

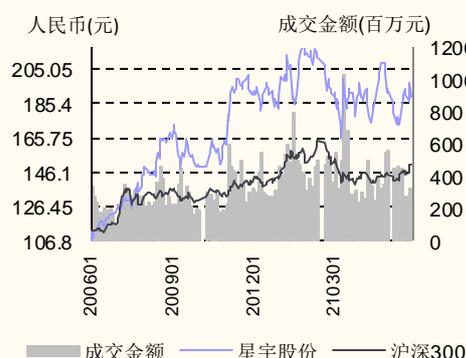
星宇股份 (601799.SH) 买入 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 190.06 元
 目标价格 (人民币): 230.00-230.00 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	2.76
已上市流通 A 股(亿股)	2.76
总市值(亿元)	524.86
年内股价最高最低(元)	217.57/106.80
沪深 300 指数	5321
上证指数	3601



日系开拓+ADB 量产, 产能扩张进入收获期

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,092	7,323	8,994	10,623	12,503
营业收入增长率	20.06%	20.21%	22.83%	18.11%	17.70%
归母净利润(百万元)	790	1,160	1,410	1,790	2,199
归母净利润增长率	29.38%	46.79%	21.64%	26.89%	22.87%
摊薄每股收益(元)	2.860	4.199	5.107	6.481	7.963
每股经营性现金流净额	3.78	6.70	6.21	7.85	9.65
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.17%	19.59%	20.88%	22.35%	23.03%
P/E	33.21	47.75	37.21	29.33	23.87
P/B	5.37	9.35	7.77	6.55	5.50

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司主营汽车车灯组装生产, 是国内民营龙头, 国内份额仅次于华域。
- 好行业: 车灯行业伴随电动化、智能化等技术进步, ASP (单车价值量) 持续提升。车灯 ASP 从卤素灯的 1200-1800 元/车提升至 LED 灯的 2800-3800 元/车。展望未来, 矩阵式 LED 灯 (ADB)、氛围灯等渗透率提升, 进一步提升车灯 ASP, 公司 ADB 大灯已经在红旗量产, 有望推广。
- 好公司: 过去 10 年复合增速 24%, 管理运营能力、客户服务和全产业链布局增强竞争壁垒。公司不断拓展德系及日系合资品牌以及自主品牌, 过去 10 年收入和利润复合增速均为 24%。公司的核心竞争壁垒在于: 管理运营能力, 依托于常州周边 (国内最大的车灯制造业产业聚集区), 超越同行的供应链管理, 实现优秀的周转效率; 客户服务能力, 以技术为依托, 为客户提供更快的响应服务; 全产业链布局, 研发体系涵盖车灯电子、模具等, 带来成本优势, 并募资 15 亿元加强模具和电子布局。
- 好格局: 跟外资比产品性价比高、服务响应好; 跟内资比规模和技术优势显著。公司打破一超多强的格局, 站稳国内老二的位置, 并继续扩大份额。跟外资比, 公司成本和管理优势带来高性价比的产品, 实现客户服务快速响应; 跟内资比, 公司技术和规模领先, 把握优质客户资源, 内资车灯企业收入做到 10 亿规模都难以盈利, 落后者较难实现追赶。
- 好时机: 产能扩张进入收获期。公司 2017 年以来加快产能扩张步伐, 2017-2020 年资本开支分别为 5.2/3.2/8.2/8.0 亿元。未来公司成长主要来自: (1) 日系客户的份额提升; (2) 红旗等内资品牌销量增长红利; (3) 新增 ADB 大灯项目; (4) 海外市场拓展。目前, 今年公司常州智能制造工业园二期竣工、塞尔维亚工厂试生产, 产能扩张进入收获期。

盈利预测与投资建议

- 2021 年受上游原材料涨价, 公司毛利率和净利率受损, 预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 14.1/17.9/22.1 亿元, 3 年复合增速 20%。我们给予公司 2021 年 45 倍 PE, 对应目标价 230 元/股, 给予“买入”评级。

风险

- 原材料上涨的风险; 芯片短缺缓和和时间低于预期的风险; 海外工厂订单低于预期的风险。

姚遥 分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
 (8621)61357595
 yaoy@gjzq.com.cn

邱长伟 分析师 SAC 执业编号: S1130521010003
 qiuchangwei@gjzq.com.cn

内容目录

自主车灯强者，占领国内中高端市场	4
自主车灯强者，打入一汽、日系等中高端品牌	4
实控人周晓萍持股 41%	6
车灯组装：ASP 持续提升，兼具设计研发服务	7
车灯的发展路径：技术升级带来 ASP 提升	7
市场空间：国内 500 亿市场，且持续复合增长	9
车灯组装：位于产业链终端，兼具研发、设计、服务的 ODM	10
核心竞争力：本土化的优质服务、常州产业配套、研发和质量把控	14
国内打破一超多强的格局，继续向上扩大份额	14
跟外资比：产品具备性价比，客户服务能力更强	16
跟内资比：技术和规模领先，竞争者的利润空间较薄	20
国内外份额仍有较大提升空间，产能扩张进入收获期	22
星宇的成长空间：合资日系、自主品牌还有空间，海外市场值得期待	22
盈利预测：收入端有望实现 20% 的复合增长	25
投资建议：优秀车灯公司，产能扩张进入收获期	26

图表目录

图表 1：公司收入增长情况	4
图表 2：公司归母净利润增长情况	4
图表 3：公司发展历程	5
图表 4：公司车灯收入拆分	5
图表 5：前大灯 LED 渗透率快速提升	5
图表 6：公司车灯平均单价（元/只）	6
图表 7：公司前照灯和后组合灯销量（万只）	6
图表 8：公司重要客户拓展	6
图表 9：公司前五大客户（百万元）	6
图表 10：公司 2010-2016 年毛利率下滑	6
图表 11：星宇股份股东结构	7
图表 12：汽车车灯从卤素→氙气→LED→激光灯的升级	8
图表 13：不同类型大灯性能对比	8
图表 14：技术路线升级，单车配套价值提升	8
图表 15：自适应前照灯系统 AFS 工作功能图示	9
图表 16：自适应远光灯 ADB 工作功能图示	9
图表 17：大众 ID.4 氛围灯	9
图表 18：车灯市场空间测算	10
图表 19：LED 车灯产业链	11
图表 20：车灯组装过程	11

图表 21: 产业链代表公司毛利率.....	12
图表 22: 研发支出 (亿元)	12
图表 23: 研发占收入的比例.....	12
图表 24: 公司客户结构 (2020H1)	13
图表 25: 公司前五大客户占比较高.....	13
图表 26: 公司各项成分占收入的比例.....	13
图表 27: 公司原材料成本构成.....	13
图表 28: 公司前五大供应商 (2020H1)	14
图表 29: 星宇收入逐步超越外资竞争对手 (亿元)	14
图表 30: 全球车灯竞争格局 (2018 年)	14
图表 31: 国内车灯企业及配套车企.....	15
图表 32: 星宇股份海外收入占比仍很低.....	16
图表 33: 研发占收入比例.....	16
图表 34: 车灯公司毛利率对比.....	17
图表 35: 车灯公司净利率对比.....	17
图表 36: 车灯企业资产周转率对比.....	17
图表 37: 车灯企业存货周转天数对比.....	17
图表 38: 产成品/存货占比.....	18
图表 39: 应收账款周转天数.....	18
图表 40: 车灯公司营业周期天数.....	18
图表 41: 汽配公司营业周期天数.....	18
图表 42: 原材料周转天数对比.....	19
图表 43: 常州&镇江是全国最大的车灯产业基地.....	19
图表 44: 公司机器设备明细.....	20
图表 45: 内资车灯公司收入对比 (亿元)	21
图表 46: 内资车灯净利润对比 (亿元)	21
图表 47: 公司 2011 年股权激励情况	21
图表 48: 公司三次员工持股情况.....	21
图表 49: 2020 年狭义乘用车零售销量竞争格局.....	22
图表 50: 公司在主机厂所占份额测算.....	23
图表 51: 公司各个工厂产能情况.....	24
图表 52: 公司披露产能及销量 (万只)	24
图表 53: 公司 2017-2020 年加大资本开支力度 (亿元)	25
图表 54: 公司收入预测.....	26
图表 55: 公司毛利率和净利率.....	27
图表 56: 星宇股份 PE band (2011-2016)	27
图表 57: 星宇股份 PE band (2016-2021)	28
图表 58: 可比公司估值表.....	28

自主车灯强者，占领国内中高端市场

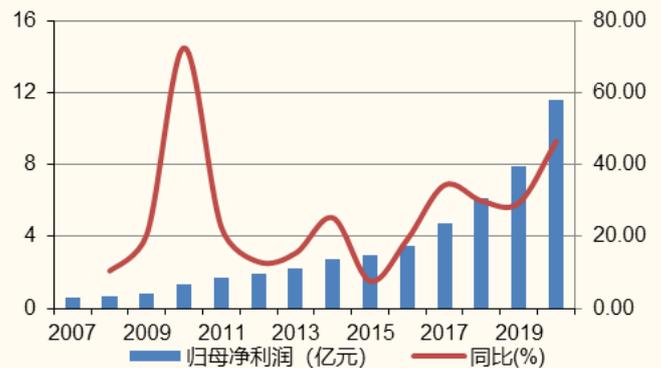
自主车灯强者，打入一汽、日系等中高端品牌

公司创立于 1993 年，主营汽车车灯的组装生产。1999 年，公司销售额突破 1000 万元。同年，为了能够获得一汽的订单，公司投入 8000 万元，进行乘用车配套灯具的设备升级，2000 年公司正式成为一汽的供应商。2006 年，公司营业额突破 3 亿元。公司不断拓展德系及日系合资品牌以及自主品牌，收入规模不断扩大。2020 年，公司实现收入 73.23 亿元，归母净利润 11.60 亿元，2010-2020 年，公司收入和归母净利润复合增速为 24%。

图表 1：公司收入增长情况



图表 2：公司归母净利润增长情况



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

前照灯、后组合灯收入占比高、盈利能力强。公司车灯业务主要包括前照灯、后组合灯、雾灯和其他灯具。其中前照灯和后组合灯收入占比较高，分别为 35-40%左右，雾灯收入占比约 10%，其他灯具占比约 20%。从盈利能力上也略有差异，前照灯和后组合灯毛利率约为 25%-30%，传统小灯（包括雾灯）毛利率约 15%-20%左右，氛围灯约 20%左右。

公司的收入增长主要是靠量和价两个维度推动，其中销量的增长主要来自客户的拓展，平均价格的上升主要来自车灯技术升级：卤素灯→LED 灯→智能 LED 灯（包括 AFS Adaptive Front lighting System 弯道辅助照明系统、ADB Adaptive Driving Beam 自适应远光灯系统等）。

