

豪威集团 (603501 CH)

上半年业绩稳健；维持“买入”评级

豪威集团公布 2025 年上半年业绩。公司上半年收入同比增长 15% 至 140 亿元人民币，主要受模拟解决方案（同比+21%）与分销业务（同比+42%）的双位数增长驱动。毛利率基本稳定在 30.5%（同比提升 1.3 个百分点）。净利润同比大幅增长 48% 至 20 亿元人民币。受经营杠杆效应和成本管控影响，净利率提升至 14.5%（去年同期为 11.3%）。公司核心业务 CIS（图像传感器）销售额创 103 亿元人民币的新高（同比增长 11%），其中汽车、安防、新兴物联网及医疗 CIS 分别增长 30%、17%、249% 和 68%，抵消了手机 CIS 的疲软（同比下滑 19%）。我们认为公司在 CIS 市场占据有利地位，尤其是在汽车和医疗 CIS 等市场均保持份额领先。预计 2025/26 财年收入将同比增长 18%、25%，净利润增长 24%、50%。维持“买入”评级，目标价为 173 元人民币。

- **汽车 CIS 仍是公司增长的主要驱动力。**汽车 CIS 收入为 38 亿元人民币，同比增长 30%，占 CIS 板块收入的 37%。该业务增长主要受到 ADAS 渗透率提升与座舱影像需求强劲的驱动。凭借约 30% 的全球市场份额（TechInsights）以及中国“智驾平权”政策的推动，我们预计公司 2025/26 年的汽车 CIS 销售额有望实现 40% 的同比增长。
- **手机 CIS 上半年承压**（收入同比下滑 19%）。这主要由于产品需求周期的转换（OV50H 产品生命周期进入尾声，导致需求有所下降），以及中国智能手机市场复苏缓慢（在补贴政策的推动下，国内手机一季度出货量同比增长 3.3%；但二季度需求有所下滑，出货量同、环比下降 4%、4%）。我们认为下半年智能手机市场需求将因季节性有所增长，但预计豪威的手机 CIS 全年收入会出现同比下降，约 15%（IDC/Counterpoint 预测 2025 年智能手机出货量仅增长 0.6%/1.9%）。随着 2 亿像素传感器的客户渗透及新产品的逐步出货，2026 年该业务收入将有望恢复增长。
- **新兴物联网与医疗 CIS 呈现爆发式增长，安防市场需求逐步复苏。**受益于运动相机、XR、机器视觉需求的提振，上半年新兴物联网 CIS 收入同比大幅增长 249% 至 12 亿元人民币。医疗 CIS 同比增长 68% 至 4.43 亿元人民币。安防 CIS 同比增长 17% 至 8.27 亿元人民币，得益于高端产品（Nyxel 技术）逐步被客户接受以及市场需求有所复苏。我们预计 2025 年新兴物联网 CIS 与医疗 CIS 将分别保持 230%、50% 的高速增长。
- **维持“买入”评级，目标价为 173 元人民币**，基于 33.6 倍 2026 年市盈率（与两年历史平均一致）。原目标价为 176 元，基于 41 倍 2025 年市盈率。因手机 CIS 增长放缓、毛利率承压（分销占比提升，导致产品结构发生变化），我们将公司 2025/26 年净利润预测分别下调 19%、15%。我们对公司明年的发展仍持乐观展望，考虑到明年手机 CIS 新品的逐步上量以及利润率的改善（2026 年 50% 的净利润增速）。**主要风险：**智能手机出货疲软以及市场竞争加剧。

买入 (维持)

目标价	173.00 人民币
(旧目标价)	176.00 人民币)
潜在升幅	19.1%
当前股价	145.20 人民币

中国半导体

杨天薇, Ph.D
(852) 3916 3716
lilyyang@cmbi.com.hk

张元圣
(852) 3761 8727
kevinzhang@cmbi.com.hk

蒋嘉豪
(852) 39163739
JiangJiahao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万人民币)	172,792.6
3 月平均流通量(百万人民币)	2,103.5
52 周内股价高/低(人民币)	157.98/82.70
总股本(百万)	1190.0

