

星宇股份 (601799.SH)

三季度营收超越汽车行业，战略合作华为引领车灯升级

买入

核心观点

存量客户持续增长叠加下游新车型项目放量，公司 2023Q3 营收表现超越行业 21pct。 2023Q3 实现营收 28.12 亿，同比+25.23%，环比+12.40%，归母净利润 3.15 亿，同比+6.24%，环比+19.73%。2023Q3，伴随存量客户持续增长（奇瑞、一汽红旗等）叠加下游新车型项目放量（理想、蔚来等），公司营收表现超越汽车行业 21pct（汽车产量增速同比+4.0%）。

净利率环比改善，四费率同比下降。 2023Q3，毛利率 21.09%，同环比有所下降，预计与产品结构有关，净利率为 11.20%，同比-2.00pct，环比+0.69pct，若扣除 3274 万信用减值影响，2023Q3 扣信用减值后的净利率为 12.36%，环比+0.56pct，盈利能力环比持续提升。2023Q3 四费率为 9.29%，同比下降 0.13pct。

前大灯从 LED-ADB-DLP 持续升级，华为合作星宇引领智能大灯发展。 2023 年 9 月，华为 XPIXEL 智能车灯解决方案发布（可实现百万像素级精准跟踪遮蔽、智能光毯功能、近场迎宾、户外投影等），预计将用于 12 月即将上市问界 M9，星宇股份配套问界 M9 的前照灯及后组合灯。2022 年 2 月 16 日，星宇股份与华为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，后续将强强联合共同推进车灯行业的智能化升级。

公司新订单、新产品持续突破，新能源客户占比有望加速提升。 订单方面，2023 年上半年，公司承接 17 个车型的车灯开发项目和 2 个车型的电子开发项目，实现 36 个新车型的项目批产。**产能方面**，公司汽车电子和照明研发中心已部分投入使用，智能产业园模具工厂、五期等建设项目正常推进。**产品方面**，公司目前产品新技术开发方向包括基于 DMD 技术的 DLP 智能前照灯，预计 2023 年底量产；基于 Micro LED 技术的 HD 智能前照灯，预计 2024 年达量产水平；独立平台车灯控制器已量产供货。**客户方面**，公司客户涵盖外资（戴姆勒、德国宝马等）、合资（一汽大众、一汽丰田等）、自主和新能源（一汽红旗、吉利、奇瑞、理想、蔚来、小鹏及某国际知名新能源车企等）。

风险提示：原材料价格波动风险、芯片紧缺导致下游排产风险。

投资建议：略下调利润预测（维持营收预测），维持买入评级。

考虑减值损失影响，略下调利润预测（维持营收预测），预期 23/24/25 年营收 101.0/125.8/159.4 亿，23/24/25 年利润 11.5/15.5/20.6 亿（原 23/24/25 年预计 12.5/16.0/22.0 亿），对应 PE 分别 36/26/20x，长期具备全球车灯龙头潜力，维持买入评级。

盈利预测和财务指标

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 7,909 | 8,248 | 10,104 | 12,579 | 15,938 |
| (+/-%) | 8.0% | 4.3% | 22.5% | 24.5% | 26.7% |
| 净利润(百万元) | 949 | 941 | 1151 | 1554 | 2060 |
| (+/-%) | -18.1% | -0.8% | 22.3% | 35.0% | 32.6% |
| 每股收益(元) | 3.32 | 3.30 | 4.03 | 5.44 | 7.21 |
| EBIT Margin | 12.7% | 11.3% | 12.7% | 13.8% | 14.4% |
| 净资产收益率 (ROE) | 12.1% | 11.0% | 12.2% | 14.5% | 16.7% |
| 市盈率 (PE) | 43.0 | 43.4 | 35.5 | 26.3 | 19.8 |
| EV/EBITDA | 36.2 | 36.9 | 28.8 | 22.6 | 18.2 |
| 市净率 (PB) | 5.19 | 4.79 | 4.32 | 3.82 | 3.31 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

汽车·汽车零部件

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

联系人：杨彬

0755-81982771

yangshan@guosen.com.cn

基础数据

| | |
|-------------|-----------------|
| 投资评级 | 买入(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 142.89 元 |
| 总市值/流通市值 | 40821/40821 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 163.00/104.54 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 224.13 百万元 |

市场走势



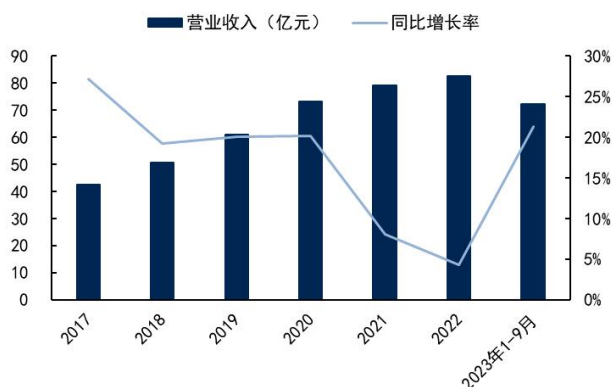
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《星宇股份 (601799.SH) - 二季度营收超越汽车行业，经营拐点已现》——2023-08-26
- 《星宇股份 (601799.SH) - 一季度归母净利润环比增长 9%，产品升级、客户转型》——2023-04-28
- 《星宇股份 (601799.SH) - 产品升级、客户转型，具备全球车灯龙头潜力》——2023-03-31
- 《星宇股份 (601799.SH) - 与地平线达成战略合作，共同推进“行泊一体解决方案”量产落地》——2023-02-16
- 《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》——2022-12-30

