

研究所:

证券分析师:

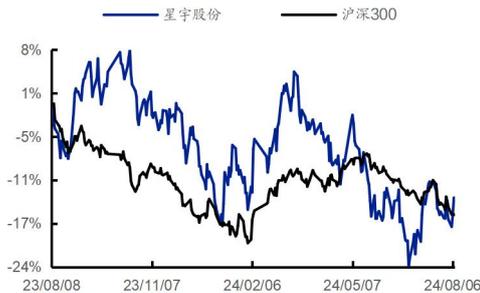
戴畅 S0350523120004

daic@ghzq.com.cn

## 毛利率和净利率的复盘和展望

### ——星宇股份(601799)公司动态研究

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

2024/08/08

表现	1M	3M	12M
星宇股份	7.9%	-10.9%	-13.5%
沪深300	-1.7%	-7.9%	-16.0%

#### 市场数据

2024/08/08

当前价格(元)	124.60
52周价格区间(元)	110.11-163.00
总市值(百万)	35,595.66
流通市值(百万)	35,595.66
总股本(万股)	28,567.94
流通股本(万股)	28,567.94
日均成交额(百万)	95.89
近一月换手(%)	0.35

#### 相关报告

《星宇股份(601799)公司深度报告:三重新周期,星宇再成长(买入)\*汽车零部件\*戴畅》——2024-06-01

《星宇股份(601799)2024年一季报点评报告:一季度营收同比向上,新项目、新技术持续突破(买入)\*汽车零部件\*戴畅》——2024-05-01

《星宇股份(601799)2022年报点评:营收平稳增长,客户结构优化&产品升级(买入)\*汽车零部件\*薛玉虎》——2023-04-02

#### 投资要点:

- 毛利率和费用率是星宇股份盈利能力的表现体现,底层影响因素则是客户结构、产品结构、原材料成本、年降情况、规模效应等。毛利率:1)客户结构和产品结构的影响。客户性质差异和产品品类差异是毛利率水平差异的主要原因。一般情况下,同样类型的产品,毛利率水平豪华品牌大于一般合资大于一般自主,同样类型的客户,毛利率水平大灯大于小灯和尾灯,功能高阶的灯大于功能低阶的灯。2)规模效应和年降情况的影响。规模效应和年降往往同向影响毛利率的变化。当具体客户规模放量比较好的时候,正向规模效应更显著,额外年降更少,对毛利率正向影响更多;当具体客户规模收缩承压时,负向规模效应更显著,且额外年降要求更多,对毛利率负向影响更多。3)原材料成本影响。不同类型车灯原材料成本占比不一样。据LED在线网的数据,卤素车灯塑料件占成本比重约为50%,而LED灯塑料件成本占比有所下降,LED模组成本占比约为30%,剩余成本由控制器和驱动线路构成,其内部结构更为复杂。费用率:1)规模效应影响。公司始终坚持优化经营管理和费用支出。在整体收入大规模放量过程中,费用率占比倾向下行;在收入规模放量承压过程中,费用率倾向上行。2)研发投入策略。跟公司新产品开发周期,以及公司整体研发投入战略相关。在新客户大规模突破、新产品技术大幅升级时,公司倾向于进入密集的产品客户开发周期,研发投入会增多。当开发的新客户、新订单开始量产释放时,研发投入的增速倾向变缓。

- 我们认为星宇股份过去的净利率变化,可分为三个阶段:

**阶段一(2013-2016年):** 毛利率下行,费用率下行,净利率下行低于毛利率下行,原材料价格上涨+新产能爬产拉低产能利用率,且公司处于新客户新产品开拓期,公司盈利能力下滑。

**阶段二(2016-2020年):** 毛利率上行,费用率下行,公司净利率大幅上行,规模放量+结构改善(产品LED占比提升和客户合资占比升级),公司盈利能力快速提升。

**阶段三(2020-2023年):** 毛利率下行,费用率上行,公司净利率大幅下行,公司处于客户结构切换调整期,收入增速放缓+研发费用持

续高增+会计变更+原材料 2021 年大幅涨价，公司利润率承压向下。

- **展望公司 2024-2026 年，产品结构、客户结构变化、规模效应驱动下，公司净利率有望回升。**

**1) 2023-2026 年，预计公司毛利率有望从 21.18%提升至 22.50%。**客户结构和产品结构方面：公司当前进入到强势自主品牌放量周期，且强势自主品牌的产品结构比之前合资品牌的产品结构相对更高端（ADB、DLP 等新型灯），预计随着自主高端占比放量，公司整体产品结构进一步改善（2026 年公司平均单车价值量有望提升至 4583 元），将对公司毛利率恢复提升形成正向催化。