资料来源: FactSet

股东结构

虞仁荣	27.7%
绍兴韦豪股权投资基金	6.2%

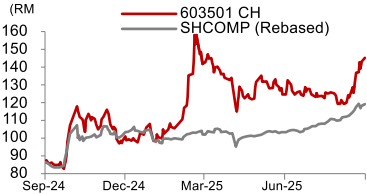
资料来源: 港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	21.7%	11.8%
3 - 月	16.5%	0.7%
6 - 月	2.4%	-12.3%

资料来源: FactSet

股份表现



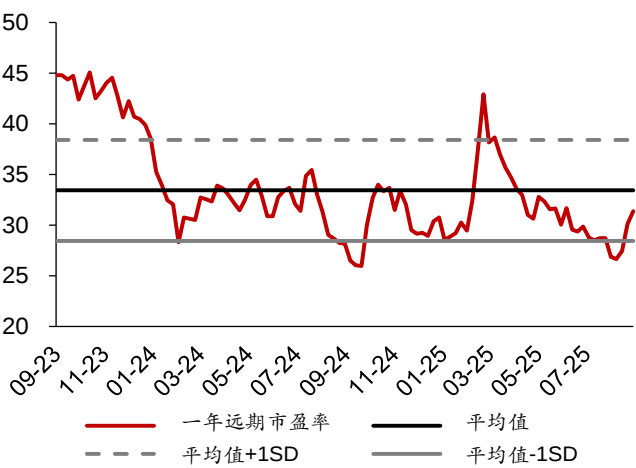
资料来源: FactSet

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入(百万人民币)	21,021	25,731	30,301	37,871	46,802
同比增长(%)	4.7	22.4	17.8	25.0	23.6
毛利率(%)	21.8	29.4	30.6	32.7	32.5
净利润(百万人民币)	555.6	3,323.2	4,131.9	6,197.3	7,856.8
同比增长(%)	(43.9)	498.1	24.3	50.0	26.8
每股收益(人民币)	0.47	2.77	3.45	5.17	6.56
同比增长(%)	(44.0)	489.4	24.5	50.0	26.8
市盈率(倍)	308.9	52.4	42.1	28.1	22.1

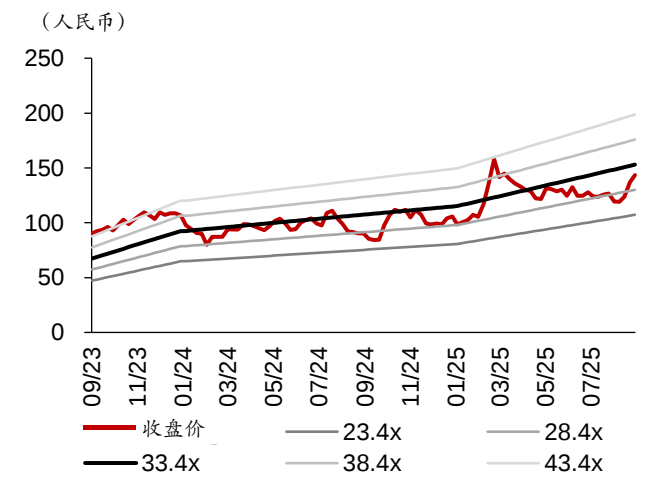
资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

图 1: 豪威集团一年远期市盈率区间



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 2: 豪威集团动态市盈率



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 3: 招银国际最新预测 vs. 过往预测

人民币百万元	最新预测			过往预测			对比 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
收入	30,301	37,871	46,802	32,142	40,728	51,020	-6%	-7%	-8%
毛利	9,286	12,403	15,226	10,639	14,418	18,469	-13%	-14%	-18%
净利润	4,132	6,197	7,857	5,095	7,309	9,425	-19%	-15%	-17%
每股收益 (人民币)	3.45	5.17	6.56	4.25	6.09	7.86	-19%	-15%	-17%
毛利率	30.6%	32.7%	32.5%	33.1%	35.4%	36.2%	-2.5 ppt	-2.7 ppt	-3.7 ppt
净利率	13.6%	16.4%	16.8%	15.9%	17.9%	18.5%	-2.2 ppt	-1.6 ppt	-1.7 ppt

