

星宇股份 (601799)

“产品+客户”双轮驱动，自主车灯龙头持续增长

买入 (首次)

2022年08月01日

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001
021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 刘力宇

执业证书: S0600522050001
liuly@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	7,909	9,540	11,805	14,359
同比	8%	21%	24%	22%
归属母公司净利润 (百万元)	949	1,276	1,622	2,023
同比	-18%	34%	27%	25%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	3.32	4.47	5.68	7.08
P/E (现价&最新股本摊薄)	52.84	39.31	30.93	24.79

投资要点

- **公司是深耕主业的自主车灯龙头企业。**公司作为内资车灯头部企业，产品包含全套车灯总成，配套客户覆盖广泛，主要包括一汽大众、一汽丰田、东风日产、广汽丰田等合资品牌和一汽红旗、奇瑞汽车等自主品牌。公司自上市以来在营收端和利润端表现出了优秀的成长性，公司沿着“客户拓展+产品升级”的路径快速发展，实现了优质客户的不断拓展和产品结构的持续升级，目前已经成长为自主车灯龙头企业。
- **车灯是具备持续迭代升级能力的优质零部件赛道。**从行业空间来看，车灯的持续升级将驱动市场规模的持续增长：1、前照灯具备光源和智能化两条主要的升级路径，目前前照灯中的LED渗透率已经达到较高水平，后续以ADB和DLP等为代表的智能化大灯将成为前照灯重要升级方向；2、后组合灯则兼具光源和造型结构两种升级潜力，光源从卤素到LED再到OLED，造型则由分离式尾灯向贯穿式尾灯演化；3、其他小灯的升级则主要表现为车灯品类的持续增加，随着汽车的消费升级，内外饰氛围灯的渗透率将持续提升。从格局上来看，目前国内车灯行业呈现一超多强的内外资竞争格局，主要玩家包括华域视觉、星宇股份等内资车灯企业以及小糸、斯坦雷、海拉、法雷奥、马瑞利等外资车灯大厂。随着车灯智能化水平的持续提升，小厂与当前一线企业在技术和规模方面的差距将进一步加大，车灯行业的集中度预计将进一步提升。
- **“产品升级+客户拓展”双轮驱动，公司成长路径清晰。**产品方面，LED前照灯向ADB的升级进一步提升前照灯的单车配套价值量，公司目前ADB前照灯已经实现了对客户的配套和量产，后续还有多个ADB项目将实现批产，随着公司ADB大灯对客户配套的持续放量，公司前照灯产品中ADB的渗透率将稳步提升，推动公司产品结构向上升级。客户方面，公司在巩固原有一汽大众、一汽丰田等客户的基础上，一方面将进一步提升在日系如广汽丰田、东风日产、广汽本田供应链体系中的配套份额；另一方面还将大力开拓豪华品牌奔驰宝马以及造车新势力等客户。此外，公司在塞尔维亚投资建厂，将提升公司全球化的配套能力，助力公司进一步开拓欧洲市场。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司2022-2024年归母净利润分别为12.76亿、16.22亿、20.23亿，EPS分别为4.47元、5.68元、7.08元，市盈率分别为39.31倍、30.93倍、24.79倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**乘用车行业销量不及预期；车灯技术迭代升级不及预期；新客户开拓不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	175.60
一年最低/最高价	100.64/228.66
市净率(倍)	6.18
流通 A 股市值(百万元)	50,165.31
总市值(百万元)	50,165.31

基础数据

每股净资产(元,LF)	28.43
资产负债率(% ,LF)	33.77
总股本(百万股)	285.68
流通 A 股(百万股)	285.68

相关研究

《星宇股份(601799): 星宇股份: 毛利率延续改善, 业绩加速增长》

2017-10-29

《星宇股份(601799): 星宇股份: 毛利率拐点显现, 业绩有望持续超预期》

2017-08-17

《星宇股份(601799): 星宇股份: 产品和客户向高端渗透, 份额持续提升》

2017-06-05

内容目录

1. 星宇股份——深耕主业的自主车灯龙头	5
1.1. 公司产品包含全套车灯总成，客户范围覆盖广泛	6
1.2. 车灯销量整体增长，产品结构持续优化	7
1.3. 公司收入端和利润端均表现出稳定的成长性	9
2. 空间：车灯持续迭代升级驱动市场规模增长	11
2.1. 车灯是汽车重要部件，具有照明和传递信号的功能	11
2.2. 车灯是具备持续迭代升级能力的零部件赛道	12
2.2.1. 前照灯：光源技术持续迭代升级，AFS、ADB、DLP 智能化水平持续提升	13
2.2.2. 后组合灯：兼具光源和结构造型的升级	17
2.2.3. 小灯：内外饰氛围灯的品类持续增加	18
2.3. 车灯产品的迭代升级推动单车价值量的持续提升	18
3. 格局：当前呈现一超多强的内外资竞争格局	20
3.1. 车灯供应商与主机厂关系密切、合作紧密	20
3.2. 车灯行业进入壁垒较高，市场份额集中在头部厂商	21
3.3. 国内主机厂与车灯厂配套情况梳理	22
4. 修炼内功巩固竞争优势，公司持续成长可期	23
4.1. 持续修炼内功夯实竞争优势	23
4.2. 上市以来公司市场份额和客户结构持续提升和优化	26
4.3. 从产品和客户两大维度看公司未来的增长方向	28
5. 盈利预测与投资建议	28
6. 风险提示	30

图表目录

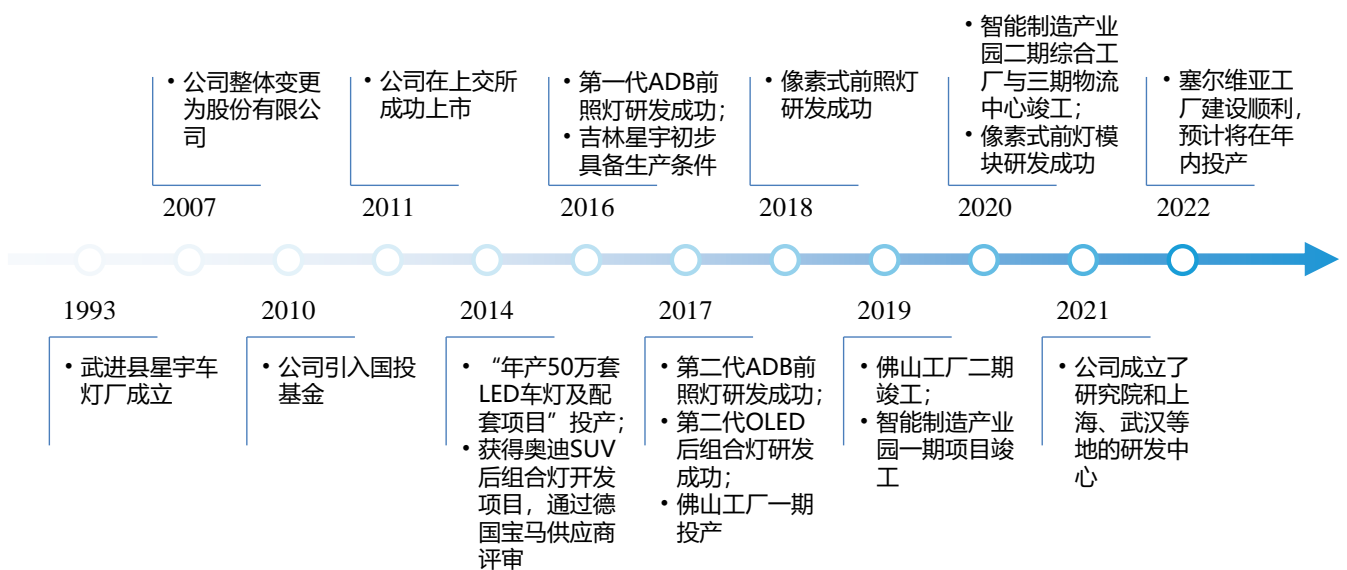
图 1: 星宇股份发展历程.....	5
图 2: 公司股权结构 (2021 年年报)	6
图 3: 公司下游客户情况.....	7
图 4: 公司 2020H1 客户结构 (销售额口径)	7
图 5: 各品类车灯销量 (万只)	8
图 6: 公司各品类车灯销量占比.....	8
图 7: 公司各类车灯营收占比.....	9
图 8: 公司车灯产品的单价变化.....	9
图 9: 公司营业收入及 YOY	9
图 10: 公司各业务营业收入占比.....	9
图 11: 公司归母净利润及 YOY	10
图 12: 公司毛利率、净利率情况.....	10
图 13: 公司整体期间费用率情况.....	11
图 14: 近年公司各项费用率情况.....	11
图 15: 汽车灯具配置情况 (方框中的为照明灯具, 其余为信号灯具)	12
图 16: 前照灯光源技术升级路径.....	13
图 17: AFS 的工作原理	14
图 18: AFS 系统的照明效果	14
图 19: ADB 系统的功能	15
图 20: 矩阵式 ADB 系统的组成结构	15
图 21: 小系车灯预计全球 ADB 渗透率情况	16
图 22: DLP 技术的工作原理	17
图 23: DLP 技术使前照灯具备“投影”能力	17
图 24: 奥迪使用的 OLED 后组合灯	17
图 25: 后组合灯向贯穿式发展的趋势明显.....	17
图 26: 宝马 3 系内饰氛围灯.....	18
图 27: 星越 L 雷神 Hi·X 配备了格栅灯以及发光徽标.....	18
图 28: 部分车灯厂与下游主机厂存在股权关系.....	21
图 29: 2020 年全球车灯市场格局 (销售额口径)	22
图 30: 2019 年中国车灯市场格局 (销售额口径)	22
图 31: 国内车灯企业与主机厂配套关系梳理.....	23
图 32: 公司历年研发投入情况.....	24
图 33: 公司研发人员数量情况.....	24
图 34: 公司车灯产能扩张进程梳理.....	25
图 35: 公司前照灯市场占有率.....	26
图 36: 公司后组合灯市场占有率.....	26
图 37: 2008 年前五大客户 (销售额口径)	27
图 38: 2020H1 前五大客户 (销售额口径)	27
图 39: 公司后续的增长方向.....	28
图 40: 公司收入拆分及预测.....	29
图 41: 可比公司估值表 (数据截至 2022/07/30)	30

表 1: 公司主要产品情况.....	6
表 2: 车灯产品的升级路径梳理.....	12
表 3: 各类光源的性能对比.....	13
表 4: 夜间交通事故发生时前照灯的使用状态情况.....	16
表 5: 车灯升级推动产品价值量持续提升.....	19
表 6: 车灯产品的单车价值量持续提升.....	19
表 7: 车灯单车价值量提升驱动市场规模持续增长.....	20
表 8: 车灯行业进入壁垒.....	21
表 9: 公司近年来研发项目及成果梳理.....	24
表 10: 公司部分产能情况梳理.....	25
表 11: 公司可转债投资项目情况.....	26
表 12: 公司客户拓展历程.....	27