2023Q3 营收同比增长 25%，净利润 3.2 亿元。公司 2023 年前三季度实现营收 72.37 亿元，同比增加 21.34%，归母净利润 7.82 亿元，同比增加 3.67%。拆单季度看，2023Q3 实现营收 28.12 亿，同比+25.23%，环比+12.40%，归母净利润 3.15 亿，同比+6.24%，环比+19.73%。**2023Q3，伴随存量客户持续增长叠加下游新车型项目放量，公司营收表现超越汽车行业 21pct（汽车产量增速同比+4.0%）。**

图1：星宇股份营业收入及同比增速



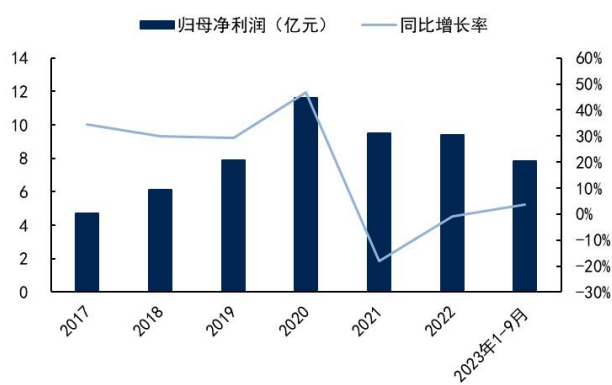
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：星宇股份单季度营业收入及同比增速



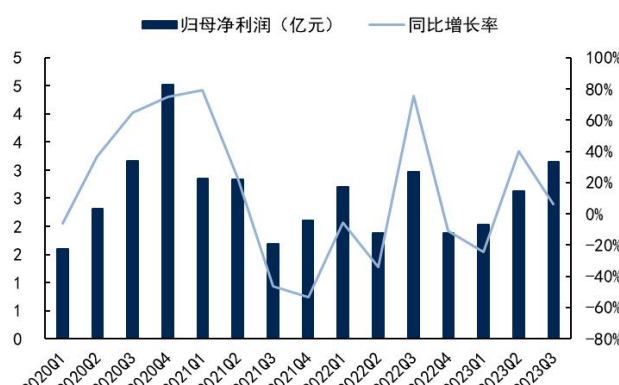
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：星宇股份归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

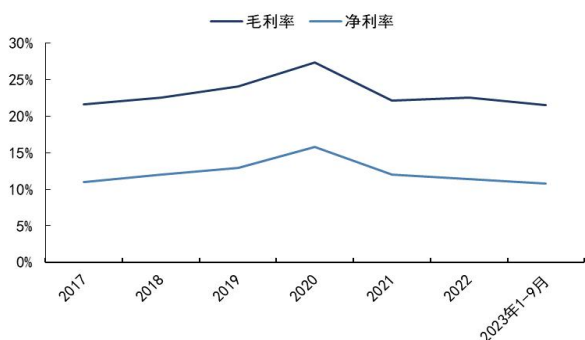
图4：星宇股份单季度归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

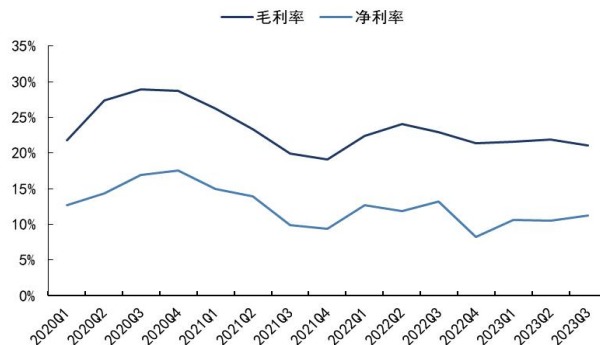
2023Q3，公司净利率环比提升。2023 年前三季度，公司毛利率为 21.49%，同比-1.55pct，净利率为 10.80%，同比-1.84pct。2023Q3，毛利率 21.09%，同比-1.84pct，环比-0.81pct，净利率为 11.20%，同比-2.00pct，环比+0.69pct，若扣除 3274 万信用减值损失影响，2023Q3 扣信用减值后的净利率为 12.36%，环比+0.56pct。

图5: 星宇股份毛利率和净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

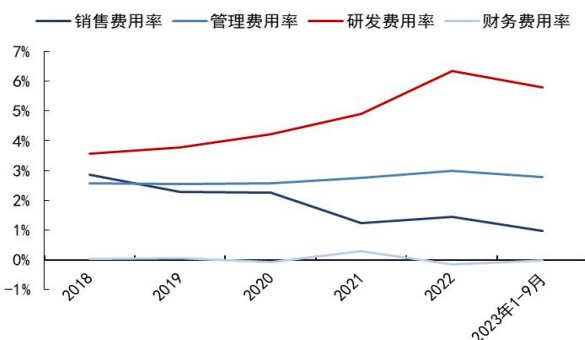
图6: 星宇股份单季度毛利率和净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