**2) 2023-2026 年，预计公司费用端有望从 9.54%下降到 8.81%。**一方面规模效应角度，随着自主品牌新客户和新产品放量，公司收入增速向上，对公司管理销售财务费用率的下行会有正向影响。另外，随着上一轮研发高峰（2021-2023 年新客户，新产品的密集开发）的结束，公司研发费用的增速有望趋于平缓，研发费用率有望下行。谨慎假设下，我们假设 2024-2026 年，公司研发费用分别增长 24%、21%、20%，其余三费费用合计值分别增长 13%、22%、18%，对应期间费用率分别为 9.05%、8.93%、8.81%（其中研发费用率分别为 5.85%、5.74%、5.69%），呈下行趋势，公司费用率端持续优化，公司净利率有望进一步提升。

- **盈利预测和投资评级** 星宇股份是国内车灯领域龙头，受益于行业、客户和内部业务发展，有望迎来三重成长周期。车灯行业层面，随着电动智能变革，汽车车灯从单一照明功能往智能化方向演进，ADB 大灯、DLP 大灯、连贯式尾灯、氛围灯等新兴产品相继问世和普及，品类扩张+ASP 提升有望持续打开行业天花板；**客户结构层面**，公司经历了从中低端自主-中端合资-高端合资、外资的客户结构跃迁，2021 年开始大幅渗透进入头部自主和新势力车企，随着现有客户内部分额提升+新客户导入，公司有望受益于新一轮客户放量周期，渗透率持续向上；**业务布局层面**，公司一方面积极开拓车灯域控等新兴高价值量品类，一方面积极布局海外业务，随着公司欧洲塞尔维亚工厂持续获取订单并投产放量，有望为公司带来新一轮成长动能。

**受客户和产品结构优化带动，公司年降情况及规模效应也将贡献正向影响，2024-2026 年公司利润率有望提升。**2013-2016 年、2016-2020 年、2020-2023 年，公司利润率水平分别经历了下降-提升-下降三个阶段，我们通过复盘发现公司盈利能力由客户结构、产品结构、原材料成本、年降情况、规模效应等底层影响因素综合决定，2024-2026 年公司将充分受益于核心客户放量+高利润率产品占比提升+期间费用率优化下行等正向影响，毛利率有望从 22.10%提升至 22.50%，净利率有望从 11.77%提升至 12.55%。

公司受益于行业、客户和业务布局三重成长周期，并且随着产品结

构、客户结构优化及规模效应驱动，2024-2026 年公司利润率有望企稳回升。根据公司最新情况，我们调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年实现营业收入 129、159、192 亿元，同比增速为 26%、23%、21%；实现归母净利润 15.2、19.2、24.1 亿元，同比增速 38%、26%、25%；EPS 为 5.33、6.73、8.42 元，对应 PE 估值分别为 23、19、15 倍，我们看好公司未来发展，维持“买入”评级。

- **风险提示** 1) 下游客户销量不及预期的风险；2) 毛利率下滑风险；3) 技术研发和产品开发不及预期的风险；4) 经营管理风险；5) 客户集中度风险；6) 测算仅供参考，以实际为准。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	10248	12944	15931	19213
增长率(%)	24	26	23	21
归母净利润（百万元）	1102	1523	1922	2405
增长率(%)	17	38	26	25
摊薄每股收益（元）	3.86	5.33	6.73	8.42
ROE(%)	12	15	16	18
P/E	33.90	23.38	18.52	14.80
P/B	4.10	3.47	3.04	2.61
P/S	3.65	2.75	2.23	1.85
EV/EBITDA	22.24	16.22	12.99	10.37

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 内容目录

1、 公司盈利能力的核心因素分析 .....	6
2、 公司盈利能力复盘和展望 .....	7
3、 盈利预测与评级 .....	11
4、 风险提示 .....	12

## 图表目录

图 1: 影响公司盈利能力的因素拆解 .....	7
图 2: 星宇股份主要指标变化情况 .....	9
图 3: 塑料原材料价格变化情况 .....	10
图 4: 星宇股份分客户营收拆分及预测 (亿元) .....	11
图 5: 2023-2026 年公司产品单套均价预测 .....	11
图 6: 2023-2026 年公司归母净利率预测 .....	11
表 1: 星宇股份主要指标变化 .....	12

## 1、公司盈利能力的核心因素分析

公司盈利能力的表层结果是毛利率和费用率，底层影响因素则是客户结构、产品结构、原材料成本、年降情况、规模效应等。因此，我们对公司毛利率费用率的核心影响因素进行如下拆解：

**毛利率：客户结构、产品结构、规模效应、年降情况、原材料成本共同作用。**

1) **客户结构和产品结构的影响。**客户性质差异和产品品类差异是毛利率水平差异的主要原因。一般情况下，同样类型产品，毛利率水平豪华品牌大于一般合资大于一般自主，同样类型的客户，毛利率水平大灯大于小灯和尾灯，功能高阶的灯大于功能低阶的灯。**从客户结构来看**，公司自上市以来，主要客户经历了从自主（奇瑞）到合资（一汽大众、一汽丰田、广汽本田、日产等）到高端合资（奥迪等）再到外资（宝马全球、沃尔沃等）的结构跃迁，2021年开始公司新增理想汽车、小鹏汽车、赛力斯等新能源客户，且产品结构也向功能更加高阶的车灯产品升级。随着国内头部自主和新势力车企销量持续向上，我们预计其将成为公司新一轮成长周期的主要增量客户。**从产品结构来看**，公司产品实现了小灯-尾灯-前照灯，光源/技术实现卤素-氙气-LED-ADB-DLP。