1. 星宇股份——深耕主业的自主车灯龙头

公司深耕车灯主业近三十载。星宇股份创立于1993年，自成立以来一直专注于汽车（主要面向乘用车）车灯的研发、设计、制造和销售，是我国主要的汽车全套车灯总成制造商和设计方案提供商之一。沿着“客户拓展+产品升级”的路径，经过近三十年的发展，目前公司已经成为了国内自主车灯的龙头企业。公司也是中汽协灯具委员会常务副理事长单位和中国照明电器协会副理事长单位，并担任汽车信号灯具强制性国家标准整合工作组组长单位。

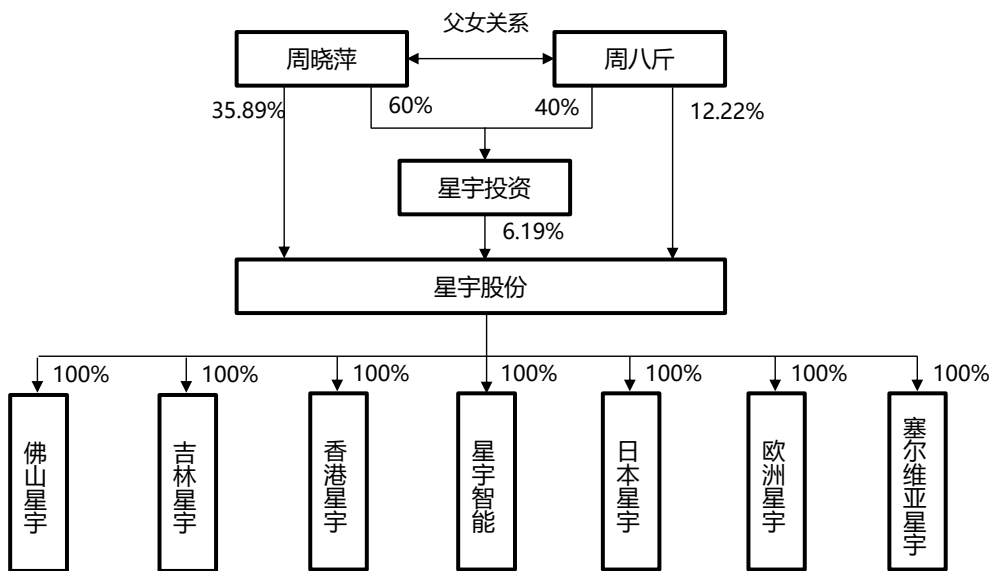
图1：星宇股份发展历程



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

公司股权结构集中，实控人为周晓萍女士。公司董事长兼总经理周晓萍女士直接持有公司35.89%的股权，并通过星宇投资间接持有公司3.71%的股权，合计持有公司39.60%的股权，为公司的实际控制人。此外，周晓萍女士的父亲周八斤先生直接持有公司12.22%的股权，并通过星宇投资间接持有公司2.48%的股权，合计持有公司14.70%的股权。综上，周八斤、周晓萍父女二人合计共持有公司54.30%的股权。

图2：公司股权结构（2021 年年报）




数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.1. 公司产品包含全套车灯总成，客户范围覆盖广泛

公司产品聚焦于汽车车灯。公司产品主要包括前照灯、后组合灯、雾灯、日间行车灯、室内灯和氛围灯等。此外，公司还生产三角警示牌产品。

表1：公司主要产品情况

产品类别	产品图示	产品功能
前照灯		车辆在夜间或者白天雾、雨中行驶时，前照灯照明道路，帮助驾驶员识别前方障碍物
后组合灯		警示车辆后方的道路使用者，或在特定情况下照明使用
车灯		前雾灯用于汽车在雾、雪和大雨等能见度较低的环境中行驶时照亮前方道路。后雾灯用于在雾、雪、大雨等能见度较低的环境中行驶时警示车辆后方的道路使用者
其他小灯		其他小灯包括门灯、阅读灯、日间行车灯、转向灯、制动灯和氛围灯等，功能包括照明、传递信号以及美观等

三角警示牌



行车过程中停车检修或者发生意外事故时使用，起到警示后方车辆的作用

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

公司下游客户涵盖德系、日系和中国多家自主品牌整车企业。公司下游客户包括一汽大众、上汽大众、一汽丰田、广汽丰田、广汽本田、东风本田、东风日产、上汽通用、一汽红旗、奇瑞汽车、德国戴姆勒、德国宝马等。

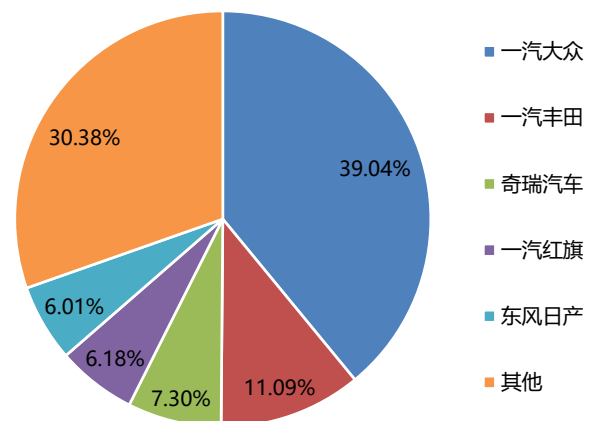
公司的主要大客户包括：一汽大众、一汽红旗、一汽丰田、东风日产、奇瑞汽车和广汽丰田。2020年上半年客户结构（按销售额口径）分别为一汽大众（39.04%）、一汽丰田（11.09%）、奇瑞汽车（7.30%）、一汽红旗（6.18%）、东风日产（6.01%），前五大客户合计占比70%。2021年，由于一汽大众销量出现下降，公司对一汽大众的销售收入占比有所下滑；一汽红旗销量增长较快，在公司营业收入的占比进一步提高。

图3：公司下游客户情况



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

图4：公司 2020H1 客户结构（销售额口径）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

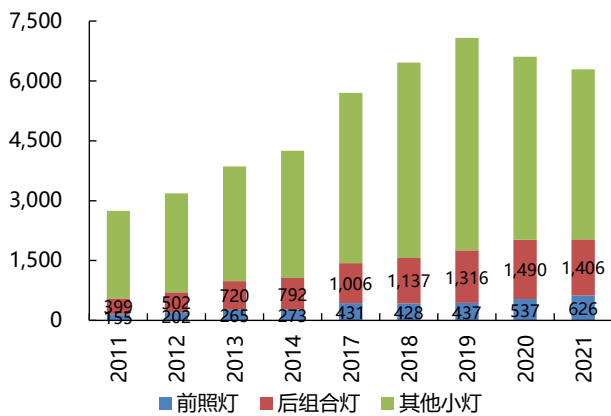
1.2. 车灯销量整体增长，产品结构持续优化

公司车灯产品销量整体保持增长。从销量上看，公司车灯产品的销量从2011年的2743.17万只增长至2021年的6293.50万只，十年的复合增长率为8.66%。其中，2019年公司车灯产品的销量达到了最高的7081.22万只；2020年和2021年由于小灯产品销量的减少，公司车灯产品的总销量有所下滑。

车灯产品结构不断优化，前照灯和后组合灯销量占比持续提升。分品类来看，公司前照灯和后组合灯的销量分别从2011年的155万只和399万只增长至2021年的626万

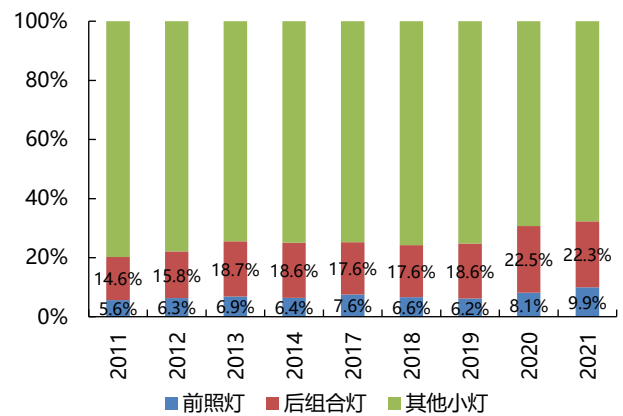
只和 1406 万只，在车灯销量中的占比也分别从 2011 年的 5.64%和 14.56%提升至 2021 年的 9.95%和 22.34%。其他小灯的销量占比从 2011 年的 79.81%下滑至 2021 年的 67.71%。

图5：各品类车灯销量（万只）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：公司各品类车灯销量占比

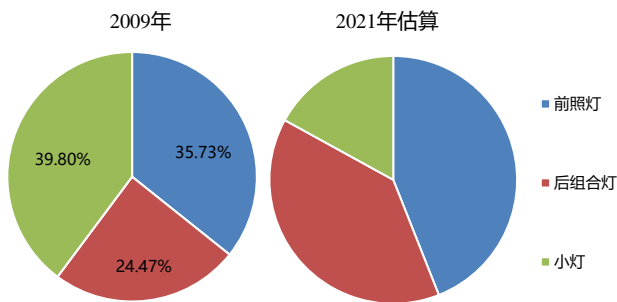


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

前照灯和后组合灯的营收占比持续提升。一方面，前照灯和后组合灯销量在公司车灯总销量中的占比在持续提升；另一方面，前照灯和后组合灯受益于产品技术升级，带来价值量的大幅提升。因此，前照灯和后组合灯的收入在公司车灯收入中的比例也在持续提升，分别从 2009 年的 35.73%和 24.47%均提升至 2021 年的 40%上下的水平（估算）。

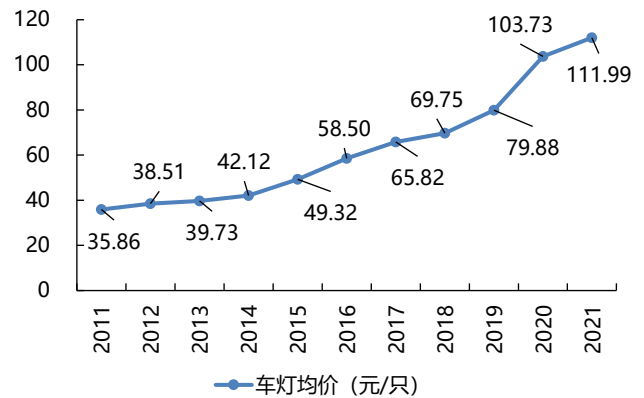
受益于销售结构的优化和各类产品的持续升级，公司车灯产品 ASP 过去十年保持稳定提升。公司车灯产品的单价从 2011 年的 35.86 元/只持续提升至 2021 年的 111.99 元/只，主要系：1、公司车灯销量结构持续优化，高价值量的前照灯和后组合灯销量占比在不断提升；2、公司车灯产品受益于技术升级（LED 化和智能化渗透率提升）从而实现了价值量的持续提升（以前照灯为例，卤素灯单只价格为 200 元-250 元上下，LED 灯单只价格高达 800 元-1000 元）。

图7：公司各类车灯营收占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8：公司车灯产品的单价变化



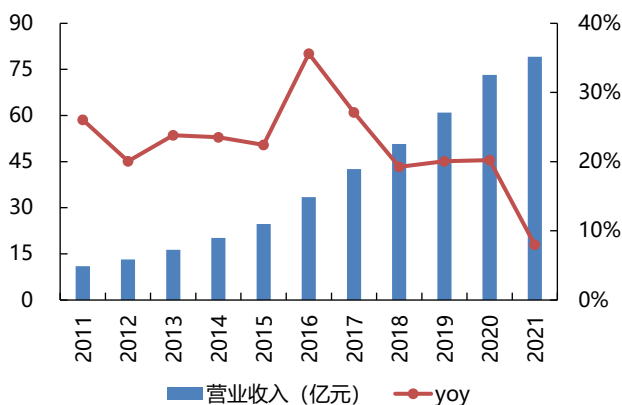
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 公司收入端和利润端均表现出稳定的成长性