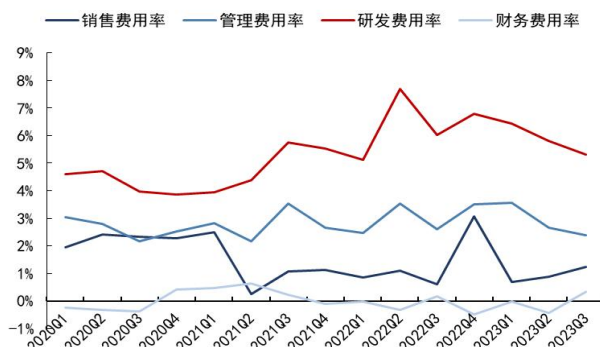
费用率方面, 2023 年前三季度, 公司四费率为 9.52%, 同比-0.23pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别 0.97%/2.79%/5.78%/-0.02%, 分别同比变动+0.15/-0.01/-0.37/+0.00pct。拆单季度看, 2023Q3 四费率为 9.29%, 同比-0.13pct, 环比+0.38pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别 1.25%/2.39%/5.31%/0.34%, 分别同比变动+0.64/-0.22/-0.71/+0.16pct, 分别环比变动+0.37/-0.26/-0.49/+0.77pct。

图7: 星宇股份四项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

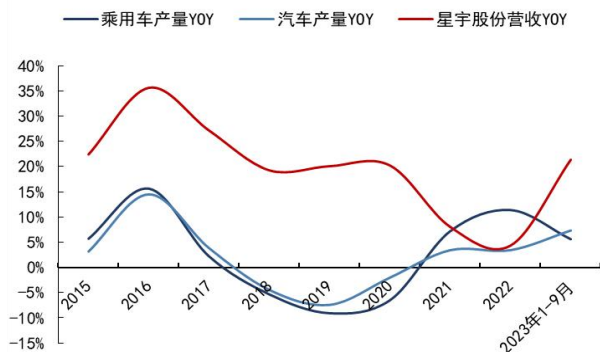
图8: 星宇股份单季度四项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

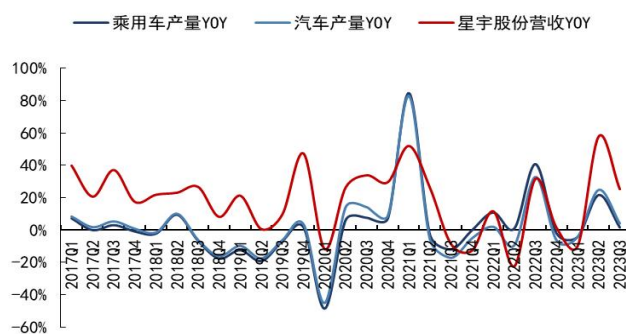
整体来看, 2023Q3, 存量客户销量增长, 叠加新势力增量车型放量, 公司营收增速超越汽车行业 21pct。2023Q3 星宇营收增速 25.23%, 汽车产量同比增速 4.04%, 公司营收超越汽车行业 21.19pct。根据中汽协产量数据, 2023Q3, 一汽大众、奇瑞、一汽丰田、一汽红旗、东风日产、广汽丰田产量分别同比变动 -13.8%/+39.7%/-12.6%/+70.0%/-40.5%/-18.0%。

图9: 汽车/乘用车产量增速和星宇股份营收增速年度对比



资料来源: 公司公告、中汽协、国信证券经济研究所整理

图10: 汽车/乘用车产量增速和星宇股份营收增速季度对比



资料来源: 公司公告、中汽协、国信证券经济研究所整理

表1: 星宇股份重点客户 2023 年 1-9 月和 2023Q3 产量表现

| | 2023 年 1-9 月产量 (万辆) | 23Q3 产量 (万辆) | 2023 年 1-9 月产量同比增速 | 23Q3 产量同比增速 | 23Q3 产量环比增速 |
|------------|---------------------|--------------|--------------------|-------------|-------------|
| 一汽大众 (含奥迪) | 131.13 | 46.26 | -5.9% | -13.8% | 0.2% |
| 奇瑞 | 113.06 | 47.65 | 34.2% | 39.7% | 26.2% |
| 一汽丰田 | 57.94 | 21.88 | -9.9% | -12.6% | 5.7% |
| 一汽红旗 | 23.96 | 11.52 | 17.0% | 70.0% | 63.2% |
| 东风日产 | 51.35 | 16.88 | -31.1% | -40.5% | 10.2% |
| 广汽丰田 | 67.66 | 21.54 | -10.8% | -18.0% | -11.9% |
| 乘用车 | 1816.76 | 688.61 | 5.6% | 1.6% | 14.4% |

