

星宇股份（601799.SH）

携手产业链推进 Micro-LED 国产化，车灯业务量价双升

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 汽车 · 汽车零部件

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

执证编码：S0980519080002

证券分析师：杨杉

0755-81982771

yangshan@guosen.com.cn

执证编码：S0980523110001

事项：

公司公告：1月10日，常州星宇车灯股份有限公司、芯联集成电路制造股份有限公司与湖北九峰山实验室在武汉签署战略合作协议。三方将整合各自在车载照明、芯片制造领域及化合物半导体研发的优势，共同推进 Micro-LED 车载照明、光通信、AI 显示等前沿技术的研发与产业化，携手开创光电技术的新纪元。三方此次将重点围绕以下方面开展务实战略合作：技术协同研发与课题攻关、联合申报重点项目、人才培养交流、项目孵化合作、供应链深度协作，旨在实现“车载应用场景+前沿技术研发+芯片制造能力”的深度融合，共同构建从技术创新到产业落地的完整生态链。作为推动战略合作落地的重要举措，星宇股份联合芯联集成、九峰山实验室共同出资设立“武汉星曦光科技有限公司”，星曦光拟投资 30 亿元建设 Micro-LED 智能光科技研发与制造项目。该公司将深度聚焦 Micro-LED 技术的产业化，以先进的车载照明业务为稳固基石，进一步向微显示、光互连等前沿领域跨越式拓展。此举旨在整合三方产业资源，通过技术协同打破壁垒，加速构建从芯片研发到系统应用的完整生态闭环，全面抢占新一代光电技术的市场高地。

国信汽车观点：星宇股份处在起点高、弹性大、持续时间长的车灯赛道上，1) 公司产品智能化，车灯产品方面，星宇股份布局 ADB、HD ADB（Micro-LED）、DLP、星环灯、格栅灯等主流车灯新技术，研发进展和全球车灯龙头基本同步；汽车电子产品方面，星宇股份加强车灯控制器的开发及应用，并通过产业链协同（地平线、华为、一径科技、欧冶半导体、芯联集成与九峰山实验室等）拓展能力圈；2) 公司客户新能源化，国内市场，星宇股份积极开拓新势力新能源客户，新能源客户占比持续提升；3) 公司客户全球化：塞尔维亚工厂是星宇在海外扩建的首个车灯产能，目前，星宇股份前大灯在国内市占率估计 15%，全球市占率估计 3-4%，伴随星宇全球化客户开拓，后续星宇全球发展空间可期。我们维持盈利预测，预计 25/26/27 年营收 160.0/194.0/236.7 亿元，预计 25/26/27 年归母净利润 16.9/21.1/26.4 亿元，维持优于大市评级。

评论：

◆ 星宇股份、芯联集成与九峰山实验室签署战略合作协议，携手推进 Micro-LED 产业化进程

1月10日，常州星宇车灯股份有限公司、芯联集成电路制造股份有限公司与湖北九峰山实验室在武汉签署战略合作协议。三方将整合各自在车载照明、芯片制造领域及化合物半导体研发的优势，共同推进 Micro-LED 车载照明、光通信、AI 显示等前沿技术的研发与产业化，携手开创光电技术的新纪元。

图1：星宇股份、芯联集成与九峰山实验室签署战略合作协议



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

星宇股份是中国车灯行业的领军企业，拥有完整的自主研发体系和强大的设计开发制造能力，产品已广泛应用于国内外主流汽车品牌。芯联集成是国内领先的具备车规级 IGBT/SiC 芯片及模组和数模混合高压模拟芯片生产能力的代工企业，是国内重要的车规和高端工业控制芯片及模组制造基地。九峰山实验室是全球领先的化合物半导体研究机构，在光电材料与器件领域拥有深厚的技术积累和开放的工艺平台，是集成电路领域唯一的一家国家级制造业中试平台。三方此次将重点围绕以下方面开展务实战略合作：技术协同研发与课题攻关、联合申报重点项目、人才培养交流、项目孵化合作、供应链深度协作，旨在实现“车载应用场景+前沿技术研发+芯片制造能力”的深度融合，共同构建从技术创新到产业落地的完整生态链。

作为推动战略合作落地的重要举措，星宇股份联合芯联集成、九峰山实验室共同出资设立“武汉星曦光科技有限公司”（，星曦光拟投资 30 亿元建设 Micro-LED 智能光科技研发与制造项目。该公司将深度聚焦 Micro-LED 技术的产业化，以先进的车载照明业务为稳固基石，进一步向微显示、光互连等前沿领域跨越式拓展。此举旨在整合三方产业资源，通过技术协同打破壁垒，加速构建从芯片研发到系统应用的完整生态闭环，全面抢占新一代光电技术的市场高地。