2) **规模效应和年降情况的影响。**规模效应和年降往往同向影响毛利率的变化。当具体客户规模放量比较好的时候，正向规模效应更显著，额外年降更少，对毛利率正向影响更多；当具体客户规模收缩承压时，负向归母效应更显著，且额外年降要求更多，对毛利率负向影响更多。

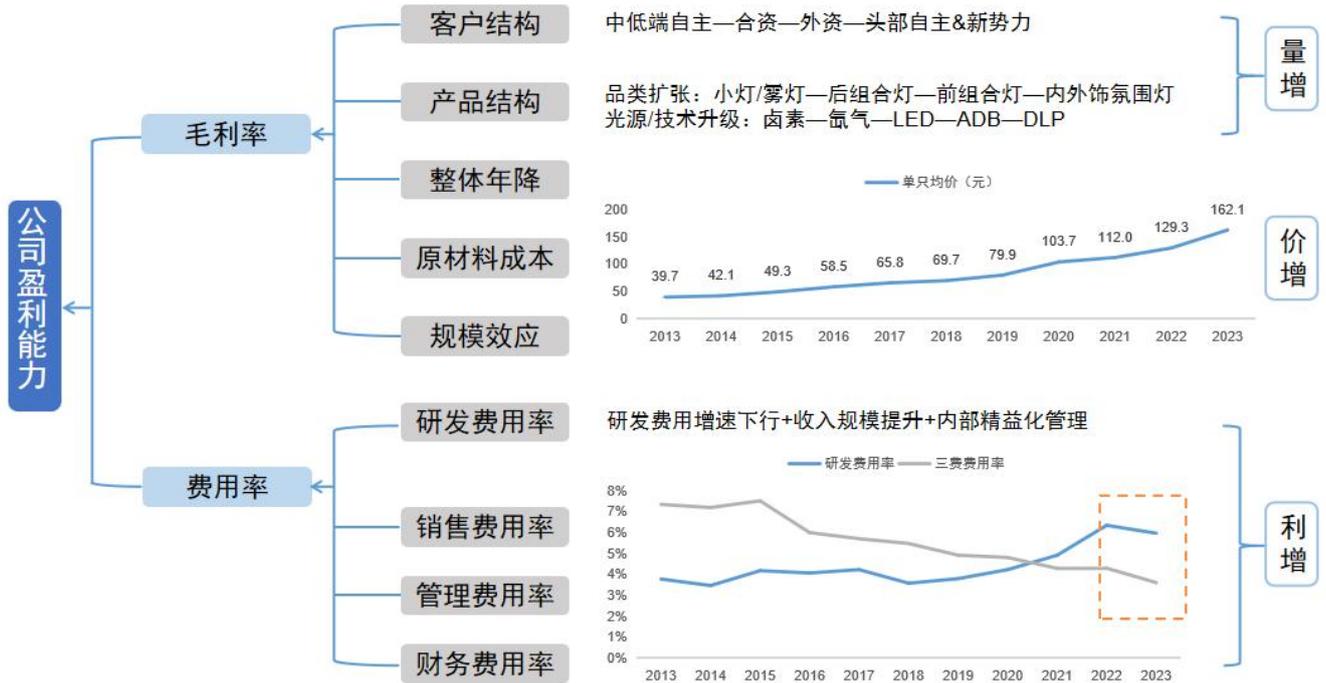
3) **原材料成本影响。**不同类型车灯原材料成本占比不一样。据LED在线网的数据，卤素车灯塑料件占成本比重约为50%，而LED灯塑料件成本占比有所下降，LED模组成本占比约为30%，剩余成本由控制器和驱动线路构成，其内部结构更为复杂，技术难度更高，单车价值量大幅抬升。塑料件价格的变化对车灯原材料成本产生影响。

**费用率：研发投入策略，规模效应共同作用**

1) **规模效应影响。**公司始终坚持优化经营管理和费用支出。在整体收入大规模放量过程中，费用率占比倾向下行；在收入规模放量承压过程中，费用率倾向上行。

2) **研发投入策略。**跟公司新产品开发周期，以及公司整体研发投入战略相关。在新客户大规模突破、新产品技术大幅升级时，公司倾向于进入密集的产品客户开发周期，研发投入会增多。当开发的新客户、新订单开始量产释放时，研发投入的增速倾向变缓。