资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

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11: 车灯发展历程

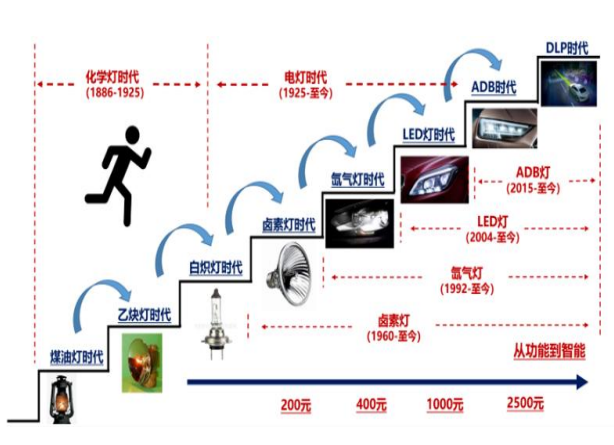
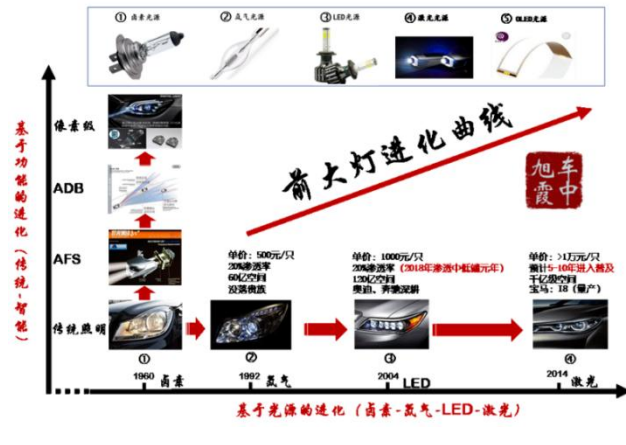


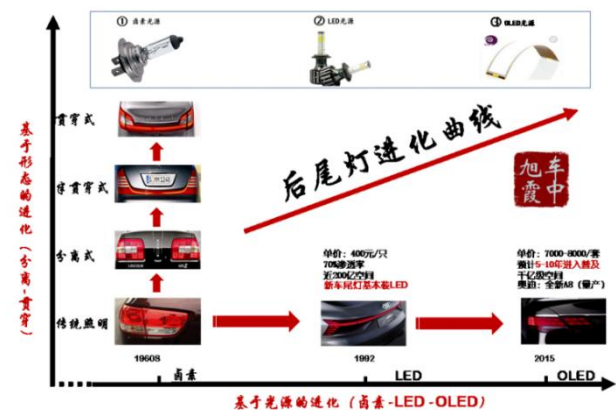
图12: 汽车前大灯技术升级路线



资料来源：汽车之家、国信证券经济研究所整理

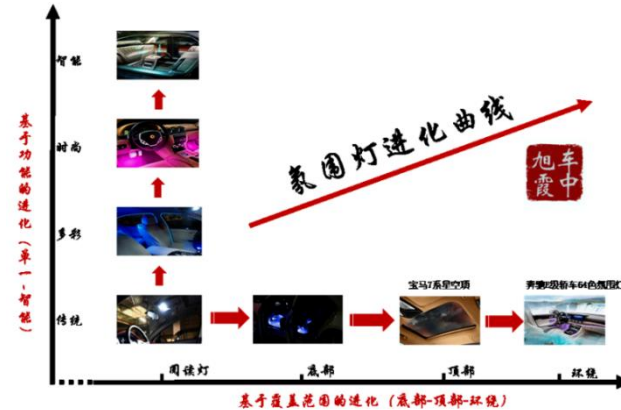
资料来源：汽车之家、国信证券经济研究所整理

图13: 汽车后尾灯技术升级路线



资料来源：汽车之家、国信证券经济研究所整理

图14: 汽车氛围灯技术升级路线



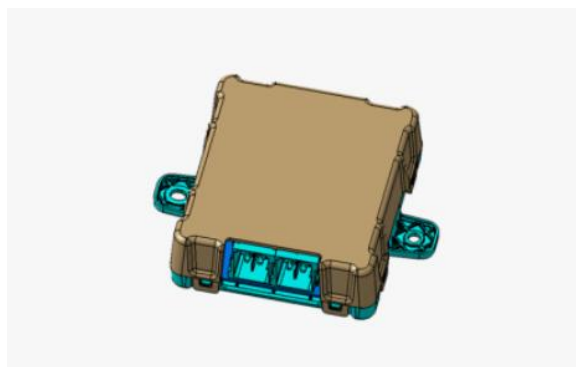
资料来源：汽车之家、国信证券经济研究所整理

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及应用，并通过产业链协同（虹软地平线、华为）拓展能力圈。

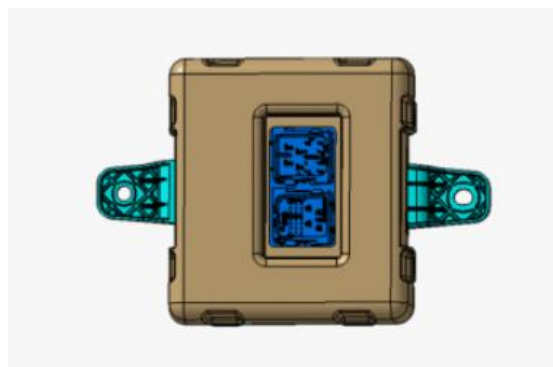
一方面，公司近年加强车灯新技术开发与应用，并推出车灯控制器、“行泊一体”解决方案等新产品。公司目前产品的新技术开发方向包括基于 DMD 技术的 DLP 智能前照灯，预计 2023 年底可实现量产；基于 Micro LED 技术的 HD 智能前照灯，预计 2024 年达量产水平；独立平台车灯控制器已量产供货。

