

星宇股份 (601799.SH) 聚沙成塔，向星辰大海进发

2019年12月05日

——中小盘首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）
任浪（分析师）
孙金钜（分析师）
徐慧雄（分析师）

renlang@kysec.cn

sunjinju@kysec.cn

xuhuixiong@kysec.cn

证书编号：S0790519100001

证书编号：S0790519110002

证书编号：S0790519110003

日期	2019/12/4
当前股价(元)	84.70
一年最高最低(元)	91.48/44.20
总市值(亿元)	233.90
流通市值(亿元)	233.90
总股本(亿股)	2.76
流通股本(亿股)	2.76
近3个月换手率(%)	28.45

● 未来三年量价齐升，国内车灯龙头走向国际，首次覆盖，给予“买入”评级

公司专注车灯 26 载，通过长期积累在成本、品质以及技术方面上形成了核心竞争优势，凭借这些优势成功将客户群体由少数自主品牌拓展升级到主流合资品牌和全球豪华车品牌。未来，公司有望继续利用三大核心竞争优势拓展优质客户，实现市场份额持续扩张，逐步从国内走向全球。受车灯新项目（单价、销量均较大）量产和产品结构升级驱动，公司未来三年有望量价齐升继续保持快速发展。我们预计公司 19-21 年归母净利润分别为：7.6/9.2/10.7 亿元，当前股价对应 19-21 年 PE 为 31/25/22 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 车灯行业：加速升级扩张，成本技术领先的企业将胜出

随着 LED 车灯成本的下降（LED 芯片、控制器以及 PC、PP 等上游原材料价格下降），未来车灯行业由卤素大灯、氙气大灯向入门级、中高级 LED 大灯升级、再向矩阵式 LED 大灯升级的趋势非常明确。尤其是矩阵式 LED 大灯，随着成本的大幅下降、内资供应商的技术突破，未来渗透率有望加速提升。我们预计到 2022 年，中国 LED 车灯市场规模将达到 522 亿元，2019-2022 年复合增速达 15%。车灯行业技术要求高且产品升级频繁，新进入者追赶难度大，行业集中度高（全球 CR5 为 81%，国内 CR5 为 73%）。当 LED 车灯渗透率达到一定水平后（50% 以上），整个行业的技术工艺将趋于成熟，届时有成本优势、品质保证、技术领先的车灯企业有望最终胜出。

● 三大核心竞争优势，助力公司未来全球扩张

公司成立以来即专注车灯领域，持续在成本控制、品质管控、提升技术三个维度下大工夫，最终形成了公司在成本、品质以及技术上的三大核心竞争优势。公司凭借这些优势，成功将客户群体由少数自主品牌升级到了主流合资品牌和全球豪华车品牌。2007 年合资品牌客户仅占星宇收入的 20% 左右，而 2018 年已达 80%。未来，在日系、豪华车体系（合资&外资）内，星宇的空间仍然广阔，同时这三大核心竞争优势将助力公司逐步由国内走向全球。

● 风险提示：乘用车行业销量大幅下滑，一汽大众销量不及预期等。
财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,255	5,074	5,737	6,745	7,522
YOY(%)	27.1	19.2	13.1	17.6	11.5
净利润(百万元)	470	611	756	920	1,069
YOY(%)	34.3	29.9	23.8	21.7	16.1
毛利率(%)	21.6	22.6	23.9	24.5	25.0
净利率(%)	11.0	12.0	13.2	13.6	14.2
ROE(%)	11.7	13.9	15.6	16.8	17.2
EPS(摊薄/元)	1.70	2.21	2.74	3.33	3.87
P/E(倍)	49.8	38.3	30.9	25.4	21.9
P/B(倍)	5.8	5.4	4.8	4.3	3.8

数据来源：贝格数据，开源证券研究所

中小盘研究团队

目 录

1、 专注车灯 26 载，日渐臻善	5
1.1、 深耕车灯产业，从初级到高级	5
1.2、 十年扩张近十倍，立行业之潮头	6
1.2.1、 收入十年扩张十倍，销量扩张贡献核心力量	6
1.2.2、 毛利率先抑后扬，苦尽甘来	8
2、 车灯行业：加速升级、份额集中、成本下行	8
2.1、 成本下行推动 LED 车灯渗透率提升	9
2.1.1、 LED 光学模组是 LED 车灯成本的核心	9
2.1.2、 原材料价格趋势性下行带动 LED 车灯成本下降	10
2.2、 行业持续升级，市场规模稳步扩张	12
2.2.1、 LED 大灯：从初级到高级	12
2.2.2、 像素大灯愈来愈近	14
2.2.3、 车灯市场规模稳步扩张，LED 领跑	14
2.3、 格局：份额集中，有成本技术优势的企业将胜出	16
3、 星宇股份：聚沙成塔，向星辰大海进发	16
3.1、 客户拓展：点滴汇成河，奔向大海	16
3.1.1、 主要客户拓展历程	18
3.1.2、 未来空间仍广阔	19
3.2、 多年积累形成三大优势——未来份额扩张的关键	19
3.2.1、 出色的成本管控能力	20
3.2.2、 产品质量：持续改进，已不输外资	21
3.2.3、 技术研发：日新月异，比肩巨头	22
3.3、 未来三年：量价齐升	23
3.3.1、 高弹性新品量产，未来几年量价双升	23
3.3.2、 产品结构改善、成本下降，毛利率将持续改善	23
4、 盈利预测与估值	24
5、 风险提示	25
附：财务预测摘要	26

图表目录

图 1： 公司核心车灯业务占比持续保持在 90% 左右	5
图 2： 公司客户群体不断升级至中高端品牌	5
图 3： 公司早期（2010 年之前）产品以初级卤素灯为主	6
图 4： 公司目前产品以 LED 头灯、LED 尾灯为重点	6
图 5： 星宇 2009-2018 年收入复合增速达 28.32%	7
图 6： 2009-2018 中国乘用车车灯市场规模复合增速为 14.72%	7
图 7： 星宇 2009-2018 年车灯销量复合增速达 20.25%	7
图 8： 星宇 2009-2018 年车灯均价复合增速达 7.67%	7
图 9： 2009 年星宇股份前后大灯收入占比约 60%	7
图 10： 2018 年星宇股份前后大灯收入占比约 71%	7
图 11： 星宇 2009-2019Q3 毛利率先抑后扬	8
图 12： 星宇 2015Q-2019Q3 毛利率触底回升	8

图 13: 车灯在乘用车中的价值量占比显著提升 (%)	9
图 14: LED 大灯主要成本是光学模组、塑料件和控制器	10
图 15: 光学模组和塑料件是 LED 尾灯成本的核心	10
图 16: LED 芯片技术进步显著, 发光效率持续提升	10
图 17: 科博达对华域视觉车灯控制器的售价持续下降	11
图 18: 科博达照明控制系统毛利率	11
图 19: PC 价格变化	11
图 20: PP 价格变化	11
图 21: 新宝来反射式 LED 大灯	12
图 22: 2020 款致炫反射式 LED 大灯	12
图 23: 上汽大众途岳 LED 大灯	13
图 24: 一汽大众探岳前大灯	13
图 25: 像素 (灯光分区) 越高, 复杂度越高	13
图 26: 奥迪 A8 矩阵式 LED 车灯	14
图 27: 别克君威矩阵式 LED 车灯	14
图 28: 像素大灯虚拟仪表盘投影	14
图 29: 像素大灯人行道投影	14
图 30: 按车灯技术路线分类的全球乘用车产量结构	15
图 31: 全球车灯市场规模预测	15
图 32: 标准 LED 大灯价格持续下降	15
图 33: 中国 LED 车灯渗透率将持续提升	15
图 34: 中国 LED 车灯市场规模持续扩张	15
图 35: 中国乘用车车灯市场规模稳步增长	15
图 36: 全球车灯市场 CR5 份额达 81%	16
图 37: 中国车灯市场 CR5 份额达 73%	16
图 38: 公司客户拓展主要历程	17
图 39: 早期 (2007 年) 公司客户以自主品牌为主	17
图 40: 2018 年公司客户以合资为主	17
图 41: 星宇毛利率与海拉相差不大	21
图 42: 星宇营业利润率总体高于法雷奥	21
图 43: 公司研发支出占比较高	22
图 44: 星宇股份所申请的专利数量比肩华域视觉	22
图 45: 星宇股份技术成果捷报频传	22
图 46: 星宇股份 LED 大灯收入占比持续提升	24
表 1: LED 车灯产业链主要环节	9
表 2: 各类 LED 前大灯对比	12
表 3: 2011 年初公司为一汽大众配套较低端的产品	18
表 4: 星宇在一汽大众体系内的新项目/订单	18
表 5: 星宇主要客户的拓展历程	19
表 6: 星宇在研发、管理以及制造方面拥有成本优势	20
表 7: 公司在为改善产品质量所做的工作及部分成绩	21
表 8: 星宇 2019 年量产的部分重要车灯项目	23
表 9: 星宇配套的各类车灯价格及毛利率估算	23

表 10: 可比公司盈利预测与估值 25

图3: 公司早期 (2010 年之前) 产品以初级卤素灯为主



一汽大众捷达前照灯



一汽丰田花冠前照灯



上海大众途观尾灯



一汽大众宝来尾灯



奇瑞 M11 尾灯



上海大众帕萨特雾灯

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

图4: 公司目前产品以 LED 头灯、LED 尾灯为重点



奥迪 Q5L (低配) 前大灯



奥迪 A6L 尾灯



宝马 2 系尾灯



一汽大众探歌前大灯



一汽大众探岳尾灯



一汽大众速腾前大灯

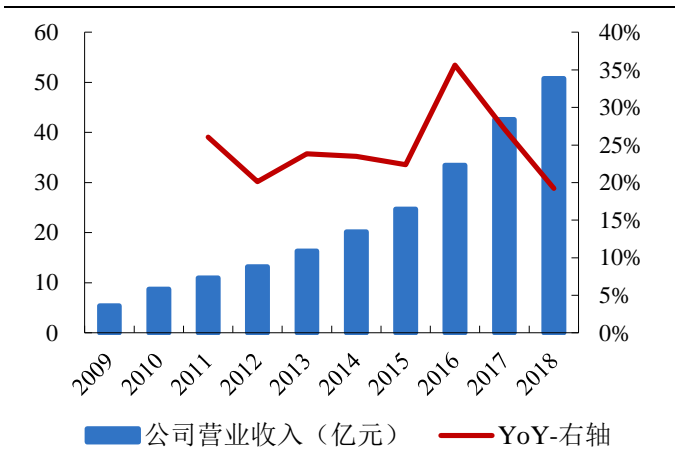
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

