

豪威集团 (603501.SH)

公司报告 | 首次评级报告

2025年12月16日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	124.8
总市值	1509.34 亿
PE-TTM	36.30
PB-MRQ	5.49

估值结果

价值	1251 亿
DDM 估值 上行空间	-17%
状态	合理估值
价值	1284 亿
动态估值 上行空间	-15%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

豪威集团为CIS（CMOS 图像传感器）全球市场龙三，技术达到全球领先水准，产品广泛应用于手机摄像头、汽车智驾摄像头以及安防和医疗等领域的摄像头。其他业务包括显示和模拟芯片以及半导体分销等。

豪威成长空间较大，下游车规CIS市场、运动相机等新兴市场需求旺盛，在传统智能手机市场公司近年来成功突破高端主摄，不断夺取索尼的份额。公司盈利趋势稳健，行业价格战风险低。行业竞争格局良好，豪威为CIS龙三，全球市占率超10%，在国产手机和汽车市场中占有率极高。公司护城河较宽，主要是由于CIS设计有深厚的技术和经验壁垒，其中车规级市场转换成本较高。

基于车规CIS和其他新兴市场需求旺盛、智能手机市场竞争加剧的假设，公司当前股价仍有所高估。

我们区别于市场的观点

市场对豪威在智能手机领域全面替代索尼预期乐观，对豪威在消费电子方面的成长空间预期较高。但是，一方面CIS技术进入成熟期，公司已经达到全球领先的技术水平，比较难通过技术革新提高市场占有率，另一方面头部智能手机厂商有可能合作或自研高端CIS，存量市场竞争激烈。我们认为索尼仍然会维持龙头地位，豪威的成长空间主要在于国产智驾新能源、运动相机等下游厂商渗透率提升和出海带来的市场空间增长，以及国产替代和降本需求带来的公司市占率的提升。

风险提示

新能源智驾渗透率不及预期影响公司成长性的风险；智能手机厂商自研、国产友商打入高端市场导致行业竞争加剧的风险；公司技术研发、新品迭代未能维持市场领先的风险。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 研发高端度	5
3.2 研发强度	5
3.3 人力资源高端度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	9
6. 公司估值	10
6.1 核心假设及逻辑	10
6.2 动态估值	14
6.3 DDM估值	14
6.4 估值确定性	14

图表目录

图1：预测2025年收入占比	5
图2：预测2025年毛利占比	5
图3：近年公司盈利能力趋势图	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	10
表2：公司整体业绩预测	12
表3：公司分业务业绩预测	13
表4：公司整体及分业务动态估值	14
表5：公司整体及分业务DDM估值	14

1. 基本信息

豪威集团原名韦尔股份，2018年前主营半导体分销业务，通过收购不断拓展芯片设计版图，在2019年收购美国豪威科技后主营业务变为CMOS图像传感器。豪威科技曾是全球重要的CMOS图像传感器供应商，虽在2011年失去苹果供应商身份后市场份额有所萎缩，但仍稳坐CMOS传感器市场全球第三的位置。公司其他业务包括显示与模拟芯片设计、半导体分销等。

2. 业务介绍

对于豪威集团公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

车规CIS：

CIS（CMOS图像传感器）是一种基于CMOS（互补金属氧化物半导体）技术的图像采集器件，目前已经在绝大多数市场取代了传统的CCD图像传感器，广泛应用于智能手机、汽车电子、安防、机器视觉、医疗、笔记本电脑等下游市场。公司从事CIS的设计业务，晶圆代工和封测外包给上游企业。CIS下游市场以智能手机、汽车、安防为主，考虑到竞争格局和产品导入时间的区别，我们将车规与其他CIS分开做盈利预测。我们对车规CIS业务竞争市场界定为全球。