前照灯方面，2009-2019 年，公司前照灯收入实现 13.9 倍成长，和车灯整体销售收入成长倍数接近（12.8 倍），其中由于 LED 渗透率提升带来的车灯单价提升贡献较大（09-19 年前照灯单价提升 2.8 倍），其中 2017-2019 年单价提升显著，从 2017 年的 305 元/只提升至 2019 年的 500 元/只；伴随着公司扩产，2009 年到 2019 年前照灯销量实现 4.9 倍成长。

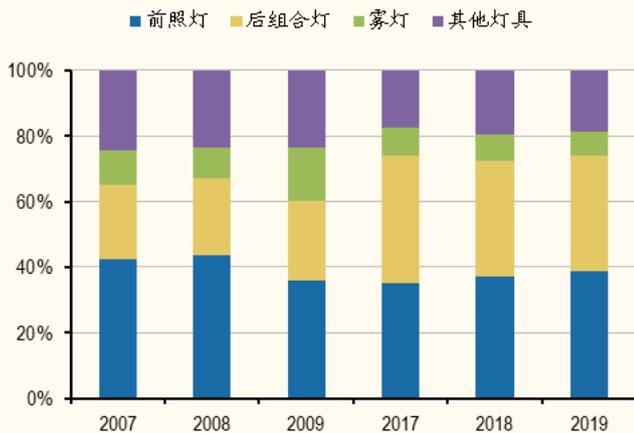
后组合灯方面，2009-2019 年，公司收入实现 18.6 倍成长，主要得益于销量扩张（8.2 倍）；此外，后组合灯的 LED 化也带来单价提升（2.3 倍）。**雾灯和其他灯具** 2009-2019 年销售收入分别实现 5.7 和 10.1 倍成长，主要来自于销量的扩张。

图表 3：公司发展历程

年份	公司大事
1993	武进县星宇车灯厂成立
2006	公司承担了国家火炬计划——“LED 车灯产业化科研项目”
2010	获得一汽大众“优秀开发奖”、奇瑞汽车“核心供应商奖”
2011	上交所 A 股上市，获一汽丰田原价优秀奖
2013	《车用 LED 光源系统开发》获省科技奖
2014	AFS 前照灯成功研发 ，于 2015 年量产；公司控股 neue I&T GmbH 后，新增产品柔性扁平电缆
2016	发布 ADB 智能夜视系统，与松下签订战略合作协议；成立了子公司常州星宇智能汽车电子科技有限公司
2017	公司 第一代、第二代 ADB 前照灯陆续研发成功 ；辅助远光（蓝转白激光）前照灯已经研发成功；第二代 OLED 后组合灯已经研发成功
2018	公司智能制造园奠基；像素式前照灯、NDAS 智能前照灯、LIN/CAN 控制 RGB 氛围灯、低成本双光 LED 透镜组件研发成功
2019	获一汽丰田颁发最高奖项“成本优秀奖”

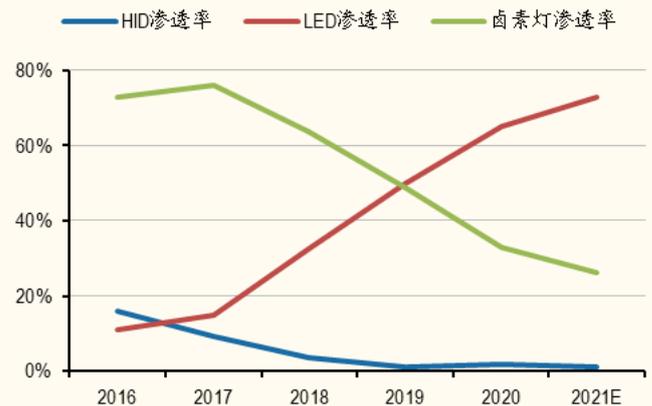
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：公司车灯收入拆分



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：前大灯 LED 渗透率快速提升



来源：汽车之家，国金证券研究所

公司不断实现客户突破。从公司客户结构看，公司较早就进入了一汽系（一汽大众、一汽丰田），一汽系客户成为公司业务的基本盘。2011 年上市后，公司加大投入突破日系和其他厂商，2011-2013 年突破了东风日产、广汽丰田、东风本田等日系合资客户，客户突破往往以毛利率相对较低的小灯为突破口，造成公司 2010-2016 年毛利率持续下滑。2015 年之后进入收获期，2017 年-2019 年，广汽丰田、东风日产进入公司前五大客户，2016 年以来毛利率逐步提升。

图表 6：公司车灯平均单价（元/只）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：公司前照灯和后组合灯销量（万只）



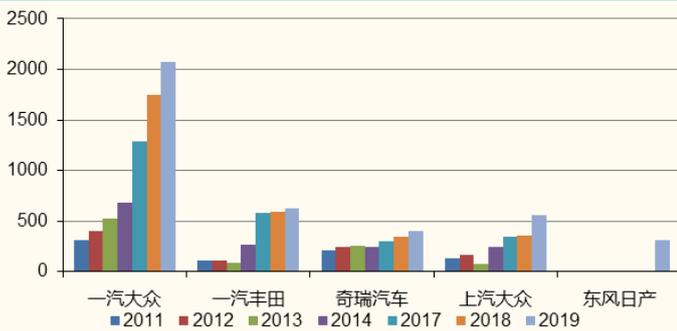
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：公司重要客户拓展

年份	客户拓展
2009	为一汽丰田花冠同步开发前照灯和后组合灯，次年批产
2011	重点拓展了东风日产、广汽乘用车、广汽丰田等新客户
2012	重点拓展了广汽乘用车、广汽丰田等新客户的业务；取得了标致雪铁龙的全球供应商资格
2013	一汽大众新 GOLF A7 全 LED 尾灯批产；进入长安福特、东风本田体系
2014	卡罗拉前后灯项目量产；获得奥迪 SUV 后组合灯开发项目；通过德国宝马供应商评审
2016	承接前照灯新项目 19 个，尾灯 45 个，其中包括奥迪 A3, Q5 前照灯及宝马全球 F45/F46 LCI 后组合灯
2017	新增吉利汽车、沃尔沃（中国）、众泰汽车、上汽通用五菱和奇瑞捷豹路虎等客户

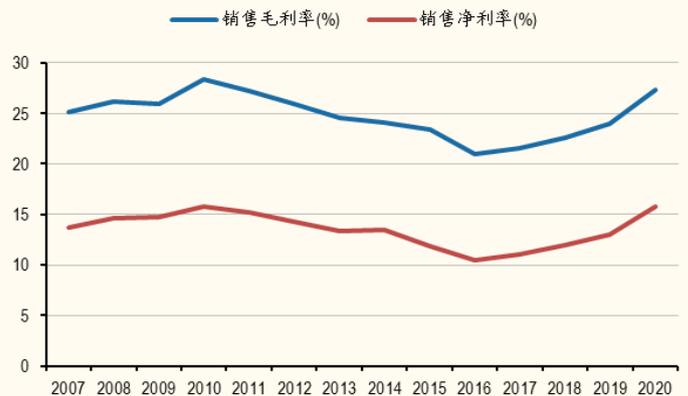
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：公司前五大客户（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：公司 2010-2016 年毛利率下滑



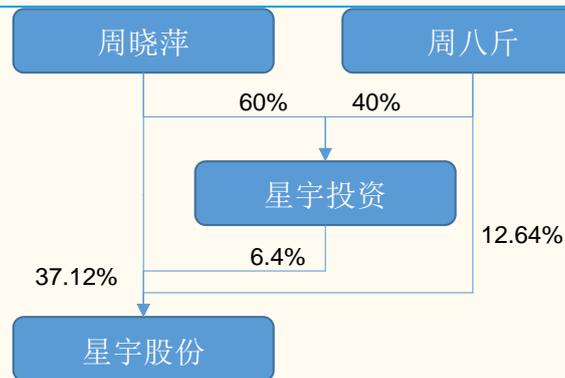
来源：公司公告，国金证券研究所

实控人周晓萍持股 41%

公司实际控制人是周晓萍，截至 2021 年 3 月底，周晓萍直接持有公司 37.12% 股权，此外通过星宇投资（周晓萍和其父周八斤共同持股）间接持有公司 3.84% 的股权，合计持有公司 40.96% 的股权。

公司实控人周晓萍，1990 年 9 月毕业于白求恩医科大学，1993 年 11 月至 1997 年 7 月任江苏武进卫生学校教师、教务处处长、副校长等职，1993 年 2 月至 2001 年 11 月任星宇车灯厂厂长，2000 年创办本公司，现任本公司董事长兼总经理。

图表 11：星宇股份股东结构



来源：Wind，国金证券研究所

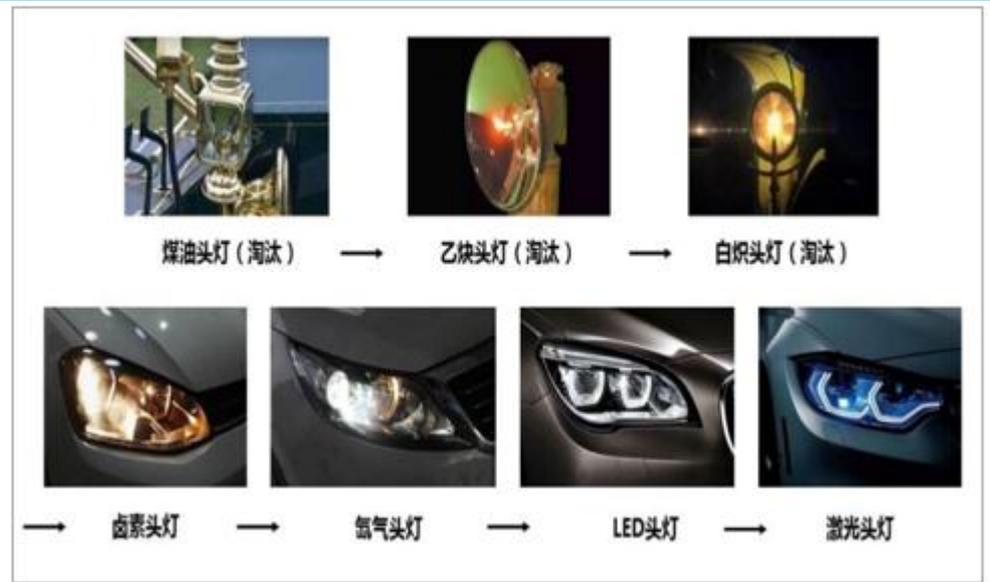
车灯组装：ASP 持续提升，兼具设计研发服务

车灯的发展路径：技术升级带来 ASP 提升

车灯涉及到外观，OEM 厂商更新频繁，年降压力较小。车灯是车型非常重要的外饰零部件，需要和 OEM 厂商紧密合作共同研发。在一个车型的生命周期中，车灯是车型改款升级的重要元素，更新较为频繁，这导致车灯每年的平均降价幅度低于其他零部件（车型生命周期中不变的零部件将面临年降；更新的零部件将会重新定价，升级换代较为频繁的零部件整体年降幅度更小）。

