK\$158.50

股价上行/下行空间 +52%

52 周最高/最低价 (HK\$) 244.00/116.30

市值 (US\$mn) 3,180

当前发行数量(百万股) 157

三个月平均日交易额 (US\$mn) 29

流通盘占比 (%) 83

主要股东 (%)

Ferret Star 6

Galbadia 6

ALBJ 6

按 2026 年 5 月 20 日收市数据

资料来源: FactSet

### 主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	241.00	249.00	-3%
2026E EPS (RMB)	4.28	4.66	-8%
2027E EPS (RMB)	5.66	5.80	-2%
2028E EPS (RMB)	7.23	7.41	-2%

### 股价表现



资料来源: FactSet

### 华兴对比市场预测 (差幅%)

	2026E	2027E
营收 (RMBmn)	4,353 (+6%)	5,964 (-5%)
EPS (RMB)	3.61 (+19%)	5.96 (-5%)

注: 所示市场预测来源于 Wind。正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

### 研究团队

王一鸣, 分析师

证书编号: S1680521050001

电话: +86 21 6015 6850

电邮地址: ymwang@huaxingsec.com

## 1Q26 业绩强劲, SGI 业务预计快速增长

• 1Q26 激光雷达出货量 471,723 台, 净利润转正。

• SGI 业务预计在 2027 年贡献 5 亿元收入。

• 重申“买入”评级, 最新目标价为 241.00 港元。

**1Q26 业绩强劲:** 根据禾赛科技 1Q26 财报, 公司当季激光雷达总出货量 471,723 台 (同比+140.9%), 其中 ADAS 激光雷达 353,441 台 (同比+141.9%), 机器人激光雷达 118,282 台 (同比+137.8%), 对应总收入为 6.81 亿元 (同比+29.6%), 收入增速低于出货量增速主要是由于雷达均价下降; 我们测算 1Q26 激光雷达的平均售价约为 1,441 元 (同比-44.5%)。毛利率同比小幅下滑 2.6ppts 至 39.1%, 经营费用率 43.9% (同比下降 10.9ppts), 营业亏损收窄至 856 万元; 由于利息收入大幅增长至 0.57 亿元, 因此 GAAP 归母净利润转正至 0.18 亿元。

**成立战略增长业务:** 为更精准体现公司战略布局, 自本季度起, 禾赛科技将除核心激光雷达之外的业务均归类为战略新兴业务 (SGI), 主要包括空间智能终端 (首款产品为 Kosmo) 和机器人驱动模组。激光雷达主业 1Q26 实现经营性利润 4,200 万元, 而战略新兴业务 (SGI) 录得经营性亏损 5,100 万元, 主要归因于公司布局物理人工智能赛道的前瞻性战略投入。公司预计 SGI 将于 2026 年第二季度开始贡献收入, 并预计在今年贡献约 1 亿元的净收入, 中长期规划目标为 2027 年板块营收规模突破 5 亿元人民币, 成为继激光雷达之后的第二大核心增长曲线。

**重申“买入”评级, 目标价调整至 241.00 港元:** 公司在财报中指引 2Q26 收入为 8.5~9.0 亿元 (同比+20%~27%), 对应激光雷达出货量为 65 万台, 并维持全年 300~350 万台激光雷达出货量目标不变。同时, 禾赛科技公告和奔驰达成 L3 战略合作协议以及新获一家欧洲主机厂定点 (订单超 100 万台), 由此我们仍对公司未来激光雷达的销量增长持乐观态度。考虑到 1Q26 激光雷达均价下跌以及 SGI 业务的初期投入, 我们下调 2026~28 年收入预测和相应归母净利润预测, 但仍采用 6 倍 2027 年 P/S 估值法对公司估值, 得到最新目标价为 241.00 港元。

**风险提示:** 新能源车销量不及预期, 激光雷达在机器人领域的应用发展不及预期, 行业竞争加剧, 海外市场发展风险。

### 财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (RMBmn)	2,077	3,028	4,634	5,677	7,439
息税前利润 (RMBmn)	(205)	169	544	780	1,055
归母净利润 (RMBmn)	14	551	711	959	1,249
每股收益 (RMB)	0.10	3.76	4.28	5.66	7.23
市盈率 (x)	N/A	42.9	33.3	25.2	19.7

