

思特威 (688213)

证券研究报告
2026年04月08日

传统业务基石稳固，“3+AI”战略打开成长空间

思特威自 2017 年成立之初便聚焦 CMOS 图像传感器核心技术研发，主要有“安防+汽车+手机+AI”四大业务板块协同发展，是国内领先的 CMOS 图像传感器设计厂商。

“核心技术+先进架构+多供应链”铸就公司核心竞争力。1) 核心技术：公司自主研发的 SFCPixel、PIXGain、HDR 等核心技术，使产品在复杂光线环境下具备优异的成像性能；2) 芯片架构：采用先进的像素工艺和电路设计架构，支持不同的分辨率覆盖，满足不同场景需求；3) 供应链：公司的产品设计与晶圆厂的生产工艺深度融合优化，满足多应用领域的场景适应性需求，公司通过技术合作的方式，与台积电、三星电子、合肥晶合等晶圆厂建立了紧密的战略合作关系。

智慧安防：安防监控高清化与智能化需求驱动摄像头性能与数量升级。公司作为安防 CIS 领域的领军企业，将 AI 算法融入芯片设计，推出多款 AI 智能型安防 CIS 产品，持续推动产品迭代升级。

智能手机：针对中高阶旗舰手机应用 CIS，公司推出数颗全流程国产 5000 万像素手机应用 CMOS 图像传感器，持续扩充全国产系列化产品布局。其中，公司 5000 万像素产品 SC532HS，基于国产 Stacked BSI 平台，兼顾了性能与成本优势，可广泛适用于主流智能手机主摄及长焦摄像头，进一步丰富公司中阶手机应用 CIS 产品矩阵。

智能汽车：公司车载系列图像传感器产品，覆盖 1MP~8MP 分辨率，适配车载影像类、感知类与舱内三大应用场景需求。公司面向前视/后视、舱内监测、电子后视镜等各类车载视觉应用场景提供 AI SoC + Sensor 系统级集成的高性能车载端侧视觉组合方案。目前，公司已经在比亚迪、吉利、上汽、广汽、零跑等主机厂实现量产。

AI 智视生态：公司以领先的智能成像技术为核心，着力构建“视觉 AI-AI 互连-端侧 AI ASIC”全链路技术生态，构建了适配机器视觉、工业应用的 CIS 产品矩阵，工业领域已推出面阵、智能交通系统 (ITS)、线阵三大类产品，为客户提供多样化、精准且稳定可靠的解决方案。

盈利预测与投资建议：预计 2026-2028 年公司实现收入 113.45/141.78/176.67 亿元，实现归母净利润 14.08/17.58/22.03 亿元，EPS 分别为 3.5/4.37/5.48 元/股。参考公司历史估值水平，给予 PE 35x，对应目标价 122.5 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧；车载电子业务拓展不及预期；技术研发进展不及预期。

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,968.15	9,031.24	11,345.40	14,178.05	17,666.85
增长率(%)	108.87	51.32	25.62	24.97	24.61
EBITDA(百万元)	1,229.58	2,080.70	1,899.79	2,415.12	2,952.87
归属母公司净利润(百万元)	392.74	1,001.25	1,407.72	1,758.39	2,203.14
增长率(%)	2,662.76	154.94	40.60	24.91	25.29
EPS(元/股)	0.98	2.49	3.50	4.37	5.48
市盈率(P/E)	98.57	38.67	27.50	22.02	17.57
市净率(P/B)	9.24	7.41	7.84	9.60	8.37
市销率(P/S)	6.49	4.29	3.41	2.73	2.19
EV/EBITDA	25.91	18.97	21.69	20.56	15.64

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电子/半导体
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	96.23 元
目标价格	122.5 元

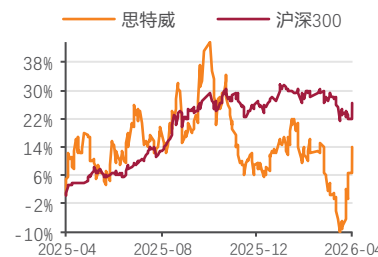
基本数据

A 股总股本(百万股)	402.31
流通 A 股股本(百万股)	323.51
A 股总市值(百万元)	38,713.98
流通 A 股市值(百万元)	31,131.32
每股净资产(元)	12.98
资产负债率(%)	51.74
一年内最高/最低(元)	127.81/74.02

