

被低估的智能仪表龙头，全球化及平台化大有可为

天有为 (603202.SH)

核心观点

公司是智能仪表平台型公司，海外业务占据主体，复合屏技术、产业链高自制率等造就公司成本领先优势，盈利能力行业领先。受益于汽车外资客户新项目导入、两轮车仪表新业务加速增长，公司 26 年业绩有望重回较快增长。海外本地化建厂及销售资源布局有望加速国际化发展战略，两轮车智能仪表是百亿级增量市场，有望成为公司第二增长曲线。当前估值低于国内同行，具备安全边际及戴维斯双击弹性。

摘要

受益于智能座舱升级，公司汽车仪表具备全球化及平台型优势。公司业务聚焦汽车智能显示及交互领域，主要产品包括仪表、中控屏及双联屏等，受益于乘用车智能座舱“多屏化、大屏化、联屏化”升级及国产替代产业趋势，汽车仪表及屏显单车价值量可达 3 千元以上，公司全球化及平台化能力突出，24 年实现营收约 45 亿元，国内仪表市占率约 12%、全球市占率约 5%：1) 海外业务占据主体且盈利能力强，25 年 H1 海外营收及毛利占比分别约 56.5%、71.5%，毛利率高达 47%，现代集团是公司最大单一客户；2) 公司持续拓展产品品类及新业务，双联屏一体机、后排扶手屏、电动吸顶屏、旋转屏、两轮车复合屏仪表等新项目相继取得客户定点，其中两轮车智能仪表新业务有望成为新增长曲线。

复合屏技术、产业链高自制率等造就公司成本领先优势

公司深耕汽车仪表行业，独创的复合屏专利技术通过光学贴合、芯片定制等 Know-how 将段码屏和 TFT 彩色液晶屏组合使整块屏幕呈现一体化效果，显示效果与全彩屏的显示效果类似，降低生产成本、缩短开发周期，目前公司约 60% 仪表屏显产品采用了复合屏技术。此外，公司生产工序较为齐全，采购基本原材料后自制零部件比例较高，黑龙江本部土地成本和人工成本相对较低，造就公司突出的成本控制能力，24 全年及 25H1 配套比亚迪、长安等国内业务毛利率分别约 27.1%、24.3%，远高于国内同行。

海外本地化建厂及销售资源布局有望加速国际化发展战略

公司 22-24 年业绩高速增长主要来源于大客户现代集团，24 年其贡献营收 24.8 亿元，占比 55%；25 年公司加大了新客户拓展，获得了 Stellantis、上汽大众、上汽奥迪、上汽通用等新项目定点，在手订单充裕。随着韩国及墨西哥生产基地投产，并通过与福耀系三锋投资合资、收购德国克莱默等合作整合海外客户渠道，公司全球化客户拓展有望提速，抢占博世、电装、大陆等外资份额。

首次评级

买入

程似骐

chengsiqizgs@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号:S1440520070001

SFC 编号:BQR089

陶亦然

taoyiran@csc.com.cn

010-56135200

SAC 编号:S1440518060002

陈怀山

chenhuaishan@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号:S1440521110006

白舸

baige@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525080001

发布日期：2025 年 12 月 22 日

当前股价：91.98 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-2.10/-0.84	-7.55/-9.08	/
12 月最高/最低价 (元)			116.00/91.19
总股本 (万股)			16,000.00
流通 A 股 (万股)			3,326.20
总市值 (亿元)			147.17
流通市值 (亿元)			30.59
近 3 月日均成交量 (万)			85.34
主要股东			
王文博			40.20%

股价表现



二轮车智能仪表是百亿级增量市场，有望成为公司第二增长曲线

智能仪表（段码屏/TFT）是集成于二轮车(电动自行车/摩托车)的智能化控制和显示平台，替代传统机械及电子式仪表，契合消费升级趋势。全球电动自行车年产量超 1 亿台，摩托车约 6 千万台，目前段码屏及 TFT 屏单车平均售价分别约 100-200、400-500 元/块，2030 年全球智能仪表市场空间或可达 200-300 亿元，目前行业尚处于渗透率早期，公司具备快速定制开发、全球化规模产能等优势。23 年公司开始二轮车智能仪表市场突破，目前已与雅迪、爱玛、钱江、大运、奔达、五羊本田、长城等客户建立了稳定的合作关系，将积极开拓合资品牌和外资品牌市场，26 年有望加速成长。

被低估的智能仪表龙头，平台化及全球化推动经营周期向上

25 年受制于现代集团需求小幅下滑、国内激烈竞争下客户压价，公司聚焦经营质量及国际化战略未低价拿单，营收同比下滑约 10%，毛利率维持，净利率受研发投入加码等因素有所下滑。26 年开始公司业绩有望重回较快增长，这主要得益于：1) 汽车业务新客户订单释放，尤其外资及合资主机厂贡献主要增量，且随着海外本地化产能投放及新客户资源导入，27 年后有望加速全球化；2) 二轮车仪表新业务历经三年培育正进入加速成长期，行业竞争格局好，公司新项目份额有望大幅提升，长期有望再造传统主业。我们预计公司 25-27 年营收分别约 40.3、52.3、63.0 亿元，同比分别-9.7%、+29.8%、+20.5%，归母净利润分别约 10.1、11.7、13.3 亿元，同比分别-11.1%、+15.7%、+14.1%，对应 PE 分别约 14.6、12.6、11.0 倍；按照 35% 分红率，对应股息率分别约 2.40%、2.78%、3.16%；截至 25Q3 末在手现金 44.7 亿，净现金约 43.0 亿元。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示：1) 新客户及新业务拓展不及预期；2) 下游需求不及预期；3) 行业竞争格局加剧导致盈利能力下滑；4) 国际贸易政策及汇率波动风险。

重要财务指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,437.08	4,464.65	4,030.00	5,230.00	6,300.00
YOY(%)	74.27	29.90	-9.74	29.78	20.46
净利润(百万元)	842.10	1,136.49	1,010.70	1,168.89	1,333.49
YOY(%)	112.26	34.96	-11.07	15.65	14.08
毛利率(%)	36.21	35.46	35.92	33.32	32.21
净利率(%)	24.50	25.46	25.08	22.35	21.17
ROE(%)	48.47	39.68	13.48	13.71	13.74
EPS(摊薄/元)	5.26	7.10	6.32	7.31	8.33
P/E(倍)	17.48	12.95	14.56	12.59	11.04
P/B(倍)	8.47	5.14	1.96	1.73	1.52

资料来源：iFinD，中信建投证券

目录

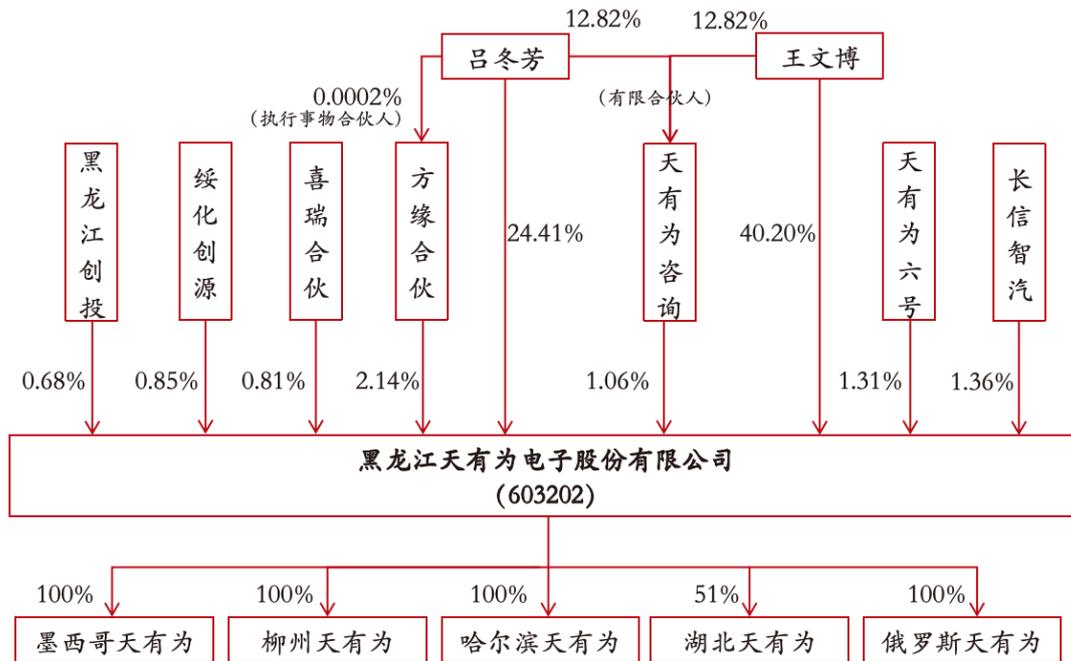
一、汽车仪表平台型专家，海外业务占据主体.....	1
1.1 发展历程：深耕汽车仪表三十载，首创复合屏技术品类.....	1
1.2 产品业务：产品结构升级，液晶仪表及双联屏占主导.....	4
二、行业趋势：智能化推动汽车仪表量价齐升，两轮车加速渗透.....	6
2.1 汽车液晶仪表受益于市场空间扩容及国产替代.....	6
2.2 全球汽车仪表市场由外资主导，海外拓展大势所趋.....	10
2.3 两轮车仪表智能化升级是细分蓝海市场.....	12
三、竞争优势：平台化拓展品类及市场延伸，全球化进度领先.....	15
3.1 平台化优势：汽车仪表为主体，延伸至吸顶屏、两轮车复合屏等品类.....	15
3.2 全球化优势：海外主机厂项目利润丰厚，客户拓展及品类扩张驱动成长.....	17
3.3 成本优势：产业链高自制率、低人工及固定成本等综合成本把控强.....	19
3.4 26 年业绩有望回升，支撑估值向上修复.....	20
四、盈利预测及估值分析.....	22
风险提示.....	23
报表预测.....	24