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

## 风险提示

- **新能源车销量不及预期：**ADAS 激光雷达仍然是禾赛科技当前销量最主要的贡献来源和增长动力，2025 年销量占比超过 80%。2026 年以来，受补贴退坡和反内卷政策等影响，国内新能源车销量面临较大压力。若销量不及预期将对禾赛科技的 ADAS 激光雷达收入产生不利影响。
- **激光雷达在机器人领域的应用发展不及预期：**虽然机器人有望成为继 ADAS 激光雷达的下一个增长推手，但当前整体机器人行业的商业化应用前景依然高度不确定，尤其是人形机器人产品。如果未来机器人发展不及预期，或激光雷达对于机器人产品的必要性下降、能够被其他传感器取代，则可能对激光雷达的增长空间带来不利，从而影响市场对禾赛科技未来的收入预期和估值。
- **行业竞争加剧：**当前国内的主流激光雷达供应商包括禾赛科技、速腾聚创、华为和图达通，格局较为稳定。随着新能源车增速下滑，供应商对市场份额的竞争可能会日趋激烈。而其他大型主机厂可能也会在来自研激光雷达，导致行业竞争进一步加剧。
- **海外市场发展风险：**禾赛科技在 2024 年 1 月被美国国防部列入中国军事企业清单（CMC 清单/1260H 清单），使其目前无法出口至美国市场。禾赛科技在海外市场可能面临包括关税和其他非关税贸易壁垒的影响，导致其海外市场发展进程不及预期。

**附：财务报表**

年结: 12月

**利润表**

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
产品收入	2,983	4,514	5,552	7,313
服务收入	45	120	125	126
<b>营业收入</b>	<b>3,028</b>	<b>4,634</b>	<b>5,677</b>	<b>7,439</b>
营业成本	(1,762)	(2,780)	(3,406)	(4,612)
<b>毛利润</b>	<b>1,265</b>	<b>1,854</b>	<b>2,271</b>	<b>2,827</b>
管理及销售费用	(481)	(602)	(704)	(855)
其中: 研发支出	(797)	(857)	(937)	(1,116)
其中: 市场营销支出	(192)	(255)	(295)	(372)
其中: 管理支出	(289)	(348)	(409)	(484)
<b>息税前利润</b>	<b>169</b>	<b>544</b>	<b>780</b>	<b>1,055</b>
<b>息税折旧及摊销前利润</b>	<b>320</b>	<b>703</b>	<b>952</b>	<b>1,241</b>
利息收入	130	120	132	145
利息支出	(19)	(20)	(21)	(22)
<b>税前利润</b>	<b>467</b>	<b>651</b>	<b>899</b>	<b>1,187</b>
所得税	(31)	(40)	(50)	(49)
<b>净利润</b>	<b>436</b>	<b>611</b>	<b>849</b>	<b>1,138</b>
<b>调整后净利润</b>	<b>551</b>	<b>711</b>	<b>959</b>	<b>1,249</b>
<b>基本每股收益 (RMB)</b>	<b>3.13</b>	<b>3.84</b>	<b>5.23</b>	<b>6.87</b>
<b>稀释每股调整收益 (RMB)</b>	<b>3.76</b>	<b>4.28</b>	<b>5.66</b>	<b>7.23</b>