公司在营收端表现出优秀的成长性，上市以来实现了稳定的营收增长。受益于中国乘用车行业的稳定发展，以及公司在产品端和客户端的不断升级和拓展，公司营业收入自2011年的10.98亿元增长至2021年的79.09亿元，十年间的复合增长率为22%。公司在营业收入端表现出了稳定的成长性，实现了营业收入连续十年的稳定增长。

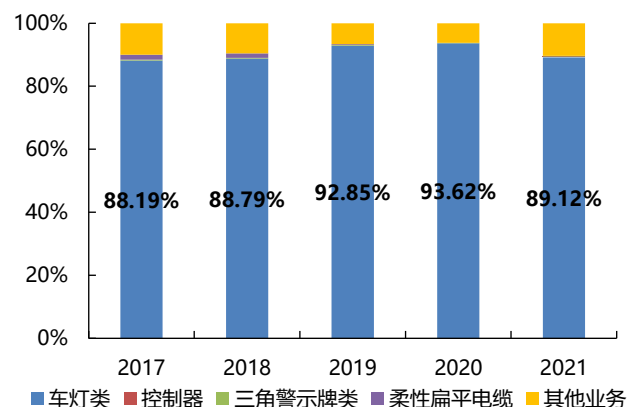
从收入结构上来看，车灯业务一直是公司最主要的营收来源。近三年公司车灯类产品营业收入分别为56.57亿元、68.55亿元和70.48亿元，在主营业务收入中的占比均在99%以上（在营业收入中的占比在90%左右），可见公司的产品销售结构集中，车灯类产品一直为公司的核心产品品类。其他业务收入在营业收入中的占比近年来在10%上下的水平，占比较低，主要为材料销售及废料销售收入。

图9：公司营业收入及 YOY



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：公司各业务营业收入占比

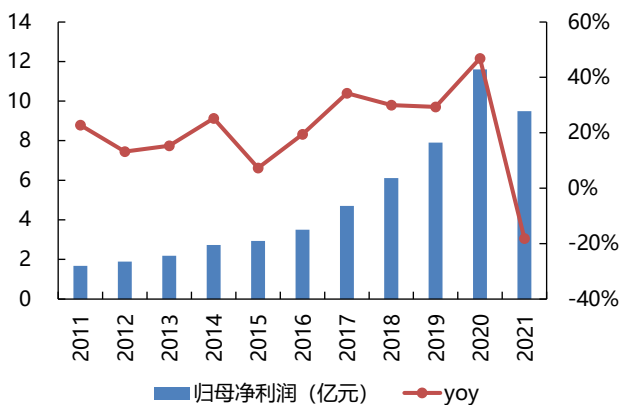


数据来源：Wind，东吴证券研究所

上市以来公司归母净利润整体实现稳定增长。公司归母净利润从 2011 年的 1.67 亿元提升至 2021 年的 9.49 亿元，十年复合增长率为 18.97%，公司归母净利润的持续稳定增长主要系公司收入规模的持续提升以及盈利能力整体保持稳定水平。其中，2021 年公司实现归母净利润 9.49 亿元，同比出现 18.12% 的负增长，主要系 2021 年原材料价格大幅上涨以及人工成本上涨，侵蚀部分利润所致。

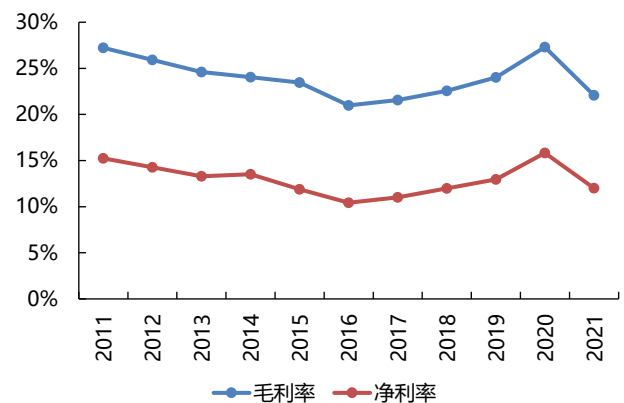
盈利能力同样保持整体稳定，2021 年受原材料价格上涨影响暂时承压。上市以来，公司综合毛利率在 21%-27% 之间波动，其中 2011 年-2016 年公司毛利率出现下行，预计主要系以低价竞争策略开拓客户所致。2017 年-2020 年公司毛利率进入上行区间，预计主要系产品结构持续改善（前照灯与后组合灯销量占比提升）和车灯产品技术升级（LED 化渗透率提升）。2021 年毛利率同比下降 5.22 个百分点，主要系：1、原材料价格上涨以及人工成本上行；2、会计准则的调整（还原后公司 2021 年毛利率同比下降 3.92 个百分点）。净利率方面，公司净利率变化趋势基本与毛利率相同。

图11：公司归母净利润及 YOY



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：公司毛利率、净利率情况



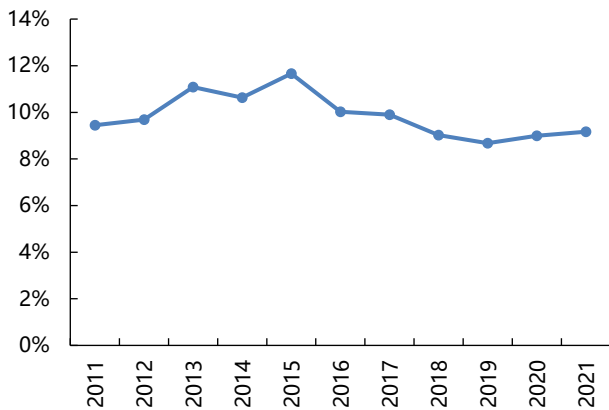
数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司期间费用率整体稳定。公司上市至今期间费用率保持基本稳定，整体上呈现先增长后下降的趋势。其中，2015 年公司期间费用率达到 11.66% 的高点，后续开始逐年下降，预计主要系公司销售规模增加后销售费用率下降所致。近四年公司期间费用率整体保持在 9% 上下的水平，其中 2021 年公司期间费用率为 9.17%，同比微增 0.17 个百分点。

分项目来看：1、公司销售费用率近年整体呈现下降的趋势，一方面是公司收入规模扩大带来的规模效应，另一方面 2021 年公司会计准则调整使得销售费用率出现较大幅度下降（运费和仓储费从销售费用调整至营业成本）；2、公司管理费用率近年来一直

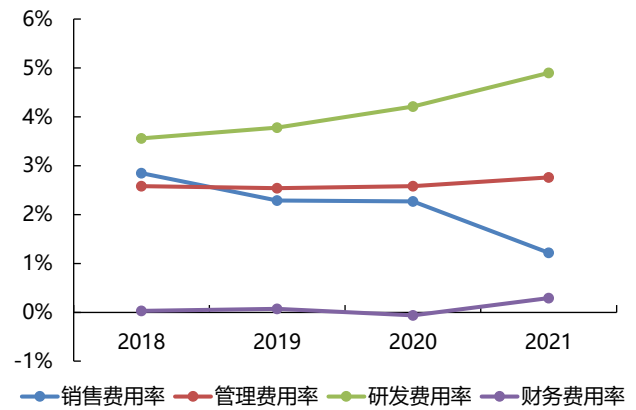
保持相对稳定，在 2.6% 上下的水平；3、公司研发费用率近四年持续增长，主要系公司加大研发，研发投入金额近年持续增加所致；4、公司财务费用率一直保持在较低水平。

图13：公司整体期间费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图14：近年公司各项费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

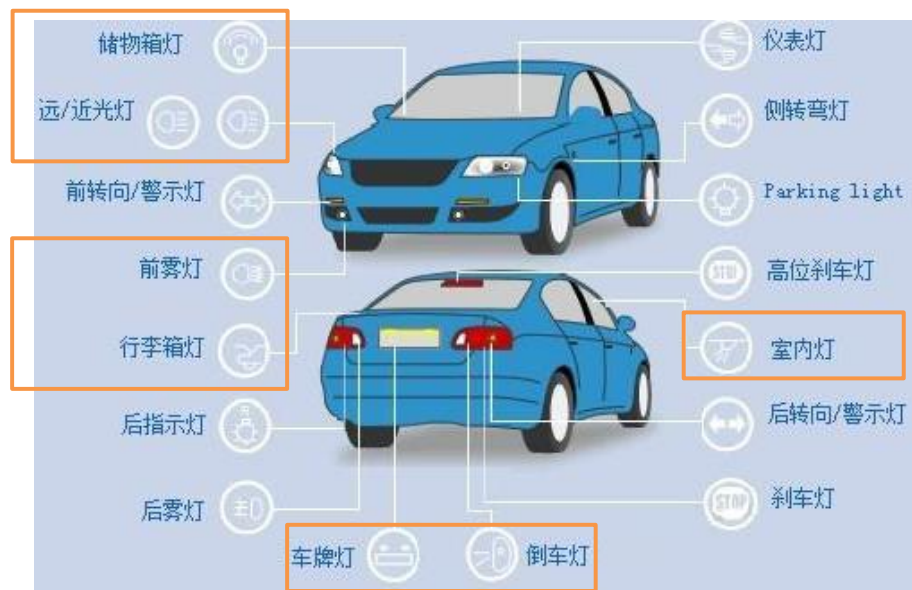
2. 空间：车灯持续迭代升级驱动市场规模增长

2.1. 车灯是汽车重要部件，具有照明和传递信号的功能

车灯被称为汽车的眼睛。车灯是汽车的关键的零部件之一，具有照明、信息交流、造型美观等功能，对汽车的实用性、安全性和造型美观有着重要的影响。一般一款车灯的生命周期在 2.5 至 3 年，车型在中期改款和全新换代的时候均会对车灯进行重新设计。

车灯按照功能可以分为照明灯具和信号灯具。照明灯具起到照明的作用，主要包括前照灯、前雾灯、倒车灯、阅读灯、行李箱灯等；信号灯具起到向外界传递信号的功能，主要包括位置灯、示廓灯、转向灯、行车灯、制动灯等。

图15: 汽车灯具配置情况 (方框中的为照明灯具, 其余为信号灯具)



数据来源: 盖世汽车, 公司公告, 东吴证券研究所

2.2. 车灯是具备持续迭代升级能力的零部件赛道

汽车车灯具备持续迭代升级的能力。车灯作为汽车的关键零部件, 决定了车辆的造型美观以及使用安全性, 其发展历史几乎与汽车本身的发展历史同步。汽车车辆本身的持续升级对车灯也提出了相应的产品升级要求, 随着光源技术的发展、车辆使用安全性要求的提升、整车智能化水平的提升以及车辆外观造型设计的发展, 车灯产品在各个维度都在持续升级。