一、汽车仪表平台型专家，海外业务占据主体

1.1 发展历程：深耕汽车仪表三十载，首创复合屏技术品类

创始人王文博汽车电子背景深厚，稳定股权结构行稳致远。1994年，王文博于风华机械厂（航天科技前身）担任工程师，主导参与早期电子式仪表的研发工作，属于国内首批汽车电子领域的技术骨干。1997年，王文博先生与配偶吕冬芳女士共同创立天有仪表厂，并于2003年正式设立天有为公司。截至2025年6月末，王文博、吕冬芳夫妇分别直接持有公司约40.20%及24.41%的股份，合计持股比例超过64%，股权结构集中且稳定，实际控制人地位稳固。作为具备深厚技术背景的创始人，王文博先生对行业发展趋势具有深刻洞察，叠加高度集中的股权架构，保障了公司战略执行的一致性与稳定性。

图 1:天有为股权结构稳定



数据来源：公司公告，中信建投证券

公司发展历程可划分为三个阶段，技术能力及客户规模持续拓展：

1) **2003-2014年**：电子仪表能力筑基，国内客户持续积累。彼时国内仪表市场以电子式产品为主流，公司系统掌握了液晶屏应用、信号采集与显示等核心技术，并完成了相关生产工艺流程的构建与完善。通过供货上汽通用五菱、吉利汽车、奇瑞汽车及东风小康等主机厂，公司成功实现了初步的客户资源积累，为后续发展奠定了产品与市场基础。

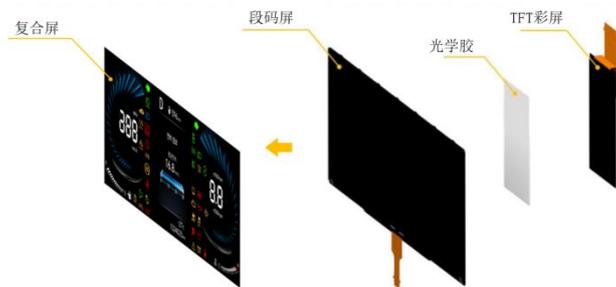
2) **2015-2019年**：复合屏技术突破，进入韩国现代等海外高端客户。汽车仪表向液晶屏升级的产业趋势下，2014年公司前瞻性启动复合屏技术研发，重点攻克段码屏与TFT屏的光学贴合、协同控制及结构一体化等关键技术难点。2017年，公司基本完成技术攻关。2019年，公司成功通过现代汽车集团的全球平台量产认证，正式成为其全球供应商。复合屏的突破标志着核心技术的量产验证，客户层面首度突破海外高端客户，成

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

为公司发展历程的重要拐点。

公司首创复合屏技术，凭借高性价比，在经济型车型中竞争力显著。复合屏技术是公司一项重要的集成创新，核心在于将成本较低的段码屏与高性能 TFT 全彩液晶屏进行光学与结构上的融合：段码屏负责显示车速等固定信息，TFT 屏负责呈现导航、多媒体等动态内容。复合屏在视觉效果上接近全彩液晶屏，同时因减少了 TFT 屏的使用面积，大幅降低了物料成本，为经济型车型提供高性价比的选择。2024 年，公司基于复合屏技术的相关产品实现营业收入 30.67 亿元，占总营收比重达 68.7%，成为驱动公司业绩增长的核心动力。

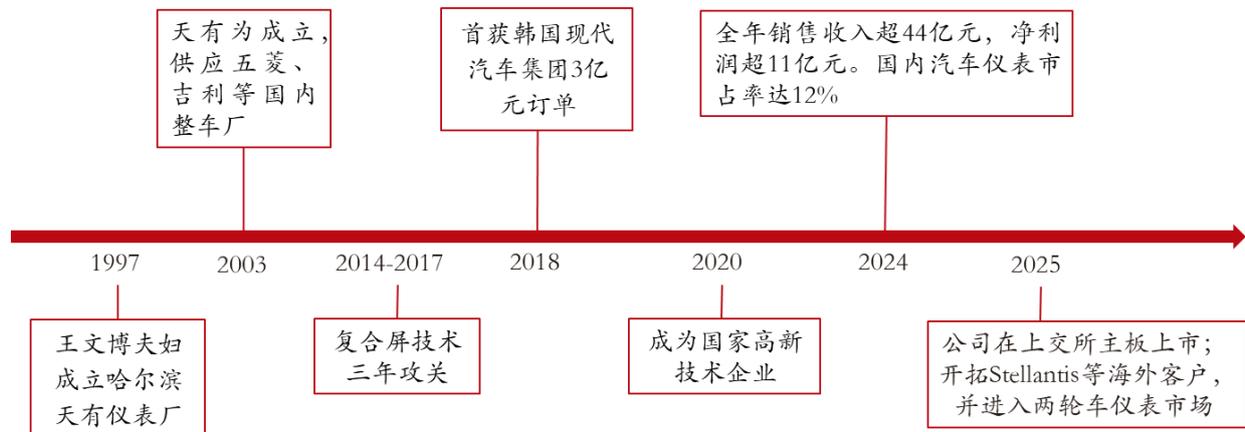
图 2: 复合屏原理示意图



数据来源：招股说明书，中信建投证券

3) 2020 年至今：韩国现代等大客户推动营收放量，产品、客户多元化持续推进，业务进入高速发展期。公司持续迭代复合屏产品的显示性能与综合成本。2022-2024 年，公司在现代汽车集团内的供应份额从 14.1% 快速增长至 30.7%，已跻身其核心仪表供应商行列。同时客户结构日趋多元化：在国内市场，成功拓展比亚迪、奇瑞、长安等优质客户；在海外市场，承接了 STELLANTIS、韩国双龙等全球知名车企的项目。技术领先优势与核心客户订单放量的双重驱动下，公司营业收入从 2020 年的 9.34 亿元高速增长至 2024 年的 44.6 亿元。产品品类上，公司切入两轮车仪表蓝海市场，预计将成为中长期的第二成长曲线。

图 3:天有为发展历程



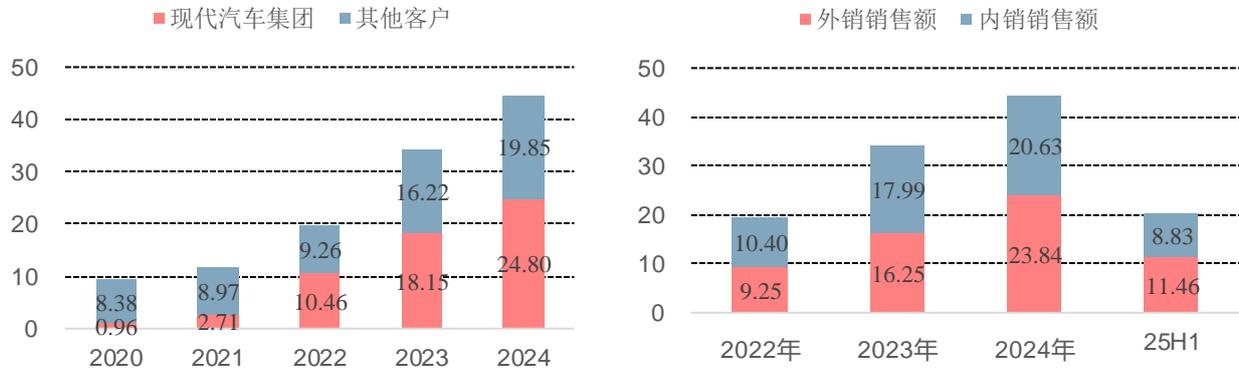
数据来源：招股说明书，中信建投证券

2020 年以来，公司在现代汽车集团内供应份额的持续提升，构成收入增长的核心驱动因素。2020 年，现代集团贡献营收占比约为 10.3%；随着配套车型范围扩大与供应链合作深化，2022 至 2024 年，对现代集团的销售金额分别达 10.46 亿元、18.15 亿元及 24.80 亿元，对应营收占比分别为 53.03%、52.79% 与 55.56%，已跃升为公

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

司绝对第一大客户。与此同时，公司在现代集团内部仪表供应体系中的地位稳步提升，成功跻身其前三大供应商行列。

图 4: 2020-2024 年天有为分客户收入情况 (单位: 亿元) 图 5: 2022-25H1 天有为内外销售额 (单位: 亿元)



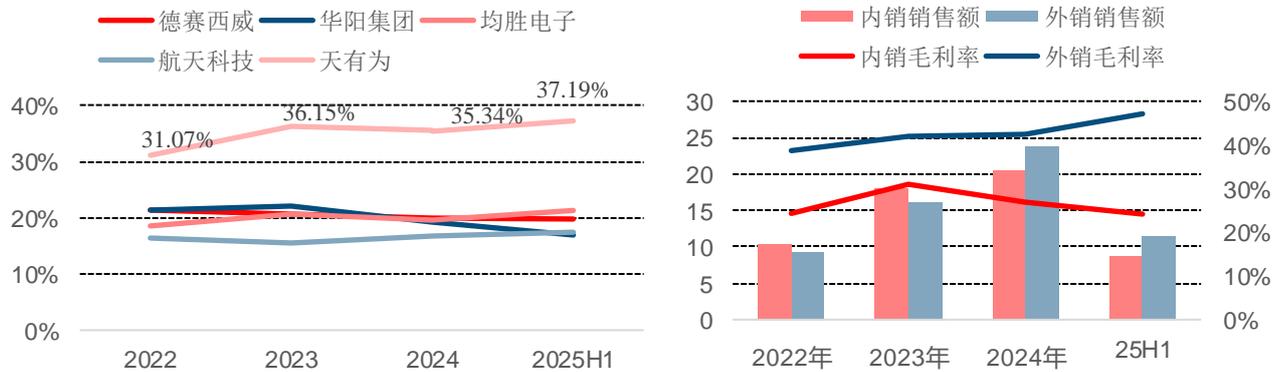
数据来源: 招股说明书, 中信建投证券

数据来源: 招股说明书, 中信建投证券

公司海外营收规模持续扩张, 营收结构改善推动毛利率上行。2022 年至 2024 年, 公司外销收入占比自 34.1% 提升至 42.5%, 结构优化趋势明显。由于外销产品定制化程度高、研发与服务投入大, 定价能力较强, 其毛利率长期显著高于内销业务, 2024 年外销毛利率达 42.46%, 同期内销毛利率为 27.11%, 而可比公司相关业务的毛利率仅有约 15-25%。毛利率差异核心原因是海外主机厂在供应商准入、产品生命周期管理及定价机制上更为规范稳定, 海外汽车仪表供应商的竞争格局和盈利水平普遍更好。随着公司在现代集团内份额的稳健提升, 以及 STELLANTIS、大众等海外新项目的逐步量产, 外销收入占比及综合毛利率有望进一步上行。