资料来源: 招银国际环球市场预测

图 4: 招银国际预测 vs. 彭博一致预期

人民币百万元	招银国际预测			彭博一致预期			对比 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
收入	30,301	37,871	46,802	30,857	36,541	42,452	-2%	4%	10%
毛利	9,286	12,403	15,226	9,666	11,762	13,907	-4%	5%	9%
净利润	4,132	6,197	7,857	4,629	5,969	7,330	-11%	4%	7%
每股收益 (人民币)	3.45	5.17	6.56	3.86	4.90	5.99	-11%	5%	10%
毛利率	30.6%	32.7%	32.5%	31.3%	32.2%	32.8%	-0.7 ppt	0.6 ppt	-0.2 ppt
净利率	13.6%	16.4%	16.8%	15.0%	16.3%	17.3%	-1.4 ppt	0 ppt	-0.5 ppt

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	20,078	21,021	25,731	30,301	37,871	46,802
销售成本	(13,903)	(16,446)	(18,154)	(21,014)	(25,468)	(31,576)
毛利	6,175	4,574	7,576	9,286	12,403	15,226
运营费用	(3,719)	(3,297)	(3,908)	(4,387)	(5,452)	(6,621)
销售费用	(516)	(467)	(557)	(600)	(757)	(936)
行政费用	(25)	(33)	(40)	(48)	(59)	(73)
销售	(765)	(623)	(748)	(727)	(871)	(959)
研发费用	(2,496)	(2,234)	(2,622)	(3,088)	(3,859)	(4,769)
其他	82	60	59	76	95	117
运营利润	2,456	1,277	3,668	4,899	6,950	8,605
其他收入	5	26	13	0	0	0
其他费用	(2)	(2)	(5)	0	0	0
以公允价值计量的盈亏	(1,425)	(367)	(639)	(328)	(352)	(436)
投资盈亏	1,047	73	182	12	12	12
其他盈亏	(186)	140	47	(25)	(90)	(112)
息税前利润	1,895	1,148	3,266	4,558	6,520	8,069
利息收入	27	96	330	469	582	705
利息支出	(494)	(534)	(327)	(308)	(315)	(318)
净利息收入(支出)	(467)	(438)	4	161	267	387
其他收入/支出	(127)	(19)	9	(91)	(114)	(140)
税前利润	1,301	691	3,278	4,628	6,673	8,316
所得税	(343)	(148)	6	(537)	(537)	(537)
税后利润	958	544	3,284	4,091	6,136	7,779
非控股权益	(32)	(12)	(39)	(41)	(61)	(78)
净利润	990	556	3,323	4,132	6,197	7,857

