

# 星宇股份 (601799.SH)

## 自主车灯龙头的复盘与展望

买入

### 核心观点

**发展复盘：车灯自主龙头的发展之路。**星宇股份于2011年2月1日上市，是国内自主车灯龙头（2023年国内车灯市占率预计15%）。复盘公司发展，主要经历以下阶段：2007-2015年：初具规模；2016-2017年：进入成长；2018-2020年：量利双增；2021-2023年：转型调整；2024年后：新征程。

**2024年的星宇股份和2018年有诸多相似之处。**第一，汽车市场方面，2024年汽车行业经历了2020-2023年新能源高渗透的结构行情，2018年汽车行业经历2016-2017年SUV高渗透和购置税政策透支，出现首年下滑，行业缺乏总量机会、结构性增长稀缺，因而有业绩增长确定性的公司具备估值溢价；第二，公司经营方面，2018-2020年公司完成日系和德系客户结构转型，2024年公司实现新能源和自主品牌客户转型；第三，车灯行业方面，2018年车灯从卤素氙气灯向LED灯升级，当前处于LED灯向ADB、DLP灯升级阶段。

**追根溯源：星宇股份成为自主车灯龙头的原因探析。**车灯既是外观件，也是安全件，具备高定制化、独配等属性，车灯是光机电一体件，综合结构设计、光学、电子、软件等工程师，行业壁垒高。星宇股份国内市占率从6%（2015年）快速提升至15%（2022年），其竞争优势在于：1）较外资：工程师红利、快速响应能力；2）比内资：持续研发能力、优异成本管控能力（模具、模组自制）、稳定供货能力。

**发展展望：产品智能化，客户新能源化、全球化。**从安全到智能，车灯产品持续升级，预计2025年全球车灯（含前大灯+后尾灯+外饰氛围灯）市场超4000亿，国内近1500亿。1）产品智能化，车灯产品方面，布局ADB、DLP、星环灯、格栅灯等主流车灯新技术，研发进展和全球车灯龙头基本同步（在内资领先）；汽车电子产品方面，加强车灯控制器的开发及应用，并通过产业链协同（地平线、华为、一径科技、欧冶半导体等）拓展能力圈。2）客户新能源化，国内市场，公司积极开拓新能源客户，占比持续提升。3）客户全球化，塞尔维亚工厂是星宇在海外扩建的首个产能，当前星宇全球市占率约3-4%，后续全球发展空间可期。

**盈利预测与估值：**考虑到新能源项目放量，略上调营收预测，维持利润预测，预计23/24/25年营收102.9/128.3/160.8亿元（原23/24/25年预计101.0/125.8/159.4亿），归母净利润11.5/15.5/20.6亿元，对应PE分别35/26/20x，长期具备全球车灯龙头潜力，维持买入评级。

**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。

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	10,287	12,827	16,076
(+/-%)	8.0%	4.3%	24.7%	24.7%	25.3%
净利润(百万元)	949	941	1149	1552	2056
(+/-%)	-18.1%	-0.8%	22.1%	35.1%	32.4%
每股收益(元)	3.32	3.30	4.02	5.43	7.20
EBIT Margin	12.7%	11.3%	12.4%	13.5%	14.2%
净资产收益率 (ROE)	12.1%	11.0%	12.2%	14.5%	16.7%
市盈率 (PE)	42.3	42.6	34.9	25.8	19.5
EV/EBITDA	35.6	36.3	28.5	22.4	18.1
市净率 (PB)	5.11	4.71	4.25	3.76	3.25

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·深度报告

#### 汽车·汽车零部件

证券分析师：唐旭霞  
0755-81981814  
tangxx@guosen.com.cn  
S0980519080002

证券分析师：杨彬  
0755-81982771  
yangshan@guosen.com.cn  
S0980523110001

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	163.00 - 174.00元
收盘价	140.45元
总市值/流通市值	40124/40124百万元
52周最高价/最低价	163.00/104.54元
近3个月日均成交额	174.83百万元

#### 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)-三季度营收超越汽车行业，战略合作华为引领车灯升级》——2023-10-30
- 《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

# 内容目录

<b>前言：自主车灯龙头的复盘与展望</b> .....	<b>7</b>
车灯是汽车零部件细分优质赛道 .....	7
本文概论和行文思路 .....	8
发展复盘：车灯自主龙头的发展之路 .....	9
追根溯源：星宇股份成为自主车灯龙头的原因探析 .....	10
发展展望：产品智能化，客户新能源化、全球化 .....	11
<b>发展复盘：车灯自主龙头的发展之路</b> .....	<b>13</b>
2007-2015 年：初具规模 .....	16
2016-2017 年：进入成长（订单突破） .....	19
2018-2020 年：量利双增（成长加速） .....	22
2021-2023 年：转型调整 .....	27
2024 年后：新阶段，新征程 .....	31
<b>追根溯源：星宇股份成为自主车灯龙头的原因探析</b> .....	<b>32</b>
车灯的特性：外观件、安全件，光机电一体件，壁垒高 .....	32
车灯行业竞争格局：全球寡头垄断，国内一超多强 .....	40
星宇股份竞争优势：快速响应能力、工程师红利、持续研发投入、成本管控能力、稳定供货能力 .....	42
<b>发展展望：产品智能化，客户新能源化、全球化</b> .....	<b>46</b>
产品智能化：ADB、DLP、星环灯、格栅灯等车灯产品持续放量 .....	46
产品智能化：汽车电子新产品发展可期 .....	57
客户新能源化：积极开拓新能源客户，新能源占比持续提升 .....	62
客户全球化：海外建厂，积极开拓全球客户，全球化开启新征程 .....	63
<b>盈利预测</b> .....	<b>68</b>
假设前提 .....	68
未来 3 年业绩预测 .....	69
盈利预测情景分析 .....	69
<b>估值与投资建议</b> .....	<b>70</b>
绝对估值法 .....	70
相对估值法 .....	71
投资建议 .....	71
<b>风险提示</b> .....	<b>72</b>
估值的风险 .....	72
盈利预测的风险 .....	72
上游原材料涨价的风险 .....	72
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	<b>73</b>

## 图表目录

图 1: 车灯是汽车零部件细分优质赛道	7
图 2: 星宇股份 2007 年至今发展复盘图	9
图 3: 星宇股份竞争优势	11
图 4: 星宇股份 ROE 核心拆分	11
图 5: 2008 年至今海拉、小糸、星宇前瞻车灯技术研发和量产进度时间轴	12
图 6: 星宇股份 2007 年至今发展复盘图	14
图 7: 星宇股份 2007-2023 年主要客户销量在乘用车总销量中的占比	16
图 8: 星宇股份 2007-2015 年发展复盘图	17
图 9: 2007-2015 年星宇股份营收（亿元）及同比增速	18
图 10: 2007-2015 年星宇股份分产品营收（亿元）	18
图 11: 星宇股份 2016-2017 年发展复盘图	20
图 12: 星宇股份 2018-2020 年发展复盘图	22
图 13: 2018-2020 年星宇股份主要客户销量占比	23
图 14: 2018-2020 年星宇股份主要客户销量和乘用车销量增速	23
图 15: 2018-2020 年国内乘用车 LED 前大灯渗透率	25
图 16: 2019-2020 年国内乘用车 ADB 前大灯渗透率	25
图 17: 2018-2020 年星宇股份整体毛利率情况	27
图 18: 2018-2020 年星宇股份车灯产品毛利率情况	27
图 19: 星宇股份 2021-2023 年发展复盘图	28
图 20: 2021-2023 年前三季度星宇股份营收情况	29
图 21: 2021-2023 年前三季度星宇股份归母净利润情况	29
图 22: 2021-2023 年星宇股份主要合资和自主客户销量占比	29
图 23: 2021-2023 年星宇股份主要合资和自主客户销量增速	29
图 24: 2021-2023 年蔚来、小鹏、理想汽车销量占比	30
图 25: 2021-2023 年蔚来、小鹏、理想汽车销量增速	30
图 26: 车灯为重要外观件，不断迭代升级	32
图 27: 车灯是车型换代/升级的必改项	33
图 28: 车灯为问界 M9 的宣传核心卖点之一	34
图 29: 华为 XPIXEL 智能车灯实现百万像素级精准跟踪遮蔽	34
图 30: 华为 XPIXEL 智能车灯具备小体积模组造型	34
图 31: 华为 XPIXEL 智能车灯具备 XPIXEL Kits 开发套件	34
图 32: 华为 XPIXEL 智能车灯解决方案首创智能光毯功能	34
图 33: 车灯产品的工艺生产流程	35
图 34: 注塑成型工艺流程图	35
图 35: BMC 反光镜表面处理工艺流程图	35
图 36: 前照灯装配工艺流程图	36
图 37: 后组合灯装配工艺流程图	36

图 38: 前大灯和后组合灯的生产流程 .....	36
图 39: 沃尔沃 EX90 眨眼大灯 .....	37
图 40: 星宇股份像素化格栅灯 .....	37
图 41: FORVIA HELLA 窄模组 .....	37
图 42: 车企遴选汽车灯具供应商方面需遵循严格的程序 .....	39
图 43: LED 光学设计效果 (左图) 和 LED 实际照明效果 (右图) .....	39
图 44: 车灯行业的进入壁垒 .....	40
图 45: 2011 年全球车灯竞争格局 .....	41
图 46: 2021 年全球车灯竞争格局 .....	41
图 47: 2015 年中国车灯企业市场占有率 .....	41
图 48: 2021 年中国车灯企业市场占有率 .....	41
图 49: 星宇股份竞争优势 .....	43
图 50: 星宇股份 ROE 核心拆分 .....	45
图 51: 车灯发展历程 .....	47
图 52: 汽车前大灯技术升级路线 .....	47
图 53: 汽车后尾灯技术升级路线 .....	47
图 54: 汽车氛围灯技术升级路线 .....	47
图 55: 2019-2023 年国内乘用车 ADB 前大灯渗透率 .....	48
图 56: 202101-202312 国内乘用车 ADB 前大灯渗透率 .....	48
图 57: 问界 M9 前大灯 .....	49
图 58: 红旗 H9 矩阵式前大灯 .....	49
图 59: 2022-2023 年国内乘用车贯穿式 LED 尾灯渗透率 .....	50
图 60: 202101-202312 国内乘用车贯穿式 LED 尾灯渗透率 .....	50
图 61: 小鹏 P5 贯穿式尾灯 .....	51
图 62: 问界 M9 贯穿式尾灯 .....	51
图 63: 标配贯穿式前灯 202301-202312 月度渗透率 .....	52
图 64: 标配前格栅灯 202301-202312 月度渗透率 .....	52
图 65: 极氪 009 可发光直瀑布式前格栅 .....	53
图 66: 理想 L9 星环灯 .....	53
图 67: 奔驰 EQS 氛围灯 .....	55
图 68: 劳斯莱斯星光顶蓬 .....	55
图 69: 2008 年至今海拉、小糸、星宇前瞻车灯技术研发和量产进度时间轴 .....	57
图 70: 星宇股份与产业链合作布局的汽车电子新产品 .....	58
图 71: 前部灯具控制器 .....	58
图 72: 后部灯具控制器 .....	58
图 73: 林树栋先生、刘晟君先生代表双方签署合作意向书 .....	59
图 74: 问界 M9 前照灯 .....	60
图 75: 问界 M9 后组合灯 .....	60
图 76: 星宇股份和欧冶半导体达成战略合作 .....	60
图 77: 虹软技术能力 .....	61
图 78: 地平线征程系列芯片 Roadmap .....	61

图 79: 星宇股份与地平线达成战略合作 .....	61
图 80: 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 .....	61
图 81: 星宇股份与一径科技达成战略合作 .....	62
图 82: 星宇股份与一径科技达成战略合作 .....	62
图 83: 星宇股份荣获理想汽车“合作共赢奖” .....	63
图 84: 星宇股份荣获 2023 蔚来质量卓越合作伙伴奖 (NQPP) .....	63
图 85: 塞尔维亚区位 .....	64
图 86: 星宇塞尔维亚工厂效果图 .....	64
图 87: 星宇塞尔维亚工厂效果图 .....	64
表 1: 星宇股份 2007-2023 年前三季度核心财务数据和客户结构梳理 .....	14
表 2: 星宇股份上市至今业绩增速、盈利能力和股价涨跌幅情况 .....	15
表 3: 2015 年及之前星宇股份发展大事件 .....	17
表 4: 2007-2014 年星宇股份分客户营收占比 .....	18
表 5: 2007-2014 年星宇股份配套客户情况 .....	19
表 6: 2007-2014 年星宇股份车灯产品进展 .....	19
表 7: 2007-2015 年星宇股份产能情况 .....	19
表 8: 2016-2017 年星宇股份发展大事件 .....	20
表 9: 2016-2017 年星宇股份新项目订单情况 .....	20
表 10: 2016-2017 年星宇股份车灯产品进展 .....	21
表 11: 2016-2017 年星宇股份客户开拓进展 .....	21
表 12: 2016-2017 年星宇股份产能情况 .....	21
表 13: 2018-2020 年星宇股份发展大事件 .....	23
表 14: 2018-2020 年星宇股份前五大客户情况 .....	23
表 15: 2018-2019 年星宇股份配套客户情况 .....	24
表 16: 2018-2020 年星宇股份新项目订单情况 .....	24
表 17: 2018-2020 年星宇股份产能情况 .....	24
表 18: 2020 年销量 TOP30 搭载 LED 前大灯的主要轿车车型 .....	25
表 19: 2020 年销量 TOP30 搭载 LED 前大灯的主要 SUV 车型 .....	26
表 20: 2018-2020 年星宇股份车灯产销量和单价情况 .....	26
表 21: 2018-2020 年星宇股份车灯产品进展 .....	27
表 22: 2021-2023 年星宇股份主要合资和自主客户销量增速 .....	29
表 23: 截至 2022 年星宇股份产能情况 .....	30
表 24: 2022-2023 年车灯展上的车灯新技术梳理 .....	37
表 25: 全球分地区部分代表性车型车灯供应商配套情况 .....	38
表 26: 乘用车车灯与整车厂主要产品配套情况 .....	41
表 27: 商用车车灯与整车厂主要产品配套情况 .....	42
表 28: 车灯公司 ROE 对比 .....	44
表 29: 车灯公司核心财务数据对比 .....	45
表 30: 车灯公司核心财务数据对比 .....	45

表 31: 2023 年分车系代表性车型车灯配置情况 (ADB 车灯)	48
表 32: 2023 年分车系代表性车型车灯配置情况 (DLP 车灯)	49
表 33: 2022-2025E 全球及国内前大灯市场空间测算	49
表 34: 2023 年配备贯穿式 LED 尾灯的车型情况	51
表 35: 2022-2025E 全球及国内后尾灯市场空间测算	52
表 36: 2023 年配备前格栅灯、贯穿式前灯的车型情况	53
表 37: 2022-2025E 全球及国内外饰氛围灯市场空间测算	53
表 38: 代表性车型内饰氛围灯配置情况	54
表 39: 2022-2025E 全球及国内内饰氛围灯市场空间测算	55
表 40: 星宇股份车灯产品研发和量产重要进展	56
表 41: 星宇股份与产业链合作情况	58
表 42: 国内重要新能源品牌的车灯配套关系	62
表 43: 塞尔维亚星宇基本情况	64
表 44: 星宇股份车灯市占率测算 (按照车灯销量口径)	65
表 45: 星宇股份车灯市占率测算 (按照营收口径)	65
表 46: 星宇股份为主流合资车企配套车灯	66
表 47: 欧洲主流车企的车灯供应商情况	66
表 48: 美洲主流车企的车灯供应商情况	67
表 49: 公司营业收入、毛利预测 (百万元) / 中性假设	68
表 50: 盈利预测与市场重要数据	69
表 51: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	69
表 52: 资本成本假设	70
表 53: FCFF 估值表	70
表 54: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	71
表 55: 可比公司估值表	71

## 前言：自主车灯龙头的复盘与展望

### 车灯是汽车零部件细分优质赛道

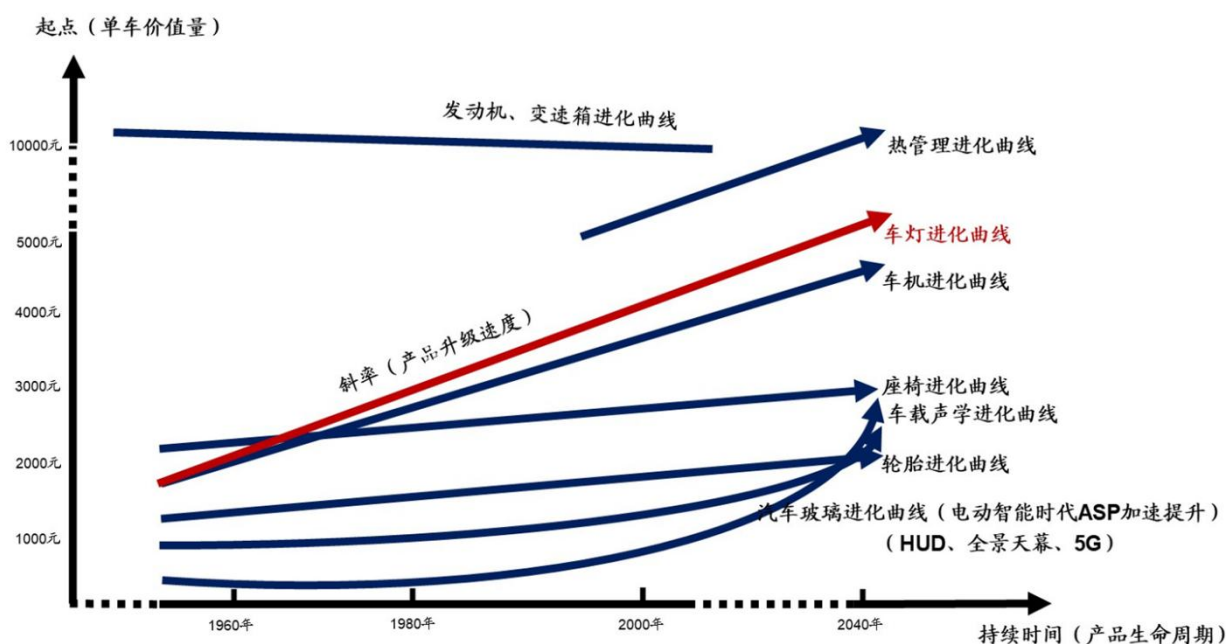
车灯是汽车零部件细分优质赛道，具备起点高、弹性大、产品持续升级三大属性。

1) **起点高-单车价值量高**：传统汽车零部件赛道中，超过车灯单车价值量的部件只有动力总成（发动机变速箱 6000-10000 元均价）和座椅总成（2000 元均价），车灯总成（3000 元左右），车机系统（2000 元左右），轮胎（1500 元左右），玻璃（800 元左右）。电动智能化趋势下诞生的纯增量零部件赛道中，ADB 车灯、DLP 车灯单车价值量分别 4000 元、超 1 万元，仅次于激光雷达、自动驾驶域控制器、空气悬架等赛道。

2) **弹性大-技术升级带来的价值量大幅提升**：车灯是汽车车身上重要的外观件，车灯的形态和设计对汽车消费者有重大影响，在汽车电子化、个性化的趋势当中，车灯在整车中的成本占比也越来越高。以前大灯为例“卤素-氙气-LED-ADB-HD ADB-DLP”的技术路径下，单只大灯的均价大致从“200 元-400 元-1000 元-2000 元以上-1 万元以上”，价值量持续快速提升。

3) **持续长-空间广，产品持续升级**：车灯目前经历了从卤素-氙气-LED 的产品升级，未来更智能的矩阵式 ADB 大灯、DLP 大灯是发展方向，升级过程中，单车价值量持续提升（大灯 LED 化过程，全套车灯从 1600 元到 3000 元）。汽车车灯在前照大灯（卤素-氙气-LED-ADB-HDADB-DLP）、后尾灯（形态上分离式-贯穿式，光源上灯泡-LED-Surface LED-Mini LED-OLED-3D OLED）、氛围灯（前格栅灯、星环灯等）等各领域，均存在较大的技术升级空间，光、电等前沿领域在汽车车灯上的应用相对具备较大的空间。

图1：车灯是汽车零部件细分优质赛道



资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

我们自 2015 年起重点研究星宇股份和车灯行业，先后发布行业专题和公司深度报

告：

《星宇股份：主业稳健，转型可期》-20150901

《星宇股份：好行业 好格局 好公司，具备全球车灯龙头潜质》-20171204

《车灯行业系列专题一：车灯的市场空间、技术升级与企业布局》-20180807

《车灯行业系列专题二：车灯行业的竞争格局》-20181023

《车灯行业跟踪点评之二：从长城新款 VV6 看车灯行业技术革命》-20190731

《星宇股份：百年小系复盘：星宇的机遇和挑战》-20191014

《车灯行业跟踪点评之三：从 2020 款迈腾看 ADB 车灯渗透率》-20191223

《星宇股份-601799-星宇股份系列点评之三十：“家文化”：换个视角看星宇》-20200412

《车灯行业跟踪专题之四：LED 加速渗透，电动智能驱动车灯技术升级》-20210604

《车灯行业跟踪专题之五-车灯行业技术趋势、市场空间及竞争格局》-20230605

以上多篇专题和深度报告（近 300 页），数十篇公司点评和行业点评，并举行或参加车灯电话会议十余次、车灯拆解实验、车灯产业链调研、国际汽车照明论坛及展览、ALE 车灯展等。本文是《星宇股份公司深度研究系列之四-自主车灯龙头的复盘与展望》，对自主车灯龙头企业——星宇股份近 20 年维度进行发展复盘，分析星宇股份在车灯行业竞争中的核心优势，以及对星宇股份未来发展进行展望。

## 本文概论和行文思路

车灯行业非常精当地展示了全球零部件的一幅竞争画卷，而从欧洲→日本→中国的车灯崛起，也侧面描画了全球制造业的经典转移路径。当前全球车灯企业以欧系、日系二分天下。日系企业以小系、斯坦雷为代表，以成本管控取胜；欧系企业以海拉、法雷奥为代表，以推进产品变革制高。日系欧系老牌车灯企业以外，中国汽车市场近年来的崛起带动的优质自主车灯企业星宇股份已崭露头角。总结来看，欧司朗控制了车灯技术升级的源头，海拉法雷奥控制了车灯设计的趋势，日系和国内自主企业跟随。这就好比：欧司朗是化学原料厂（研发最新的服装材料比如涤纶锦纶醋酸），海拉法雷奥是国际主流服装设计师（用这些新型材料做成原创服装，秀场版），一流的车灯企业（小系斯坦雷华域星宇等）是高街品牌（迅速做成成品销售），二流三流的车灯企业（国内多数小体量自主车灯企业）是淘宝店主，这主要是由于车灯企业下游客户产品定位的差异，对车灯的需求不同导致了车灯企业技术路径、战略方向上的差异。本文研究的是一流自主车灯龙头企业——星宇股份。

**行文思路：**第一部分复盘星宇股份发展历史，描绘星宇股份车灯业务发展路径，探索发展规律，我们认为，基于汽车市场环境、车灯行业趋势、公司内部经营等维度看，2024 年的星宇股份和 2018 年有诸多相似之处；第二部分追根溯源星宇股份成为自主车灯龙头的原因，行业端通过分析车灯行业的特性、拆解车灯生产流程，去探究车灯行业的壁垒，公司端通过杜邦三分拆分对比不同车灯龙头 ROE，挖掘星宇股份的竞争优势；第三部分对星宇股份未来发展进行展望，行业端我们统计测算了前大灯、后尾灯、外饰氛围灯的渗透率和市场空间，公司端从产品和客户维度展望公司后续发展情况，产品维度围绕智能化（车灯新技术新产品、汽



车电子），客户维度围绕新能源化和全球化。

## 发展复盘：车灯自主龙头的发展之路

复盘公司发展，主要经历了以下几个阶段：

图2：星宇股份 2007 年至今发展复盘图



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

1) 2007-2015 年：**初具规模**。车灯行业 2015 年前以卤素、氙气等为主，星宇股份配套客户起于配套红旗、奇瑞汽车，受益于深度配套一汽大众、一汽丰田，公司 2007-2015 年营收复合增速为 24%。公司此阶段专注进入主流合资主机厂，同时扩建前大灯产能，提升前大灯制造实力。

2) 2016-2017 年：**进入成长（订单突破）**。2016 年在国内购置税减半政策以及汽车智能化背景下，汽车板块行情启动，公司市值持续提升。此阶段星宇股份开拓了 LED 车灯订单，客户实现从自主（奇瑞、一汽红旗等）-合资（一汽大众、一汽丰田等）的开拓。

3) 2018-2020 年：**量利双增（成长加速）**。量端星宇依靠一汽大众、一汽丰田等合资车型放量，同时客户实现合资从德系-日系（东风日产、广汽丰田、广汽本田、东风本田等）的深化，及高端化向上（奥迪、宝马、奔驰等）；价端星宇 LED 前大灯订单释放，盈利能力提升，公司量、价、利进入向上通道，业绩快速增长，表现跨越行业周期。

4) **2021-2023 年：转型调整。**2021-2022 年，在新能源、自主品牌及新势力崛起的大背景下，合资燃油车企受到较大冲击，公司以合资为代表的客户结构销量承压，业绩增速放缓，股价有所下滑，公司 2021 年已全面转型拥抱新能源新势力客户，并陆续斩获订单。2023 年，以蔚小理为代表的新能源客户车灯项目放量，公司新能源客户营收占比加速提升，业绩企稳向上，股价小幅提升。

5) **2024 年后：新阶段，新征程。**展望 2024 年及以后，价端，前大灯从 LED-ADB-DLP 升级，尾灯从分离式尾灯-贯穿式尾灯升级，叠加星环灯、格栅灯等外饰氛围灯渗透率提升，量端，公司新能源客户持续放量（华为、理想、蔚来、小鹏、吉利、奇瑞等），并加速全球化布局（塞尔维亚等），开启发展新征程。

我们认为，2024 年的星宇股份和 2018 年有诸多相似之处：第一，汽车市场外部环境方面，汽车市场方面，2024 年汽车行业经历了 2020-2023 年新能源高渗透的结构性行情，2018 年汽车行业经历 2016-2017 年 SUV 高渗透和购置税政策透支，出现首年下滑，行业缺乏总量机会、结构性增长稀缺，因而有业绩增长确定性的公司具备估值溢价；第二，公司内部经营方面，星宇股份完成了客户结构转型，2018-2020 年公司日系客户放量，完成了日系和德系客户结构的转型，2024 年开始公司新势力新能源和自主品牌客户放量，实现新能源和自主品牌客户（华为问界、奇瑞、蔚来、小鹏、理想、吉利等）转型，2018 年公司前两大客户是德系（一汽大众）和日系（一汽丰田），2024 年公司前两大客户或为奇瑞和华为问界，核心增长来源已改变；第三，外部车灯环境方面，2018 年车灯从卤素氙气灯往 LED 前大灯升级，当前处于 LED 灯往 ADB、DLP 前大灯升级阶段。

### 追根溯源：星宇股份成为自主车灯龙头的原因探析

**车灯行业核心壁垒：**车灯既是外观件，也是安全件，具备高定制化、独配等属性（带来优越竞争格局），车灯是车的“眼睛”，作为车身消费级零部件，是车型的核心卖点之一，车灯因而成为车型升级/换代的必改项。车灯是光机电一体件，其研发、设计、生产工艺集合了光学、结构设计、机械、电子等的合力，对车灯厂的综合能力要求高。车灯行业是具备客户资源壁垒、技术壁垒、成本壁垒、质量认证壁垒的行业。

#### 车灯行业竞争格局：

1) **全球车灯市场呈现寡头垄断的竞争格局，五大车灯龙头垄断 66% 的市场份额，**分别是日本小糸（16%）、法国法雷奥（13%）、玛涅蒂马瑞利（14%）、德国海拉（12%）、日本斯坦雷（11%）。我们认为，车灯的寡头垄断竞争格局，与车灯高定制化、独供、质量认证、成本、技术壁垒等综合因素有关，车企对车灯厂的综合配套能力要求高。

2) **国内车灯市场多年来维持“一超多强”的竞争格局，星宇股份国内市占率持续提升。**国内车灯市场的车灯供应商主要以华域视觉、星宇股份、头部外资车灯企业为代表，竞争格局相对集中。星宇股份作为民营独立第三方车灯供应商，成长迅速，市占率从 2015 年的 6% 快速提升至 2022 年的 15%。