图 6: 2022-25H1 年天有为与可比公司业务毛利率

图 7: 2022-25H1 天有为内销与外销 (单位: 亿元, %)



数据来源: 公司公告, 中信建投证券 * 德赛西威采用智能座舱业务毛利率, 华阳集团采用汽车电子业务毛利率, 均胜电子采用汽车电子业务毛利率, 航天科技采用汽车电子制造业毛利率。

数据来源: 公司公告, 中信建投证券

1.2 产品业务：产品结构升级，液晶仪表及双联屏占主导

公司产品矩阵紧跟汽车智能化浪潮，其演进路径与行业技术发展趋势高度协同，目前已形成覆盖电子式组合仪表、全液晶组合仪表及双联屏仪表的完整产品梯队。

1) 电子式组合仪表：传统仪表形态，技术成熟，仪表升级趋势下份额逐步萎缩。采用段码屏与指针相结合的混合显示方案，是传统燃油车时代的主流仪表形态。其显示内容相对固定，主要用于呈现车速、发动机转速、油量、电量等基础行车信息，具有技术成熟、可靠性高、成本可控的特点，是公司早期实现客户导入与规模交付的基石产品。电子式组合仪表均价约 200 元，24 年营收 2.36 亿元。

2) 全液晶组合仪表：智能化关键载体，公司营收主体。产品屏幕全域数字化显示。其核心优势在于显示内容高度灵活、信息呈现更为直观高效，并可集成天气、导航、驾驶辅助等动态信息。在汽车智能化趋势下，全液晶仪表成为提升人机交互体验与座舱科技感的关键部件。全液晶组合仪表均价约 500-600 元，24 年营收 20.46 亿元，构成公司营收主体。

3) 双联屏仪表：智能座舱大屏化趋势明显，ASP 明显高于全液晶组合仪表。双联屏仪表顺应了座舱大屏化、多屏联动的行业趋势，将仪表屏与中控屏融合。公司已成功为现代、起亚、长安等客户实现双联屏产品的量产配套。此类产品集成度与附加值显著提升，是公司布局未来智能座舱生态、强化客户价值链地位的战略产品。双联屏仪表 ASP 约 2000 元左右，24 年营收 16.41 亿元。

图 8:天有为主要产品情况

	电子式组合仪表	全液晶组合式仪表	双联屏仪表
产品形态	传统仪表，段码屏加指针显示 	全域数字化显示，内容丰富 	仪表屏进一步与中控结合 
代表车型	 吉利帝豪  五菱宏光	 现代IX35  比亚迪秦PLUS	 起亚Sportage  长安逸动PLUS
营收情况	24年营收2.36亿元，同比-2.6% 营收占比5.3%	24年营收20.46亿元，同比+26.6% 营收占比45.8%	24年营收16.42亿元，同比+29.9% 营收占比36.8%

数据来源：招股说明书，中信建投证券

n 公司产品结构持续升级，带动平均销售单价（ASP）稳步提升。随着主机厂对座舱智能化与可视化体验需求日益增强，公司主力产品已由传统的电子式组合仪表，逐步向附加值更高的全液晶仪表及双联屏仪表切换。2024 年，公司仪表盘产品总销量约为 598 万块，同比增长 19.2%；综合平均售价约 655.46 元/块，同比增长 5.4%，产品结构优化明显。分产品来看：电子式组合仪表 ASP 约 172.58 元/块，同比增长 13.5%；全液晶组合仪表 ASP 约 534.24 元/块，同比小幅下降 8.7%；双联屏仪表 ASP 约 2078.91 元/块，同比增长 9.3%，呈现量价齐升态势。ASP 提升主要得益于高价值的全液晶与双联屏仪表销售占比持续提高。

图 9: 天有为主要产品营收、销量及单价

	2022 年			2023 年			2024 年		
	电子式	全液晶	双联屏	电子式	全液晶	双联屏	电子式	全液晶	双联屏
营收（万元）	23,062	84,064	80,429	24,225	161,646	126,419	23,592	204,596	164,210
销量（万块）	157.01	156.28	44.58	159.37	276.33	66.49	136.7	382.97	78.99
平均售价（元/块）	146.88	537.91	1804.16	152.01	584.97	1901.32	172.58	534.24	2078.91

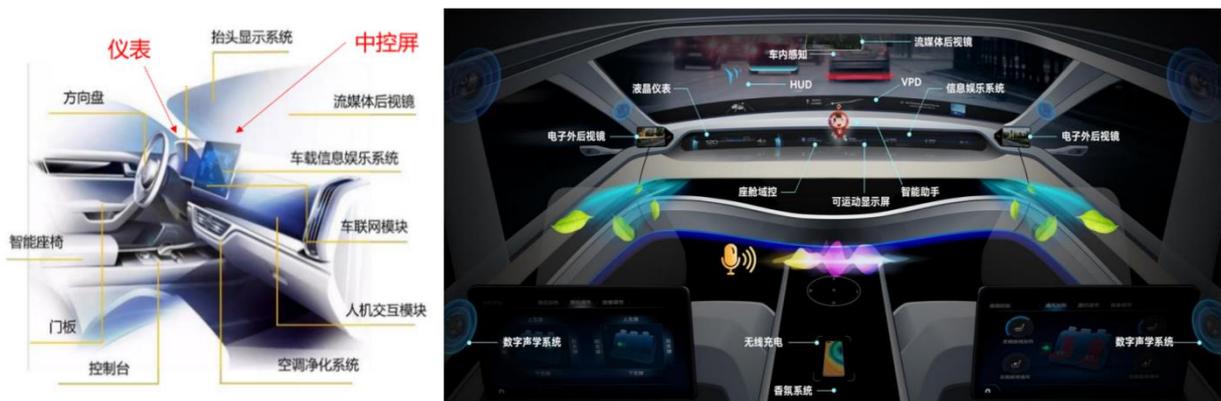
数据来源：招股说明书，中信建投证券

二、行业趋势：智能化推动汽车仪表量价齐升，两轮车加速渗透

2.1 汽车液晶仪表受益于市场空间扩容及国产替代

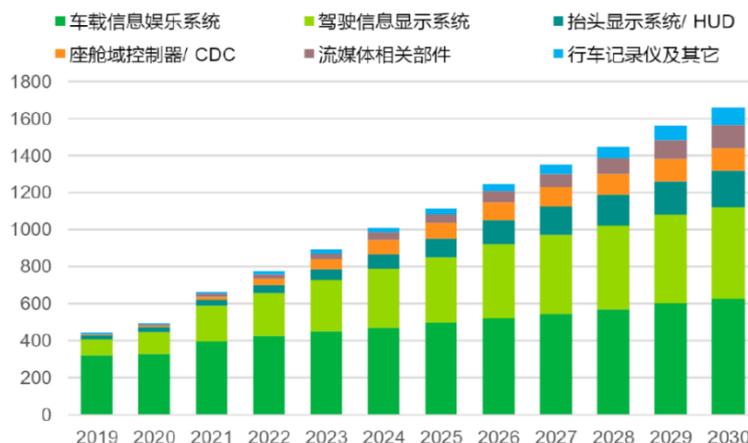
智能座舱迎来蓬勃发展，液晶仪表、车载信息娱乐系统等配置提升了驾驶体验。随着汽车智能化程度提升，智能座舱迎来增配，塑造更优秀的驾驶体验。智能座舱驾驶域主要包括汽车仪表、车载信息娱乐系统、抬头显示系统（HUD）、流媒体后视镜（CMS）、智能座椅等功能模块。智能化趋势下，汽车仪表逐步从电子式仪表，向表现效果更好的液晶屏仪表升级，大尺寸中控屏逐步替代了常见于燃油车的空调出风口及功能按键，共同塑造更智能的体验。同时随着大屏化，汽车仪表和中控屏出现一体化趋势，两者合二为一成为双联屏，单车价值量更高。根据 IHS 数据，中国智能座舱行业的市场规模将保持高速增长，预计到 2030 年，中国智能座舱市场规模将超过 1,600 亿元，其中车载信息娱乐系统、驾驶信息显示系统市场规模最大，合计将超过千亿规模。

图 10:智能座舱示意图



数据来源：天有为招股说明书，华阳集团年报，中信建投证券

图 11:智能座舱市场规模（单位：亿元）



资料来源：IHS《智能座舱市场与技术发展趋势研究》报告，中信建投

汽车仪表及屏显受益于大屏化、多屏化等智能化升级。1) 近几年随着汽车电子化、数字化的发展以及舱内交互体验的升级，液晶仪表及各类屏显迎来快速发展期，已逐步成为智能化汽车新车型的标配，并逐步向中低

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

端车型渗透。数字式全液晶仪表色彩丰富，功能全面，可显示汽车实时行驶状态，可增加驾驶乐趣。除显示常规的油耗、车速以外，还可显示天气、路况、导航等信息，并可以与其他设备相连，增加与车载信息娱乐系统的交互，受到消费者青睐。数字式全液晶仪表内容由软件定义，可针对使用情景实现调整，增加了驾驶乐趣。

2) 根据盖世汽车网统计，25 年 Q1 国内乘用车全液晶仪表的渗透率约为 76.3%，同比提升约 1.8 个百分点；中控屏的渗透率约为 95%，副驾屏的渗透率约为 6.7%，后排液晶屏的渗透率约为 4.5%。

汽车仪表属于安全件，液晶仪表国产化进度稍慢于中控。液晶仪表安全性级别为 ASILB，国产化进度相较中控稍慢。中控以实现娱乐功能为主，安全级别一般为 ASIL A，仪表需要显示速度、油耗等功能，安全级别较高，一般为 ASIL B。仪表因更高的安全级别要求，供应链开放速度慢于中控。与传统仪表相比，液晶仪表增加了显示器、GPU 等部件，由底层软件系统支持，除了能提供更精确的车速、转速、油门、刹车等信息外，还能逐步融合并显示与主动安全、ADAS 等相关的信息，支持导航地图、多媒体功能，并与其他设备相连。