作者

孙潇雅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009	
sunxiaoya@tfzq.com	
李双亮	分析师
SAC 执业证书编号：S1110525120002	
lishuangliang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 思特威：国内领先的 CMOS 传感器厂商.....	4
1.1. 发展历程：聚焦 CMOS 赛道，持续拓展应用边界	4
1.2. 产品矩阵：安防+车载+手机+AI 生态领域全布局	4
1.3. 股权结构：股权架构稳定，核心团队经验丰富	5
1.4. 客户结构：覆盖全球知名企业，结构持续优化	5
1.5. 财务分析：营收稳步增长，研发投入持续加码	6
1.6. 竞争优势：技术为核，构筑多维度竞争壁垒	7
2. 智慧安防：高清化+智能化，推动安防监控产品迭代升级.....	7
3. 智能手机：低中高端全域覆盖，保持快速增长.....	8
4. 汽车电子：智能驾驶浪潮下，车载 CIS 需求旺盛	9
5. AI 智视生态：基于 CIS 技术优势，不断向 AI 终端延伸	9
6. 盈利预测.....	10
7. 风险提示.....	12

图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司产品矩阵.....	5
图 3：公司股权架构（截止 25 年数据）	5
图 4：公司客户结构.....	6
图 5：2021-2025 年营收及增速.....	6
图 6：2021-2025 年毛利率	6
图 7：2021-2025 年归母净利润及增速.....	7
图 8：2021-2025 年费用率	7
图 9：AI 智能传感器平台	7
图 10：系统化升级的图像传感器测试平台	7
图 11：SC285SL 暗光拍摄效果.....	8
图 12：SCC85HAI 远距离拍摄效果	8
图 13：旗舰手机 50MP SC525XS 产品.....	8
图 14：SC532HS 产品.....	8
图 15：公司车规级传感器	9
图 16：公司工业面阵产品	10
图 17：公司智能交通 CMOS 产品.....	10
表 1：不同智驾等级车型搭载的摄像头类型及个数.....	9
表 2：盈利预测（单位：亿元）	10

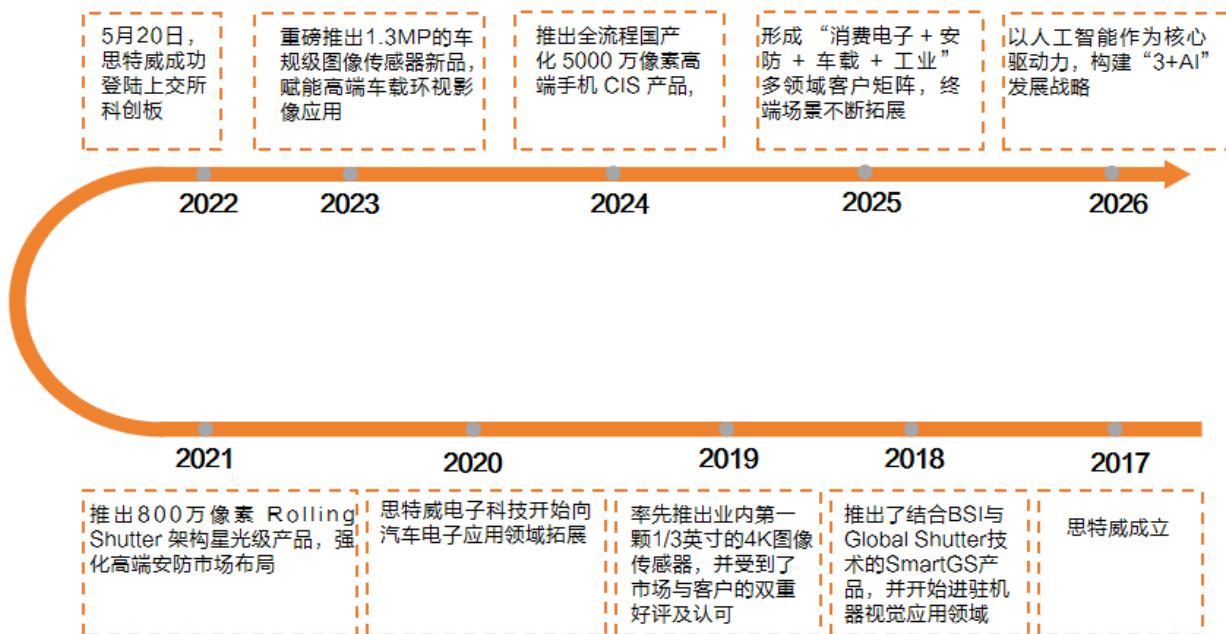
表 3：可比公司估值表 11

1. 思特威：国内领先的 CMOS 传感器厂商

1.1. 发展历程：聚焦 CMOS 赛道，持续拓展应用边界

思特威是国内领先的 CMOS 图像传感器设计厂商。公司成立于 2017 年，自成立之初便聚焦 CMOS 图像传感器核心技术研发，凭借 BSI stack 工艺和 Global Shutter CMOS 等关键技术领域的突破，快速切入安防监控 CIS 市场；2019 年，率先推出业内第一颗 1/3 英寸的 4K 图像传感器，并受到了市场与客户的双重好评及认可；2020 年，公司开始向汽车电子应用领域拓展；2022 年，公司成功登录科创板，持续拓展产品应用场景，在消费电子、工业检测、智能汽车等新兴领域实现突破，形成“安防+汽车+手机+AI”四大业务板块协同发展的增长曲线。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司年报、公司官网、思特威 SmartSens 公众号、芯智讯公众号等、天风证券研究所