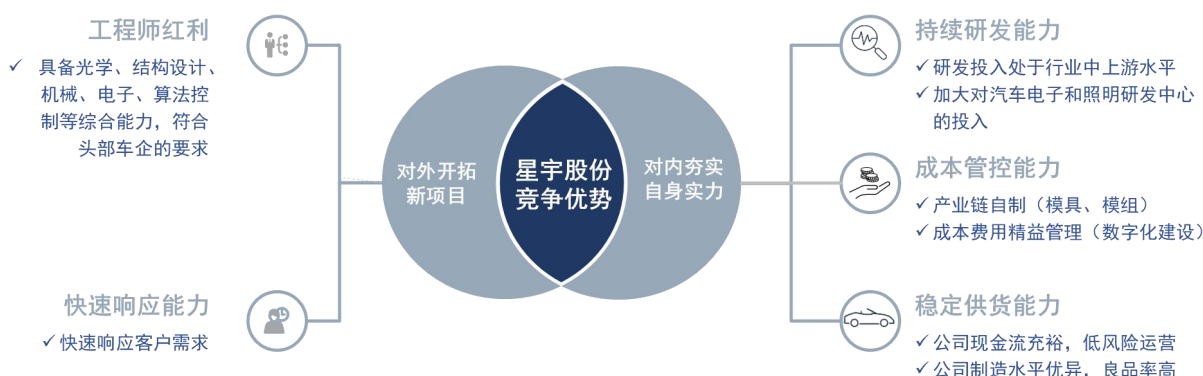
#### 星宇股份竞争优势：

1) **对外积极开拓新项目：**一方面，公司具备工程师红利，也就是光学、结构设计、机械、电子、算法控制等综合能力，车灯产品满足头部车企的要求；另一方面，公司具备快速响应能力，相比外资车灯厂，公司能更及时快速响应客户需求。

2) **对内努力夯实资深实力：**能力之一在于持续的研发能力，和海外头部车灯厂

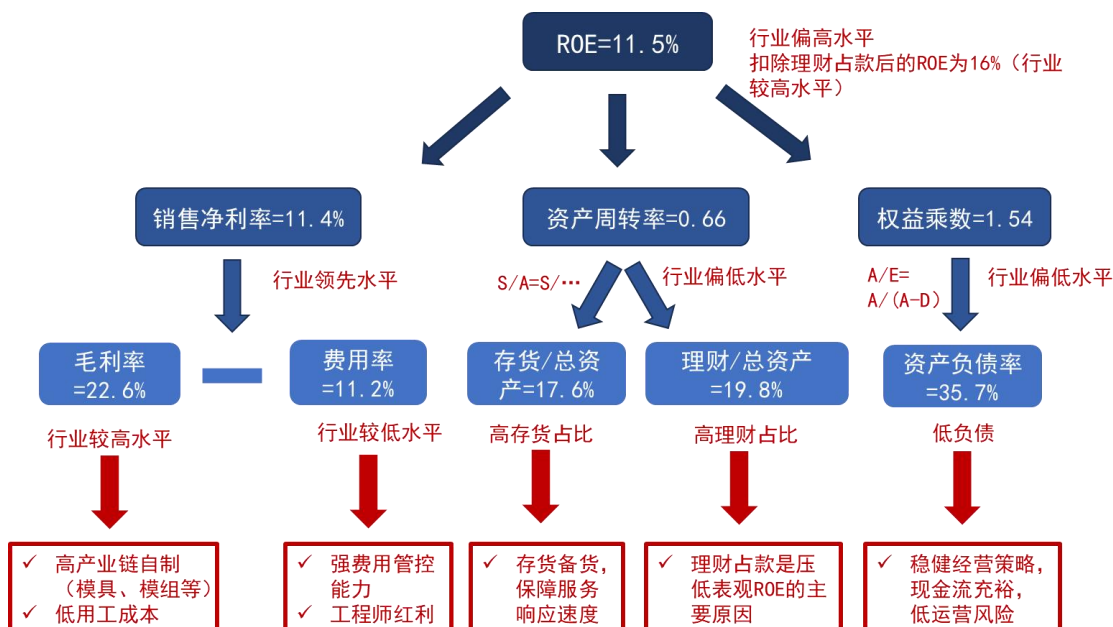
相比，公司研发投入处于车灯行业中上游水平，近年来加大对汽车电子、前瞻车灯新技术（比如 ADB、DLP、星环灯、格栅灯等）的研发投入；**能力之二在于成本管控能力**，公司具备产业链自制能力（模具、模组等核心车灯成本件自制）、成本费用精益管理（积极推进数字化建设）；**能力之三在于稳定供货能力**，一方面公司现金流充裕，企业运营风险低，另一方面公司制造水平优异，生产的车灯产品良品率高。

图3: 星宇股份竞争优势



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4: 星宇股份 ROE 核心拆分



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（注：数据为 2022 年年报数据）

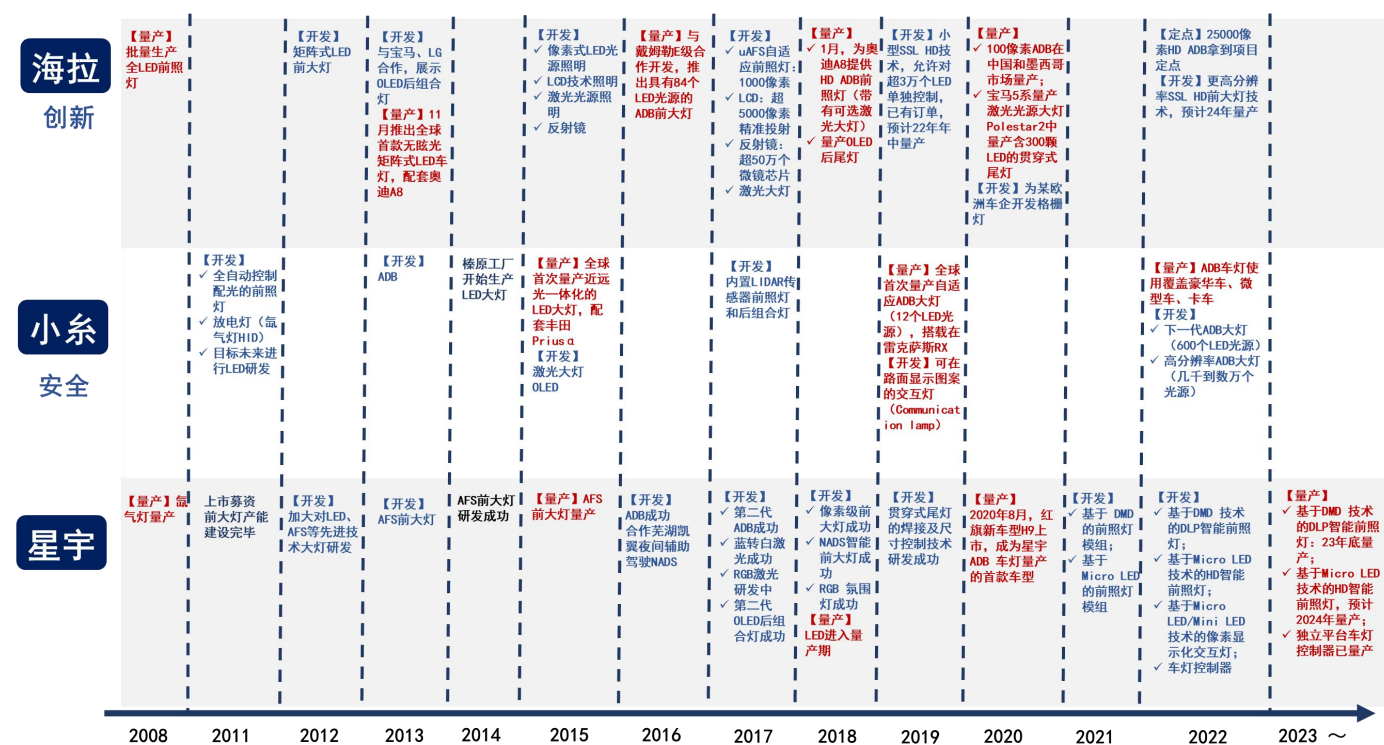
### 发展展望：产品智能化，客户新能源化、全球化

车灯行业：从安全到智能，车灯产品持续升级，前大灯从 LED（ASP1500 元）-ADB（ASP3000-4000 元）-DLP（ASP15000 元+），尾灯从分离式（ASP400-600 元）-

贯穿式（ASP1000元+），叠加氛围灯（前格栅灯、星环灯等），整车全车灯价值量有望从当前2500元提升到远期上万（新势力车灯价值量多在5000元以上）。我们预计2025年全球车灯（含前大灯+后尾灯+外饰氛围灯）市场规模超4000亿，国内近1500亿。

**公司产品智能化：**车灯产品方面，星宇股份布局ADB、DLP、星环灯、格栅灯等主流车灯新技术，研发进展和全球车灯龙头基本同步；汽车电子产品方面，星宇股份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、一径科技、欧冶半导体等）拓展能力圈，公司与产业链合作布局的汽车电子产品涵盖了感知层-决策层-执行层，单车价值量合计上万元，感知层为激光雷达（与一径科技合作），决策层为车灯控制器（自研自制）、驾驶域控制器（与地平线合作），执行层为ADB与DLP车灯（与华为合作）。

图5：2008年至今海拉、小糸、星宇前瞻车灯技术研发和量产进度时间轴



资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

**公司客户新能源化：**近年来，国内市场，星宇股份积极开拓新势力新能源客户，以问界M9、蔚来、小鹏、理想等为代表的新势力车灯项目的定点及量产，成为公司国内车灯业绩重要增量，新能源客户占比持续提升。

**公司客户全球化：**塞尔维亚工厂是星宇在海外扩建的首个车灯产能，标志着星宇海外扩张正式迈出步伐。目前，星宇股份前大灯在国内市占率估计15%，全球市占率估计3-4%，伴随星宇全球化客户的持续开拓，后续星宇车灯业务全球发展空间可期。星宇股份凭借快速响应能力、成本管控能力等优势，有望突破更多全球车灯项目定点，开启全球化新征程。

## 发展复盘：车灯自主龙头的发展之路

星宇股份于 2011 年 2 月 1 日上市，是国内自主车灯龙头（2022 年国内车灯市占率 15%）。复盘公司发展，主要经历了以下几个阶段：

1) **2007-2015 年：初具规模。**车灯行业 2015 年前以卤素、氙气等为主，星宇股份配套客户起于配套红旗、奇瑞汽车，受益于深度配套一汽大众、一汽丰田，公司营收从 2007 年的 4.5 亿元增至 2015 年的 24.7 亿元，CAGR 为 23.8%。公司于 2011 年 2 月 1 日上市，上市后的股价在 2011-2015 年相对平稳，公司 2007-2015 年营收复合增速为 24%。公司此阶段专注进入主流合资主机厂，同时扩建前大灯产能，提升前大灯制造实力。

2) **2016-2017 年：进入成长（订单突破）。**2016 年在国内汽车购置税减半政策以及汽车智能化背景下，汽车板块性行情启动，星宇股价从 2016 年初的 33.9 元提升至 2016 年底的 39.1 元，对应公司市值从 81 亿元提升至 106 元；2017 年蓝筹行情下星宇业绩估值持续稳健，营收同比增长 27%至 43 亿元，市值从年初的 106 亿元提升至年底的 137 亿元。此阶段星宇股份成功开拓 LED 车灯订单，客户实现从自主（奇瑞、一汽红旗等）-合资（一汽大众、一汽丰田等）的开拓。

3) **2018-2020 年：量利双增（成长加速）。**2018 年后汽车行业销量持续下滑的低景气度背景下，车灯行业从卤素氙气-LED 持续升级，量端星宇依靠原有一汽大众、一汽丰田等合资车企深耕，同时加速开拓日系（东风本田、东风日产、广汽本田、广汽丰田等）、高端合资（奔驰、奥迪、宝马等）客户，叠加 2019-2020 年红旗放量增长，价端星宇 LED 前大灯订单释放，盈利能力提升，公司量、价、利进入向上通道，业绩表现跨越行业周期，2018-2020 年营收增速 CAGR 为 20%，净利润增速 CAGR 为 38%，毛利率从 22.6%提升至 27.3%（受益于 LED 占比提升、良品率提升、客户高端化等），估值从 20 倍提升至 40 倍（业绩确定性及稀缺性溢价），股价从 2018 年初的 52.5 元加速抬升至 2020 年底的 200.5 元，对应市值从 145 亿元提升至 554 亿元，在汽车行业相对收益显著。

4) **2021-2023 年：转型调整。**2021-2022 年，在新能源、自主品牌及新势力崛起的大背景下，合资燃油车企受到较大冲击，公司以合资为代表的客户结构销量承压，业绩增速放缓，营收增速为个位数（2021 年为 8%、2022 年为 4%），此外由于疫情缺芯、原材料涨价等因素影响，公司毛利率从 2020 年的 27%下滑至 2022 年的 22.6%，导致净利润出现负增长（2021 年为-18%、2022 年为-1%），股价从 2021 年初的 198 元下滑至 127 元，对应市值从 548 亿元下滑至 363 亿元。公司 2021 年已全面转型拥抱新能源新势力客户，并陆续斩获订单。2023 年，以蔚小理为代表的新能源客户车灯项目放量，公司新能源客户营收占比加速提升，业绩企稳向上，股价小幅提升。2023 年前三季度营收同比增长 21%至 72 亿元，股价从 2023 年初的 129 元小幅提升至 131 元。

5) **2024 年后：新阶段，新征程。**展望 2024 年及以后，价端，前大灯从 LED-ADB-DLP 升级，尾灯从分离式尾灯-贯穿式尾灯升级，叠加星环灯、格栅灯等外饰氛围灯渗透率提升，量端，公司新能源客户持续放量（华为、理想、蔚来、小鹏、吉利、奇瑞等），支撑公司业绩增长。此外，公司加速全球化布局（塞尔维亚等），凭借产品力、性价比、快速响应能力、前瞻技术布局等优势，有望充分享受车灯行业升级红利、以及全球化和新能源红利。

我们认为，2024 年的星宇股份和 2018 年有诸多相似之处：第一，汽车市场外部环境方面，2024 年汽车行业经历了 2020-2023 年新能源高渗透的结构性价行情，2018 年汽车行业经历 2016-2017 年 SUV 高渗透和购置税政策透支，出现首年下滑，行

业缺乏总量机会、结构性增长稀缺，因而有业绩增长确定性的公司具备估值溢价；第二，公司内部经营方面，星宇股份完成了客户结构转型，2018-2020年公司日系客户放量，完成了日系和德系客户结构的转型，2024年开始公司新势力新能源和自主品牌客户放量，实现新能源和自主品牌客户（华为问界、奇瑞、蔚来、小鹏、理想、吉利等）转型，2018年公司前两大客户是德系（一汽大众）和日系（一汽丰田），2024年公司前两大客户或为奇瑞和华为问界，核心增长来源已改变；第三，外部车灯环境方面，2018年车灯从卤素氙气灯往LED前大灯升级，现在处于LED灯往ADB、DLP前大灯升级的阶段。

图6: 星宇股份 2007 年至今发展复盘图



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

表1: 星宇股份 2007-2023 年前三季度核心财务数据和客户结构梳理

年份	股价涨跌幅	营收 (亿元)	归母净利润 (亿元)	毛利率	客户结构
2007	/	4.5	0.6	25.2%	奇瑞 (53.4%)、一汽大众 (10.7%)、一汽夏利 (4.8%)、北汽福田 (3.9%)、一汽丰田 (2.2%)
2008	/	4.5	0.7	26.2%	奇瑞 (54.6%)、一汽大众 (11.7%)、一汽夏利 (5.9%)、一汽丰田 (2.5%)、北汽福田 (2.4%)
2009	/	5.4	0.8	25.9%	奇瑞 (35.1%)、一汽大众 (20.1%)、一汽夏利 (6.0%)、上汽名辰模塑科技 (4.0%)、延锋彼欧 (3.7%)
2010	/	8.7	1.4	28.4%	奇瑞 (24.5%)、一汽大众 (23.0%)、上海大众 (7.1%)、一汽丰田 (6.8%)、延锋彼欧 (4.8%)
2011	-37.8%	11.0	1.7	27.2%	一汽大众 (29.6%)、奇瑞 (20.2%)、上海大众 (12.4%)、一汽丰田 (10.3%)、延锋彼欧 (4.7%)

年份	营收增速	净利润增速	汽车销量增速	毛利率	星宇股价涨跌幅	主要客户
2012	-6.3%	13.2	1.9	25.9%	25.9%	一汽大众 (30.5%)、奇瑞 (18.5%)、上海大众 (12.6%)、一汽丰田 (8.6%)、延锋彼欧 (5.1%)
2013	48.2%	16.3	2.2	24.6%	24.6%	一汽大众 (31.8%)、奇瑞 (15.6%)、延锋彼欧 (5.6%)、一汽丰田 (5.1%)、上海大众 (4.7%)
2014	26.0%	20.2	2.7	24.0%	24.0%	一汽大众 (38.2%)、一汽丰田 (14.6%)、上海大众 (13.7%)、奇瑞 (13.4%)、一汽轿车 (7.4%)
2015	106.2%	24.7	2.9	23.5%	23.5%	/
2016	4.0%	33.5	3.5	21.0%	21.0%	前五名客户销售额占年度销售总额 72.12%
2017	30.7%	42.6	4.7	21.6%	21.6%	一汽大众 (30.21%)、一汽丰田 (13.63%)、上汽大众 (8.16%)、奇瑞汽车 (7.12%)、广汽丰田 (6.41%)
2018	-2.5%	50.7	6.1	22.6%	22.6%	一汽大众 (34.44%)、一汽丰田 (11.57%)、上汽大众 (7.02%)、奇瑞汽车 (6.81%)、广汽丰田 (5.98%)
2019	102.8%	60.9	7.9	24.0%	24.0%	一汽大众 (33.96%)、一汽丰田 (10.29%)、上汽大众 (9.12%)、奇瑞汽车 (6.57%)、东风日产 (5.06%)
2020	113.0%	73.2	11.6	27.3%	27.3%	/
2021	2.5%	79.1	9.5	22.1%	22.1%	/
2022	-37.1%	82.5	9.4	22.6%	22.6%	/
2023 年前三季度	20.5%	72.4	7.8	21.5%	21.5%	/

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**复盘公司上市至今的业绩、股价表现和行业对比情况**，一方面，公司营收增速自上市以来持续超越汽车行业（营收增速超越汽车销量增速）；另一方面，2015-2020 年公司股价涨幅超越沪深 300 和中信汽车，2021-2022 年股价涨幅弱于中信汽车，2023 年前三季度再次超越沪深 300 和中信汽车。

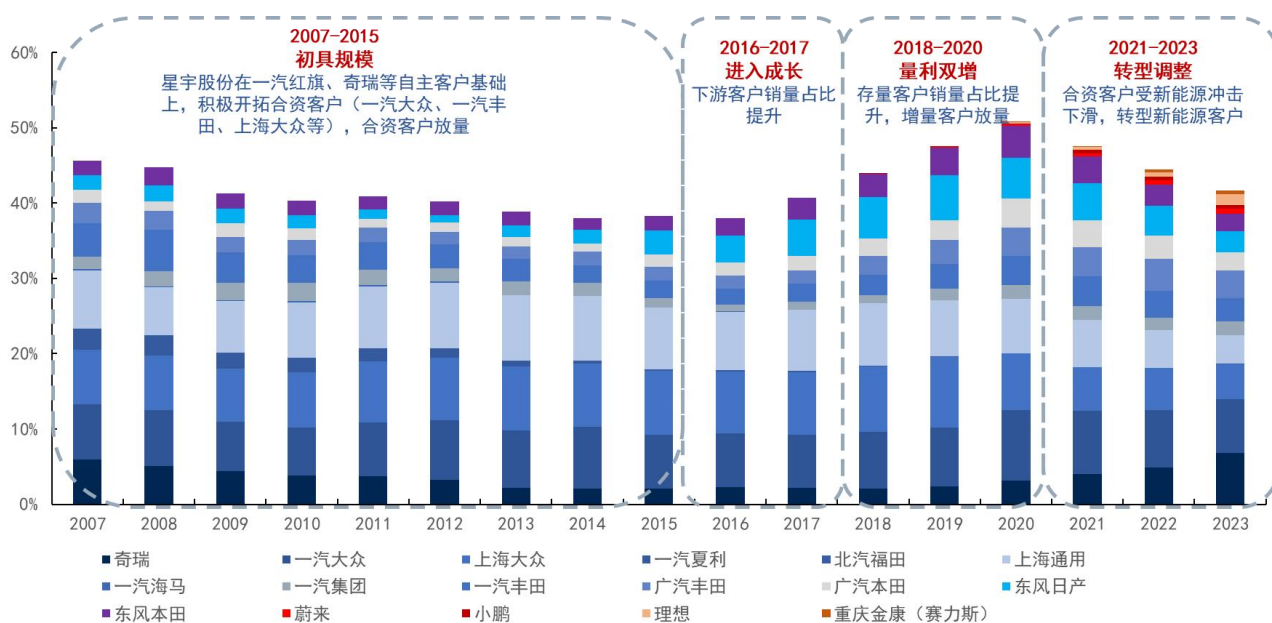
表2：星宇股份上市至今业绩增速、盈利能力和股价涨跌幅情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 年前三季度
营收增速	26.0%	20.1%	23.8%	23.5%	22.4%	35.6%	27.1%	19.2%	20.1%	20.2%	8.0%	4.3%	21.3%
净利润增速	22.6%	12.9%	15.4%	25.2%	7.6%	19.2%	34.3%	29.9%	29.4%	46.8%	-18.1%	-0.8%	3.7%
汽车销量增速	2.5%	4.3%	13.9%	6.9%	4.9%	13.7%	3.0%	-2.8%	-8.2%	-1.9%	3.8%	2.1%	8.2%
毛利率	27.2%	25.9%	24.6%	24.0%	23.5%	21.0%	21.6%	22.6%	24.0%	27.3%	22.1%	22.6%	21.5%
星宇股价涨跌幅	-37.8%	-6.3%	48.2%	26.0%	106.2%	4.0%	30.7%	-2.5%	102.8%	113.0%	2.5%	-37.1%	20.5%
沪深 300 涨跌幅	-25.0%	7.6%	-7.6%	51.7%	5.6%	-11.3%	21.8%	-25.3%	36.1%	27.2%	-5.2%	-21.6%	-4.7%
汽车（中信）涨跌幅	-32.3%	7.3%	17.4%	39.7%	53.2%	-9.1%	0.5%	-32.2%	20.3%	50.0%	21.4%	-19.3%	5.9%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**复盘星宇下游客户销量在乘用车内份额变动历史**，2007-2015 年公司客户结构实现从自主-合资的转型，转型过程中自主品牌客户在乘用车内份额下降，星宇通过深耕在优质客户内部配套份额实现营收增长；2016-2020 年公司合资客户进入收获期，且加速开拓日系和高端合资客户，其客户在乘用车的份额占比进入提升阶段；2021 年起新能源渗透率提升，公司原有客户销量承压，在乘用车内份额略有下降。

图7：星宇股份 2007-2023 年主要客户销量在乘用车总销量中的占比



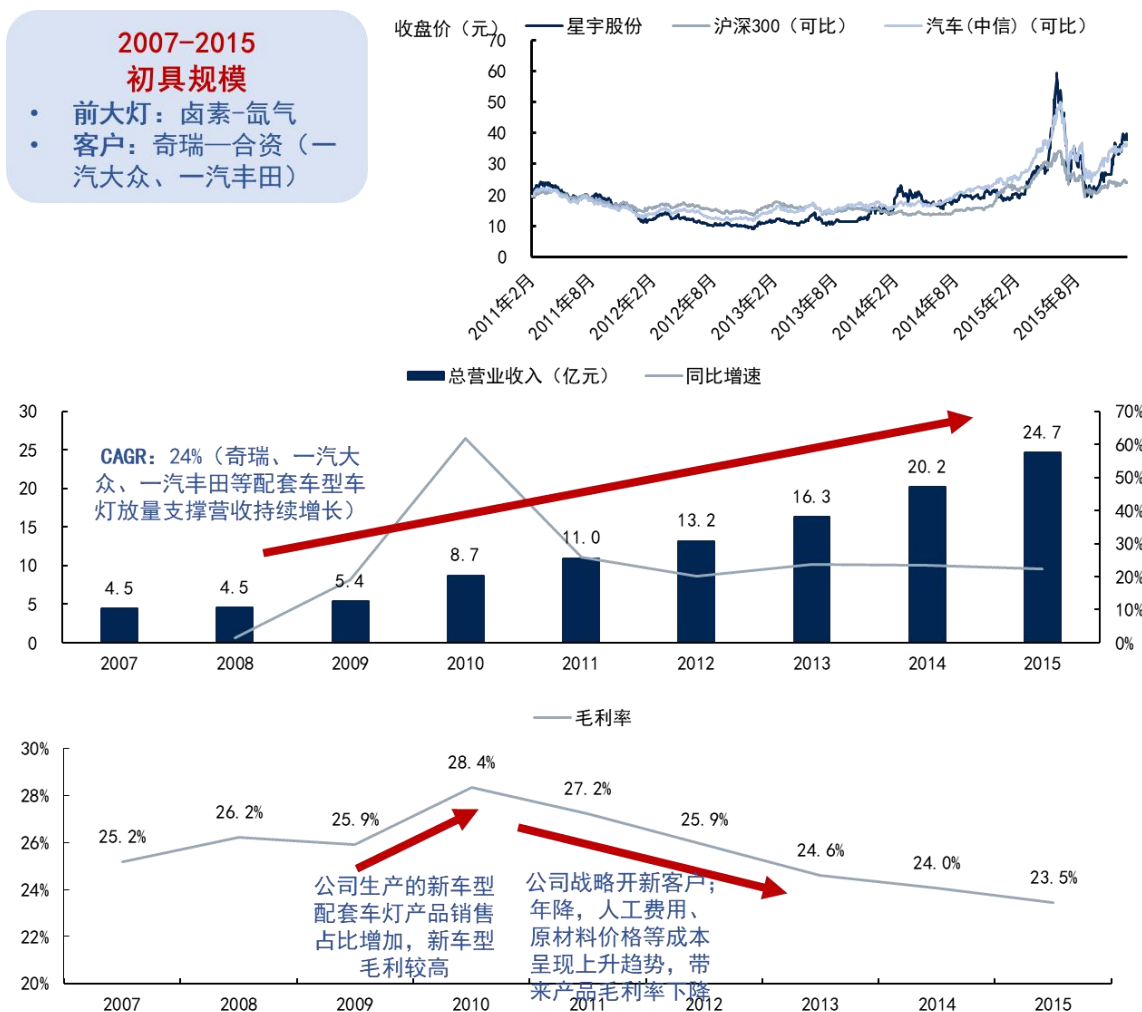
资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

## 2007-2015 年：初具规模

**2007-2015 年：初具规模。**车灯行业 2015 年前以卤素、氙气等为主，星宇股份配套客户起于配套红旗、奇瑞汽车，受益于深度配套一汽大众、一汽丰田，公司营收从 2007 年的 4.5 亿元增至 2015 年的 24.7 亿元，CAGR 为 23.8%。公司于 2011 年 2 月 1 日上市，上市后的股价在 2011-2015 年相对平稳，公司 2007-2015 年营收复合增速为 24%。公司此阶段专注进入主流合资主机厂，同时扩建前大灯产能，提升前大灯制造实力。



图8: 星宇股份 2007-2015 年发展复盘图



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

**武进县星宇车灯厂-常州市星宇车灯厂-常州星宇车灯有限公司-常州星宇股份有限公司-上交所上市的自主车灯龙头。**武进县星宇车灯厂于1993年2月设立, 归口武进县卫生局管理, 注册资本4万元, 周晓萍(1961年生)任厂长。1995年1月, 武进县星宇车灯厂更名为常州市星宇车灯厂。2000年自然人周晓萍和周八斤共同出资设立常州星宇车灯有限公司。2007年10月, 星宇有限整体变更为股份有限公司, 注册资本为100万元。2011年, 星宇股份在上交所上市。