星宇股份周晓萍董事长表示：“本次与九峰山实验室、芯联集成的战略合作，是公司践行技术战略的重要举措，通过三方优势互补，我们将加快 Micro-LED 前沿技术在车载照明及其他领域的国产化应用落地，为消费者带来更智能、更安全的产品，助力中国汽车及相关产业向高端化、智能化持续升级。”

芯联集成赵奇董事长表示：“作为芯片制造企业，我们很高兴能与产业链伙伴开展深度合作。此次战略合作将充分发挥我们在芯片研发与制造方面的优势，为 Micro-LED 在车载及其他方面的应用提供可靠的芯片解决方案，共同推动半导体产业的技术创新与生态构建。”

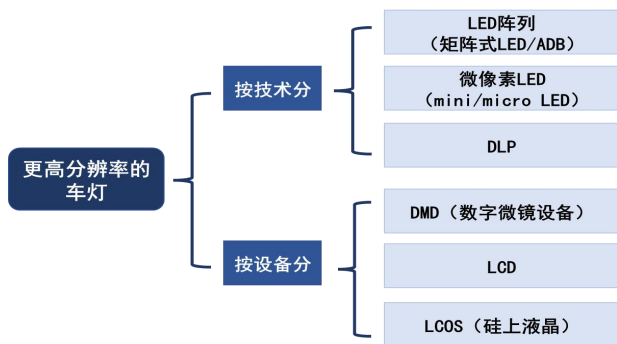
九峰山实验室主任丁琪超指出：“世界级产业集群必然需要有世界级企业和世界级实验室，与一流企业携手开创世界级产业新赛道是九峰山实验室的重要使命。与星宇股份、芯联集成的合作，将打通从基础研究到产业应用的最后一公里，让更多创新成果走出实验室、走向市场，为我国光电产业高质量发展贡献力量。”

本次三方达成战略合作，对推动光电领域的产学研用融合与协同创新具有重要意义。通过整合产业链关键优势资源，三方将合力加速突破 Micro-LED 领域核心技术瓶颈，持续推动技术创新与产业协同深度融合，携手共创光电产业的美好未来。

◆ 车灯的技术趋势趋向于电子化、智能化，星宇股份车灯产品智能化

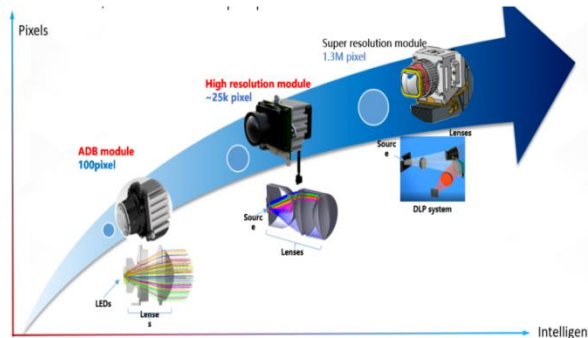
基于功能与智能的角度，前大灯往更高分辨率的数字大灯方向进行发展，按照技术可分为 LED 阵列（矩阵式 LED/ADB）、微像素 LED（ μ AFS /mini/micro LED）、DLP，按照采用的设备可分为 DMD（数字微镜设备）、LCD 和 LCOS（硅上液晶）。