车灯的技术升级，带来 ASP 提升。光源技术方面，20 世纪 90 年代后相继出现了 HID、LED 光源的车灯，在 2008 年又出现了激光光源车灯。每一次光源技术的升级都伴随着光线强度、耐用度、照明效果等性能的提高以及能耗的减少。随着车灯的技术升级，车灯单车配套价值（ASP）不断提升，ASP 从卤素灯的 1200-1800 元提升至 LED 灯的 2800-3800 元。

图表 12：汽车车灯从卤素→氙气→LED→激光灯的升级



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 13：不同类型大灯性能对比

	卤素	氙气大灯	LED 灯	半导体激光二极管
光线强度	最大 1200 流明	4500 流明	6200 流明	LED 的 4 倍
照明距离	100 米	150 米	300 米	600 米
使用寿命	500-1000 小时	2500-3000 小时	10 万小时	大于 10 万小时
能耗	55W	35W	20W	比 LED 节能 20-30%
成本	低	较低	高	较高
优点	成本低廉、结构简单、亮度容易控制、显色性好	容易聚集、亮度高、节能性强、色温好、输出稳定	眩光小、无辐射、能耗低、电光功率转换接近 100%、启动快、体积小、寿命长	亮度高、节能、体积小、寿命长、照明效率高
缺点	使用寿命短、发光效率低、能耗高、亮度不足	穿透力弱、来车容易出现视野盲区、启动慢	易发热、成本相对较高	成本高、技术难度大

来源：华经情报网，国金证券研究所

图表 14：技术路线升级，单车配套价值提升

车灯分类	每套包含的只数	产品单价 (元/套)		
		卤素	氙气	LED
前照灯	2	400-500	800-1000	1600-2000
后组合灯	一般为 4 只，有些车型为 2 只	400-500	-	800-1000
单车配套价值量		1200-1800	1600-2300	2800-3800

来源：公司公告，国金证券研究所

安全性能要求提升，自适应前照灯系统 (AFS) 与自适应远光灯系统 (ADB) 渗透率提升，进一步提升车灯 ASP。AFS 由四部分组成：传感器、电子控制单元 (ECU)、车灯控制系统和前照灯。工作时，包括角度传感器、速度传感器在内的传感器将信号通过控制器局域网络 (CAN) 传入 ECU 中，ECU 处理完数据后，向车灯控制系统输出前照灯转角指令，使前照灯转过相应的角度。ADB 的主要功能是提升夜间会车安全性以及保护行人。ADB 技术通过车载摄像

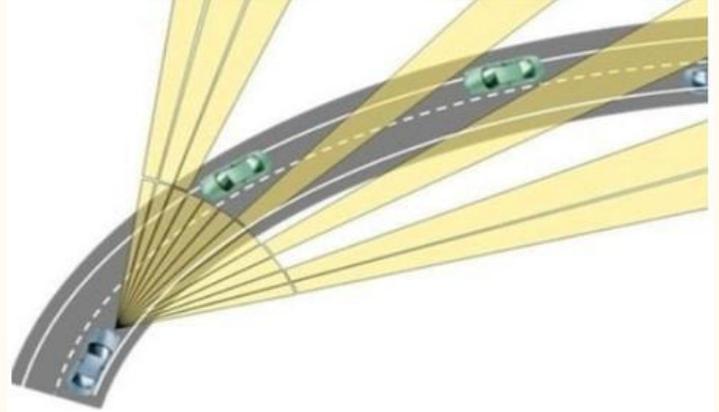
头采集图像并将图像信号输入，系统可判断前方来车的位置与距离，并将指令发送到前车灯系统，将其转换为在 LED 矩阵上开启和关闭的动作。因此 ADB 可在会车时自动调整灯光照射区域，避免对来车产生炫光。ADB 单车价值量是 LED 大灯的 2 倍（ADB 约 1500-2000 元/只，LED 约 800-1000 元/只），进一步提升车灯 ASP。

图表 15：自适应前照灯系统 AFS 工作功能图示



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 16：自适应远光灯 ADB 工作功能图示



来源：公司公告，国金证券研究所

科技感、个性化催生氛围灯需求。氛围灯作为一种装饰汽车和烘托气氛的产品，逐渐从高端车型向中档车型普及。目前，氛围灯的表现形式主要是单色、多色、呼吸律动、音乐律动等形式。伴随着汽车电动化、智能化，更多车型将氛围灯作为一个卖点，如 ID.4 的前大灯、尾灯、外饰氛围灯 ID.Welcome 智能迎宾系统；极氪 001 动态流水 64 色氛围灯；几何 A Pro 带有七十二色灯组、十级冷暖调配以及音乐律动功能的氛围灯。

图表 17：大众 ID.4 氛围灯



来源：电动邦，国金证券研究所

市场空间：国内 500 亿市场，且持续复合增长

国内车灯 500 亿市场，未来 10 年复合增长 5-6%；全球 1500 亿市场，复合增速 4%。

假设：

1、2020 年前照灯中，普通 LED、ADB 大灯、氙气、卤素渗透率分别为 60%、1%、10%和 29%，LED 渗透率逐步提升，卤素和氙气灯渗透率逐步下降；

- 2、LED 灯考虑 3%-4%的年降，卤素灯 ASP 复合增速-2.1%；
- 3、氛围灯假设 2020 年渗透率为 10%，2025 年和 2030 年渗透率快速提升；
- 4、国内汽车销量复合增速维持 4.0%，全球汽车销量复合增速维持 2%。

图表 18：车灯市场空间测算

项目	细分	单位	2020	2025E	2030E	2020-2025 复合增速	2025-2030 复合增速
前照灯	普通 LED 灯 ASP	(元)	1600	1,374	1,180	-3.0%	-3.0%
	ADB 灯 ASP	(元)	3000	2,446	1,994	-4.0%	-4.0%
	氙气灯 ASP	(元)	900	814	735	-2.0%	-2.0%
	卤素灯 ASP	(元)	600	542	490	-2.0%	-2.0%
氛围灯	氛围灯 ASP	(元)	300	500	700	10.8%	7.0%
	尾灯	(元)	350	426	518	4.0%	4.0%
	雾灯	(元)	300	300	300	0.0%	0.0%
	小灯	(元)	200	200	200	0.0%	0.0%
前照灯	普通 LED 灯渗透率		60%	70%	80%		
	ADB 灯 ASP		1%	10%	15%		
	氙气灯渗透率		10%	0%	0%		
	卤素灯渗透率		29%	20%	5%		
	氛围灯渗透率		10%	25%	40%		
	车灯 ASP	(元)	2,134	2,366	2,566	2.1%	1.6%
	国内汽车销量	(万辆)	2,531	3,079	3,747	4.0%	4.0%
	国内市场空间	(亿元)	540	729	961	6.2%	5.7%
	全球汽车销量	(万辆)	7,797	8,609	9,505	2.0%	2.0%
	全球市场空间	(亿元)	1,664	2,037	2,439	4.1%	3.7%

来源：汽车之家，国金证券研究所

车灯组装：位于产业链终端，兼具研发、设计、服务的 ODM

LED 车灯产业链主要包括：LED 芯片、封装、模组、控制器、车灯组装等环节。

LED 芯片：技术上日亚化学（蓝光 LED 发明者所在的公司）、LUMILEDS、OSRAM 等相对领先，内资三安光电属于国内龙头，在技术追赶、并在规模上有一定的优势。

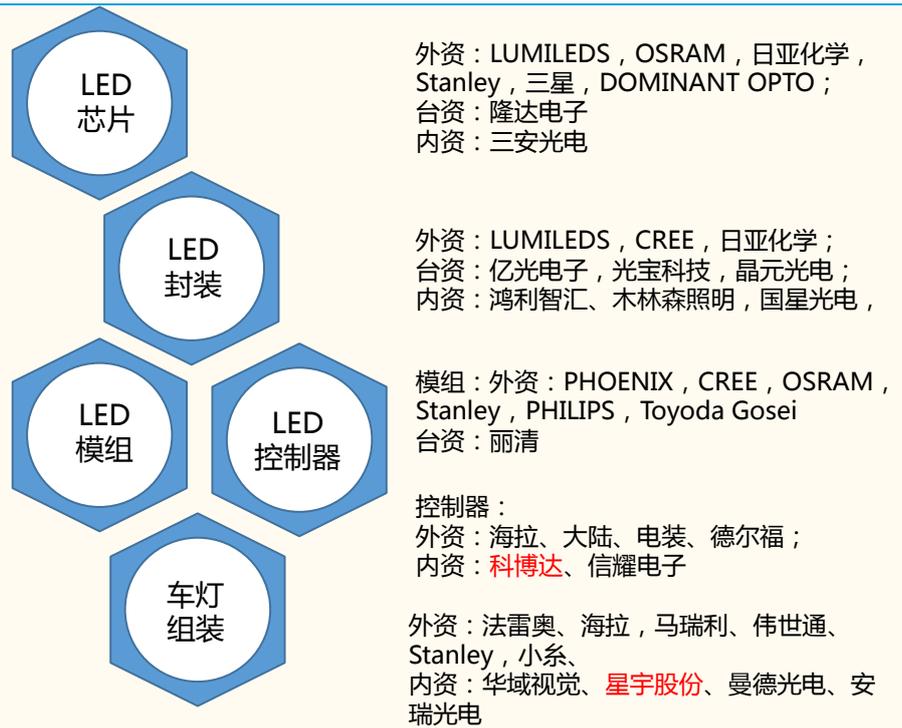
LED 封装：将 LED 芯片封装，加入荧光粉、透镜等。

LED 控制器：外资的车灯组装企业普遍也做车灯控制器，内资龙头是科博达，在全球大众汽车体系内占到 1/3 的市场份额。

LED 模组：将封装好的 LED（灯珠），和控制器、其他电子元器件，组装在 PCB 板上，形成模组。

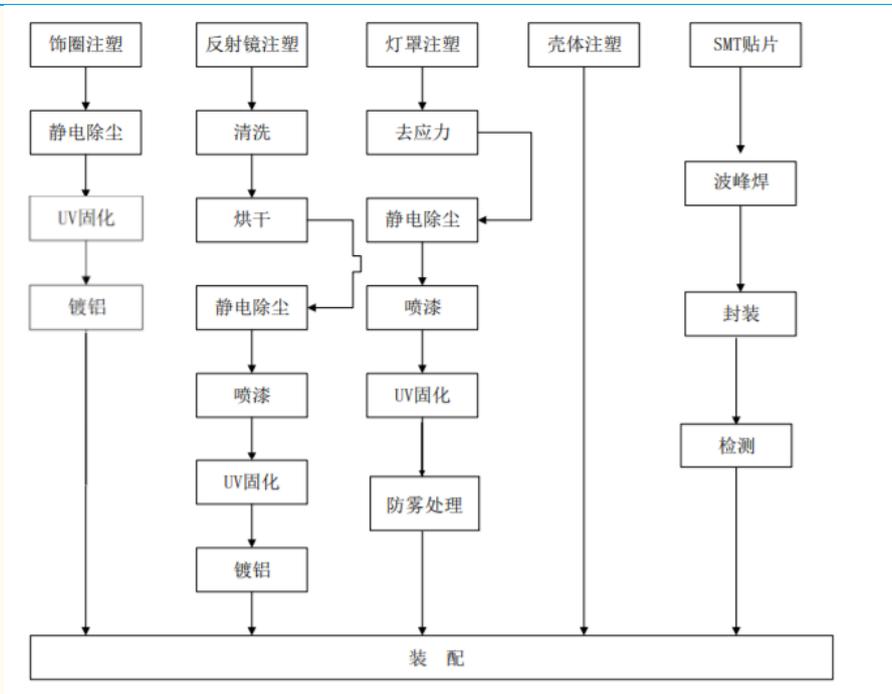
车灯组装：和主机厂合作设计车灯的外形和功能，综合考虑散热、光学路径、使用寿命等，将 LED 模组、反射镜、灯罩等零部件有机整合。