图15: 前部灯具控制器



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图16: 后部灯具控制器



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

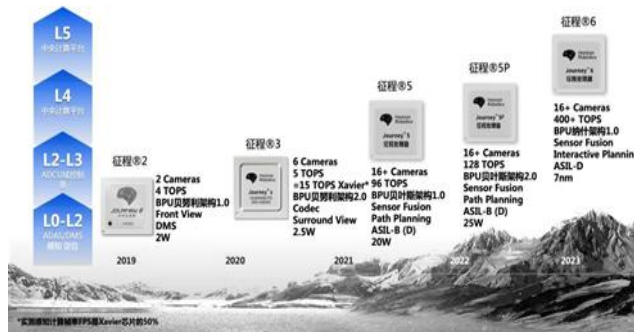
另一方面，2021 年 10 月 15 日，常州星宇车灯股份有限公司与虹软科技股份有限公司在杭州正式签署战略合作协议。双方将基于虹软科技在智能视觉系统设计、光学传感器使用、系统软件的开发集成以及全栈视觉算法和应用的创新开发能力，和星宇股份在精密光学电子产品的生产制造、供应链管理等方面做全面整合与协作，围绕人工智能技术和高性能智能视觉产品在汽车领域的落地应用开展深度合作，共同服务全球汽车主机厂商。此外，地平线此前公告完成 C3 轮 3.5 亿美元融资，获得包括星宇股份等众多汽车产业链上下游明星企业的战略加持。

图17: 虹软技术能力



资料来源：虹软官网、国信证券经济研究所整理

图18: 地平线征程系列芯片 Roadmap



资料来源：地平线官网、国信证券经济研究所整理

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19: 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：星宇股份官微，国信证券经济研究所整理

2023年9月25日，在华为秋季全场景新品发布会上，华为智能汽车解决方案董事长余承东宣布，AITO 问界旗舰 SUV 车型 M9 将于 12 月上市，并介绍了应用于问界 M9 的最新黑科技——华为 XPIXEL 智能车灯解决方案，星宇股份配套问界 M9 的前照灯及后组合灯。华为 XPIXEL 智能车灯解决方案通过双灯融合算法，可实现精准无重影的照明效果，小体积模组造型应用更加灵活。同时，华为 XPIXEL 智能车灯可实现百万像素级精准跟踪遮蔽，类似于抠图，将对向来车、驾驶员的位

置甚至行人精准遮蔽，避免车灯照到人的眼睛和头部，可实现夜间驾驶的视野能力提升 185%。除了车灯基本性能的提升，华为在车灯交互性上也有许多创新之处。华为 XPIXEL 智能车灯解决方案首创智能光毯功能，示宽光毯可以帮助驾驶员判断窄道是否可以通行，并照出安全的行驶宽度，在视线盲区，华为 XPIXEL 智能车灯可投射交互光毯，提醒他人有车辆接近，智能光毯还可以实现指引灯光的功能，在没有斑马线的路段投射灯语，引导行人安全通过，在转弯、变道场景提前向他人提示本车的驾驶路径；另外，华为 XPIXEL 智能车灯配合 XPIXEL Kits 开发套件，可适应更多应用场景，如近场迎宾、节日彩蛋、音乐动效、户外投影等，以灯语交互，赋予车与人沟通的无限可能。

图20: 华为 XPIXEL 智能车灯实现百万像素级精准跟踪遮蔽



资料来源：智能汽车俱乐部，国信证券经济研究所整理

图21: 华为 XPIXEL 智能车灯具备小体积模组造型



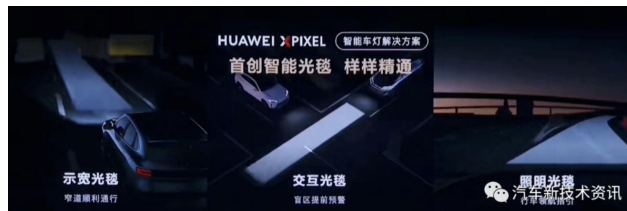
资料来源：智能汽车俱乐部，国信证券经济研究所整理

图22: 华为 XPIXEL 智能车灯具备 XPIXEL Kits 开发套件



资料来源：智能汽车俱乐部，国信证券经济研究所整理

图23: 华为 XPIXEL 智能车灯解决方案首创智能光毯功能



资料来源：智能汽车俱乐部，国信证券经济研究所整理

2023年2月15日，星宇股份与地平线在常州签署战略合作协议，宣布将以“车规级芯片+算法”为核心底座，依托星宇在智能制造领域多年的经验积累，以“行泊一体”为切入点，以“符合车规、达到量产、满足交付”为业务合作目标，联合主机厂、零部件供应商等战略合作伙伴，共同推进“行泊一体解决方案”的量产落地。地平线此前公告完成 C3 轮 3.5 亿美元融资，获得包括星宇股份等众多汽车产业链上下游明星企业的战略加持。