表3: 2015年及之前星宇股份发展大事件

时间	事件
1993年2月	武进县星宇车灯厂于1993年2月设立, 归口武进县卫生局管理, 注册资本4万元, 周晓萍任厂长。武进县星宇车灯厂是根据武进县计划委员会《关于建立“武进县华联电子器件厂”等企业的批复》(武计复(1992)395号文)批准, 由武进县卫生职业中等专业学校兴办的校办集体企业。
1994年8月1日	武进县星宇车灯厂增加注册资本至58万元, 同时更名为常州市星宇车灯厂。
1996年1月1日	星宇车灯厂承包给周晓萍经营。
2000年	自然人周晓萍和周八斤共同出资设立常州星宇车灯有限公司; 一期工厂投产
2003年	二期工厂投产
2007年10月10日	星宇有限整体变更为股份有限公司, 注册资本为100万元。
2009年	电子工厂成立
2011年	三期工厂投产; 公司在上交所上市

2015 年

吉林星宇成立

资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

配套客户从自主（奇瑞）-合资（一汽大众、一汽丰田等）的拓展，新车型的放量，带动星宇股份 2007-2015 年的营收增长（营收 CAGR 为 24%）。

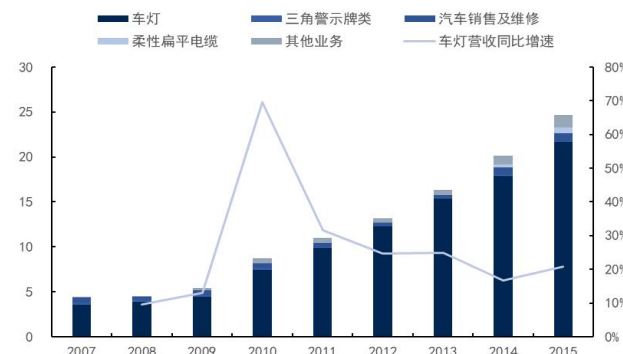
1) 从营收体量来看，2007-2015 年，星宇股份营收从 4.5 亿元增至 24.7 亿元，CAGR 为 24%，其中车灯业务营收从 3.6 亿元增至 21.6 亿元，CAGR 为 25%，公司为奇瑞、一汽大众、一汽丰田等客户配套的车型产品持续放量，带动营收稳健增长。

图9：2007-2015 年星宇股份营收（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：2007-2015 年星宇股份分产品营收（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2) 拆分客户结构来看，公司客户从奇瑞延伸至一汽大众、一汽丰田等合资客户，一汽大众和一汽丰田在公司的营收占比提升明显。2007-2014 年，奇瑞在公司营收占比从 53.35% 下滑至 13.36%，一汽大众占比从 10.65% 提升至 38.18%，一汽丰田占比从 2.23% 提升至 14.58%，一汽大众、一汽丰田、奇瑞等客户车灯销量提升，公司营收增长。

表4：2007-2014 年星宇股份分客户营收占比

	2007	2008	2009	2010H1	2010	2011	2012	2013	2014
奇瑞	53.35%	54.64%	35.10%	29.80%	24.50%	20.19%	18.52%	15.63%	13.36%
一汽大众	10.65%	11.69%	20.05%	22.30%	23%	29.58%	30.51%	31.81%	38.18%
一汽夏利	4.82%	5.89%	6.03%	/	/	/	/	/	/
北汽福田	3.88%	2.37%	/	/	/	/	/	/	/
一汽丰田	2.23%	2.49%	/	/	6.78%	10.30%	8.63%	5.10%	14.58%
上海名辰模塑科技（上海大众/上海通用配套）	/	/	4.03%	/	/	/	/	/	/
延峰彼欧（上海大众配套）	/	/	3.67%	6%	4.83%	4.67%	5.06%	5.65%	/
上海大众	/	/	/	4%	7.08%	12.36%	12.58%	4.65%	13.74%
一汽海马	/	/	/	4.53%	/	/	/	/	/
一汽轿车	/	/	/	/	/	/	/	5.14%	7.40%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

从此阶段客户战略来看，公司成功从自主量产（奇瑞）-合资定点或量产（一汽大众、一汽丰田、东风日产、广汽丰田等）-高端客户开发（宝马、奥迪等）。2007-2013 年，公司实现从自主（奇瑞）到合资（一汽大众、一汽丰田、东风日产、广汽丰田等）的持续开拓，2014 年，公司对日系整车厂客户的市场开拓逐步进入收获期，一汽丰田、广汽丰田、东风日产销售收入得到较快地提升；高端客户开拓方面也取得了实质性突破，顺利获得奥迪 SUV 后组合灯开发项目，通过德国宝马供应商评审，并先后获得侧转向灯、充电指示灯开发项目。

表5: 2007-2014 年星宇股份配套客户情况

客户战略	时间	配套客户
从自主（奇瑞）-合资（一汽大众、一汽丰田、东风日产、广汽丰田等）持续开拓	2007-2010	奇瑞、一汽大众、一汽夏利、北汽福田、一汽丰田、上海大众、一汽海马等客户量产
	2011	重点拓展了 <b>东风日产、广汽乘用车、广汽丰田</b> 等新客户
	2012	公司在稳固维系一汽集团、上海大众、奇瑞汽车、东风日产等原有客户新业务的基础上，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。在业务拓展方面，公司在商用车市场收获阶段性成果，取得了北汽福田和济南重汽车灯配套订单。
	2013	公司已成功进入 <b>长安福特、东风本田</b> 配套体系并承接相关研发项目。
日系合资进入收获期，高端客户（宝马、奥迪等）持续开拓	2014	对日系整车厂客户的市场开拓逐步进入收获期，随着新车型配套项目的增多，一汽丰田、广汽丰田、东风日产销售收入得到较快地提升；高端客户开拓方面也取得了实质性突破，顺利获得 <b>奥迪 SUV 后组合灯</b> 开发项目，通过了 <b>德国宝马</b> 的供应商评审，并先后获得侧转向灯、充电指示灯开发项目

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**从产品角度看，2007-2015 年，公司的车灯产品以卤素、氙气灯为主，加大对新技术（LED、AFS 前照灯）的研究，2014 年公司第一款 AFS 前照灯成功研发，于 2015 年量产。**

表6: 2007-2014 年星宇股份车灯产品进展

时间	车灯产品
2007-2010	卤素前大灯为主，氙气灯、LED 灯在开发阶段
2010	先后承担了一汽大众、一汽轿车、天津一汽丰田、上海大众、奇瑞等主机厂 <b>50 多个项目近 170 个新产品的开发任务</b> ，特别是一汽大众 JETTA FL3 和 NCS、一汽轿车 XYH、一汽丰田 178A 及改型灯具等一批具有一定技术含量并有着较大市场潜力的项目的取得，既提升了星宇的产品设计能力、企业的对外综合实力和形象，同时也为公司未来三年的大发展奠定了坚实的基础。
2011	先后投入了 <b>33 个项目 90 种产品</b> ，其中 50 种产品完成了批产前的认可，正式进入了批产阶段
2012	公司技术中心加大了 LED 车灯、光导技术等新技术的研究。2012 年，公司先后投入了 <b>77 个项目 207 个产品</b> ，已有 65 个产品完成了批产前的认可，正式进入了批产阶段。
2013	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；在能力提升方面，加大车灯电子研发投入，通过成立攻关小组立项研究方式解决技术难题，建立并完善经验数据库，防止问题的再发。2013 年度， <b>公司新立项目 64 个，完成批产移交项目 68 个</b> ，其中我公司设计并生产的一汽大众新 Golf A7 全 LED 后组合灯代表了国内领先技术水平。
2014	公司第一款 AFS 前照灯成功研发，于 2015 年量产

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**从产能角度看，公司产能持续扩张，截至 2015 年，常州车灯工厂 2015 年设计产能 4500 万只、实际产能 3987 万只，在建产能包括吉林星宇“年产 100 万套车灯项目”、佛山星宇“汽车车灯生产及配套项目”。**

表7: 2007-2015 年星宇股份产能情况

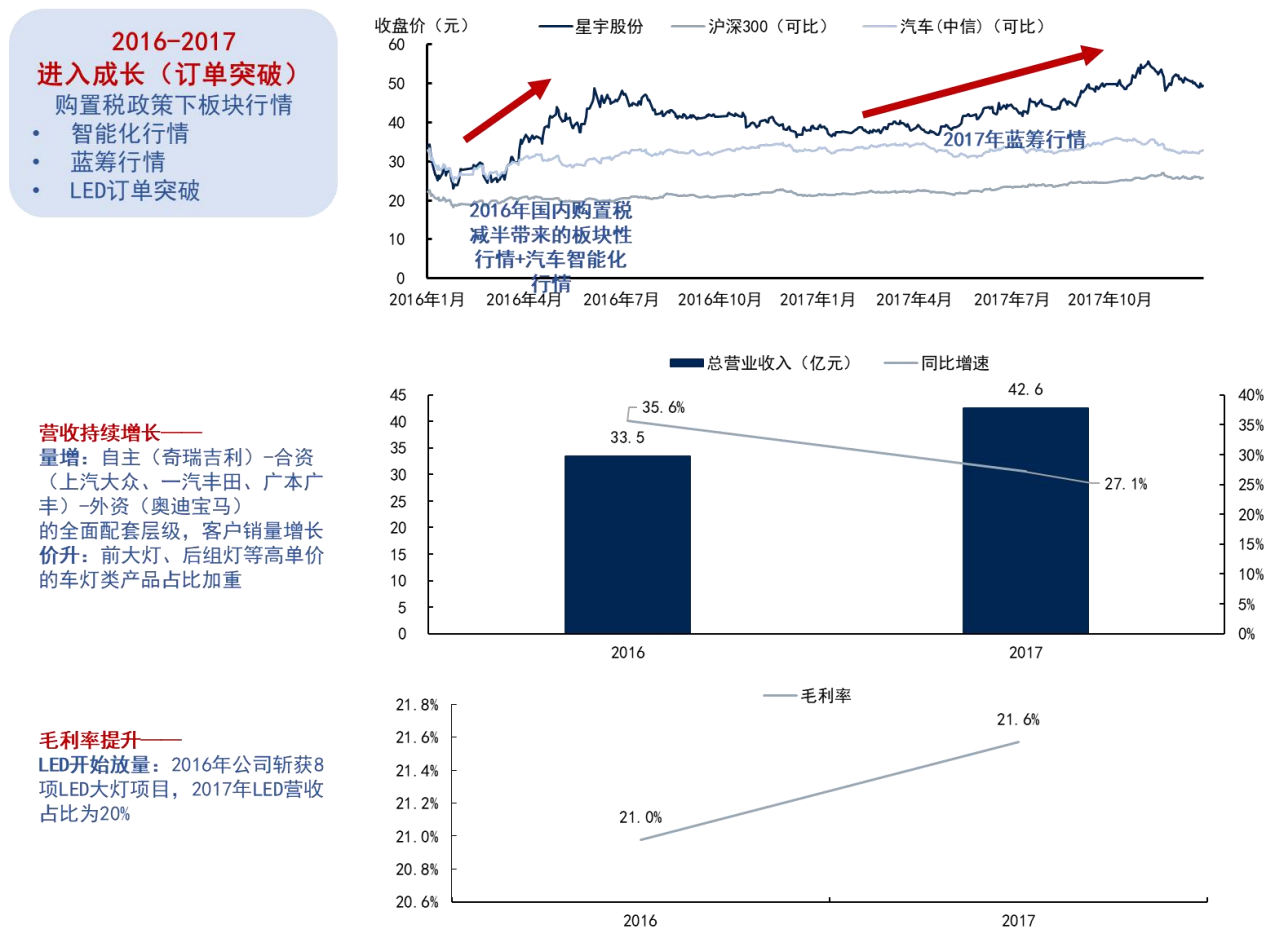
工厂	建成时间	前大灯年产能	尾灯年产能	雾灯年产能	备注
常州老工厂	2010 年及之前	240 万只	240 万只	240 万只	年产能 120 万套
	2011 年	440 万只	640 万只	240 万只	2011 年年产 100 万套车灯项目中前照灯项目建成投产
	2013 年	440 万只	840 万只	440 万只	2013 年公司 IPO 项目顺利验收
	2014 年已有理论产能	440 万只	1040 万只	440 万只	2013 年星宇股份利用超募资金和自有资金拟投资建设“年产 50 万套 LED 车灯及配套项目”，2014 年顺利投产。加上小灯共计设计产能 4500 万只，2015 年产能 3987 万只，产能利用率 88.6%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 2016-2017 年：进入成长（订单突破）

**2016-2017 年：进入成长（订单突破）。**2016 年在国内汽车购置税减半政策以及汽车智能化背景下，汽车板块性行情启动，星宇股价从 2016 年初的 33.9 元提升至 2016 年底的 39.1 元，对应公司市值从 81 亿元提升至 106 元；2017 年蓝筹行情下星宇业绩估值持续稳健，营收同比增长 27%至 43 亿元，市值从年初的 106 亿元提升至年底的 137 亿元。此阶段的星宇股份开拓了 LED 车灯订单，客户实现从自主（奇瑞、一汽红旗等）-合资（一汽大众、一汽丰田等）的开拓。

图11: 星宇股份 2016-2017 年发展复盘图



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**2016-2017 年为星宇股份的 LED 车灯订单开拓关键年份，也是 ADB 等车灯产品研发开拓重要年份。**

表8: 2016-2017 年星宇股份发展大事件

时间	事件
	<b>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</b> 标志着公司产品向高端化发展再上新台阶。 公司新增新能源领域客户蔚来汽车
2016 年	公司第一代自适应远光前照灯（ADB 前照灯）研发成功，并与芜湖凯翼汽车签署战略合作协议，并与凯翼及其他主机厂共同推进智能车灯应用，同时在业内首次推出夜间辅助驾驶（NADS）解决方案；公司积极布局智能驾驶，成立了子公司常州星宇智能汽车电子科技有限公司，不断推进新技术应用；同时公司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	佛山工厂一期项目建厂投产 公司 <b>第一代、第二代 ADB 前照灯陆续研发成功；第二代 OLED 后组合灯</b> 已经研发成功。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**1) 从新项目订单来看，2016 年公司承接车灯新项目 138 个，其中前照灯 19 个、后组合灯 45 个，前大灯中 LED 大灯项目数有 8 个；2017 年承接车灯新项目 72 个，其中前照灯 14 个、后组合灯 19 个，前大灯中 LED 大灯项目数有 7-8 个。**

表9: 2016-2017 年星宇股份新项目订单情况

时间	项目情况
2016	2016 年公司承接车灯新项目 138 个，其中前照灯 19 个、后组合灯 45 个，批产车灯新项目 118 个，优质的新项目为公司未来发展提供了强有力的保障。其中 <b>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</b> 标志着公司产品向高端化发展再上新台阶。

2017

 2017 年公司**承接车灯新项目 72 个，批产车灯新项目 104 个。**

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2) 从新产品研发开拓来看，2016 年，公司第一代自适应远光前照灯（ADB 前照灯）研发成功，2017 年，公司第一代、第二代 ADB 前照灯陆续研发成功，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。

表10：2016-2017 年星宇股份车灯产品进展

产品进展	时间	车灯产品
ADB 前照灯、OLED 后组合灯研发成功	2016	公司第一代自适应远光前照灯（ADB 前照灯）研发成功，并与芜湖凯翼汽车签署战略合作协议，并与凯翼及其他主机厂共同推进智能车灯应用，同时在业内首次推出夜间辅助驾驶（NADS）解决方案；同时公司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	公司 <b>第一代、第二代 ADB 前照灯陆续研发成功</b> ；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； <b>汽车电子和照明研发中心项目启动。</b>

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

从客户角度来看，2016-2017 年，星宇股份已实现从自主（奇瑞、一汽红旗等）-合资（一汽大众、一汽丰田等）-外资全球（奥迪、宝马等）+部分新能源和自主品牌（蔚来、吉利等）的开拓。2016 年，奥迪 A3、Q5 前照灯项目及为德国宝马全球平台配套 F45/F46 LCI 后组合灯项目标志着公司产品向高端化发展再上新台阶，此外公司新增配套蔚来汽车；2017 年，公司新增配套吉利汽车、众泰汽车、上汽通用五菱和奇瑞捷豹路虎等客户。

表11：2016-2017 年星宇股份客户开拓进展

客户开拓	时间	配套客户
1) 高端化	2016	<b>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</b> 标志着公司产品向高端化发展再上新台阶。
2) 新能源化	2016	公司新增新能源领域客户蔚来汽车
3) 新增部分自主品牌客户	2017	公司在稳定原有客户的基础上又新增了 <b>吉利汽车</b> 、众泰汽车、上汽通用五菱和奇瑞捷豹路虎等客户，客户数量和质量均继续处于行业领先地位。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

从产能角度看，截至 2017 年，公司主要有常州、长春、佛山三大生产基地。公司车灯产销基本来源于常州基地（15 年产能 4500 万只）；长春基地 13 年起建，16 年初步具备试生产条件（前照灯/后组合灯/前雾灯分别 200 万只），同时 16 年定增扩建长春基地项目（增加后组合灯/前雾灯 200 万只），此项目 17 年跟随下游客户一汽大众生产重心转移进行了相应产能变更；佛山基地 15 年开工，2016 年四季度正式进入批量生产（一期产能 100 万只前照灯+160 万只后组合灯）。预计公司截至 2017 年车灯产能超 5000 万只。

表12：2016-2017 年星宇股份产能情况

工厂	建成时间	前大灯年产能	后组合灯年产能	雾灯年产能	备注
常州老工厂	2010 年及之前	240 万只	240 万只	240 万只	年产能 120 万套
	2011 年	440 万只	640 万只	240 万只	2011 年年产 100 万套车灯项目中前照灯项目建成投产
	2013 年	440 万只	840 万只	440 万只	2013 年公司 IPO 项目顺利验收
	2014 年已有理论产能	440 万只	1040 万只	440 万只	2013 年星宇股份利用超募资金和自有资金拟投资建设“年产 50 万套 LED 车灯及配套项目”，2014 年顺利投产。加上小灯共计设计产能 4500 万只，2015 年产能 3987 万只，产能利用率 88.6%
吉林一期工厂	2016 年新增建成投产	200 万只	200 万只	200 万只	2013 年利用超募资金 5 亿建设年产 100 万套的吉林星宇车灯项目（长春基地），2016 年初具备试生产能力。该项目主要为一汽-大众、一汽轿车、一汽解放、一汽吉林、一汽丰越等长春地区客户配套车灯。
吉利（扩建）	2016 年定增扩建产能	/	200 万只	200 万只	17 年项目转移至常州，原因是一汽-大众生产布局发生变化，未来将公司为其配套的部分车型及新开发项目从长春转移至华东、西南等其他生产基地。
佛山一期工厂	2017 年	100 万只	160 万只	/	佛山星宇子公司 2013 年成立，主要生产后灯和大灯，2015 年 6 月份开始开工建设，2017 年佛山一期工厂建成投产。该项目主要

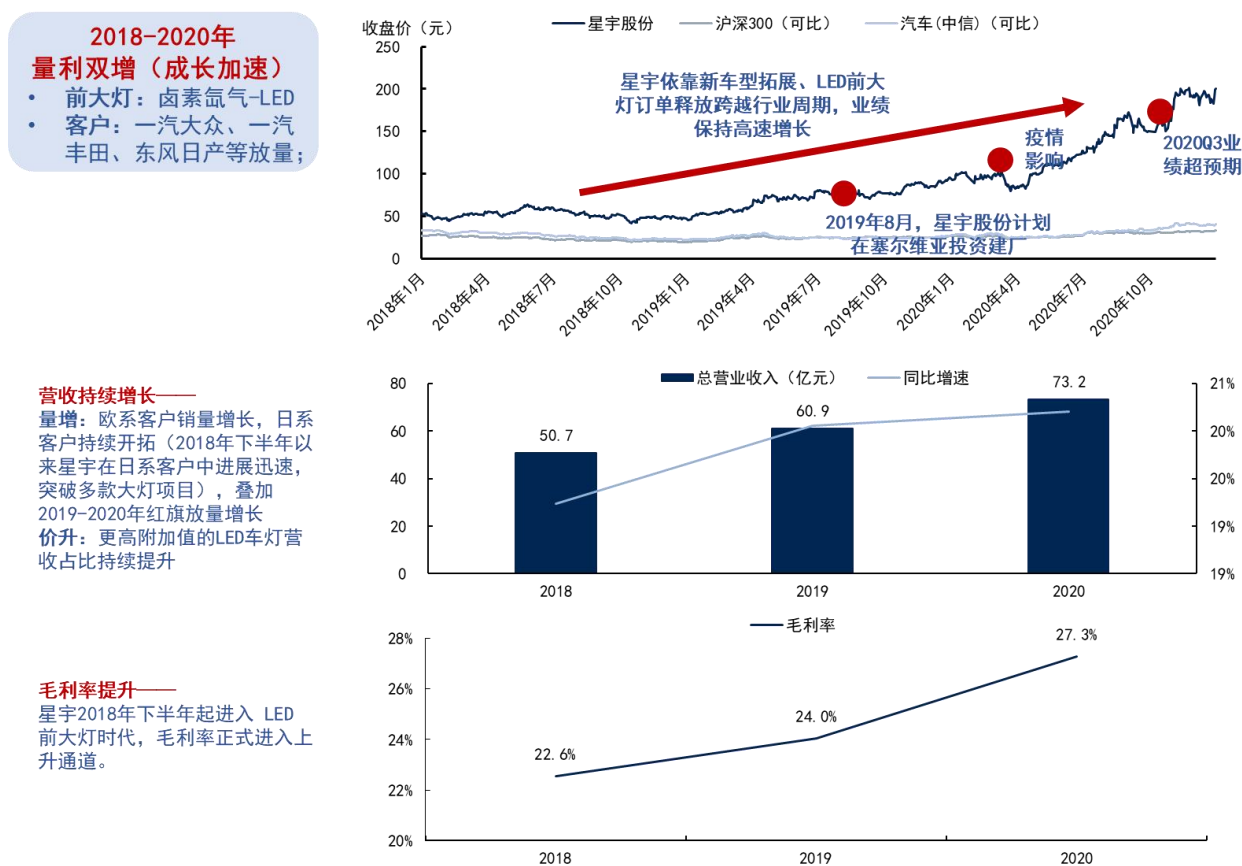
为一汽-大众、东风日产、广汽丰田、广汽乘用车、广州本田等华南地区客户配套车灯。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 2018-2020年：量利双增（成长加速）

**2018-2020年：量利双增（成长加速）。**2018年后汽车行业销量持续下滑的低景气度背景下，车灯行业从卤素氙气-LED持续升级，量端星宇依靠原有一汽大众、一汽丰田等合资车企深耕，同时加速开拓日系（东风本田、东风日产、广汽本田、广汽丰田等）、高端合资（奔驰、奥迪、宝马等）客户，叠加2019-2020年红旗放量增长，价端星宇LED前大灯订单释放，盈利能力提升，公司量、价、利进入向上通道，业绩表现跨越行业周期，2018-2020年营收增速CAGR为20%，净利润增速CAGR为38%，毛利率从22.6%提升至27.3%（受益于LED占比提升、良品率提升、客户高端化等），估值从20倍提升至40倍（业绩确定性及稀缺性溢价），股价从2018年初的52.5元加速抬升至2020年底的200.5元，对应市值从145亿元提升至554亿元，在汽车行业内相对收益显著。

图12：星宇股份2018-2020年发展复盘图



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**2018-2020年为星宇股份量、价、利持续提升的阶段，营收增速CAGR为20%，净利润增速CAGR为38%，股价翻了4倍。**

表13: 2018-2020 年星宇股份发展大事件

时间	事件
2018	像素式前照灯研发成功。
2019	2019 年佛山工厂二期项目竣工；智能制造产业园一期项目竣工。 贯穿式尾灯的焊接及尺寸控制技术研发成功。
2020	星宇智能制造产业园二期综合工厂、三期物流中心工程已竣工验收； <b>塞尔维亚星宇已在机电设备安装阶段。</b> 加强新技术开发应用：前照灯 ADB 投影灯模组应用；像素式前灯模块研发成功。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

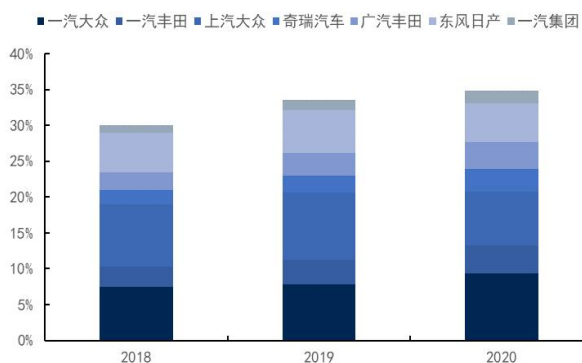
1) **量增：存量核心客户销量增长，叠加增量客户放量，支撑业绩增长。**存量端，公司 2018-2020 年的主要客户销量占比持续提升，此阶段主要客户为一汽大众、一汽丰田、上汽大众、奇瑞汽车、广汽丰田、东风日产、一汽红旗，上述客户在车用车市场的销量占比从 2018 年的 30% 提升至 2020 年的 35%，此外一汽大众、一汽丰田、奇瑞汽车、一汽集团在 2018-2020 年销量复合增速分别为 3%、10%、6%、13%，下游核心客户持续增长。**增量端**，公司日系客户（广汽丰田、东风日产等）车灯项目持续放量。

表14: 2018-2020 年星宇股份前五大客户情况

	2018	2019	2020H1	2020
一汽大众	34.44%	33.96%	39.04%	/
一汽丰田	11.57%	10.29%	11.09%	/
上汽大众	7.02%	9.12%	/	/
奇瑞汽车	6.81%	6.57%	7.30%	/
广汽丰田	5.98%	/	/	/
东风日产	/	5.06%	6.01%	/
一汽红旗	/	/	6.18%	/
备注	前五名客户销售额占年度销售总额 66%	前五名客户销售额占年度销售总额 65%	/	前五名客户销售额占年度销售总额 77.58%

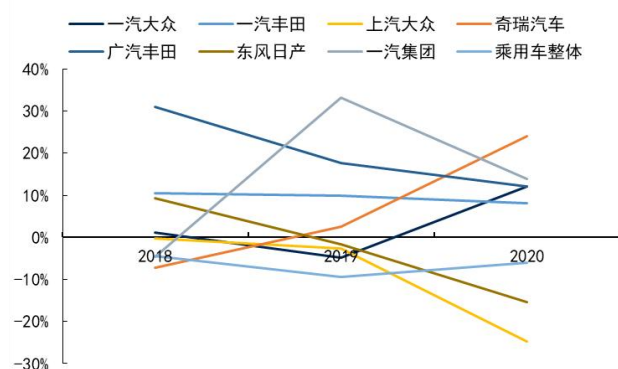
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图13: 2018-2020 年星宇股份主要客户销量占比



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

图14: 2018-2020 年星宇股份主要客户销量和乘用车销量增速



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

此外，从订单项目角度来看，公司日系客户持续开拓，2018 年下半年以来在日系客户中突破多款大灯项目。此外，公司继续开拓高端客户，2019 年配套德国戴姆勒等客户。

表15: 2018-2019 年星宇股份配套客户情况

时间	配套客户
2018	客户涵盖一汽-大众、上汽大众、上汽通用、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、奇瑞汽车等多家国内外汽车整车制造企业。
2019	<b>配套德国戴姆勒等</b>

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表16: 2018-2020 年星宇股份新项目订单情况

时间	项目情况
2018	2018 年公司 <b>承接车灯新项目 73 个, 批产车灯项目 102 个</b> , 优质的新项目和批产项目为公司发展提供了强有力的保障。
2019	2019 年, 公司 <b>承接 89 个车型的车灯开发项目, 批产新车型 45 个</b> , 优质的新项目为公司未来发展提供了强有力的保障。
2020	2020 年, 公司 <b>承接 62 个车型的车灯开发项目, 批产新车型 42 个</b> , 优质的新项目为公司未来发展提供了强有力的保障。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**从产能角度看, 2017 年吉林长春生产基地扩建项目拟变更为星宇股份智能制造产业园一期项目, 2019 年智能制造产业园一期项目竣工, 新增前大灯年产能 240 万只、后组合灯年产能 430 万只, 另外 2019 年佛山二期项目竣工, 2020 年塞尔维亚星宇已在机电设备安装阶段。**