图表 19: LED 车灯产业链



来源：盖世汽车，国金证券研究所

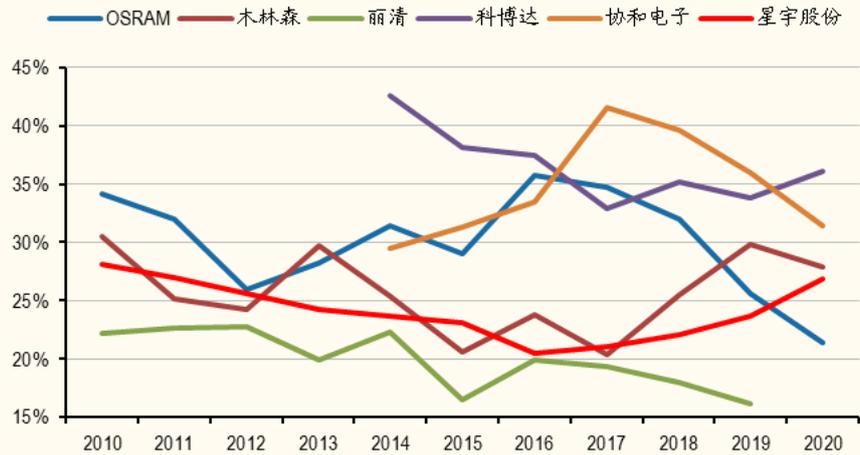
图表 20: 车灯组装过程



来源：公司公告，国金证券研究所

车灯组装处于产业链终端，毛利率处于产业链中下水平。从产业链的角度看，星宇股份所处的车灯组装，毛利率处于产业链的中下，低于 OSRAM (LED 芯片环节)、科博达 (车灯控制器)、协和电子 (PCB 板)，和木林森 (LED 封装) 接近，高于丽清 (LED 模组)。从毛利率的角度推断，车灯组装环节技术壁垒没有上游芯片、控制器高；但下游直接跟主机厂绑定，仍有一定的议价能力，可以维持 25%附近左右的毛利率水平。

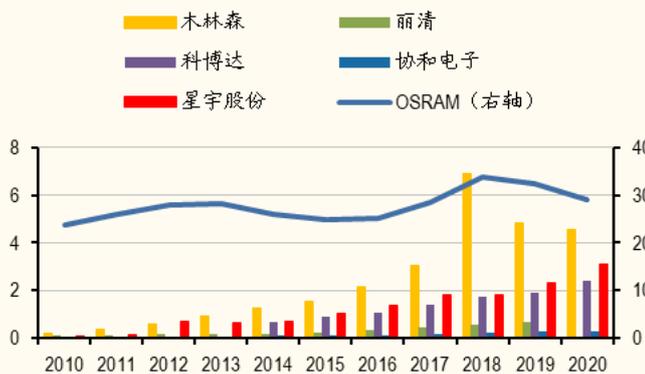
图表 21：产业链代表公司毛利率



来源：Wind，国金证券研究所

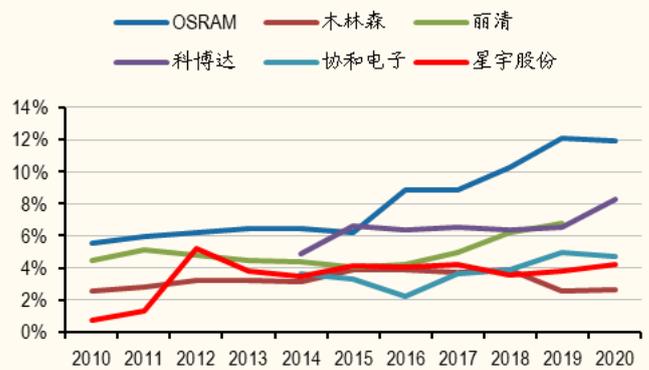
车灯组装研发支出不算高。产业链中，研发支出较高的 OSRAM (LED 芯片)，其次是科博达 (控制器)，车灯组装环节的星宇股份处于行业中下游。

图表 22：研发支出 (亿元)



来源：Wind，国金证券研究所

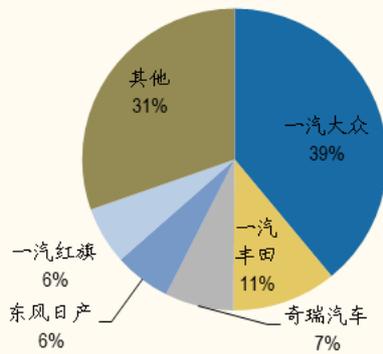
图表 23：研发占收入的比例



来源：Wind，国金证券研究所

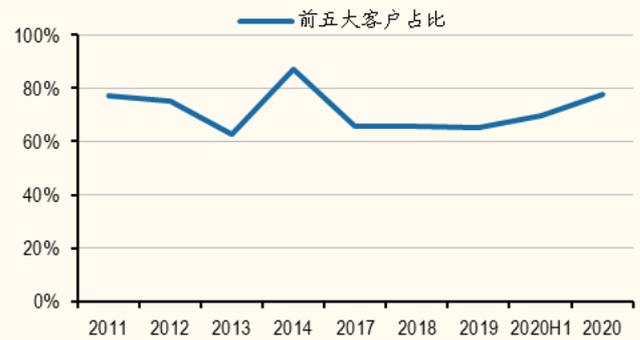
公司客户相对优质，前五大客户占比在 60%以上。公司的客户主要是国内的主机厂，其中，一汽大众、一汽丰田占比达到 50% (2020H1)，是公司最重要的客户；公司前五大客户占比始终在 60%以上，一方面和乘用车终端销量前五大客户占比较大所致，另一方面和公司绑定优质客户相关。

图表 24：公司客户结构 (2020H1)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 25：公司前五大客户占比较高



来源：公司公告，国金证券研究所

原材料/收入 60%附近，属于制造业中 ODM。从公司成本结构看，毛利率稳定在 25%左右，原材料占收入的比例在 60%-66%，人工占收入比例仅 4%，制造费用占收入比例仅 10%，车灯组装并不是劳动密集型或者重资产的商业模式，也并不属于技术壁垒特别高的领域，属于典型的 ODM 环节。

图表 26：公司各项成分占收入的比例

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
原材料	60%	61%	62%	62%	66%	66%	64%	64%
人工	3%	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
制造费用	10%	10%	10%	10%	8%	8%	8%	7%
合计	73%	75%	76%	76%	78%	77%	76%	75%

来源：公司公告，国金证券研究所

控制器和 PCB 板为核心供应商。从供应商角度分析，公司核心的供应商是控制器（科博达，部分主机厂会指定控制器供应商）、PCB 板（协和电子），两个供应商的毛利率都相对较高，分别维持在 35%附近。其他如塑料材料、加工件等供应相对较为充分，公司拥有较强的议价能力，供应商也较为分散。

图表 27：公司原材料成本构成

	2017	2018	2019	2020H1
塑胶材料	22.3%	20.7%	16.2%	13.8%
电子元器件	17.1%	19.4%	25.2%	27.0%
注塑、表处、移印工	16.6%	15.9%	16.1%	14.2%
艺类加工件	12.4%	10.4%	11.0%	13.0%
光源	7.6%	8.4%	4.2%	4.3%
普通注塑件	10.1%	11.4%	10.5%	9.8%
其它	12.5%	12.2%	14.8%	12.2%
辅材	1.4%	1.6%	2.0%	5.8%
小计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 28：公司前五大供应商 (2020H1)

供应商名称	采购金额 (百万元)	占公司采购总额的比例
科博达技术股份有限公司	120.46	5.58%
江苏恒驰电子科技有限公司	119.42	5.53%
江苏协和电子股份有限公司	59.23	2.74%
上海泓辛汽车科技有限公司	56.39	2.61%
浙江新宝汽车电器有限公司	53.80	2.49%
合计	409.30	18.96%

来源：公司公告，国金证券研究所

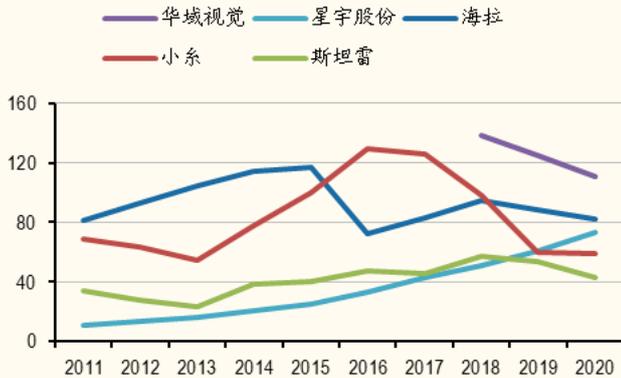
核心竞争力：本土化的优质服务、常州产业配套、研发和质量把控

国内打破一超多强的格局，继续向上扩大份额

国内竞争格局：打破一超多强的格局，星宇站稳国内老二的位置。“一超”指华域视觉（原上海小系），由于在国内市场起步早、起点高，其主要为上海大众、上海通用、一汽丰田等大型整车制造企业配套，市场份额领先于其他企业，显现出一定的竞争优势。“多强”指广州斯坦雷、长春海拉、法雷奥市光等外资企业和以星宇股份为代表的规模较大的内资企业。经过近几年快速增长，星宇股份打破一超多强的竞争格局，超越合资企业，站稳国内老二的位置（仅次于华域视觉）。

全球市场外资把控，星宇股份份额不到 5%。放眼全球竞争格局下，车灯行业主要为外资龙头主导，国内的企业如星宇股份总体市场份额还很低（不到 5%），还处于提升国内份额的阶段，海外收入占比还比较低（低于 5%），尚未大规模开拓海外市场。