1.2、十年扩张近十倍，立行业之潮头

1.2.1、收入十年扩张十倍，销量扩张贡献核心力量

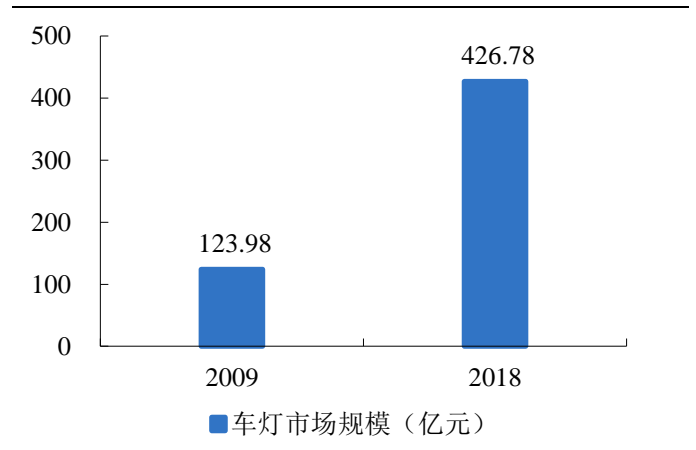
2009-2018 年的十年间, 公司营收由 5.38 亿元增长至 50.74 亿元, 复合增速达 28.32%, 在此期间, 我国乘用车车灯市场规模复合增速仅 14.72%, 而此期间乘用车销量复合增速仅仅为 9.7%。公司扩张速度远远跑赢行业, 市场份额持续增长。对公司营收增速进行拆分可以看到, 2009-2018 年, 公司车灯产品销量复合增速为 20.25%, 贡献了营收增长的绝大部分, 同期公司车灯产品均价复合增速达 7.67%。更进一步, 公司车灯价格持续增长的动因主要在于两方面: (1) 公司客户升级 (2007 年, 公司自主品牌客户超过 80%, 而 2018 年, 公司合资客户超过 80%), 从而带来产品的升级和价格的提升; (2) 公司产品结构发生变化, 2009 年, 公司前大灯和后组合灯的收入占比为 60%, 而 2018 年, 两者的占比达 71%, 高价值量产品占比提升。

图5：星宇 2009-2018 年收入复合增速达 28.32%



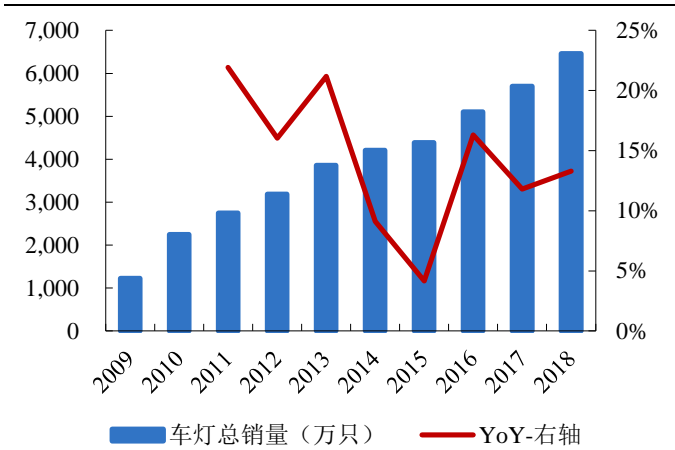
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2009-2018 中国乘用车车灯市场规模复合增速为 14.72%



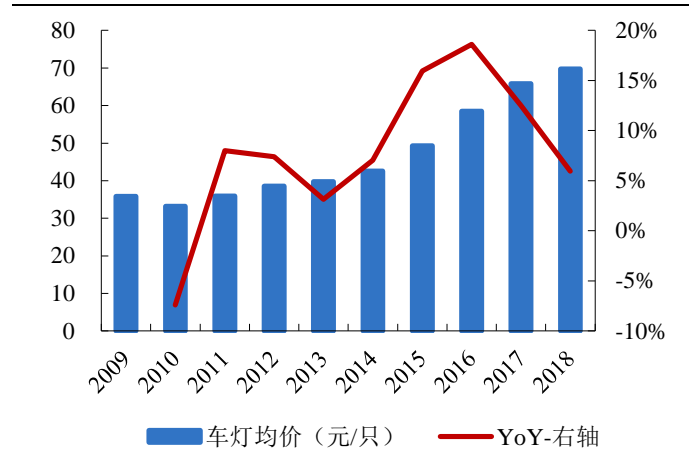
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：星宇 2009-2018 年车灯销量复合增速达 20.25%



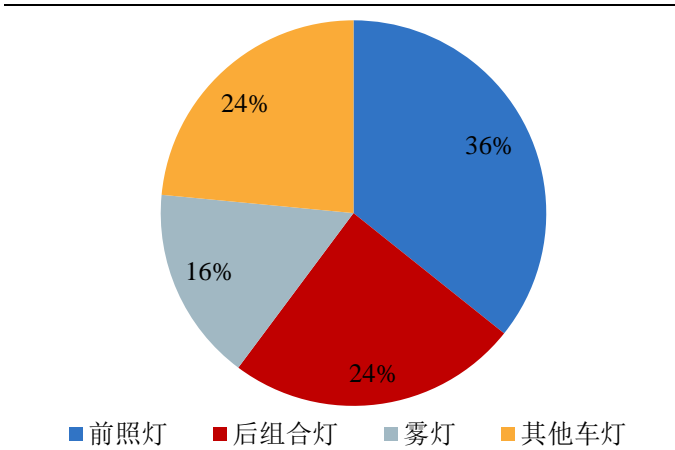
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：星宇 2009-2018 年车灯均价复合增速达 7.67%



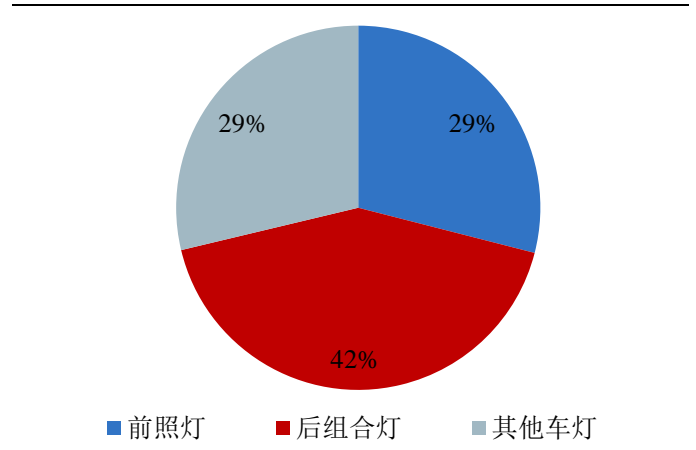
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：2009 年星宇股份前后大灯收入占比约 60%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：2018 年星宇股份前后大灯收入占比约 71%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.2.2、毛利率先抑后扬，苦尽甘来

2009-2016 年毛利率持续下行，以利润换市场。2009-2016 年毛利率处于下降通道之中，主要有几点原因：（1）此期间车灯行业主要产品仍是卤素大灯、灯泡尾灯，氙气大灯、LED 大灯占比均较低，而卤素灯成本透明，技术成熟，因此，行业竞争也较为激烈，同一产品单价持续下滑；（2）公司为在合资体系内获取存量份额，以低价争取订单是必要手段之一；（3）在此期间，公司量产的高价值量大灯产品较多，以略低的毛利率水平（传统前大灯的毛利率较低）换取高价值量的订单是公司的策略。这一时期公司主要战略为以利润换市场，2009-2016 年公司收入持续保持高速增长即是明证，公司核心的高价值产品传祺 GS4 大灯、宝来大灯、高尔夫大灯实现了持续快速放量。

2017-2019Q3 毛利率呈现波动上升的趋势。2017 年开始公司毛利率反转向，其原因在于：（1）2017 年开始新量产车灯的价值量、毛利率均较好，基本没有新增的低端车灯订单。如 2017 年量产的速腾大灯、宝马尾灯，2018 年量产的奥迪 Q5L 大灯、奥迪 A3 氙气大灯、新宝来 LED 大灯、探歌前后 LED 灯、缤瑞 LED 大灯等价值量、产量、毛利率均较好；（2）公司自 2014 年开始量产 LED 尾灯以来，在产品良率、产线自动化水平等方面持续改善，带动 LED 尾灯的毛利率持续改善。在多种高价值量、高毛利率新品的带动下，理论上 2018 年公司毛利率可以改善的更多，但实际改善有限，同比仅提高了 0.99pct。这是因为 2017 年以来车灯的主要原材料 PC（聚碳酸酯）价格持续上涨（最高涨幅接近 100%），一定程度抵消了产品毛利率的改善。

图11：星宇 2009-2019Q3 毛利率先抑后扬

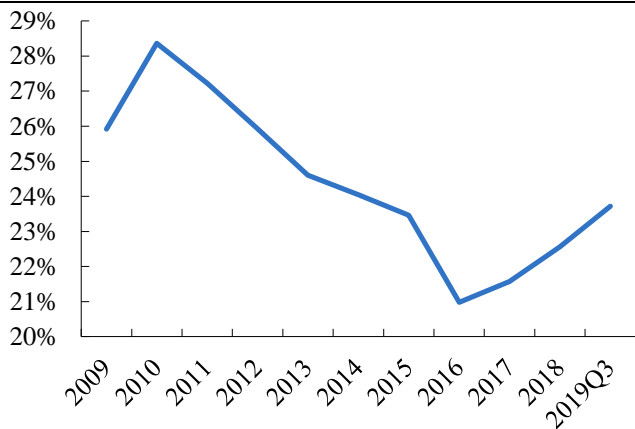
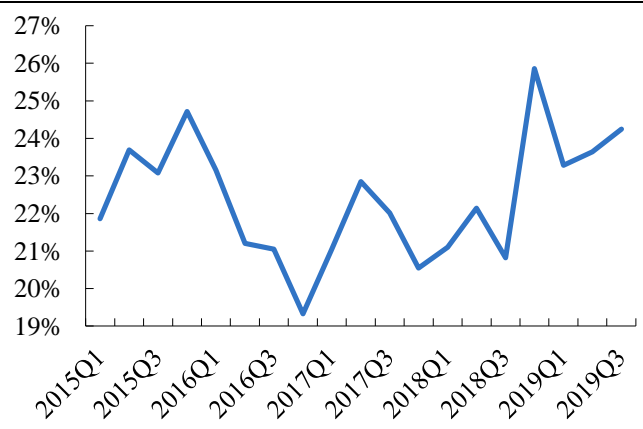


图12：星宇 2015Q-2019Q3 毛利率触底回升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2018 年下半年，PC、PP 等车灯原材料已出现大幅下跌，推动公司毛利率出现了短期快速的回升。展望未来，我们认为公司的毛利率仍有较大的改善空间，主要在于：（1）**结构改善**：LED 大灯占比依然有提升空间，且 LED 产品亦会向高端升级；（2）**经验积累**：随着公司 LED 大灯量产经验的积累，毛利率仍有改善空间；（3）**原材料降价**：LED 芯片、车灯控制器等原材料价格仍有较大下降空间，进而推动 LED 大灯、尾灯毛利率提高。