表17: 2018-2020 年星宇股份产能情况

类型	地址	工厂	建成时间	前大灯年产能	后组合灯年产能	雾灯年产能	小灯年产能	备注
车灯	常州	常州老工厂	2010 年及之前	240 万只	240 万只	240 万只	/	年产能 120 万套
			2011 年	440 万只	640 万只	240 万只	/	2011 年年产 100 万套车灯项目中前照灯项目建成投产
			2013 年	440 万只	840 万只	440 万只	/	2013 年公司 IPO 项目顺利验收
			2014 年已有理论产能	440 万只	1040 万只	440 万只	/	2013 年星宇股份利用超募资金和自有资金拟投资建设“年产 50 万套 LED 车灯及配套项目”, 2014 年顺利投产。加上小灯共计设计产能 4500 万只, 2015 年产能 3987 万只, 产能利用率 88.6%
			2019 年底	230 万只	280 万只	/	/	2017 年吉林长春生产基地扩建项目拟变更为星宇股份智能制造产业园一期项目, 2019 年智能制造产业园一期项目竣工
	吉林	吉林一期工厂	2016 年新增建成投产	200 万只	200 万只	200 万只	/	2013 年利用超募资金 5 亿建设年产 100 万套的吉林星宇车灯项目(长春基地), 2016 年初具备试生产能力, 该项目主要为一汽-大众、一汽轿车、一汽解放、一汽吉林、一汽丰越等长春地区客户配套车灯。由于客户生产布局发生变化, 目前为闲置产能。
			2016 年定增扩建产能	/	200 万只	200 万只	/	17 年项目转移至常州, 原因是一汽-大众生产布局发生变化, 未来将公司为其配套的部分车型及新开发项目从长春转移至华东、西南等其他生产基地。
			佛山一期工厂	2017 年	100 万只	160 万只	/	/
	佛山	佛山二期工厂	2019 年	100 万只	280 万只	/	/	/
			塞尔维亚	塞尔维亚工厂	2020-2021 年	100 万只	170 万只	/
模具	常州	智能制造产业园模具工厂	2020 年发可转债拟募投项目	/	/	/	/	智能制造产业园模具工厂建设完成后, 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, 完善产能配套, 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。
电子	常州	智能制造产业园电子工厂	2020 年发可转债拟募投项目	/	/	/	/	智能制造产业园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, 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

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

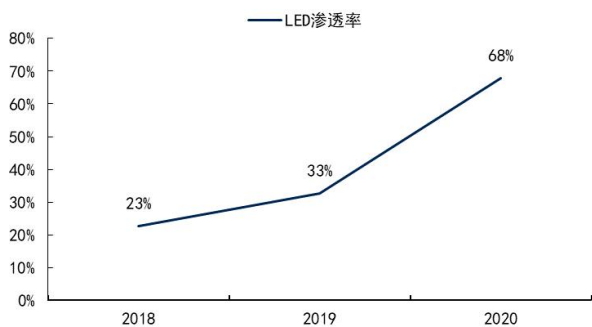
**2) 价升: 2018-2020 年, 为 LED 车灯放量的年份, 也为 ADB 车灯研发加速阶段。**

**从车灯行业渗透率角度来看, 2018-2020 年, LED 前大灯渗透率加速提升, ADB 车灯开始逐渐上车。LED 前大灯渗透率逐年提升, 从 2018 年的 23% 快速增长至**



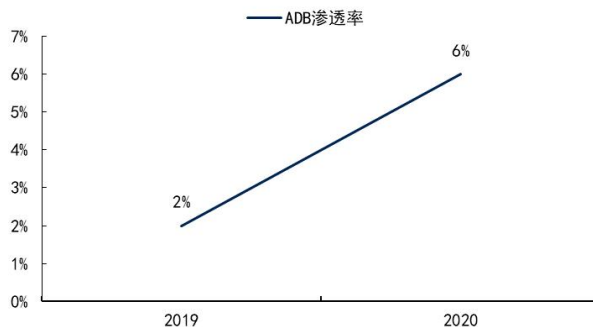
2020 年的 68%，LED 前大灯市场逐渐释放潜能，截至 2020 年 LED 全面辐射高中低端车型，从最开始的豪华车 ABB 搭载 LED-国内 30 万以上的高端车型标配 LED 化-中端车型呈现 LED 化趋势-低端车型高配版 LED 化。2020 年 ADB 销量在乘用车总销量中占比约 6%。2020 年，LED 前大灯已得到广泛应用，成为市场主流选择，ADB 作为在中高端重点车型中仍显空白，市场空间广阔。

图15: 2018-2020 年国内乘用车 LED 前大灯渗透率



资料来源：汽车之家，515 排行榜，国信证券经济研究所整理

图16: 2019-2020 年国内乘用车 ADB 前大灯渗透率



资料来源：汽车之家，515 排行榜，国信证券经济研究所整理

表18: 2020 年销量 TOP30 搭载 LED 前大灯的主要轿车车型

车企	车型	车型价位(厂家指导价)	年款	大灯种类	换代情况	车灯高级配置	2020 年销量(辆)	
东风日产	日产轩逸	9.98-14.30 万元	2021 款	顶配版 LED, 其余卤素	新款	/	538680	
东风日产	日产天籁	17.98-26.98 万元	2021 款	低配卤素, 其余 LED	新款	/	121651	
一汽丰田	丰田卡罗拉	10.98-15.98 万元	2021 款	LED, 卤素	新款	/	343418	
一汽丰田	丰田亚洲龙	19.98-28.98 万元	2021 款	全 LED	2019 款全 LED	/	111515	
日系	广汽本田	本田雅阁	17.98-25.98 万元	2021 款	顶配版 LED, 其余卤素	2018 款低配卤素, 其余 LED	/	210574
	广汽本田	本田凌派	9.98-16.98 万元	2020 款	全 LED	2020 款低配卤素, 其余 LED	/	113379
	广汽丰田	丰田雷凌	11.38-15.28 万元	2021 款	全 LED	新款	/	222361
	广汽丰田	丰田凯美瑞	17.98-27.98 万元	2021 款	全 LED	2019 款全 LED	/	185140
	东风本田	本田思域	11.99-16.99 万元	2021 款	顶配版 LED, 其余卤素	2019 款低配卤素, 其余 LED	/	245126
上汽大众	大众朗逸	9.99-16.19 万元	2021 款	全 LED	2019 款低配卤素, 其余 LED	/	417332	
上汽大众	大众桑塔纳	8.69-11.59 万元	2021 款	全卤素	2020 款全卤素	/	175728	
上汽大众	大众帕萨特	18.59-28.29 万元	2021 款	全 LED	2020 款全 LED	/	129015	
一汽-大众奥迪	奥迪 A6L	41.98-65.38 万元	2021 款	全 LED	新款	矩阵式	172723	
一汽-大众奥迪	奥迪 A4L	30.58-39.68 万元	2020 款	全 LED	新款	矩阵式	130906	
一汽-大众	大众迈腾	18.69-30.99 万元	2020 款	全 LED	新款	矩阵式	164685	
德系	一汽-大众	大众宝来	9.88-15.70 万元	2021 款	全 LED	2019 款标配卤素, 选配氙气	/	326341
	一汽-大众	大众速腾	12.99-19.29 万元	2021 款	全 LED	新款	/	299839
	一汽-大众	大众高尔夫	12.98-16.58 万元	2021 款	全 LED	新款	矩阵式	86031
	华晨宝马	宝马 3 系	29.39-40.99 万元	2021 款	全 LED	新款	/	156164
华晨宝马	宝马 5 系	42.69-54.99 万元	2021 款	全 LED, 顶配版可选配激光 (12000 元)	新款	激光 (12000 元)	134547	
北京奔驰	奔驰 C 级	30.78-47.48 万元	2021 款	全 LED	新款	几何多光束 (11000 元)	152300	
北京奔驰	奔驰 E 级	43.08-64.28 万元	2021 款	全 LED	新款	几何多光束 (13500 元)	149900	
上汽通用别克	别克英朗	11.99-12.59 万元	2021 款	顶配版 LED, 其余卤素	新款	/	295857	
美系	上汽通用别克	别克君威	18.88-24.98 万元	2020 款	全 LED	新款	矩阵式、像素式	135877
	上汽通用雪佛兰	雪佛兰科鲁泽	8.99-12.29 万元	2020 款	全 LED	2019 款全 LED	/	133024
	特斯拉中国	特斯拉 Model 3	26.574-41.98 万元	2021 款	全 LED	新款	/	135449

自主	吉利汽车	吉利帝豪	6.28-9.88 万元	2021 款	顶配版 LED, 其余卤素	2020 款低配卤素, 其余 LED	/	223369
	长安汽车	长安逸动	7.29-10.39 万元	2021 款	顶配版 LED, 其余卤素	2020 款低配卤素, 其余 LED	/	160140
	上汽通用五菱	五菱宏光 MINI EV	2.88-3.88 万元	2020 款	全卤素	新款	/	119255
	上汽集团	荣威 i5	6.89-11.59 万元	2020 款	顶配版 LED, 其余卤素	新款	/	115287

资料来源：汽车之家，515 排行榜，国信证券经济研究所整理

表19：2020 年销量 TOP30 搭载 LED 前大灯的主要 SUV 车型

车企	车型	车型价位 (厂家指导价)	年款	大灯种类	换代情况	车灯高级配置	2020 年销量 (辆)	
日系	东风日产	日产奇骏	18.88-27.33 万元	2021 款	顶配版 LED, 其余卤素	2020 款低配卤素, 其余 LED	/	175177
	东风日产	日产逍客	15.49-18.89 万元	2021 款	顶配版 LED, 其余卤素	新款	/	161193
	一汽丰田	丰田 RAV4	17.48-25.88 万元	2020 款	全 LED	新款	/	174940
	广汽本田	本田皓影	16.98-25.28 万元	2021 款	全 LED	2020 款全 LED	/	156306
	广汽本田	本田缤智	12.78-17.68 万元	2020 款	顶配版 LED, 其余卤素	新款	/	150363
	广汽丰田	丰田汉兰达	23.98-32.58 万元	2021 款	顶配版 LED, 其余卤素	2020 款 LED	/	95304
	东风本田	本田 CR-V	16.98-27.68 万元	2021 款	全 LED	新款	/	249983
东风本田	本田 XR-V	12.79-17.59 万元	2021 款	顶配版 LED, 其余卤素	2020 款低配卤素, 其余 LED	/	168272	
德系	上汽大众	大众途观 L	21.58-28.58 万元	2021 款	顶配版 LED, 其余氙气	新款	/	178574
	上汽大众	大众途岳	16.58-22.38 万元	2021 款	全 LED	新款	/	146820
	一汽-大众奥迪	奥迪 Q5L	38.78-49.80 万元	2021 款	全 LED	2020 款高配 LED, 低配氙气	矩阵式(8000 元)	144648
	一汽-大众	大众探岳	18.69-26.49 万元	2020 款	全 LED	新款	/	168445
	一汽-大众	大众 T-ROC 探歌	15.78-20.49 万元	2021 款	全 LED	2020 款全 LED	/	109605
	华晨宝马	宝马 X3	38.98-47.98 万元	2021 款	全 LED	新款	/	135694
美系	北京奔驰	奔驰 GLC	39.78-58.78 万元	2021 款	全 LED	新款	几何多光束	160900
	上汽通用别克	别克昂科威	18.99-23.99 万元	2021 款	全 LED	2020 款全 LED	/	167880
自主	吉利汽车	吉利博越	8.98-14.68 万元	2021 款	顶配版 LED, 其余卤素	2020 款低配卤素, 其余 LED	/	240811
	吉利汽车	吉利缤越	7.58-11.98 万元	2020 款	顶配版 LED, 其余卤素	新款	/	124456
	吉利汽车	吉利帝豪 GS	7.28-11.18 万元	2020 款	顶配版 LED, 其余卤素	新款	/	91551
	吉利汽车	吉利远景 X6	6.89-9.99 万元	2020 款	顶配版 LED, 其余卤素	新款	/	83911
	长城汽车	哈弗 H6	9.80-15.49 万元	2021 款	顶配版 LED, 其余卤素	新款	矩阵式	376864
	长城汽车	哈弗 M6	6.60-9.29 万元	2021 款	全 LED	2019 款全卤素	/	154470
	长城汽车	哈弗 F7	11.18-15.18 万元	2021 款	顶配版 LED, 其余卤素	新款	/	116453
	长安汽车	长安 CS75	10.39-11.99 万元	2021 款	全 LED	新款	/	266824
	长安汽车	长安 CS55	8.49-13.39 万元	2019 款	顶配版 LED, 其余卤素	2018 款 LED	/	109929
	上汽集团	荣威 RX5	9.98-13.98 万元	2021 款	全 LED	2020 款低配卤素, 其余 LED	矩阵式	167260
	上汽集团	名爵 ZS	7.88-11.28 万元	2020 款	顶配版 LED, 其余卤素	新款	/	92890
	一汽红旗	红旗 HS5	18.38-24.98 万元	2019 款	全 LED	新款	/	98365
	奇瑞汽车	奇瑞瑞虎 8	8.88-15.99 万元	2020 款	顶配版 LED, 其余卤素	新款	矩阵式	136182
	广汽乘用车	广汽传祺 GS4	8.98-13.98 万元	2021 款	顶配版 LED, 其余卤素	新款	/	126640

资料来源：汽车之家，515 排行榜，国信证券经济研究所整理

以 LED 前大灯为代表的高附加值车灯放量，带动星宇股份车灯单只单价持续提升。2018-2020 年，公司车灯总销量从 6459.5 万只提升至 6608.9 万只，测算出单只车灯价格从 70 元提升至 104 元，CAGR 为 22%。

表20：2018-2020 年星宇股份车灯产销量和单价情况

	2018	2019	2020
	车灯类合计		
产量 (万只)	5620.6	7794.7	6057.7
销量 (万只)	6459.5	7081.2	6608.9

销售收入 (万元)	450540.1	565656.9	685549.4
单价 (元/只)	69.7	79.9	103.7
1) 前照灯			
产量 (万只)	/	420.1	568.9
销量 (万只)	/	437.2	537.3
2) 后组合灯			
产量 (万只)	/	1097.4	1458.5
销量 (万只)	/	1316.4	1489.9
3) 其他灯具 (小灯)			
产量 (万只)	/	6276.8	4030.3
销量 (万只)	/	5327.6	4581.8

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

此外，公司在 2018-2020 年持续投入对像素式前照灯、ADB 投影灯、贯穿式尾灯的开发。2018 年，公司像素式前照灯研发成功；2019 年，公司贯穿式尾灯的焊接及尺寸控制技术研发成功；2020 年，公司加强对前照灯 ADB 投影灯模组、OLED 后组合灯中应用研发。

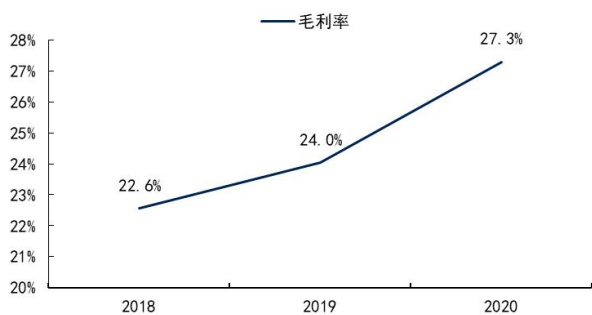
表21：2018-2020 年星宇股份车灯产品进展

产品进展	时间	车灯产品
LED 前大灯量产，像素式前照灯、贯穿式尾灯等研发成功，加强前照灯 ADB 投影灯模组应用，像素式前灯模块研发成功	2018	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；汽车电子和照明研发中心项目已开工建设。
	2019	尾灯的高精度尺寸控制技术研发成功；贯穿式尾灯的焊接及尺寸控制技术研发成功；电容式、电感式、红外式等感应式室内灯研发成功。
	2020	加强新技术开发应用：前照灯 ADB 投影灯模组应用；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。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2) 利升：产品结构改善，星宇股份 2018-2020 年毛利率持续提升，2020 年创历史新高。公司车灯毛利率从 2018 年的 23.6% 提升至 2020 年的 27.4%，公司毛利率在 2020 年创新高，原因预计有：1) 产品结构改善（或为小灯占比降低、LED 和高附加值大灯提升）；2) 核心材料自制率提升；3) 原材料成本有所下降。

图17：2018-2020 年星宇股份整体毛利率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图18：2018-2020 年星宇股份车灯产品毛利率情况



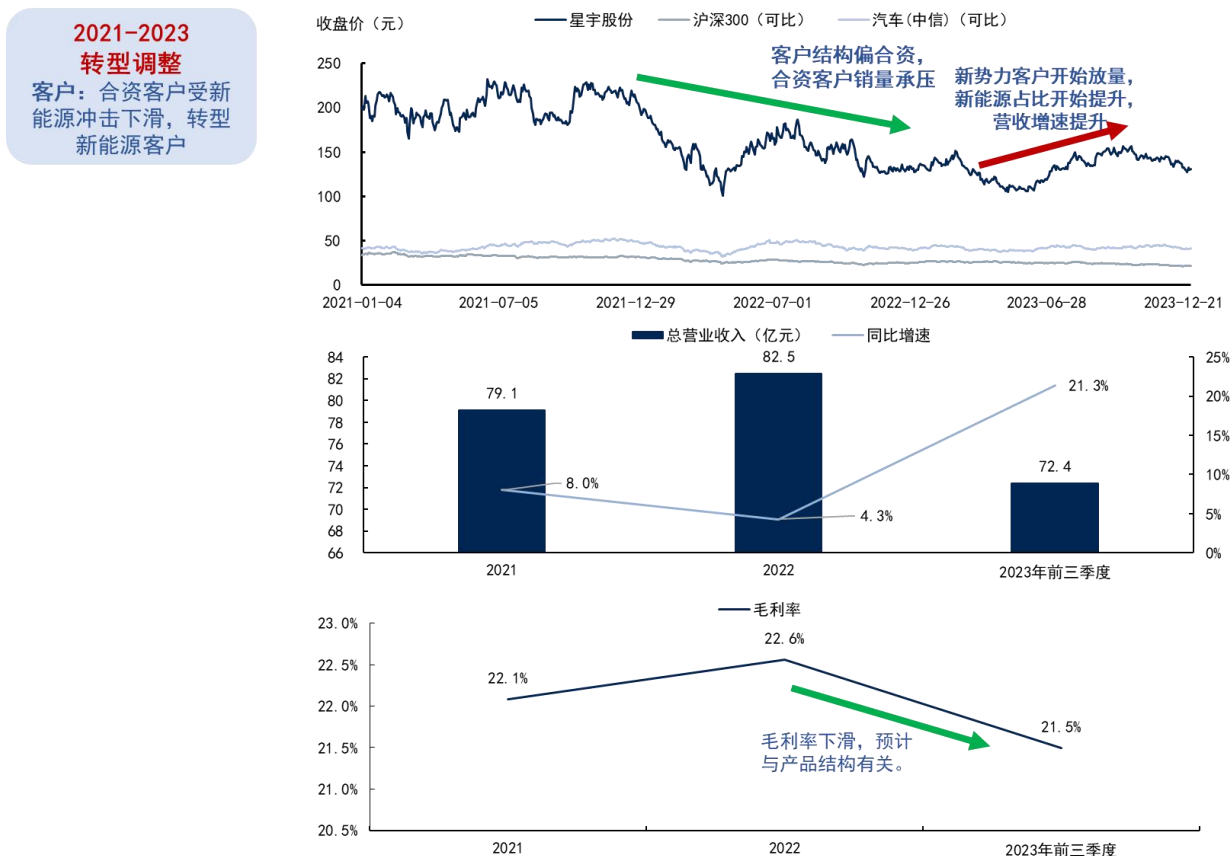
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 2021-2023 年：转型调整

**2021-2023 年：转型调整。**2021-2022 年，在新能源、自主品牌及新势力崛起的大背景下，合资燃油车企受到较大冲击，公司以合资为代表的客户结构销量承压，业绩增速放缓，营收增速为个位数（2021 年为 8%、2022 年为 4%），此外由于疫情缺芯、原材料涨价等因素影响，公司毛利率从 2020 年的 27% 下滑至 2022 年的 22.6%，导致净利润出现负增长（2021 年为 -18%、2022 年为 -1%），股价

从 2021 年初的 198 元下滑至 127 元，对应市值从 548 亿元下滑至 363 亿元。公司 2021 年已全面转型拥抱新能源新势力客户，并陆续斩获订单。2023 年，以蔚小理为代表的新能源客户车灯项目放量，公司新能源客户营收占比加速提升，业绩企稳向上，股价小幅提升。2023 年前三季度营收同比增长 21% 至 72 亿元，股价从 2023 年初的 129 元小幅提升至 131 元。

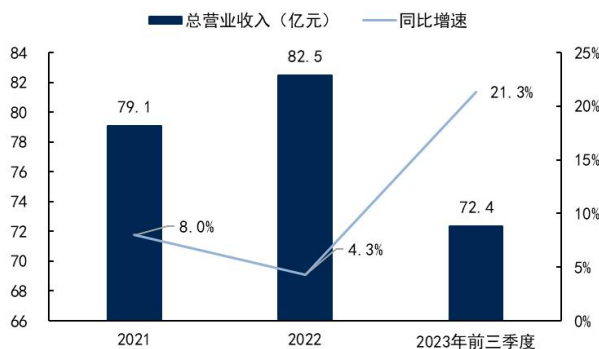
图19: 星宇股份 2021-2023 年发展复盘图



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

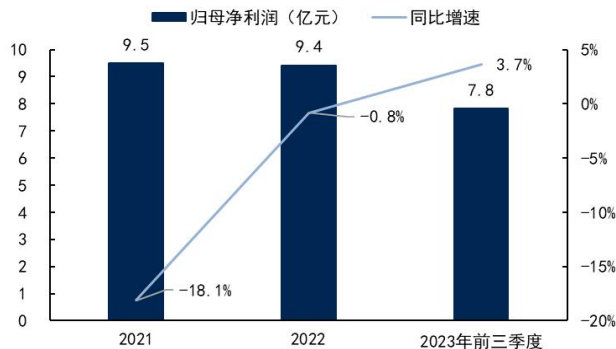
**2021-2023 年前三季度，公司经历了业绩调整期。**2021 年，公司实现营收 79.1 亿元，同比增加 8.0%，归母净利润 9.5 亿元，同比减少 18.1%，由于受疫情等多方面因素影响，公司产品的主要原材料价格上涨，同时，人工成本及制造成本增长较多，研发投入增加，综合导致 2021 年公司归母净利润同比下降。2022 年，公司实现营收 82.48 亿元，同比增加 4.28%，归母净利润 9.41 亿元，同比减少 0.84%。公司 2023 年前三季度实现营收 72.4 亿元，同比增加 21.3%，归母净利润 7.8 亿元，同比增加 3.7%。

图20: 2021-2023 年前三季度星宇股份营收情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

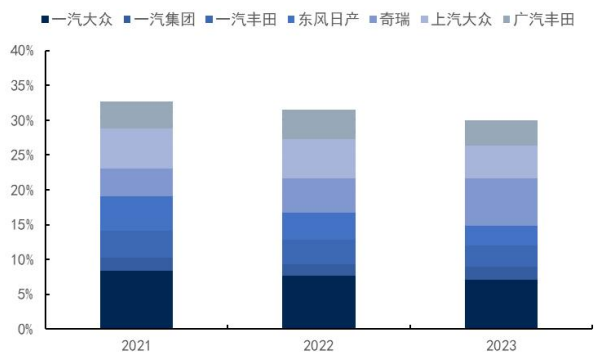
图21: 2021-2023 年前三季度星宇股份归母净利润情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

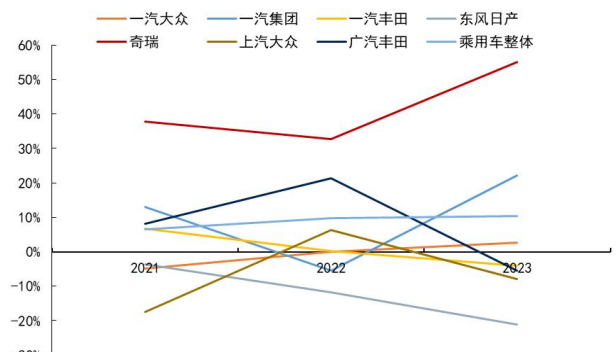
**星宇股份 2021-2022 年营收个位数增长的背后, 与公司合资为主的客户结构有关。**我们将公司主要客户 2021-2022 年销量情况梳理后发现, 公司主要合资客户（一汽大众、一汽丰田、东风日产等）的销量增速低于行业, 且部分年份销量下滑, 拖累公司整体业绩表现。

图22: 2021-2023 年星宇股份主要合资和自主客户销量占比



资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

图23: 2021-2023 年星宇股份主要合资和自主客户销量增速



资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

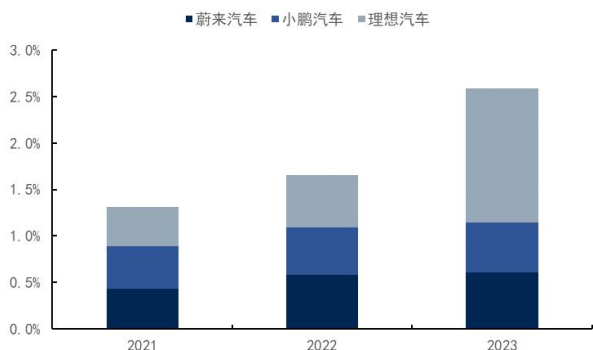
**2023 年前三季度, 存量客户销量增长, 叠加新势力增量车型放量, 星宇股份营收增速提升至 21%。**一方面, 存量端自主客户一汽红旗和奇瑞销量增速超越行业; 另一方面, 公司新势力车型项目放量, 贡献重要业绩增量。

表22: 2021-2023 年星宇股份主要合资和自主客户销量增速

	2021	2022	2023	2023 年 1-9 月
一汽大众	-4.86%	0.05%	2.73%	-4.3%
一汽集团	13.04%	-5.53%	22.17%	26.4%
一汽丰田	6.78%	0.32%	-4.13%	-8.6%
东风日产	-3.56%	-11.72%	-21.22%	-29.4%
奇瑞	37.81%	32.70%	55.19%	41.6%
上汽大众	-17.50%	6.35%	-8.01%	-13.5%
广汽丰田	8.23%	21.38%	-5.47%	-10.3%
星宇股份营收增速	8.01%	4.28%	/	21.34%
乘用车整体销量增速	6.62%	9.70%	10.46%	6.8%

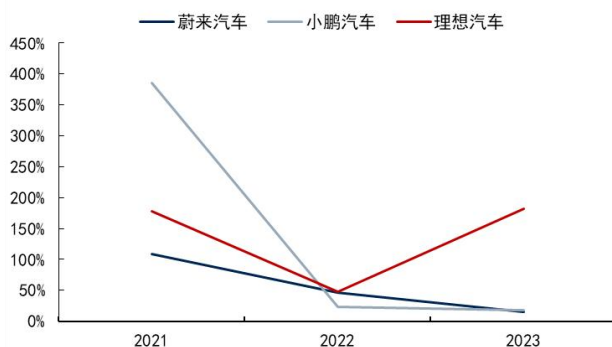
资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

图24: 2021-2023 年蔚来、小鹏、理想汽车销量占比



资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

图25: 2021-2023 年蔚来、小鹏、理想汽车销量增速



资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

公司产能方面, 截至 2022 年, 星宇股份共有如下产能: 1) 常州老工厂: 共计设计产能 4500 万只车灯; 2) 常州智能产业园: 一期工厂年产能前大灯、后组合灯分别为 230、280 万只, 二期、三期工厂产能合计为 230 万只前大灯、280 万只后组合灯, 五期工厂自 2022 年起建设推进中, 产能规划为星环灯 50 万只、格栅灯 50 万只; 3) 吉林工厂: 一期工厂 2016 年全部达成后将形成 200 万只前照灯、200 万只后组合灯、200 万只前雾灯生产能力, 由于客户生产布局发生变化, 目前为闲置产能。; 4) 佛山工厂: 一期 2017 年全部达产后形成 100 万只前照灯、160 万只后组合灯生产能力, 二期 2019 年全年达产后形成 180 万只前照灯、280 万只后组合灯生产能力。5) 塞尔维亚工厂: 2021 年塞尔维亚星宇建设顺利, 来自欧洲主机厂的项目将从 2022 年起陆续进入批产阶段, 年产能为前大灯 100 万只、后组合灯 170 万只、小灯 170 万只。整体来看, 公司目前总产能大灯 1400 万只, 后组合灯 2400 万只以上, 小灯 5000 万只以上。