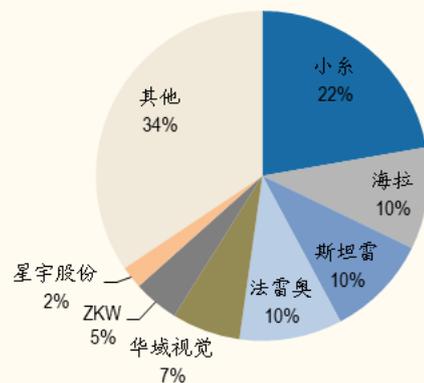
图表 29：星宇收入逐步超越外资竞争对手 (亿元)



来源：Wind，国金证券研究所

注：海拉为亚太地区收入；小系、斯坦雷为中国区收入

图表 30：全球车灯竞争格局 (2018 年)



来源：产业信息网，国金证券研究所

图表 31：国内车灯企业及配套车企

车灯企业	企业性质	配套企业
华域视觉科技(上海)有限公司	民营自主	上汽大众, 上汽通用, 长安集团, 一汽大众, 上汽乘用车, 东风日产, 东风乘用车等
广州小系车灯有限公司	外资独资	广汽丰田, 广汽本田, 东风日产
长春海拉车灯有限公司	外资独资	一汽大众, 一汽轿车, 华晨宝马, 沈阳金杯, 上海大众, 东风日产, 通用, 福特, 武汉神龙, 一汽大发, 吉利, 奇瑞, 菲亚特等
广州斯坦雷电气有限公司	合资企业	广汽本田, 东风本田, 丰田汽车
大茂伟瑞柯车灯有限公司	合资企业	福特, 沃尔沃, 捷豹路虎
法雷奥市光(中国)车灯有限公司	外资独资	北京奔驰, 华晨宝马, 东风日产, 广州丰田, 广州日产, 长安福特, 神龙标致等
常州星宇车灯股份有限公司	民营自主	一汽集团(一汽大众, 一汽轿车, 一汽丰田, 一汽夏利等), 上海大众, 上海通用, 奇瑞汽车, 东风日产, 广汽乘用车等
南宁燎旺车灯股份有限公司	民营自主	上汽通用五菱, 东风柳州, 昌河汽车, 昌河铃木, 大宇客系等
浙江天伸车灯集团有限公司	民营自主	上汽集团, 北汽集团, 华晨集团, 东风集团, 江淮汽车, 长城汽车, 吉利汽车, 众泰汽车, 东裕汽车等
江苏彤明车灯有限公司	合资企业	一汽, 东风, 郑州日产, 华晨金杯
江苏叶迪车灯有限公司	民营企业	上海汽车, 北汽新能源, 吉利汽车, 中华汽车, 华泰汽车, 福汽新龙马
浙江金业汽车部件有限公司	民营企业	吉利
丹阳谊善车灯设备制造有限公司	民营企业	吉利集团, 长丰集团, 长城汽车, 韩国 MOBIS, 上汽依维柯(红岩), 上汽依维柯(南汽), 菲亚特(广汽菲亚特), 北汽集团, 广汽中兴汽车, 众泰汽车等
福州小系大亿车灯有限公司	外资独资	东南汽车, 广汽菲亚特, 吉利汽车, 东风裕隆
江苏常诚汽车部件有限公司	合资企业	江淮集团, 北汽集团, 上汽集团, 上海通用, 美国通用, 广汽, 广汽菲亚特, 长安标志, 华晨汽车, 北京现代, 一汽集团, 广汽等
芜湖安瑞光电有限公司	民营企业(三安光电全资)	众泰汽车、北京汽车、长安汽车、奇瑞汽车、吉利汽车、北汽银翔
曼德光电	民营企业(长城汽车全资)	长城汽车等

来源：华经情报网，国金证券研究所

图表 32：星宇股份海外收入占比仍很低



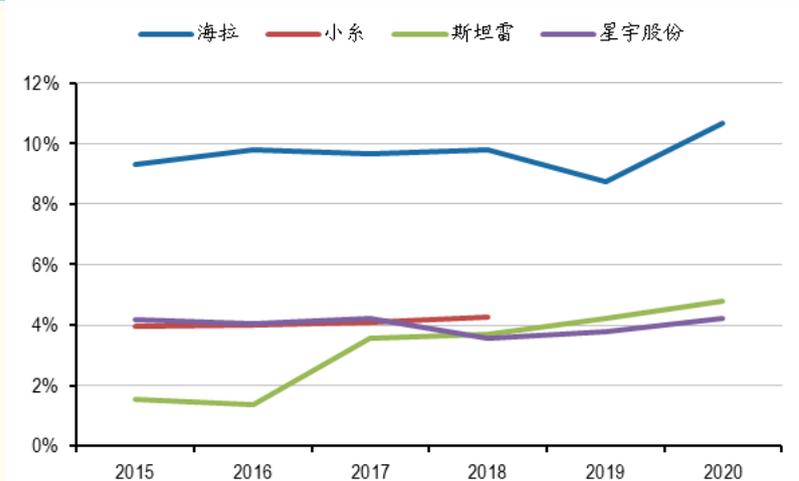
来源：Wind，国金证券研究所

跟外资比：产品具备性价比，客户服务能力更强

跟外资相比，公司性价比和服务领先。从研发投入方面，星宇股份跟海拉的高研发投入不同（研发投入较大，占收入的 10%左右），星宇股份更像日资企业，精益求精追求性价比。星宇股份研发投入虽不如海拉高，但一汽大众、一汽丰田、东风日产、广汽丰田等进入公司前五大客户，说明公司产品质量、技术能力等方面有较好的接受度。

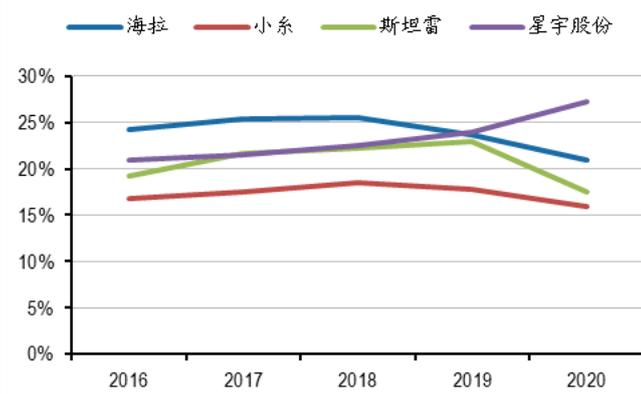
跟小系对比，星宇股份毛利率高于小系 4-7 个百分点，主要是（1）小系将部分研发费用计入营业成本；（2）小系在全球布局的生产基地，原材料成本比国内高（从星宇股份的成本拆分看，原材料成本占收入的比例为 60-66%）。从净利率的角度，星宇股份相对小系有 4 个点以上的优势，主要来自较高的毛利率。星宇股份较高的毛利率和净利率，使得公司在面对外资公司的竞争时，能够提供性价比领先的产品。

图表 33：研发占收入比例



来源：Wind，国金证券研究所

图表 34：车灯公司毛利率对比



来源：Wind，国金证券研究所

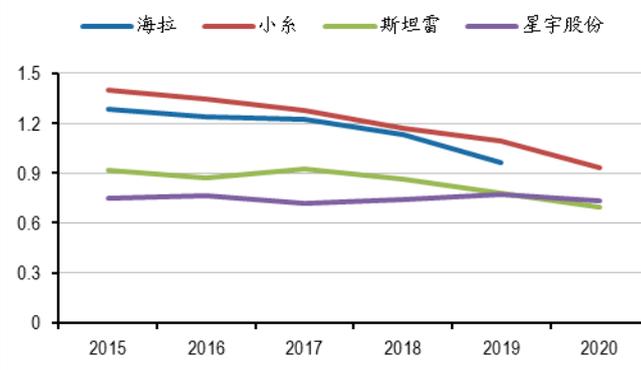
图表 35：车灯公司净利率对比



来源：Wind，国金证券研究所

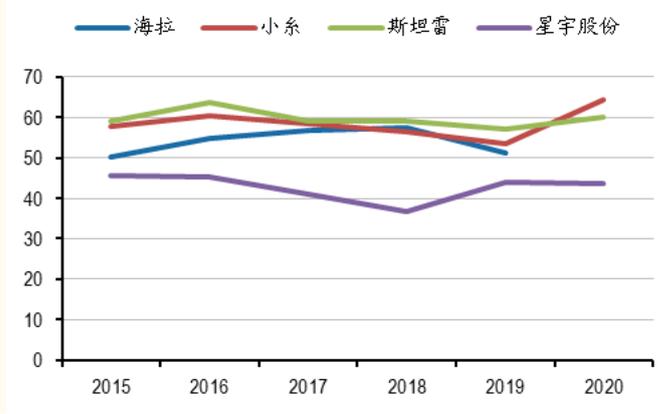
周转效率优于国内其他汽零公司。从资产周转率看，公司和小系、海拉等有较大的差距，其核心原因是存货周转天数的差异：公司存货周转天数大概是 110 天左右，而海外车灯企业多在 40 天左右。再拆分下来，公司存货中，产成品的占比远远高于海外车灯企业，主要是公司开发新产品过程中，车灯模具需经 PPAP（生产件批准程序）认证且开发周期较长所致（计入存货）。而公司应收账款周转天数优于外资公司（比外资公司少 15 天左右）。综合考虑营业周期天数，公司和外资公司有 50 天左右的差距。跟国内其他汽车零部件公司比，即使考虑 PPAP 的影响，公司的营业周期天数仍处于行业较优秀的水平。

图表 36：车灯企业资产周转率对比



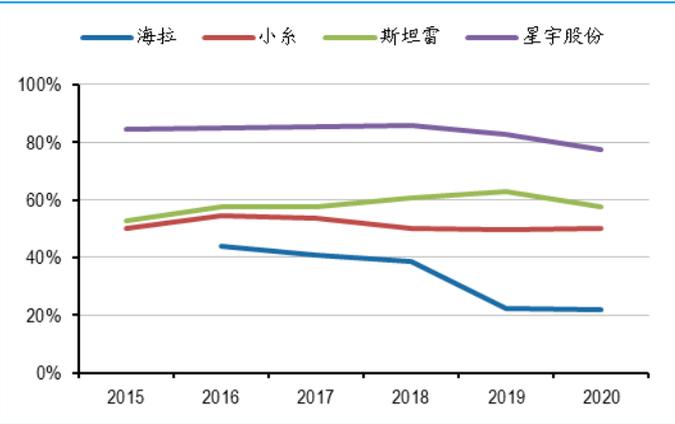
来源：Wind，国金证券研究所

图表 37：车灯企业存货周转天数对比



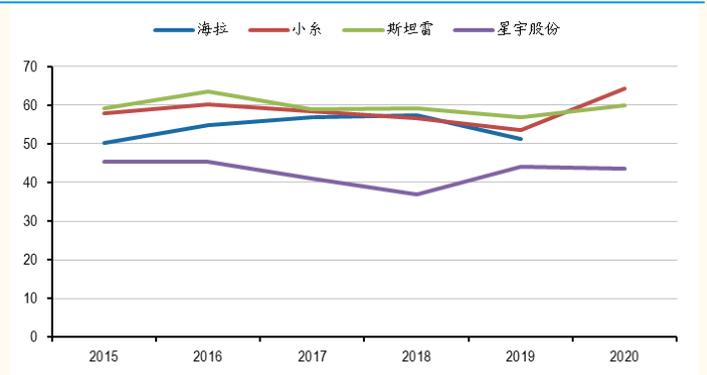
来源：Wind，国金证券研究所

图表 38: 产成品/存货占比



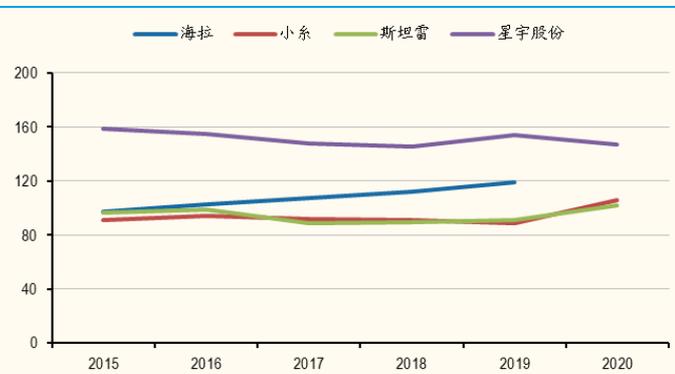
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 39: 应收账款周转天数



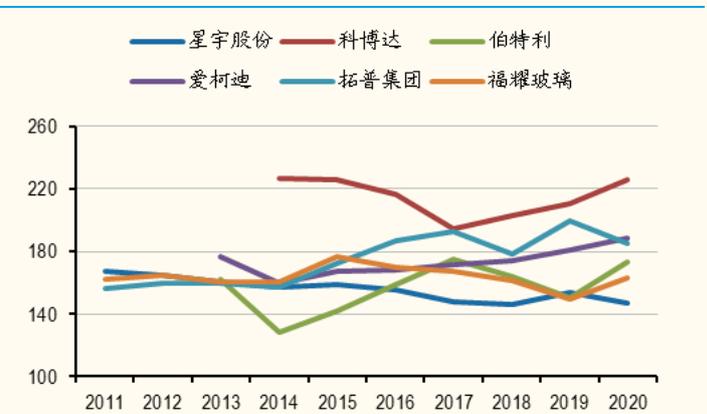
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 40: 车灯公司营业周期天数



来源: Wind, 国金证券研究所

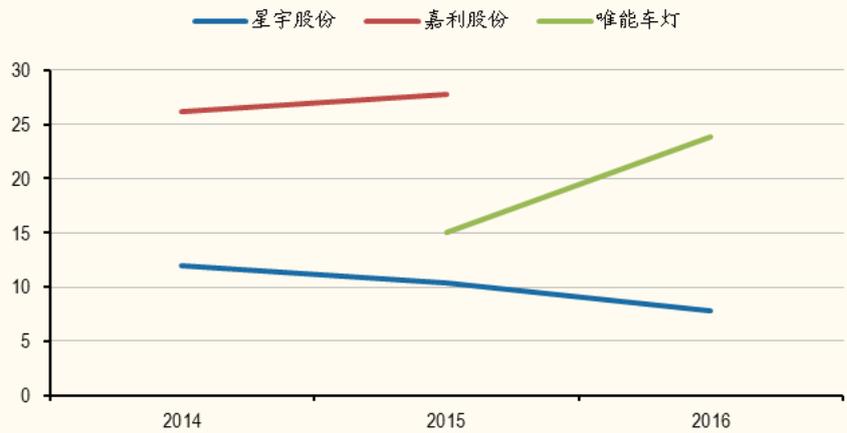
图表 41: 汽配公司营业周期天数



来源: Wind, 国金证券研究所

强大供应链管理能力的基石: 常州周边强大的车灯产业链支撑。从供应链管理看, 公司的原材料库存天数不到 2 周, 远低于车灯行业的可比公司。公司的供应链管理相对较强, 一方面和公司自身企业的管理能力相关, 另一方面和常州周边强的车灯产业链支撑相关。从企查查中筛选车灯相关的制造业公司, 常州(包括镇江, 两地毗邻)企业数量占全国的 40%, 从业人数(按照参保人数替代)占到全国的 17%; 而江苏省这两个数据分别为 47%和 30%。常州镇江周边是全国最大的车灯产业链集群基地, 保障了强大的原材料供给能力。这也是公司将更多的产能放到常州本地的一个重要原因。

图表 42：原材料周转天数对比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 43：常州&镇江是全国最大的车灯产业基地

	企业数量	参保人员
车灯相关企业	4,356	58,405
其中：制造业相关	2,194	50,830
镇江	533	1,483
常州	337	6,906
镇江+常州	870	8,389
占比	40%	17%
江苏	1,025	15,411
江苏占比	47%	30%

来源：企查查，国金证券研究所

全产业链的布局降低生产成本。公司目前拥有包括车灯产品、车灯电子、工装专机、模具等设计开发能力以及国家认可的实验室，形成了完整的自主研发体系，公司的全产业链布局进一步降低了车灯的生产成本。从公司设备明细中可以看出，公司在车灯控制器等车灯电子（贴片机、回流焊等设备）、模具设计开发（CNC 加工中心等设备）环节的布局。此外，公司 2020 年发行可转债募集资金 15 亿元用于建设智能制造产业园模具工厂和电子工厂（投资额分别为 6.0 亿元和 5.8 亿元），进一步加强公司全产业链的综合能力。

图表 44：公司机器设备明细

设备名称	数量 (台/套)	账面原值
注塑机	226	52,747
贴片机	47	5,544
镀膜机	45	7,611
防雾涂装线	9	3,618
激光焊接机	14	3,388
UV 涂装线	11	4,934
CNC 加工中心	23	4,447
振动摩擦焊接机	62	4,492
热板焊接机	72	2,977
生产线	19	2,311
涂胶机	107	2,127
AOI	18	1,307
铣床	28	1,533
回流焊	19	956
集中供料系统	11	977
翻模机	18	676
小计		99,645
机器设备合计		116,966

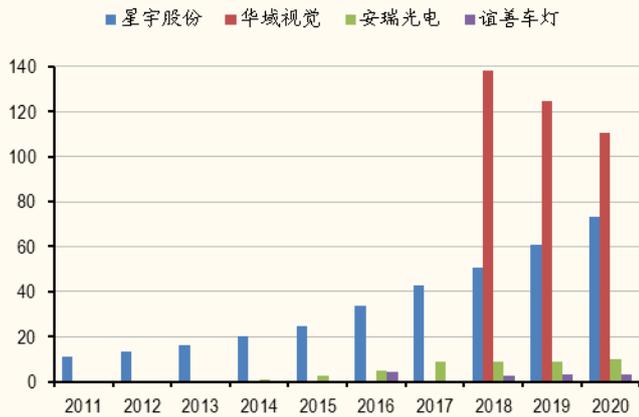
来源：公司公告，国金证券研究所

注：截至 2020 年 6 月底

跟内资比：技术和规模领先，竞争者的利润空间较薄

国内市场星宇股份处于有利的竞争地位。从国内市场看，排在公司前面的内资公司只有华域视觉，但华域视觉是国企，在激励等方面没有民营企业好，最近 3 年收入在不断下滑；而星宇股份维持稳健的增长。排在星宇股份后面的公司，由于规模不大、客户资源不佳、竞争激励，很难做到持续盈利。如安瑞光电，依托于三安光电的 LED 芯片切入车灯市场，虽然收入规模做到 8-9 亿元，但一直处于亏损的边缘；即使剔除掉规模优势，星宇股份 2010 年收入规模 8.7 亿元，净利率 1.37 亿元，净利率 15.7%，并且多年维持 13-15% 稳定的净利率。鸿利智汇 2017 年收购的谊善车灯，近 3 年收入规模在 2-3 亿元，近 3 年持续亏损。当然这些小公司目前所处的行业背景跟星宇当年不可同日而语，但也侧面说明当下其他中小车灯企业面临竞争压力较大，收入做到 10 亿元规模仍难以稳定持续盈利。

图表 45：内资车灯公司收入对比（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 46：内资车灯净利润对比（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

多次股权激励，高管团队非常稳定。2011 年，公司在上市后不久即开启股权激励计划，覆盖公司核心高管、中高级管理人员和技术骨干 126 人，首次授予股权激励股票数量占公司股本的 1.19%，2014 年公司圆满完成股权激励的目标。随即 2015 年，公司推出三年期的员工持股计划，其中包括实控人周晓萍赠与的 135 万股股票，三次员工持股计划均已完成出售并获利颇丰（约 1 亿元）。在良好的激励下，公司高管团队非常稳定。

图表 47：公司 2011 年股权激励情况

姓名	职务	获授的股票数量（万股）	占本计划总量的比例	占公司总股本的比例
张荣谦	董事	15.6	5%	0.07%
黄和发	董事会秘书、财务总监	7.87	3%	0.03%
徐惠仪	副总经理	12.38	4%	0.05%
俞志明	副总经理	10.96	4%	0.05%
公司董事、高级管理人员合计 4 人		46.81	16%	0.20%
公司其他中高级管理人员 15 人		96.07	32%	0.41%
技术及业务骨干 107 人		137.12	46%	0.58%
总计 126 人		280	93%	1.19%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 48：公司三次员工持股情况

	第一批员工持股	第二批员工持股	第三批员工持股
现金购买不超过（万份）	1,160	1,348	1,534
赠与不超过（万股）	93		50
现金购买占比	38.18%	100.0%	37.87%
完成日期	2015/5/8	2016/3/31	2018/3/28
股票数量（万股）	42.10	48.65	29.88
成交金额（万元）	1,110.76	1,322.71	1519.49
成交均价	26.39	27.19	50.85
出售完毕时间	2016/9/5	2017/7/1	2019/4/29
周晓萍赠与股份（万股）	86.65		48.18
出售完毕时间	2017/9/7		2019/12/20

来源：公司公告，国金证券研究所

国内外份额仍有较大提升空间，产能扩张进入收获期

星宇的成长空间：合资日系、自主品牌还有空间，海外市场值得期待

假设 2020 年大部分车企的车灯单车价值量按照 2200 元测算（一汽红旗因为配置较高 ASP 适当调高），我们测算星宇股份在不同客户中的份额（不同车企车灯配置价值差异较大，测算份额仅供参考）。