手机及其他CIS：

应用于手机、安防、医疗、机器视觉等市场的CMOS图像传感器。我们对手机及其他CIS业务竞争市场界定为全球。

显示和模拟芯片：

公司从事TDDI、DDIC、TED等显示驱动芯片和LDO、DCDC、接口等模拟芯片的设计业务。我们对该业务竞争市场界定为国内。

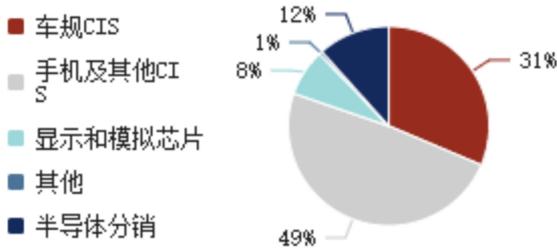
其他：

公司从事半导体技术服务等其他业务。我们对该业务竞争市场界定为国内。

半导体分销：

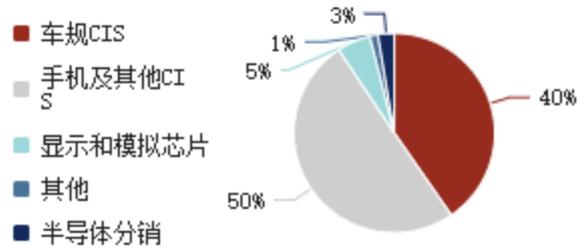
公司从事电子元件、结构器件、机电系统、集成电路、射频器件等半导体产品的代理销售业务。我们对该业务竞争市场界定为国内。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司是无晶圆厂（Fabless）半导体设计公司，仅从事CMOS 图像传感器、显示及模拟芯片的设计业务，晶圆制造和封装测试外包给上游供应商。公司资产较轻，毛利率较高，员工中研发人员占多数。

3.1 研发高端度



公司研发人员的人均研发费用高，芯片设计需进行流片和测试验证，若测试结果不理想需重新设计、流片。单次流片费用高昂，随着高端CIS 不断向先进制程演进，从55nm 已经提升到了如今的22nm，流片费用进一步增加。

3.2 研发强度



公司以芯片研发设计为主，研发费用投入较高。公司部分产品生命周期较短，需要不断研发迭代新产品，以保持技术优势。

3.3 人力资源高端度



公司作为无晶圆厂芯片设计公司，核心员工是高素质研发设计人员。截至2024 年底，研发人员占总员工数量的44.4%，公司研发人员中硕博以上占比60.45%。

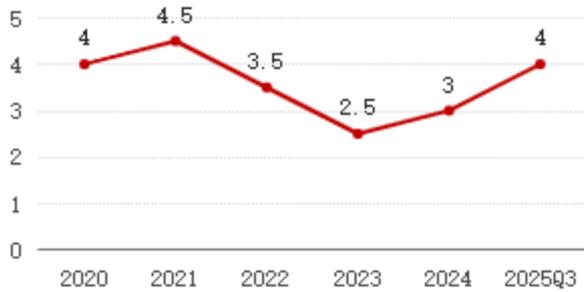
4. 历史经营绩效

公司作为Fabless 芯片设计公司，盈利能力受上游代工价格和下游需求影响周期性波动。公司受益于国产替代成长性优秀，受消费电子周期影响2022-2023 年下滑。公司业务控制力中上，净占款水平一般，现金流收入比高。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3: 近年公司盈利能力趋势图



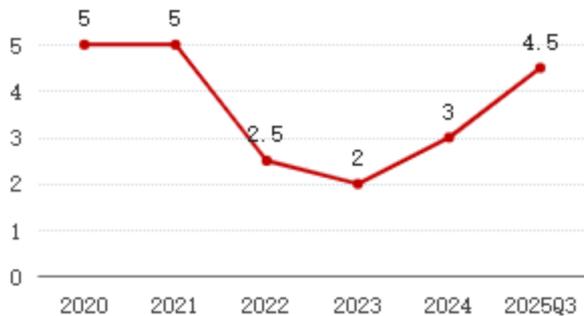
数据来源: 公司财报, 壹评级

公司盈利能力受上游晶圆代工和封测价格及下游市场需求的影响, 呈现出明显的周期性。智能手机市场2021年高景气带动公司利润上升, 2022-2023年周期下行, 且2023年上游晶圆代工大幅涨价, 公司利润率承压; 2024-2025年受益于消费电子市场回暖, 新能源的智驾平权带来的需求走强, 车规级CIS毛利率较高, 公司盈利能力有所回升。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4: 近年公司历史成长能力趋势图