资产负债表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	19,613	20,264	21,804	26,392	31,997	40,788
现金与现金等价物	4,026	9,086	10,185	13,019	15,757	19,116
应收账款	2,502	4,031	3,964	5,290	5,878	7,933
存货	12,356	6,322	6,956	7,033	9,108	12,246
预付款项	236	221	251	545	682	842
以公允价值计入损益的资产	14	133	0	0	0	0
其他流动资产	479	472	448	504	572	651
非流动资产	15,577	17,479	17,160	17,863	18,097	18,485
物业及厂房及设备 (净额)	2,047	2,586	3,126	3,375	3,536	3,708
使用权资产	209	176	154	105	61	22
无形资产	2,018	2,305	2,216	2,073	1,911	1,723
商誉	3,169	3,861	3,632	3,632	3,632	3,632
其他非流动资产	8,134	8,551	8,032	8,677	8,958	9,400
总资产	35,190	37,743	38,965	44,255	50,094	59,273
流动负债	10,373	9,069	7,595	10,797	10,939	12,745
短期债务	3,632	2,671	1,086	1,637	1,596	1,341
应付账款	1,128	1,663	1,935	2,670	2,353	3,875
应付税款	145	229	229	259	293	347
其他流动负债	5,079	4,055	3,787	5,666	6,027	6,371
合同负债	125	187	226	266	332	410
应计费用	263	264	332	299	338	400
非流动负债	6,717	7,180	7,167	5,493	5,792	6,437
长期债务	2,750	2,977	3,472	1,584	1,702	2,064
应付公司债	2,347	2,444	2,524	2,542	2,542	2,542
融资租赁承担	145	122	97	106	120	142
递延收入	24	25	22	43	49	57
其他非流动负债	1,451	1,611	1,052	1,219	1,379	1,632
总负债	17,090	16,248	14,762	16,291	16,731	19,182
股本	1,185	1,216	1,216	1,217	1,217	1,217
留存收益	8,572	9,008	11,868	15,357	20,721	27,374
其他储备	8,261	11,227	11,117	11,430	11,526	11,678
股东权益总额	18,018	21,451	24,201	28,004	33,464	40,270

少数股东权益	82	44	1	(40)	(101)	(179)
总负债和股东权益	35,190	37,743	38,965	44,255	50,094	59,273
现金流量表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	958	544	3,284	4,091	6,136	7,779
折旧摊销	1,045	1,166	1,295	1,436	1,562	1,716
营运资金变化	(5,300)	5,175	(699)	(288)	(2,238)	(5,086)
其他	1,303	651	892	(524)	(93)	605
净经营现金流	(1,993)	7,537	4,772	4,716	5,367	5,014
投资现金流						
资本开支	(2,259)	(1,048)	(1,249)	(1,454)	(1,637)	(1,862)
处理短期投资所得现金	7	7	28	30	41	53
其他	(1,765)	(1,422)	410	(174)	1	(18)
净投资现金流	(4,017)	(2,464)	(811)	(1,598)	(1,595)	(1,828)
融资现金流						
已支付股息	(822)	(574)	(664)	(812)	(942)	(1,258)
净借贷	3,242	(2,009)	(1,297)	403	77	107
发行股票所得现金	273	3,394	218	286	0	0
其他	(438)	(875)	(1,264)	(127)	(127)	(127)
净融资现金流	2,255	(64)	(3,007)	(250)	(992)	(1,278)
净现金流变动						
年初现金	7,630	3,995	9,055	10,153	12,979	15,716
汇率变动	120	51	143	(42)	(42)	(42)
其他	(3,755)	5,009	955	2,868	2,779	3,401
年末现金	3,995	9,055	10,153	12,979	15,716	19,076
增长率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
销售收入	(16.7%)	4.7%	22.4%	17.8%	25.0%	23.6%
毛利润	(25.7%)	(25.9%)	65.6%	22.6%	33.6%	22.8%
经营利润	(51.1%)	(48.0%)	187.2%	33.6%	41.9%	23.8%
EBIT	(64.6%)	(39.4%)	184.4%	39.6%	43.1%	23.8%
净利润	(77.9%)	(43.9%)	498.1%	24.3%	50.0%	26.8%
盈利能力比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
毛利率	30.8%	21.8%	29.4%	30.6%	32.7%	32.5%
营业利润率	12.2%	6.1%	14.3%	16.2%	18.4%	18.4%
股本回报率	5.8%	2.8%	14.6%	15.8%	20.2%	21.3%
资产负债比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
流动比率 (倍)	1.9	2.2	2.9	2.4	2.9	3.2
估值指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
市盈率	172.9	308.9	52.4	42.1	28.1	22.1
市盈率 (摊薄)	172.9	308.9	52.4	42.1	28.1	22.1

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。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。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。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。