图2：智能车灯往更高分辨率进化



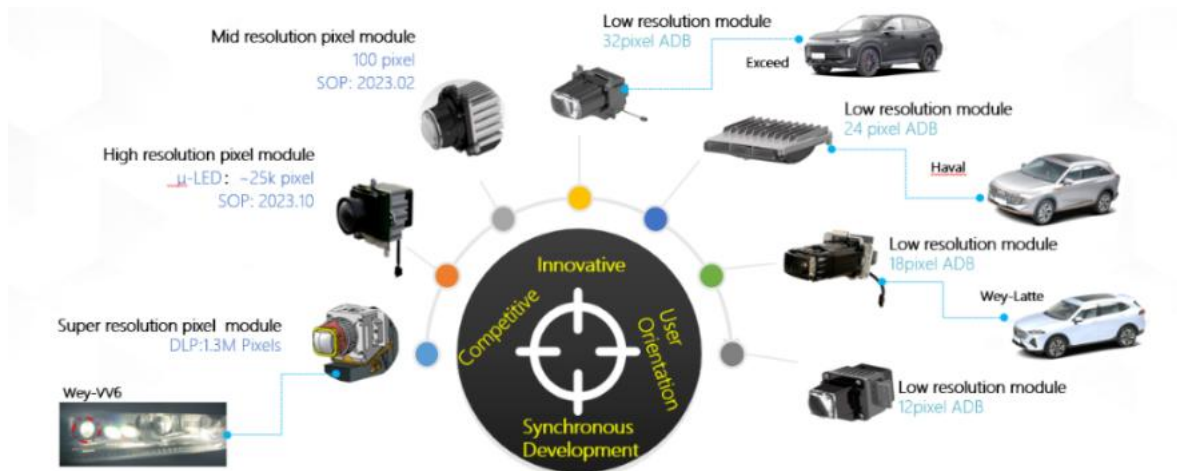
资料来源：IFAL，国信证券经济研究所整理

图3：高分辨率像素模块：像素 LED、微型 LED 和 DLP



资料来源：IFAL，国信证券经济研究所整理

图4：高分辨率智能前照灯产品



资料来源：IFAL，国信证券经济研究所整理

对于高像素前照灯系统，对于前大灯的功能主要可以概括为：

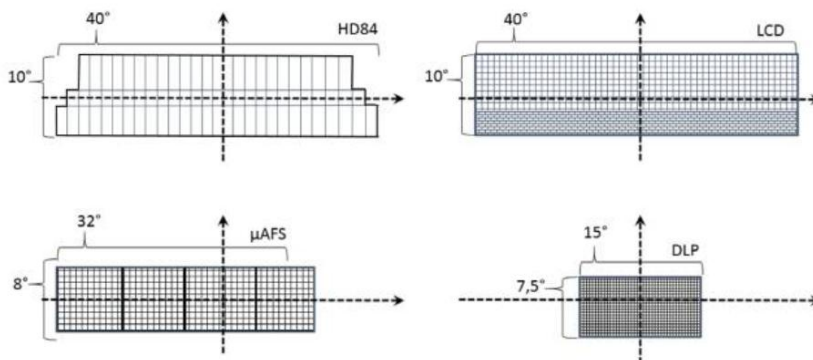
- 1) 对已有照明功能的进一步优化，比如分区照射、防眩目功能，目前中低像素 LED（ADB，几十到 100 像素）前大灯已经实现该功能，基于安全角度应运而生。
- 2) 对于新功能，由于高像素 LED（Micro-led / μ AFS）、DMD 方案（DLP）、LCD 方案具有较高的分辨率，因此其可以在路面上投影相应的图案从而向驾驶者传递部分信息，比如交通标志提醒、转向投影等，其中高像素 LED（Micro-led / μ AFS）和 LCD 方案可实现万级像素，DMD 方案（DLP）可以实现百万级像素、更高清显示效果。从量产应用情况来看，中低像素 LED（ADB）在中低价位车型已量产应用，DMD（DLP）方案在高端车型量产。

表1: 不同高像素前照灯技术和功能比较

	中低像素 LED (ADB)	高像素 LED (Micro-led / μ AFS)	DMD 方案 (DLP)	LCD 方案
像素	低像素模块 (比如 12、18、24、32、100 像素 ADB)	万级像素, 比如 2.5 万像素	百万级像素	万级像素
发散度	/	+/-90 度	+/-18 度	+/-5 度
视野 mm	/	13*3.25	12.45*6.56	86*21.5
分辨率 Px	/	>10000	1152*1152	300*100
对比度影响	/	像素间串光	平态光	/
最大光通量 Lm	/	10000	4000	9000
传输损耗	/	0%	47%	60%
技术原理	<p>Micro-led 在 LED 芯片的层面直接形成像素: DMD 通过微透镜形成像素: DMD 芯片硅衬底中整合矩阵式 CMOS 开关, 火柴盒大小的芯片上密密麻麻排列超过 100 万面小镜子, 而且每个小镜子都可以独立向正负方开、关及电流调节的功能, 使每一个微芯片结构直接成为了大灯光型中可独立控制像素。</p> <p>基于 LED 小体积、易驱动、快速响应等特性, 使用多颗 LED 组成行、列或矩阵式排列是实现入门级多像素智能大灯的基础方案。</p> <p>LCD 式大灯与普通 LCD 显示屏一样, 需要背光源、偏光片及液晶面板等基本构件。LCD 面板是通过控制偏振光的偏振角度, 由一个滤光片来吸收某一偏振状态的光, 进而控制单个像素的亮度。</p>			
对应车灯类型	普通 ADB	HD ADB	DLP	LCD 式大灯
量产车型	比亚迪海豹、传祺 GS8、卡罗拉	/	奔驰 S, 奥迪 E-tron Sportback, 华人运通 HiPhi X, 智己等	暂未用于量产车型中
功能	ADB 技术通过视频摄像头信号的输入, 判断前方来车的位置与距离, 并相应调整灯光照射区域进行分区照射, 避免对来车产生炫光, 同时最大限度地满足驾驶者的视野需求。	万级像素的投影效果。	1) 高清路面投影: 车辆转向投影、行人车辆防眩目及提醒行人先行投影、示宽投影、交通标志提醒投影 1) 信息交互: 实现驾驶员和道路信息的交互, 提高夜间开车的安全性	可以实现投影和交互效果。
优点	技术相对较成熟, 开发不确定性较低, 周期相对较短, 成本比高像素车灯低。	较低的系统成本, 较小的系统体积, 以及相当高的效率。由于是直接对 LED 光源进行开关动作, 其能达到的明暗对比度是几种方案里面最高的。	高密度 LED 发出的光线通过 130 万面数字镜子反射, 最终在路面上投射出所需的形状和符号, 像素最高, 清晰度最高, 成像效果做好。	目前 LCD 式大灯的像素数量级已经能做到万级, 鉴于当前用于显示的 LCD 技术能够做到高得多的像素级别, LCD 式大灯未来有望突破十万级乃至更高的像素数量级。
缺点	由于 LED 封装尺寸的限制, 最终的像素数量级能到百位级已是极限。同时, 在 LED 颗数增多的同时, LED 之间亮度、颜色、电压等参数一致性的调控难度成比例上升。	成本相比普通 ADB 更高	系统成本较高, 所需的系统空间相对较大, 另外 DMD 核心芯片组是德州仪器 IP, 技术上受制于他人。	由于偏光片与液晶面板损耗的限制, LCD 技术的光学效率较低。由于需要经过严酷的车规级验证, 液晶面板需要厂家特殊定制。