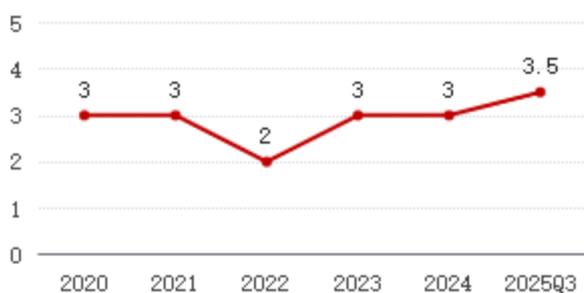
数据来源: 公司财报, 壹评级

近年来车规级CIS市场高速增长及公司高端产品市占率提升, 公司成长性优秀, 但也受下游需求影响周期性波动。公司2019年收购整合豪威科技和思比科, CIS市占率提升。2021年疫情后需求释放加上5G等新技术落地, 智能手机市场处于周期高点; 2022-2023年消费电子市场周期下行, 安防市场疲软; 2024年以来受益于消费电子市场回暖和智驾摄像头需求的增长, 公司收入稳健提升。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5: 近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



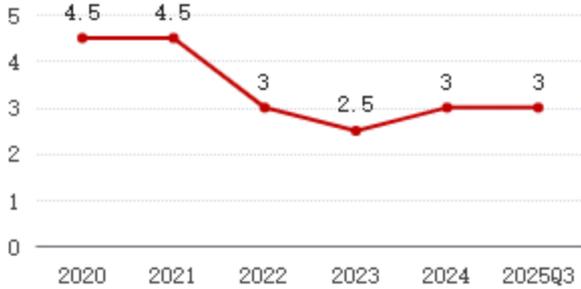
数据来源: 公司财报, 壹评级

整体来看, 公司业务控制力中上, 经营性现金流占收入比重较高, 净占款为负数, 净占款/总资产比例相对A股平均值较低, 主要是因为公司上游是各大晶圆厂, 订单需预付款。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6: 近年股东回报能力趋势图



公司ROE受下游市场周期影响波动，随着公司市占率提升和产品结构优化好转。

数据来源：公司财报，壹评级

5. 四维评级

公司作为CIS全球市场龙三，车规级CIS细分市场龙一，具有深厚的技术积累和强大的研发能力，技术达到全球领先水准，护城河深厚。智能手机CIS市场仍有国产替代空间，智驾摄像头和运动相机、全景相机等机器视觉市场尚未饱和，成长空间广大。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长能力强，离业绩天花板还有较大空间。成长空间主要来自于：①公司在智能手机市场高端CIS的渗透率提高，随着公司技术追赶上索尼，且CIS不断向更先进制程发展，索尼的技术和产能优势在削弱；②智驾在整个汽车市场中的渗透率还有较大提升空间；③机器视觉等新兴市场增速迅猛。

车规CIS (5星):

公司在车规CIS领域市占率第一，在国内车企渗透率已达到60%-70%，很难再提升占有率，成长空间主要来自于下游市场空间的增长。目前中国以外的地区电动车渗透率仍然较低，国内新能源企业均布局出海，电动车渗透率长期还有提升空间。此外，根据群智咨询估算，2024年L2及以上自动驾驶渗透率仅45%，2030年渗透率将达到85%。智驾单车摄像头数量在8-15个不等，随着汽车电动化、智能化程度加深，CIS的需求还有很大成长空间。