表23: 截至 2022 年星宇股份产能情况

类型	地址	工厂	建成时间	前大灯年产能	后组合灯年产能	雾灯年产能	小灯年产能	贯穿式前灯年产能	备注
车灯	常州	常州老工厂	2010 年及之前	240 万只	240 万只	240 万只	/	/	年产能 120 万套
			2011 年	440 万只	640 万只	240 万只	/	/	2011 年年产 100 万套车灯项目中前照灯项目建成投产
			2013 年	440 万只	840 万只	440 万只	/	/	2013 年公司 IPO 项目顺利验收
			2014 年已有理论产能	440 万只	1040 万只	440 万只	/	/	2013 年星宇股份利用超募资金和自有资金拟投资建设“年产 50 万套 LED 车灯及配套项目”, 2014 年顺利投产。加上小灯共计设计产能 4500 万只, 2015 年产能 3987 万只, 产能利用率 88.6%
			2017 年吉林长春生产基地扩建项目拟变更为星宇股份智能制造产业园一期项目, 2019 年智能制造产业园一期项目竣工						
	常州	常州-智能制造产业园二期	2020 年-2021 年	230 万只	280 万只	/	/	/	2020 年竣工验收, 2021 年投入使用
			2021-2022 年	230 万只	280 万只	/	/	/	2021 年星宇智能制造产业园三期物流中心工程已正式投入使用
			2022 年智能制造产业园五期建设推进中	/	/	/	/	/	2022 年, 原募集资金投资项目“智能制造产业园电子工厂”剩余未使用募集资金和相关利息收入将全部用于“星宇股份智能制造产业园五期”项目建设。项目主要产品为电动汽车领域贯穿式整体前部车灯, 包括星环灯、格栅灯两类产品, 均采用 LED 车模组光源
	吉林	吉林一期工厂	2016 年新增建成投产	200 万只	200 万只	200 万只	/	/	2013 年利用超募资金 5 亿建设年产 100 万套的吉林星宇车灯项目(长春基地), 2016 年初步具备试生产能力, 该项目主要为一汽-大众、一汽轿车、一汽解放、一汽吉林、一汽丰越等长春地区客户配套车灯。由于客户生产布局发生变化, 目前为闲置产能。

	佛山	佛山一期工厂	2017 年	100 万只	160 万只	/	/	/	佛山星宇子公司 2013 年成立，主要生产后灯和 大灯，2015 年 6 月份开始开工建设，2017 年佛 山一期工厂建成投产。
		佛山二期工厂	2019 年	100 万只	280 万只	/	/	/	
	塞爾維亞	塞爾維亞工廠	2020-2021 年	100 万只	170 万只	/	170 万只	/	2021 年塞爾維亞星宇建設順利，來自 歐洲主機 廠的項目將從 2022 年起陸續進入批產階段
<b>模具</b>	常州	智能制造产业园 模具工厂	2020 年发可转 债拟募投资项目	/	/	/	/	/	智能制造产业园模具工厂建设完成后，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，完善产能配套，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。
<b>电子</b>	常州	智能制造产业园 电子工厂	2020 年发可转 债拟募投资项目	/	/	/	/	/	智能制造产业园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

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 2024 年后：新阶段，新征程

展望 2024 年及以后，价端，前大灯从 LED-ADB-DLP 升级，尾灯从分离式尾灯-贯穿式尾灯升级，叠加星环灯、格栅灯等外饰氛围灯渗透率提升，量端，公司新能源客户持续放量（华为、理想、蔚来、小鹏、吉利、奇瑞等）。此外，公司加速全球化布局（塞尔维亚等），凭借产品力、性价比、快速响应能力、前瞻技术布局等优势，有望充分享受车灯行业升级红利、以及全球化和新能源红利。加速全球化布局（塞尔维亚等）。星宇股份发展展望详见本篇深度报告第四部分“发展展望：产品智能化，客户新能源化、全球化”。

我们认为，2024 年的星宇股份和 2018 年有诸多相似之处：第一，汽车市场方面，2024 年汽车行业经历了 2020-2023 年新能源高渗透的结构性行情，2018 年汽车行业经历 2016-2017 年 SUV 高渗透和购置税政策透支，出现首年下滑，行业缺乏总量机会、结构性增长稀缺，因而有业绩增长确定性的公司具备估值溢价；第二，公司内部经营方面，星宇股份完成了客户结构转型，2018-2020 年公司日系客户放量，完成了日系和德系客户结构的转型，2024 年开始公司新势力新能源和自主品牌客户放量，实现新能源和自主品牌客户（华为问界、奇瑞、蔚来、小鹏、理想、吉利等）转型，2018 年公司前两大客户是德系（一汽大众）和日系（一汽丰田），2024 年公司前两大客户或为奇瑞和华为问界，核心增长来源已改变；第三，外部车灯环境方面，2018 年车灯从卤素氙气灯往 LED 前大灯升级，现在处于 LED 灯向 ADB、DLP 前大灯升级的阶段。

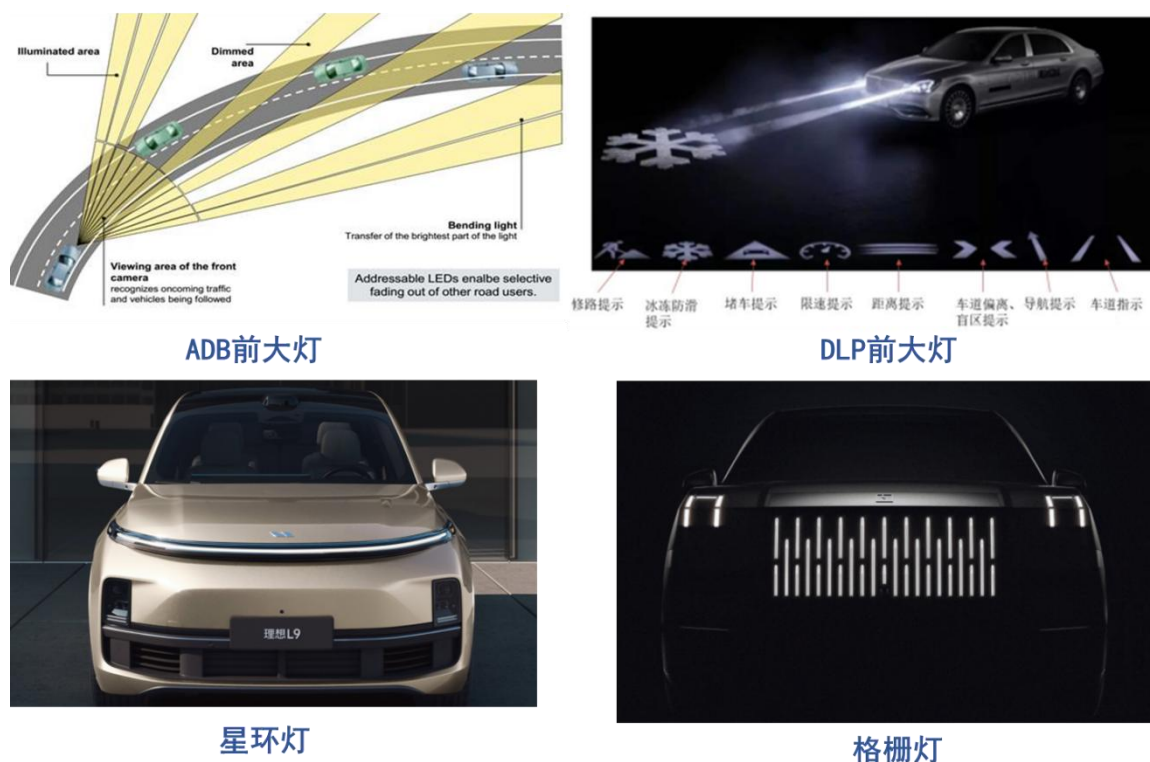
## 追根溯源：星宇股份成为自主车灯龙头的原因探析

车灯的特性：外观件、安全件，光机电一体件，壁垒高

- 外观件：车灯为必改项（升级/换代）、定制件、对良率/精度要求高
- 车灯是消费级零部件，是必改项（升级/换代），决定是否购买的关键因素

车灯被喻为汽车的眼睛，是集照明、信息交流、外观美化等功能于一体的汽车关键零部件之一，车灯是重要的外观件。随着新能源汽车的普及和汽车智能驾驶等级的提升，汽车车灯从最初照明功能逐步上升到造型功能，进而发展到感知和交互功能。在智能汽车时代，ADB、DLP、贯穿式尾灯、格栅灯、星环灯等智能车灯技术层出不穷，推动汽车车灯向电子化、智能化升级。

图26: 车灯为重要外观件，不断迭代升级



资料来源：公司官网，焉知智能汽车，《DLP 投影技术在汽车前大灯上的应用》，佐思汽车研究，国信证券经济研究所整理

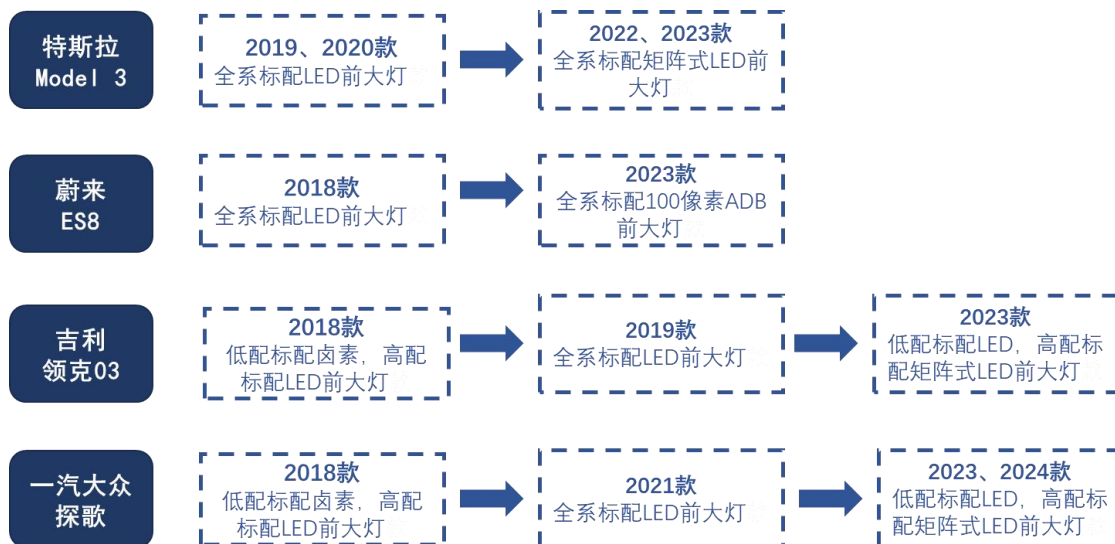
车灯作为车身消费级零部件，具备消费升级属性，是车型换代/升级的必改项，也是消费者决定是否购买的关键因素，车灯宣传力度一直盘踞新车宣传前三，因而车企愿意在车灯上去做升级、打造重要卖点。此外，汽车灯具在光源、外形、使用寿命、电子技术等方面不断取得突破性进展，将会推动汽车在安全性、实用性、环保性、外形等方面的进步，甚至成为消费者重要的购车动机。

1) 车灯是车型换代/升级的必改项。以特斯拉 Model 3、蔚来 ES8 等为代表的新势力，已实现从标配 LED 前大灯-标配 ADB 前大灯的升级；此外，自主和合资品牌也从卤素-LED-ADB 前大灯持续升级，以一汽大众探歌为例，2018 款的车灯配置为



低配卤素、高配 LED 前大灯，到 2021 款时已实现全系 LED，再到 2023、2024 款时车灯为低配 LED、高配 ADB 前大灯。

图27: 车灯是车型换代/升级的必改项



资料来源：汽车之家，懂车帝，车灯研究院，国信证券经济研究所整理

2) 车灯是消费者决定是否购买的关键因素，车企愿意在车灯上做升级、打造重要卖点。以问界 M9 的车灯为例，该车型于 12 月上市后，在华为智能汽车解决方案官微上一直为宣传核心卖点之一，M9 搭载最新黑科技——华为 XPIXEL 智能车灯解决方案，实现百万像素级精准跟踪遮蔽、智能光毯、近场迎宾等功能，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28: 车灯为问界 M9 的宣传核心卖点之一



资料来源: 华为智能汽车解决方案官微, 国信证券经济研究所整理

图29: 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30: 华为 XPIXEL 智能车灯具备小体积模组造型



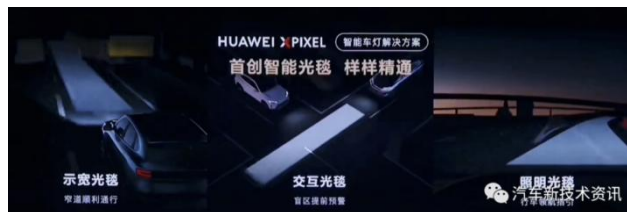
资料来源: 智能汽车俱乐部, 国信证券经济研究所整理

图31: 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32: 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

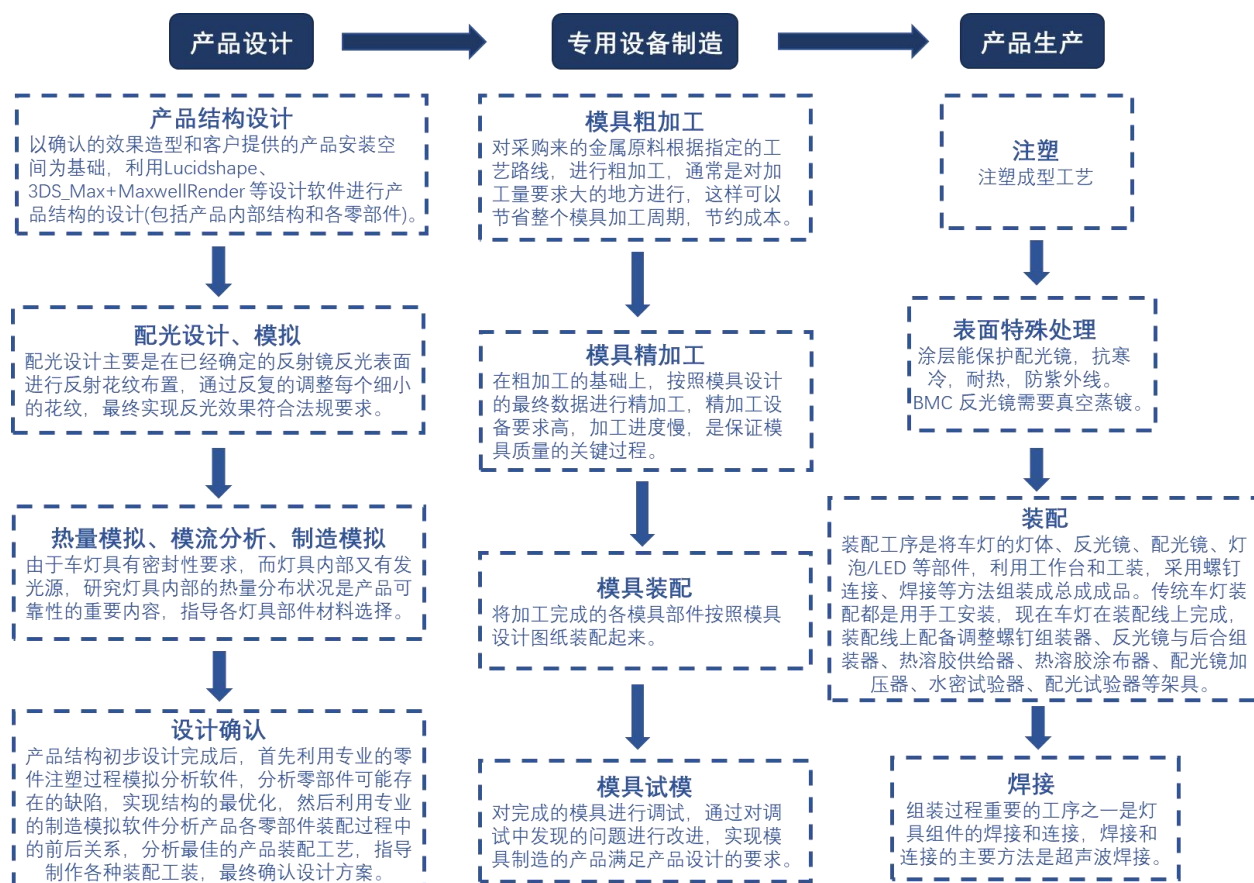
### ➤ 车灯对良率、精度要求高

车灯生产制造需要跨学科（材料学、光学、电子学、机械工程等）的综合能力，对良率、精度要求高。汽车灯具行业有严格的产品质量标准，同时整车制造企业对车灯质量和外观的要求也非常严格，所以设计开发、生产制造、质量控制等方面的能力是决定车灯制造企业竞争力的关键因素。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。

星宇股份主要产品为前照灯、后组合灯、雾灯等汽车灯具，产品生产包含三个步骤：产品设计、专用设备制造、产品生产。

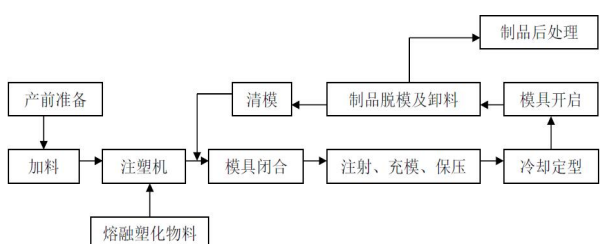
- 1) **产品设计**。按整车制造企业的要求（包括造型、质量、时间、成本）对产品进行设计，同时规划设计用于制造产品的工艺、所需的专用设备及生产线。
- 2) **专用设备制造**。根据产品设计结果制造模具和生产线专用设备（如工装、专机、检具等），然后完成生产线的制造、组装和调试。

图33：车灯产品的工艺生产流程



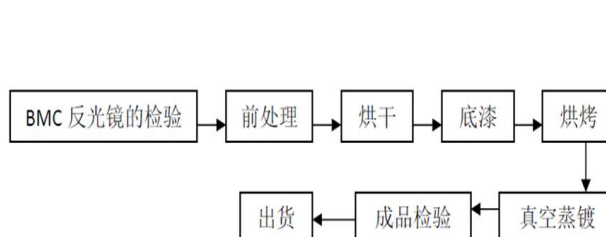
资料来源：公司公告，《C 公司汽车车灯生产及配套项目可行性研究》，国信证券经济研究所整理

图34：注塑成型工艺流程图



资料来源：《C 公司汽车车灯生产及配套项目可行性研究》，国信

图35：BMC 反光镜表面处理工艺流程图

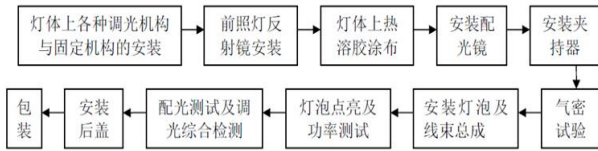


资料来源：《C 公司汽车车灯生产及配套项目可行性研究》，国信证

证券经济研究所整理

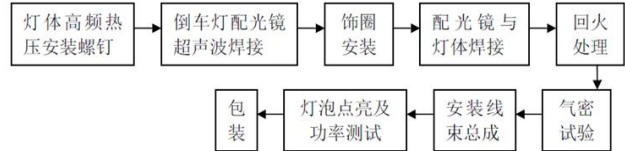
券经济研究所整理

图36: 前照灯装配工艺流程图



资料来源:《C公司汽车车灯生产及配套项目可行性研究》，国信证券经济研究所整理

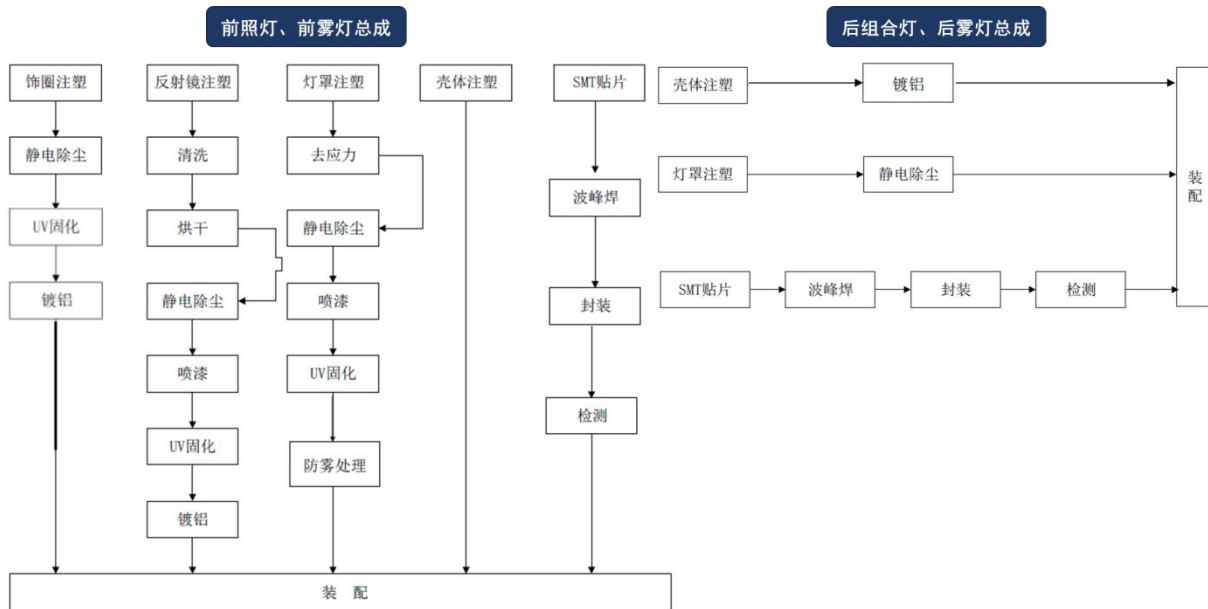
图37: 后组合灯装配工艺流程图



资料来源:《C公司汽车车灯生产及配套项目可行性研究》，国信证券经济研究所整理

### 3) 产品生产。按前期规划的工艺在上述的生产线进行特定产品的生产。

图38: 前大灯和后组合灯的生产流程



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

整体来看,我们认为,1)车灯是光机电一体化,需要光学、机械和电子工程师合力才能研发出一款车灯,除了各行专才以外还需要能够融合光机电各模块的设计通才。因为车灯并不仅仅是设计其中一部分,车灯设计可分微结构设计、光学设计、模具结构设计,此外还涉及到成型工艺的要求、以及模具生产流程、车灯装配流程,所以汽车车灯总成件需要的是一个综合性能力的通才,而不仅仅是某一方面的专才。2)伴随着电子化、智能化的发展,LED-ADB-HD ADB-DLP等车灯技术的持续升级,车灯结构更加复杂,对光学设计、算法控制、模具开发数量及精度的要求提高,对车灯企业的软实力要求提高。

#### ➢ 车灯是定制化汽车零部件

车灯属于定制型产品,而非标准产品,整车制造企业每开发一款新车型都需要与汽车灯具制造企业协作,双方合作的频率很高。整车制造企业为了节省协调、沟通、采购的成本,倾向于与固定的供应商合作。

此外，站在车企的角度，为打造差异化卖点，车灯作为重要的外观件，对车灯的定制化、个性化开发设计需求高。我们对 2022-2023 年车灯展上车灯的配置和技术趋势进行整理后发现，车灯在光源、造型设计、模组技术等方面均有升级，其中光源技术可细分为 HD ADB 前大灯、OLED 尾灯、Mini-LED 等，造型亮点包含水晶外观信号灯、钻石效果大灯、机械动态大灯、隐藏式大灯、贯穿式前后大灯，模组方面表现为模组的扁平化、小型化等特点。

表24：2022-2023 年车灯展上的车灯新技术梳理

车灯升级方向	车灯技术	技术特点	举例
光源升级	Micro LED (即 HD ADB) 大灯	Micro LED 提供万级像素投影，相比 DLP 具备更低的成本。	海拉与保时捷联手日亚，推出 HD 高分辨率 LED 矩阵式前照灯，每个前照灯拥有超过 32000 个可单独控制的像素。
	OLED 尾灯	OLED 为发光均匀的平面光源，出光角度均匀。	星宇股份、曼德光电、迅驰均有布局。
	Mini-LED	与 OLED 相比，Mini-LED 具备高亮度、高对比度、HDR 色域更广、颜色饱和度更高等优势。峰值亮度提升 3-5 倍 (>1000nit)，显示寿命比 OLED 延长 3-5 倍，比 OLED 省电多达 80%。Mini-LED 应用在车载显示、车尾灯、格栅灯、logo 灯方面。	星宇像素化格栅灯，搭载 Mini LED 点阵。格栅灯区域不仅可以通过更直观的像素化图案来为前车传递信息（比如交通灯情况、转向、刹车灯），同时还可以显示一些文字信息，以此在特殊情况下，对前方车主或行人发出特定的交流需求（比如需要转弯），甚至在充电的过程中，这块区域还能够实时显示出充电的电池容量进度。
造型亮点	璀璨/水晶外观信号灯、钻石效果大灯 等车型。	水晶灯、钻石效果大灯作为前灯造型元素，搭载在宝马、奔驰等车型。	相关布局企业包括法雷奥、嘉利、安瑞光电等。
	机械动态大灯、隐藏式大灯	沃尔沃 EX90 眨眼大灯：当使用主光源时，平行的两根日间行车灯上下打开，露出内测的透镜。	ZKW 等有布局。
	贯穿式前后大灯	理想 L 系列引领的全贯穿式前后大灯辨识度很高。	星宇股份等有布局。
模组技术	模组扁平化、小尺寸	现在远透镜模组外观不再局限于传统的半圆球形，外观越来越薄，越来越纤细，而且每个大灯内的模组数量有增加。	星宇股份、海拉、重庆伟瑞柯均有布局窄模组。

资料来源：汽车新技术资讯，智能汽车俱乐部，艾邦制造，太平洋汽车网，国信证券经济研究所整理

图39：沃尔沃 EX90 眨眼大灯

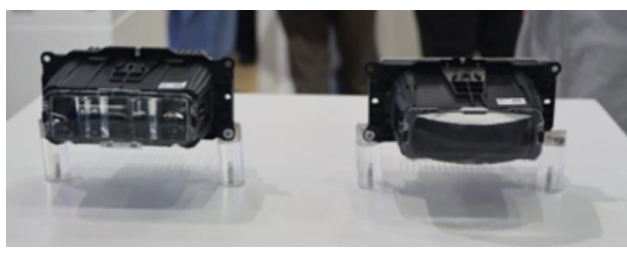


资料来源：车灯研究院，国信证券经济研究所整理

图40：星宇股份像素化格栅灯



图41：FORVIA HELLA 窄模组



资料来源：艾邦 LED，国信证券经济研究所整理

资料来源：智能汽车俱乐部，国信证券经济研究所整理

- **安全件：车灯为独配件、有法规要求、对配光/散热/除雾/使用寿命要求高**
- **车灯是独配件**

车灯为汽车零部件中稀缺的具备独配属性的优质赛道，究其根源，我们认为车灯为定制件、安全件的属性，叠加车灯前期研发和模具开发费用等问题，使得车灯绝大部分情况下均为独配件。一方面，车灯为高度定制件，如果分 A 供和 B 供，会存在两家车灯厂由于配光、模具等能力的差异导致的产品不一致等问题，另一方面，从成本角度考虑，部分情况下整车制造企业需要承担汽车灯具的设计、模具开发等前期费用，而且汽车灯具的设计开发周期较长，因此，出于生产成本和时间成本考虑，每款车灯的供应商绝大部分情况下为独供关系，并且在该款车灯的生命周期内，双方一般不会终止合作关系。参考 Marklines 前大灯配套情况可，同一车型的车灯供应商基本为独家配套关系。