图 1：影响公司盈利能力的因素拆解



资料来源：公司公告，ifind，国海证券研究所

## 2、公司盈利能力复盘和展望

我们认为星宇股份过去的盈利能力变化，可分为三个阶段：

**阶段一（2013-2016年）：**毛利率下行，费用率下行，净利率下行低于毛利率下行，原材料价格上涨+新产能爬产拉低产能利用率，且公司处于新客户新产品开拓期，公司盈利能力下滑。

1) 2013年-2016年，公司销售毛利率由24.6%下降至21.0%。2015年毛利率小幅下滑，主要是老产品毛利率下行（当时公司产品以毛利较低的小灯、尾灯为主，前照灯产品还在客户拓展初期，2014年公司前照灯销量占比仅为6.4%），2016年毛利率下滑幅度较大，主要是原材料成本影响以及新产品研发投产影响。2015年至2016年公司主要原材料塑料粒子价格快速走高，2016年聚碳酸酯现货价格累计上涨30.5%，公司成本结构中原材料占比由81.8%提升至84.8%。2016年3月吉林工厂一期投产，前期爬产阶段拉低公司产能利用率造成2016年毛利率进一步下滑。2013-2016年属于公司客户密集开发期，在此期间成功拓展广汽丰田、东风日产、一汽奥迪和德国宝马等头部合资、外资客户，我们判断前期客户认证和产品研发支出产生成本压力。

2) 2013-2016 年, 公司期间费用率由 11.09% 下行至 10.02%。此阶段整体规模放量压低公司费用率水平, 其中 2015 年下游整车制造企业面临成本压力且公司处于产品结构调整时期、职工薪酬上升, 费用率水平有所反弹。

**阶段二 (2016-2020 年): 毛利率上行, 费用率下行, 公司净利率大幅上行, 原材料价格先涨后跌, 规模放量+结构改善 (产品 LED 占比提升和客户合资占比升级), 公司盈利能力快速提升。**

1) 2016 年-2020 年, 公司销售毛利率由 21.0% 提升至 27.3%。**客户结构层面**, 公司当时的主要客户为一汽大众, 上汽大众, 一汽丰田公司等头部合资车企, 受汽车行业整体景气度影响较小, 公司销量稳定增长。**产品结构层面**, 乘用车光源材质受益于科技进步, 由卤素灯、氙气灯逐步向 LED 灯转变, 技术含量的提升导致车灯毛利逐步增加。原材料端, 2017 年全年塑料粒子价格持续上行, 2017 年 1 月 3 日至 2017 年 12 月 14 日, 聚碳酸酯现货价格累计上涨 55.1%, 部分抵消了产品、客户端带来的毛利率改善; 2017 年年底开始原材料进入下行通道, 2017 年 12 月 14 日至 2020 年 4 月 10 日, 聚碳酸酯现货价格累计下跌 62.5%, 公司成本压力大幅下行, 协同客户、产品端的毛利率水平优化, 公司毛利率快速提升。

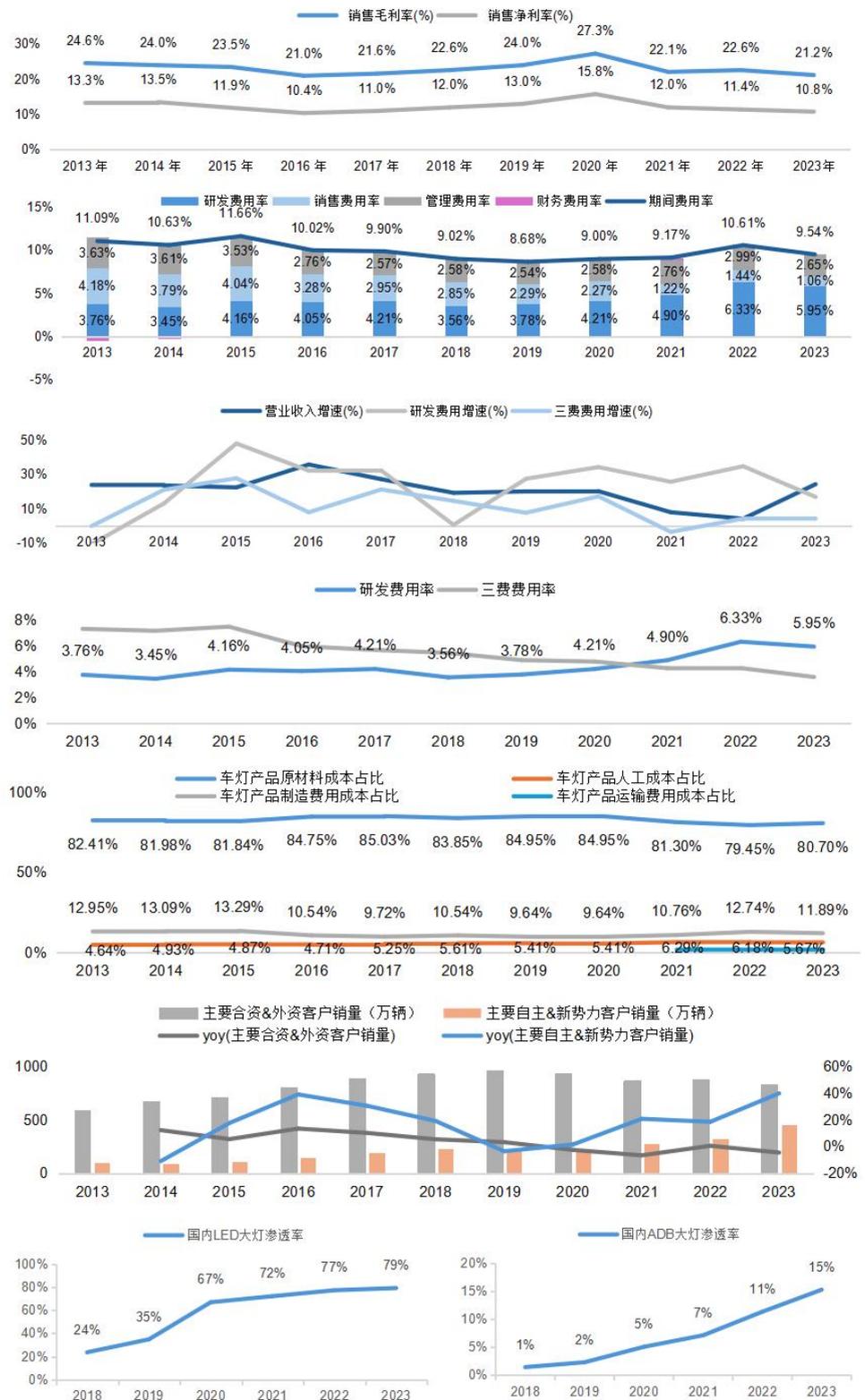
2) 2016-2020 年, 公司期间费用率从 10.02% 下行到 9.0%。**成本费用端**, 公司积极通过“构造改革”和“项目成本管理”等内部精益生产管理, 提升生产效率, 降低单位成本, 公司期间费用率从 10.02% 优化至 9.0%, 其中销售、管理、财务合计费用增速始终低于公司营收增速。