手机及其他CIS (3星):

智能手机市场成熟，成长空间主要来自于公司在国产品牌中高端CIS的渗透率提高。索尼2023年还占有手机CIS市场58%的市场份额，但产品在性能上对比豪威已经没有明显优势。除此之外，国产全景相机业绩增速迅猛，厂商也在用豪威替代索尼，未来或可打开较大市场空间。安防等市场规模基本稳定，产品升级和更新换代有望扩大对更高端、价格更高的CIS的需求。

5.2 盈利趋势



公司历史盈利能力稳定，预期未来盈利能力略有提升。随着公司产品结构优化，毛利较高的高端手机 CIS、车规CIS 等占比提高。车规级CIS 长期毛利率高于消费级市场，随着汽车电动化、智能化的发展，公司的汽车电子业务未来增速会明显高于消费级市场。公司作为产业前三龙头，对下游市场有较强的议价能力，产品较难被替代，遭遇价格战的风险很低。

车规CIS (4星):

车规CIS 相比手机、安防等CIS 溢价更高，且转换成本高、客户粘性强。摄像头占汽车智驾系统总成本的比例不高，且价格明显低于激光雷达，汽车厂商在摄像头和CMOS 传感器上节约成本的动力一般。公司在车规级市场占有率高，技术领先，能够长期维持较高的利润率，遭遇价格战的风险很低。

手机及其他CIS (2星):

手机市场低端CIS 和高端CIS 价格差距很大，低端产品竞争激烈价格低廉，高端产品价格远高于低端产品。手机厂商追求每年在影像技术上更新迭代，愿意为公司不断研发的高端CIS 支付高溢价。公司在低端市场渗透率高，在旗舰机主摄等高端市场渗透率还有提升空间。未来随着公司技术进步，高端CIS 出货量占比提升，盈利能力能够有所提高。但下游手机厂商自研可能导致竞争加剧，对盈利能力造成一定影响。

5.3 产业格局



公司作为行业龙三，已经在高端手机CIS 等领域实现了对索尼的部分替代，在车规CIS 领域超越安森美成为车规级CIS 市场龙一。公司上游的代工晶圆厂在产业链中地位较强势，下游应用领域多，客户较为分散，总体而言公司产业格局中等。

车规CIS (3星):

车规级CIS 产业格局较好，2024 年公司车规CIS 出货量全球第一，与比亚迪等头部车企深度合作，产品已进入英伟达供应链，支持支持其NVIDIA DRIVE AGX Thor 智驾生态系统。公司竞争对手主要是安森美和索尼，安森美受限于产能、价格及技术迭代不及同行，市场份额逐渐流失，索尼主攻手机CIS，近年逐渐加快对车载CIS 的布局。大部分车企无意于自研CIS，上下游一体化威胁很小。汽车行业上百年来形成了整车厂商将非核心零部件外包给专业厂商的模式，仅自研发动机、三电系统等核心构件，虽然比亚迪有自己的半导体部门，但在CIS 的研发上比较落后，

手机及其他CIS (2.5星):

公司在手机市场占有率排在索尼、三星之后，市场占有率约10%，下游是各大手机厂商、安防摄像头厂商等。索尼在手机高端CIS领域的统治地位逐渐削弱，在国产手机中逐渐被豪威替代，在苹果供应链的地位在三星威胁。三星的高端手机CIS主要用于三星手机，依托于三星手机有较高市占率，主要供应其他品牌的长焦副摄。行业有一定下游垂直一体化的风险，头部手机厂商有自研处理器芯片、ISP、SOC等芯片的技术实力，近几年苹果、华为分别和三星、思特威合作自研高端CIS。安防市场占有率约三分之一，市场格局稳定。机器视觉市场，运动相机、无人机厂商正在用豪威的CIS替代索尼，产业格局逐渐改善。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较深，主要系CMOS 图像传感器的研发壁垒较高，设计较依赖经验积累，此外车规CIS还有较高的转换成本壁垒和客户粘性。公司的CIS性能全球领先，和索尼、三星技术接近，各有优势，能够持续不断地研发出技术领先、性能领先的CIS，具备较强的竞争优势。公司业务控制力良好，现金流稳健，利润率居于行业前列。