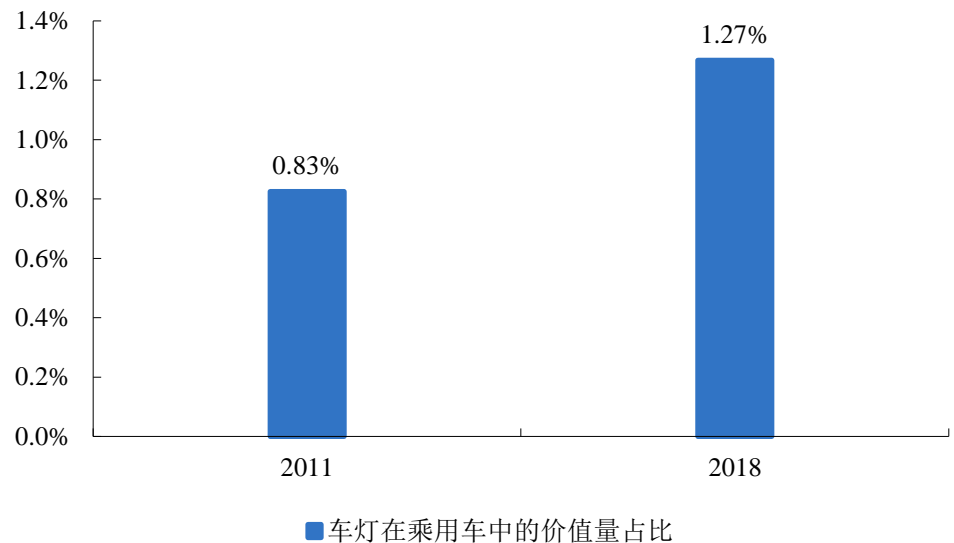
2、车灯行业：加速升级、份额集中、成本下行

近十多年来，车灯行业发生的最大变化在于，尽管老产品在不断降价，但产品却在持续地升级。2008-2018 年，在全国乘用车平均价格基本不变（约 13-14 万元/辆）的情况下，车灯的单车价值量却提升较多：由 2008 年的单车价值约 1200 元，提升至

2018 年的 2000 元左右，而绝大部分乘用车零部件的价值量占比是下降的。

展望未来数年，我们认为车灯行业至少有 3 方面的发展趋势：（1）产品加速升级：由传统的卤素、氙气头灯向 LED 头灯、高级 LED 头灯发展，由传统的灯泡尾灯向 LED 尾灯、高级 LED 尾灯以及 OLED 尾灯发展；（2）在技术壁垒较高且技术持续升级的背景下，新企业进入难度大，存量车灯企业也将优胜劣汰，行业集中度仍有进一步提升空间；（3）随着技术迭代加快、原材料价格下降，各类新兴车灯的成本、价格均有望实现较大幅度下降。

图13：车灯在乘用车中的价值量占比显著提升（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1、成本下行推动 LED 车灯渗透率提升

2.1.1、LED 光学模组是 LED 车灯成本的核心

若将 LED 车灯产业链分为上、中、下游的话，那么上游则主要包括：LED 芯片制造、封装、塑料粒子；中游包括：光学模组、LED 控制器、镇流器、车灯各类塑料件；下游则主要是车灯的制造、装配。从竞争格局来看，上游与下游的竞争格局较好，行业集中度较高，盈利能力因而也比较好。

表1：LED 车灯产业链主要环节

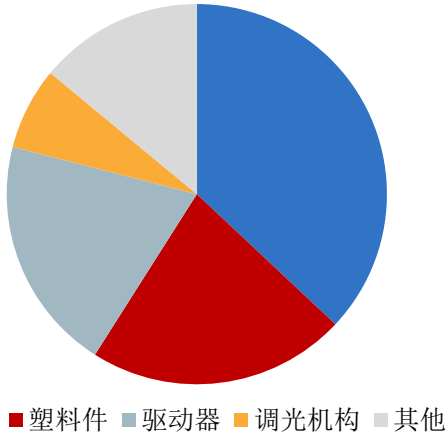
	主要环节	主要企业	集中度
上游	LED 芯片制造封装、塑料粒子 (PC、PP、ABS 等)	欧司朗、亮锐、三安光电	LED 芯片行业集中度较高 (CR3 份额超过 80%)
中游	光学模组、LED 控制器、镇流器、车灯各类塑料件 (壳体、面罩、导光条等)	科博达、丽清科技 (台湾)、部分车灯企业 (海拉、星宇等)	集中度一般，因车灯制造业与其供应商均有参与，不存在一家或几家独大的情况
下游	车灯制造、装配	华域视觉、小系、法雷奥、海拉、AL、斯坦雷等	集中度较高，进入难度较大

资料来源：Wind、开源证券研究所

LED 车灯的成本结构。对于一般的 LED 前照灯（不同类型的 LED 大灯，成本结构

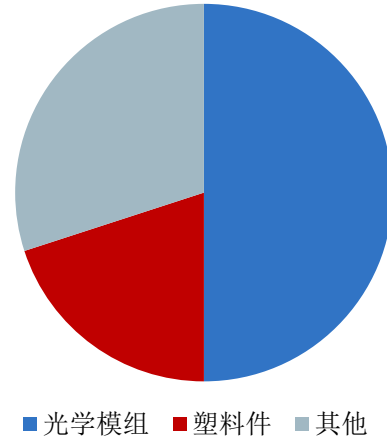
不同,例如部分 LED 大灯没有 ECU)来说,其成本中,光学模组约占 40%,塑料件、控制器约各占 20%,而光学模组中,约一半的成本来自 LED 芯片,LED 尾灯中,LED 光学模组的成本约占 50%,塑料件约占 20%。由此可以看出,LED 车灯成本中,价值量比较高的部分主要是:LED 芯片、塑料、控制器。

图14: LED 大灯主要成本是光学模组、塑料件和控制器



数据来源: 开源证券研究所

图15: 光学模组和塑料件是 LED 尾灯成本的核心



数据来源: 开源证券研究所

2.1.2、原材料价格趋势性下行带动 LED 车灯成本下降

■ LED 芯片

由于技术进步及成本下降,此前数年,车用 LED 芯片的价格以超过 10%的速度下降,正因此,LED 在乘用车的渗透率快速上升,而这进一步带来 LED 芯片的规模扩张与成本下降。展望未来,LED 芯片价格仍有较大下降空间,主要在于: 1) LED 技术进步仍在持续; 2) LED 芯片行业竞争日趋激烈——由于有着较高的盈利水平,各巨头企业纷纷扩产,原生产通用照明 LED 芯片的企业亦有进入车用 LED 芯片行业,如中国的三安光电,行业的竞争有望拉动车用 LED 芯片的价格进一步下降。

图16: LED 芯片技术进步显著,发光效率持续提升



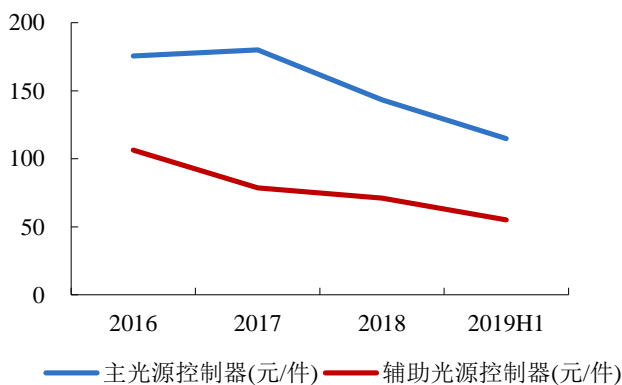
资料来源: Hella

■ 控制器

在LED车灯发展初期，LED车灯控制器价值量、利润率均较高，随着行业的扩张与技术的成熟，价格逐步下降，利润率也将逐步回归正常水平。以科博达（车灯控制器供应商）为例，2016-2019H1，其为华域视觉供应的主光源控制器与辅助光源控制器价格分别由175.6元/件、106.5元/件下降到115元/件、55元/件，年复合下降速度分别达13.17%、19.65%。

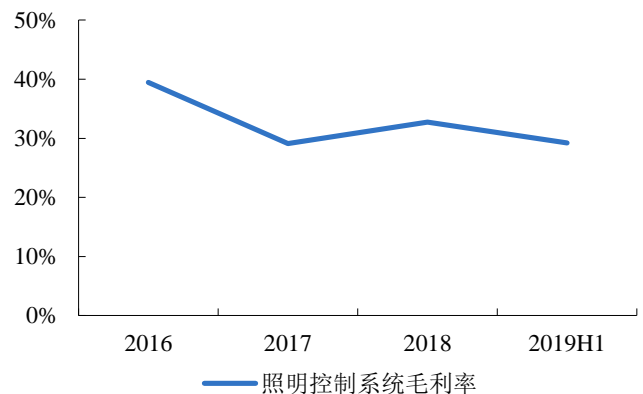
未来，LED控制器价格仍然有较大的下降空间，主要在于：1) 目前行业盈利水平仍然较高。以科博达为例，虽历经几年的价格大幅下降，但照明控制系统的毛利率水平仍然维持在30%的较高水平；2) 竞争更为激烈。一般的控制器技术难度不大，此前主机厂为了控制采购价格，会指定车灯厂采用第三方独立汽车电子供应商的控制器产品，而随着车灯企业自制的控制器量产，外购控制器的价格有望进一步降低。

图17: 科博达对华域视觉车灯控制器的售价持续下降



数据来源：科博达招股书、开源证券研究所

图18: 科博达照明控制系统毛利率



数据来源：科博达招股书、开源证券研究所

■ 塑料

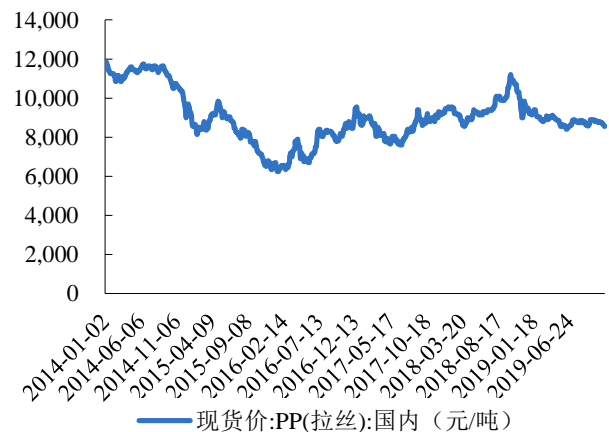
车灯所使用的塑料件的初级原材料主要是PC（车灯最主要材料）、PP、ABS，过去1年多的时间里，由于经济下行压力加大，上游PC、PP原材料价格随之出现了较大的下跌。而与此同时，行业内主要企业仍在纷纷扩产PC，根据主要企业的产能扩张计划，到2020年，PC行业规划总产能有望比2018多一倍。因而，预计未来PC的供应将较为宽松，价格有望进一步下行。

图19: PC价格变化



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20: PP价格变化



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、行业持续升级，市场规模稳步扩张

2.2.1、LED 大灯：从初级到高级

随着汽车新四化（电动化、智能化、网联化、共享化）如火如荼的发展，车灯的智能化也将成为一个必然的发展趋势。车灯智能化的发展目标是：让交通更安全、更便捷。为了实现这一目标，其现阶段的实现路径主要是：提供更有效的辅助驾驶功能，如**多种行车照明模式**（如弯道模式、高速模式等）、**防炫目**、**智能投射提醒**等。对应的车灯产品主要有：AFS、矩阵式 LED 大灯（ADB 的一种）、像素大灯等。

对于 3-5 年的时期来说，卤素灯、氙气灯向入门级、中高级 LED 大灯渗透、再向矩阵式 LED 大灯渗透的趋势则较为确定。尤其是矩阵式 LED 大灯，随着成本的大幅下降、内资供应商的技术突破，未来渗透率有望加速提升。

表2：各类 LED 前大灯对比

	入门级 LED 车灯	中高级 LED 车灯	矩阵式 LED 车灯
核心部件	入门级光学模组 (通常 LED 颗粒较少, 部分分为反射式车灯) 基础 ECU 或无 ECU	通常有多个 LED 光学模组 或照明分区; 中高级 ECU	带有 n 个分区的 LED 光学 模组 矩阵式 ECU 摄像头
一般单车价值	500-1200 元	1200-2500 元	2500 元以上
代表车型	一汽大众新宝来、广汽丰田致炫、吉利缤瑞等	上汽大众途岳、一汽大众探岳等	奥迪 A8、奔驰 E 级顶配、全新奥迪 A6L、别克君威顶配等

资料来源：Hella、开源证券研究所

■ 入门级 LED 车灯

为节约成本，入门级 LED 通常 LED 颗粒较少，其形态通常为反射式（无需透镜）或远近光一体的形式，部分情况下不需要 ECU。其适用于 10 万元左右的乘用车，或者 10 万元以下入门级乘用车的高配。典型的案例包括：2018 年 6 月份上市的新一代宝来全系配置了 LED 车灯，其即是反射式 LED 大灯；2019 年 10 月份上市的 2020 款广汽丰田致炫也使用这一反射式 LED 大灯。两者的供应商都是星宇股份。

图21：新宝来反射式 LED 大灯



资料来源：汽车之家、开源证券研究所

图22：2020 款致炫反射式 LED 大灯



资料来源：汽车之家、开源证券研究所

■ 中高级 LED 车灯

中高级 LED 通常带有多个 LED 光学模组或照明分区，拥有不止一种照明模式，其 ECU 也相对复杂一些。中高级 LED 车灯通常用于 20 万元以上的乘用车。典型的案例包括：上汽大众途岳、一汽大众探岳高配等。

图23：上汽大众途岳 LED 大灯



资料来源：汽车之家、开源证券研究所

图24：一汽大众探岳前大灯

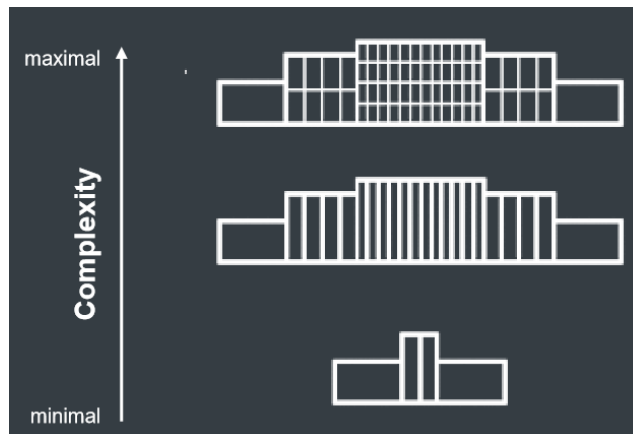


资料来源：汽车之家、开源证券研究所

■ 矩阵式 LED 车灯

矩阵式 LED 大灯由多个 LED 分区组成，其中每个分区中有若干颗 LED 灯珠，各 LED 分区均可被单独控制，其 ECU 也更为复杂。每个 LED 分区可看做是一个像素，分区越多，像素越高，照明效果越佳。矩阵式大灯的核心功能是，可以实现多种模式的照明效果，如高速模式、城郊模式、弯道模式等，其次，还可以实现防炫目等功能。这些功能可以使行车更加安全可靠，同时也对其他交通参与者更加友好。

图25：像素（灯光分区）越高，复杂度越高



资料来源：Hella

由于成本高昂，此前矩阵式 LED 大灯仅在部分豪华车的旗舰车型或高端车型的顶配上使用，如奥迪 A8、奔驰 E 级顶配等，随着成本的下降，目前已有豪华品牌的主流车型或普通品牌的高配上搭载了矩阵式 LED 大灯。如 2017 年上市的新一代别克君威顶配搭载了 15 个可独立控制的 LED 照明分区的矩阵式大灯，2019 年上市的全新一代奥迪 A6L 全系标配矩阵式 LED 车灯。

图26: 奥迪 A8 矩阵式 LED 车灯



资料来源: 汽车之家、开源证券研究所

图27: 别克君威矩阵式 LED 车灯

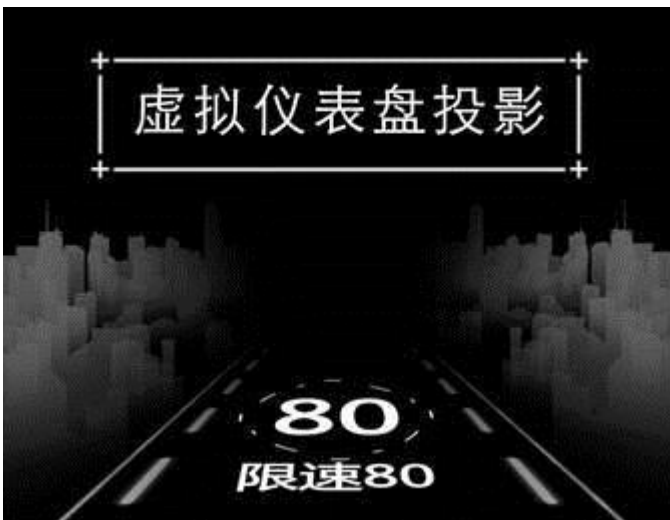


资料来源: 汽车之家、开源证券研究所

2.2.2、像素大灯愈来愈近

像素大灯是指基于 DLP 投影技术、传感器和智能算法, 实现车灯的全数字化, 可进行百万像素的灯光投射。智能像素大灯不仅具备一般智能大灯的多种照明模式切换的功能, 还可以根据行车路况实现个性化投射, 进一步提升行车安全。2019 年 7 月上市的 2020 款 WEY VV6 中高配即可选装像素式 LED 大灯, 这是像素式大灯首次在普通家用型乘用车上搭载。该款像素式大灯可以实现多种功能, 如: 智能远近光; 减少路面反光; 路面信息投影; 行人识别信息投影; 限速、路标等交通标识投影等。

图28: 像素大灯虚拟仪表盘投影



资料来源: 搜狐网、开源证券研究所

图29: 像素大灯人行道投影

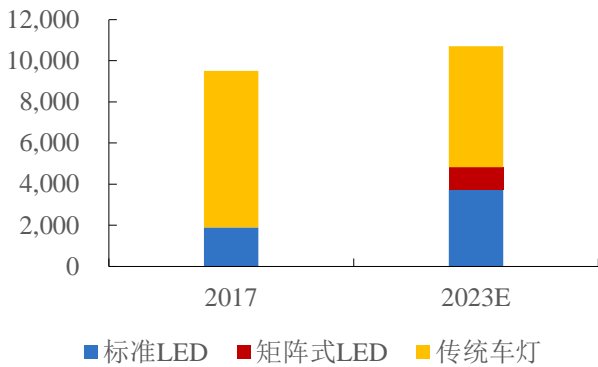


资料来源: 搜狐网、开源证券研究所

2.2.3、车灯市场规模稳步扩张, LED 领跑

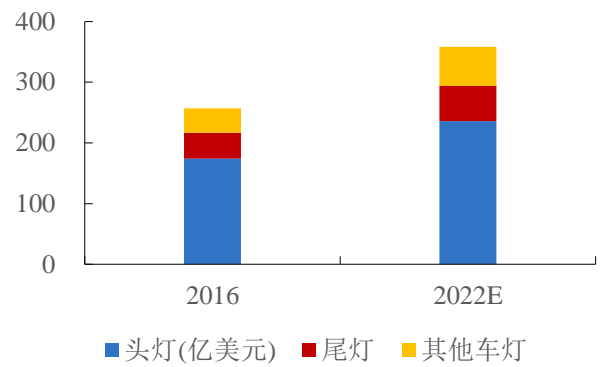
根据欧司朗的预测, 到 2023 年, 全球 LED 前大灯渗透率有望超过 45%, 其中, 矩阵式 LED 大灯渗透率有望超过 10%。由于 LED 等高价值量车灯渗透率持续提升以及内饰灯等新产品的普及, 全球车灯市场规模持续扩张, 根据 Yole 的预测, 到 2022 年, 全球车灯市场规模将达到 358 亿美元, 2016-2022 年复合增速达 5.7%。

图30：按车灯技术路线分类的全球乘用车产量结构



数据来源：欧司朗、开源证券研究所

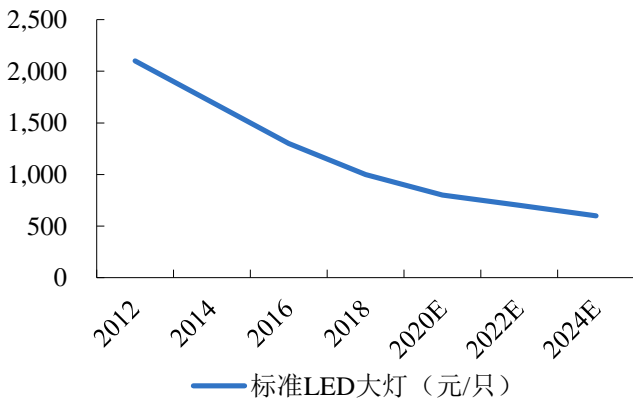
图31：全球车灯市场规模预测



数据来源：Yole、开源证券研究所

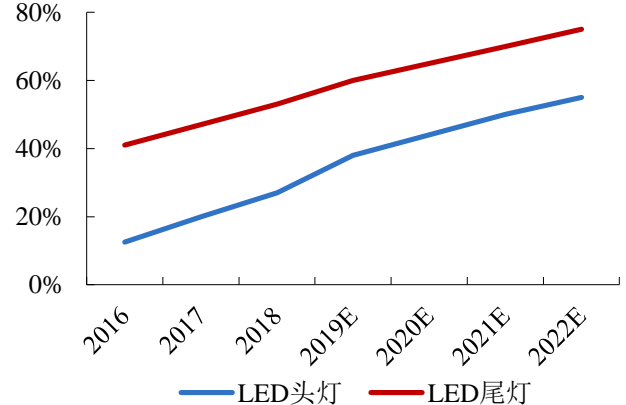
随着 LED 大灯成本的下降，未来几年中国 LED 车灯的渗透率将持续提升。我们预计到 2022 年，中国 LED 头灯渗透率将达到 55%，LED 尾灯渗透率达 75%。2022 年，中国 LED 车灯市场规模将达到 522 亿元，2016-2022 年复合增速达 17.3%。届时，中国乘用车车灯市场总规模将达到 606 亿元。