**阶段三 (2020-2023 年): 毛利率下行, 费用率上行, 公司净利率大幅下行, 公司处于客户结构切换调整期, 收入增速放缓+研发费用持续高增+会计变更+原材料 2021 年大幅涨价, 公司利润率承压向下。**

1) 2020 年-2023 年, 公司销售毛利率由 27.3% 降至 21.2%, 客户结构方面, 2020 年-2023 年市场竞争加剧, 电动智能化浪潮下头部自主和新势力品牌崛起, 公司主要合资及外资客户销量承压, 公司客户通过降价等方式传导成本压力, 造成公司利润率下滑。产品结构方面, 根据我们的测算, 2020 年 LED 渗透率基本度过了快速提升阶段, 2021-2023 年 ADB 等渗透率还未开始大幅提升。原材料端, 2020 年 4 月至 2022 年 9 月, 塑料粒子价格持续上行, 聚碳酸酯现货价格累计上涨 132.5%。会计调整角度, 2021 年起会计政策变更, 产品交付前的仓储费用、运费等合同履行成本自“销售费用”重分类至“营业成本”科目, 使得公司成本增加, 2021 年公司运输费用为 9023 万元, 计入成本后占当年总成本比例为 1.65%。规模效应角度, 公司收入同比增速随主要客户销量同步下滑, 2021 年和 2022 年公司收入同比分别增长 8.0% 和 4.3%。

2) 2020-2023 年, 公司费用率由 9.00% 提升至 9.54%。在此期间公司大力拓展新能源客户, 进入理想汽车、小鹏汽车、赛力斯等多家新能源品牌供应链, 研发费用率快速从 2020 年的 4.2% 增长至 2022 年的 6.3%, 达到阶段性高点。

图 2：星宇股份主要指标变化情况

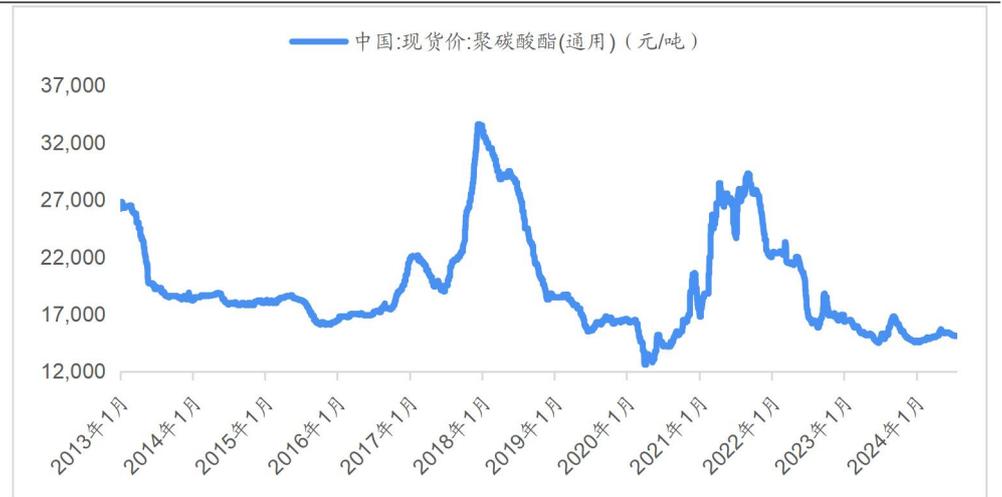


资料来源：公司公告，wind，ifind，Marklines，汽车之家，国海证券研究所

注：LED 和 ADB 车灯渗透率测算选取的是 2018-2023 年轿车以及 SUV 销量各前 30 车型的车灯配置情况。

注：2013-2017 年公司研发支出全部计入管理费用，2018 年开始独立计研发费用科目。为方便各项费用率变化的观测，图中 2013-2017 年管理费用率的计算已扣除研发费用的部分。