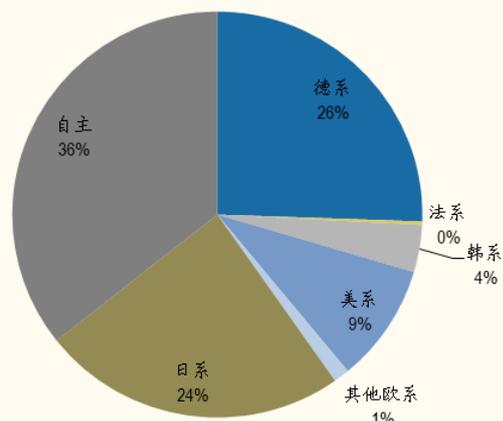
从客户的角度分析星宇股份国内市场的成长空间：

一汽体系：一汽大众、一汽丰田等，公司在一体体系内配套比例相对较高，份额提升空间有限。

其他日系：东风日产、东风本田、广汽本田、广汽丰田

自主品牌：公司和奇瑞汽车合作时间较长，渗透率提升有限；长城汽车旗下有车灯企业曼德光电，公司在长城体系内份额估计不会太高。公司 2017 年进入吉利体系，吉利、沃尔沃体系渗透率还有提升空间；公司在一汽红旗所占份额较高，未来主要受益于红旗销量提升。

图表 49：2020 年狭义乘用车零售销量竞争格局



来源：乘联会，国金证券研究所

图表 50: 公司在主机厂所占份额测算

	2020 乘用车 销量	2020 销量 份额	2020 年市场空 间 (亿元)	星宇股份收 入 (2020)	星宇所占份 额
一汽大众	2,110,300	10.80%	48.5	30.8	66%
上汽大众	1,568,007	8.00%	36.1	4.8	14%
上汽通用	1,406,606	7.20%	32.4		<5%
吉利汽车	1,247,526	6.40%	28.7		<5%
东风日产	1,211,893	6.20%	27.9	5.1	19%
上汽通用五 菱	1,046,704	5.30%	24.1		<20%
长安汽车	953,229	4.90%	21.9		
长城汽车	836,366	4.30%	19.2		
东风本田	820,393	4.20%	18.9		
广汽本田	806,546	4.10%	18.6		<10%
一汽丰田	787,598	4.00%	18.1	10.3	59%
广汽丰田	760,269	3.90%	17.5	4.4	26%
北京奔驰	614,536	3.10%	14.1		
华晨宝马	602,247	3.10%	13.9		
奇瑞汽车	515,771	2.60%	11.9	3.3	29%
一汽红旗	209,738	1.07%	8.0	5.5	69%
其他	4,108,875	20.8%	124		
总计	19,606,604	100.0%	483.7	73.2	16%

来源: 乘联会, 国金证券研究所

海外市场的拓展值得期待。2014 年, 公司通过德国宝马供应商评审; 2016 年宝马全球 F45/F46 LCI 后组合灯。为了更好的配套海外市场, 公司 2019 年 8 月决定在塞尔维亚建厂, 计划达产年预计可年产各类车灯约 570 万只。

公司在积极扩充产能。为了应对国内外潜在的新增订单需求, 公司 2017 年以来加快产能扩张步伐, 2017-2020 年资本开支分别为 5.2/3.2/8.2/8.0 亿元。随着常州智能制造产业园、佛山工厂、塞尔维亚工厂的建成及产能爬坡, 公司为订单扩张做好了充足准备。

图表 51：公司各个工厂产能情况

地点	产能情况	前照灯 (万只)	后组合灯 (万只)	雾灯 (万只)	投产时间	备注
常州	IPO 前产能	240	240	-		目前以生产小灯为主
常州	年产 100 万套车灯项目 (IPO 募投)	200	200	200	2013 年投产	年产 100 万套 (前照灯 200 万只、雾灯 200 万只、左右后组合灯 200 万只)
常州	50 万套 LED 车灯项目				2014 年投产	
常州	智能制造产业园一期	240	430		2020 年上半年竣工	年产 240 万只前照灯、430 万只后组合灯
常州	智能制造产业园二期				2021 年竣工	
常州	智能制造产业园三期					
佛山	佛山一期	100	160		17 年投产	年产 50 万套前照灯和年产 80 万套后组合灯
佛山	佛山二期				19 年竣工	
塞尔维亚		100	300			年产各类车灯 570 万只，其中：后尾灯 300 万只，小灯 170 万只，前大灯 100 万只

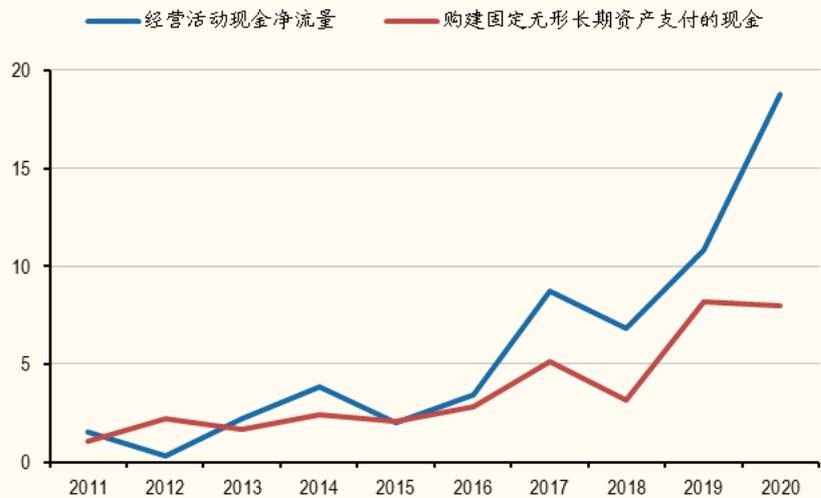
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 52：公司披露产能及销量 (万只)

	2017	2018	2019	2020
产能				
前照灯	403	403	444	
后组合灯	1,134	1,134	1,336	
雾灯	630	630	630	
产量				
前照灯	443	420	420	569
后组合灯	1,033	1,101	1,097	1,458
雾灯	632	671	637	-
其他灯具				4,030
合计	5,990	5,621	7,795	6,058

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 53：公司 2017-2020 年加大资本开支力度（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

盈利预测：收入端有望实现 20% 的复合增长

公司的业绩是典型的订单驱动型，车灯类企业往往根据市场环境和客户的车型定点情况提前布局产能（这正是公司过去 4 年所做的），随着客户车型的量产上市，公司的产能利用率得到释放，驱动业绩增长。

公司前五大客户占比较高，过去 10 年维持在 60% 以上，2020 年占比高达 77.6%。因此，跟踪预测公司主要大客户对应车型的销量及车灯份额变化、新增车型的销量及 ASP 能够很好的跟踪预测客户的收入变化。

毛利率方面，**成本端**：公司原材料、人工、制造费用占收入的比重分别约 65%、4% 和 7.5%，其中原材料中占比较大的主要是电子元器件（2020H1 占比 27%）、注塑、表处、移印等工艺加工件（2020H1 占比 14%）、塑胶材料（2020H1 占比 13.8%）、车灯电子类（2020H1 占比 13%）。**收入端**：ADB 大灯、OLED 尾灯等新技术的应用将显著提升车灯 ASP。

核心假设：

- 1、前七大客户根据 2021Q1 的销量对 2021 年全年销量进行展望，2022 年及 2023 年销量整体年增长率为 4%；
- 2、平均单车 ASP 每年提升 6%；
- 3、新增车型订单如陆放、傲澜、奔驰 GLC、一汽大众 ID 系列等，对车型销量、ASP 及份额测算未来增量收入，并假设日产全球、马自达全球等订单在 2023 年贡献业绩。
- 4、成本结构方面，假设 2021 年电子元器件成本同比上涨，毛利率受损（公司和供应商一般每年协商采购量和采购价格，但价格上涨较多的过程中，可能会和供应商分摊部分成本的上涨）；受益于产品结构进一步升级，2022 年 2023 年毛利率进一步提升。
- 5、非车灯收入及毛利率维持 2020 年水平。

图表 54：公司收入预测

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
一汽大众	1,286	1,747	2,069	3,076	3,686	4,087	4,501
一汽丰田	580	587	627	1,025	1,301	1,501	1,650
奇瑞汽车	303	346	400	476	609	671	740
上汽大众	347	356	555	330	241	265	293
东风日产			308	513	629	847	1,104
一汽红旗				549	907	1,000	1,102
广汽丰田	273	303		439	645	861	1,076
前五大客户收入占比	65.53%	65.82%	64.99%	77.58%	79.17%	76.11%	72.18%
前七大客户收入				6,407	8,017	9,233	10,466
yoy					23%	15%	13%
其他客户收入				915	977	1,391	2,037
yoy					7%	42%	47%
前七大客户收入占比				87.50%	88.98%	86.73%	83.50%
公司收入	4,255	5,074	6,092	7,323	8,994	10,623	12,503
yoy		19%	20%	20%	21%	18%	18%
车灯类							
收入	3,752	4,505	5,657	6,855	8,527	10,156	12,036
成本	2,895	3,442	4,251	4,977	6,240	7,295	8,554
毛利率(%)	22.86	23.61	24.85	27.40	26.82	28.17	28.93
非车灯类							
收入	503	569	435	467	467	467	467
成本	443	488	377	347	347	347	347
毛利率(%)	11.96	14.18	13.44	25.77	25.77	25.77	25.77
车灯成本/车灯收入							
原材料	65.6%	64.0%	63.8%	61.7%	62.5%	61.2%	60.7%
人工	4.0%	4.3%	4.1%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
制造费用	7.5%	8.1%	7.2%	7.0%	6.7%	6.7%	6.5%
合计	77.1%	76.4%	75.2%	72.6%	73.2%	71.8%	71.1%
车灯毛利率	22.9%	23.6%	24.8%	27.4%	26.8%	28.2%	28.9%

来源：Wind，国金证券研究所

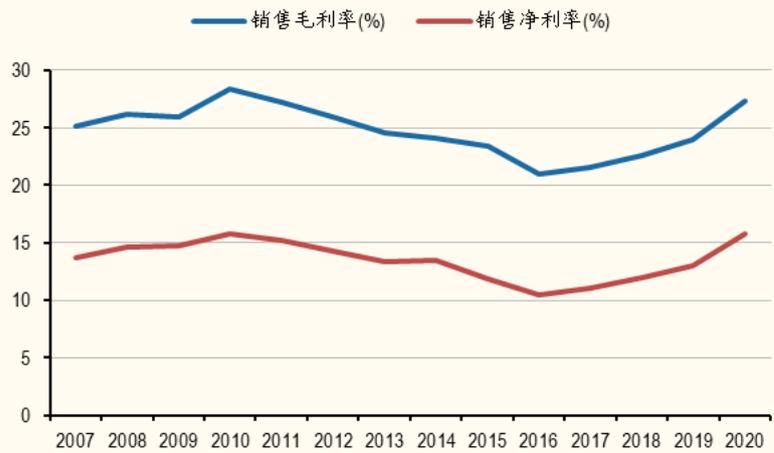
投资建议：优秀车灯公司，产能扩张进入收获期

公司的发展阶段，可以明显分为两个阶段，第一阶段：2010-2016 年毛利率和净利率持续下降；第二阶段 2016-2020 年毛利率和净利率持续提升。

第一阶段：2010-2016 年，收入成长 3.8 倍，**复合增速 25%**；归母净利润成长 2.6 倍，**复合增速 17%**。毛利率、净利率持续下滑利润增速低于收入增速。股价从 17 元涨到 2016 年初的 24 元，**上涨 41%**；市场给予的 PE (TTM) 在 15-20 倍之间波动。

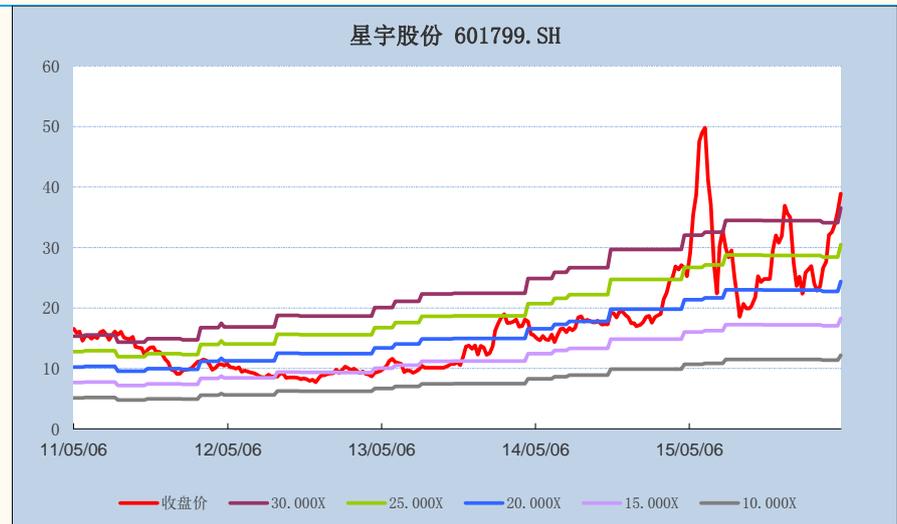
第二阶段：2016-2020 年，收入成长 2.2 倍，**复合增速 22%**；归母净利润成长 3.3 倍，**复合增速 35%**。毛利率、净利率持续上行，利润增速高于收入增速。股价从 2016 年初的 24 元，上涨至 2020 年底的 200 元左右，**上涨 8.3 倍**；市场给予的 PE (TTM) 由 2016 年初的 20 倍左右提升至 50 倍附近。股价上涨 8.3 倍，相当于净利润成长 3.3 倍、估值扩张 2.5 倍。

图表 55: 公司毛利率和净利率



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 56: 星宇股份 PE band (2011-2016)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 57: 星宇股份 PE band (2016-2021)



来源: Wind, 国金证券研究所

2021 年受上游原材料涨价, 公司毛利率和净利率受损, 预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 14.1/17.9/22.1 亿元。**好行业:** 车灯行业伴随电动化、智能化等技术进步, ASP 持续提升; **好格局:** 公司相较于内资和外资竞争对手均有明显优势, 站稳国内老二位置, 有望进一步提升市场份额; **好公司:** 公司过去 10 年持续的收入和利润增长, 已被验证为优秀公司; **好时机:** 公司过去 4 年大额资本开支扩产, 扩产周期接近尾声, 即将进入收获期。我们给予公司 2021 年 45 倍 PE, 对应目标价 230 元/股, 给予“买入”评级。

图表 58: 可比公司估值表

	市值 (亿元)	PE					净利润 (亿元)					净利润增速			
		2019	2020	2021E	2022E	2023E	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
三花智控	778	34	61	40	33	29	14.2	14.6	19.5	23.3	27.2	3%	33%	20%	17%
福耀玻璃	1,266	20	44	32	26	22	29.0	26.0	39.1	48.3	57.8	-10%	50%	24%	20%
科博达	256	44	53	40	32	27	4.7	5.1	6.3	7.9	9.5	8%	23%	25%	20%
德赛西威	598	57	89	79	61	48	2.9	5.2	7.6	9.8	12.6	77%	47%	29%	28%
行业平均		39	62	48	38	31									
星宇股份	522	33	48	37	29	24	7.9	11.6	14.1	17.9	22.1	47%	22%	27%	23%

来源: Wind, 国金证券研究所

风险提示:

原材料上涨的风险。公司原材料占收入的比例在 65%左右, 主要为电子元器件、车灯电子、塑胶材料等, 若原材料价格继续上涨, 将进一步侵蚀公司毛利率水平。

芯片短缺缓和和时间低于预期的风险。受汽车芯片短缺影响, 主机厂产量受损, 预计二季度芯片短缺将比一季度更为严峻, 但三四季度有望逐渐缓解。但若芯片短缺改善情况低于预期, 将进一步影响主机厂的生产, 从而影响公司车灯环节的排产。

海外工厂订单低于预期的风险。公司在塞尔维亚工厂, 预计 6 月份进入试生产状态, 若海外订单低于预期, 将导致产能利用率不足, 拖累公司盈利能力。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	5,074	6,092	7,323	8,994	10,623	12,503	货币资金	802	1,257	2,169	3,016	4,717	6,232
增长率	20.1%	20.2%	22.8%	18.1%	17.7%		应收账款	1,056	1,705	1,898	1,888	2,229	2,624
主营业务成本	-3,930	-4,628	-5,324	-6,587	-7,642	-8,909	存货	1,317	1,504	1,550	1,706	1,969	2,284
%销售收入	77.4%	76.0%	72.7%	73.2%	71.9%	71.3%	其他流动资产	2,450	1,875	3,003	2,773	2,380	2,488
毛利	1,145	1,464	1,999	2,408	2,981	3,594	流动资产	5,625	6,341	8,619	9,382	11,296	13,629
%销售收入	22.6%	24.0%	27.3%	26.8%	28.1%	28.7%	%总资产	77.6%	74.1%	75.4%	75.7%	78.8%	81.5%
营业税金及附加	-33	-33	-43	-45	-53	-63	长期投资	1	1	1	1	1	1
%销售收入	0.7%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	1,197	1,724	2,295	2,570	2,615	2,662
销售费用	-145	-140	-166	-189	-212	-238	%总资产	16.5%	20.2%	20.1%	20.7%	18.2%	15.9%
%销售收入	2.9%	2.3%	2.3%	2.1%	2.0%	1.9%	无形资产	406	467	449	434	430	431
管理费用	-131	-155	-189	-216	-244	-275	非流动资产	1,624	2,213	2,809	3,004	3,047	3,093
%销售收入	2.6%	2.5%	2.6%	2.4%	2.3%	2.2%	%总资产	22.4%	25.9%	24.6%	24.3%	21.2%	18.5%
研发费用	-181	-230	-309	-378	-446	-525	资产总计	7,249	8,554	11,428	12,387	14,343	16,722
%销售收入	3.6%	3.8%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	短期借款	300	211	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	655	906	1,292	1,580	2,025	2,494	应付款项	2,260	3,034	3,499	4,006	4,648	5,419
%销售收入	12.9%	14.9%	17.7%	17.6%	19.1%	19.9%	其他流动负债	138	174	378	275	331	395
财务费用	-2	-4	5	-25	-7	14	流动负债	2,697	3,420	3,877	4,281	4,979	5,814
%销售收入	0.0%	0.1%	-0.1%	0.3%	0.1%	-0.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-44	-49	24	-9	-11	-15	其他长期负债	182	249	1,631	1,350	1,355	1,360
公允价值变动收益	0	76	60	82	69	64	负债	2,879	3,669	5,509	5,631	6,334	7,174
投资收益	98	2	0	0	0	0	普通股股东权益	4,368	4,885	5,919	6,756	8,009	9,548
%税前利润	13.6%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	276	276	276	276	276	276
营业利润	718	948	1,367	1,659	2,106	2,587	未分配利润	1,253	1,769	2,653	3,640	4,893	6,432
营业利润率	14.1%	15.6%	18.7%	18.4%	19.8%	20.7%	少数股东权益	1	0	0	0	0	0
营业外收支	-2	0	-2	0	0	0	负债股东权益合计	7,249	8,554	11,428	12,387	14,343	16,722
税前利润	716	948	1,365	1,659	2,106	2,587	比率分析						
利润率	14.1%	15.6%	18.6%	18.4%	19.8%	20.7%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-108	-159	-205	-249	-316	-388	每股指标						
所得税率	15.0%	16.7%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	2.211	2.860	4.199	5.107	6.481	7.963
净利润	608	790	1,160	1,410	1,790	2,199	每股净资产	15.819	17.690	21.435	24.464	29.001	34.575
少数股东损益	-2	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	2.506	3.783	6.698	6.209	7.852	9.648
归属于母公司的净利润	611	790	1,160	1,410	1,790	2,199	每股股利	0.960	0.990	1.000	1.532	1.944	2.389
净利率	12.0%	13.0%	15.8%	15.7%	16.8%	17.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	13.98%	16.17%	19.59%	20.88%	22.35%	23.03%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	8.42%	9.23%	10.15%	11.39%	12.48%	13.15%
净利润	608	790	1,160	1,410	1,790	2,199	投入资本收益率	11.89%	14.75%	15.08%	16.63%	18.44%	19.50%
少数股东损益	-2	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	199	196	235	289	339	398	主营业务收入增长率	19.24%	20.06%	20.21%	22.83%	18.11%	17.70%
非经营收益	-72	-48	-21	-43	-10	-4	EBIT增长率	38.01%	38.41%	42.61%	22.27%	28.13%	23.16%
营运资金变动	-44	106	476	58	49	71	净利润增长率	29.91%	29.38%	46.79%	21.64%	26.89%	22.87%
经营活动现金净流	692	1,045	1,850	1,715	2,168	2,664	总资产增长率	12.24%	18.01%	33.59%	8.39%	15.79%	16.59%
资本开支	-316	-814	-792	-495	-370	-430	资产管理能力						
投资	107	521	-1,182	500	500	0	应收账款周转天数	37.4	44.7	44.2	40.0	40.0	40.0
其他	117	90	65	0	0	0	存货周转天数	110.3	111.2	104.7	95.0	95.0	95.0
投资活动现金净流	-92	-204	-1,909	5	130	-430	应付账款周转天数	103.9	121.4	134.5	134.0	134.0	134.0
股权募资	0	0	0	-151	0	0	固定资产周转天数	74.5	72.7	93.6	82.1	82.6	71.5
债权募资	-100	-89	-211	-239	0	0	偿债能力						
其他	-284	-289	1,210	-483	-596	-719	净负债/股东权益	-11.48%	-57.69%	-64.11%	-62.53%	-68.62%	-74.10%
筹资活动现金净流	-384	-378	999	-872	-596	-719	EBIT利息保障倍数	389.8	221.6	-283.9	64.4	276.1	-173.4
现金净流量	216	463	940	847	1,702	1,515	资产负债率	39.72%	42.89%	48.20%	45.46%	44.16%	42.90%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	10	21	37	60
增持	2	3	7	12	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.23	1.25	1.24	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402