车灯产品三大升级路径: (1) 光源技术升级; (2) 智能化升级; (3) 结构造型升级。

不同的车灯产品在产品升级的路径上也存在差异。前照灯作为影响安全的关键和技术差异最大的产品, 同时在光源技术、智能化技术和造型结构三方面具备升级路径; 后组合灯则主要是在光源技术和造型结构方面持续升级; 其他车灯则体现在造型结构方面, 小灯的品类持续增加, 如车内氛围灯、发光格栅、LOGO 灯和迎宾灯等。

表2: 车灯产品的升级路径梳理

	光源技术升级	智能化升级	结构造型升级
前照灯	卤素大灯 → 氙气大灯 → LED 大灯 → 激光大灯	普通前照灯 → AFS → ADB → DLP	新势力中已经出现了由分离式前照灯向贯穿式前照灯的演变
后组合灯	卤素尾灯 → LED 尾灯 → OLED 尾灯	/	后组合灯也开始由分离式向贯穿式发展, 目前进度比前照灯更快

其他车灯 / /

小灯的升级更多的体现在品类的增加，如室内氛围灯、发光格栅、LOGO 灯、迎宾灯

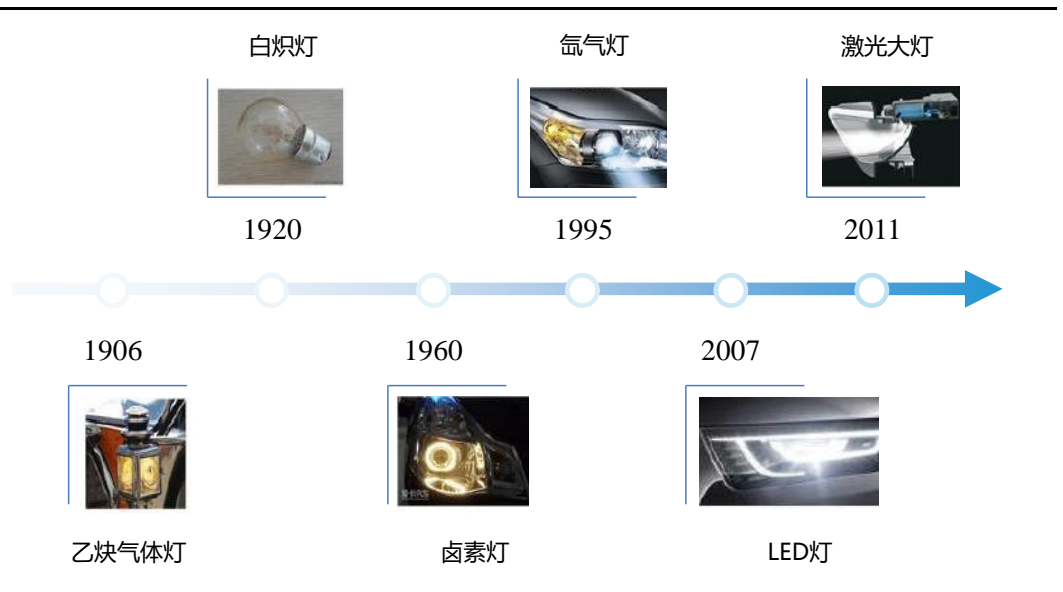
数据来源：东吴证券研究所

2.2.1. 前照灯：光源技术持续迭代升级，AFS、ADB、DLP 智能化水平持续提升

前照灯光源技术持续升级。前照灯光源从最早期的乙炔气体灯和白炽灯，发展至最基本的卤素灯，然后升级为氙气灯，进一步升级至 LED 灯，最后到最新的激光大灯。

伴随着光源升级，前照灯的性能持续提升。随着前照灯光源技术的迭代升级，其光照强度、使用寿命、能量损耗等性能指标都得到了不断的优化和提升，进一步提高了夜间照明的可视范围和车灯的可靠性，提高了夜间驾驶的安全性。

图16：前照灯光源技术升级路径



数据来源：中国知网，公司公告，东吴证券研究所

表3：各类光源的性能对比

	卤素	氙气	LED (单颗)	激光 (单颗)
光强 (流明)	1350	2000-3500	300-2240	300-450
色温 (K)	3200	4300	2700-8300	6000
寿命 (小时)	300	3000 以上	5000 以上	1000
发光面积 (mm ²)	20	12.5	1-5	3
能耗 (W)	55	25-35	3-18	5
优点	结构简单，可靠性	比卤素灯色温高，亮	尺寸小，便于组合设	尺寸更小，亮度更

	高，成本低	度高，寿命长	计，寿命更长，启动快	高，发热更低
缺点	亮度低，体积较大，需定期更换灯泡	启动较慢，成本高于卤素灯	需要驱动，成本较高	需要驱动，成本高，需要安全防护
适用场景	远光灯、近光灯、雾灯	适用于透镜式远光灯、近光灯	适用于远光灯、近光灯、前雾灯	适用于辅助远光

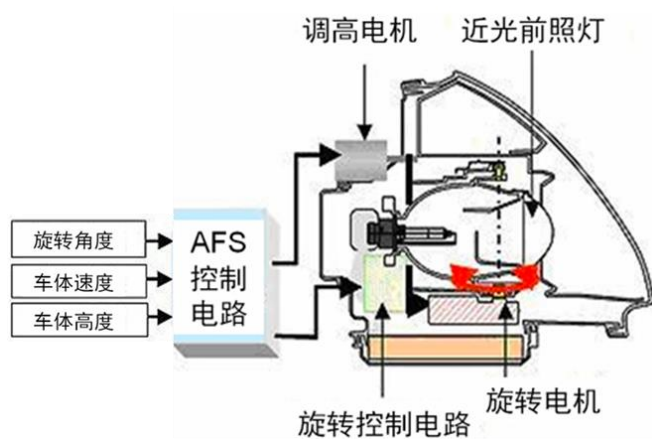
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

随着智能化技术的发展以及对驾驶安全性提升的持续追求，智能化技术开始在汽车前照灯中得到应用。为了进一步提高前照灯的照明效果并提升夜间驾驶的安全性，人们开始使用智能化技术对道路照明进行主动控制，智能化技术逐渐渗透前照灯领域，形成了 AFS—ADB—DLP 的产品迭代路线。

AFS 自适应前照灯系统：AFS 由传感器、电子控制单元、车灯控制系统和前照灯四部分组成。工作时，传感器将角度、速度等信号通过 CAN 传入 ECU 中，ECU 处理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。AFS 系统有基础照明模式、城市道路照明模式、高速道路照明模式、恶劣天气模式和弯道照明模式，AFS 系统能多种模式下相互转换，以提升驾驶汽车的安全性。

AFS 系统存在的不足：AFS 系统主要是针对近光灯照明，在使用远光灯时，AFS 系统对于驾驶安全性的提升有限。

图17：AFS 的工作原理



数据来源：中国知网，公司公告，东吴证券研究所

图18：AFS 系统的照明效果



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

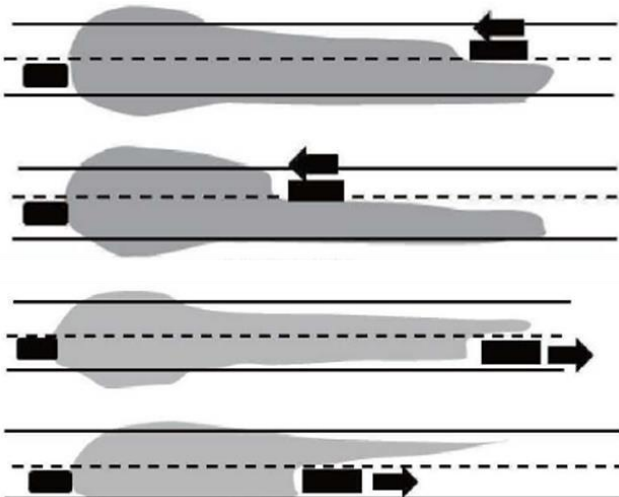
ADB (Adaptive Driving Beam) 系统全称自适应远光灯系统，也称无眩目远光。ADB 是融合了机器视觉、复杂传感、阵列光源等先进技术的智能前照灯技术。ADB 系统的出现一方面是为了弥补 AFS 系统的不足，另一方面也是满足未来智能驾驶的需求。

ADB 系统的功能：ADB 能够根据车辆行驶状态以及道路状态等自动开启或关闭远光灯。并根据前方视野中其他车辆的位置自动地变换远灯光型，避免远光灯对其他道路使用者造成眩目。

ADB 系统功能实现的原理：视觉感知模块实时获取道路交通信息；ADB 模块接收到视觉感知模块发送的信息，并结合其他传感器的信息，通过控制算法对信息进行分析处理并作出判断；进而驱动灯光调节模组对灯光进行调节，最终实现前照灯的智能调节。

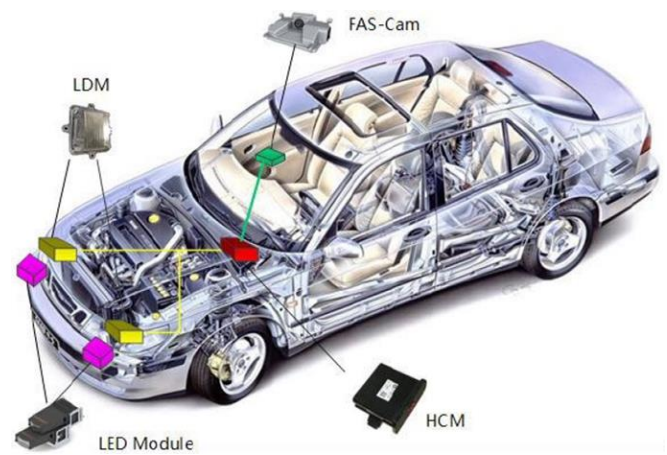
矩阵式 LED 是目前 ADB 功能的主要实现方式。即靠高分辨率的 LED 矩阵中部分 LED 的熄灭以形成 ADB 光形。

图19：ADB 系统的功能



数据来源：中国知网，东吴证券研究所

图20：矩阵式 ADB 系统的组成结构



数据来源：中国知网，东吴证券研究所

能见度较差使得夜间行驶时的事故发生率较高。夜间行驶时，远光灯的照明效果要远远好于近光灯，但是由于远光灯会对前方车辆或迎面驶来车辆的驾驶员造成眩光的影响，因此要求夜间在有照明条件的道路上驾驶员需使用近光灯行驶。但根据日本统计机构的数据，几乎绝大部分夜间事故都是发生在车辆使用近光灯行驶的状态下，这说明较低的能见度使得驾驶员难以注意到路面的行人。

ADB 自适应远光灯系统能大幅提高夜间行驶的安全性。ADB 使得驾驶员不需要去手动切换近光灯和远光灯，可以一直使用远光灯行驶，并且避免了对前方和对面车辆的眩光，增强了对路面的照明效果，提高了夜间驾驶的安全性。

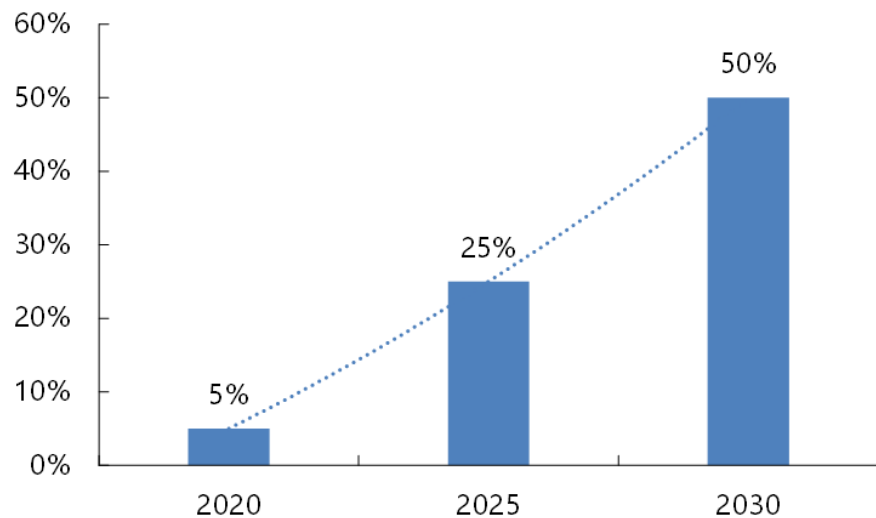
ADB 渗透率提升目标：根据小系车灯的预测，全球 ADB 渗透率将在 2025 年达到 25%，在 2030 年达到 50%。

表4：夜间交通事故发生时前照灯的使用状态情况

前照灯使用状态	占比
近光灯	95%
远光灯	2%
辅助灯	1%
未使用灯光	2%

数据来源：斯坦雷电气年报，东吴证券研究所

图21：小系车灯预计全球 ADB 渗透率情况



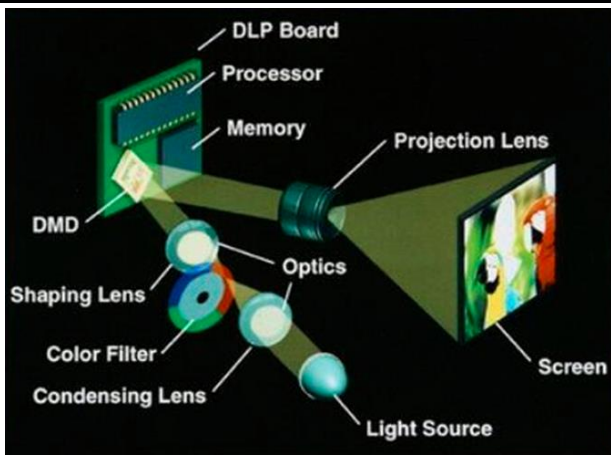
数据来源：小系车灯年报，东吴证券研究所

DLP (Digital Light Processing, 数字化灯光处理) 技术进一步提高了前照灯的智能水平。DLP 大灯除了具备 ADB 系统的防眩目功能以外，进一步增加了灯光分区，使车灯分辨率大幅提高，每只前照灯可以拥有超过 100 万个寻址像素，相比于矩阵式 LED 的 ADB 提高了一万倍。

DMD (Digital Micromirror Device, 数字微镜器件) 是 DLP 大灯中的核心器件。根据配置的不同，DMD 包含数十万或数百万个单独控制的微镜，每一个微镜对应一个像素，每个像素点可以单独控制。通电时微镜有两种工作状态，分别为“on”和“off”，“on”态时微镜将光源发出的光线反射至镜头中形成一个像素，“off”时微镜将光源发出的光线反射至光吸收模块，此时像素点呈现为暗。通过控制微镜可以形成所需的各种光型，并且实现了对光型的像素化控制。

DLP 大幅地提高了大灯分辨率，赋予了前照灯“投影”的能力。DLP 大灯能够将图像和标志投射到前方道路上，例如车道标记或导航方向，**从而实现信息交互的功能。**

图22: DLP 技术的工作原理



数据来源: 盖世汽车, 东吴证券研究所

图23: DLP 技术使前照灯具备“投影”能力



数据来源: 盖世汽车, 东吴证券研究所

2.2.2. 后组合灯: 兼具光源和结构造型的升级

汽车后组合灯主要有两大升级方向: (1) 光源升级; (2) 结构造型。

后组合灯光源沿着卤素→LED → OLED 的路径升级。传统尾灯采用的是卤素光源, 但卤素尾灯发光偏黄、亮度偏低; LED 尾灯则具有寿命长, 光效高、功耗低、响应快等优点, 目前 LED 尾灯渗透率已经到了非常高的水平; OLED 则具有自发光特性, 不需要任何光源系统的支持, 且厚度很薄, 可以缩小尾灯体积, 且 OLED 具有面光源和漫反射的特点, 光质均匀, 可实现无极调光, OLED 的特性使得其非常适用于尾灯。

尾灯造型也从分离式向贯穿式发展。随着 LED 光源在尾灯中的渗透率持续提升, 贯穿式尾灯设计也迎来了迅速发展。贯穿式尾灯增加了汽车尾部的灯光面积, 横向细长的灯带设计提升了科技感, 和美观程度, 更加具有辨识度, 也提高了安全性。

图24: 奥迪使用的 OLED 后组合灯



数据来源: 盖世汽车, 东吴证券研究所

图25: 后组合灯向贯穿式发展的趋势明显



数据来源: 汽车之家, 东吴证券研究所

2.2.3. 小灯：内外饰氛围灯的品类持续增加

其他小灯的升级主要表现为品类的持续增加。在传统的汽车灯光配置中，除前照灯和后组合灯以外的小灯主要包括雾灯、行李箱灯、室内灯、后备箱灯、车牌灯和仪表灯等，以功能性为主，起到照明和信息传递的作用。随着汽车消费持续升级，以及 LED、OLED 等光源技术的发展，各种内外饰氛围灯的品类持续增加，以满足消费者对汽车美观、豪华和个性化的需求。

内饰氛围灯：内饰氛围灯的出现较早，也在持续升级。一方面内饰氛围灯的覆盖范围越来越大，形成了覆盖地毯、顶棚、车门板以及中控台的环绕型配置；另一方面氛围灯也变得更加智能化，灯光颜色丰富度不断提升，明暗和颜色的变化控制更加多样。

外饰氛围灯：外饰氛围灯同样是小灯重要的增长点，目前各种外饰氛围灯如 LOGO 灯、进气格栅灯等均逐渐得到主机厂的认可并在车型上实现量产。

图26：宝马 3 系内饰氛围灯



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

图27：星越 L 雷神 Hi·X 配备了格栅灯以及发光徽标



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

2.3. 车灯产品的迭代升级推动单车价值量的持续提升

从价值量上看，随着车灯产品的升级，车灯产品的价值量也在不断提升。

前照灯：传统卤素前照灯的价格在 200-250 元每只；氙气大灯的价格在 400-500 元每只；LED 大灯的价格在 800-1000 元每只；智能化程度更高的 ADB 大灯价格为 1300-3000 元每只；最先进的 DLP 大灯的价格高达 8000-10000 元每只。

后组合灯：传统卤素后组合灯价格为 400-500 元每套；LED 后组合灯价格为 800-1200 元每套；OLED 后组合灯价格为 2500-3000 元每套。贯穿式后组合灯的价格要高于传统分离式后组合灯。

小灯：传统小灯配置的单车价值量在 400-800 元，而新增品类的小灯价值量更高，如氛围灯价格一般视配置在 500-1000 元每套。

表5：车灯升级推动产品价值量持续提升

车灯分类	产品价值量		
	卤素	氙气	LED
前照灯	200-250 元/只	400-500 元/只	800-1000 元/只
	ADB 1300-3000 元/只	DLP 8000-10000 元/只	/
后组合灯	卤素 400-500 元/套	LED 800-1200 元/套	OLED 2500-3000 元/套
	传统小灯配置 400-800 元/单车	氛围灯 视配置约 500-1000 元/套	/

数据来源：汽车之家，公司公告，东吴证券研究所

车灯产品单车价值量变化趋势：将所有车灯产品汇总计算，可以发现车灯产品的单车价值量随着车灯的升级在持续提升。

传统车灯（卤素大灯+卤素尾灯+传统小灯）单车价值量：1200-1800 元；

氙气车灯（氙气大灯+卤素尾灯+传统小灯）单车价值量：1600-2300 元；

全 LED 灯（LED 大灯+LED 尾灯+传统小灯+氛围灯）单车价值量：3300-5000 元；

智能车灯（ADB 大灯+LED 尾灯+传统小灯+氛围灯）单车价值量：4300-9000 元。

表6：车灯产品的单车价值量持续提升

车灯单车价值量变化情况				
前照灯类型	卤素	氙气	LED	ADB
后组合灯类型	卤素	卤素	LED	LED
小灯配置	传统小灯	传统小灯	传统小灯+氛围灯	传统小灯+氛围灯
车灯单车价值量合计（元）	1200-1800	1600-2300	3300-5000	4300-9000

数据来源：汽车之家，公司公告，东吴证券研究所

中国乘用车车灯市场需求 2025 年预计将达到 1165 亿元。一方面随着中国狭义乘用车销量持续增长，另一方面大灯、尾灯和小灯等车灯产品在光源技术、智能化水平以及结构造型等方面持续升级，中国乘用车车灯市场规模将在 2025 年达到 1165 亿元，2021 年至 2025 年间的复合增长率为 14%。

表7：车灯单车价值量提升驱动市场规模持续增长

	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
中国狭义乘用车销量（万辆）	2107.36	2201.84	2426.03	2646.21	2852.38
YOY		4.48%	10.18%	9.08%	7.79%
前照灯-卤素灯渗透率	15.00%	12.00%	8.00%	7.00%	7.00%
前照灯-氙气灯渗透率	10.00%	8.00%	6.00%	4.00%	2.00%
前照灯-LED灯渗透率	70.00%	72.00%	74.00%	72.00%	66.00%
前照灯-ADB渗透率	5.00%	8.00%	12.00%	17.00%	25.00%
前照灯-卤素灯单价（元/只）	225	224	223	222	221
前照灯-氙气灯单价（元/只）	450	448	446	443	441
前照灯-LED灯单价（元/只）	900	887	873	860	847
前照灯-ADB单价（元/只）	2500	2425	2352	2282	2213
中国乘用车前照灯市场空间（亿元）	351.4	394.11	472.1	550.63	648.47
后组合灯-卤素灯渗透率	12.00%	9.00%	6.00%	3.00%	0.00%
后组合灯-LED灯渗透率	86.00%	87.00%	88.00%	89.00%	90.00%
后组合灯-OLED灯渗透率	2.00%	4.00%	6.00%	8.00%	10.00%
后组合灯-卤素灯单价（元/套）	450	448	446	443	441
后组合灯-LED灯单价（元/套）	1000	995	990	985	980
后组合灯-OLED灯单价（元/套）	2750	2695	2641	2588	2537
中国乘用车后组合灯市场空间（亿元）	204.2	223.21	256.29	290.31	323.97
其他小灯-氛围灯渗透率	15.00%	18.00%	21.00%	24.00%	27.00%
其他小灯-氛围灯单车价值量（元/套）	500	510	520	531	541
其他小灯-传统小灯单车价值量（元/套）	550	545	539	534	528
中国乘用车小灯市场空间（亿元）	131.71	140.1	157.28	174.92	192.38
中国乘用车车灯市场空间（亿元）	687.32	757.43	885.67	1015.85	1164.82
YOY		10.20%	16.93%	14.70%	14.66%

数据来源：乘联会，公司公告，东吴证券研究所

3. 格局：当前呈现一超多强的内外资竞争格局

3.1. 车灯供应商与主机厂关系密切、合作紧密

车灯供应商与下游主机厂的合作关系紧密。车灯作为汽车的关键的零部件，对汽车的实用性、安全性和造型美观有着重要的影响。一方面，车灯厂进入整车厂的供应链需要经过严格的供应商审核，准入门槛高因而替换成本也高；另一方面，车灯产品的更新频率较高，通常在2-3年，且车灯设计周期较长，存在设计和模具开发等前期费用；因此主机厂倾向于与固定的车灯供应商合作，且一款车灯产品的定点通常为独供。

部分车灯厂与主机厂还存在股权关系。车灯厂与主机厂的关系密切，部分厂商相互之间还存在股权关系，如丰田为小系车灯的股东；本田持股斯坦雷；华域视觉为上汽集

团体系内的车灯企业；一汽富维海拉股权为一汽集团与海拉的合资公司；Varroc 收购的伟世通车灯部门，而伟世通曾是福特的子公司；北京海纳川海拉车灯为北汽与海拉的合资公司；马瑞利此前是 FCA 的子公司。

图28：部分车灯厂与下游主机厂存在股权关系



数据来源：天眼查，公司公告，东吴证券研究所

3.2. 车灯行业进入壁垒较高，市场份额集中在头部厂商

车灯行业的进入壁垒主要包括客户资源壁垒、技术壁垒、成本壁垒以及质量认证壁垒。车灯作为汽车中与安全相关的重要零部件，有着较高的行业进入壁垒，主要包括客户资源壁垒、技术壁垒、成本壁垒和质量认证壁垒。

表8：车灯行业进入壁垒

类型	难点	具体内容
客户资源壁垒	供应商替换成本高，先发优势较大	车灯厂与整车厂合作较为密切，由于车灯产品对整车安全有着直接影响，且车灯产品需持续更新，所以主机厂通常选择和固定的车灯供应商合作，车灯供应商替换成本较高，因此原有供应商有着较大的先发优势。
技术壁垒	车灯技术要求高	车灯制造对产品性能、质量可靠性等要求较高，汽车灯具制造需要运用跨学科（材料学、光学、电子学、机械工程等）的知识和技术，这些知识和技术的掌握通常需要一个长期积累的过程。
成本壁垒	充分竞争，新进入者短期难有成本优势	车灯行业需要大量前期投资，在产品形成销售收入之前需购置生产设备、进行产品研发设计、模具开发和工装开发，新进入者难以在短期形成较大规模，摊低成本
质量认证壁垒	须通过车规认证和主机厂供应商评审	新进入者需要通过车规级要求和主机厂自身的严格评审

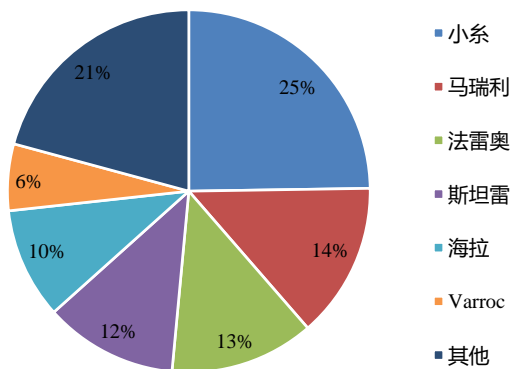
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

全球车灯市场集中度较高，小糸为全球车灯龙头。全球车灯市场的行业集中度较高，CR3 为 52%，CR5 为 74%。小糸为全球车灯龙头，2020 年其全球市场份额为 25%；其余头部企业包括马瑞利、法雷奥、斯坦雷、海拉和伟瑞柯，2020 年的全球市场份额分别为 14%、13%、12%、10%和 6%。

中国车灯市场呈现“一超多强”的行业格局，市场集中度同样较高。中国车灯市场中，华域视觉（原上海小糸）2019 年以 28%的市场份额位居第一，较大幅地领先对手。海拉、小糸、斯坦雷、星宇和法雷奥分别以 12%、12%、11%、9%和 7%的市场份额，分列中国市场的第二位至第六位。集中度方面，中国车灯市场 CR3 为 52%，CR5 为 72%，同样拥有较高的市场集中度（以上口径均为销售额）。其余国内车灯企业还包括：嘉利车灯、燎旺车灯、天翀车灯，但整体规模与头部的车灯厂存在差距。

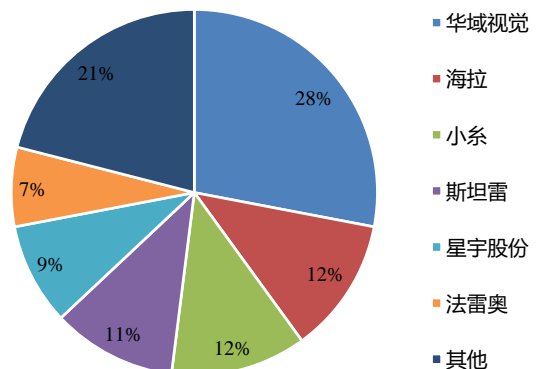
智能水平在车灯领域的提升将进一步使市场份额向头部企业集中。ADB、DLP 等技术对车灯企业的技术研发和资金实力提出了更高的要求，中小型车灯企业将在行业变革中逐渐落后，市场份额将进一步向头部企业集中。

图29：2020 年全球车灯市场格局（销售额口径）



数据来源：公司公告，华经情报网，东吴证券研究所

图30：2019 年中国车灯市场格局（销售额口径）



数据来源：公司公告，华经情报网，东吴证券研究所

3.3. 国内主机厂与车灯厂配套情况梳理

下图对国内主要车灯企业与主机厂的配套关系进行了梳理（标黄部分代表存在股权关联）。

图31：国内车灯企业与主机厂配套关系梳理

	华域视觉	星宇	小糸	斯坦雷	海拉	法雷奥	马瑞利	伟瑞柯	弗迪视觉	曼德电子	嘉利
一汽大众	√	√			√	√	√	√			√
一汽集团											
一汽丰田	√	√	√	√		√					√
一汽红旗	√	√						√			
上汽集团											
上汽大众	√	√			√	√	√	√			
上汽通用	√	√			√	√	√	√			
上汽乘用车	√										
广汽集团											
广汽本田	√	√		√				√			√
广汽丰田	√	√	√	√		√					√
广汽乘用车	√	√				√					√
北汽集团											
北京奔驰					√		√				
北京现代					√						
东风汽车											
东风日产		√				√					√
东风本田		√	√	√		√	√				
长安汽车											
长安福特	√					√	√				
长安马自达			√	√			√				
长安自主	√	√	√				√	√			
华晨宝马		√			√	√	√				
长城汽车	√									√	
比亚迪									√		
吉利汽车	√	√			√		√	√			
奇瑞汽车	√	√				√					√

数据来源：公司公告，公司官网，天眼查，Marklines，东吴证券研究所

4. 修炼内功巩固竞争优势，公司持续成长可期

4.1. 持续修炼内功夯实竞争优势

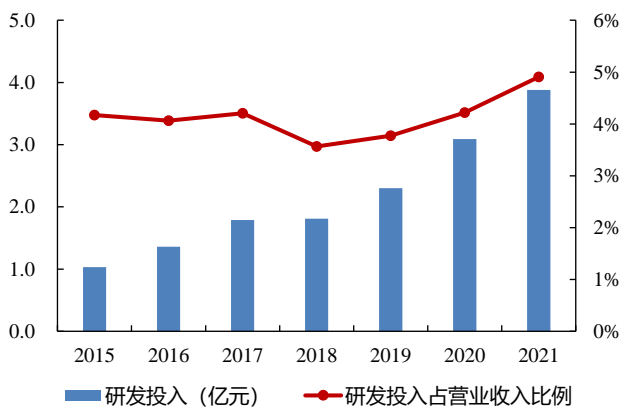
公司不断加大研发力度，研发投入金额和研发人员数量持续增长。

研发投入金额和在营收中的占比持续提升。公司的研发投入从2015年的1.03亿元持续增长至2021年3.88亿元，复合增长率为25%。特别是2019年以来，研发投入的增长速度保持在30%左右，且研发投入占公司营业收入的比例也从2018年的3.57%持续提升至2021年的4.91%。

研发人员数量实现同步增长。公司研发人员的数量从2015年的457人持续提升至2021年1493人，复合增速为22%，其中2021年公司新增研发人员数量428人，对应的研发人员数量的占比也从此前稳定的15.5%左右大幅提升至19%的水平。

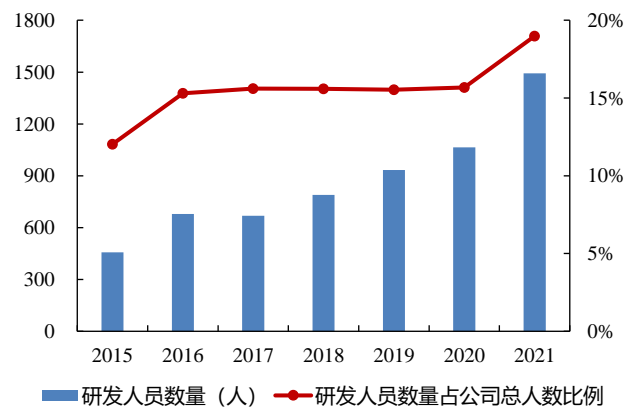
研发人员结构：截至2021年年末，公司研发人员中硕士学历及以上的人数为232人，对应研发人员中的占比为15.5%，其中博士9人。年龄结构方面，公司30岁以下的研发人员数量为800人，30-40岁之间的研发人员数量为595人，40-50岁之间的研发人员数量为85人。整体来看，目前公司已经建立起了一支梯队合理的研发队伍。

图32：公司历年研发投入情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图33：公司研发人员数量情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司大力布局先进车灯技术的研发项目，确保了公司在车灯技术领域的持续领先。特别是在车灯智能化水平快速提升的背景下，持续的技术研发将提升公司的市场竞争力，使公司在市场竞争中取得优势地位。

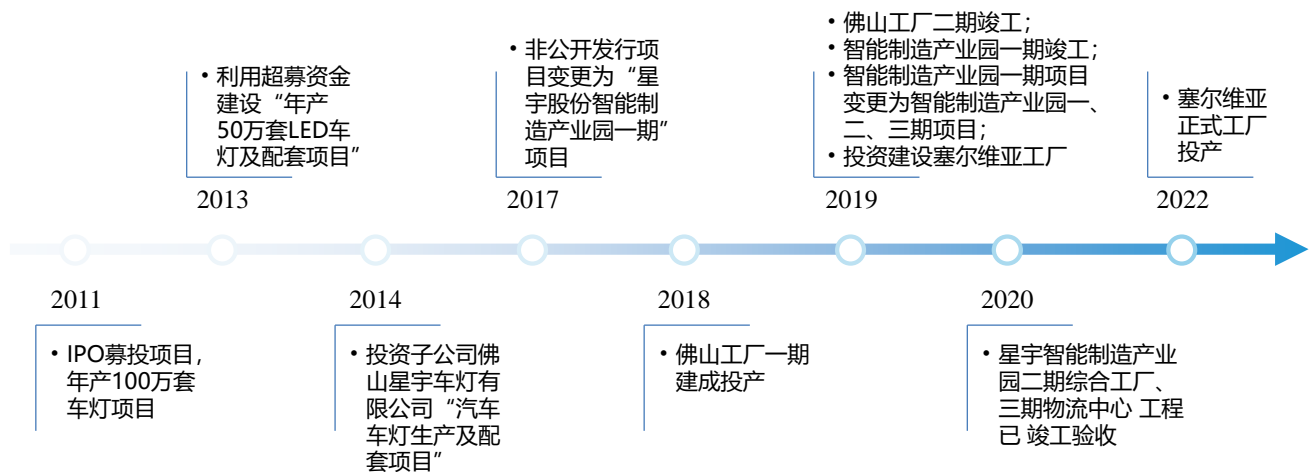
表9：公司近年来研发项目及成果梳理

时间	事件
2011年	推进LED、AFS(自适应前照明系统)等先进技术的研究
2012年	公司技术中心加大了LED车灯、光导技术等新技术的研究
2013年	加强对新技术(如LED前照灯、AFS前照灯)、新工艺(如激光焊接)的研究
2014年	公司第一款AFS前照灯成功研发
2015年	非公开发行募投“汽车电子和照明研发中心”，开展车灯及车灯电子、红外成像、图像识别、传感器技术和智能化生产线等方面的研发工作
2016年	公司第一代自适应远光前照灯(ADB前照灯)研发成功；与松下中国签订战略合作协议，旨在共同研发LED车灯驱动技术及推动车灯产品中的电子应用
2017年	公司第二代ADB前照灯研发成功；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；汽车电子和照明研发中心项目启动
2018年	像素式前照灯研发成功；NDAS智能前照灯研发成功；LIN/CAN控制RGB氛围灯研发成功；低成本双光LED透镜组件研发成功；
2019年	尾灯的高精度尺寸控制技术成功；贯穿式尾灯的焊接及尺寸控制技术成功；电容式、电感式、红外式等感应式室内灯研发成功
2020年	加强新技术开发：1、前照灯ADB投影灯模组应用；2、OLED技术在后组合灯中应用。第二代大众语音交互式酷炫氛围灯、激光辅助远光灯量产。手势识别室内灯、像素式前灯模块研发成功。
2021年	持续引进中、外籍技术、管理及生产方面人才，为公司技术及生产提供技术支持和管理方法。公司成立了研究院和上海、武汉等地的研发中心，积极开展车灯和汽车电子研究，探索业务发展新领域，为公司发展奠定基础。加强技术开发，包括：1、基于DMD的智能前照灯模组；2、基于Micro LED的智能前照灯模组；3、HMI手势识别室内灯、Matrix室内灯；4、Smart RGB氛围灯。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司自上市以来稳步推进产能建设，为公司车灯产销量持续增长打下基础。公司自上市以来稳步扩张生产能力，先后建设了“年产 50 万套 LED 车灯及配套项目”、佛山工厂一二期、智能制造产业园一二三期以及海外生产基地塞尔维亚工厂等产能，为公司业务规模的增长打下了基础。

图34：公司车灯产能扩张进程梳理



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表10：公司部分产能情况梳理

产能项目	地点	产能（万只/年）				备注
		大灯	尾灯	雾灯	小灯	
IPO 前原有产能	常州	240	240	240		
IPO 项目：年产 100 万套车灯项目	常州	200	200	200		
50 万套 LED 车灯项目	常州	100	100			
佛山工厂（一期、二期）	佛山	100	160			
智能制造产业园一、二、三期	常州	460	560			产能未达产
塞尔维亚工厂	塞尔维亚	100	300		170	2022 年正式投产

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司可转债项目募投建设模具工厂和电子工厂。公司 2020 年发行可转债，募集资金建设智能制造产业园模具工厂与智能制造产业园电子工厂。

项目建设背景：目前，汽车车灯正向电子化、智能化方向不断升级，对车灯企业电子配套能力的要求越来越高；同时，电子化、智能化的车灯结构愈加复杂，对车灯模具的开发数量和精度有着更高的要求，需要车灯企业提高模具开发能力和水平。

通过模具工厂和电子工厂的建设，公司将实现向车灯产业链上游的延伸，将进一步增强公司的市场竞争力。模具工厂的建设将弥补未来公司模具和工装的产能缺口，提高模具开发能力和水平；电子工厂的建设将增强公司的电子配套能力，并将促进公司电子模组自制率的提升，进一步提升公司盈利能力。

表11：公司可转债投资项目情况

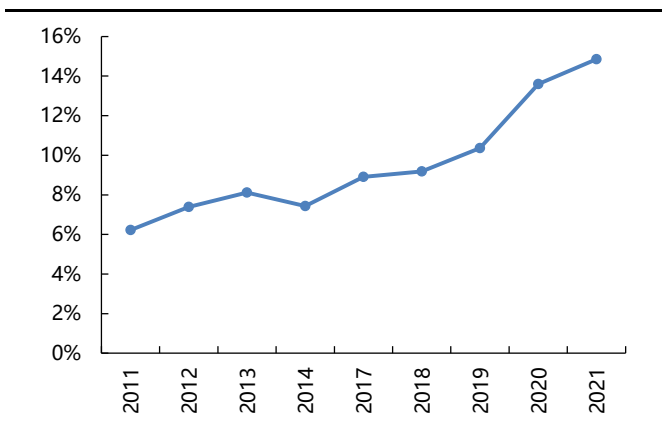
项目名称	投资金额	项目地点	建设内容	预计达产时间
智能制造产业园模具工厂	6.02 亿元	智能制造产业园现有园区内	工厂将用于对公司智能制造产业园大灯工厂涉及的模具、工装生产以及试制测试，并形成年产普通大灯焊接、贯穿灯热板焊接、涂装压合、普通胎具、标准设备等各类工装 11,046 副的机加工、装配生产能力，年产大灯面罩、后灯面罩、单色/多色饰圈等各类模具 360 副的生产能力。	2023 年
智能制造产业园电子工厂	5.77 亿元	智能制造产业园现有园区内	电子工厂项目建设完成后，将用于车灯 LED 模组及其他电子模组生产和检测，并形成年产光源模组 3,444.86 万片、其他电子模组 575.77 万个的生产能力。	2024 年

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 上市以来公司市场份额和客户结构持续提升和优化

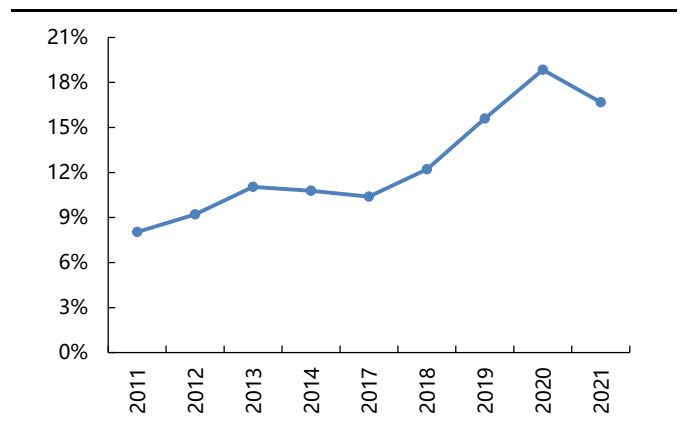
纵向对比来看，公司市场份额自上市以来实现了稳步提升。我们采用公司产品中价值量高的前照灯和后组合灯两种产品来计算公司国内市场市场份额。**前照灯**：公司前照灯市占率从 2011 年的 6.22% 稳步提升至 2021 年的 14.86%，平均每年提高 0.86 个百分点。**后组合灯**：公司后组合灯市占率从 2011 年的 8.04% 稳步提升至 2021 年的 16.68%，同样平均每年提升 0.86 个百分点。

图35：公司前照灯市场占有率



数据来源：公司公告，乘联会，东吴证券研究所

图36：公司后组合灯市场占有率



数据来源：公司公告，乘联会，东吴证券研究所

注：市占率计算方法按公司产品销量配套的整车销量除以国内狭义乘用车销量，两只前照灯配套一辆车，四只尾灯配套一辆车，2021 年尾灯市占率下滑是由于公司贯穿式尾灯占比提升（分离式尾灯一辆车四只，贯穿式尾灯一台车三只），导致结果存在一定偏差

公司持续拓展德系、日系和豪华品牌客户。公司近十年持续在德系、日系和豪华品牌主机厂中扩展，且配套车型及车灯产品不断升级。

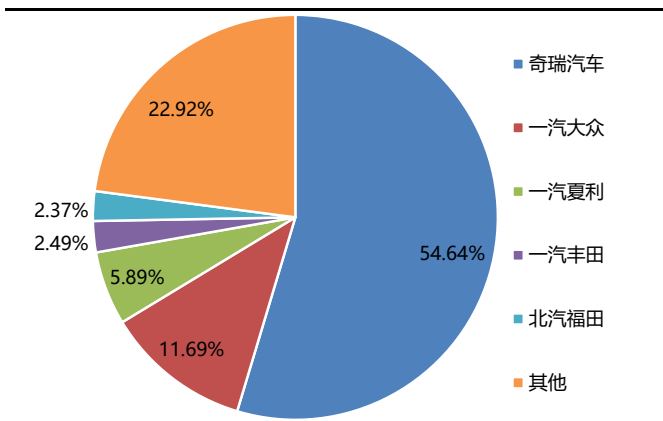
公司客户结构持续优化。上市之前公司主要客户为奇瑞、一汽大众、一汽夏利和一汽丰田，其中奇瑞占到公司营业收入的 55%左右。受益于公司持续开拓客户，至 2020 年，一汽大众为公司第一大客户，销售占比达到 40%，一汽丰田、一汽红旗、东风日产等客户的销售收入也持续提升。

表12：公司客户拓展历程

时间	事件
2004	获得一汽大众宝来尾灯同步开发项目
2009	为一汽丰田花冠同步开发前照灯和后组合灯
2011	重点拓展了东风日产、广汽乘用车、广汽丰田等新客户的业务
2012	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 后组合灯代批产；成功进入长安福特、东风本田配套体系
2014	获得奥迪 SUV 后组合灯开发项目，通过了德国宝马的供应商评审，并先后获得侧转向灯、充电指示灯开发项目，为第 11 代卡罗拉汽车配套的前照灯、后组合灯批产
2016	获得奥迪 A3、Q5 前照灯项目及为德国宝马全球平台配套 F45/F46 LCI 后组合灯项目；获得大众两款 LED 前照灯项目
2017	新增了吉利汽车、众泰汽车、上汽通用五菱和奇瑞捷豹路虎等客户
2019	获得汉兰达及姊妹款车型配套项目，奔驰 GLC 尾灯项目

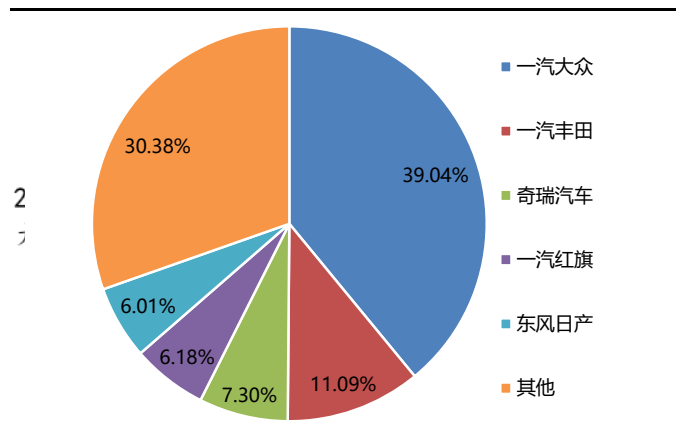
数据来源：公司公告，中国经济网，东吴证券研究所

图37：2008 年前五大客户（销售额口径）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图38：2020H1 前五大客户（销售额口径）