图 12: 电子式仪表（上）及数字式液晶仪表（下）



数据来源：天有为招股说明书，华阳集团年报，中信建投证券

汽车液晶仪表渗透率持续提升，国内市场规模有望超 400 亿元。液晶仪表盘继续渗透下，国内市场规模预计超 400 亿元。我们假设 2025-2030 年汽车批发销量缓慢增长，CAGR=3%，随着液晶仪表盘持续普及 ASP 从 1500 元略降至 1356 元，则汽车液晶仪表盘潜在市场规模约 470 亿元左右，未来市场空间增长的主要驱动因素是液晶仪表盘在经济型车型的进一步普及，带动渗透率从 2025 年的 70% 提升到 2030 年的 90%，市场规模从 2025 年的 314 亿元增长到 2030 年的 423 亿元，CAGR=6.1%。

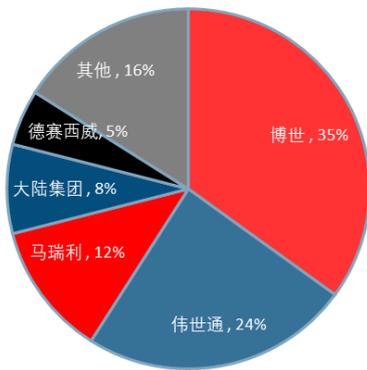
图 13:国内液晶仪表盘潜在市场规模 (TAM) 测算

	2025E	2030E
汽车批发销量 (万辆)	2986.4	3462
5 年 CAGR (%)		3.0%
ASP (元)	1500	1356
5 年 CAGR (%)		-2.0%
汽车液晶仪表盘 TAM (亿元)	448.0	469.4
渗透率 (%)	70%	90%
汽车液晶仪表盘市场空间 (亿元)	313.6	422.5
5 年 CAGR (%)		6.1%

数据来源: 高工智能汽车, 中信建投证券

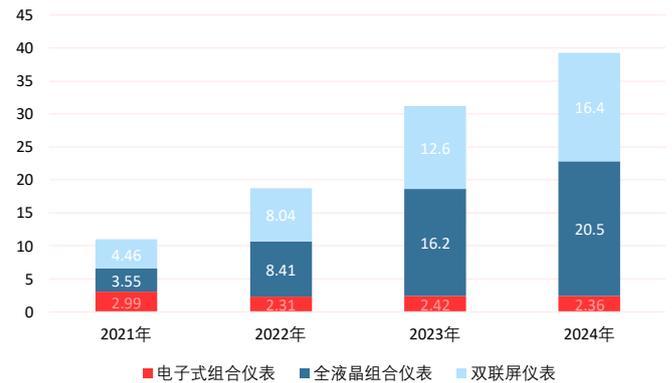
我国汽车液晶仪表市场仍以外资为主, 天有为等国产厂商增速较快。2021 年中国前五大汽车液晶仪表厂商排名分别为: 博世集团 35%、伟世通 24%、马瑞利 12%、大陆集团 8%、德赛西威 5%, 市场仍以外资为主导。天有为近三年成长迅猛, 24 年实现营收约 45 亿元, 预计国内仪表市占率约 12% (主要客户为比亚迪、长安汽车等)、全球市占率约 5% (主要客户为现代汽车集团等), 全球化替代外资客户空间广阔。

图 14: 2021 年中国汽车液晶仪表市占率分布



数据来源: Marklines, 中信建投证券

图 15: 天有为历年分产品营收趋势 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

公司复合屏表现效果接近液晶屏, 主要应用于经济型到中端车型, 国内市场空间有望达 34 亿元。复合屏通过将成本较低的段码屏与高性能 TFT 全彩液晶屏融合, 达到接近全液晶屏的显示效果, 有望在经济型到中端车型推广。假设复合屏在 10 万元以下/10-15 万元/15-20 万元/20-30 万元/30 万元以上渗透率分别达到 50%/35%/20%/5%/1%, 则 2030 年国内复合屏销量有望达到 629.0 万套, 对应五年 CAGR=17.4%, 假设复合屏 ASP 从 600 元降至 542 元 (CAGR=-2%), 则 2030 年国内复合屏市场空间有望达到 34.1 亿元, CAGR=15.1%。由于公司率先布局复合屏技术, 具有完整的专利保护, 先发优势及技术壁垒明显, 预计将在复合屏市场中占据主流 (>50%) 份额。

图 16:公司复合屏示意图（左右两侧为段码屏，中央为液晶屏）



数据来源：招股说明书，中信建投证券

图 17:国内复合屏市场空间测算

	2025E	2030E	CAGR
10 万以下（万辆）	471.9	365.1	-5.0%
渗透率（%）	20%	50%	
10 万以下复合屏销量（万套）	94.4	182.6	
10-15 万（万辆）	750.5	870.0	3.0%
渗透率（%）	15%	35%	
10-15 万元复合屏销量（万套）	112.6	304.5	
15-20 万	477.4	553.4	3.0%
渗透率（%）	10%	20%	
15-20 万元复合屏销量（万套）	47.7	110.7	
20-30 万（万辆）	416.5	531.6	5.0%
渗透率（%）	5%	5%	
20-30 万元复合屏销量（万套）	20.8	26.6	
30 万以上（万辆）	320.2	470.4	8.0%
渗透率（%）	2%	1%	
30 万以上复合屏销量（万套）	6.4	4.7	
国内零售销量（万辆）	2436.4	3416.0	1.9%
渗透率（%）	12%	18%	
国内复合屏销量（万套）	281.9	629.0	17.4%
ASP（元）	600.0	542.4	-2%
国内复合屏市场空间（亿元）	16.9	34.1	15.1%

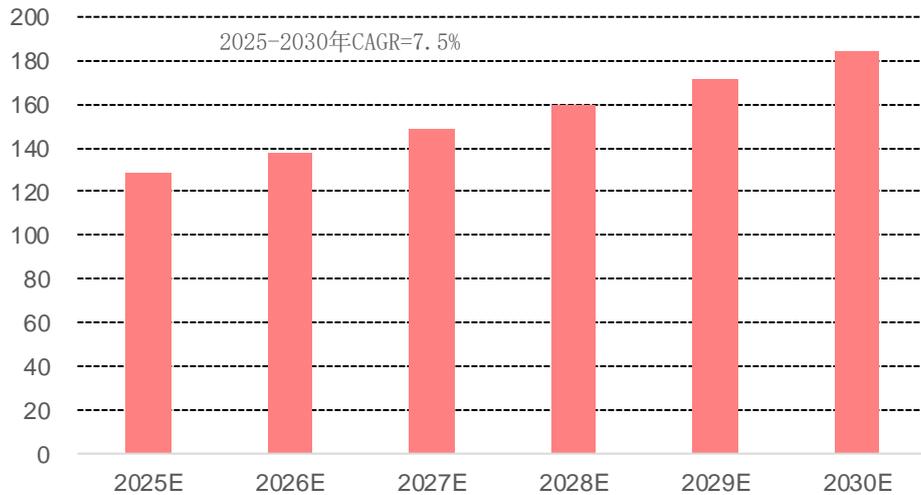
数据来源：乘联会，中信建投证券

2.2 全球汽车仪表市场由外资主导，海外拓展大势所趋

海外汽车仪表市场空间大，竞争格局好，毛利率更高，是国内汽车仪表企业成长的必由之路：

全球汽车仪表盘市场规模有望达到 185 亿美元，年化增长率为 7.5%。根据 Mordor Intelligence，2025 年汽车仪表盘市场规模预计在 128.5 亿美元左右，2030 年将达到 184.6 亿美元，五年 CAGR=7.5%。增长动力主要源自全球智能座舱升级，汽车仪表安全法规推动升级，以及电动车产量增加等。

图 18:全球汽车仪表盘市场规模（单位：亿美元）



数据来源: Mordor Intelligence, 中信建投证券

海外复合屏渗透率起点更低，2030 年全球市场规模有望达到 135 亿元人民币。我们假设全球汽车批发销量从 2025 年约 9450 万辆增长到 2030 年的 9932 万辆（CAGR=1%），复合屏单价随技术成熟持续降本下降到 542 元，海外复合屏渗透率从 5% 提升到 25%，则全球复合屏市场空间有望从 2025 年的 28.4 亿元增长到 2030 年的 134.6 亿元（CAGR=36.5%）。

图 19:全球复合屏市场空间测算

	2025E	2030E
汽车批发销量（万辆）	9450	9932
5 年 CAGR(%)		1.00%
ASP（元）	600	542
5 年 CAGR(%)		-2.00%
全球汽车复合屏 TAM（亿元）	567.0	538.3
渗透率（%）	5%	25%
全球汽车复合屏市场空间（亿元）	28.4	134.6
5 年 CAGR(%)		36.5%

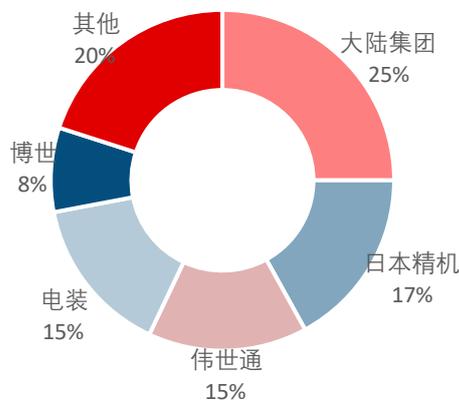
数据来源: Marklines, 中信建投证券

全球液晶仪表市场竞争格局高度集中，形成相对稳定的寡头垄断格局。全球前五大供应商合计市场份额超过 80%，其中大陆集团以约 25% 的市占率居于首位，日本精机、伟世通、电装分别占据约 17%、15%、15% 的份额，其余市场由多家中小型企业分散占据。整体来看，该市场壁垒较高，长期由具备深厚技术积累、全球