**资产负债表**

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>7,069</b>	<b>7,531</b>	<b>7,963</b>	<b>8,421</b>
货币资金	1,663	1,747	1,834	1,926
应收账款	1,357	1,529	1,675	1,832
存货	670	704	739	776
其他流动资产	3,378	3,551	3,715	3,887
<b>非流动资产</b>	<b>4,192</b>	<b>1,552</b>	<b>1,626</b>	<b>1,706</b>
固定资产	1,099	1,132	1,166	1,201
无形资产	96	105	115	125
商誉	0	0	0	0
其他	148	170	185	200
<b>资产</b>	<b>11,261</b>	<b>9,083</b>	<b>9,589</b>	<b>10,127</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,895</b>	<b>1,895</b>	<b>2,050</b>	<b>2,280</b>
短期借款	448	550	600	660
预收账款	0	0	0	0
应付账款	743	670	705	800
长期借款	279	400	500	550
非流动负债	128	130	150	170
<b>负债</b>	<b>2,303</b>	<b>2,425</b>	<b>2,700</b>	<b>3,000</b>
股份	0	0	0	0
资本公积	11,926	8,935	8,313	7,408
未分配利润	(2,974)	(2,363)	(1,514)	(376)
<b>归属于母公司所有者权益</b>	<b>8,959</b>	<b>6,658</b>	<b>6,889</b>	<b>7,127</b>
少数股东权益	0	0	0	0
<b>负债及所有者权益</b>	<b>11,261</b>	<b>9,083</b>	<b>9,589</b>	<b>10,127</b>

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

**现金流量表**

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>净利润</b>	<b>436</b>	<b>611</b>	<b>849</b>	<b>1,138</b>
折旧摊销	152	159	172	186
利息 (收入) / 支出	(3)	(5)	(7)	(7)
其他非现金科目	181	178	200	206
其他	5	3	3	4
营运资本变动	(653)	(311)	(418)	(416)
<b>经营活动产生的现金流量</b>	<b>117</b>	<b>635</b>	<b>799</b>	<b>1,110</b>
资本支出	(342)	(343)	(319)	(331)
收购及投资	(3,826)	(3,843)	(3,406)	(3,625)
处置固定资产及投资	1,021	3,097	2,631	2,864
其他	(2,407)	5	2	4
<b>投资活动产生的现金流量</b>	<b>(5,554)</b>	<b>(1,084)</b>	<b>(1,092)</b>	<b>(1,088)</b>
股利支出	(293)	(103)	(132)	(118)
债务筹集 (偿还)	69	213	166	189
发行 (回购) 股份	4,277	1,847	2,053	1,950
其他	293	103	132	118
<b>筹资活动产生的现金流量</b>	<b>4,346</b>	<b>2,060</b>	<b>2,219</b>	<b>2,139</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>(1,091)</b>	<b>1,611</b>	<b>1,926</b>	<b>2,162</b>
<b>自由现金流</b>	<b>(5,437)</b>	<b>(449)</b>	<b>(293)</b>	<b>23</b>

**关键假设**

	2025A	2026E	2027E	2028E
激光雷达销量	1,620,406	3,000,000	4,100,000	6,000,000

**财务比率**

	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>YoY (%)</b>				
营业收入	45.8	53.1	22.5	31.0
毛利润	43.0	46.5	22.5	24.5
息税折旧及摊销前利润	538.3	119.5	35.4	30.4
净利润	525.8	40.2	38.9	34.0
调整后净利润	3,922.0	29.2	34.8	30.2
稀释每股调整收益	496.2	22.7	36.2	31.4
调整后稀释每股调整收益	3,659.5	14.0	32.2	27.7
<b>盈利率 (%)</b>				
毛利率	41.8	40.0	40.0	38.0
息税折旧摊销前利润率	10.6	15.2	16.8	16.7
息税前利润率	5.6	11.7	13.7	14.2
净利率	14.4	13.2	15.0	15.3
调整后净利率	18.2	15.3	16.9	16.8
净资产收益率	4.9	9.2	12.3	16.0
总资产收益率	3.9	6.7	8.9	11.2
<b>流动资产比率 (x)</b>				
流动比率	3.7	4.0	3.9	3.7
速动比率	3.4	3.6	3.5	3.4
<b>估值比率 (x)</b>				
市盈率	42.9	33.3	25.2	19.7
市净率	2.5	3.4	3.4	3.3
市销率	7.4	4.8	3.9	3.0

## 附录

### 【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 【法律声明】

#### 一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

### 【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10%以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于-10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10%以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于-10%。