图24: 星宇股份与地平线达成战略合作



资料来源: 公司官微、国信证券经济研究所整理

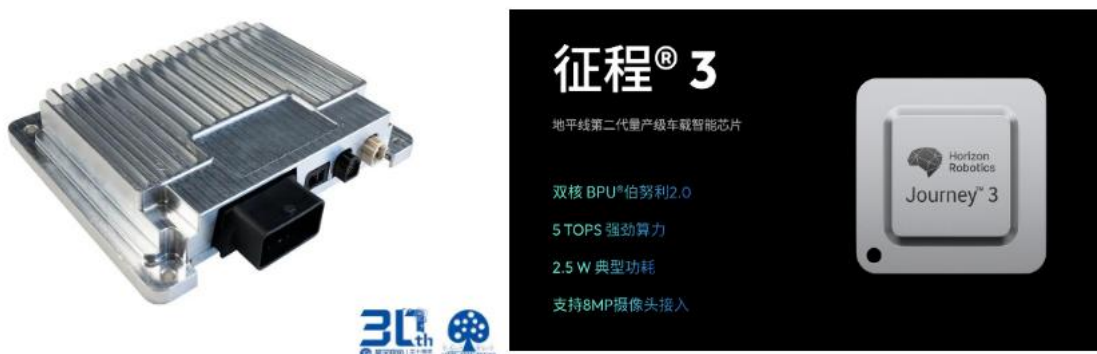
图25: 星宇股份与地平线达成战略合作



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

星宇股份基于地平线征程®3 车规级芯片研发的“行泊一体”解决方案已获得国内某头部车企正式定点, 预计于 2023 年量产。方案仅采用了单颗征程®3, 搭配 5R6V 的传感器配置, 可轻松实现包含变道辅助在内的 L2+级别行车辅助功能; 同时, 通过软件及算法优化, 实现计算资源的分时复用, 可在同一 SoC 芯片上实现融合泊车等泊车辅助功能。该方案通过独到的软件架构设计充分挖掘了征程®3 的潜力, 以高性价比提升产品竞争力, 从而让更多入门车型的终端用户能够体验到行泊辅助功能带来的便利。

图26: 星宇股份基于地平线征程®3 车规级芯片研发的“行泊一体”解决方案



资料来源: 公司官微、国信证券经济研究所整理

后续, 星宇股份还将进一步扩充智驾产品序列。其中, 同样搭载单征程®3 芯片的智能视野控制器的开发工作正同步进行中, 相较传统的智能摄像头, 星宇依托自身三十年来在汽车车灯领域的研发经验, 将融合视觉感知技术和智能灯光控制, 赋予车灯更强的感知和交互能力, 给用户带来更多的产品体验升级。而搭载了多块征程®系列芯片的高算力计算平台产品也已蓄势待发, 在功能层面将支持领航辅助驾驶、记忆泊车、智能灯光控制等高阶智驾及智控应用。基于征程®系列芯片及其他智能驾驶前沿技术, 地平线为星宇开发“行泊一体”及赋能智能车灯的解决方案提供了坚实的技术“地基”, 而双方对于未来智能汽车行业发展趋势的判断也有着高度的一致。此次战略合作将充分促进双方在多领域业务的有机融合, 共同积极探索智能化前沿技术, 开发市场领先的智能汽车产品, 并共同推动智能汽车行业的发展。

- 订单维度, 优质的新项目为公司未来发展提供了强有力的保障。2023 年上半年, 公司承接 17 个车型的车灯开发项目和 2 个车型的电子开发项

目, 实现 36 个新车型的项目批产, 优质的新项目为公司未来发展提供了强有力的保障。

表2: 星宇股份批产项目、新接项目数和承接新订单情况

| 年份 | 批产项目数 (个) | 新接项目数 (个) | 承接新项目订单金额 | 营业收入 (亿元) | 营收同比增速 |
|------------------|-----------|----------------------|-----------|-----------|--------|
| 2015 年 | | 98 | | 24.68 | 22.40% |
| 2016 年 | 118 | 138 (19 个大灯) | | 33.47 | 35.64% |
| 2017 年 | 104 | 72 (14 个大灯) | | 42.55 | 27.15% |
| 2018 年 | 102 | 73 (20-30 个大灯) | | 50.74 | 19.24% |
| 2019 年 | 45 | 89 | | 60.92 | 20.06% |
| 2020 年 | 42 | 62 | | 73.23 | 20.21% |
| 2021 年 | 42 | 62 | 135 亿 | 79.09 | 8.01% |
| 2022. 1. 1-3. 15 | | | 40 亿 | | |
| 2022 年 | 23 | 44 | | 82.48 | 4.28% |
| 2023H1 | 36 | 17 (车灯项目)、2 (电子开发项目) | | 44.25 | 18.98% |

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 (注: 2019 年起统计口径由“项目数”换成“车型数”, 项目数 ≥ 车型数, 一个车型可能有多个车灯项目)

● **客户维度, 公司持续加大新能源车型项目的开拓力度。**

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、一汽解放、吉利汽车、上汽通用五菱、广汽乘用车、奇瑞汽车、蔚来汽车、小鹏汽车、理想汽车等多家国内外汽车整车制造企业。

2023 年 10 月 12 日, 理想汽车 2023 年全球合作伙伴大会在常州隆重召开, 星宇股份荣获理想汽车“合作共赢奖”。新的征程, 星宇股份作为理想汽车的战略合作伙伴, 将始终以满足客户要求为己任, 携心共进, 潜心研发和创新, 提升技术优势, 稳定产品质量, 并将以更加开放、互信及共赢的方式, 助力理想汽车再创佳绩, 为民族汽车行业振兴强大贡献力量。