化客户体系和规模化交付能力的国际零部件巨头主导。

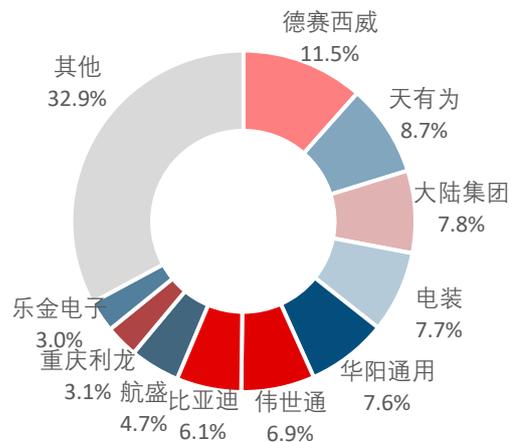
国内汽车仪表市场竞争格局相对分散，竞争相对激烈，本土企业国产替代趋势明显。根据盖世汽车 2025 年 1-9 月数据，国内液晶仪表市场 CR5 仅为 43.3%，市场集中度明显低于全球水平。德赛西威以 11.5% 的份额位列第一，天有为（8.7%）、大陆集团（7.8%）、电装（7.7%）与华阳通用（7.6%）等企业份额接近，竞争态势胶着。与此同时，比亚迪、航盛、重庆利龙等本土厂商份额分别为 6.1%、4.7%、3.1%，本土企业在前十大供应商中占比过半，凭借对国内整车厂需求快速响应、成本控制能力持续提升份额。

图 20:2021 年全球汽车液晶仪表市占率



数据来源: Marklines, 中信建投证券

图 21:25 年前三季度国内液晶仪表屏集成商市占率



数据来源: 盖世汽车研究院, 中信建投证券

国内汽车仪表市场竞争日趋激烈、整体毛利率承压的背景下，拓展海外高价值客户已成为收入与盈利跃升的必然战略选择。当前，国内汽车仪表市场因主机厂价格竞争激烈、市场参与者众多，行业整体盈利水平低于海外市场。以天有为可比公司的汽车电子业务（主要面向国内市场）为例，2022 年至 2025 年 H1 毛利率平均值分别约为 19.38%、19.69%、18.72% 及 18.77%，长期稳定在 20% 左右区间。相比之下，天有为同期外销业务的毛利率分别为 38.68%、41.85%、42.46% 及 47.11%，显著高于国内业务及行业平均水平，主要原因是海外主机厂定价普遍更高，且供应商关系更为稳定。因此，汽车仪表企业若要营收和利润再上一个台阶，如何拓展全球客户是“必答题”。

图 22:汽车仪表海外毛利率明显高于国内

公司简称	2022	2023	2024	2025H1
德赛西威	21.34%	20.58%	19.11%	19.75%
华阳集团	21.28%	22.05%	19.20%	16.91%
均胜电子	18.52%	20.65%	19.71%	21.00%
航天科技	16.38%	15.49%	16.87%	17.41%
平均值	19.38%	19.69%	18.72%	18.77%
天有为	31.07%	36.15%	35.34%	37.19%
其中：国内	24.31%	30.99%	27.11%	24.32%
其中：海外	38.68%	41.85%	42.46%	47.11%

数据来源：公司公告，中信建投证券 * 德赛西威采用智能座舱业务毛利率，华阳集团采用汽车电子业务毛利率，均胜电子采用汽车电子业务毛利率，航天科技采用汽车电子制造业毛利率。

公司是海外业务为主的汽零公司，2019 年即进入现代汽车集团供应链，全球化进展领先。公司将海外汽车零部件业务作为重心，2019 年进入现代汽车集团供应链身位领先。2023/2024/2025H1，公司海外营收分别为 16.25/23.84/11.46 亿元，占总营收的比例分别为 47.3%/53.4%/56.5%，海外业务重要性持续提升。未来公司依托墨西哥（25 年 6 月建成）、摩洛哥（在建）、韩国（在建）、德国克莱默公司（拟收购）等布局，海外业务营收有望持续增长。

2.3 两轮车仪表智能化升级是细分蓝海市场

两轮车智能仪表市场尚属蓝海，中高端摩托车率先增配，强化玩乐属性并打造智能化新卖点。过去一段时间，摩托车和电动两轮车主要配置机械式或电子式的简单仪表，主要用于呈现车速、电量油量等简单信息，不具备导航、听音乐等高阶功能。但部分厂家已经开始增配仪表，以塑造智能化卖点：

1) 雅马哈的 2025 款 Ténéré 700 全新升级了 6.3 英寸的 TFT 仪表盘，取代了前代车型的 LCD 显示屏。更大尺寸的 TFT 屏可以呈现全彩的两种不同主题，STREET 主题采用传统模拟式转速表设计，而 Explorer 主题呈现更具现代感的数字化风格，强化了中高端摩托车的玩乐属性；

2) 国内市场，春风动力的 SR250 全新升级 5 英寸曲面 TFT 屏，Motoplay 投屏支持直接屏幕操作导航、听歌等功能，同时车辆标配车联网功能实现智能骑行。车企为提升产品溢价，更主动地采用全彩 TFT 仪表，并集成导航、多媒体等丰富功能。从供应链看，仪表盘规格正向车载级看齐，要求高亮度（800nits 以上）、宽温（-30~70°C）与高防护（IP65），这为具备相关技术的上游面板与模组厂商带来了明确增量机会。

图 23: 雅马哈 Ténéré700 采用 6.3 英寸 TFT 屏



数据来源: 雅马哈官网, 中信建投证券

图 24: 春风动力 250SR 智能屏



数据来源: 春风动力官网, 中信建投证券

全球两轮车智能仪表属于蓝海市场，市场规模或可达 200-300 亿元。根据 Statista 数据，全球摩托车市场销量已基本稳定。2025 年全球摩托车销量约为 6036 万辆，预计 2030 年将缓慢增长至 6365 万辆，对应 CAGR=1.1%。假设摩托车智能仪表单价为 500 元，年降为 2%，则 2030 年摩托车市场潜在规模（TAM）约 288 亿元左右。根据绿源电动车招股说明书，2025 年全球电动两轮车销量约为 11010 万辆，未来国内及海外市场仍有位数增长空间，预计 2030 年将增长至 15176 万辆，对应 CAGR=6.6%。假设电动两轮车智能仪表单价为 150 元，年降为 2%，则 2030 年两轮车市场潜在规模（TAM）约 206 亿元左右。考虑到智能仪表主要渗透中高端车型，假设渗透率有望达到 40-60% 水平，我们预计全球两轮车智能仪表的市场空间或可达 200-300 亿元。

图 25: 两轮车仪表远期潜在市场规模（TAM）测算

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
摩托车销量（万辆）	6036.0	6100.4	6165.5	6231.3	6297.8	6365.0
yoy (%)		1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
ASP（元）	500	490.0	480.2	470.6	461.2	452.0
yoy (%)		-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
摩托车智能仪表市场潜在规模（亿元）	301.8	298.9	296.1	293.2	290.4	287.7
yoy (%)		-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
电动两轮车（万辆）	11010.0	11560.5	12138.5	12745.5	13382.7	14051.9
yoy (%)		5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
ASP（元）	150	147.0	144.1	141.2	138.4	135.6
yoy (%)		-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
电动两轮车智能仪表市场潜在规模（亿元）	165.2	169.9	174.9	179.9	185.2	190.5
yoy (%)		2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
两轮车智能仪表市场潜在规模（亿元）	467.0	468.9	470.9	473.2	475.6	478.2

yoy (%)		0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
渗透率 (%)	2%	5.0%	10.0%	20.0%	35.0%	45.0%
两轮车智能仪表市场空间 (亿元)	9.3	23.4	47.1	94.6	166.5	215.2

数据来源: Statista, 绿源招股书, 中信建投证券

公司率先开拓蓝海市场, 已和多家两轮车头部客户达成合作。两轮车领域, 公司已与雅迪、爱玛、钱江、大运、奔达、五羊本田、长城等多家客户建立了稳定的合作关系, 下一步将积极开拓合资品牌和外资品牌市场, 打造企业第二增长曲线。基于公司两轮车仪表等新项目量产节奏, 26年有望贡献5亿以上增量营收。

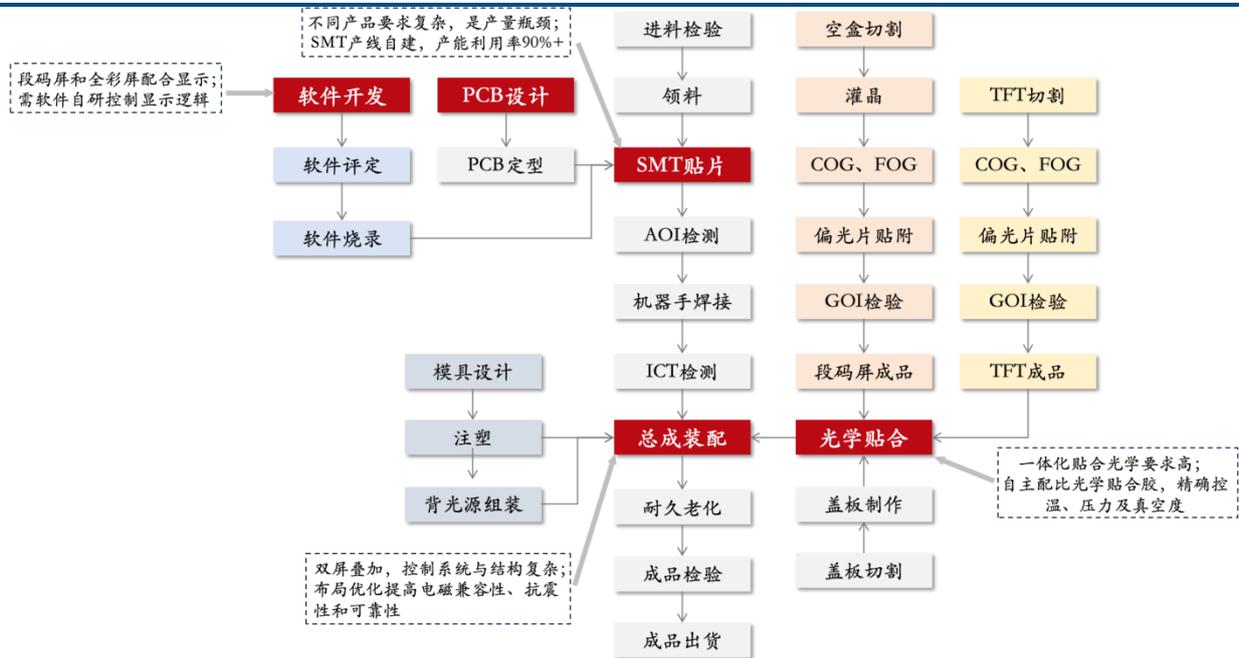
三、竞争优势：平台化拓展品类及市场延伸，全球化进度领先

3.1 平台化优势：汽车仪表为主体，延伸至吸顶屏、两轮车复合屏等品类

公司汽车仪表业务具备平台化优势，复合屏软硬结合构成技术壁垒，从汽车仪表向吸顶屏、后排扶手屏、旋转屏、两轮车复合屏等高相关性品类延伸，目前公司已成功获取相关项目。

复合屏的生产涵盖软硬件的多领域交叉。复合屏制造链条长，涉及机械结构、材料科学、电子电器等多学科技术的集成，对供应链协同与全流程工艺一致性要求较高。公司具备高度垂直整合的制造能力，核心工序实现自制，已建成覆盖 SMT 贴片、段码屏制造、TFT 彩屏生产、精密注塑、光学贴合、玻璃盖板制造与热弯加工、背光源制作等环节的完整工艺链。跨技术领域的全流程整合能力，构成了公司在复合屏领域深厚的技术底座。