资料来源: IFAL, 车灯研究院, 智能汽车俱乐部, 国信证券经济研究所整理

图5: 高分辨率智能前照灯光型比较



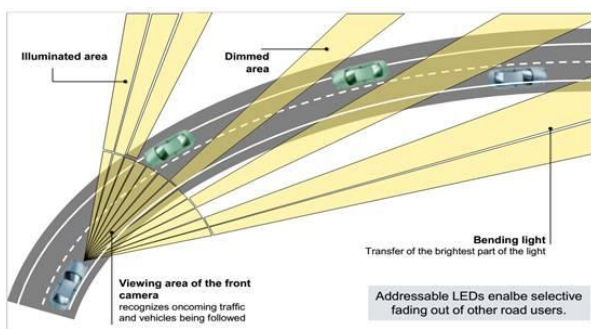
资料来源：IFAL，国信证券经济研究所整理

1) ADB 车灯（矩阵式 LED）——中低价位车型已量产应用

自适应远光灯系统（Adaptive Driving Beam）是一种智能远光灯系统，主要功能是提升夜间会车安全性。传统的汽车头灯光线耀眼，在夜间会车时极易造成对向车道驾驶者的眩目，为行车安全埋下隐患。相比之下，ADB 技术通过视频摄像头信号的输入，判断前方来车的位置与距离，并相应调整灯光照射区域，避免对来车产生炫光，同时最大限度地满足驾驶者的视野需求，ADB 智能大灯可以提升 ADAS 系统夜间图像识别能力，将成为汽车安全照明的技术趋势，当前已经是 ADAS 系统的一部分，更有望成为未来智能驾驶汽车标配产品。

ADB 有两种解决方案：一种是矩阵式（Matrix system），一种是像素式（Pixel system），简单来说，像素式可以理解为更多颗粒、更多通道、分区更细的矩阵式，矩阵式可以理解为像素更低的像素式，当前由于成本、技术等各方面原因的限制，在车上搭载的 ADB 方案尚以矩阵式为主，基于 LED 小体积、易驱动、快速响应等特性，使用多颗 LED 组成行、列或矩阵式排列是实现入门级多像素智能大灯的基础方案。以奥迪为例，拆解其矩阵式前大灯，相较于普通 LED 前大灯，矩阵式前大灯的 LED 颗粒更多，远光灯组更复杂，散热和控制系统要求更高。

图6: ADB 防炫目功能示意图



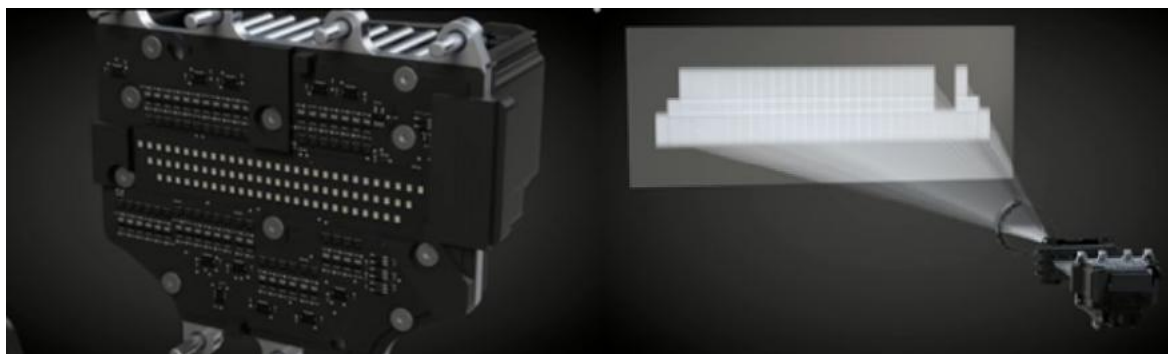
资料来源：佐思汽车研究，国信证券经济研究所整理

图7: 奥迪矩阵式 LED 大灯组拆解



资料来源：盖世汽车论坛，国信证券经济研究所整理

图8: LED 矩阵式智能大灯示例



资料来源：IFAL，国信证券经济研究所整理

从应用来看，ADB 前大灯技术相对较成熟，开发不确定性较低，周期相对较短，成本比高像素车灯低，在中低价位车型已量产应用，代表性车型比如比亚迪海豹、传祺 GS8、卡罗拉。由于 LED 封装尺寸的限制，最终的像素数量级能到百位级已是极限。

图9: 比亚迪海豹 ADB 前大灯



资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

图10: 广汽 GS8 矩阵式前大灯



资料来源：车主指南，国信证券经济研究所整理

2) 微像素 LED (μ AFS 式) ——海拉、星宇股份等车灯龙头 Tier1 进行技术布局

μ AFS 是可寻址像素矩阵式 LED (Addressable LED Pixel Array) 的简称，是一种专门针对多像素智能大灯系统开发的 LED 技术。传统的 LED 工艺里，每个芯片只有单个正极和单个负极（多芯片 LED 仅是把多个独立的 LED 芯片整合到一个 LED 封装），外部驱动提供电能后，整片芯片同时点亮。而 μ AFS 则是预先在芯片的硅衬底中整合了矩阵式的 CMOS 控制电路，结合同样经矩阵式微结构处理的芯片，实现了对芯片上每一个独立的微结构区域进行单独的开、关及电流调节的功能，使每一个微结构区域直接成为了大灯光型中可独立控制的像素。因此， μ AFS 虽仍以 LED 为光源，但其与同以 LED 为光源的 DLP 大灯光源系统的区别在于像素的形成。 μ AFS 在 LED 芯片层面直接形成像素；DLP 通过 DMD 器件形成像素。

得益于无需额外增加像素生成系统， μ AFS 具备较低的系统成本，目前最高达到 25600 像素。欧司朗的 EVIYOS 1.0 能在 $4\text{mm} \times 4\text{mm}$ 的单个芯片上做到 1024 像素；最新的 EVIYOS® 2.0 在单个 LED 芯片上实现 25600 个可独立控制的像素点。

图11: EVIYOS- μ AFS 式智能大灯示例



资料来源：欧司朗，国信证券经济研究所整理

从性能来看， μ AFS (Micro LED) 技术凭借着较低的系统成本、较小的系统体积、相当高的效率、万级像素的投影效果等优势，以海拉、星宇股份为代表的头部 tier1 已进行技术布局。其中海拉采用 μ AFS (Micro LED) 技术，突破了矩阵式 ADB 的像素限制，实现更为精准的灯光控制。其最大亮点在于高分辨率，可以实现 3 万多个像素智能且独立地控制，完善了现有的自适应照明、无眩光远光灯等照明功能，还支持附加的基于光的安全功能，如为骑车人或行人投影出保护区域、车道光标识等。

图12：海拉 HD ADB 大灯效果



资料来源：智能汽车俱乐部，国信证券经济研究所整理

此外，星宇股份加强车灯新技术的开发，在基于 Micro LED 技术的 HD 智能前照灯方面积极布局。2025 年 4 月 23 日，上海车展现场，星宇股份、欧冶半导体与晶能光电正式签署全面战略合作协议，三方将围绕“全系自主产业链生态”展开深度合作，共同开发 iVISION 智眸大灯。星宇股份以深厚积淀与垂直一体化制造能力稳居行业头部，欧冶半导体以前沿汽车芯片全栈技术与尖端芯片方案驱动产业革新，晶能光电以创新光源重新定义汽车照明边界。三方达成战略合作协议，整合了产业链上下游优势资源，形成完整自主可控产业链，有助于提升中国汽车照明产业链核心竞争力。iVISION 智眸大灯产品是此次合作的核心亮点。它融合了三方在各自领域的技术优势，实现全域 ADB 远光、首创自闭环算法、国产化供应链、超大角度、超高亮度、超多像素等多项技术指标、行业性能的全面突破，集成全球首发的车灯专用 SoC 芯片和首款国产 Micro LED 光源芯片，从算法闭环到光效提升，让每一束光都彰显着本土技术的话语权。2026 年 1 月 10 日，常州星宇车灯股份有限公司、芯联集成电路制造股份有限公司与湖北九峰山实验室在武汉签署战略合作协议。三方将整合各自在车载照明、芯片制造领域及化合物半导体研发的优势，共同推进 Micro-LED 车载照明、光通信、AI 显示等前沿技术的研发与产业化，携手开创光电技术的新纪元。

图13：星宇与欧冶和晶能达成全面战略深度合作

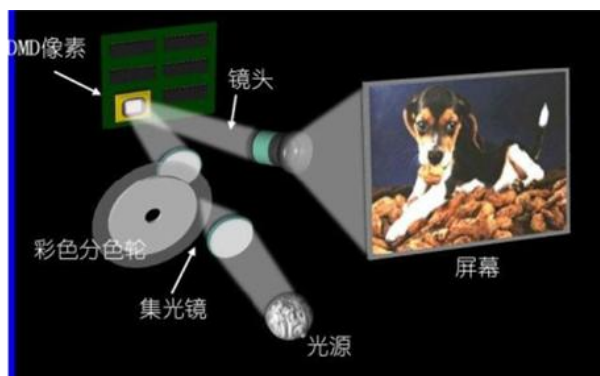


资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

3) DLP 车灯——应用于高合、智己、问界 M9 等高端车型

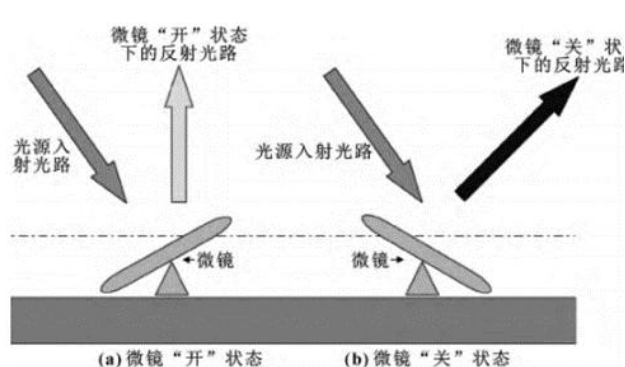
DLP 全称 “Digital Light Processing”，即数字光处理，也就是该技术需要先把影像信号经过数字处理，然后再把光投影出来。它是基于 TI（德州仪器）公司开放的数字微镜元件 DMD (Digital Micromirror Device) 来完成可视数字信息显示的技术。DLP 的成像原理在于 LED 光源通过分色镜、集光镜、透镜组等光学元件，再通过 DMD 芯片的控制反射作用绘制出画面图像，反射给镜头将图像显示出来。DMD 芯片有上百万个微镜片聚集在 CMOS 硅基片上，每个微镜片安装在一个精密微型铰链上，微型铰链可以由 SRAM (Static Random-Access Memory) 的数字信号驱动调节镜片方向和角度来反射光到屏幕上形成投影图像。通过对其表面微镜矩阵中数百万颗微镜角度的控制，改变光线的反射角度，从而能在指定区域内形成暗区，并且能准确地控制车灯调节光线透射的角度和暗区的大小，有效地避免炫目的发生。同时，它能将最多的光维持在路面上，保证了夜间灯光的最大利用率，有效地提高了夜间行车安全。

图14: DLP 成像原理



资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

图15: DMD 表面微镜翻转效果及光路反射效果



资料来源：王金磊、徐健、吴杰、丰建芬、朱涛，《基于 DLP 的投影式自适应前照灯控制系统》，汽车零部件，2018，2018.08：19-20，国信证券经济研究所整理

2018.08:

DLP 车灯的优势在于：1) **高像素、高分辨率**：ADB 单透镜像素低在 100-1 万多之间，DLP 单透镜像素超百万，DLP 是更精准的 ADB，具备极高的分辨率；2) **精准指示**：DLP 透镜模组可以使驾驶员在各种路况下打开远光灯行驶，同时不对其他司机的视线造成影响，并提供精准指示照明；3) **防眩目**：提供灯光暗区以避免强光影响到来车或前车的驾驶员、行人；4) **可编程，智能交互**：DLP 技术能提供对车辆个性化的定制，比如灯光秀，可根据各种传感器捕捉的环境信息在路面投影出各种提示图案。

目前，DLP 大灯单价约 1 万元/只，按照国外的产品价格 5000 元以上，如果国内未来 2-3 年内投产，并且解决 DLP 光源技术的问题，价格有很大的下行空间。

目前，DLP 大灯应用的代表性车型包括智己、高合、问界 M9 等高端车型。

图16: DLP 提供灯光暗区以避免强光影响到前车的驾驶员



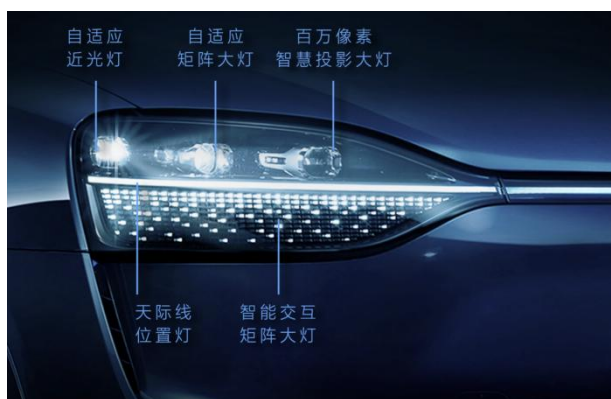
资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

图17: DLP 行车时根据传感器捕捉的信息在路面投影出提示



资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

图18: 问界 M9 前照灯



资料来源：IT之家，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：车灯自主龙头，车灯业务量价双升，维持“优于大市”评级

短期维度，2025 年前三季度，伴随存量客户持续增长（奇瑞、一汽丰田、一汽红旗、理想汽车、蔚来汽车等）叠加下游新车型项目放量（问界、享界、智界、极氪等），公司营收持续增长。**中长期维度**，星宇股份的新订单+新产品+新产能为业绩保驾护航。**客户维度**，当前星宇已进入新势力（蔚来、小鹏、理想、赛力斯、某国际知名新能源车企等）和头部自主品牌客户（吉利）的供应商体系、并获取了项目，2025 年上半年，公司承接了多家客户共 52 个车型的新品研发项目，实现了 37 个车型的项目批产，优质的新项目为公司未来发展提供了强有力的保障；**产能维度**，公司塞尔维亚星宇产能逐步释放，协同总部承接客户全球化项目，为公司拓展海外市场奠定良好基础，公司注册成立墨西哥星宇和美国星宇，进一步完善海外布局；**产品维度**，ADB 持续渗透，随着 DLP 投影大灯和 ADB 车灯等新技术陆续进入市场，星宇加强新技术研发和应用，包括但不限于：1）基于 DLP、MicroLED 及相关感知融合技术的智能前照灯及系统的迭代研发和应用；2）基于 MiniLED、OLED 及相关控制技术的像素显示交互灯的迭代开发和应用；3）基于创新材料和表面处理工艺的智能数字格栅的创新研发；4）车灯驱动器和控制器 HCM/RCM/LCU/LDM 及感知融合车灯自闭环系统的研发和应用；5）车灯造型和移动美学与智能交互融合的场景研发和应用。2023 年 2 月 15 日，星宇股份与地平线在常州签署战略合作协议，共同推进“行泊一体解决方案”的量产落地，星宇股份基于地平线征程 3 车规级芯片研发的“行泊一体”解决方案已获得国内某头部车企正式定点。2025 年 10 月 16 日，星宇股份与节卡股份签署战略合作协议，积极布局机器人领域相关业务。展望 2026 年，公司有望实现车型订单+海外工厂+ADB、HD ADB、DLP 等新产品释放的带来的业绩共振。

投资建议：维持盈利预测，维持优于大市评级。星宇股份处在起点高、弹性大、持续时间长的车灯赛道上，1)

公司产品智能化，车灯产品方面，星宇股份布局 ADB、HD ADB、DLP、星环灯、格栅灯等主流车灯新技术，研发进展和全球车灯龙头基本同步；汽车电子产品方面，星宇股份加强车灯控制器的开发及应用，并通过产业链协同（地平线、华为、一径科技、欧冶半导体、芯联集成与九峰山实验室等）拓展能力圈；2）公司客户新能源化，国内市场，星宇股份积极开拓新势力新能源客户，新能源客户占比持续提升；3）公司客户全球化：塞尔维亚工厂是星宇在海外扩建的首个车灯产能，目前，星宇股份前大灯在国内市占率估计 15%，全球市占率估计 3-4%，伴随星宇全球化客户开拓，后续星宇全球发展空间可期。我们维持盈利预测，预计 25/26/27 年营收 160.0/194.0/236.7 亿元，预计 25/26/27 年归母净利润 16.9/21.1/26.4 亿元，维持优于大市评级。

◆ 风险提示

国内车市景气度持续下行风险；年降和原材料价格波动风险。

相关研究报告：

《星宇股份（601799.SH）-单三季度净利润同比增长 13%，积极布局机器人领域相关业务》——2025-11-01
《星宇股份（601799.SH）-单二季度净利润同比增长 9%，新订单、新产能、新产品持续突破》——2025-09-01
《星宇股份（601799.SH）-一三季度净利润同比增长 33%，车灯产品量价双升》——2025-04-29
《星宇股份（601799.SH）-单四季度净利润同比增长 34%，车灯产品量价双升》——2025-03-20
《星宇股份（601799.SH）-单三季度净利润同比增长 22%，客户结构调整迎全新成长周期》——2024-10-27

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2105	2024	500	500	500	营业收入	10248	13253	16003	19404	23672
应收款项	4402	6111	3946	4784	5837	营业成本	8077	10697	12861	15533	18879
存货净额	2245	2629	4123	4984	6070	营业税金及附加	56	63	77	93	114
其他流动资产	56	71	5121	6209	7575	销售费用	108	56	64	78	95
流动资产合计	9965	11957	14812	17600	21105	管理费用	271	304	321	386	467
固定资产	3748	3916	4279	4787	5231	研发费用	610	655	800	970	1184
无形资产及其他	456	436	419	403	387	财务费用	(12)	11	0	0	0
投资性房地产	605	635	635	635	635	投资收益	(0)	1	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	69	73	0	0	0
资产总计	14774	16944	20146	23425	27358	其他收入	(617)	(601)	(800)	(970)	(1184)
短期借款及交易性金融负债	13	17	381	534	538	营业利润	1199	1594	1879	2344	2935
应付款项	4527	5724	7216	8722	10623	营业外净收支	4	(2)	(2)	(2)	(2)
其他流动负债	356	340	465	562	684	利润总额	1203	1592	1877	2342	2933
流动负债合计	4896	6081	8061	9818	11846	所得税费用	101	184	188	234	293
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	742	686	691	696	701	归属于母公司净利润	1102	1408	1690	2108	2639
长期负债合计	742	686	691	696	701	现金流量表（百万元）					
负债合计	5638	6767	8752	10514	12547		2023	2024	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0	0	0	0	0	净利润	1102	1408	1690	2108	2639
股东权益	9136	10177	11394	12911	14812	资产减值准备	78	(72)	240	26	27
负债和股东权益总计	14774	16944	20146	23425	27358	折旧摊销	377	481	414	484	546
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	(69)	(73)	0	0	0
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(12)	11	0	0	0
每股收益	3.86	4.93	5.91	7.38	9.24	营运资本变动	(903)	(1086)	(2517)	(1153)	(1449)
每股红利	1.09	1.39	1.66	2.07	2.59	其它	(78)	72	(240)	(26)	(27)
每股净资产	31.98	35.62	39.88	45.20	51.85	经营活动现金流	507	731	(414)	1438	1736
ROIC	23%	23%	25%	26%	28%	资本开支	0	(605)	(1001)	(1001)	(1001)
ROE	12%	14%	15%	16%	18%	其它投资现金流	1466	35	0	0	0
毛利率	21%	19%	20%	20%	20%	投资活动现金流	1466	(570)	(1001)	(1001)	(1001)
EBIT Margin	11%	11%	12%	12%	12%	权益性融资	30	39	0	0	0
EBITDA Margin	15%	15%	14%	15%	15%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	24%	29%	21%	21%	22%	支付股利、利息	(312)	(397)	(473)	(590)	(739)
净利润增长率	17%	28%	20%	25%	25%	其它融资现金流	(763)	514	364	153	4
资产负债率	38%	40%	43%	45%	46%	融资活动现金流	(1358)	(242)	(109)	(437)	(735)
息率	0.9%	1.1%	1.3%	1.7%	2.1%	现金净变动	616	(81)	(1524)	0	0
P/E	32.2	25.2	21.0	16.8	13.4	货币资金的期初余额	1489	2105	2024	500	500
P/B	3.9	3.5	3.1	2.7	2.4	货币资金的期末余额	2105	2024	500	500	500
EV/EBITDA	27.4	21.6	19.3	16.3	13.8	企业自由现金流	0	97	(1413)	439	737
						权益自由现金流	0	611	(1049)	592	741

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032