表25: 全球分地区部分代表性车型车灯供应商配套情况

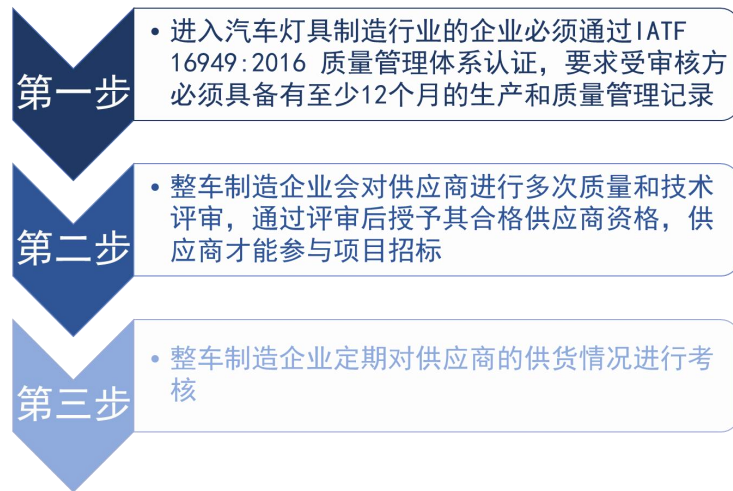
地区	整车厂商	车型	车型年份	供应商	零部件名称
中国	吉利	极氪 007 (4WD) (China)	2024	法雷奥(中国)	前照灯
中国	吉利	极氪 007 (RR) (China)	2024	法雷奥(中国)	前照灯
中国	小鹏汽车	小鹏 X9 (4WD) (China)	2024	广州小系	前照灯总成
中国	小鹏汽车	小鹏 X9 (4WD) (China)	2024	广州小系	远光灯
中国	小鹏汽车	小鹏 X9 (4WD) (China)	2024	广州小系	近光灯
中国	小鹏汽车	小鹏 X9 (FF) (China)	2024	广州小系	前照灯总成
中国	小鹏汽车	小鹏 X9 (FF) (China)	2024	广州小系	远光灯
中国	小鹏汽车	小鹏 X9 (FF) (China)	2024	广州小系	近光灯
中国	广汽乘用车	传祺 M6 Pro (FF) (China)	2024	马瑞利(佛山)	前照灯
中国	上汽乘用车	名爵 7 (China)	2023	华域视觉	LED 前照灯
中国	上汽乘用车	名爵 Cyberster (4WD) (China)	2023	迅驰车业	LED 前照灯
中国	上汽乘用车	名爵 Cyberster (RR) (China)	2023	迅驰车业	LED 前照灯
日本	丰田	雷克萨斯 RX350	2024	小系制作所	自适应前照灯系统 (ADB)
日本	丰田	雷克萨斯 RX350h	2024	小系制作所	自适应前照灯系统 (ADB)
日本	本田	Fit	2024	斯坦雷	前照灯
日本	本田	Fit e:HEV	2024	斯坦雷	前照灯
欧洲	大众	ID. Buzz (Germany)	2024	海拉	前照灯
欧洲	保时捷	Cayenne (Slovakia)	2023	海拉	LED 高清前照灯 (ADB)
欧洲	保时捷	Cayenne E-Hybrid (Slovakia)	2023	海拉	LED 高清前照灯 (ADB)
美洲	沃尔沃汽车	沃尔沃 EX90 (USA)	2024	ZKW	LED 前照灯
美洲	Polestar 极星	Polestar 3 (USA)	2023	ZKW	LED 前照灯

资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理（注：表中的 4WD 指 4 轮驱动，RR 指后置后驱，FF 指前置前驱）

- **车灯有法规方面的要求，车企遴选汽车灯具供应商方面需遵循严格的程序**

汽车灯具对保证汽车的安全性非常重要，整车制造企业在遴选汽车灯具供应商方面遵循严格的程序，对车灯厂的技术、质量、采购、供应等综合要求高，审核周期相对较长。第一步，进入汽车灯具制造行业的企业必须通过 IATF 16949:2016 质量管理体系认证，该体系要求受审核方必须具有至少 12 个月的生产 and 质量管理记录；第二步，整车制造企业对汽车灯具质量的要求十分严格，整车制造企业会对供应商进行多次质量和技术评审，通过评审后授予其合格供应商资格，供应商才能参与项目招标；第三步，整车制造企业定期对供应商的供货情况进行考核。因此，整车制造企业需要投入大量人力、财力和时间选择合格的供应商，同样，供应商也需要具备足够实力才能通过各项认证和评审。对于新进入的企业，如何在短期内通过 IATF 16949:2016 质量管理体系认证和整车制造企业的评审构成了进入行业的壁垒。

图42: 车企遴选汽车灯具供应商方面需遵循严格的程序

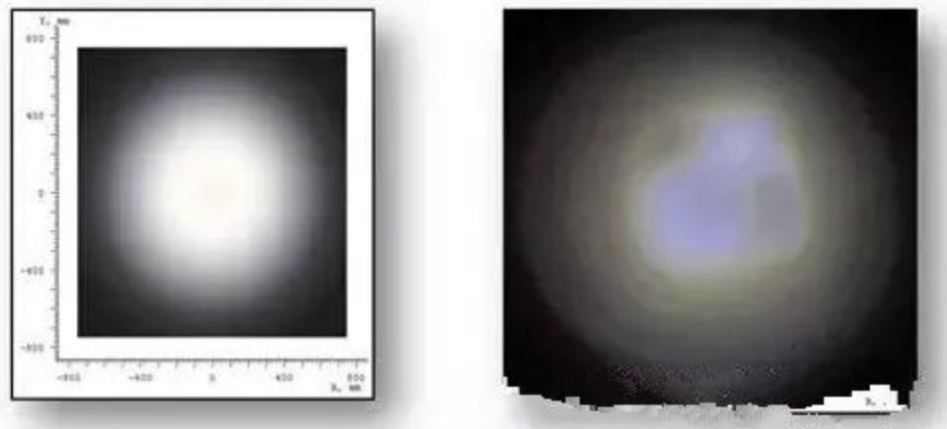


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

➤ 车灯对配光/散热/除雾/使用寿命要求高

车灯对配光、散热、除雾、使用寿命等诸多方面的要求都很高, 尤其是配光。车灯可分为点亮和非点亮状态, 不同的配光水平、光源颗粒等的选择, 会导致车灯的显示效果不一样。根据国标 GB4599-2007 得出前照灯的配光要求在于近光灯应有足够的照明度和不使迎面而来的驾驶员产生炫目, 远光应具有良好及足够的照明, 前照灯的检验使用配光屏幕。参考《论述 LED 车灯的光色不均匀性标准及光色性能》相关信息, LED 等新型光源及灯具在发光特性上通常与传统光源灯具有很大区别, 区别于传统照明产品, LED 产品通常采用整体化设计, 须二次配光, 对照明中经常用到的白光 LED 来说, 通常采用蓝光 LED 加黄绿色荧光粉来获取白光, 某 LED 芯片之上荧光粉受工艺限制而分布不均, 会造成不同出光方向蓝光与黄绿光掺混比例改变, 继而造成 LED 芯片空间色彩分布不均; 还有一种导致原因是由多颗 RGB LED 灯珠组成而产生的白光, 由于每颗灯珠每产生颜色等差异, 也都会产生颜色不均匀性问题。

图43: LED 光学设计效果 (左图) 和 LED 实际照明效果 (右图)

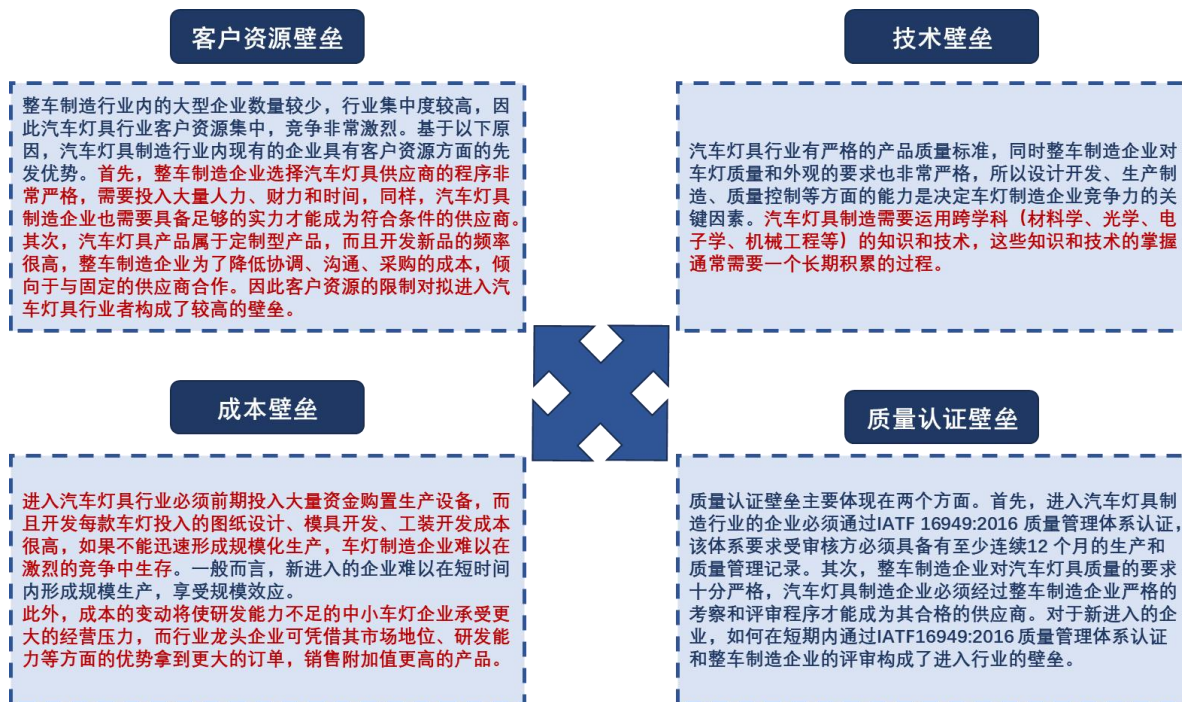


资料来源: 《论述 LED 车灯的光色不均匀性标准及光色性能》, 金鉴 LED 车灯实验室, 国信证券经济研究

所整理

综合以上，我们认为，车灯既是外观件，也是安全件，具备高定制化、独配等属性，车灯是车的“眼睛”，作为车身消费级零部件，是车型的核心卖点之一，车灯因而也成为车型升级/换代的必改项。车灯是光机电一体化件，其研发、设计、生产工艺集合了光学、结构设计、机械、电子等的合力，对车灯厂的综合能力要求高。车灯行业是具备客户资源壁垒、技术壁垒、成本壁垒、质量认证壁垒的行业。

图44: 车灯行业的进入壁垒



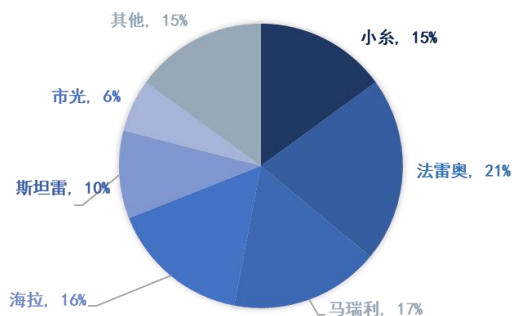
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 车灯行业竞争格局：全球寡头垄断，国内一超多强

全球车灯市场呈现寡头垄断的竞争格局，五大车灯龙头垄断 66%的市场份额。参考 Marklines 数据，2021 年，前五大车灯厂商占据了 66%的全球市场，其他多数小散供应商分食 35%的份额，前五大车灯厂分别是日本小糸（16%）、法国法雷奥（13%）、玛涅蒂马瑞利（14%）、德国海拉（12%）、日本斯坦雷（11%）。我们认为，车灯的寡头垄断竞争格局，与上文我们提到车灯高定制化、独供、质量认证、成本、技术壁垒等综合因素有关，车企对车灯厂的综合配套能力要求高。

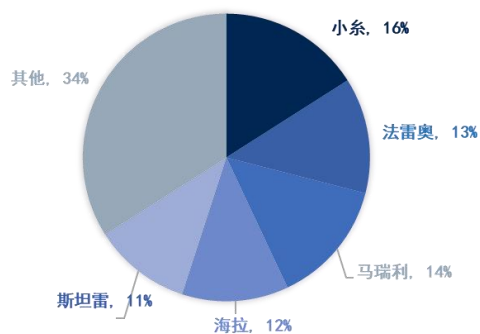


图45: 2011 年全球车灯竞争格局



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

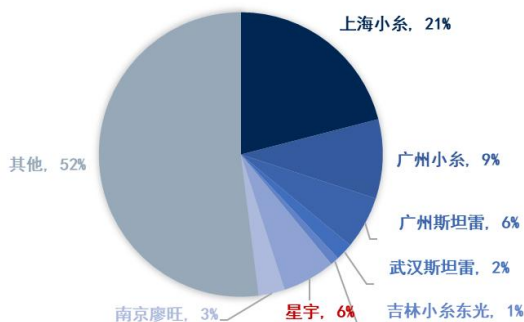
图46: 2021 年全球车灯竞争格局



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

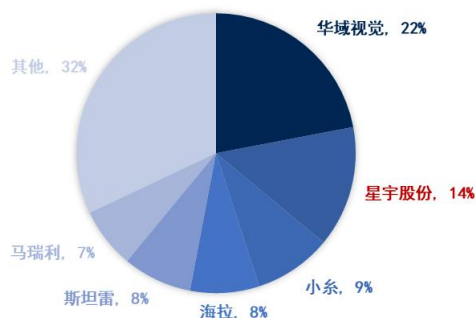
国内车灯市场多年来维持“一超多强”的竞争格局，星宇股份国内市占率持续提升。华域视觉多年来一直是国内车灯行业龙头（体量最大），市占率超20%。“多强”指广州小糸、广州斯坦雷、长春海拉、湖北法雷奥等外资企业和星宇股份为代表的规模较大的内资企业。星宇股份作为民营独立第三方车灯供应商，成长迅速，市占率从2015年的6%快速提升至2021年的14%。

图47: 2015 年中国车灯企业市场占有率



资料来源:《中国汽车业工业年鉴》，国信证券经济研究所整理（注：国内车灯企业营收占比数据是根据中国汽车工业年鉴中主业车灯企业2015年营业收入进行测算）

图48: 2021 年中国车灯企业市场占有率



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

国内车灯市场的车灯供应商主要以华域视觉、星宇股份、头部外资车灯企业为代表，竞争格局相对集中。一方面由于大型整车制造企业对汽车零部件的质量要求非常严格，通常仅在有限的名单内选择供应商，另一方面一些大型整车制造企业倾向选择系统内供应商，都直接导致了汽车灯具行业少数领先企业占据了较大的市场份额。此外，乘用车配套车灯的技术要求较高，且合资车企在国内多布局乘用车，因此头部一线车灯企业占据了大部分乘用车配套车灯市场。与此相反，商用车配套车灯的技术要求相对较低，且商用车制造企业以内资为主，因此内资车灯制造企业占据了大部分商用车配套车灯市场份额。

表26: 乘用车车灯与整车厂主要产品配套情况

乘用车企业	主要灯具供应商
新势力	海拉、法雷奥
特斯拉	星宇股份、马瑞利、伟瑞柯
蔚来汽车	星宇股份、小糸、嘉利、帝宝车灯
小鹏汽车	

	理想汽车	星宇股份、海纳川海拉、常诚
	上汽乘用车	华域视觉、彤明、迅驰等
	广汽乘用车	华域视觉、嘉利、星宇股份等
<b>自主品牌</b>	长安集团	大茂伟瑞柯、马瑞利、彤明、华域视觉、星宇股份、嘉利等
	奇瑞汽车	彤明、法雷奥、华域视觉、星宇股份、嘉利、安瑞光电、天翀等
	吉利汽车	天翀、轩金、华域视觉、星宇股份、安瑞光电、马瑞利、大茂伟瑞柯、海拉等
	东风乘用车	彤明、法雷奥、三立、嘉利、迅驰、环宇等
	长城汽车	曼德光电
<b>合资品牌</b>	一汽大众	大茂伟瑞柯、海拉、华域视觉、星宇股份、马瑞利、嘉利、法雷奥等
	一汽丰田	斯坦雷、法雷奥、华域视觉、星宇股份、嘉利、小糸车灯等
	上汽大众	大茂伟瑞柯、海拉、华域视觉、星宇股份、马瑞利、彤明、法雷奥等
	上汽通用	大茂伟瑞柯、海拉、华域视觉、星宇股份、马瑞利、彤明、法雷奥等
	广州本田	斯坦雷、华域视觉、星宇股份、嘉利、马瑞利等
	广州丰田	斯坦雷、法雷奥、华域视觉、星宇股份、嘉利、小糸车灯等
	东风日产	法雷奥、嘉利、星宇股份、彤明等
	北京现代	三立、海纳川海拉、摩比斯等
	北京奔驰	海拉、马瑞利、麦格纳唐纳利、奥尔萨等
	华晨宝马	ZKW、马瑞利、海拉、星宇股份等
	捷豹路虎	马瑞利、大茂伟瑞柯、星宇股份等

资料来源：中汽协，公司公告，Marklines，车灯研究院，国信证券经济研究所整理

表27：商用车车灯与整车厂主要产品配套情况

商用车企业	主要灯具供应商
东风商用	三立、迅驰、环宇
一汽	鲁得贝、海拉、彤明、天津飞乐、海德莱特
陕汽	嘉利、环宇、天津飞乐、湘火炬
北汽福田	彤明、天津飞乐、海德莱特、鲁得贝
江淮汽车	彤明、海德莱特、湘火炬
重汽	鲁得贝、环宇、嘉利
柳汽	环宇、南宁瞭望
上汽通用五菱	南宁瞭望
宇通、其他客车	文光
上汽商用	彤明、环宇
湖南三一	环宇、鲁得贝

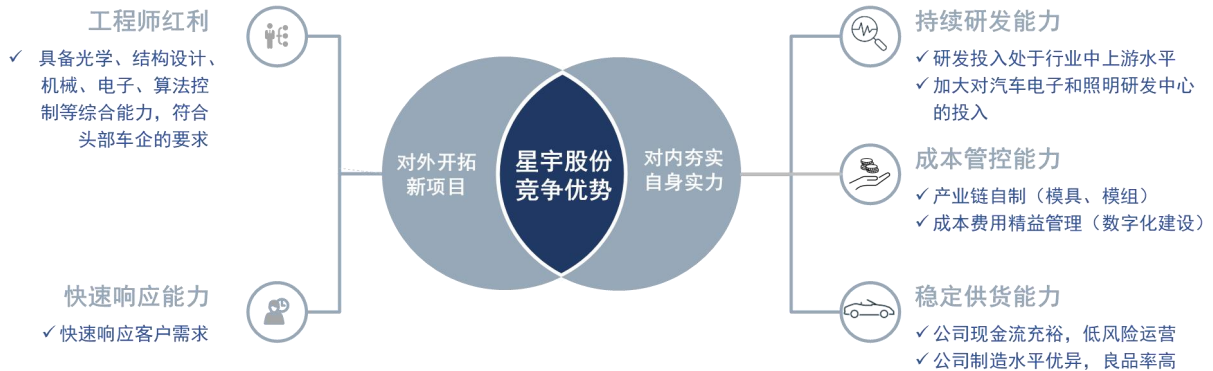
资料来源：中汽协，公司公告，国信证券经济研究所整理

## 星宇股份竞争优势：快速响应能力、工程师红利、持续研发投入、成本管控能力、稳定供货能力

### ● 定性分析星宇股份竞争优势

我们认为，星宇股份的竞争优势可以概括为：1) 对外积极开拓新项目：一方面，公司具备工程师红利，也就是光学、结构设计、机械、电子、算法控制等综合能力，车灯产品满足头部车企的要求；另一方面，公司具备快速响应能力，相比外资车灯厂，公司能更及时快速响应客户需求。2) 对内努力夯实资深实力：能力之一在于持续的研发能力，和海外头部车灯厂相比，公司研发投入处于车灯行业中上游水平，近年来加大了对汽车电子、前瞻车灯新技术（比如 ADB、DLP、星环灯、格栅灯等）的研发投入；能力之二在于成本管控能力，公司具备产业链自制能力（模具、模组等核心车灯成本件自制）、成本费用精益管理（积极推进数字化建设）；能力之三在于稳定供货能力，一方面公司现金流充裕，企业运营风险低，另一方面公司制造水平优异，生产的车灯产品良品率高。

图49：星宇股份竞争优势



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

1) **工程师红利**：公司中、高级管理人员均拥有丰富的汽车灯具行业工作经验，团队和谐稳定。公司创始人周晓萍从上个世纪九十年代初期起一直担任汽车灯具制造企业的最高决策者，积累二十几年的企业管理经验，在行业内享有较高的知名度。公司主要技术负责人、技术顾问系国内相关领域的专家，具有丰富的产品设计开发和技术研发经验；公司相关技术负责人具备在大型外资汽车灯具制造企业担任管理层、技术负责人的任职经历，拥有丰富的技术开发和管理经验。公司一贯重视企业文化建设，推行家文化，“爱、感恩、责任”的价值观，尊重人才，形成了强大的凝聚力和吸引力，核心团队长期保持稳定，并不断吸引业内高端人才加入，为公司发展奠定了良好的基础。

2) **快速响应能力和本土优势**：公司作为研发、生产、销售服务一体化的本土车灯企业，决策集中、工作效率高，能够快速响应客户需求。公司国内在常州、长春、佛山等主要客户聚集地建设生产基地，积极搭建海外业务平台，分别在中国香港、德国、日本和塞尔维亚设立子公司，整体产业布局日趋完善，能够促进与客户间的交流与合作，提供更加全面优质的服务，有利于抓住更多的市场机会。公司作为国内规模较大的民族品牌车灯制造企业之一，在自主品牌汽车特别是新能源汽车客户的竞争中具有天然优势，将最先受益于自主品牌整车制造企业的快速崛起；在合资整车制造企业以成本和质量为导向的本土化采购策略中，已经占据先机并将继续提高市场占有率。

3) **持续研发能力**：公司自成立以来，始终谋求提高自身产品开发和技术研发能力，经过技术人员多年钻研和积累，形成了较强的产品开发和技术研发能力。2009年3月，公司被科技部评定为“国家火炬计划重点高新技术企业”。与其它内资车灯制造企业相比，公司在研发团队、研发投入和研发设施等方面持续投入，具有一定技术优势。与外资企业相比，公司拥有更加完整的涵盖产品设计、模具开发、工装制造、样件生产、检测等环节的产品设计开发能力。近年来，智能化车灯结构趋于复杂，对模具开发数量和精度要求提高，对算法控制要求提高，公司积极建设模具工厂、电子工厂，加大对汽车电子和照明研发中心的投入。

4) **成本管控能力**：公司成本优势主要体现在产品设计开发成本、管理成本、生产成本等几个方面。产品设计开发成本方面，公司主要采用自主设计开发和与高校、科研机构联合开发的方式；在管理成本方面，外资企业综合管理成本较高；在生产成本方面，公司主要通过设备国产化、提高模具、模组等核心车灯零件自制率来降低生产成本。

5) **稳定供货能力**：公司自成立以来积累了丰富的整车制造企业客户资源，拥有涵

盖产品设计、模具开发、工装制造、样件生产、检测等环节的产品设计开发能力，在传统车灯、LED、ADB、DLP 车灯以及各种车灯功能性模块的设计、开发和生产上具有丰富的经验和能力，制造水平优异，车灯产品良品率高。另外公司现金流充裕，企业运营风险低。

### ● 定量分析星宇股份竞争优势

追根溯源，我们用杜邦三分法拆分 ROE 来看公司的竞争优势，星宇股份 ROE 处于行业偏高水平，销售净利率行业领先。

#### 1) 销售净利率行业领先：与高产业链自制、强成本管控、工程师红利等有关

公司关键指标销售利润率行业领先（星宇 11%、小糸 4%、海拉 3%、法雷奥 1%、斯坦雷 8%、堤维西 5%、市光 5%、帝宝 10%、大亿 2%），拆分净利率后可以发现，公司毛利率处于行业较高水平，费用率处于行业偏低水平。我们认为，公司较高的毛利率主要与高产业链自制（模具、模组等）、低用工成本有关，较低的费用率主要与强费用管控能力、工程师红利有关。此外值得注意的是，公司研发费用率（6%）目前仅次于海拉（11%）和法雷奥（7%），在持续研发投入的同时做到费用率较低，体现出公司优异的费用管控能力。

#### 2) 资产周转率行业偏低水平：与高存货、高理财占比有关，存货备货保障服务响应速度

拆分资产负债表后可以发现，公司存货和理财产品在总资产的占比较高，我们认为，存货占比高预计与车灯供货有关，存货备货，保障服务响应速度；理财占比高，为压力公司表现 ROE 的主要原因，扣除理财占款后的 ROE 为 16%（行业较高水平），公司专注车灯主业，投资相对谨慎。

#### 3) 权益乘数行业偏低水平：低负债，稳健经营策略，现金流充裕，低风险运营

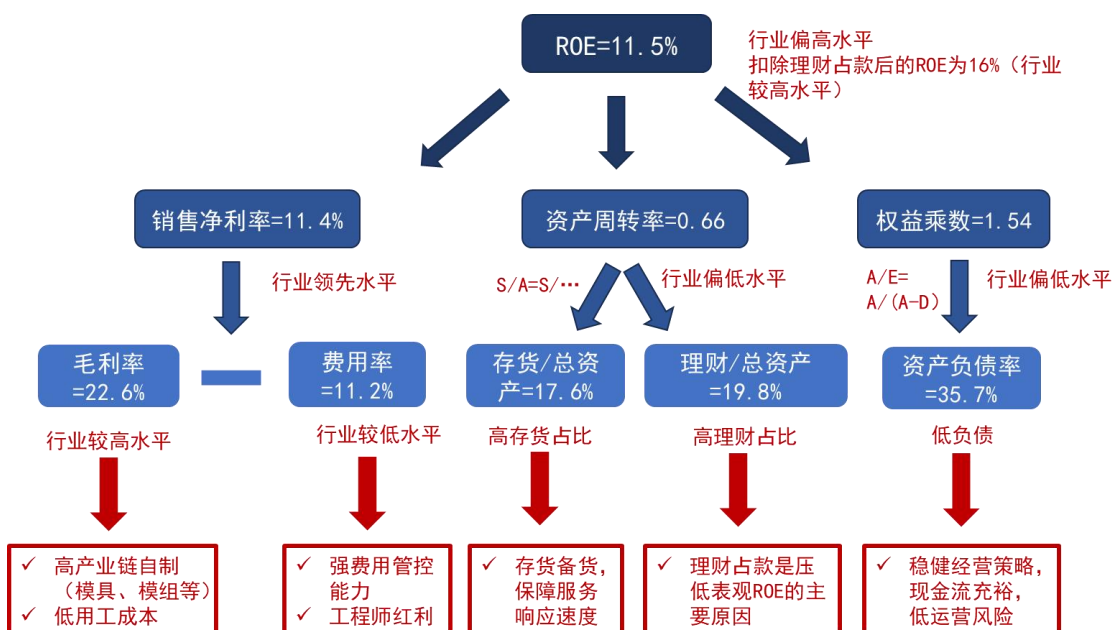
与国际车灯龙头相比，公司权益乘数较低，财务杠杆相对小，反映出公司负债水平较低，经营业务更多依靠自有资金，这与公司当前保守的财务政策、稳健的经营策略相关，公司现金流充裕，低风险运营。随着公司规模持续扩大，风控能力有望增强。

表28：车灯公司 ROE 对比

	国家	ROE (%)	销售净利率 (%)	资产周转率	权益乘数	归属母公司的净利润占比 (%)	会计年度
海拉	德国	6.98	2.91	1.01	2.41	98.52	05/31/2022
法雷奥	法国	6.12	0.82	0.99	5.44	139.39	12/31/2022
小糸	日本	4.86	3.96	0.98	1.44	86.60	03/31/2023
斯坦雷	日本	5.81	7.83	0.72	1.33	77.30	03/31/2023
市光	日本	9.03	4.57	1.14	2.05	84.54	12/31/2023
堤维西	台湾	11.14	5.2	0.77	2.99	93.08	12/31/2022
帝宝	台湾	12.17	10.25	0.53	2.24	99.43	12/31/2022
大亿	台湾	5.04	1.82	1.46	1.9	100.00	12/31/2022
星宇	中国	11.49	11.41	0.66	1.54	100.00	12/31/2022