1.2. 产品矩阵：安防+车载+手机+AI 生态领域全布局

公司构建了覆盖“智慧安防+智能手机+智能汽车+AI 智视生态”的全场景产品矩阵，其中安防监控、消费电子为基石业务，车载电子为核心增长引擎，机器视觉、工业检测等新兴领域为未来增长点，形成多业务协同发展的良好格局。具体来看：1) 智慧安防：Pro Series 全性能升级系列、AI Series 高阶成像系列、SL Series 超星光级系列等安防尖端产品，赋能家用 IPC、AIoT 终端等智能无线摄像头和多摄像头解决方案；2) 智能手机：产品应用于高阶旗舰手机主摄、广角、长焦和前镜头等，像素范围可达 5000 万；3) 智能汽车：包括前视摄像头、环视摄像头、舱内摄像头等专用芯片，支持 ADAS 功能和自动驾驶需求；4) AI 智视生态：构建视觉“AI-AI 互连-端侧 AI ASIC”全链路技术生态，全方位覆盖如各类工业检测场景以及工业读码器、AGV 导航系统、3D 扫描仪等主流工业智能化场景。同时，公司继续扩展产品边界，包括边缘计算芯片、SerDes 芯片、Micro LED 光互连、物理互连等。

图 2：公司产品矩阵

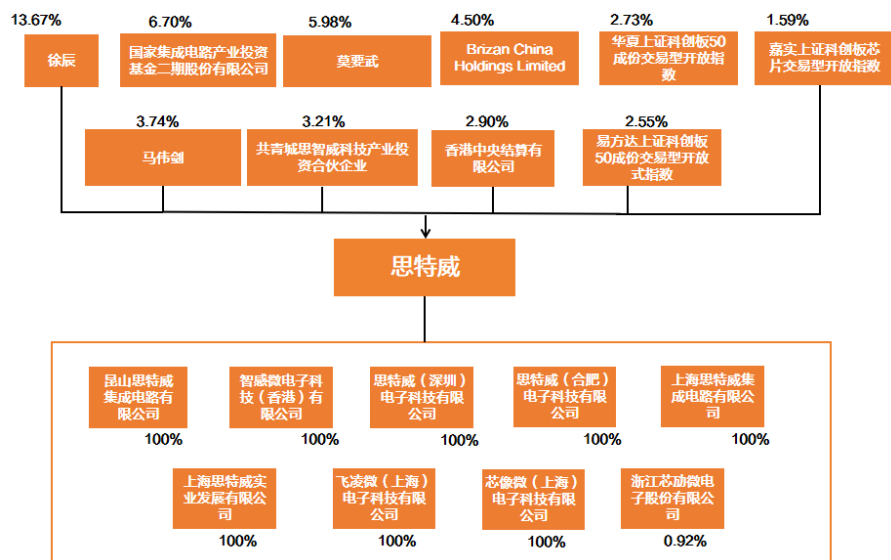


资料来源：公司 25 年报、天风证券研究所

1.3. 股权结构：股权架构稳定，核心团队经验丰富

公司管理层技术背景深厚，股权架构稳健且集中。公司核心管理团队中多人曾任职于豪威科技、美光科技国内外知名半导体企业，具备深厚的技术积累和丰富的行业资源，为公司战略制定和业务拓展提供有力支撑。截止 25 年底，公司前十大股东持股比例合计为 47.57%，股权结构稳定，为公司长期发展奠定坚实基础。

图 3：公司股权架构（截止 25 年数据）



资料来源：Wind、天风证券研究所

1.4. 客户结构：覆盖全球知名企业，结构持续优化

公司凭借卓越的产品性能和稳定的供货能力，积累了海内外众多优质客户，客户结构不断优化。具体来看：1) 智慧安防：国内客户包括海康威视、大华股份、宇视科技等头部安防设备厂商；2) 智能汽车：已进入比亚迪、吉利、零跑、上汽、广汽、东风等自主品牌及新势力车企供应链；3) 智能手机：主要应用于高阶旗舰手机，客户包括小米、OPPO、VIVO、三星电子等国内外头部厂商；4) AI 智视生态：包括医疗、视觉 AI、AI ASIC 等，其中视觉 AI 包括大疆创新、科沃斯、网易有道等机器视觉新兴领域。

图 4：公司客户结构

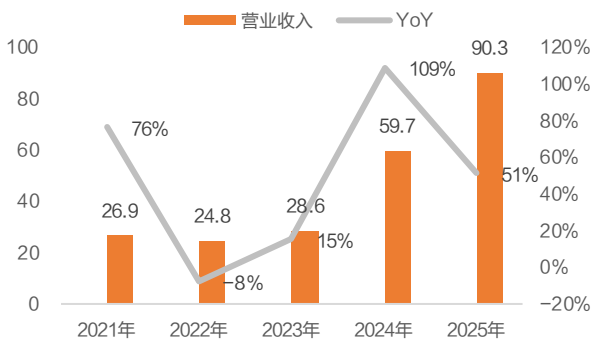


资料来源：公司招股说明书、公司公告、天风证券研究所

1.5. 财务分析：营收稳步增长，研发投入持续加码

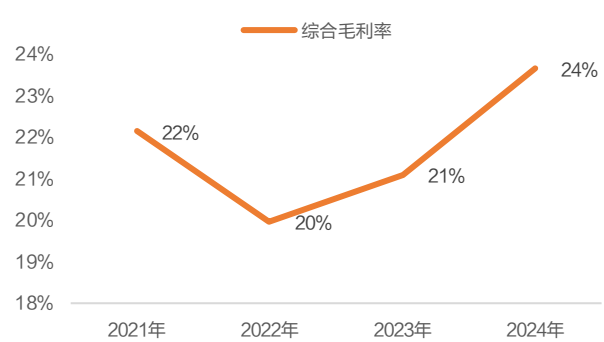
收入端保持高速增长，多业务板块协同共振。公司近年来营收实现高速增长，2025 年实现营收 90.31 亿元，同比增长 51.32%；2025 年全年毛利率为 23.66%，其中 2025Q4 营收 27.14 亿元，同比增长 54.16%，毛利率升至 24.09%。

图 5：2021-2025 年营收及增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

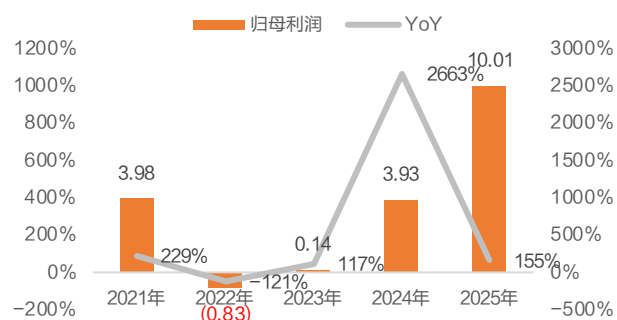
图 6：2021-2025 年毛利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

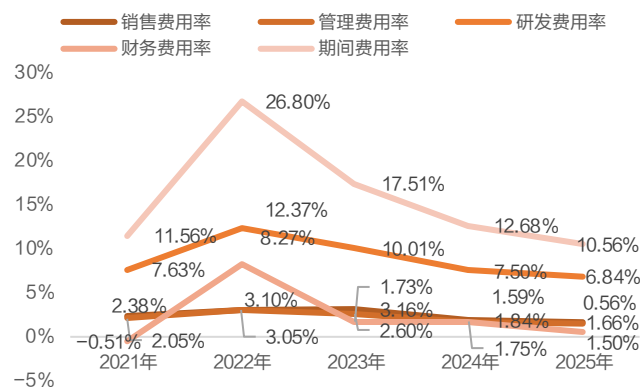
研发投入持续加码，技术与人才壁垒筑牢。2025 年公司实现归母净利润 10.01 亿元，同比增长 154.94%。同时，公司始终重视研发投入，在高动态范围、低噪声成像、全局快门等核心技术领域积累了坚实的性能优势。2025 年研发费用 6.18 亿元，同比增长 38.16%，研发费用率 6.84%。持续的研发投入，支撑产品在高端手机、车载等领域的竞争力持续提升。2025 年综合费用率 10.56%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.66%/1.50%/6.84%/0.56%。

图 7：2021-2025 年归母利润及增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 8：2021-2025 年费用率



资料来源：Wind、天风证券研究所

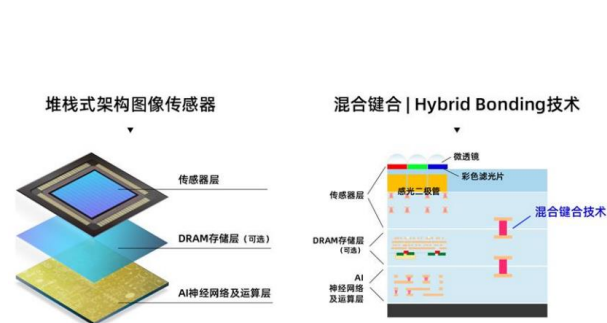
1.6. 竞争优势：技术为核，构筑多维度竞争壁垒

“核心技术+先进架构”铸就公司核心竞争力。 1) 核心技术：公司自主研发的 SFCPixel、PIXGain、HDR 等核心技术，使产品在复杂光线环境下具备优异的成像性能，其中 SFCPixel 技术在同等电子下获得更高的电压，从而实现更高的灵敏度以及更出色的夜视成像效果；2) 芯片架构：采用先进的像素工艺和电路设计架构，开发出具有高灵敏度、高帧率、低功耗特点的芯片架构，支持不同的分辨率覆盖，满足不同场景需求。

完善的技术平台和研发工具链是高效迭代的关键。 公司始终坚持“研发一代、量产一代、预研一代”的产品开发理念，在“多管齐下”的供应链以及上下游资源体系加持下，实现了较高的芯片研发效率，流片和量产芯片数量每年大幅提升。高效的研发能力使公司能够快速响应客户的需求变化，从而让其终端产品可以更好地适应复杂多变的市场环境，与客户实现双赢。

同时，稳定的供应链合作是公司产能的有力保障。 在目前的产业格局下，供应链是保障半导体及集成电路设计公司稳定发展的重要环节。公司的产品设计与晶圆厂的生产工艺深度融合优化，满足多应用领域的场景适应性需求，公司通过技术合作的方式，与台积电、三星电子、合肥晶合等晶圆厂建立了紧密的战略合作关系。

图 9：AI 智能传感器平台



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 10：系统化升级的图像传感器测试平台



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

2. 智慧安防：高清化+智能化，推动安防监控产品迭代升级

安防监控高清化与智能化需求驱动摄像头性能与数量升级。根据群智咨询《全球安防图像

《传感器产业追踪报告》数据，全球安防 CIS 产品的主流分辨率从 2M-3M 逐渐过渡升级至 4M-6M，更高规格的 8M 及以上分辨率产品也呈快速增长趋势。同时，安防摄像头在数量上已从单目拓展到双目、三目及以上，双目和多目成为了产品迭代的标配之一。

公司作为安防 CIS 领域的领军企业,持续推动产品迭代升级。公司将 AI 算法融入芯片设计,推出基于 SmartClarity[®]-3 工艺技术打造,搭载了 SmartAOV[®]2.1、SFCPixel[®]、Lightbox IR[®] 等多项先进技术的超星光级全高清智能安防应用图像传感器——SC285SL, 其具备高感度、低噪声、高动态范围等性能优势,能够显著提升 AI 黑光全彩摄像头在户外极低照度场景下的成像质量。同时,公司在 1 月全新推出 1500 万像素 5K 高清智能安防应用图像传感器——SCC85HAI, 拥有 5120H×3072V 的 5K 高清分辨率,支持 16:9 和 4:3 的两种画幅比例输出。该产品不仅具备高感度、低噪声、高动态范围等性能优势,并支持全时录像,能够满足监控摄像头对户外大范围远距离场景中影像清晰度和画面视野的升级需求。

图 11: SC285SL 暗光拍摄效果



资料来源: 思特威 SmartSens 公众号、天风证券研究所

图 12: SCC85HAI 远距离拍摄效果



资料来源: 思特威 SmartSens 公众号、天风证券研究所

3. 智能手机: 低中高端全域覆盖, 保持快速增长

高端市场: 针对高阶旗舰手机赛道, 公司应用于高阶旗舰手机主摄、广角、长焦和前摄镜头的数颗高阶 5000 万像素产品出货量同比大幅上升, 公司旗舰主摄产品拥有高动态范围、低噪声、快速对焦、超低功耗等核心性能优势, 能够为旗舰机主摄带来色彩真实生动、成像细腻清晰的卓越影像体验。同时, 公司推出应用于智能手机主摄的 5000 万像素高性价比产品, 以优异的暗光成像表现, 赋能主流智能手机主摄, 助力移动影像技术和用户体验迈向新高度。公司与多家客户的合作全面加深、产品满足更多的应用需求, 市场占有率持续提升, 从而进一步提升了公司的市场地位和品牌影响力。

中阶市场: 针对中高阶旗舰手机应用 CIS, 公司推出数颗全流程国产 5000 万像素手机应用 CMOS 图像传感器, 持续扩充全国产系列化产品布局。其中, 5000 万像素 1/2 英寸 0.8um 像素尺寸手机应用图像传感器产品 SC532HS, 基于国产 Stacked BSI 平台, 兼顾了性能与成本优势, 可广泛适用于主流智能手机主摄及长焦摄像头, 进一步丰富公司中阶手机应用 CIS 产品矩阵。

图 13: 旗舰手机 50MP SC525XS 产品



图 14: SC532HS 产品



资料来源：思特威 SmartSens 公众号、天风证券研究所

资料来源：思特威 SmartSens 公众号、天风证券研究所

4. 汽车电子：智能驾驶浪潮下，车载 CIS 需求旺盛

智驾渗透率的快速提升将直接拉动车载 CIS 需求增长，为车载 CIS 带来量价齐升的发展机遇。高阶自动驾驶需要更多的摄像头传感器实现 360 度无死角感知，单车摄像头数量从 L2 级的 5-10 颗增加至 L3 级以上的 10+ 颗，同时对车载 CIS 的像素、帧率、动态范围等性能要求显著提升，800 万及以上高像素或将成为车载 CIS 趋势。

表 1：不同智驾等级车型搭载的摄像头类型及个数

级别	前视	周视	后视 (行车)	环视	后视 (泊车)	内置 (DMS)	内置 (OMS)	CMS	总计
L0					1				1
L1	1				1				2
L2	1			4					5
L2+	1	4		4		1			10
L3	2	4		4		1	1	2	14
L4	2	4		4			1	2	13
L5	2	4		4			1	2	13

资料来源：焉知汽车公众号、天风证券研究所

公司车载系列图像传感器产品，覆盖 1MP~8MP 分辨率，适配车载影像类、感知类与舱内三大应用场景需求。公司与多家主流车厂继续深化合作，覆盖 OEM 包括比亚迪、吉利、上汽、广汽、零跑等。26 年 1 月，公司全新推出 8.3MP 高性能车规级 CMOS 图像传感器——SC860AT。SC860AT 基于公司全新 CARsEns[®]-XR Gen 2 Plus 技术平台打造，采用单像素架构设计，搭载 Lofic HDR[®]2.0、SFCPixel[®]等先进技术，支持 AB-Exposure[™]双帧曝光控制功能，具备高帧率、高感度、高动态范围等性能优势，可适配车载前视、侧视、后视、舱内乘员监控系统(OMS)摄像头以及 E-Mirror 电子后视镜等应用的全新影像升级需求，预计将于 2026 年 Q2 实现量产。

图 15：公司车规级传感器

思特威高性能 Stacked BSI 系列车规级 CMOS 图像传感器

产品型号	分辨率	工艺	光学尺寸	像素尺寸	快门类型	CFA	HDR	LFS	输出格式	传输速率	封装
SC860AT	8.3MP	Stacked BSI	1/1.73"	2.1μm	Rolling	RGGB	Yes	Yes	RAW/RGB	45fps	iBGA/RW/COB
SC360AT	3MP	Stacked BSI	1/2.44"	3.0μm	Rolling	RGGB	Yes	Yes	RAW/YUV	30fps	iBGA/RW/COB

资料来源：思特威 SmartSens 公众号、天风证券研究所

5. AI 智视生态：基于 CIS 技术优势，不断向 AI 终端延伸

公司以领先的智能成像技术为核心，着力构建“视觉 AI-AI 互连-端侧 AI ASIC”全链路技术生态，在席卷全球智能化技术浪潮推动与产业升级的迫切需求下，将全面整合研发资源，深化技术布局，通过这一全链路、一体化的技术生态体系，赋能千行百业，引领智能视觉应用的未来发展与创新突破。

依托先进的全局快门核心技术优势，公司构建了适配机器视觉、工业应用的 CIS 产品矩阵，工业领域已推出面阵、智能交通系统 (ITS)、线阵三大类产品，为客户提供多样化、精准

且稳定可靠的解决方案。其中，医疗电子领域，公司推出超小尺寸医疗应用 CMOS 图像传感器产品 SC1400ME，具备高色彩还原度、高感度、低噪声、低功耗等优势，适配医疗内窥镜的应用需求。视觉 AI 领域，公司已构建完整产品矩阵，客户覆盖大疆创新、华睿科技、海康机器人、科沃斯、追觅、石头、云鲸等，还与奥比中光等合作，间接为多家机器人品牌提供 CMOS 图像传感器，应用于服务机器人和具身机器人。据 TSR 数据报告，2024 年公司以 46.2% 的市占率蝉联无人车 CIS 市场全球第一，在全球 XR Headset CIS 市场排名中位列第 3。

公司全资子公司飞凌微深耕视觉 AI ASIC 芯片领域，构建起以“AI ASIC + Sensor”为核心的端侧视觉组合方案，M1 系列端侧 AI ASIC 已通过车规级可靠性测试并满足功能安全认证要求，在舱内 OMS 的应用上已通过量产全过程验收；工业级 A1 芯片已完成 AI ISP 图像处理及双目深度感知等方案开发验证，赋能移动机器人端侧视觉应用；针对更复杂的端侧视觉 AI 处理需求，飞凌微已完成新一代高性能 AI ASIC 研发，支持多路传感器输入和高性能 AI-ISP，并提升了 NPU 算力，为车载与机器人端侧视觉应用提供更多解决方案。

未来，公司将依托 AI 智视领域的技术优势，持续加大医疗影像、AI 眼镜、机器人等新兴领域投入，研发定制化产品，同时布局边缘计算芯片、SerDes 芯片、Micro LED 光互连、物理互连等关联业务，与 CIS 业务形成协同效应，打造视觉 AI 新增长极。