表1: 护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
车规CIS	<p>(5星) 公司车规CIS业务护城河宽，业务控制力较好，车规CIS业务经壹评级调整后的ROE为38.3%，ROIC为28.1%，利润率和超额收益显著高于其他市场。公司在汽车市场的业务护城河主要来自于技术、专利壁垒及下游零部件厂商、车企的高转换成本壁垒。汽车市场CIS的需求主要是智驾摄像头，公司在前视、环视、后视均有产品布局，性能优异，在国产厂商中几乎没有对手，占据了国产汽车市场约六成份额。车规级CIS对寿命、鲁棒性、安全性要求严苛，新产品导入需经长期测试且替换流程繁琐，下游客户更倾向选择经实际验证的产品及供应商。高转换成本下，客户对长期稳定供货需求强烈，而国产豪威相较美国安森美、日本索尼，在供应链安全性上更具保障。</p>	<p>(4.5星) 公司的技术和专利优势持续性强，难以被竞争对手复刻，汽车由于安全性要求较高，转换成本壁垒持续性强。CIS设计对经验积累和技术要求极高，且需持续研发投入以实现产品迭代，当前技术已进入成熟期，后来者难以通过革命性创新改变行业格局。由于智能手机CIS为追求先进影像而频繁迭代的技术可复用至车规级CIS，相比于专注车规CIS的安森美和车规级市场起步较晚的索尼，公司具备更快的技术迭代速度和更优的研发效益，产品在动态范围、夜视性能、信噪比等核心指标上均处于行业领先。</p>
手机及其他CIS	<p>(4星) 公司除汽车以外的CIS业务护城河较宽，业务控制力较好，经壹评级调整后的ROE为18.9%，ROIC为13.9%。公司核心护城河在于技术和专利优势，拥有以TheiaCel™、PureCel®Plus-S和Nyxel®为核心的专利矩阵，高端产品性能与索尼、三星媲美，具有高动态范围、高信噪比等性能优势。豪威的产品在国产旗舰机、高端机中担任主摄CIS，能够满足各类下游厂商在影像功能上的严苛追求。</p>	<p>(5星) 公司在手机及其他CIS业务的核心护城河持续性强，竞争对手难以攻破技术和专利壁垒。手机厂商每年都会推出影像升级的旗舰机型，而旗舰机搭载的主摄CIS，次年通常会用在同品牌的次高端机型上。公司的主摄CIS被旗舰机采用相当于保证了一到两年内在该手机品牌的渗透率。而且高端主摄CIS的价格远高于副摄或低端机主摄，是公司营收的主要来源。因此厂商没法只靠某一项专利或某一代产品的领先长期维持市场地位，必须具有持续研发性能领先的产品能力。公司有三十年的CIS研发技术积累，目前技术已达世界一流水平，产品性能和索尼接近，部分产品技术甚至更领先，挑战者很难追赶。而且智能手机领域的CIS技术迭代经验，还能复用到汽车电子、安防、机器视觉等其他领域，可提升研发效益并让这些领域同样保持领先。</p>

数据来源：壹评级

6. 公司估值

公司当前偏高估，主要是由于市场情绪乐观，风险偏好变强，股价今年7月以来涨幅较大。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括CMOS 图像传感器、显示和模拟芯片、半导体分销，公司营业收入、利润和未来成长性主要来自于CMOS 图像传感器业务。我们分车规CIS和手机等其他CIS两个市场进行盈利预测并估值，各市场的预测核心假设及逻辑如下：