资料来源：Bloomberg, Wind, 国信证券经济研究所整理（注：此处 ROE=销售净利率\*资产周转率\*权益乘数\*归属于母公司的净利润占比）

图50: 星宇股份 ROE 核心拆分



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 (注: 数据为 2022 年年报数据)

表29: 车灯公司核心财务数据对比

车灯企业	国家	毛利率 (%)	费用率 (%)	研发费用率 (%)	资产负债率 (%)	存货/期末总资产 (%)	交易性金融资产/期末总资产	会计年度	备注
海拉	德国	23.07	19.79	10.89	57.5	17.63	/	05/31/2022	费用为研发、销售、管理费用合计
法雷奥	法国	17.68	14.03	7.11	79.06	10.81	/	12/31/2022	费用为研发、销售、管理费用合计; 研发费用率为车灯研发费用率
小糸	日本	11.08	5.66	/	25.99	10.56	/	03/31/2023	费用为销售、管理费用合计
斯坦雷	日本	18.56	9.26	3.37	14.85	7.34	0.05	03/31/2023	费用为研发、销售、管理费用合计; 研发费用率为汽车业务研发费用率; 交易性金融资产占比为 20220331 财年数据
市光	日本	19.01	14.22	4.66	49.98	6.65	/	12/31/2023	费用为研发、销售、管理费用合计; 存货按原材料、库存商品来计算
堤维西	台湾	21.78	17.14	1.95	64.79	22.96	/	12/31/2022	费用为研发、销售、管理费用合计
帝宝	台湾	29.63	16.34	4.54	54.10	16.29	/	12/31/2022	费用为研发、销售、管理费用合计
大亿	台湾	12.54	11.07	3.02	45.83	28.78	/	12/31/2022	费用为研发、销售、管理费用合计
星宇	中国	22.56	10.61	6.33	35.62	17.57	19.82	12/31/2022	费用为研发、销售、管理、财务费用合计

资料来源: Bloomberg, Wind, 国信证券经济研究所整理

表30: 车灯公司核心财务数据对比

公司	成立时间	国别	有无整车/第三方车灯企业	总营收区域	集团营收 (亿元人民币)	营收近5年复合增速	利润近5年复合增速	集团毛利率	集团净利率	车灯业务盈利能力 (车灯毛利率)	车灯主业占比	财年
星宇股份	2000年	中国	无, 第三方车灯企业	中国 89.9%	82.5	12.9%	11.4%	22.6%	11.4%	22.4% (车灯毛利率)	91.2%	2022 财年 (12/31)
法雷奥	1923年	法国	无, 第三方汽车零部件企业	欧洲 (除法国) 39.4% 亚洲 32.9% 北美 19.3% 法国 5.9% 南美 2.4%	1560.1	1.2%	-19.4%	17.7%	0.8%	11.1% (Visibility Systems 的 EBITDA 利润率)	26.6% (Visibility Systems)	2022 财年 (12/31)

公司	年份	国籍	业务类型	地区分布	市值/收入	营收	净利润	毛利率	净利率	其他	财年
海拉集团	1899年	德国	无, 第三方汽车零部件企业	欧洲 57.0% 亚太 22.5% 美洲 20.5%	492.6	-2.7%	-17.4%	23.1%	2.9%	3.0% (Automotive 营业利润率)	84.96% (Automotive) 2022 财年 (5/31)
小糸	1936年	日本	丰田持股 20%	日本 37.1% 北美 29.0% 中国 16.9% 欧洲 4.8%	413.3	1.1%	-20.1%	11.1%	4.0%	-	93.73% 2023 财年 (3/31)
伟世通	2000年	美国	无, 第三方汽车零部件企业 (原福特配件子公司)	欧洲 31.6% 美洲 28.4% 中国 23.2%	284.5	7.6%	62.3%	12.3%	12.3%	-	2012 年车灯业务出售给印度 Varroc 2023 财年 (12/31)
斯坦雷	1920年	日本	本田持股 9.8%	日本 27.3% 美国 25.0% 亚太 24.9% 中国 20.8%	209.3	0.2%	-9.9%	18.6%	7.8%	10.1% (Automotive 营业利润率)	79.24% (Automotive) 2023 财年 (3/31)

资料来源: Bloomberg, Wind, 国信证券经济研究所整理 (注: 汇率按照 1 欧元≈7.786 人民币, 1 日元 ≈ 0.0478 人民币, 1 美元 ≈ 7.1959 人民币)

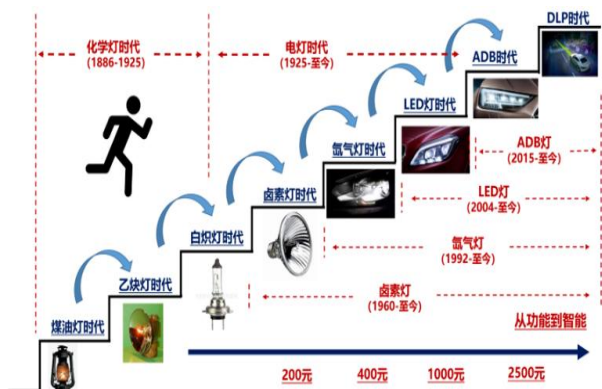
## 发展展望：产品智能化，客户新能源化、全球化

### 产品智能化：ADB、DLP、星环灯、格栅灯等车灯产品持续放量

- 车灯行业：车灯技术持续升级，全球市场空间超 4000 亿元

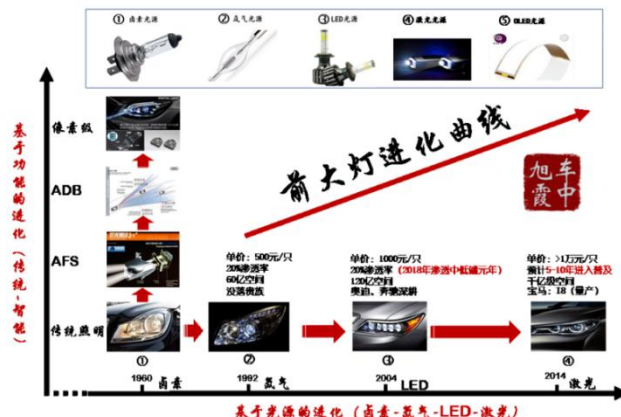
行业端，目前车灯的技术趋势趋向于电子化、智能化。前照灯方面，随着 LED 前照灯的普及，前照灯向 ADB、HD-ADB 及 DLP 等功能发展，从而实现辅助驾驶、信息交流、人车交互等功能。后组合灯方面，由分离式后组合灯向贯穿式后组合灯发展趋势明显，贯穿式后组合灯增加了汽车尾部灯光的面积，使整车更美观，更具安全性。小灯方面，因消费者个性化的需求，室内氛围灯异军突起，成为新的增长点。与此同时，汽车外饰氛围灯，如 Logo 灯及发光格栅也逐渐被各大主机厂认可并应用。从安全到智能，车灯产品持续升级，前大灯从 LED (ASP1500 元)-ADB (ASP3000-4000 元)-DLP (ASP15000 元+)，尾灯从分离式 (ASP400-600 元)-贯穿式 (ASP1000 元+)，叠加氛围灯 (前格栅灯、星环灯等)，整车全车灯价值量有望从当前 2500 元提升到远期上万 (新势力车灯价值量多在 5000 元以上)。我们预计 2025 年全球车灯 (含前大灯+后尾灯+外饰氛围灯) 市场规模超 4000 亿，国内近 1500 亿。

图51: 车灯发展历程



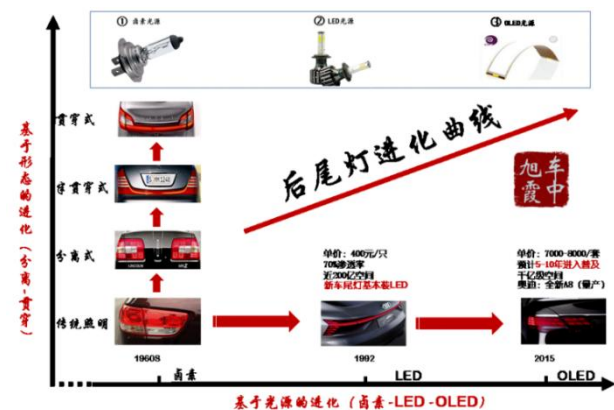
资料来源：汽车之家、国信证券经济研究所整理

图52: 汽车前大灯技术升级路线



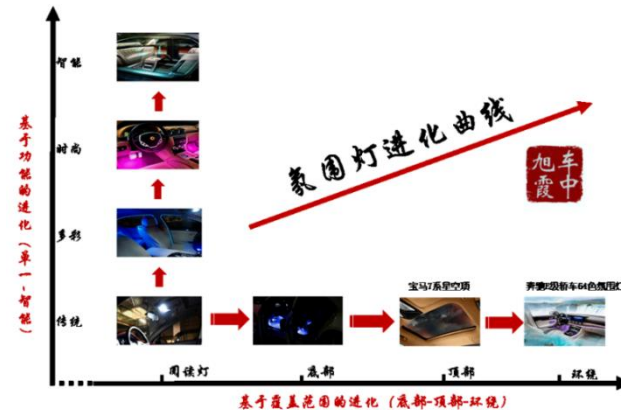
资料来源：汽车之家、国信证券经济研究所整理

图53: 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54: 汽车氛围灯技术升级路线



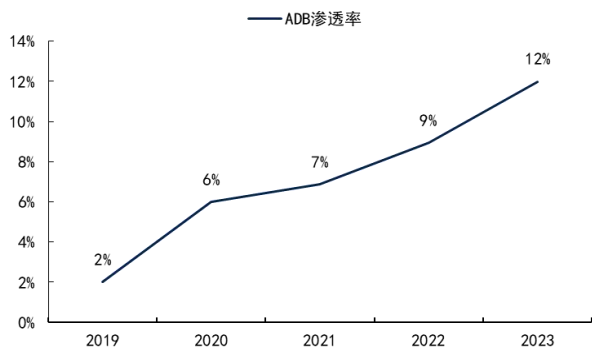
资料来源：汽车之家、国信证券经济研究所整理

参考瑞果数据对于汽车之家、公司官网车灯配置的统计数据，我们对主流车灯新技术渗透率进行测算。ADB灯参考矩阵式LED大灯数据，渗透率按照“标配该配置的车型上销量/总上销量”进行测算。

➢ 前大灯：ADB、DLP渗透率分别为12%、1%，全球前大灯市场空间近2500亿

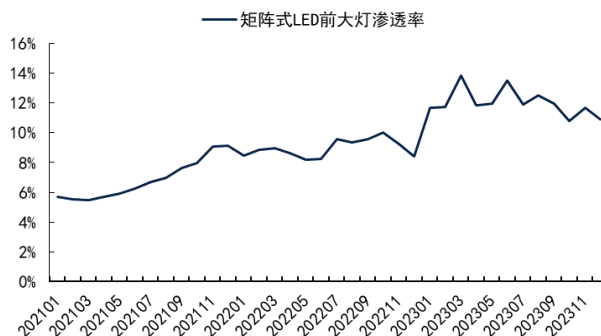
前大灯渗透率方面，1) ADB前大灯目前在乘用车市场渗透率为12%，在新势力、自主和合资主流高中低价位段车型均有配置。ADB前大灯渗透率从2019年的2%提升至2023年的12%，代表性的配套ADB前大灯的车型有特斯拉Model 3、Model Y、问界M9、蔚来ES6、红旗H9、智界S7、比亚迪海豹、坦克300、一汽大众探歌、探岳等。

图55: 2019-2023 年国内乘用车 ADB 前大灯渗透率



资料来源: 瑞果数据, 汽车之家, 公司官网, 交强险, 国信证券经济研究所整理

图56: 202101-202312 国内乘用车 ADB 前大灯渗透率



资料来源: 瑞果数据, 汽车之家, 公司官网, 交强险, 国信证券经济研究所整理

表31: 2023 年分车系代表性车型车灯配置情况 (ADB 车灯)

车型派系	制造商	车系	车型型号	车身形式	车型级别	燃油种类	价格区间	车灯类型	2023 年上 销量 (辆)
新势力	特斯拉	Model 3	19/21/22/23 款	NB	B	纯电动	20-35 万元	19 款标配 LED, 21/22/23 款标配矩阵式大灯	147730
		Model Y	22/23 款	SUV	B	纯电动	25-40 万元	标配矩阵式大灯	458030
	赛力斯-AITO	问界 M9	24 款	SUV	D	纯电动、增程式混合	45-55 万元	高配 DLP, 中配 ADB 大灯	249
		蔚来	ES6	22/23 款	SUV	B	纯电动	30-50 万元	23 款标配矩阵式大灯
	EC6		22/23 款	SUV	B	纯电动	35-60 万元	23 款标配矩阵式大灯	11027
	极氪	极氪 001	22/23 款	SW	C	纯电动	25-80 万元	标配矩阵式大灯	69220
		极氪 007	24 款	NB	B	纯电动	20-30 万元	标配矩阵式大灯	560
		极氪 009	702/822Km	MPV	C	纯电动	45-60 万元	标配矩阵式大灯	18469
	极氪 X	512/560/500Km	SUV	A	纯电动	20-25 万元	标配矩阵式大灯	17220	
飞凡	飞凡 ER6	21 款	NB	A	纯电动	15-20 万元	标配矩阵式大灯	640	
自主品牌	奇瑞	智界 S7	24 款	NB	C	纯电动	34.98 万元	标配矩阵式大灯	305
		瑞虎 9	400T	SUV	B	汽油	15-25 万元	标配矩阵式大灯	31303
	捷途	X90	1.5T/1.6T/21/22/23 款	SUV	B	汽油	5-20 万元	22/23 款标配矩阵式大灯	4478
		红旗 H9	2.5T/22/23 款	NB	C	汽油	30-85 万元	22/23 款标配矩阵式大灯	14137
	红旗 E-HS9	四座/六座/七座	SUV	D	纯电动	50-80 万元	四座/六座标配矩阵式大灯	3509	
	星越 L	2.0T/24 款	SUV	A	汽油	15-20 万元	标配矩阵式大灯	138489	
	领克 03+	20/22/23 款	NB	A	汽油	15-30 万元	23 款标配矩阵式大灯	1547	
	宋 MAX	1.5T/19/21 款	MPV	A	汽油	5-15 万元	矩阵式大灯 19 款选配、21 款标配	17	
	海豹	22/23 款	NB	B	纯电动	15-30 万元	标配矩阵式大灯	49500	
	坦克 300	21/22/23/24 款	SUV	A	汽油	15-35 万元	标配矩阵式大灯	95768	
哈弗神兽	1.5T/2.0T/23 款	SUV	A	汽油	10-20 万元	标配矩阵式大灯	10430		
合资品牌	一汽大众	探歌	20/21/22/23 款	SUV	A	汽油	15-25 万元	23 款标配矩阵式大灯	59788
		探岳	22/23/24 款	SUV	B	汽油	20-30 万元	23/24 款高配标配矩阵式大灯	122670
	途观 L	19/21/23/24 款	SUV	B	汽油	15-30 万元	中配选配、高配标配矩阵式大灯	148954	
	威然	22/23/24 款	MPV	C	汽油	25-45 万元	高配标配矩阵式大灯	19301	
	锋兰达	22/23 款	SUV	A	汽油	10-20 万元	高配标配矩阵式大灯	155694	
	汉兰达	18/21/22 款	SUV	B	汽油	25-35 万元	22 款标配矩阵式大灯	17061	
	讴歌 CDX	21 款	SUV	A	汽油	20-30 万元	标配矩阵式大灯	42	

资料来源: 瑞果数据, 懂车帝, 公司官网, 交强险, 国信证券经济研究所整理 (注: 此处的车型销量为车型上销量)

2) DLP 车灯目前主要集中于以智己 L7、问界 M9、高合 HiPhi X、HiPhi Z 等中高端新能源车型, 渗透率为 1%。



表32: 2023 年分车系代表性车型车灯配置情况 (DLP 车灯)

制造商	车系	车型型号	车身形式	车型级别	燃油种类	价格区间	车灯类型	2023 年上险量(辆)
赛力斯-AITO	问界 M9	24 款	SUV	D	纯电动、增程式混合	45-55 万元	高配 DLP, 中配 ADB 大灯	249
北京奔驰	C 级 PHEV	23/24 款	NB	B	插电式混合	40-45 万元	可选装 LED 像素大灯 (选装费 1.6 万元)	5118
北京奔驰	C 级 L	21/23/24 款	NB	B	汽油	30-40 万元	高配可选装 LED 像素大灯 (选装费 1.6 万元)	147590
华人运通	HiPhi X	22 款	SUV	C	纯电动	50 万元以上	LED 像素大灯高配标配, 中配选装, 低配 LED	604
华人运通	HiPhi Z	23 款	NB	C	纯电动	50 万元以上	高配标配 LED 像素大灯	2334
长城汽车	WEY VV6	18/19/20/21 款	SUV	A	汽油	10-20 万元	21 款高配可选装 LED 像素大灯 (选装费 3.5 万元)	12
智己汽车	智己 L7	22/23 款	NB	C	纯电动	30 万元以上	高配标配 LED 像素大灯, 低配 LED	1350

资料来源: 瑞果数据, 懂车帝, 公司官网, 交强险, 国信证券经济研究所整理 (注: 此处的车型销量为车型上险量)

图57: 问界 M9 前大灯



资料来源: 车灯研究院, 国信证券经济研究所整理

图58: 红旗 H9 矩阵式前大灯



资料来源: 一汽红旗官微, 国信证券经济研究所整理

前大灯市场空间方面, 2025 年全球市场空间近 2500 亿, 国内市场空间超 800 亿。2023 年, 卤素灯、氙气灯、LED 灯、ADB 灯、DLP 灯单车价值量预计分别 485、776、1900、3800、16150 元, 渗透率分别为 6%、4%、77%、12%、1%, 其中 ADB 灯的渗透率有望从 2023 年的 12% 提升至 25 年的 30%, DLP 灯的渗透率有望从 2023 年的 1% 提升至 2025 年的 3%, 前大灯整体全球市场空间有望从 2023 年的 1925 亿元提升至 2025 年的 2369 亿元, CAGR 为 10.9%, 前大灯整体国内市场空间有望从 2023 年的 646 亿元提升至 2025 年的 810 亿元, CAGR 为 12.0%。

表33: 2022-2025E 全球及国内前大灯市场空间测算

	2022	2023	2024E	2025E
卤素灯渗透率	8%	6%	5%	3%
氙气灯渗透率	4%	4%	3%	2%
LED 灯渗透率	78%	77%	70%	62%
ADB 灯渗透率	9%	12%	20%	30%
DLP 灯渗透率	1%	1%	2%	3%
国内汽车产量 (万辆)	2702	3016	3107	3169
预计增速	3%	12%	3%	2%
全球汽车产量 (万辆)	8502	8992	9127	9264
预计增速	6%	6%	2%	2%
卤素灯单价 (元)	500	485	470	456
下滑幅度		3%	3%	3%
氙气灯单价 (元)	800	776	753	730
下滑幅度		3%	3%	3%
LED 灯单价 (元)	2000	1900	1805	1715
下滑幅度		5%	5%	5%

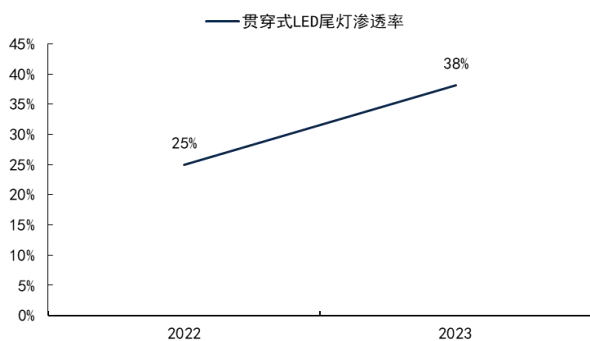
ADB 灯单价	4000	3800	3610	3430
下滑幅度		5%	5%	5%
DLP 灯单价	17000	16150	15343	14575
下滑幅度		5%	5%	5%
<b>前大灯综合单价 (元)</b>	<b>2162</b>	<b>2141</b>	<b>2324</b>	<b>2558</b>
<b>国内市场空间测算</b>				
卤素灯市场空间 (亿元)	11	9	7	4
YOY		-19%	-17%	-41%
氙气灯市场空间 (亿元)	9	9	7	5
LED 灯市场空间 (亿元)	422	441	393	337
YOY		5%	-11%	-14%
ADB 灯市场空间 (亿元)	97	138	224	326
YOY		41%	63%	45%
DLP 灯市场空间 (亿元)	46	49	91	139
YOY		6%	86%	53%
<b>前大灯市场总空间</b>	<b>584</b>	<b>646</b>	<b>722</b>	<b>810</b>
<b>YOY</b>		<b>11%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>
<b>全球市场空间测算</b>				
卤素灯市场空间 (亿元)	34	26	21	13
YOY		-23%	-18%	-41%
氙气灯市场空间 (亿元)	27	28	21	14
LED 灯市场空间 (亿元)	1326	1316	1153	985
YOY		-1%	-12%	-15%
ADB 灯市场空间 (亿元)	306	410	659	953
YOY		34%	61%	45%
DLP 灯市场空间 (亿元)	145	145	266	405
YOY		0%	83%	52%
<b>前大灯市场总空间</b>	<b>1838</b>	<b>1925</b>	<b>2121</b>	<b>2369</b>
<b>YOY</b>		<b>5%</b>	<b>10%</b>	<b>12%</b>

资料来源:中汽协,Marklines,国信证券经济研究所整理(注:ADB灯有8-100分区不等,价格大概2000-4000元之间)

### ➤ 后尾灯：贯穿式尾灯渗透率为 38%，全球后尾灯市场空间超 900 亿

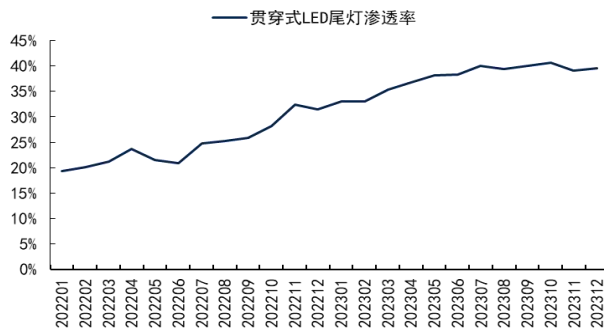
后尾灯渗透率方面，贯穿式 LED 后尾灯渗透率从 2022 年的 25%快速提升至 2023 年的 38%，以蔚小理、问界、极氪等为代表的新势力代表性车型基本均标配贯穿式尾灯，另外自主品牌和合资品牌的中低端走量车型也配备了贯穿式尾灯，比如长城哈弗 H6、长安 CS75 PLUS、上汽大众 ID.4X 等。

图59：2022-2023 年国内乘用车贯穿式 LED 尾灯渗透率



资料来源：瑞果数据，汽车之家，公司官网，交强险，国信证券经济研究所整理

图60：202101-202312 国内乘用车贯穿式 LED 尾灯渗透率



资料来源：瑞果数据，汽车之家，公司官网，交强险，国信证券经济研究所整理

表34：2023年配备贯穿式LED尾灯的车型情况

制造商	车系	车型型号	车身形式	车型级别	燃油种类	价格区间	车灯类型	2023年上 销量(辆)
东风本田	享域	22款	NB	A	汽油/非插电式混合	10-20万元	标配贯穿式尾灯	9259
上汽大众	ID.4X	22/23款	SUV	A	纯电动	15-30万元	中高配标配、低选配配贯穿式尾灯	22609
长安福特	林肯Z	22款	NB	B	汽油	25-35万元	标配贯穿式尾灯	13923
北京现代	伊兰特 NB	22/23款	NB	A	汽油	5-15万元	高配标配、中配选配贯穿式尾灯	105830
比亚迪汽车	比亚迪 海豹	22/23款	NB	B	纯电动	15-30万元	标配贯穿式尾灯	49500
	汉 EV	22/23款	NB	B	纯电动	20-30万元	标配贯穿式尾灯	97484
长城汽车	哈弗 H6	19/21/22/23款	SUV	A	汽油	5-20万元	21款中高配标配、22/23款标配贯穿式尾灯	215559
长安汽车	长安 CS75 PLUS	21/22/23款	SUV	A	汽油	10-20万元	21/22款中高配标配、23款全系标配贯穿式尾灯	188427
智己汽车	智己 L7	Pro/Dynamic/Elite 版	NB	C	纯电动	30-45万元	标配贯穿式尾灯	1350
一汽轿车	红旗 H5	22/23/24款	NB	B	汽油	10-25万元	23/24款标配贯穿式尾灯	108933
	红旗 H9	22/23款	NB	C	汽油	30万元以上	标配贯穿式尾灯	14137
极氪汽车	极氪 001	22/23款	SW	C	纯电动	25-45万元	标配贯穿式尾灯	69920
	极氪 009	WE/ME 版	MPV	C	纯电动	45-60万元	标配贯穿式尾灯	18469
	极氪 X	五座/四座版	SUV	A	纯电动	20-25万元	标配贯穿式尾灯	17220
蔚来汽车	ES8	22/23款	SUV	C	纯电动	40-60万元	23款标配贯穿式尾灯	13688
	ET7	22/23款	NB	C	纯电动	40-55万元	标配贯穿式尾灯	6020
小鹏汽车	小鹏 G9	Pro/Max 版	SUV	C	纯电动	25-40万元	标配贯穿式尾灯	23280
	小鹏 P5	21/24款	NB	A	纯电动	15-25万元	标配贯穿式尾灯	18788
理想汽车	理想 L7	Pro/Max/Air 版	SUV	C	增程式混合	30-40万元	标配贯穿式尾灯	134828
	理想 L8	Pro/Max/Air 版	SUV	C	增程式混合	30-40万元	标配贯穿式尾灯	118895
	理想 L9	Pro/Max 版	SUV	D	增程式混合	40-50万元	标配贯穿式尾灯	114173
赛力斯汽车	问界 M5	22/23款	SUV	B	增程式混合	20-30万元	标配贯穿式尾灯	19952
	问界 M7	22/24款	SUV	C	增程式混合	20-35万元	标配贯穿式尾灯	59144
	问界 M9	24款	SUV	D	纯电动、增程式混合	45-55万元	标配贯穿式尾灯	249

资料来源：瑞果数据，汽车之家，公司官网，交强险，国信证券经济研究所整理（注：此处的车型销量为车型上销量）

图61：小鹏 P5 贯穿式尾灯



资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

图62：问界 M9 贯穿式尾灯



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

后尾灯市场空间方面，2025年全球市场空间超900亿，国内市场空间超300亿。2023年，分体式后尾灯、贯穿式后尾灯单车价值量预计分别582、1425元，渗透率分别为62%、38%，伴随着后尾灯从分体式朝贯穿式发展，贯穿式后尾灯的渗透率有望从2023年的38%提升至2025年的58%，后尾灯整体全球市场空间有望从2023年的813亿元提升至2025年的905亿元，CAGR为5.5%，后尾灯整体国内市

场空间有望从 2023 年的 273 亿元提升至 2025 年的 310 亿元，CAGR 为 6.6%。

表35: 2022-2025E 全球及国内后尾灯市场空间测算

	2022	2023	2024E	2025E
分体式后尾灯渗透率	75%	62%	52%	42%
贯穿式后尾灯渗透率	25%	38%	48%	58%
国内汽车产量 (万辆)	2702	3016	3107	3169
预计增速	3%	12%	3%	2%
全球汽车产量 (万辆)	8502	8992	9127	9264
预计增速	6%	6%	2%	2%
分体式后尾灯单价 (元)	600	582	565	548
下滑幅度		3%	3%	3%
贯穿式后尾灯单价 (元)	1500	1425	1354	1286
下滑幅度		5%	5%	5%
后尾灯综合单价 (元)	825	904	945	977
国内市场空间测算				
分体式后尾灯市场空间 (亿元)	122	109	91	73
YOY		-11%	-16%	-20%
贯穿式后尾灯市场空间 (亿元)	101	164	203	237
YOY		62%	23%	17%
后尾灯市场总空间	223	273	293	310
YOY		22%	8%	6%
全球市场空间测算				
卤素灯市场空间 (亿元)	383	324	267	212
YOY		-15%	-17%	-21%
氙气灯市场空间 (亿元)	319	489	595	693
YOY		53%	22%	16%
后尾灯市场总空间	701	813	862	905
YOY		16%	6%	5%