图 26: 复合屏产品制造流程图



数据来源：招股说明书，中信建投证券

复合屏规模化量产存在多重技术瓶颈，共同构筑了较高的行业壁垒，主要体现在以下三个层面：1) 软件层面：需精确控制双屏组合显示。复合屏需将段码屏与 TFT 全彩屏在光学上叠加，并在软件层面实现精准协同显示。核心难点在于确保重叠区域亮度、色彩一致，避免内容互相干扰与视觉割裂。公司通过自研底层显示算法，实现了笔段级灰阶梯度控制，并通过对段码屏特定区域液晶分子的定向控制，形成局部“开窗”，使下层 TFT 屏内容得以透出，最终达成双屏显示的一体化与完整性；2) 硬件层面：高集成度带来的复杂工程挑战。硬件层面，复合屏因需同时容纳两套独立的显示驱动、电源管理及背光控制电路，在有限的仪表空间内对 PCB 布局密度、信号完整性、散热及抗震设计要求远高于单屏方案。元器件数量的增加直接导致 SMT 贴片点数上升，进而对焊接工艺、自动光学检测（AOI）及整板可靠性测试提出了更高标准，对生产一致性与良率控制构成考验；3) 光学贴合与曲面制造的工艺门槛。在制造端，段码屏、TFT 屏、玻璃盖板的多层贴合结构对透光率和均匀性要求较高，而异形或曲面设计进一步加大难度。公司通过自主优化光学胶配方，并精确控制温度、压力、真空度等工艺参数，结合自有的玻璃热弯技术，实现了曲面复合屏的稳定量产，大量 Know-how 工艺形

成了护城河。

公司自 2014 年启动技术预研，2019 年在现代全球平台实现量产，预计国内同行跟进需要 3-5 年时间。截至 2024 年末，公司已取得国内外专利 134 项，其中发明专利 52 项，软件著作权 18 项，布局覆盖显示控制、电路设计、光学贴合结构等核心环节，形成了系统性的知识产权保护体系，构成了公司中长期维持产品差异化与技术壁垒的重要基础。

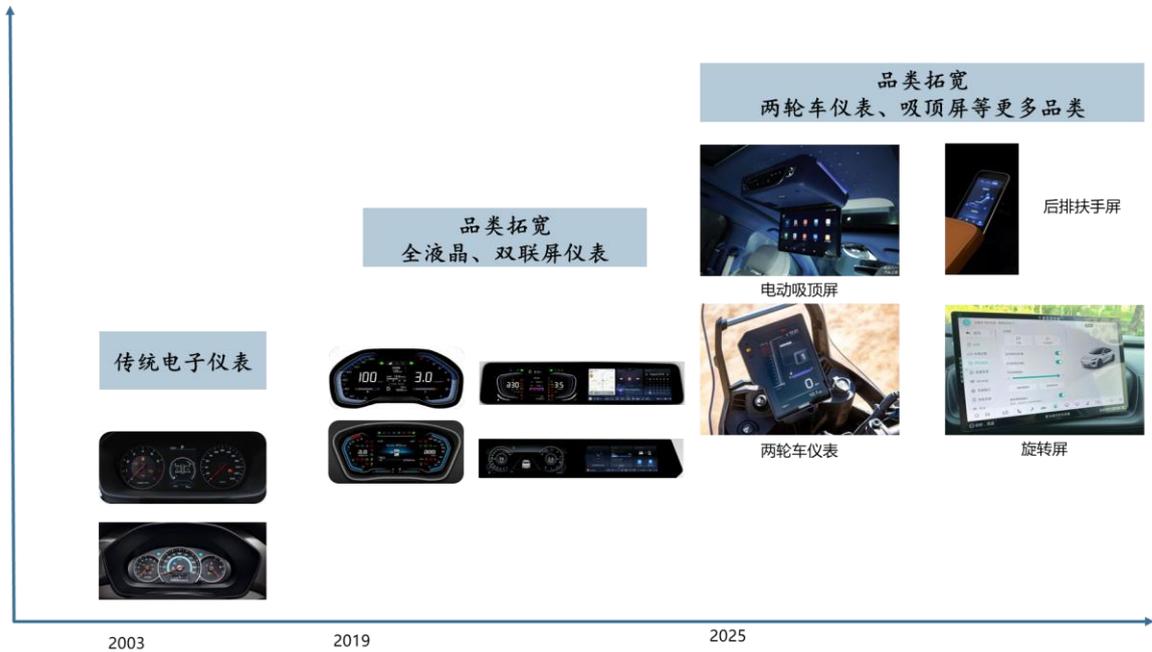
图 27:公司复合屏相关部分技术专利清单

序号	专利名称	专利号	申请日	专利类型
1	汽车彩屏显示组合仪表	2015201744682	2015.03.26	实用新型
2	一种双屏叠加组合彩色全液晶显示汽车仪表	2016207142652	2016.07.08	实用新型
3	灰阶显示段码液晶屏	2017215380021	2017.11.16	实用新型
4	一种具有透明窗口的段码液晶显示仪表	2017216165412	2017.11.28	发明专利
5	基于段码屏和彩色液晶屏组合显示装置	2017112161421	2017.11.28	实用新型
6	段码液晶屏与 TFT 液晶屏组合仪表盖板贴合胶及贴合方法	2017112211399	2017.11.28	发明专利
7	汽车仪表盘及其控制方法、彩色控光片	2020112155155	2020.11.04	发明专利
8	一种汽车仪表的全贴合治具及全贴合方法	2021106092488	2021.06.01	发明专利

数据来源：招股说明书，中信建投证券

公司汽车仪表及双联屏为基本盘，依托车规级仪表屏领域的平台化能力，向吸顶显示屏、两轮车复合屏等高协同品类自然延伸，持续丰富产品矩阵。吸顶显示屏作为提升座舱后排娱乐体验的重要配置，主要搭载于高端 SUV 及 MPV 车型，可显著提升二、三排乘客的影音交互体验。在技术与工艺层面，该产品与公司已有的双联屏在技术和工序上具备高度共通性，技术迁移门槛较低。2025 年 4 月，公司已完成“车用吸顶显示屏系统 V0.9”软件著作权登记；2025 年 10 月，公司公告双联屏一体机、后排扶手屏、电动吸顶屏、旋转屏、两轮车复合屏项目已相继取得，标志着公司座舱内其他显示屏的布局也正在加码，有望进一步提升单车配套价值量与客户粘性。

图 28:公司屏幕类产品品类持续拓宽



数据来源: 汽车之家, 中信建投证券

3.2 全球化优势: 海外主机厂项目利润丰厚, 客户拓展及品类扩张驱动成长

现代集团作为公司长期第一大客户, 凭借切入早、放量快与份额高三大优势, 构成公司营业收入的基本盘:

1) 切入早。现代汽车集团是全球年销量稳定超 600 万辆的大型汽车集团, 2022-2024 全年、2025 年 1-11 月的销量分别为 652.8/694.4/694.7/629.3 万辆, 同比分别-3.3%/+6.4%/持平/-1.0%。根据 Marklines 统计, 现代汽车集团未来 5 年内新车周期仍然强劲, 在欧洲/美国/印度/韩国分别将投放 6/8/4/5 款新车支撑销量, 未来预计销量仍将稳定在 600-700 万辆规模。公司于 2019 年即成功导入现代汽车全球供应链体系, 较国内多数竞争对手提前完成严苛的产品验证与量产认可。考虑到海外主流主机厂车型平台周期长 (通常 5-7 年)、审核流程复杂 (DV/PV 及法规认证周期常达 12-24 个月), 早期进入意味着公司能够更早地绑定主力车型平台, 为后续持续渗透更多车型、拓展产品品类奠定了先发优势;**2) 放量快。**公司产品在现代车型内不断突破, 营收中现代集团占比从 2020 年的约 10.3% 迅速增长至目前稳定超过 50% 的水平, 成为公司过去几年增长核心动力;**3) 份额高。**2022-2024 年, 公司在现代汽车集团中仪表类产品的份额分别为 14.1%、22.7% 和 30.7%, 公司在现代体系内的供应份额持续提升, 目前已和电装、大陆并居现代汽车集团的前三大仪表供应商。由于汽车仪表与整车电子电气架构、内饰结构、HMI 交互等深度集成, 更换供应商涉及复杂的重新匹配与验证, 转换成本高、周期长, 因此客户黏性较强。公司与海外客户深度绑定, 构成了公司稳健的营收基盘和丰厚利润来源。

图 29: 2022 年-2024 年天有为前五大客户销售情况（单位：万元）

序号	2022 年度			2023 年度			2024 年度		
	客户名称	销售金额	占比	客户名称	销售金额	占比	客户名称	销售金额	占比
1	现代汽车集团	104600.71	53.03%	现代汽车集团	181452.3	52.79%	现代汽车集团	248045.47	55.56%
2	长安汽车	20624.5	10.46%	比亚迪	40650.86	11.83%	比亚迪	63827.29	14.30%
3	奇瑞集团	17772.87	9.01%	长安汽车	33060.34	9.62%	长安汽车	31390.37	7.03%
4	比亚迪	12265.92	6.22%	一汽集团	16789.07	4.88%	长信科技	16341.77	3.66%
5	上汽集团	11232.46	5.70%	奇瑞集团	12669.64	3.69%	HyolimXE	13336.05	2.99%
	合计	166496.46	84.42%	合计	284622.21	82.81%	合计	372940.94	83.53%