图32：标准 LED 大灯价格持续下降



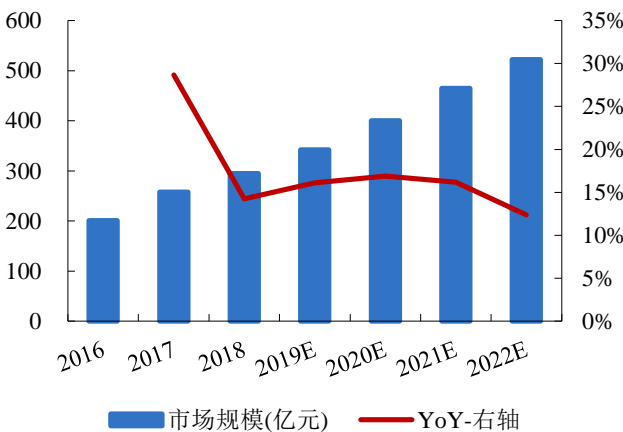
数据来源：阿里巴巴、开源证券研究所

图33：中国 LED 车灯渗透率将持续提升



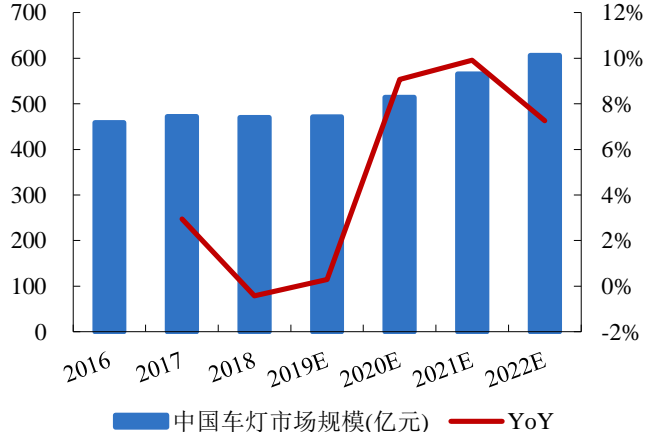
数据来源：汽车之家、开源证券研究所

图34：中国 LED 车灯市场规模持续扩张



数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：中国乘用车车灯市场规模稳步增长

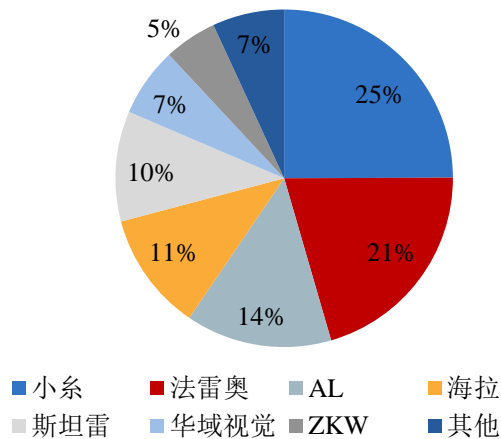


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、格局：份额集中，有成本技术优势的企业将胜出

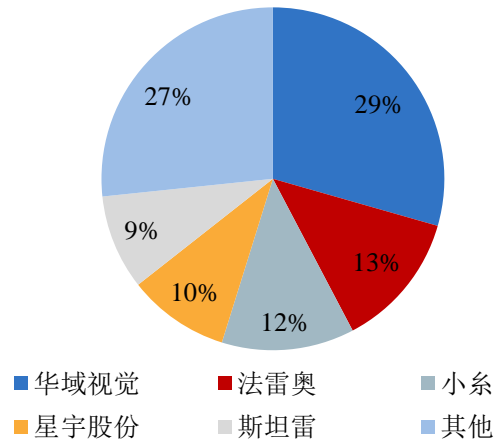
目前，全球车灯市场规模高度集中，根据我们测算，2018 年全球前五大车灯企业的市场份额高达 81%，这 5 家公司分别为：日本小系、法雷奥、麦格纳迈瑞利 AL、海拉、斯坦雷，其中第一名小系车灯 2018 年营收约 66 亿欧元，全球市场份额约 25%。中国市场来看，份额也较为集中，前五家车灯企业分别为华域视觉、法雷奥、日本小系、星宇股份、斯坦雷，其占中国乘用车车灯市场的份额约为 73%。其中第一名华域视觉的市场份额约为 29%。

图36：全球车灯市场 CR5 份额达 81%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图37：中国车灯市场 CR5 份额达 73%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

车灯行业技术要求高，新公司进入难度较大，且产品升级较为频繁，新进入者追赶难度也非常大。因而行业总体份额不断趋于集中。除此以外，车灯行业的企业并购重组进一步加剧了行业的集中：2017 年法雷奥公司收购日本市光、2018 年麦格纳收购意大利车灯制造商——OLSA 公司，进一步扩大其车灯业务规模。未来，当 LED 车灯渗透率达到一定水平后（50% 以上），整个行业的技术工艺将趋于成熟，届时，有成本优势、品质保证的车灯企业有望实现最终胜出。

3、星宇股份：聚沙成塔，向星辰大海进发

3.1、客户拓展：点滴汇成河，奔向大海

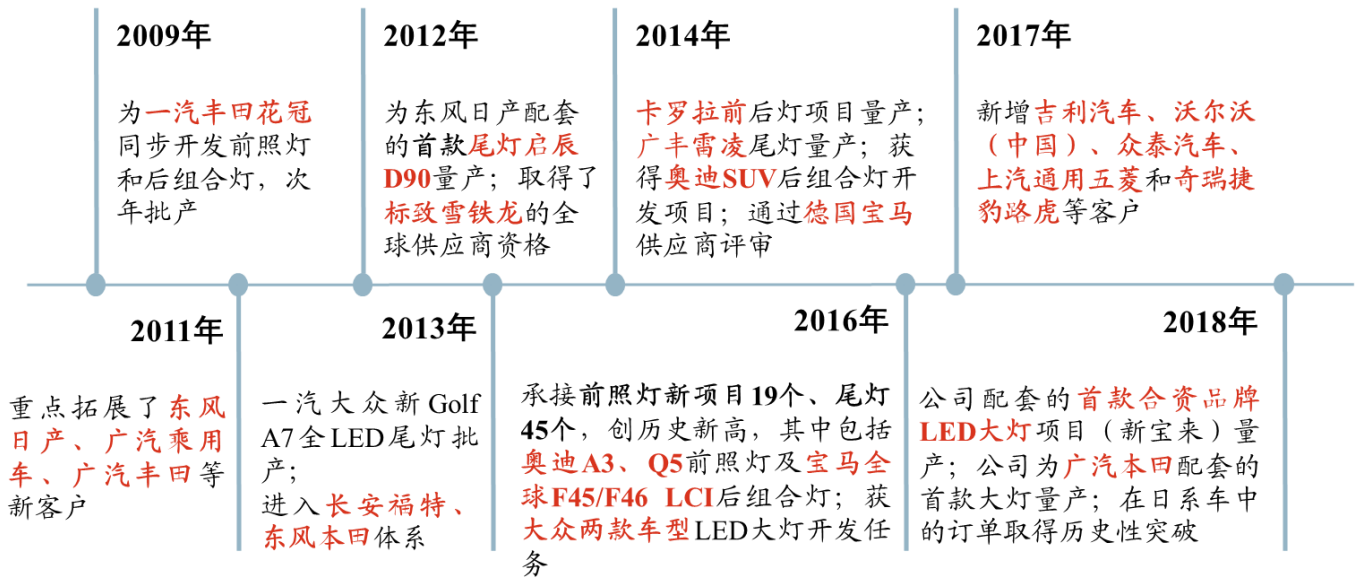
从最初的主要为奇瑞、一汽等自主品牌供货，到如今主要为中高端合资品牌供货，星宇迎来了属于他的“高光”时刻。但这亮眼成绩的背后，却是历经艰辛——每一个客户、每一个车灯的拓展都不容易。我们回顾公司十多年客户拓展的全过程，总结出以下几个特点：

- **选对方向，坚持下去。**星宇选的方向即是：紧跟优质合资车企步伐，最初是上汽大众、一汽大众，后来是一汽丰田、广汽丰田、东风日产、宝马。公司坚持为捷达、宝来等供应了十多年低价值量的各类车灯（2011 年上市时，为一汽大众配套的各类车灯产品中，只有捷达是大灯，其他都是小灯），换来了今天的宝来前后 LED 灯（粗略估算 19 年可为公司贡献收入 4-5 亿元）、速腾前后 LED 灯（粗略估算年贡献收入 6 亿元以上）、奥迪 Q5L 低配大灯、奥迪 A3 大灯等。
- **点滴积累，终成大海。**对星宇来说，点滴即是“小灯”、“低端灯”。星宇最初为一汽大众、宝马供应的均是价值量低的小灯，最初为东风日产配套的是其自主

品牌启辰的车灯，但如今却为东风日产销量最大的车型——轩逸配套前后灯（卤素灯）。

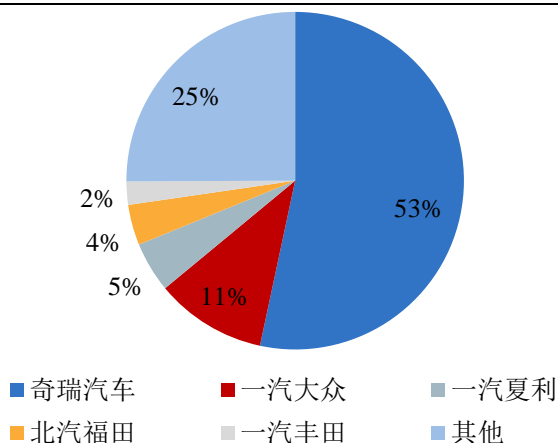
- **完善自身，让自己“配得起”。**进入优质车企的配套体系，并不是星宇的终点，而只是起点。星宇在进入优质车企供应链之后做的是：**狠抓产品质量、精简流程、严格控制成本**（本章第二节还会分析）。如今，**星宇的产品品质已经不输全球顶级车灯巨头，甚至比他们中的部分做的更好。**正因此，在后来的新项目竞标中，公司才会不断脱颖而出，收获优质订单。

图38：公司客户拓展主要历程



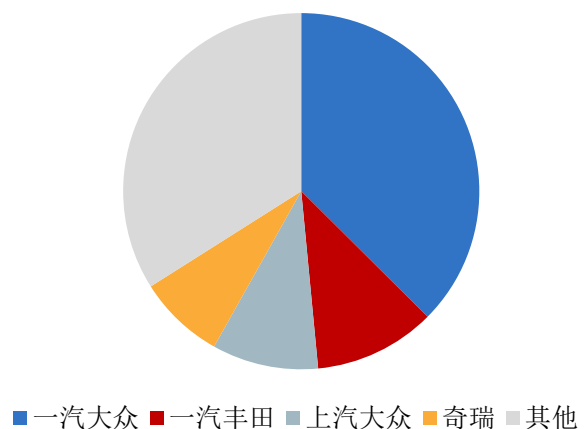
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图39：早期（2007年）公司客户以自主品牌为主



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图40：2018年公司客户以合资为主



数据来源：公司公告、开源证券研究所

从客户结构来看，2007年，星宇第一大客户为奇瑞汽车，其贡献了星宇当年53.35%的营收，第2-5名客户分别为：一汽大众（当年对星宇的采购规模仅为4744万元）、一汽夏利、北汽福田、一汽丰田。总体而言，当年自主品牌占了星宇收入的80%以上份额。而2018年，一汽大众是星宇的第一大客户，其对星宇的采购额占后者收入

的比例约 40%，其后分别是一汽丰田、上汽大众、奇瑞汽车（占比约 8%）。合资客户对星宇的收入贡献超过 80%。

3.1.1、主要客户拓展历程

■ 一汽大众

在 2011 年初上市前后，公司为一汽大众配套的产品主要是奥迪、迈腾、速腾等车型的各类小灯以及捷达的前后灯。

表3：2011 年初公司为一汽大众配套较低端的产品

配套产品	
奥迪	上车灯、车门反射片、车门警示灯、脚灯支架、牌照灯
迈腾	前转向灯
速腾	反射片、室内灯、阅读灯、平灯、角灯
捷达	前照灯、后尾灯、侧转向灯、后尾灯防尘盖
宝来	室内灯、后阅读灯、上车灯、牌照灯
高尔夫	雾灯、高位制动灯、后灯活动部分、后灯固定部分
MODEL C	前雾灯、前转向灯、室内灯

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2013-2016 年期间，星宇相继获得了一汽大众宝来、速腾、高尔夫等车型的大灯或尾灯配套资格，在 2016 这一年，星宇股份获得了进入一汽大众体系以来最大的一笔订单，而这里就包括奥迪 A3、Q5L 氙气大灯，新宝来、新速腾、探歌等车型 LED 大灯等高价值量、高毛利率项目。

表4：星宇在一汽大众体系内的新项目/订单

新项目/订单	
2013 年	为一汽大众速腾配套尾灯
2014 年	为宝来、高尔夫配套 LED 尾灯
2016 年	为宝来、高尔夫配套前大灯，同年，获得公司史上大众最大订单，包括：奥迪 A3、Q5L 氙气大灯，新宝来、新速腾、探歌等车型 LED 大灯，以及其他多款车型的尾灯
2017 年	为迈腾配套的前大灯量产
2018 年	为一汽大众配套的新宝来前后 LED 灯、探歌前后 LED 灯、探岳 LED 尾灯&日行灯、奥迪 A3、Q5L 氙气大灯量产
2019 年	配套的速腾前后 LED 灯量产

资料来源：公司公告、开源证券研究所

■ 其他客户

星宇对其他重要合资车企的拓展基本和一汽大众类似，即先从小灯或中低端车型开始，随着合作的深入、客户认可度的提升，在后续客户的新项目发包中，即有机会获取更多订单，一汽丰田、广汽丰田、东风日产、宝马等，均是如此。

其他客户方面：星宇已进入广汽本田供应体系，为其配套的首个前后灯项目——凌派前后灯已于 2018 年量产；东风本田亦有合作，且已拿到部分重点项目；公司还拿到了长安马自达昂克赛拉大灯项目；除此以外，公司与沃尔沃、奔驰等未来合作前

景也很值得期待。

表5：星宇主要客户的拓展历程

	一汽丰田	广汽丰田	东风日产	广汽本田	德国宝马	吉利汽车
2009	星宇为一汽丰田同步开发花冠前后灯					
2010	星宇配套的一花冠前后灯量产					
2011	为卡罗拉配套的后灯量产	星宇进入广汽丰田的供应体系	进入供应体系			
2012	配套的启辰D90尾灯量产					
2013						
2014	为广汽丰田配套的雷凌尾灯量产			通过德国宝马供应商评审		
2015						
2016						
2017	为德国宝马全球平台配套F45/F46 LCI后组合灯 进入供应体系					
2018	首次为广汽本田（凌派）配套的后大灯量产 为埃瑞配套LED大灯					
2019	为一汽丰田配套新一代卡罗拉前后灯（后灯为LED），且获得一汽丰田新订单	配套的广汽丰田新一代致炫LED大灯量产	配套轩逸的前后灯量产			

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.1.2、未来空间仍广阔

目前，星宇虽已拓展较多优质合资品牌客户，但未来空间依然较大：（1）目前在一汽大众内份额约40%，但奥迪配套的车型还较少，且量不大，随着A3、Q5L等车型的良好合作而带来的互信加深，未来公司有望获更多优质车型；（2）**一汽丰田**：目前最大的单体项目仍是卡罗拉，但已经拿到新SUV车灯订单，未来在其体系内车灯配套份额有望突破50%；（3）**广汽丰田**：目前在配的大项目仅有雷凌尾灯、致炫大灯，总份额占比仅10%+，天花板尚遥远；（4）**东风日产**：日产品牌目前刚刚配套大灯项目，份额还很小，进一步拓展余地很大；（5）**其他日系**：广汽本田、东风本田均刚刚起步，随着合作的逐步深入，未来空间足够大；（6）**其他中高端品牌**：沃尔沃、奔驰等虽还尚未正式配套前后灯项目，但一旦有所突破，为星宇带来的业绩弹性将会非常大。

3.2、多年积累形成三大优势——未来份额扩张的关键

回顾星宇的成长历程，若将此期间公司的核心目标概括为“尽全力拓展优质客户”，那么其主要实现路径则是三条：管控成本、提升品质、加强研发。其中，成本管控

是重中之重。这三大优势也是星宇未来持续扩张，乃至向全球发展的核心武器。

3.2.1、出色的成本管控能力

在经历多年的发展后，星宇的成本优势已经非常显著，其主要体现在三个方面：研发、管理以及制造。研发方面，**最核心的即是拥有自己的研发梯队、完整的自主研发实力以及本土化的快速反应优势**。车灯是典型的工程师密集型行业，大量的配套项目需要大量的工程师队伍跟踪，而工程师队伍正是时代赐予中国的红利，粗略估算，与海外车灯巨头公司相比，**星宇本土化的高效工程师团队研发成本要低 50% 左右，相应增厚星宇的利润率约 2%**。管理方面，星宇极为注重各类流程的优化精简、组织效率的提升，其在 2011 年及之前即开始引入丰田的工作方法并耗费巨资引入内控管理咨询团队以全面提升企业管理效能。制造方面，星宇的成本优势主要体现在 2 个方面：**一是核心零部件（关键模具以及重要零部件，如多色面罩、光学模组、控制器等）自制率高；二是优化供应商体系（提升供应商能力、培养本地供应商），降低采购成本。**

表6：星宇在研发、管理以及制造方面拥有成本优势

公司的优势	
研发	<ol style="list-style-type: none"> 1. 注重自有人才的培养，研发人员成本低于外资竞争对手 2. 具有包括模具设计与制造、工装设计与制造、电子设计与制造、国家认可的实验室等完整的自主研发车灯实力 3. 在与整车厂同步研发的过程中能够快速响应、服务良好、决策集中
管理	<ol style="list-style-type: none"> 1. 2011 年即出巨资引进了战略规划、内控管理咨询团队，加上原来的丰田工作方法，形成全面管理推进网络 2. 2011 年开始通过生产系统结构、人员组织、运行方式的变革，使生产系统适应不断变化的用户需求，使过程中一切无用的东西都被精简，最终达到整个流程优化后的最佳结果 3. 2012 年开始将预算管理指标纳入绩效考核，提高预算管理意识和执行力 4. 2012 年开始建立了项目成本数据库，并通过 ERP 车间管理系统，使成本核算和管理更加精细化 5. 2012 年开始成立了内控管理小组，负责协调各业务部门进行流程整理、风险梳理和制度完善相关工作并进行动态跟踪
制造	<ol style="list-style-type: none"> 1. 具有较高的核心模具（多色面罩等高技术含量、高价值量模具）、工装、关键零部件（光学模组、控制器等电子件）自制率 2. 不断优化和整合供应商体系，使公司在成本控制上继续保持一定的优势 3. 在壮大自身的同时，积极扶持发展本地供应商，形成了共同发展的良好合作关系，也使公司在采购成本控制上具有一定的优势

资料来源：公司公告、开源证券研究所

正是由于有着极为优秀的成本管控能力，即使在产品附加值、客户结构存在显著劣势的情况下，星宇的毛利率水平仍然不输国际巨头。以四大巨头（海拉、小糸、法雷奥、斯坦雷，AL 毛利率数据无法获取）中毛利率水平最好的海拉作为参照，其 2014-2018 年汽车业务（主要是车灯与汽车电子产品，未单独披露车灯毛利率，但车灯业务收入占该部门收入的比例约 50%-60%）毛利率维持在 22.9%-25.5% 之间，星宇股份毛利率则在 21%-24% 之间，其与海拉的相差并不大。但星宇的产品结构、客户结构却与海拉有较大的差距（据海拉 2015 年 IPO 招股书，在车灯业务中，其头灯收入占比达 69%，尾灯收入占比 14%，小灯与内饰灯占比分别为 10%、8%）。由于

海拉车灯业务毛利率确切数值不易获得，我们选取法雷奥的视觉系统业务（90%以上为车灯）作为参照，即使其客户结构、产品结构总体好于星宇，但法雷奥的盈利能力（以 EBITDA/营收作为衡量指标）却不如星宇。

图41：星宇毛利率与海拉相差不大

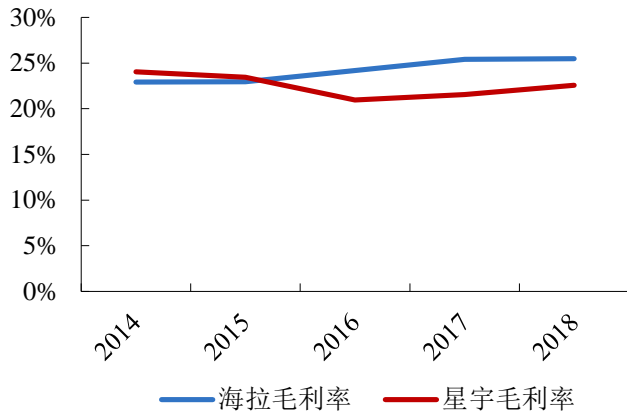
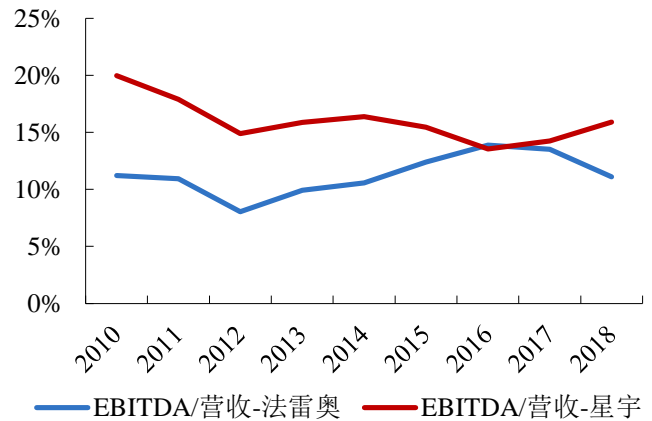


图42：星宇营业利润率总体高于法雷奥



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2.2、产品质量：持续改进，已不输外资

除了在本成本管控上下大功夫，星宇在产品质量的提升上，也投入了极大的资源。2014年之前，公司一直将“提高质量”、“优化成本”作为每年最重要的两件工作在抓。产品质量的持续改善、提升也给公司带来了较好的行业口碑。根据部分主流合资车企反馈：星宇的产品品质已经不输部分国际车灯巨头企业。

表7：公司在为改善产品质量所做的工作及部分成绩

公司为改善质量所做的工作及部分成绩	
2011年	<p>公司将把进一步提高产品质量作为全年的工作重点；</p> <p>不断提高关键工序加工质量和控制水平；开展 QC 创意发布活动；</p> <p>进一步加强、完善产品图纸、技术文件和工艺文件的一致性、完整性；</p> <p>积极应用先进工艺，加强工艺装备改造与工艺纪律执行；</p> <p>加强产品检测与试验水平，切实提高产品一次合格率，提升产品竞争力；</p> <p>计划 2012 年将一如既往地以提高产品质量和规模化、规范化大发展为全年工作重点、</p> <p>狠抓安全生产和产品质量</p>
2012年	<p>公司仍将优化成本控制、提高产品质量作为重点工作</p>
2013年	<p>公司继续实施供应商质量能力帮扶项目，并积极推动项目质量功能前移工作，使公司实物质量得到提升</p>
2014年	<p>“着重提升产品质量和研发能力，实现配套档次升级，未来市场份额将继续提升”；</p> <p>紧紧围绕“质量改善、管理提升”两大主题稳步推进各项管理工作；</p> <p>荣获常州市市长质量奖；</p> <p>为第 11 代卡罗拉汽车配套的前照灯、后组合灯因在设计、品质、成本方面的出色表现，荣获天津一汽丰田特别贡献奖</p>
2018年	<p>公司持续本着“以一流的质量、一流的服务、一流的效率，向用户提供符合要求的一流的产品”的质量方针，从设计、生产、销售、供应、发货、运输、服务等方面进行严格的质量监控，用工作质量保障产品质量，用产品质量赢得市场</p>

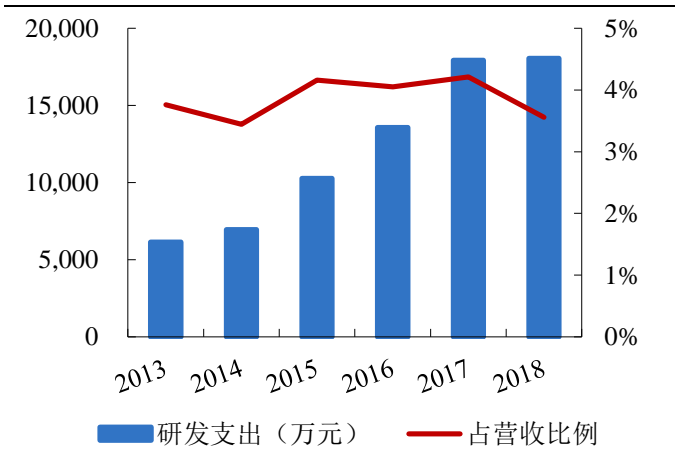
资料来源：公司公告、开源证券研究所

持续的成本管控与品质管控最终形成了公司的两大根本优势：成本优势和品质优势，这两大优势也是星宇这些年不断斩获优质订单的法宝。在未来，整车竞争日益激烈，车企降成本压力愈来愈大的背景下，这两大优势仍有望在星宇拓展海内外市场的过程中发挥关键作用。

3.2.3、技术研发：日新月异，比肩巨头

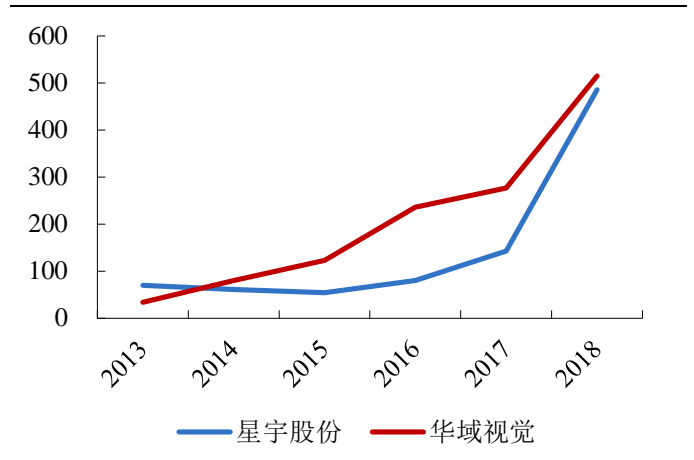
公司非常注重研发，2013-2018年，公司研发支出连年增加，其在营收中的占比维持在3%以上。截止2018年底，公司研发人员数量为789人，占公司总人数的比例高达15.59%。从研发的成果来看，若以所申请的专利数量为指标，公司在2018年共申请专利486个，与行业龙头华域视觉的515个已相差不远。

图43：公司研发支出占比较高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

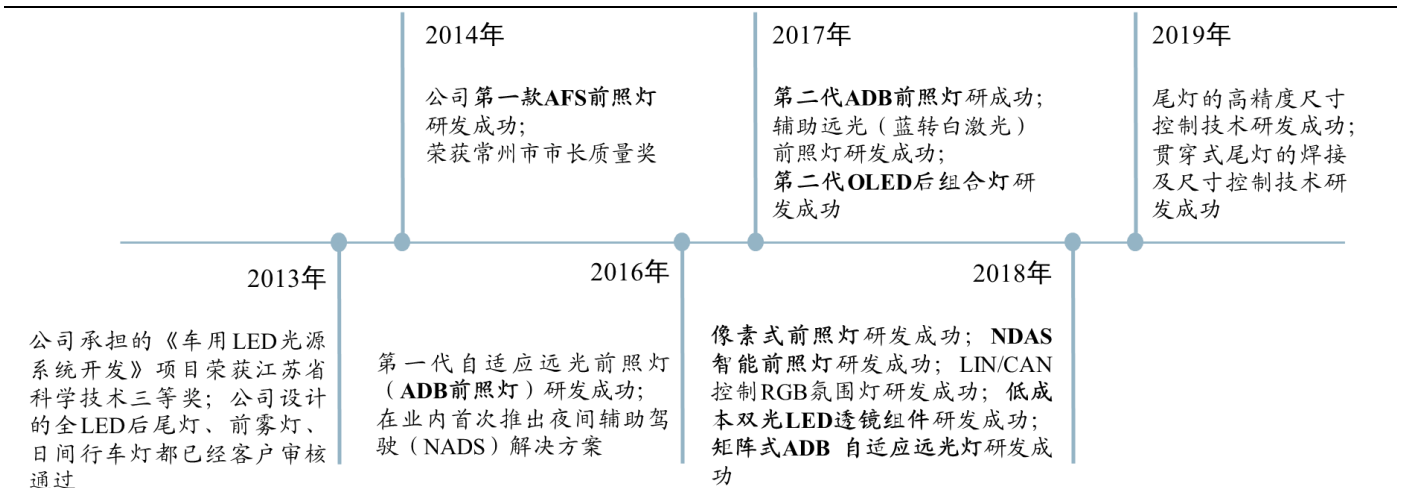
图44：星宇股份所申请的专利数量比肩华域视觉



数据来源：天眼查、开源证券研究所

公司核心研发成果捷报频传。截止2018年底，公司像素式大灯、第二代ADB大灯、矩阵式ADB均研发成功。我们预计在不久的将来，即可看到公司的高技术成果投入量产。技术能力虽不是车灯企业立足的唯一根本，但却是企业长期发展的重要基础，星宇近些年技术显著提升，紧追巨头的步伐，与后者差距日益缩小。这些技术积累与公司的优秀的成本、品质管控能力一起，有望在未来帮助公司抢占存量市场份额、进入高端配套体系。

图45：星宇股份技术成果捷报频传



资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.3、未来三年：量价齐升

车灯新项目量产和毛利率改善将是未来几年驱动公司业绩增长的两大核心要素。一方面，2019年及之后量产的新项目质量较高（单价、销量均较大）；另一方面，原材料价格下降、高毛利产品占比提升将带动公司毛利率进一步改善。

3.3.1、高弹性新品量产，未来几年量价双升

2019年，公司量产的高质量项目较多，如速腾、新一代卡罗拉、轩逸等，这些高销量、高价格的项目初期仍处于爬坡过程，待全部达到满产状态，将为公司2020年贡献较高收入增速。除此以外，公司2020年及之后的量产的重要项目，如丰田汉兰达、马自达昂克赛拉、一汽丰田SUV等，将为公司2020年之后的收入增长提供动力。

表8：星宇2019年量产的部分重要车灯项目

车型	配套产品	车型上市时间	预计年销量 (万辆)	预计业绩贡献 (相比上年)
吉利缤瑞	LED 大灯	2019 年初	8	1.6%
一汽大众速腾	LED 大灯、LED 尾灯	2019Q1	30	11.5%
奥迪 A6	LED 尾灯	2019Q1	11	2.6%
新一代卡罗拉	高级卤素大灯、LED 尾灯	2019Q3	35	9.7%
日产轩逸	卤素大灯、灯泡尾灯	2019Q3	50	7.3%
广汽丰田致炫	LED 大灯	2019Q4	5	1.0%
一汽大众迈腾	低配 LED 大灯	2019Q4	16	2.4%

数据来源：开源证券研究所

3.3.2、产品结构改善、成本下降，毛利率将持续改善

我们认为，公司未来毛利率仍有较大提升空间，其核心驱动因素主要有四点：（1）LED 大灯等高毛利率产品收入占比提升；（2）原材料价格下降；（3）核心件自制率提升；（4）LED 大灯量产经验积累。第二点已经在第二章第一节有分析，此处重点分析其他三点。

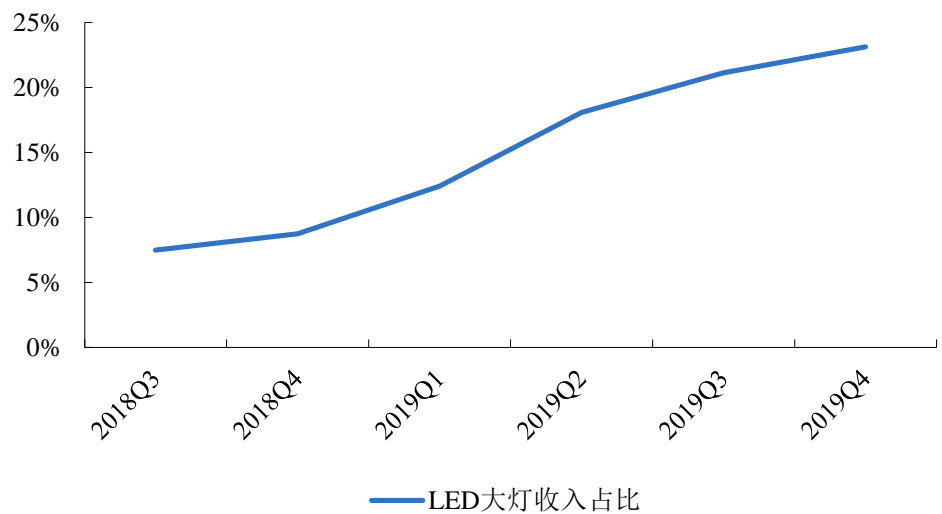
■ 产品结构改善

自2018年中新一代宝来LED大灯投产以后，后续多款重磅高价值、高毛利的LED大灯陆续投产，星宇的LED大灯收入占比逐季度持续显著提升，其导致的直接结果即是——星宇在2018Q3毛利率见底后逐步回升。未来，随着新速腾的爬坡、迈腾LED大灯和致炫LED大灯等的投产，星宇LED大灯的收入占比有望进一步提升。

表9：星宇配套的各类车灯价格及毛利率估算

	价格	毛利率
卤素大灯	200-500 元/只	20%-25%
LED 大灯	700-1200 元/只	25%-30%
灯泡尾灯	300-500 元/套	20%-25%
LED 尾灯	600-1200 元/套	25%-35%

数据来源：开源证券研究所

图46：星宇股份 LED 大灯收入占比持续提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

■ 核心件自制率提升

此前,星宇对合资品牌尤其一汽大众供应的 LED 车灯控制器均外购(主要是科博达),这主要由于星宇的电子业务发展较晚,因而在获取订单的时点,技术尚有所欠缺,但这几年星宇的车灯电子技术已经较为成熟,且已有在自主品牌车型上的配套经验,预计不久的将来,星宇自制的控制器有望搭载在合资车型上。

由于控制器价值量较大(在 LED 大灯中的成本占比约 20%),且毛利率也较高,因而若能自制,我们估算,仅这一改变,即可使星宇的 LED 大灯毛利率提升 3-5pct。

■ LED 量产经验积累

星宇从 2018 年中才开始大规模生产 LED 大灯,生产初期,良率、各环节成本均未达最佳状态,因而 LED 大灯高毛利率的特性并未完全体现出来。

我们认为,随着量产经验的积累,星宇的 LED 头灯毛利率有望持续提升。以星宇的 LED 尾灯作为参照,从两个角度来看:

(1) 目前星宇的 LED 尾灯毛利率约 30%,超过现时 LED 头灯综合毛利率水平,但 LED 头灯的技术要求、复杂程度均超过尾灯,且主流车灯企业的 LED 大灯毛利率水平普遍高于其 LED 尾灯毛利率水平;

(2) 星宇在量产 LED 尾灯初期时,毛利率也较低,此后经过不断改进,其 LED 尾灯毛利率也逐步提升。因此,我们认为,对比同行公司以及星宇自身的发展历史,可以预计随着公司量产经验逐步积累,其 LED 大灯的毛利率亦将不断改善。

4、盈利预测与估值

关键假设:

- 未来几年乘用车行业总体销量保持稳定,不出现大幅下滑;
- 公司在 LED 大灯的生产上,经验逐步积累,良率稳步提升,且核心部件如控制器等自制率逐步提升。

我们认为，从长期来看，公司有望利用三大核心竞争优势拓展客户，实现市场份额持续扩张。从中短期来看，**车灯新项目量产和毛利率提升**将驱动公司业绩持续中高速增长。一方面，2019年及之后量产的新项目质量较高(单价、销量均较大)，对公司的收入弹性较大；另一方面，四大变化将带动公司毛利率持续改善：1) LED大灯等高毛利率产品收入占比提升；2) 原材料价格下降；3) 核心件自制率提升；4) LED大灯量产经验积累。我们预计公司19-21年归母净利润分别为：7.6/9.2/10.7亿元，对应当前股价，公司2019-2021年PE分别为31/25/22倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表10：可比公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	2019/12/4	EPS(元/股)				PE			
		收盘价	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600699	均胜电子	15.22	1.01	0.91	1.13	1.42	15.01	16.64	13.48	10.75
002920	德赛西威	27.25	0.76	0.46	0.64	0.87	36.02	59.41	42.79	31.33
601689	拓普集团	14.18	0.71	0.48	0.62	0.74	19.86	29.24	23.04	19.22
	平均							35.10	26.44	20.43
601799	星宇股份	84.70	2.21	2.74	3.33	3.87	38.31	30.94	25.42	21.89

资料来源：Wind、开源证券研究所

5、风险提示

乘用车行业销量大幅下滑：公司业务受行业的变动较大，若行业出现大幅下滑，公司也将受到影响；

一汽大众销量不及预期：作为星宇的第一大客户，若一汽大众销量不及预期将给公司带来较大负面影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	5046	5625	6359	7495	8151
现金	632	802	1138	1801	2213
应收票据及应收账款	807	1005	1545	1453	1890
其他应收款	62	51	76	74	93
预付账款	75	137	181	193	225
存货	1058	1317	1178	1734	1489
其他流动资产	2411	2313	2240	2240	2240
非流动资产	1412	1624	1687	1859	1947
长期投资	0	0	6	12	18
固定资产	915	1035	1118	1256	1327
无形资产	120	360	361	367	372
其他非流动资产	377	229	202	224	230
资产总计	6458	7249	8046	9353	10098
流动负债	2332	2697	2992	3688	3700
短期借款	400	300	400	400	400
应付票据及应付账款	1787	2257	2412	3096	3068
其他流动负债	145	141	180	192	232
非流动负债	101	182	202	197	192
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	101	182	202	197	192
负债合计	2433	2879	3194	3885	3892
少数股东权益	3	1	1	1	1
股本	276	276	276	276	276
资本公积	2659	2659	2659	2659	2659
留存收益	1087	1432	2188	3108	4177
归属母公司股东权益	4022	4368	4851	5467	6205
负债和股东权益	6458	7249	8046	9353	10098

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4255	5074	5737	6745	7522
营业成本	3338	3930	4366	5095	5640
营业税金及附加	29	33	34	40	45
营业费用	126	145	150	175	192
管理费用	289	131	149	173	190
研发费用	0	181	207	243	271
财务费用	7	2	-11	-22	-36
资产减值损失	7	44	52	61	68
其他收益	10	13	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	75	75	75
投资净收益	86	98	6	6	6
资产处置收益	1	-2	-2	0	0
营业利润	558	718	879	1070	1242
营业外收入	3	2	2	2	2
营业外支出	2	4	2	2	2
利润总额	558	716	879	1070	1242
所得税	89	108	123	150	174
净利润	469	608	756	920	1069
少数股东损益	-1	-2	0	0	0
归属母公司净利润	470	611	756	920	1069
EBITDA	686	859	1035	1198	1375
EPS(元)	1.70	2.21	2.74	3.33	3.87

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	27.1	19.2	13.1	17.6	11.5
营业利润(%)	46.1	28.7	22.5	21.7	16.1
归属于母公司净利润(%)	34.3	29.9	23.8	21.7	16.1
获利能力					
毛利率(%)	21.6	22.6	23.9	24.5	25.0
净利率(%)	11.0	12.0	13.2	13.6	14.2
ROE(%)	11.7	13.9	15.6	16.8	17.2
ROIC(%)	10.6	12.4	13.7	14.9	15.2
偿债能力					
资产负债率(%)	37.7	39.7	39.7	41.5	38.5
净负债比率(%)	-5.8	-7.7	-11.6	-22.5	-26.6
流动比率	2.2	2.1	2.1	2.0	2.2
速动比率	0.6	0.7	1.7	1.5	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	5.2	5.6	4.5	4.5	4.5
应付账款周转率	2.0	1.9	1.9	1.9	1.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.70	2.21	2.74	3.33	3.87
每股经营现金流(最新摊薄)	3.16	2.47	10.29	4.33	3.25
每股净资产(最新摊薄)	14.56	15.82	17.57	19.80	22.47
估值比率					
P/E	49.8	38.3	30.9	25.4	21.9
P/B	5.8	5.4	4.8	4.3	3.8
EV/EBITDA	33.8	26.8	19.9	16.7	14.2

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	874	683	2841	1197	897
净利润	469	608	756	920	1069
折旧摊销	129	154	170	154	175
财务费用	7	2	-11	-22	-36
投资损失	-86	-98	-6	-6	-6
营运资金变动	353	-44	1997	223	-232
其他经营现金流	2	60	-65	-73	-73
投资活动现金流	-791	-92	-2351	-247	-185
资本支出	516	317	44	168	84
长期投资	-392	107	-6	0	-6
其他投资现金流	-668	332	-2313	-79	-106
筹资活动现金流	185	-385	-153	-287	-300
短期借款	400	-100	100	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-215	-285	-253	-287	-300
现金净增加额	269	207	336	663	412

数据来源：贝格数据，开源证券研究所

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835