图 3：塑料原材料价格变化情况



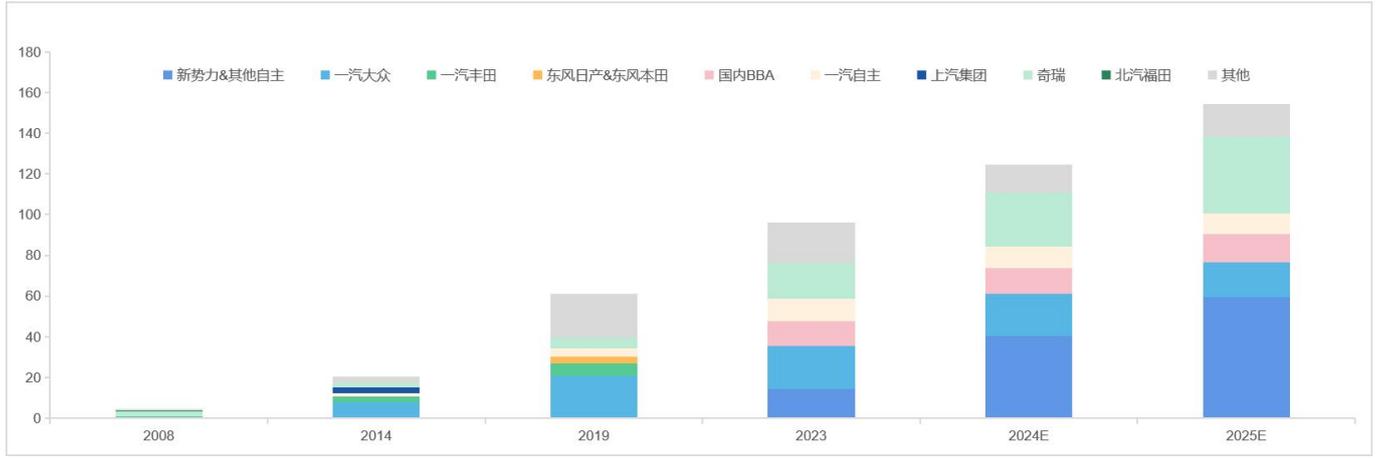
资料来源：wind，国海证券研究所

展望公司 2024-2026 年，产品结构、客户结构变化、规模效应驱动下，公司净利率有望回升。

1) 2023-2026 年，预计公司毛利率有望从 21.18% 提升至 22.50%。客户结构和产品结构方面：公司当前进入到强势自主品牌放量周期，且强势自主品牌的产品结构比之前合资品牌的产品结构相对更高端（ADB、DLP 等新型灯），预计随着自主高端占比放量，公司整体产品结构进一步改善（2026 年公司平均单车价值量有望提升至 4583 元），将对公司毛利率恢复提升形成正向催化。

2) 2023-2026 年，预计公司费用端有望从 9.54% 下降到 8.81%。一方面规模效应角度，随着自主品牌新客户和新产品放量，公司收入增速向上，对公司管理销售财务费用率的下行会有正向影响。另外，随着上一轮研发高峰（2021-2023 年新客户，新产品的密集开发）的结束，公司研发费用的增速有望趋于平缓，研发费用率有望下行。谨慎假设下，我们假设 2024-2026 年，公司研发费用分别增长 24%、21%、20%，其余三费费用合计值分别增长 13%、22%、18%，对应期间费用率分别为 9.05%、8.93%、8.81%（其中研发费用率分别为 5.85%、5.74%、5.69%），呈下行趋势，公司费用率端持续优化，公司净利率有望进一步提升。

图 4：星宇股份分客户营收拆分及预测（亿元）



资料来源：公司招股书，公司可转债说明书，公司公告，国海证券研究所

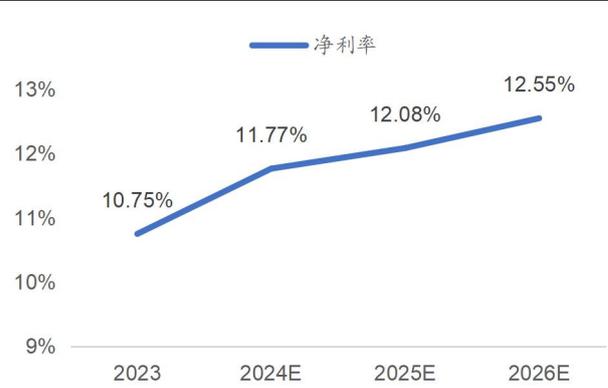
注：2024-2025 年的前五大客户收入，为研究员根据当前公司经营情况自行预测值。

图 5：2023-2026 年公司产品单套均价预测



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 6：2023-2026 年公司归母净利率预测



资料来源：公司公告，国海证券研究所

### 3、盈利预测与评级

星宇股份是国内车灯领域龙头，受益于行业、客户和内部业务发展，有望迎来三重成长周期。车灯行业层面，随着电动智能变革，汽车车灯从单一照明功能往智能化方向演进，ADB 大灯、DLP 大灯、连贯式尾灯、氛围灯等新兴产品相继问世和普及，品类扩张+ASP 提升有望持续打开行业天花板；客户结构层面，公司经历了从中低端自主-中端合资-高端合资、外资的客户结构跃迁，2021 年开始大幅渗透进入头部自主和新势力车企，随着现有客户内部分额提升+新型客户导入，公司有望受益于新一轮客户放量周期，渗透率持续向上；业务布局层面，公司一方面积极开拓车灯域控等新兴高价值量品类，一方面积极布局海外业务，随着公司欧洲塞尔维亚工厂持续获取订单并投产放量，有望为公司带来新一轮成长动能。

受客户和产品结构优化带动，公司年降情况及规模效应也将贡献正向影响，2024-2026 年公司利润率有望提升。2013-2016 年、2016-2020 年、2020-2023 年，公司利润率水平分别经历了下降-提升-下降三个阶段，我们通过复盘发现公司盈利能力由客户结构、产品结构、原材料成本、年降情况、规模效应等底层影响因素综合决定，2024-2026 年公司将充分受益于核心客户放量+高利润率产品占比提升+期间费用率优化下行等正向影响，毛利率有望从 22.10% 提升至 22.50%，净利率有望从 11.77% 提升至 12.55%。

公司受益于行业、客户和业务布局三重成长周期，并且随着产品结构、客户结构优化及规模效应驱动，2024-2026 年公司利润率有望企稳回升。根据公司最新情况，我们调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年实现营业收入 129、159、192 亿元，同比增速为 26%、23%、21%；实现归母净利润 15.2、19.3、24.1 亿元，同比增速 38%、26%、25%；EPS 为 5.33、6.73、8.42 元，对应 PE 估值分别为 23、19、15 倍，我们看好公司未来发展，维持“买入”评级。

表 1：星宇股份主要指标变化

	2013-2016	2016-2020	2020-2023	2023-2026 年展望
毛利率表现	24.60%→20.98%	20.98%→27.30%	27.30%→21.18%	21.18%→22.50%
客户	中低端自主+合资	拓展高端合资和外资客户	拓展头部自主和新势力	新能源客户进入放量阶段
产品	卤素光源，以小灯、尾灯为主。	光源升级为 LED，前照灯放量。	新增 ADB/DLP 大灯、OLED 后组合灯、氛围灯等，量价双增。	新兴品类渗透率向上，单车价值量进一步提升。
成本	2016 年塑料原材料价格上涨超过 30%。	2017 年 1 月 3 日至 2017 年 12 月 14 日，聚碳酸酯现货价格累计上涨 55.1%，2018 年塑料原材料价格开始回落。	2020 年 4 月至 2021 年 9 月，塑料原材料价格上涨 132.5%，2021 年 10 月价格开始回落。	截至 2024 年 7 月，塑料原材料价格处于相对低位，在 1.5 万元-1.7 万元波动，较为平稳。
费用率表现	11.09%→10.02%	10.02%→9.00%	9.00%→9.54%	9.54%→8.81%
三费费用率	7.33%→5.98%	5.98%→4.79%	4.79%→3.59%	3.59%→3.12%
研发费用率	3.76%→4.05%	4.05%→4.21%	4.21%→5.95%	5.95%→5.69%
净利率表现	13.31%→10.44%	10.44%→15.83%	15.83%→10.75%	10.75%→12.55%

资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

注：三费费用率指财务/管理/销售费用率合计值。

注：毛利率和净利率为销售毛利率和销售净利率。

## 4、风险提示

**1) 下游客户销量不及预期的风险：**公司主营业务是为整车制造企业提供配套车灯产品，开发周期较长，前期投入较大，如果配套的整车车型销售数量不能达到预期，将面临前期投入无法收回的风险，进而对公司盈利造成不利影响。

**2) 毛利率下滑风险：**随着国内整车制造行业市场竞争日益激烈，整车制造业面临成本压力及降价风险，同时由于原材料价格上涨、职工薪酬及制造费用上升等

因素，加之公司正处于产品结构优化和市场规模提升阶段，可能导致公司车灯类业务毛利率呈下降趋势。

**3) 技术研发和产品开发不及预期的风险：**各大车企车型更新换代频率不断加快，主机厂对产品技术、质量等要求越来越高，这就要求公司具备较强的产品开发能力，如果公司的技术研发方向与行业的技术发展潮流、市场需求变化趋势出现偏差，或者滞后于技术发展潮流和市场需求变化，将使公司在竞争中处于不利地位。