数据来源：公司公告，中信建投证券

仪表作为汽车安全件，具备验证壁垒高、主机厂替换成本高的典型特征，从而保障了供应商地位相对稳固。汽车仪表直接负责显示车速、故障警报、智驾信息等关键行车数据，被主机厂定义为高等级安全件。海外主流车企对仪表供应商导入流程严苛，需通过包括电磁兼容性、整车环境耐久、功能安全与软件失效模式在内的全套验证，周期长且标准高，导致主机厂一旦选定供应商便倾向于长期合作，切换频率极低。目前全球汽车仪表市场长期由博世、电装、大陆等国际 Tier 1 主导，CR5 达到 80%，侧面印证高客户壁垒。天有为在现代集团份额持续提升，随着公司在全球平台项目上的成功经验不断积累，未来有望拓展更广泛的海外客户群。

展望未来，公司的成长空间将主要来源于对海外客户的横向扩张与对两轮车等新业务领域的纵向突破：

海外其他客户横向拓展，海外客户主要看重供应商成功经验和本地化产能配套。公司墨西哥布局工厂已经于 2025 年 6 月投产，为切入福特等北美大型 OEM 供应链提供了本地化交付与服务能力。与此同时，公司正在布局韩国工厂辐射东南亚市场、摩洛哥工厂辐射欧洲市场；2025 年 9 月，公司与三锋集团（福耀玻璃全资子公司，曹德旺先生之子曹晖担任总经理）合资成立福建天有为，公司持股 70%，通过发挥股东资源优势，积极开拓新客户；2025 年 12 月，公司公告计划收购德国克莱默公司获取欧洲高端客户资源。公司全球化布局动作频频，未来海外其他主机厂配套项目有望接力现代集团，成为公司第一曲线的新增长点。

图 30: 天有为全球化布局梳理

全球化布局	状态	详细情况
墨西哥工厂	25 年 6 月投产	面向北美市场福特等客户
韩国工厂	建设中	投入 1.97 亿元，拟建于韩国京畿道水原市，提升对国际化客户的快速反应能力和产品就近供应能力
摩洛哥工厂	建设中	投入 6500 万欧元，辐射欧洲市场，提升对国际化客户的快速反应能力和产品就近供应能力
德国克莱默公司	25 年 12 月拟收购	投入 100 万欧元全资收购，获取奔驰、保时捷等高端客户资源，进入欧洲高端乘用车市场
福建天有为	25 年 10 月完成工商登记	投入 700 万元持股 70%，和三锋集团（福耀玻璃全资子公司）合资，发挥股东双方优势，共同积极开拓新客户，提升公司新的市场发展空间

数据来源：公司公告，中信建投证券

两轮车业务打造第二成长曲线。公司汽车仪表积累丰厚经验和客户资源，可以在两轮车仪表实现复用。目前两轮车智能仪表市场尚属蓝海，两轮车智能化需求快速增长，而巨头入局较少，目前竞争者主要为小型配套

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

厂，竞争格局相对友好。凭借公司在汽车仪表领域积累的技术与制造经验，有望在这一市场中打造第二成长曲线，为公司贡献增量业绩。

3.3 成本优势：产业链高自制率、低人工及固定成本等综合成本把控强

公司依托深度垂直整合的制造体系、具有成本优势的生产基地，毛利率居于行业前列。1) **全产业链高自制率构筑内生性成本优势**。公司基本实现仪表核心部件的覆盖，关键环节自制率超过 70%，这不仅降低了对上游供应商的依赖，更有效节约了外购半成品或外协加工所产生的包装、物流及额外加工费用，形成了体系化的制造成本优势，2022-2024 年，公司直接材料成本从 80.44% 下降到 77.22%。

图 31:2022-2024 年天有为成本结构

项目	2022 年度	占比	2023 年度	占比	2024 年度	占比
直接材料	108954.91	80.44%	171646.79	78.51%	222023.08	77.22%
直接人工	9759.12	7.21%	16493.9	7.54%	21925.91	7.63%
制造费用	11852.94	8.75%	18857.86	8.63%	28774.11	10.01%
其他合同履约成本	4873.66	3.60%	11619.87	5.32%	14811.78	5.15%
总计	135440.64	100.00%	218618.42	100.00%	287534.88	100.00%

数据来源：招股说明书，中信建投证券

2) **公司人工成本及土地综合成本显著低于行业同类公司**。公司主要生产地址位于黑龙江省绥化市，人力与土地成本上具备突出优势。2023 年绥化城镇单位就业人员平均工资约为 7 万元/年，大幅低于珠三角深圳（约 10 万元/年）、长三角苏州（约 11 万元/年）等传统汽车零部件产业聚集区。同时绥化工业用地价格及厂房租金也相对较低，为公司提供了具有竞争力的固定成本基础，直接生产成本更低。

图 32:公司管理费用率明显低于可比公司平均值

管理费用率 (%)	2022	2023	2024	2025Q1-Q3
德赛西威	2.59	2.28	1.93	1.88
华阳集团	2.96	2.39	2.05	2.02
均胜电子	4.78	4.73	5.51	5.23
平均	3.44	3.13	3.16	3.04
天有为	1.30	1.10	1.00	1.30

数据来源：Wind，中信建投证券

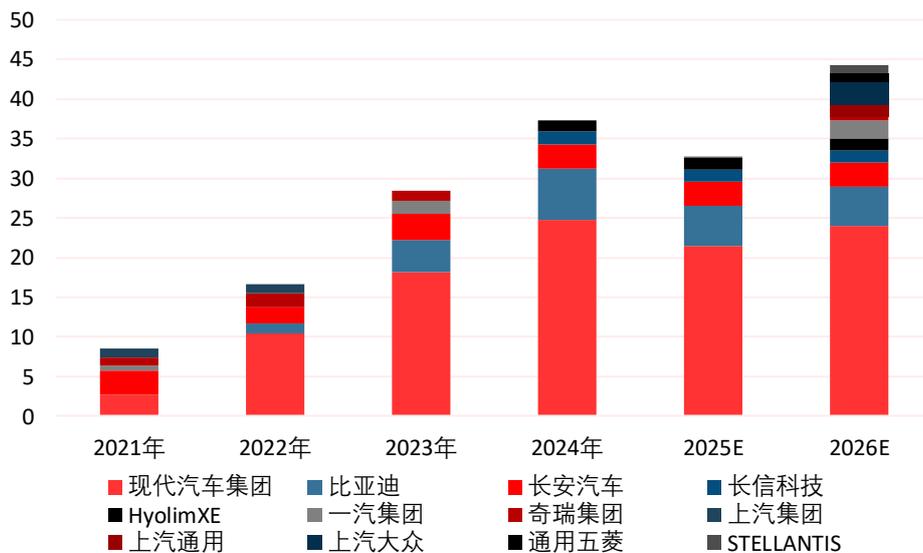
3.4 26 年业绩有望回升，支撑估值向上修复

26 年开始汽车仪表新客户项目导入及两轮车仪表放量，公司业绩有望重回较快增长。24 年公司前五大客户分别为现代汽车集团、比亚迪、长安汽车、长信汽车及 HyolimXE，分别贡献营收 24.8、6.4、3.1、1.6、1.3 亿元，其中：1) 现代汽车作为单一大客户，营收占比高达 55%，22-24 年公司配套现代汽车全球份额提升推动收入实现爆发式增长，25 年现代集团全球销量或略有下滑，公司配套份额或因其供应链调整小幅下降，预计全年销售收入下滑至 21-22 亿元；26 年随着公司韩国新工厂本地化配套放量，销售收入有望回升；

2) 比亚迪及长安作为公司第二、第三大客户，25 年受制于配套车型秦 PLUS、宋 Pro-DM-i 等主力车型销量增长乏力，叠加配套价格年降等因素，销售收入有所下滑。整体来看，公司国内业务聚焦经营质量，并未选择低价拿单，25 年整体承压。

3) 公司通过深挖乘用车客户新项目，积极拓展新产品新客户，获得斯特兰蒂斯集团、上汽大众、上汽奥迪、上汽通用、上汽乘用车、智己、东风乘用车、一汽解放、金龙客车等相关客户多个项目定点，在手订单充裕。随着公司定点新项目开始量产贡献营收增量，26 年公司汽车仪表业务营收有望达 45 亿元，同比+16.8%。

图 33: 天有为汽车仪表主业分客户历年营收结构（单位：亿元）



数据来源：公司公告，中信建投证券

4) 此外，公司积极部署商用车和两轮车市场开拓战略，在保证盈利能力和市场竞争力的前提下，不断拓展新客户。在两轮车领域，公司已与雅迪、爱玛、钱江、大运、奔达、五羊本田、长城等多家客户建立了稳定的合作关系，下一步将积极开拓合资品牌和外资品牌市场，打造企业第二增长曲线。基于公司两轮车仪表等新项目量产节奏，26 年有望贡献 5 亿以上增量营收。考虑全球智能仪表长期市场空间或可达 200-300 亿元，目前行业尚处于渗透率早期，公司具备定制化快速响应、规模量产等突出竞争优势，远期公司两轮车仪表业务营收或可达 40 亿元，占据全球超 20% 市场份额，有望再造主业。

被低估的智能仪表龙头，平台化及全球化推动经营周期向上。25 年受制于现代集团需求小幅下滑、国内激烈竞争下客户压价，公司聚焦经营质量及国际化战略未低价拿单，营收同比下滑约 10%，毛利率维持，净利率受研发投入加码等因素有所下滑。26 年开始公司业绩有望重回较快增长，这主要得益于：1) 汽车业务新客

户订单释放，尤其外资及合资主机厂贡献主要增量，且随着海外本地化产能投放及新客户资源导入，27年后有望加速全球化；2）两轮车仪表新业务历经三年培育正进入加速成长期，行业竞争格局好，公司新项目份额有望大幅提升，长期有望再造传统主业。

四、盈利预测及估值分析

我们预计公司 25-27 年营收分别约 40.3、52.3、63.0 亿元，同比分别-9.7%、+29.8%、+20.5%，归母净利润分别约 10.1、11.7、13.3 亿元，同比分别-11.1%、+15.7%、+14.1%，对应 PE 分别约 14.8、12.8、11.2 倍；若参照 2024 年的 35% 分红率，对应股息率分别约 2.40%、2.78%、3.16%；截至 25Q3 末在手现金 44.7 亿，净现金约 43.0 亿元。公司估值显著低于国内汽车仪表或智能座舱同行，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表34：天有为及其可比上市公司盈利预测及估值