车规CIS：

1) 销量假设：

汽车市场按成熟市场每年2%的销量增速进行估算，车规CIS销量通过“新能源车渗透率×L2及以上智驾渗透率×豪威市场占有率”的逻辑测算。从市场趋势看，新能源车在海外市场仍有较大提升潜力，据此假设全球新能源车渗透率将从2024年的20%逐步提升至40%；智驾渗透率当前已达50%，长期有望提升到70%。

在市场竞争格局方面，出于供应链安全考量，特斯拉大概率将持续采用索尼和安森美产品，因此核心增长逻辑聚焦于比亚迪、新势力等国产品牌的出海进程——随着其在全球新能源车市场的市占率提升，将为国产CIS的替代打开更大空间。从豪威自身竞争地位来看，其在国产新能源车型中的渗透率已达60%-70%，进一步提升的难度较高，故假设豪威市占率在预测期内保持稳定。

2) 价格及毛利率假设：

豪威在车规CIS市场拥有较高市占率，具备一定议价能力；同时，车规级CIS存在较高的转换成本壁垒和技术门槛，行业竞争格局相对稳定。基于此，假设车规级CIS在显性期的价格和毛利率保持稳定；长期来看，随着竞争对手产品逐步导入市场，行业竞争略有加剧，假设毛利率当前40%，未来小幅下降至35%。

手机及其他CIS：

1) 销量假设：

智能手机市场已进入成熟阶段，假设整体市场规模基本保持稳定，收入测算采用“分品牌估算各品牌不同价位CIS需求量×单价×公司在该品牌的渗透率”的方法。从竞争格局分析，核心替代机会集中于国产品牌：苹果虽有意降低对索尼的依赖，但选择与三星合作自研；三星采用自研CIS；华为则与思特威合作自研并对其进行扶持。

豪威在技术和产品层面已基本追平索尼，增长核心来自对小米、OPPO、VIVO等国产品牌中索尼高端CIS产品的替代，据此预计公司在手机CIS市场的占有率将从当前的10%左右逐步提升至20%。

其他细分市场中，安防、笔记本电脑市场已进入成熟阶段，无明显增量空间，假设业绩保持稳定；医疗、机器视觉领域具备较高成长性，尽管当前整体市场规模不大，但假设在显性期保持20%-30%的CAGR，进入半显性期后增速逐步回落至成熟市场2%的水平。

2) 价格及毛利率假设：

公司通过持续研发迭代推出具备溢价能力的新产品，且CIS行业集中度较高，公司在市场中具备一定议价权。据此假设：中低端产品及旧款产品价格略有下降，高端产品价格基本保持稳定；手机、安防、机器视觉等市场的毛利率整体保持稳定，略低于车规CIS的毛利率水平。

表2：公司整体业绩预测

豪威集团	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	200.8	210.2	257.3	339.8	386.3	444.8	486.2	522.7
归母净利润(亿)	9.9	5.6	33.2	58.4	65.4	76.0	78.4	82.6
归母净利润增速(%)	-77.9	-43.9	498.5	75.6	12.1	16.2	3.1	5.3
经营性净利润(亿)	4.2	4.5	29.6	55.2	62.2	73.0	76.0	80.1
经营性净利润增速(%)	-90.0	6.6	552.8	86.5	12.8	17.3	4.1	5.4
经营性归母净利润(亿)	4.4	4.6	29.9	54.6	61.6	72.3	75.2	79.3
经营性归母净利润增速(%)	-89.5	5.5	546.5	82.5	12.8	17.3	4.1	5.4

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

车规CIS	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	36.3	45.5	59.0	106.8	136.2	173.1	199.6	223.3
收入增速(%)	56.5	25.2	29.9	80.9	27.4	27.1	15.3	11.9
经营性净利润(亿)	2.5	6.8	12.0	27.3	32.4	40.3	41.7	44.2
经营性净利率(%)	6.9	15.0	20.2	25.5	23.8	23.3	20.9	19.8
经营性净利润增速(%)	-49.3	171.3	75.6	128.3	18.6	24.3	3.7	5.9
手机及其他CIS	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	100.4	109.9	132.8	166.2	181.9	202.0	215.2	226.3
收入增速(%)	-31.5	9.4	20.9	25.1	9.5	11.0	6.6	5.2
经营性净利润(亿)	0.4	-2.9	16.3	24.8	26.7	29.4	30.7	32.1
经营性净利率(%)	0.4	-2.7	12.3	14.9	14.7	14.5	14.3	14.2
经营性净利润增速(%)	-98.1	-772.1	655.0	52.0	7.4	10.2	4.5	4.6
显示和模拟芯片	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	27.3	24.0	24.5	25.7	27.0	28.4	29.8	31.3
收入增速(%)	-18.7	-12.0	1.9	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
经营性净利润(亿)	2.5	0.4	1.0	1.5	1.6	1.7	1.7	1.8
经营性净利率(%)	9.1	1.5	4.0	5.9	5.9	5.8	5.7	5.7
经营性净利润增速(%)	-78.5	-85.0	163.9	56.4	3.5	4.5	2.3	5.0
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	1.1	1.1	1.5	1.7	1.8	2.0	2.2	2.4
收入增速(%)	-2.9	5.2	37.1	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
经营性净利润(亿)	0.6	0.7	0.6	1.1	1.2	1.4	1.5	1.7
经营性净利率(%)	59.1	67.2	36.5	67.6	67.6	67.6	67.6	67.6
经营性净利润增速(%)	0.8	19.6	-25.5	103.6	10.0	10.0	10.0	10.0
半导体分销	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	35.6	29.7	39.4	39.4	39.4	39.4	39.4	39.4
收入增速(%)	-2.6	-16.7	32.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	-1.8	-0.4	-0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
经营性净利率(%)	-5.0	-1.5	-0.6	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
经营性净利润增速(%)	-166.9	75.0	46.8	265.9	0.9	-0.1	-3.7	0.9

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
车规CIS	6.2%	中等	较好	强	7.8%	18.65	43.4
手机及其他CIS	3.2%	中等-	一般	强	7.8%	15.5	31.6
显示和模拟芯片	3.1%	中等-	一般	一般	7.8%	12.68	1.7
半导体分销	-	中低	一般	一般	7.8%	11.62	0.4
其他	5.8%	中等	一般	一般	7.5%	14.36	1.6
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
车规CIS(亿)	83.8	600.3	684.1	12.4	-	25.0	721.5
手机及其他CIS(亿)	85.3	363.5	448.8	27.9	-	25.0	501.7
显示和模拟芯片(亿)	3.4	16.4	19.9	5.1	-	-	25.0
半导体分销(亿)	1.6	3.3	4.9	8.3	-	-	13.2
其他(亿)	5.1	17.2	22.3	0.3	-	-	22.6
公司整体测算(亿)	179.2	1000.8	1180.0	54.0	-	50.0	1284.0

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
车规CIS(亿)	312.2	326.1	638.3	12.4	-	25.0	675.7
手机及其他CIS(亿)	250.5	208.4	458.9	27.9	-	25.0	511.8
显示和模拟芯片(亿)	9.4	9.2	18.6	5.1	-	-	23.7
半导体分销(亿)	2.5	-0.8	1.8	8.3	-	-	10.0
其他(亿)	14.8	15.0	29.8	0.3	-	-	30.1
公司整体测算(亿)	589.4	557.9	1147.3	54.0	-	50.0	1251.3

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆☆

公司业绩确定性一般，短期业绩受下游市场需求波动和新产品研发导入的进度影响较大，长期看汽车电子、医疗、机器视觉的远期成熟市场规模难以准确估测。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的可持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM 估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	X<-50%	-50%≤X<-30%	-33%≤X<-20%	-20%≤X<25%	25%≤X<50%	50%≤X<100%	X≥100%
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。