**4) 经营管理风险：**随着公司不断加大投资及公司全球业务的发展，公司资产规模和经营规模都将持续扩大，在经营管理、资源整合、市场开拓、人才培养等方面都对公司管理层提出了更高的要求。如果公司不能进一步提升管理水平、完善管理流程和内部控制制度，将会对公司的整体运营带来一定的风险。

**5) 客户集中度风险：**车灯是专门为汽车整车配套生产的定制产品，由于汽车整车（特别是乘用车）制造行业的集中度较高，行业内规模较大的企业相对有限，导致公司客户集中度较高。如果公司主要客户流失或其需求缩减，将对公司的收入和利润水平产生较大影响。

**6) 测算仅供参考，以实际为准。**

附表：星宇股份盈利预测表

证券代码:	601799				股价:	124.60	投资评级:	买入	日期:	2024/08/08
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	12%	15%	16%	18%	EPS	3.87	5.33	6.73	8.42	
毛利率	21%	22%	22%	23%	BVPS	31.98	35.86	41.00	47.72	
期间费率	4%	3%	3%	3%	<b>估值</b>					
销售净利率	11%	12%	12%	13%	P/E	33.90	23.38	18.52	14.80	
<b>成长能力</b>					P/B	4.10	3.47	3.04	2.61	
收入增长率	24%	26%	23%	21%	P/S	3.65	2.75	2.23	1.85	
利润增长率	17%	38%	26%	25%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	
总资产周转率	0.73	0.81	0.85	0.88	营业收入	10248	12944	15931	19213	
应收账款周转率	4.69	3.83	3.72	3.55	营业成本	8077	10083	12378	14890	
存货周转率	3.53	3.69	3.45	3.37	营业税金及附加	56	69	83	96	
<b>偿债能力</b>					销售费用	108	133	159	188	
资产负债率	38%	40%	42%	42%	管理费用	271	333	398	471	
流动比	2.04	1.93	1.90	1.93	财务费用	-12	-51	-47	-54	
速动比	1.57	1.40	1.37	1.39	其他费用/(-收入)	610	757	914	1093	
					营业利润	1199	1661	2094	2617	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业外净收支	4	0	0	0	
现金及现金等价物	3262	3184	3529	4270	利润总额	1203	1661	2094	2617	
应收款项	4398	5501	7124	8639	所得税费用	101	138	172	212	
存货净额	2245	3221	3954	4881	净利润	1102	1523	1922	2405	
其他流动资产	60	104	118	134	少数股东损益	0	0	0	0	
<b>流动资产合计</b>	<b>9965</b>	<b>12010</b>	<b>14725</b>	<b>17923</b>	归属于母公司净利润	1102	1523	1922	2405	
固定资产	3016	3285	3481	3623						
在建工程	732	776	850	914	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	
无形资产及其他	1061	1105	1149	1191	经营活动现金流	697	1201	1636	2061	
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	1102	1523	1922	2405	
<b>资产总计</b>	<b>14774</b>	<b>17177</b>	<b>20205</b>	<b>23651</b>	少数股东损益	0	0	0	0	
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	459	468	525	584	
应付款项	4527	5789	7270	8711	公允价值变动	-56	0	0	0	
合同负债	7	15	38	38	营运资金变动	-917	-898	-923	-1029	
其他流动负债	361	407	460	547	投资活动现金流	430	-915	-888	-812	
<b>流动负债合计</b>	<b>4896</b>	<b>6211</b>	<b>7769</b>	<b>9296</b>	资本支出	-1033	-822	-838	-832	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	1396	-90	-50	20	
其他长期负债	742	722	722	722	其他	67	-3	0	0	
<b>长期负债合计</b>	<b>742</b>	<b>722</b>	<b>722</b>	<b>722</b>	筹资活动现金流	-550	-443	-453	-488	
<b>负债合计</b>	<b>5638</b>	<b>6933</b>	<b>8491</b>	<b>10018</b>	债务融资	0	-6	0	0	
股本	286	286	286	286	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	9136	10244	11714	13633	其它	-550	-438	-453	-488	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>14774</b>	<b>17177</b>	<b>20205</b>	<b>23651</b>	现金净增加额	607	-167	294	761	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【汽车小组介绍】

戴畅，首席分析师，上海交通大学本硕，9年汽车卖方工作经验，全行业覆盖，深耕一线，主攻汽车智能化和电动化，善于把握行业周期拐点，技术突破节奏，以及个股经营变化。

王璟，汽车行业分析师，中国人民大学管理学硕士、新加坡管理大学财务分析专业硕士、吉林大学汽车设计专业学士。3年主机厂汽车设计经验，2年汽车市场研究经验。曾任职于一汽汽研负责自主品牌造型设计工作，目前主要覆盖整车及重点主机厂产业链。

吴铭杰，汽车行业研究助理，上海财经大学金融专业硕士，1年汽车市场研究经验，擅长发现个股边际变化，从底部挖掘潜力个股，目前主要覆盖汽车热管理及机器人产业链。

## 【分析师承诺】

戴畅，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。