	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				
		2024 年	2025E	2026E	2027E	2024 年	2025E	2026E	2027E	
可比上市 公司	德赛西威	746	20.0	26.1	33.1	40.7	37.2	28.6	22.6	18.3
	华阳集团	160	6.5	8.4	10.8	13.7	24.6	19.1	14.8	11.7
	均胜电子	439	9.6	15.6	19.2	22.6	45.8	28.2	22.9	19.5
可比公司平均		448	12.1	16.7	21.0	25.7	35.8	25.3	20.1	16.5
天有为		147	11.4	10.1	11.7	13.3	12.9	14.6	12.6	11.1

资料来源：Wind，公司公告，中信建投 备注：市值截至 2025 年 12 月 21 日，可比公司净利润采用 wind 一致预期（中值）

风险提示

- 1. 新客户及新业务拓展不及预期。**公司境外销售营收占比较高，如果海外新客户拓展不及预期，公司海外营收可能不及预期。两轮车仪表是公司基于自身能力拓展的新业务，但行业尚处于早期，存在两轮车智能仪表渗透率不及预期的可能性。
- 2. 下游需求不及预期。**2026 年新能源车购置税减半征收，可能影响国内汽车市场需求，而公司供应比亚迪、长安汽车等国内客户，国内营收可能不及预期；海外市场宏观环境多变，若下游相关国家汽车需求不及预期，则公司营业收入可能受到影响。
- 3. 行业竞争格局加剧导致盈利能力下滑。**公司毛利率、净利率高于一般汽车零部件，如未来行业竞争进一步加剧，公司盈利能力可能不及预期。
- 4. 国际贸易政策及汇率波动风险。**公司主要海外客户及生产基地涉及多国，业务受国际贸易政策、关税壁垒及地缘政治局势变化的影响。若主要出口市场贸易环境恶化，或出现技术出口限制等政策变动，可能对公司的海外订单、供应链布局及盈利能力产生不利影响。公司海外业务多以美元等外币结算，人民币汇率波动可能对汇兑损益产生直接影响。

敏感性分析：

乐观情景下，公司营业收入和盈利能力超预期。2025-2027 年营业收入分别为 40.4/52.8/64.0 亿元，同比-9.4%、+30.7%、+21.1%；2025-2027 年归母净利润分别为 10.7/12.5/14.3 亿元，同比-5.9%、+16.6%、+14.8%，对应 PE 分别为 13.8/11.8/10.3 倍；

悲观情景下，公司营业收入和盈利能力不及预期。2025-2027 年营业收入分别为 40.2/51.8/62.0 亿元，同比-10.3%、+28.9%、+19.9%；2025-2027 年归母净利润分别为 9.5/10.9/12.4 亿元，同比-16.1%、+14.7%、+13.4%，对应 PE 分别为 15.4/13.5/11.9 倍。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,844.97	3,733.71	7,884.97	9,223.15	10,794.27
现金	735.77	1,297.20	5,379.20	5,923.30	6,794.52
应收票据及应收账款合计	1,308.56	1,487.14	1,470.42	1,908.26	2,298.67
其他应收款	19.91	25.53	33.99	44.11	53.13
预付账款	38.22	9.27	46.86	60.81	73.25
存货	700.53	829.83	911.63	1,231.03	1,507.68
其他流动资产	41.98	84.74	42.87	55.64	67.02
非流动资产	766.38	1,375.69	1,823.34	2,055.68	2,040.49
长期投资	6.84	12.94	12.41	11.87	11.34
固定资产	420.93	682.79	1,249.78	1,601.46	1,669.18
无形资产	127.44	258.24	211.82	165.41	118.99
其他非流动资产	211.18	421.72	349.33	276.94	240.97
资产总计	3,611.36	5,109.40	9,708.30	11,278.83	12,834.77
流动负债	1,399.23	1,731.13	1,638.78	2,208.24	2,702.71
短期借款	60.04	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	1,055.85	1,471.75	1,356.66	1,831.97	2,243.67
其他流动负债	283.34	259.38	282.13	376.27	459.05
非流动负债	474.42	514.57	573.20	541.94	425.70
长期借款	307.07	322.24	380.87	349.60	233.37
其他非流动负债	167.36	192.33	192.33	192.33	192.33
负债合计	1,873.65	2,245.70	2,211.99	2,750.18	3,128.41
少数股东权益	0.30	-0.29	-0.26	-0.24	-0.21
股本	120.00	120.00	160.00	160.00	160.00
资本公积	442.85	448.07	4,148.07	4,148.07	4,148.07
留存收益	1,174.55	2,295.91	3,188.51	4,220.82	5,398.49
归属母公司股东权益	1,737.41	2,863.98	7,496.58	8,528.89	9,706.56
负债和股东权益	3,611.36	5,109.40	9,708.30	11,278.83	12,834.77

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	547.23	1,068.42	1,185.09	1,357.94	1,574.75
净利润	842.57	1,136.15	1,010.72	1,168.92	1,333.52
折旧摊销	59.15	102.95	351.82	467.12	514.66
财务费用	-6.25	-22.68	-28.98	-62.85	-77.89
投资损失	-4.39	-2.22	-4.16	-4.16	-4.16
营运资金变动	-378.41	-197.63	-161.60	-224.62	-205.43
其他经营现金流	34.55	51.86	17.28	13.53	14.05
投资活动现金流	-64.60	-1,143.16	-812.60	-708.84	-509.36
资本支出	67.97	260.53	800.00	700.00	500.00
长期投资	0.00	-862.01	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-132.58	-541.68	-1,612.60	-1,408.84	-1,009.36
筹资活动现金流	-70.96	-221.57	3,709.51	-105.00	-194.16
短期借款	-190.45	-60.04	0.00	0.00	0.00
长期借款	89.30	15.17	58.63	-31.27	-116.24
其他筹资现金流	30.19	-176.70	3,650.88	-73.73	-77.93
现金净增加额	418.21	-278.57	4,082.00	544.10	871.22

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,437.08	4,464.65	4,030.00	5,230.00	6,300.00
营业成本	2,192.62	2,881.55	2,582.50	3,487.30	4,271.00
营业税金及附加	17.39	28.90	32.24	34.00	40.95
销售费用	139.33	115.13	150.00	167.36	189.00
管理费用	37.73	44.68	54.00	62.76	69.30
研发费用	111.40	163.57	245.00	292.88	352.80
财务费用	-6.25	-22.68	-28.98	-62.85	-77.89
资产减值损失	-3.27	-2.18	-3.22	-4.18	-5.04
信用减值损失	-22.94	-21.84	12.09	-5.23	-12.60
其他收益	69.34	91.91	140.00	100.00	100.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.39	2.22	4.16	4.16	4.16
资产处置收益	0.02	0.15	0.05	0.05	0.05
营业利润	992.39	1,323.76	1,148.31	1,343.35	1,541.41
营业外收入	0.17	0.45	0.48	0.48	0.48
营业外支出	0.52	0.22	0.25	0.25	0.25
利润总额	992.04	1,323.99	1,148.54	1,343.58	1,541.64
所得税	149.47	187.84	137.83	174.67	208.12
净利润	842.57	1,136.15	1,010.72	1,168.92	1,333.52
少数股东损益	0.47	-0.34	0.02	0.02	0.03
归属母公司净利润	842.10	1,136.49	1,010.70	1,168.89	1,333.49
EBITDA	1,044.94	1,404.26	1,471.39	1,747.85	1,978.41
EPS (元)	5.26	7.10	6.32	7.31	8.33

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	74.27	29.90	-9.74	29.78	20.46
营业利润(%)	122.29	33.39	-13.25	16.98	14.74
归属于母公司净利润(%)	112.26	34.96	-11.07	15.65	14.08
获利能力					
毛利率(%)	36.21	35.46	35.92	33.32	32.21
净利率(%)	24.50	25.46	25.08	22.35	21.17
ROE(%)	48.47	39.68	13.48	13.71	13.74
ROIC(%)	69.19	65.63	43.02	39.01	36.88
偿债能力					
资产负债率(%)	51.88	43.95	22.78	24.38	24.37
净负债比率(%)	-21.22	-34.05	-66.68	-65.35	-67.60
流动比率	2.03	2.16	4.81	4.18	3.99
速动比率	1.48	1.62	4.20	3.57	3.38
营运能力					
总资产周转率	0.95	0.87	0.42	0.46	0.49
应收账款周转率	2.77	3.07	2.92	2.92	2.92
应付账款周转率	3.55	3.11	3.00	3.00	3.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	5.26	7.10	6.32	7.31	8.33
每股经营现金流(最新摊薄)	3.42	6.68	7.41	8.49	9.84
每股净资产(最新摊薄)	10.86	17.90	46.85	53.31	60.67
估值比率					
P/E	17.48	12.95	14.56	12.59	11.04
P/B	8.47	5.14	1.96	1.73	1.52
EV/EBITDA	14.01	10.07	6.85	5.50	4.42

分析师介绍

程似骐

汽车行业首席分析师，上海交通大学车辆工程硕士，师从发动机所所长，曾任职于东吴证券、国盛证券，八年证券行业研究经验。2017年新财富第二团队核心成员，2020年新浪财经新锐分析师第一名，2020年金牛最佳汽车行业分析师团队第五名。深度覆盖新能源整车，智能化零部件，把握智能化电动化浪潮，对智能驾驶全产业链最前沿研究，深度跟踪从产业链最上游车载芯片到下游最前沿的 L4 的商业模式前沿演变。2021年新财富最佳分析师汽车行业第四名。

陶亦然

汽车行业联席首席分析师。曾任银河证券汽车分析师，2018年加入中信建投汽车团队，2018/19年万得金牌分析师团队核心成员，2019/20年新浪财经新锐分析师团队核心成员，2020年金牛最佳行业分析团队核心成员，2021/22年新财富、水晶球最佳分析师团队核心成员。

陈怀山

汽车行业分析师，上海交通大学机械工程硕士。曾任职于长江证券研究所，八年证券行业研究经验，2017-2019年电力设备与新能源行业新财富第一团队成员。2021年加入中信建投证券，2022年汽车及零部件行业新财富第四名团队成员，对新能源车、零部件及整车等均有研究。

白舸

中信建投汽车组研究员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk