

星宇股份（601799.SH）

公司拟回购股份用以激励，持续推荐自主车灯龙头

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 汽车 · 汽车零部件

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师： 唐旭霞 0755-81981814 tangxx@guosen.com.cn 执证编码：S0980519080002
联系人： 杨杉 0755-81982771 yangshan@guosen.com.cn

事项：

公司公告： 公司发布《关于以集中竞价交易方式回购公司股份的公告》，拟回购金额不低于 6,000 万元且不超过 12,000 万元，用于实施股权激励和/或员工持股计划。回购价格不超过人民币 150 元/股（现价 131 元/股），拟回购数量 40-80 万股（以回购价格上限模拟计算），占公司总股本的比例为 0.14%-0.28%（以回购价格上限模拟计算），回购期限为自公司董事会审议通过回购方案之日起不超过 12 个月。公司本次回购股份拟用于实施股权激励和/或员工持股计划，有利于构建公司、股东、核心员工的命运共同体和事业共同体，充分调动核心员工的积极性，提高员工凝聚力和公司竞争力，增强投资者对公司的信心，促进公司长期、持续、健康发展。

国信汽车观点： 星宇处在起点高、弹性大、持续时间长的车灯赛道上，向高端化（日系、高端德系）、全球化（塞尔维亚建厂）迈出步伐，并在自主品牌和新势力崛起的大背景下积极开拓头部自主和新势力（蔚小理）新客户，长逻辑通顺。长期具备全球车灯龙头潜质，我们维持盈利预测，预期 22/23/24 年利润为 11.2/14.5/20.3 亿，对应 PE 分别 34/26/19x，维持买入评级。

评论：

◆ 公司发布《关于以集中竞价交易方式回购公司股份的公告》，拟回购股份用于股权激励和/或员工持股计划

2022 年 12 月 29 日，星宇股份发布《关于以集中竞价交易方式回购公司股份的公告》，拟回购金额不低于 6,000 万元且不超过 12,000 万元，用于实施股权激励和/或员工持股计划。回购价格不超过人民币 150 元/股，拟回购数量 40-80 万股（以回购价格上限模拟计算），占公司总股本的比例为 0.14%-0.28%（以回购价格上限模拟计算），回购期限为自公司董事会审议通过回购方案之日起不超过 12 个月。

公司本次回购股份拟用于实施股权激励和/或员工持股计划，有利于构建公司、股东、核心员工的命运共同体和事业共同体，充分调动核心员工的积极性，提高员工凝聚力和公司竞争力，增强投资者对公司的信心，促进公司长期、持续、健康发展。

表 1：公司拟回购股份的用途、数量、占公司总股本的比例、资金总额

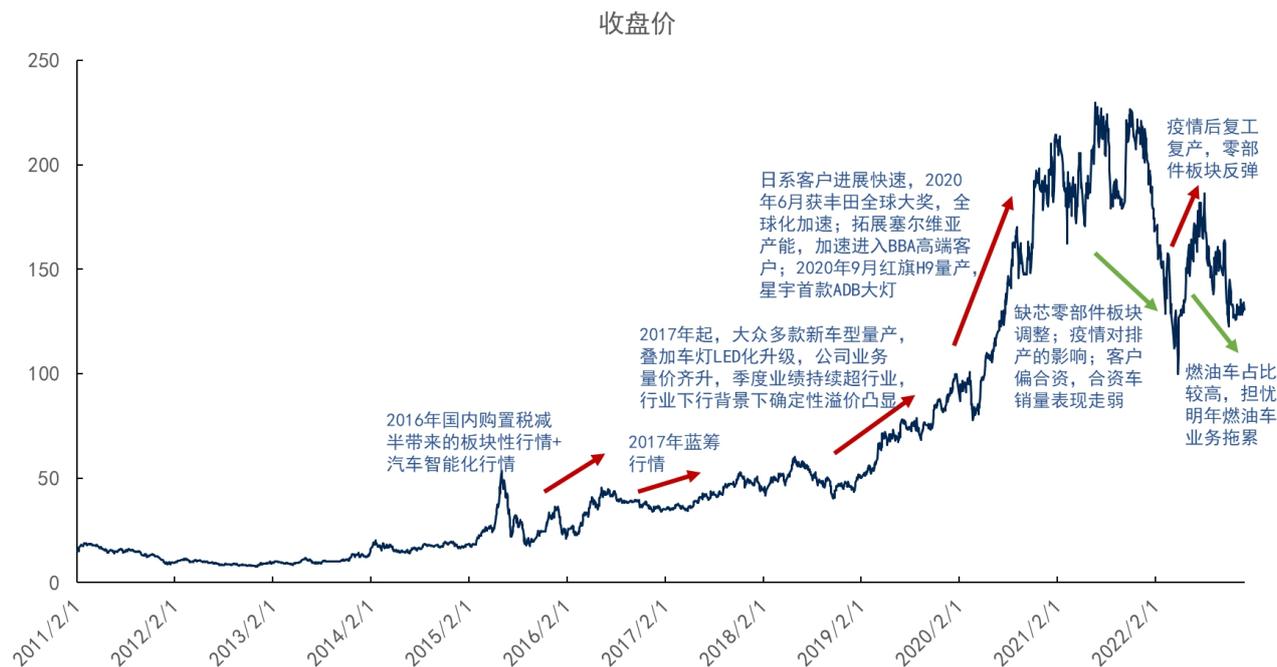
回购用途	拟回购数量	占公司总股本的比例	拟回购资金总额	回购实施期限
用于股权激励和/或员工持股计划	以回购价格上限模拟计算， 40-80 万股	以回购价格上限模拟计算， 0.14%-0.28%	6,000-12,000 万元	自董事会审议通过本次回购方案之日起 12 个月内

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

我们认为，当前位置公司实施股权激励和/或员工持股计划，主要出于以下几点考虑：

1) 股价位置回调较多，估值性价比较高。公司从去年末 600 亿以上的市值高位回调到 375 亿（20221229 数据），回调幅度逾 40%，现价对应 2023 年估值 26 倍（公司历史中枢估值 30 倍以上）；

图1: 星宇股份股价复盘 (元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2) 业务持续改善, 公司看好新能源汽车发展前景, 持续加大新能源客户的开拓及相关项目的获取, 2022 年上半年, 公司承接的新能源车型项目数量占比约四成, 优质的新项目为公司未来发展提供了强有力的保障。我们预计 23 年公司新能源客户占比有望从不到 5% 快速提升至 15%, 新能源客户占比提升有望开始 23-25 年新一轮成长曲线;

3) 以股权激励方式刺激研发人员工作积极性, 同时以股代薪, 一定程度或减轻公司研发扩张的薪酬开支压力, 近年来公司研发人员薪酬持续提升: 20 年 1.54 亿, 21 年 2.18 亿, 21 上半年 0.91 亿, 22 上半年 1.35 亿。

表2: 星宇股份 2018-2022H1 研发人员薪酬

	2018	2019	2020	2021	2022H1
研发人员薪酬(百万元)	93.0	113.4	154.2	218.0	135.0
研发人数	789	933	1065	1493	/
研发人员人均薪酬(万元/人)	11.8	12.2	14.5	14.6	/

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司自上市起进行常规性股权激励/员工持股计划, 2012-2019 年几乎每年一期, 我们梳理公司历史股权激励/员工持股计划见下, 可以看到, 过往几轮激励基本都带给员工正收益, 和业务互相协同促进, 激励效果良好。

表3: 星宇股份此前的员工持股计划梳理

	第一期员工持股	第二期员工持股	第三期员工持股
发行时间	2015-05-01	2015-08-28	2018-03-28
股份数量(万股)	42.1	86.7	29.9
买入价格	26.39 元/股	大股东赠与	50.85 元/股
出售价格(可能区间)	37-48 元	44-48 元	62-75 元
出售完成时间	2016-09-06	2017-09-08	2019-04-30

可出售时间段	20160508-20160906	20170828-20170908	20170331-20170701	20190401-20190430	20191205-20191221
现有股本 (亿股)	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
规模	0.15%	0.30%	0.17%	0.10%	0.17%
高管每轮持股 (平均, 股)	1170	6880	3892	1818	1783
普通员工每轮持股 (平均, 股)	1170	791	1024	610	998
高管每轮员工人均持股获益 (万元)	1.25-2.53	30.27-33.02	3.82-6.93	2.03-4.39	14.97-16.40
普通员工每轮员工人均持股获益 (万元)	1.24-2.53	3.48-3.80	1.00-1.82	0.68-1.47	8.38-9.18

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 (注: 1、第一期公告没有划分高管和普通员工二级市场购买比例, 故在 360 人中均分股份数来测算; 2、公司员工及高管持股获益仅为我们依据解禁区间测算出可能的人均值, 仅供参考)

表4: 星宇股份此前的股权激励梳理

	首次授予 126 名激励对象限制性股票 280 万股				向预留激励对象授予 20 万股限制性股票	
授予日	2011-12-21				2012-12-18	
股份数量 (万股)	280				19.7	
授予价格	9.61 元/股				4.89 元/股	
解锁股票数量 (万股)	68.3	68.3	68.0	65.4	7.9	5.6
解锁股份上市流通日	2012-12-28	2013-12-23	2014-12-22	2015-12-21	2013-12-19	2014-12-19
出售价格	10.87 元	14.08 元	18.34 元	38.83 元	14.82 元	19.11 元
现有股本 (亿股)	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
规模	0.24%	0.24%	0.24%	0.23%	0.03%	0.02%
高管每轮持股 (平均, 股)	5600	5600	5570	5359	1922	1361
普通员工每轮持股 (平均, 股)	5600	5600	5570	5359	1922	1361
高管每轮员工人均持股获益 (万元)	0.71	2.50	4.86	15.66	1.91	1.94
普通员工每轮员工人均持股获益 (万元)	0.71	2.50	4.86	15.66	1.91	1.94

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 (注: 公司员工及高管持股获益仅为我们依据解禁区间测算出可能的人均值, 仅供参考)

◆ 车灯持续升级, 公司配套客户从合资向新势力和自主延伸, 发展前景可期

行业端, 目前车灯的技术趋势趋向于电子化、智能化。前照灯方面, 随着 LED 前照灯的普及, 前照灯向 ADB、HD-ADB 及 DLP 等功能发展, 从而实现辅助驾驶、信息交流、人车交互等功能。后组合灯方面, 由分离式后组合灯向贯穿式后组合灯发展趋势明显, 贯穿式后组合灯增加了汽车尾部灯光的面积, 使整车更美观, 更具安全性。小灯方面, 因消费者个性化的需求, 室内氛围灯异军突起, 成为新的增长点。与此同时, 汽车外饰氛围灯, 如 Logo 灯及发光格栅也逐渐被各大主机厂认可并应用。

图2: 车灯发展历程

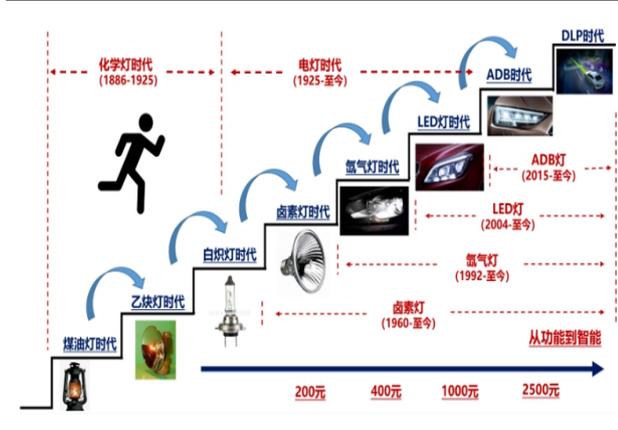
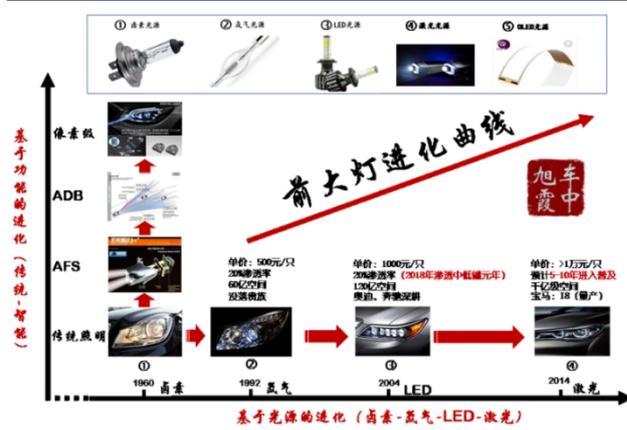


图3: 汽车前大灯技术升级路线



资料来源：汽车之家，国信证券经济研究生整理

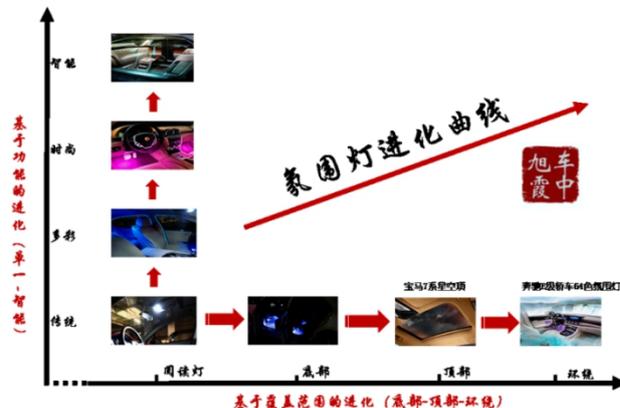
资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

图4：汽车后尾灯技术升级路线



资料来源：汽车之家，国信证券经济研究生整理

图5：汽车氛围灯技术升级路线

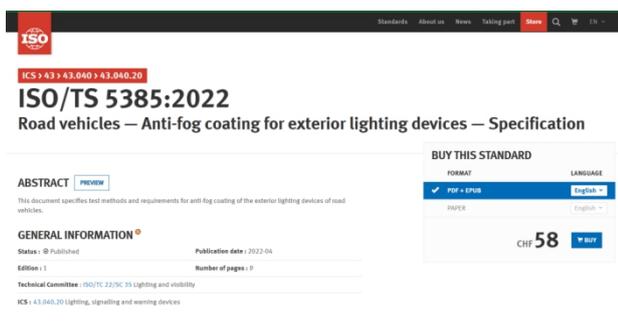


资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

公司端，产品维度加强新技术开发应用，客户维度持续加大新能源车型项目的开拓力度。

产品维度，公司加强新技术开发应用。公司发起、与中国汽车技术研究中心有限公司共同担任项目负责人的 ISO 标准项目“道路车辆-外部照明装置的防雾涂层-技术条件(Road vehicles-Anti-fog coating for external lighting application-specifications)”获得批准发布；高清数字大灯研发成功并获得 C-NCAP 高分评价；推进“全贯穿式一体”前部灯的研发，该产品尺寸大，电子技术及工艺要求高，提升了智能灯具的车与车、人与车之间的信息交互体验；星宇研究院持续加大对车灯前沿技术和汽车电子相关业务的探索和投入。

图6：星宇股份发起的国内汽车灯光行业首个 ISO 标准项目正式获批准发布



资料来源：公司官微、国信证券经济研究所整理

图7：镭雕发光技术尾灯



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

客户维度，公司持续加大新能源车型项目的开拓力度。公司看好新能源汽车发展前景，持续加大新能源客户的开拓及相关项目的获取；2022 年上半年，公司承接的新能源车型项目数量占比约四成，优质的新项目为公司未来发展提供了强有力的保障。目前，公司客户涵盖一汽-大众、上汽大众、上汽通用、戴姆勒、德国宝马、通用汽车、一汽丰田、广汽丰田、东风日产、广汽本田、东风本田、长安马自达、一汽红旗、一汽轿车、吉利汽车、上汽通用五菱、广汽乘用车、奇瑞汽车、蔚来汽车、理想汽车、小鹏汽车、极氪汽车等多家国内外汽车整车制造企业。2022 年 7 月 14 日，理想汽车 2022 年全球合作伙伴大会在常州召开，星宇股份作为理想汽车战略合作伙伴受邀参加大会，并荣获 2022 年度理想汽车最高奖项“理想 TOP 奖”。2022 年 2 月 16 日，常州星宇车灯股份有限公司与华为技术有限公司在中国东莞举行了华为光产品线智能车载光业务合作意向书签约仪式。根据协议，双方将发挥各自优势互补互利共赢，以服务全球客户为目标，开

展智能车灯领域战略合作，共同构建可持续发展的紧密型战略合作伙伴关系。双方共同构建智能车灯从设计到制造交付的端到端能力，引领智能车灯产业发展，在产业界形成持续领先的智能车灯系统解决方案竞争力，此外双方将全面开展智能车载光领域的其他业务合作。

我们认为，DLP 投影大灯和 ADB 车灯陆续进入市场，这对于传统车灯企业既是机遇也是挑战，产业链协同在车灯行业新技术变革中显得尤为重要，星宇协同上游芯片、软件算法等企业，基于自身传统结构设计、光学和电子设计等优势，有望在前瞻产品研发上持续占领先机，加大和国内其他自主车灯品牌的差距。

图8：星宇股份荣获理想汽车最高奖项“理想 TOP 奖”



资料来源：公司官微、国信证券经济研究所整理

图9：林树栋先生、刘晟君先生代表双方签署合作意向书



资料来源：公司官微、国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：长期具备全球车灯龙头潜力，维持“买入”评级

维持盈利预测，维持买入评级。星宇处在起点高、弹性大、持续时间长的车灯赛道上，向高端化（日系、高端德系）、全球化（塞尔维亚建厂）迈出步伐，并在自主品牌和新势力崛起的大背景下积极开拓头部自主和新势力（蔚小理）新客户，长逻辑通顺。我们维持盈利预测，预期 22/23/24 年利润为 11.2/14.5/20.3 亿，对应 PE 分别 34/26/19x，长期具备全球车灯龙头潜力，维持买入评级。

可比公司估值：我们选同样具备进口替代逻辑的伯特利、车灯产业链核心标的科博达、减震隔音件龙头企业拓普集团进行可比公司估值（可比公司市值水平或业务领域接近），三家可比公司 2023 年平均 PE 约为 32 倍。我们给予星宇一年期目标估值（对应 2023 年）为 153-178 元（对应 2023 年 PE 30-35 倍），持续看好，维持买入评级。

表5：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（亿元）	EPS			PE		
					2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
603596.SH	伯特利	买入	78.92	325	1.24	1.60	2.51	63.65	49.33	31.44
603786.SH	科博达	买入	65.17	263	0.97	1.31	1.82	67.19	49.75	35.81
601689.SH	拓普集团	买入	58.58	646	0.92	1.59	2.15	63.67	36.84	27.25
	平均				1.04	1.50	2.16	64.83	45.31	31.50
601799.SH	星宇股份	买入	131.27	375	3.32	3.92	5.09	39.50	33.49	25.80

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

行业缺芯风险；国内车市景气度持续下行风险；年降和原材料价格波动风险。

相关研究报告：

- 《星宇股份（601799.SH）-单三季度净利润同比增长 75%，净利率同比提升》——2022-10-29
- 《星宇股份（601799.SH）-单三季度净利润增长约 75%，净利率同比提升 3.4pct》——2022-10-25
- 《星宇股份（601799.SH）-二季度毛利率环比提升，新能源订单开拓顺利》——2022-08-26
- 《星宇股份（601799.SH）-一季度归母净利润环比增长 28%，盈利能力环比改善》——2022-04-28
- 《星宇股份（601799.SH）-四季度业绩环比改善，成本端承压影响 2021 年毛利率》——2022-03-27

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E		
现金及现金等价物	2169	1402	2385	2883	3363	营业收入	7323	7909	8823	10827	14024
应收款项	1898	2251	2176	2670	3458	营业成本	5324	6163	6821	8262	10518
存货净额	1550	1970	2177	2640	3380	营业税金及附加	43	35	40	49	63
其他流动资产	53	47	2823	3465	4488	销售费用	166	97	132	162	210
流动资产合计	8619	8200	12092	14189	17220	管理费用	189	218	228	255	325
固定资产	2295	2849	131	82	73	研发费用	309	388	432	531	687
无形资产及其他	382	418	402	386	371	财务费用	(5)	23	0	0	0
投资性房地产	132	466	466	466	466	投资收益	0	0	70	70	70
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	81	103	20	0	0
资产总计	11428	11933	13091	15123	18129	其他收入	(320)	(396)	(432)	(531)	(687)
短期借款及交易性金融负债	0	6	130	130	130	营业利润	1367	1080	1259	1638	2290
应付款项	3492	3487	3809	4621	5915	营业外净收支	(2)	(2)	14	14	14
其他流动负债	385	210	251	304	389	利润总额	1365	1078	1273	1652	2304
流动负债合计	3877	3703	4190	5054	6434	所得税费用	205	129	153	198	276
长期借款及应付债券	1323	0	(230)	(230)	(230)	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	308	371	376	381	386	归属于母公司净利润	1160	949	1120	1454	2027
长期负债合计	1631	371	146	151	156	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	5509	4074	4336	5205	6590	净利润	1160	949	1120	1454	2027
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(24)	(13)	2738	49	9
股东权益	5919	7859	8755	9918	11540	折旧摊销	192	232	257	296	317
负债和股东权益总计	11428	11933	13091	15123	18129	公允价值变动损失	(81)	(103)	(20)	0	0
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	(5)	23	0	0	0
每股收益	4.20	3.32	3.92	5.09	7.10	营运资本变动	486	(1231)	198	(680)	(1158)
每股红利	1.02	1.26	0.78	1.02	1.42	其它	24	13	(2738)	(49)	(9)
每股净资产	21.44	27.51	30.65	34.72	40.39	经营活动现金流	1756	(153)	1555	1069	1187
ROIC	36%	26%	30%	41%	47%	资本开支	0	(852)	(241)	(281)	(301)
ROE	20%	12%	13%	15%	18%	其它投资现金流	(1177)	418	0	0	0
毛利率	27%	22%	23%	24%	25%	投资活动现金流	(1177)	(434)	(241)	(281)	(301)
EBIT Margin	18%	13%	13%	14%	16%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	20%	16%	16%	17%	18%	负债净变化	0	0	(230)	0	0
收入增长	20%	8%	12%	23%	30%	支付股利、利息	(281)	(359)	(224)	(291)	(405)
净利润增长率	47%	-18%	18%	30%	39%	其它融资现金流	894	539	124	0	0
资产负债率	48%	34%	33%	34%	36%	融资活动现金流	333	(179)	(330)	(291)	(405)
息率	0.7%	1.0%	0.6%	0.8%	1.1%	现金净变动	912	(767)	983	498	480
P/E	31.3	39.5	33.5	25.8	18.5	货币资金的期初余额	1257	2169	1402	2385	2883
P/B	6.1	4.8	4.3	3.8	3.2	货币资金的期末余额	2169	1402	2385	2883	3363
EV/EBITDA	28.1	33.5	29.3	22.9	17.4	企业自由现金流	0	(964)	1243	715	812
						权益自由现金流	0	(425)	1136	715	812

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

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

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032