图 16：公司工业面阵产品



资料来源：思特威 SmartSens 公众号、天风证券研究所

图 17：公司智能交通 CMOS 产品



资料来源：思特威 SmartSens 公众号、天风证券研究所

6. 盈利预测

预计 2026-2028 年公司实现收入 113.5/141.8/176.7 亿元，同比增长 25.6%/25%/24.6%，毛利率为 23.9%/24%/24.1%。分业务来看，1) 智慧安防：随着摄像头高清化与智能化趋势，摄像头数量的增加以及机器视觉下游应用的放量，智慧安防保持快速增长。2026-2028 年实现收入 32.3/41.4/51.8 亿元，同比增长 30%、28%、25%；2) 智能手机：公司丰富产品矩阵，除了高端产品的不断迭代，也进一步下探至中低端市场提高份额。2026-2028 年实现收入 51.4/57.6/65.7 亿元，同比增长 10%、12%、14%；3) 智能汽车：该业务处于快速成长性，与高阶智能驾驶渗透率相关，具备较大成长性。2026-2028 年实现收入 20/30/42 亿元，同比增速为 78.3%/50%/40%；4) AI 智视生态：该业务下游分散且受益于 AI 景气度将保持高速增长。2026-2028 年实现收入 9.7/12.8/17.3 亿元，同比增速为 30%/32%/35%

表 2：盈利预测（单位：亿元）

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
CMOS 图像传感器	24.8	28.6	59.7	90.3	113.5	141.8	176.7
yoy	-7.7%	15.1%	108.9%	51.3%	25.6%	25.0%	24.6%
毛利率	22.1%	20.0%	21.1%	23.7%	23.9%	24.0%	24.1%
智慧安防及 AIOT 应用	16.6	16.7	16.3	24.9	32.3	41.4	51.8
yoy		0.4%	-2.3%	52.4%	30.0%	28.0%	25.0%

智能手机	5.9	8.9	32.9	46.8	51.4	57.6	65.7
yoy		50.4%	269.1%	43.0%	10.0%	12.0%	14.0%
汽车电子	2.3	2.9	5.3	11.2	20.0	30.0	42.0
yoy		30.5%	79.1%	113.0%	78.3%	50.0%	40.0%
AI 智视生态			5.4	7.5	9.7	12.8	17.3
yoy			-	38.1%	30.0%	32%	35%

资料来源：Wind、天风证券研究所

根据公司所处行业，我们选择豪威集团（CMOS 传感器）、格科微（CMOS 传感器）两家作为可比公司，2026 年行业可比平均估值 PE 为 51.39 倍。由于公司处于各项业务处于快速放量阶段，具备较大的业绩增长性，参考公司历史估值水平，给予 PE 35x，对应目标价 122.5 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值表

证券代码	公司简称	市值/亿元	股价	EPS		PE	
				2026E	2027E	2026E	2027E
603501.SH	豪威集团	1,191.64	95.45	4.05	5.05	23.58	18.92
688728.SH	格科微	349.52	13.44	0.17	0.31	79.20	43.08
	平均值	770.58	54.45	2.11	2.68	51.39	31.00
688213.SH	思特威-W	387.14	96.23	3.50	4.37	27.50	22.02

资料来源：Wind、天风证券研究所（注：可比公司盈利预测数据采用 wind 一致预期；收盘价数据截至 2025 年 4 月 8 日）

7. 风险提示

- 1. 行业竞争加剧：**CMOS 图像传感器行业竞争激烈，国内同类企业也在快速崛起，若公司不能持续保持技术领先和产品创新，可能导致市场份额下滑。
- 2. 车载电子业务拓展不及预期：**车载电子市场对产品的可靠性、稳定性和安全性要求极高，产品认证周期长，若公司车规级产品不能顺利通过客户认证或量产进度不及预期，可能影响公司车载电子业务的增长。
- 3. 技术研发进展不及预期：**CMOS 图像传感器技术迭代速度快，公司需要持续投入大量研发资源进行技术创新和产品升级，若研发过程中出现技术瓶颈，可能导致公司产品迭代缓慢，影响业务进展。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,225.87	1,884.64	907.63	1,134.24	1,413.35
应收票据及应收账款	609.29	2,044.62	1,289.32	4,039.50	2,683.71
预付账款	192.73	440.09	352.09	1,438.74	829.58
存货	3,618.20	4,058.82	5,551.42	10,121.72	9,215.36
其他	313.99	201.02	189.75	253.04	232.94
流动资产合计	5,960.07	8,629.19	8,290.22	16,987.24	14,374.94
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,062.46	1,140.45	1,075.61	1,014.62	957.88
在建工程	128.12	329.15	329.15	329.15	329.15
无形资产	246.72	226.42	200.59	174.77	148.94
其他	433.01	495.82	393.83	306.47	218.81
非流动资产合计	1,870.31	2,191.84	1,999.18	1,825.01	1,654.78
资产总计	7,830.38	10,821.03	10,289.40	18,812.25	16,029.72
短期借款	1,621.68	2,617.92	3,653.74	11,063.86	8,890.54
应付票据及应付账款	388.59	810.08	376.82	1,303.17	732.42
其他	782.33	1,212.32	1,252.72	1,196.73	1,698.43
流动负债合计	2,792.59	4,640.32	5,283.28	13,563.76	11,321.39
长期借款	518.70	781.14	0.00	1,138.06	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	66.53	122.63	69.47	78.45	84.27
非流动负债合计	585.23	903.76	69.47	1,216.51	84.27
负债合计	3,641.53	5,598.70	5,352.76	14,780.27	11,405.66
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	399.71	402.23	402.23	402.31	402.31
资本公积	3,258.53	3,409.93	3,409.93	3,409.93	3,409.93
留存收益	575.93	1,466.82	1,171.16	269.94	861.53
其他	(45.32)	(56.64)	(46.68)	(50.20)	(49.71)
股东权益合计	4,188.85	5,222.33	4,936.64	4,031.98	4,624.06
负债和股东权益总计	7,830.38	10,821.03	10,289.40	18,812.25	16,029.72