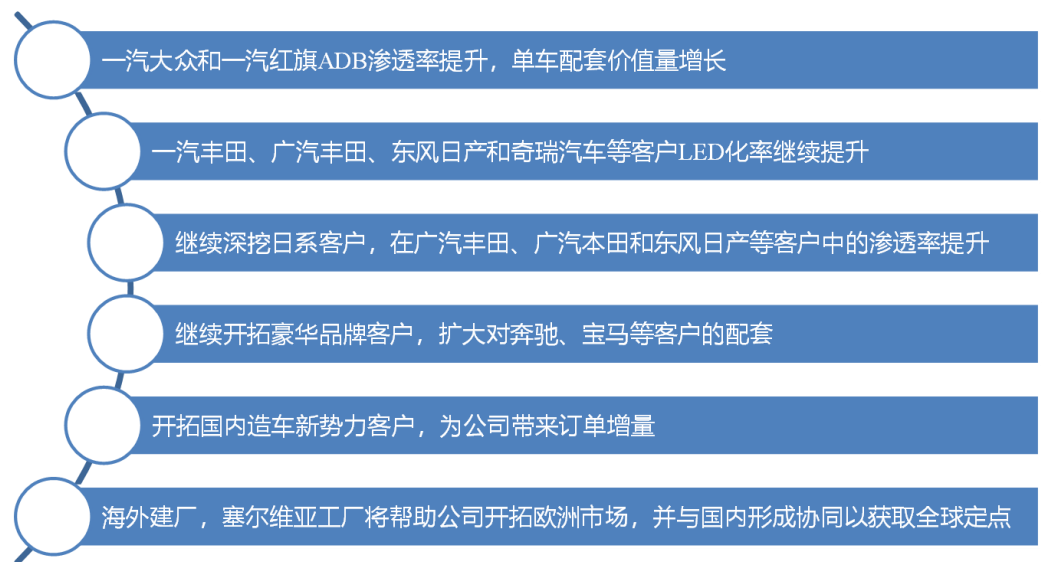
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.3. 从产品和客户两大维度看公司未来的增长方向

产品升级方向：目前一汽大众和一汽红旗车型的 ADB 大灯渗透率已经开始提升，ADB 大灯价值量在普通 LED 大灯的基础上进一步提升至 1300 元~3000 元每只，而日系以及自主品牌的 LED 化率仍有提升空间；此外，尾灯以及小灯同样具备持续升级的能力。各类车灯的持续升级带来的价值量提升将促进公司整体收入的持续增长。

客户拓展方向：目前公司车灯产品国内市占率已经提升至 15% 左右，在一汽大众、一汽红旗、一汽丰田等客户供应体系中的份额已经较高，后续公司将进一步深挖日系、豪华品牌以及造车新势力等客户，进一步提高公司的市场份额。此外，公司目前业务主要集中在国内市场，而塞尔维亚工厂的建立将帮助公司进一步开拓欧洲市场这一全新增量，并与国内产能形成协同以获取下游客户的全球发包项目。

图39：公司后续的增长方向



数据来源：东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

营业收入预测：受益于车灯产品的持续升级，ADB 大灯渗透率不断提升，叠加公司持续开拓日系、豪华品牌以及新势力等下游客户，公司车灯业务的收入将保持稳定增长，我们预计公司车灯业务收入 2022-2024 分别为 85.04 亿元、105.58 亿元和 128.58 亿元。控制器业务收入预计随着公司控制器出货量增长而保持稳定增长。三角警示牌业务收入预计整体保持稳定低速增长的状态。综上，我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 95.40 亿元、118.05 亿元和 143.59 亿元。

毛利率预测：预计随着公司产能利用率逐步回升，产品结构持续升级，叠加客户结构的不断优化，公司车灯业务的毛利率水平将稳步提升，2022-2024 分别为 24.49%、25.08% 和 25.63%。控制器、警示牌等业务的毛利率水平预计整体保持稳定。综上，我们预计 2022-2024 年公司综合毛利率分别为 23.53%、24.09% 和 24.60%。

图40：公司收入拆分及预测

		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
车灯	销售收入 (百万元)	5656.57	6855.49	7048.13	8504.41	10558.47	12857.65
	YOY		21.20%	2.81%	20.66%	24.15%	21.78%
	销售成本 (百万元)	4250.95	4976.93	5432.26	6421.77	7910.31	9561.99
	毛利率	24.85%	27.40%	22.93%	24.49%	25.08%	25.63%
控制器	销售收入 (百万元)			25.26	33.82	45.29	60.64
	YOY				33.90%	33.90%	33.90%
	销售成本 (百万元)			20.49	27.40	36.68	49.12
	毛利率			18.88%	19.00%	19.00%	19.00%
三角警示牌	销售收入 (百万元)	12.60	13.84	15.34	17.35	19.63	22.20
	YOY		9.84%	10.84%	13.12%	13.12%	13.12%
	销售成本 (百万元)	12.65	14.57	17.10	19.09	21.40	23.98
	毛利率	-0.40%	-5.27%	-11.47%	-10.00%	-9.00%	-8.00%
柔性扁平电缆	销售收入 (百万元)	17.80					
	YOY						
	销售成本 (百万元)	13.54					
	毛利率	23.93%					
其他业务	销售收入 (百万元)	404.84	453.38	820.72	984.86	1181.84	1418.20
	YOY		11.99%	81.02%	20.00%	20.00%	20.00%
	销售成本 (百万元)	350.53	332.26	693.07	827.29	992.74	1191.29
	毛利率	13.42%	26.71%	15.55%	16.00%	16.00%	16.00%
合计	销售收入 (百万元)	6091.81	7322.71	7909.45	9540.45	11805.22	14358.70
	YOY		20.21%	8.01%	20.62%	23.74%	21.63%
	销售成本 (百万元)	4627.67	5323.76	6162.92	7295.54	8961.13	10826.38
	毛利率	24.03%	27.30%	22.08%	23.53%	24.09%	24.60%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 12.76 亿、16.22 亿、20.23 亿，EPS 分别为 4.47 元、5.68 元、7.08 元，市盈率分别为 39.31 倍、30.93 倍、24.79 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

图41：可比公司估值表（数据截至 2022/07/30）

公司简称	证券代码	股价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
科博达	603786.SH	71.32	288.20	3.89	5.58	7.50	74.09	51.65	38.43
德赛西威	002920.SZ	195.00	1082.78	12.00	17.03	24.31	90.23	63.58	44.54
华阳集团	002906.SZ	57.55	273.81	4.50	6.62	9.01	60.85	41.36	30.39
平均值							75.06	52.20	37.79
星宇股份	601799.SH	175.60	501.65	9.49	12.76	16.22	52.84	39.31	30.93

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：德赛西威、华阳集团和星宇股份盈利预测来自东吴证券研究所，其余公司盈利预测来自 Wind 一致预测

6. 风险提示

1、乘用车行业销量不及预期：公司配套下游客户范围较广，主要包括德系、日系等合资品牌 and 一汽红旗、奇瑞汽车等自主品牌，若国内乘用车行业的销量不及预期，将会对公司的营业收入和盈利能力产生不利影响。

2、车灯技术迭代升级不及预期：车灯行业是具备持续升级能力的零部件赛道，其中前照灯的升级潜力最大。当前，前照灯正从普通的 LED 灯向智能化的 ADB 大灯升级，升级将带来车灯的单车价值量的提升，若 ADB 大灯渗透率的提升速度不及预期，将对公司营业收入的增长产生不利影响。

3、新客户开拓不及预期：公司当前正大力开拓豪华品牌及造车新势力客户，若公司新客户的开拓进度不及预期或新客户配套的车型销量放量不及预期，则将对公司营业收入和净利润的持续增长产生不利影响。

星宇股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	8,200	10,201	12,051	15,342	营业总收入	7,909	9,540	11,805	14,359
货币资金及交易性金融资产	3,933	5,600	5,726	8,426	营业成本(含金融类)	6,163	7,296	8,961	10,826
经营性应收款项	2,273	2,458	3,395	3,724	税金及附加	35	43	53	65
存货	1,970	2,124	2,904	3,170	销售费用	97	116	144	175
合同资产	0	0	0	0	管理费用	218	248	307	373
其他流动资产	24	19	27	22	研发费用	388	477	590	718
非流动资产	3,733	4,104	4,498	4,872	财务费用	23	9	12	14
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	38	40	42	45
固定资产及使用权资产	2,124	2,373	2,641	2,814	投资净收益	0	1	1	1
在建工程	736	839	949	1,126	公允价值变动	90	80	85	90
无形资产	418	437	454	478	减值损失	-27	-17	-19	-21
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-6	-4	-4	-4
长期待摊费用	78	78	78	78	营业利润	1,080	1,451	1,843	2,298
其他非流动资产	377	377	377	377	营业外净收支	-2	-1	0	1
资产总计	11,933	14,305	16,550	20,214	利润总额	1,078	1,450	1,843	2,299
流动负债	3,703	5,096	5,700	7,320	减:所得税	129	174	221	276
短期借款及一年内到期的非流动负债	6	6	6	6	净利润	949	1,276	1,622	2,023
经营性应付款项	3,487	4,822	5,384	6,946	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	27	33	40	49	归属母公司净利润	949	1,276	1,622	2,023
其他流动负债	182	235	269	319	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.32	4.47	5.68	7.08
非流动负债	371	371	371	371	EBIT	1,019	1,408	1,800	2,255
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,323	1,679	2,138	2,608
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	22.08	23.53	24.09	24.60
租赁负债	4	4	4	4	归母净利率(%)	12.00	13.37	13.74	14.09
其他非流动负债	367	367	367	367	收入增长率(%)	8.01	20.62	23.74	21.63
负债合计	4,074	5,467	6,071	7,691	归母净利润增长率(%)	-18.12	34.40	27.09	24.76
归属母公司股东权益	7,859	8,838	10,479	12,523					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	7,859	8,838	10,479	12,523					
负债和股东权益	11,933	14,305	16,550	20,214					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	520	2,548	775	3,339	每股净资产(元)	27.51	30.94	36.68	43.84
投资活动现金流	-938	-646	-735	-729	最新发行在外股份(百万股)	286	286	286	286
筹资活动现金流	-377	-314	0	0	ROIC(%)	11.88	14.82	16.38	17.24
现金净增加额	-804	1,587	40	2,610	ROE-摊薄(%)	12.08	14.44	15.48	16.16
折旧和摊销	303	271	338	352	资产负债率(%)	34.14	38.22	36.68	38.05
资本开支	-1,257	-647	-736	-730	P/E(现价&最新股本摊薄)	52.84	39.31	30.93	24.79
营运资本变动	-717	1,060	-1,122	1,030	P/B(现价)	6.38	5.68	4.79	4.01

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