2023 年 10 月 17 日, 2023 年蔚来合作伙伴日在合肥召开, 星宇股份荣获 2023 蔚来质量卓越合作伙伴奖 (NQPP)。蔚来质量卓越合作伙伴 (NQPP) 是首个新能源汽车行业对合作伙伴的全方位质量评估奖项, 也是蔚来对合作伙伴产品质量和制作工艺的最高认可, 是蔚来颁发给合作伙伴的最重量级的奖项。荣誉的取得不仅是对星宇不懈追求卓越质量的高度认可, 也是众多客户对星宇产品和服务认可的缩影。

图27: 星宇股份荣获理想汽车“合作共赢奖”



图28: 星宇股份荣获 2023 蔚来质量卓越合作伙伴奖 (NQPP)



资料来源：公司官微、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司官微、国信证券经济研究所整理

- **产能维度，公司加强产能布局，提升智能制造。**

目前，公司汽车电子和照明研发中心已部分投入使用，智能产业园模具工厂、五期等建设项目正常推进。

- **公司已完成股份回购，将用于后续员工持股计划**

2023年7月31日，星宇股份已完成股份回购，用于后续员工持股计划。1) 截至2023年4月30日，公司完成第一次股份回购，回购104.15万股（最高价119.00元/股，最低价109.86元/股），支付的资金总额为人民币1.2亿元（含交易费用）。2) 截至2023年7月31日，公司完成第二次股份回购，回购86.97万股（最高价135.82元/股，最低价105.38元/股），支付资金总额为人民币1亿元（含交易费用）。公司通过两次股份回购，累计回购公司股份191.12万股，支付资金总额累计为2.2亿元（含交易费用）。根据公司股份回购方案，回购股份都将用于后续员工持股计划。

此外，公司加快数字化转型。从研发、制造、运营、决策四个方向推进数字化项目的建设；加强业务部门对系统和数据的应用，确保已验收数字化项目规划成果的落地；稳妥开展国家智能制造成熟度三级评估准备工作；为支撑公司数字化转型建设，按计划推进数字化人才培养及测评工作。

短期维度，2023Q3，伴随存量客户持续增长（奇瑞、一汽红旗等）叠加下游新车型项目放量（理想、蔚来等），公司营收表现超越行业21.19pct（汽车产量同比+4.04%）。**中长期维度**，星宇股份的新订单+新产品+新产能为业绩保驾护航。**客户维度**，当前星宇和日系合作愉快（拿下一汽丰田“竞争力进取奖”，广汽丰田“品质优秀奖”），已进入新势力（蔚来、小鹏、理想）和头部自主品牌客户（吉利）的供应商体系、并获取了项目，2023年上半年，公司承接17个车型的车灯开发项目和2个车型的电子开发项目，实现36个新项目的项目批产，优质的新项目为公司未来发展提供了强有力的保障；**产能维度**，公司汽车电子和照明研发中心已部分投入使用，智能产业园模具工厂、五期等建设项目正常推进；**产品维度**，ADB持续渗透（渗透率从2019年的不到2%提升至2022年的9%），随着DLP投影大灯和ADB车灯等新技术陆续进入市场，星宇加强新技术开发应用，公司目前产品的新技术开发方向包括基于DMD技术的DLP智能前照灯，预计2023年底可实现量产；基于MicroLED技术的HD智能前照灯，预计2024年达量产水平；独立平台车灯控制器已量产供货。2023年2月15日，星宇股份与地平线在常州签署战略合作协议，共同推进“行泊一体解决方案”的量产落地，星宇股份基于地平线征程@3车规级芯片研发的“行泊一体”解决方案已获得国内某头部车企正式定点，预计于2023年量产。2023年，公司有望实现车型订单+海外工厂+ADB及“行泊一体”解决方案等新产品释放的带来的业绩共振。

风险提示：国内车市景气度持续下行风险；年降和原材料价格波动风险。

投资建议：略下调利润预测（维持营收预测），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。考虑减值损失影响，略下调利润预测（维持营收预测），预期23/24/25年营收101.0/125.8/159.4亿，23/24/25年利润11.5/15.5/20.6亿（原23/24/25年预计12.5/16.0/22.0亿），对应PE分别36/26/20x，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 2024 年平均 PE 约为 25 倍。我们更新星宇一年期目标估值（对应 2024 年）为 163-174 元（对应 2024 年 PE 30-32 倍），持续看好，维持买入评级。

表3: 可比公司估值表

| 公司代码 | 公司名称 | 投资评级 | 总市值 | | EPS | | | PE | | |
|-----------|------|------|---------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 昨收盘 (元) | (亿元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2022 | 2023E | 2024E |
| 603596.SH | 伯特利 | 买入 | 72.3 | 306 | 1.70 | 2.09 | 2.92 | 42.53 | 34.59 | 24.76 |
| 603786.SH | 科博达 | 买入 | 68.29 | 276 | 1.11 | 1.66 | 2.27 | 61.52 | 41.14 | 30.08 |
| 601689.SH | 拓普集团 | 买入 | 62.90 | 693 | 1.54 | 2.18 | 3.00 | 40.84 | 28.85 | 20.97 |
| | 平均 | | | | 1.45 | 1.98 | 2.73 | 48.30 | 34.86 | 25.27 |
| 601799.SH | 星宇股份 | 买入 | 142.89 | 408 | 3.30 | 4.03 | 5.44 | 43.36 | 35.47 | 26.26 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 现金及现金等价物 | 1402 | 1489 | 2663 | 3062 | 3531 | 营业收入 | 7909 | 8248 | 10104 | 12579 | 15938 |
| 应收款项 | 2251 | 2469 | 2491 | 3102 | 3930 | 营业成本 | 6163 | 6387 | 7780 | 9560 | 12017 |
| 存货净额 | 1970 | 2326 | 2476 | 3054 | 3860 | 营业税金及附加 | 35 | 43 | 45 | 57 | 72 |
| 其他流动资产 | 47 | 70 | 3233 | 4025 | 5100 | 销售费用 | 97 | 119 | 141 | 176 | 223 |
| 流动资产合计 | 8200 | 8978 | 13487 | 15866 | 19044 | 管理费用 | 218 | 247 | 268 | 326 | 408 |
| 固定资产 | 2849 | 3271 | 105 | 69 | 64 | 研发费用 | 388 | 522 | 586 | 730 | 924 |
| 无形资产及其他 | 418 | 440 | 423 | 407 | 390 | 财务费用 | 23 | (13) | 0 | 0 | 0 |
| 投资性房地产 | 466 | 548 | 548 | 548 | 548 | 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值及公允价值变动 | 103 | 106 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 11933 | 13237 | 14564 | 16889 | 20046 | 其他收入 | (396) | (517) | (586) | (730) | (924) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 6 | 4 | 130 | 130 | 130 | 营业利润 | 1080 | 1054 | 1283 | 1731 | 2293 |
| 应付款项 | 3487 | 3841 | 4333 | 5344 | 6754 | 营业外净收支 | (2) | (4) | (4) | (4) | (4) |
| 其他流动负债 | 210 | 273 | 285 | 352 | 445 | 利润总额 | 1078 | 1050 | 1279 | 1727 | 2289 |
| 流动负债合计 | 3703 | 4117 | 4748 | 5826 | 7329 | 所得税费用 | 129 | 108 | 128 | 173 | 229 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | (230) | (230) | (230) | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 371 | 598 | 603 | 608 | 613 | 归属于母公司净利润 | 949 | 941 | 1151 | 1554 | 2060 |
| 长期负债合计 | 371 | 598 | 373 | 378 | 383 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 4074 | 4715 | 5121 | 6204 | 7712 | 净利润 | 949 | 941 | 1151 | 1554 | 2060 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值准备 | (13) | 15 | 3112 | (12) | (45) |
| 股东权益 | 7859 | 8522 | 9442 | 10686 | 12334 | 折旧摊销 | 232 | 306 | 311 | 346 | 367 |
| 负债和股东权益总计 | 11933 | 13237 | 14564 | 16889 | 20046 | 公允价值变动损失 | (103) | (106) | 0 | 0 | 0 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | 23 | (13) | 0 | 0 | 0 |
| 每股收益 | 3.32 | 3.30 | 4.03 | 5.44 | 7.21 | 营运资本变动 | (1231) | (22) | 286 | (910) | (1245) |
| 每股红利 | 1.26 | 1.10 | 0.81 | 1.09 | 1.44 | 其它 | 13 | (15) | (3112) | 12 | 45 |
| 每股净资产 | 27.51 | 29.83 | 33.05 | 37.40 | 43.17 | 经营活动现金流 | (153) | 1119 | 1749 | 991 | 1182 |
| ROIC | 26% | 24% | 32% | 45% | 49% | 资本开支 | 0 | (825) | (241) | (281) | (301) |
| ROE | 12% | 11% | 12% | 15% | 17% | 其它投资现金流 | 418 | (92) | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 22% | 23% | 23% | 24% | 25% | 投资活动现金流 | 418 | (917) | (241) | (281) | (301) |
| EBIT Margin | 13% | 11% | 13% | 14% | 14% | 权益性融资 | (9) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 16% | 15% | 16% | 17% | 17% | 负债净变化 | 0 | 0 | (230) | 0 | 0 |
| 收入增长 | 8% | 4% | 22% | 24% | 27% | 支付股利、利息 | (359) | (314) | (230) | (311) | (412) |
| 净利润增长率 | -18% | -1% | 22% | 35% | 33% | 其它融资现金流 | (305) | 514 | 126 | 0 | 0 |
| 资产负债率 | 34% | 36% | 35% | 37% | 38% | 融资活动现金流 | (1032) | (115) | (334) | (311) | (412) |
| 息率 | 0.9% | 0.8% | 0.6% | 0.8% | 1.0% | 现金净变动 | (767) | 87 | 1174 | 399 | 469 |
| P/E | 43.0 | 43.4 | 35.5 | 26.3 | 19.8 | 货币资金的期初余额 | 2169 | 1402 | 1489 | 2663 | 3062 |
| P/B | 5.2 | 4.8 | 4.3 | 3.8 | 3.3 | 货币资金的期末余额 | 1402 | 1489 | 2663 | 3062 | 3531 |
| EV/EBITDA | 36.2 | 36.9 | 28.8 | 22.6 | 18.2 | 企业自由现金流 | 0 | 293 | 1511 | 713 | 885 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 0 | 806 | 1408 | 713 | 885 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

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

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|---|------------|----|------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数20%以上 |
| | | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上 |
| | 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 低配 | 行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，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