现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	392.74	1,001.25	1,407.72	1,758.39	2,203.14
折旧摊销	188.83	254.82	176.47	181.19	186.38
财务费用	77.75	85.59	85.81	218.87	292.19
投资损失	8.18	(1.42)	(2.50)	1.12	1.34
营运资金变动	(672.94)	(700.66)	(973.65)	(7,525.04)	2,875.81
其它	379.85	(531.73)	10.86	2.71	(7.46)
经营活动现金流	374.41	107.85	704.70	(5,362.77)	5,551.40
资本支出	463.09	370.96	138.95	85.40	97.99
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(973.52)	(956.76)	(243.95)	(186.32)	(188.22)
投资活动现金流	(510.43)	(585.80)	(105.01)	(100.92)	(90.23)
债权融资	666.00	1,110.36	116.71	8,353.34	(3,571.01)
股权融资	60.88	92.43	(1,693.42)	(2,663.05)	(1,611.07)
其他	(85.35)	(54.52)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	641.53	1,148.27	(1,576.71)	5,690.30	(5,182.07)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	505.52	670.32	(977.01)	226.61	279.10

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,968.15	9,031.24	11,345.40	14,178.05	17,666.85
营业成本	4,709.62	6,894.55	8,630.72	10,775.32	13,409.14
营业税金及附加	9.65	11.14	20.42	25.52	31.80
销售费用	110.00	150.30	170.50	184.31	229.67
管理费用	104.60	135.26	158.84	198.49	247.34
研发费用	447.40	618.15	737.45	850.68	1,060.01
财务费用	95.04	50.27	85.81	218.87	292.19
资产/信用减值损失	(83.89)	(97.09)	(86.63)	(92.39)	(90.00)
公允价值变动收益	1.30	(12.09)	10.86	2.71	(7.46)
投资净收益	(8.18)	1.42	2.50	(1.12)	(1.34)
其他	165.83	188.98	0.00	0.00	0.00
营业利润	416.77	1,090.35	1,468.40	1,834.06	2,297.90
营业外收入	0.06	0.19	0.13	0.16	0.14
营业外支出	5.66	2.01	2.15	2.57	3.10
利润总额	411.18	1,088.52	1,466.38	1,831.66	2,294.94
所得税	18.44	87.28	58.66	73.27	91.80
净利润	392.74	1,001.25	1,407.72	1,758.39	2,203.14
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	392.74	1,001.25	1,407.72	1,758.39	2,203.14
每股收益(元)	0.98	2.49	3.50	4.37	5.48

主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	108.87%	51.32%	25.62%	24.97%	24.61%
营业利润	-1997.27%	161.62%	34.67%	24.90%	25.29%
归属于母公司净利润	2662.76%	154.94%	40.60%	24.91%	25.29%
获利能力					
毛利率	21.09%	23.66%	23.93%	24.00%	24.10%
净利率	6.58%	11.09%	12.41%	12.40%	12.47%
ROE	9.38%	19.17%	28.52%	43.61%	47.65%
ROIC	11.53%	21.08%	23.13%	26.50%	16.62%
偿债能力					
资产负债率	46.51%	51.74%	52.02%	78.57%	71.15%
净负债率	29.18%	33.02%	58.82%	279.00%	166.34%
流动比率	1.95	1.84	1.57	1.25	1.27
速动比率	0.77	0.97	0.52	0.51	0.46
营运能力					
应收账款周转率	7.30	6.81	6.81	5.32	5.26
存货周转率	2.03	2.35	2.36	1.81	1.83
总资产周转率	0.85	0.97	1.07	0.97	1.01
每股指标(元)					
每股收益	0.98	2.49	3.50	4.37	5.48
每股经营现金流	0.93	0.27	1.75	-13.33	13.80
每股净资产	10.41	12.98	12.27	10.02	11.49
估值比率					
市盈率	98.57	38.67	27.50	22.02	17.57
市净率	9.24	7.41	7.84	9.60	8.37
EV/EBITDA	25.91	18.97	21.69	20.56	15.64
EV/EBIT	28.47	20.64	23.91	22.22	16.69

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com