资料来源: 中汽协, Marklines, 国信证券经济研究所整理

➢ 外饰氛围灯: 格栅灯、贯穿式前灯渗透率分别为 3%、13%，全球市场空间超 600 亿

外饰氛围灯渗透率方面，2022 年，乘用车标配前格栅灯和前部贯穿式灯带渗透率从 1 月的 4.3% 提升至 12 月的 10.6%，2022 年全年渗透率为 8.0%。2023 年 1-4 月累计，乘用车标配前格栅灯和前部贯穿式灯带渗透率为 9.8%，同比+4.5pct。2023 年，乘用车标配前格栅灯、前部贯穿式灯带渗透率分别为 3%、13%。配备前部贯穿式灯带的代表性新势力车型有理想 L7、L8、L9、小鹏 P5、P7、G9、问界 M7、问界 M9 等，标配前格栅灯的代表性自主品牌车型有比亚迪汉 EV、极氪 009 等。

图63: 标配贯穿式前灯 202301-202312 月度渗透率

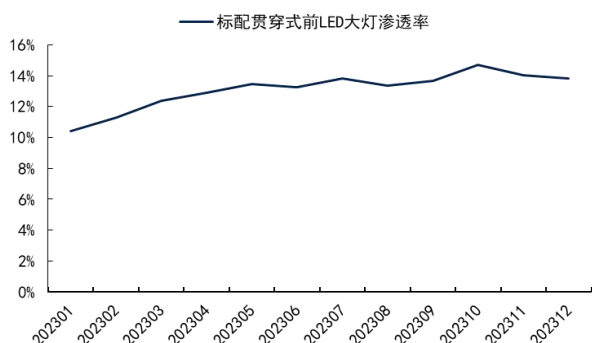
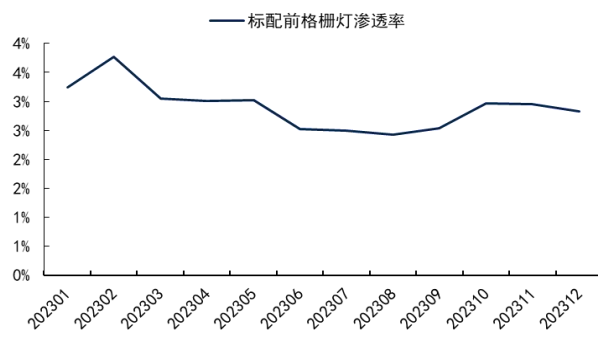


图64: 标配前格栅灯 202301-202312 月度渗透率



资料来源：瑞果数据，汽车之家，公司官网，交强险，国信证券经济研究所整理

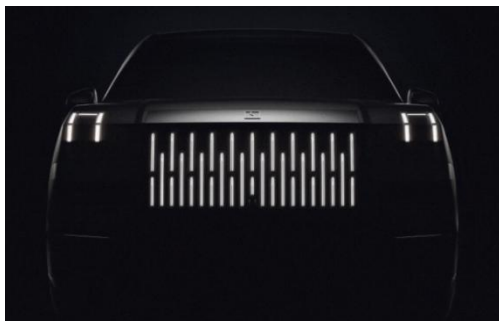
资料来源：瑞果数据，汽车之家，公司官网，交强险，国信证券经济研究所整理

表36: 2023年配备前格栅灯、贯穿式前灯的车型情况

制造商	车系	车型型号	车身形式	车型级别	燃油种类	价格区间	车灯类型	2023年上险量(辆)
上汽乘用车	荣威 RX5	20/22/23款	SUV	A	汽油	5-20万元	高配标配前格栅灯	19786
一汽轿车	红旗 HS7	22/23款	SUV	C	汽油	25-50万元	23款标配前格栅灯	7781
理想汽车	理想 L7	Pro/Max/Air版	SUV	C	增程式混合	30-40万元	星环灯	134828
	理想 L8	Pro/Max/Air版	SUV	C	增程式混合	30-40万元	星环灯	118895
	理想 L9	Pro/Max版	SUV	D	增程式混合	40-50万元	星环灯	114173
小鹏汽车	小鹏 P5	21/24款	NB	A	纯电动	15-25万元	前部贯穿式灯带	18788
	小鹏 P7	20/23款	NB	B	纯电动	20-35万元	前部贯穿式灯带	17542
	小鹏 G9	Pro/Max版	SUV	C	纯电动	25-40万元	前部贯穿式灯带	23280
合创汽车	合创 Z03	22款	SUV	A	纯电动	10-20万元	前部贯穿式灯带	17470
赛力斯汽车	问界 M7	22/24款	SUV	C	增程式混合	20-35万元	前部贯穿式灯带	59144
	问界 M9	24款	SUV	D	纯电动、增程式混合	45-55万元	前部贯穿式灯带	249
一汽大众	大众 CC	20/21/22款	NB	B	汽油	20-30万元	高配标配前格栅灯	28046
	高尔夫	21/23款	HB	A	汽油	10-25万元	标配前格栅灯	54547
比亚迪汽车	元 PLUS	22/23款	SUV	A	纯电动	10-20万元	前部贯穿式灯带	282892
	汉 EV	22/23款	NB	B	纯电动	20-30万元	标配前格栅灯	97484
极氪009	极氪 009	WE/ME版	MPV	C	纯电动	45-60万元	标配前格栅灯	18469

资料来源：瑞果数据，汽车之家，公司官网，交强险，国信证券经济研究所整理（注：此处的车型销量为车型上险量）

图65: 极氪 009 可发光直瀑布式前格栅



资料来源：焉知智能汽车，国信证券经济研究所整理

图66: 理想 L9 星环灯



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

外饰氛围灯市场空间方面，2025年全球市场空间超600亿，国内市场空间超200亿。2023年，前格栅灯、星环灯单车价值量预计分别2425、1455元，渗透率分别为3%、13%，伴随外饰氛围灯的持续渗透，前格栅灯的渗透率有望从2023年的3%提升至2025年的12%，星环灯的渗透率有望从2023年的13%提升至2025年的30%，外饰氛围灯（此处指的是前格栅灯和星环灯）整体全球市场空间有望从2023年的236亿元提升至2025年的634亿元，CAGR为64.0%，外饰氛围灯整体国内市场空间有望从2023年的79亿元提升至2025年的217亿元，CAGR为65.6%。

表37: 2022-2025E全球及国内外饰氛围灯市场空间测算

	2022	2023	2024E	2025E
前格栅灯渗透率	2%	3%	7%	12%
星环灯渗透率	6%	13%	20%	30%
国内汽车产量(万辆)	2702	3016	3107	3169
预计增速	3%	12%	3%	2%

全球汽车产量（万辆）	8502	8992	9127	9264
预计增速	6%	6%	2%	2%
前格栅灯单价（元）	2500	2425	2352	2282
下滑幅度		3%	3%	3%
星环灯单价（元）	1500	1455	1411	1369
下滑幅度		3%	3%	3%
<b>国内市场空间测算</b>				
前格栅灯市场空间（亿元）	14	21	51	87
YOY		55%	144%	70%
星环灯市场空间（亿元）	24	58	88	130
YOY		139%	51%	48%
<b>外饰氛围灯市场总空间</b>	<b>38</b>	<b>79</b>	<b>139</b>	<b>217</b>
YOY		<b>109%</b>	<b>76%</b>	<b>56%</b>
<b>全球市场空间测算</b>				
前格栅灯市场空间（亿元）	43	62	150	254
YOY		47%	141%	69%
星环灯市场空间（亿元）	77	173	258	380
YOY		127%	49%	48%
<b>外饰氛围灯市场总空间</b>	<b>119</b>	<b>236</b>	<b>408</b>	<b>634</b>
YOY		<b>98%</b>	<b>73%</b>	<b>55%</b>

资料来源：中汽协，Marklines，国信证券经济研究所整理

### ➤ 内饰氛围灯：2021 年内饰氛围灯渗透率为 31%，全球市场空间超 270 亿

参考佐思汽车研究数据，2017 年前直接装配氛围灯主要集中于 BBA 豪华车辆。从 2017 年下半年开始，各大主机厂在其中端车型上陆续开始采用氛围灯，2021 年氛围灯的渗透率达 31%。从 2021 年标配氛围灯的车型来看，标配单色、标配 64 色、标配 7 色、标配 11 色氛围灯的占比分别为 36%、13%、8%、6%。

表38：代表性车型内饰氛围灯配置情况

车企	厂商类型	车系	车价	氛围灯	2022 年销量（辆）
一汽大众	合资	速腾	10-20 万	10 色	216201
	合资	宝来	10-20 万	单色	231042
	合资	探岳	20-30 万	10 色	113812
	合资	奥迪 Q5L	40-50 万	30 色	141073
	合资	奥迪 A6L	40-50 万	多色	129582
奇瑞	自主	艾瑞泽 5	10 万以下	64 色	81158
	自主	瑞虎 8	10-20 万	7 色	180450
上汽大众	合资	途观	20-30 万	30 色	161114
	合资	帕萨特	20-30 万	10 色	190629
	合资	途岳	10-20 万	单色	110137
	合资	朗逸	10-20 万	单色	376627
上汽通用	合资	君威	10-20 万	单色	79145
华晨宝马	合资	宝马 5 系	40-50 万	11 色	156400
	合资	宝马 3 系	30-40 万	11 色	161765
长安汽车	自主	长安 CS55	10-20 万	64 色	152794
比亚迪汽车	自主	宋 PLUS 新能源	10-20 万	31 色	50006
北京奔驰	合资	奔驰 E 级	40-50 万	64 色	147871
	合资	奔驰 GLC	40-50 万	64 色	150000
特斯拉（上海）	新势力	Model Y	30-40 万	单色	455091
	新势力	Model 3	30-40 万	单色	255774
理想汽车	新势力	理想 ONE	30-40 万	单色	78791

资料来源：佐思汽车研究，乘联会，国信证券经济研究所整理

图67: 奔驰 EQS 氛围灯



资料来源: 智能汽车俱乐部, 国信证券经济研究所整理

图68: 劳斯莱斯星光顶篷



资料来源: 智能汽车俱乐部, 国信证券经济研究所整理

内饰氛围灯市场空间方面, 2025 年全球市场空间超 270 亿, 国内市场空间近 100 亿。假设低端车型 (20 万元以下) 内饰氛围灯单价为 200 元, 中高端车型 (20 万元以上) 内饰氛围灯单价为 1200 元, 伴随内饰氛围灯的持续渗透, 其渗透率有望从 2023 年的 40% 提升至 2025 年的 50%, 对应内饰氛围灯整体全球市场空间有望从 2023 年的 183 亿元提升至 2025 年的 272 亿元, CAGR 为 22%, 国内市场空间有望从 2023 年的 61 亿元提升至 2025 年的 93 亿元, CAGR 为 23%。

表39: 2022-2025E 全球及国内内饰氛围灯市场空间测算

	2022	2023	2024E	2025E
<b>内饰氛围灯渗透率</b>	35%	40%	45%	50%
国内汽车产量 (万辆)	2702	3016	3107	3169
预计增速	3%	12%	3%	2%
——国内低端汽车产量 (万辆)	1946	2087	2025	1939
占比	72%	69%	65%	61%
——国内中高端汽车产量 (万辆)	757	929	1081	1229
占比	28%	31%	35%	39%
全球汽车产量 (万辆)	8502	8992	9127	9264
预计增速	6%	6%	2%	2%
——全球低端汽车产量 (万辆)	6121	6223	5951	5670
占比	72%	69%	65%	61%
——全球中高端汽车产量 (万辆)	2380	2770	3176	3594
占比	28%	31%	35%	39%
低端车型内饰氛围灯单价 (元)	200	200	200	200
中高端车型内饰氛围灯单价 (元)	1200	1200	1200	1200
<b>国内市场空间测算</b>				
低端车型内饰氛围灯销量 (万套)	681	835	911	970
中高端车型内饰氛围灯销量 (万套)	265	372	486	615
低端车型内饰氛围灯市场空间 (亿元)	14	17	18	19
YOY		23%	9%	6%
中高端车型内饰氛围灯市场空间 (亿元)	32	45	58	74
YOY		40%	31%	26%
<b>内饰氛围灯市场总空间</b>	<b>45</b>	<b>61</b>	<b>77</b>	<b>93</b>
YOY		35%	25%	22%
<b>全球市场空间测算</b>				
低端车型内饰氛围灯销量 (万套)	2142	2489	2678	2835
中高端车型内饰氛围灯销量 (万套)	833	1108	1429	1797
低端车型内饰氛围灯市场空间 (亿元)	43	50	54	57
YOY		16%	8%	6%
中高端车型内饰氛围灯市场空间 (亿元)	100	133	172	216
YOY		33%	29%	26%
<b>内饰氛围灯市场总空间</b>	<b>143</b>	<b>183</b>	<b>225</b>	<b>272</b>
YOY		28%	23%	21%

资料来源: 中汽协, Marklines, 国信证券经济研究所整理 (注: 此处的低端车型指的是 20 万元以下, 中

高端车型指的是 20 万元以上车型)

● **星宇股份车灯产品：布局 ADB、DLP、星环灯、格栅灯等主流车灯新技术，研发进展和全球车灯龙头基本同步**

复盘星宇股份车灯产品进展，经历了卤素前大灯（2008 年以前）-氙气大灯（2008 年量产）-LED 大灯（2018 年量产）-ADB 大灯（2020 年量产）-DLP 大灯（2023 年量产）。此外，公司 2022 年开始建设贯穿式前灯（包括星环灯、格栅灯）的产能。2008 年以前，主要量产卤素前大灯和小灯、尾灯，并加大对 LED、氙气灯的开发；2008 年氙气大灯量产，2008-2014 年加大对 LED、AFS 等大灯的开发；2015 年，AFS 大灯量产；2016-2017 年，ADB 前照灯、OLED 后组合灯研发成功；2018 年，LED 前大灯量产，加强前照灯 ADB 投影灯模组应用；2019 年，贯穿式尾灯的焊接及尺寸控制技术研发成功；2020 年 8 月，红旗新车型 H9 上市，成为星宇 ADB 车灯量产的首款车型；2021 年，公司加强对 DLP、HD ADB 车灯的研发；2022 年，公司建设贯穿式前灯（包括星环灯、格栅灯）的产能；2023 年，公司基于 DMD 技术的 DLP 智能前照灯量产，独立平台车灯控制器已量产供货；2024 年，公司基于 Micro LED 技术的 HD 智能前照灯，预计达量产水平。

表40：星宇股份车灯产品研发和量产重要进展

产品进展	时间	车灯产品
2008 年及之前（量产卤素前大灯为主，加大研制开发 LED、氙气灯）	2003	公司自主研发国内第一款 LED 汽车后灯——华普 303 后灯
	2006-2007	公司与复旦大学电光源研究所共同承担了国家高技术研究发展计划（863 计划）课题——“车用 LED 光源系统开发”，该课题实施期间完成 4 款 LED 汽车前照灯的开发应用和 3 条 LED 前照灯生产线的组建工作，取得专利授权十多项。2006—2007 年本公司承担了国家火炬计划——“LED 车灯产业化科研项目”。此外，本公司参与制定了《汽车用 LED 前照灯》（报批稿）国家标准，是主要起草者之一。
	2008	氙气灯量产。
	2010	第一次参与制订的 LED 前照灯国家标准正式发布。
2008-2014 年（氙气灯开始量产，加大对 LED、AFS 等先进技术大灯研发）	2011	继续加大技术投入，加快引进技术人才，加强与高校、国内外先进技术研发机构的合作，推进 LED、AFS（自适应前照明系统）等先进技术的研究，在先进技术研发上继续领跑汽车车灯行业
	2012	公司技术中心加大了 LED 车灯、光导技术等新技术的研究。
	2013	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；在能力提升方面，加大车灯电子研发投入，通过成立攻关小组立项研究方式解决技术难题，建立并完善经验数据库，防止问题的再发。
	2015	公司第一款 AFS 前照灯于 2015 年量产
ADB 前照灯、OLED 后组合灯研发成功	2016	公司第一代自适应远光前照灯（ADB 前照灯）研发成功，并与芜湖凯翼汽车签署战略合作协议，并与凯翼及其他主机厂共同推进智能车灯应用，同时在业内首次推出夜间辅助驾驶（NADS）解决方案；同时公司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	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；汽车电子和照明研发中心项目启动。
LED 前大灯量产，加强前照灯 ADB 投影灯模组应用、OLED 后组合灯应用开发	2018	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；汽车电子和照明研发中心项目已开工建设。
	2019	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研发成功；电容式、电感式、红外式等感应式室内灯研发成功。
ADB 前大灯量产	2020	2020 年 8 月，红旗新车型 H9 上市，成为星宇 ADB 车灯量产的首款车型；加强新技术开发应用：前照灯 ADB 投影灯模组应用；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。
加强对 DLP、HD ADB 车灯的研发	2021	加强新技术开发应用，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
建设贯穿式前灯（包括星环灯、格栅灯）的产能	2022	加强新技术开发及应用：1) 基于 DMD 技术的 DLP 智能前照灯；2) 基于 Micro LED 技术的 HD 智能前照灯；3) 基于 Micro LED/Mini LED 技术的像素显示交互灯；4) 车灯控制器 HCM/RCM/LCU 的开发；5) 行泊一体智能驾驶相关产品的开发。
DLP 前照灯量产	2023	加强新技术开发及应用：1) 基于 DMD 技术的 DLP 智能前照灯：预计 2023 年底可实现量产；2) 基于 Micro LED 技术的 HD 智能前照灯：预计 2024 年达量产水平；3) 独立平台车灯控制器已量产供货。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

我们将星宇股份的车灯产品研发进展和全球车灯龙头（海拉、小系）进行对比：

1) 海拉强调“创新”，为全球车灯技术的引领者，小系强调“安全”，企业宗

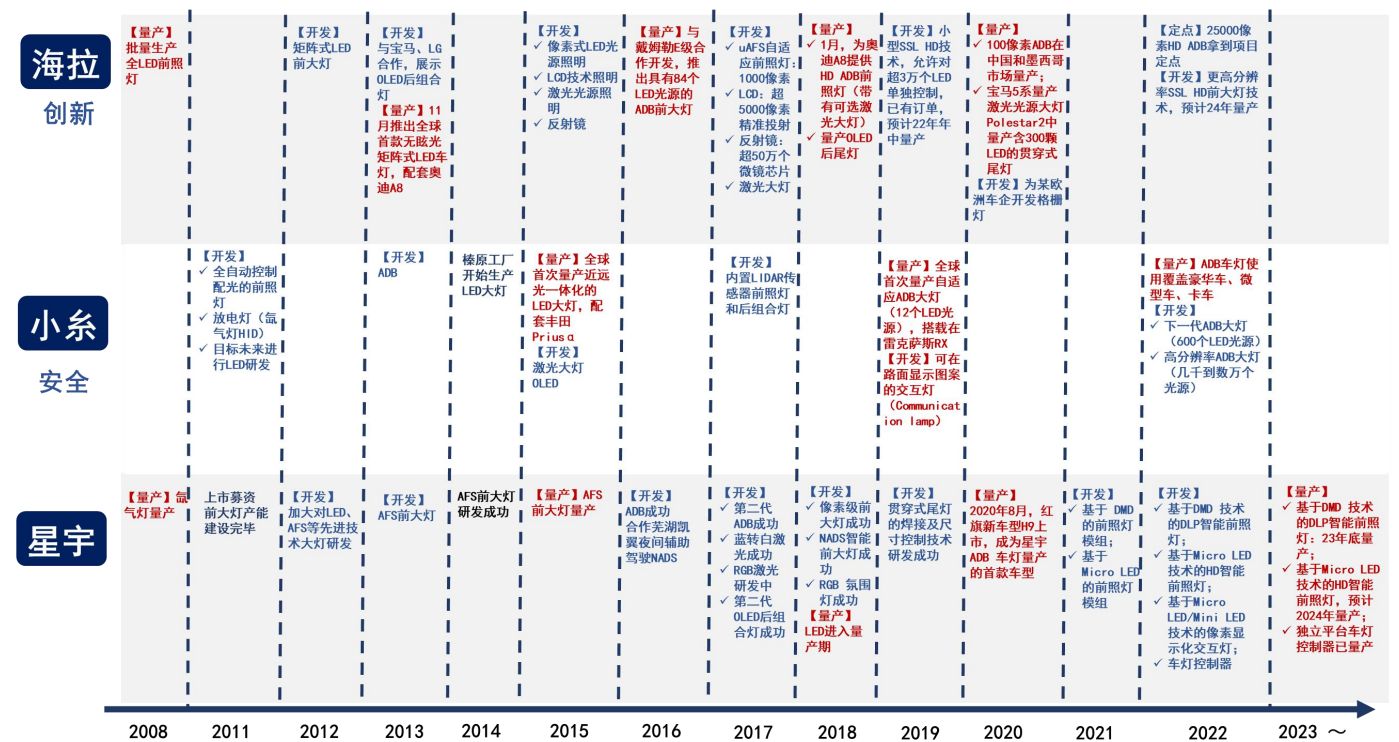


旨在“为安全照明”，海拉最高研发投入（研发费用率 11%），使其在 LED 车灯的量产时间领先小系 5 年以上时间，在 ADB 车灯的量产时间领先小系 3 年。

2) LED 前大灯，海拉和小系的量产时间领先星宇。2008 年海拉批量生产全 LED 前照灯，2014 年底小系在世界范围内首次量产了近远光一体化的 LED 大灯，并配套于丰田“Prius α”上。而星宇 2016 年正式拿到 LED 前大灯订单，2018 年正式实现 LED 前大灯的量产，在 LED 前大灯量产方面晚于海拉近 10 年、晚于小系近 4 年，量产后快速抢占市场份额，且此后在 ADB 研发进度上迎头赶上。

3) 前瞻车灯技术研发进度星宇和全球车灯龙头基本同步。前瞻技术方面，海拉、小系和星宇在 ADB、DLP 和激光车灯方面均有前瞻布局。星宇股份 2016 年开发 ADB 成功，2017 年开发蓝转白激光成功、第二代 OLED 后组合灯成功，2018 年像素级前大灯成功，2018 年 2020 年 8 月，红旗新车型 H9 上市，成为星宇 ADB 车灯量产的首款车型；2023 年，基于 DMD 技术的 DLP 智能前照灯量产；基于 Micro LED 技术的 HD 智能前照灯，预计 2024 年量产；独立平台车灯控制器已量产。当前星宇基本具备海拉和小系在研的主流前瞻技术，同时汽车电子和照明研发中心项目的建设，将持续助力车灯前沿产品研发。

图 69: 2008 年至今海拉、小系、星宇前瞻车灯技术研发和量产进度时间轴

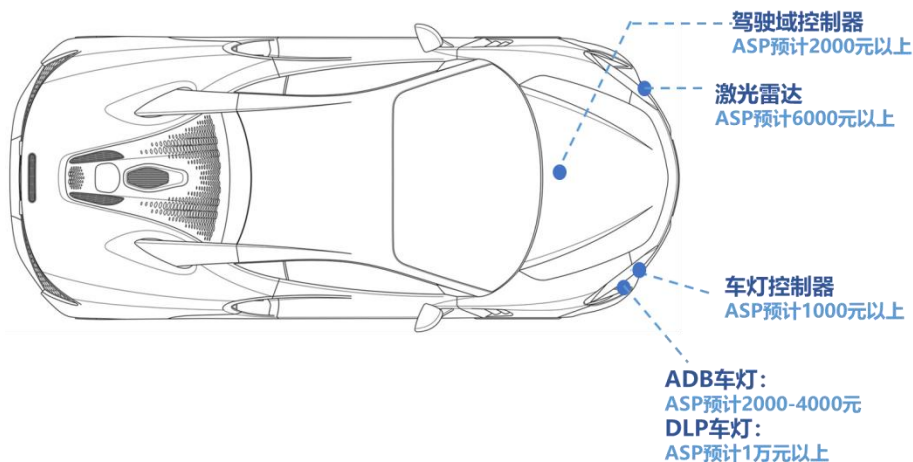


资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

### 产品智能化：汽车电子新产品发展可期

汽车电子新技术方面，星宇股份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、一径科技、欧冶半导体等）拓展能力圈。整体来看，公司与产业链合作布局的汽车电子产品涵盖了感知层-决策层-执行层，单车价值量合计上万元，感知层为激光雷达（与一径科技合作），决策层为车灯控制器（自研自制）、驾驶域控制器（与地平线合作），执行层为 ADB 与 DLP 车灯（与华为合作）。

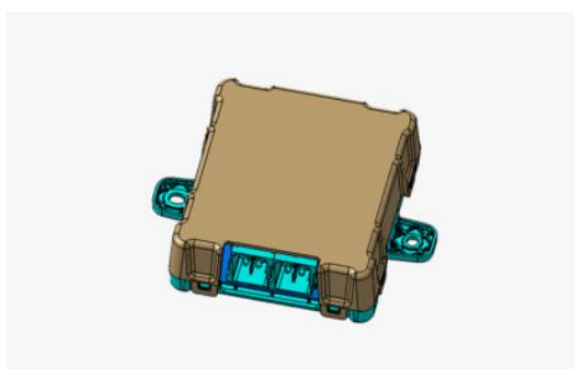
图70: 星宇股份与产业链合作布局的汽车电子新产品



资料来源: 汽车之家, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

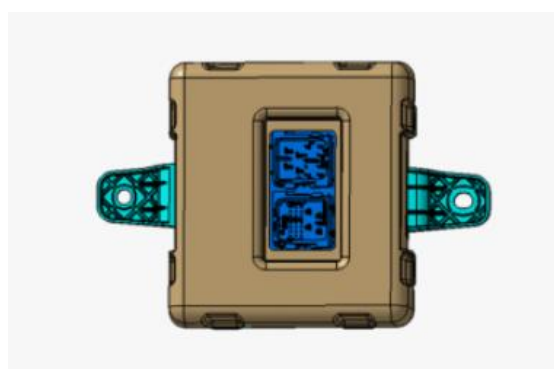
一方面, 公司近年加强车灯新技术开发与应用, 并推出车灯控制器、“行泊一体”解决方案等新产品。公司目前产品的新技术开发方向包括基于 DMD 技术的 DLP 智能前照灯, 预计 2023 年底可实现量产; 基于 Micro LED 技术的 HD 智能前照灯, 预计 2024 年达量产水平; 独立平台车灯控制器已量产供货。

图71: 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72: 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, 星宇股份通过产业链协同(虹软、地平线、华为、一径科技、欧冶半导体等) 拓展能力圈, 开拓汽车电子新产品。

表41: 星宇股份与产业链合作情况

合作公司	合作方向	合作细节
虹软科技	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	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入合作, 共同服务全球汽车主机厂商。
华为	智能车灯智能车灯光领域的合作	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灯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, 双方还将全面开展智能车灯光领域的其他业务合作。 <b>M9 于 2023 年 12 月上市, 星宇股份配套问界 M9 的前照灯及后组合灯。</b>
泰矽微电子、希达电子、芯探科技、芯元基半导体、龙马璞芯	汽车电子相关	2022年11月, 2022国际智造创新创业大赛汽车电子挑战赛决赛在星宇中心圆满举行, 星宇股份与泰矽微电子、希达电子、芯探科技、芯元基半导体、龙马璞芯签署合作意向书, 为深化双方技术合作, 达到共同发展、互利共赢目的。本次挑战赛还将结合常州产业、人才政策优势, 通过专业筛选、投资孵化、产业订单释放, 助力优质项目落地。

地平线	行泊一体解决方案	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。
一径科技	激光雷达	2023年5月23日，星宇股份与北京一径科技有限公司（一径科技）在常州签署《战略合作协议》，双方将结合各自产业资源和技术优势，在车载激光雷达与智能驾驶技术研发、车灯产品集成、生产制造等领域进行战略合作，共同推进产品技术创新和市场拓展。
欧冶半导体	智能车灯及自动驾驶产品和解决方案	2023年6月1日，星宇股份和欧冶半导体正式宣布签署战略合作协议。根据协议，双方将在汽车智能化领域展开广泛合作，共同致力于为汽车行业提供高性能、低成本、高品质的智能车灯及自动驾驶等产品和解决方案。

资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

● 与华为技术有限公司开展智能车载光领域的合作

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。另外，星宇股份与华为智选车型合作紧密，后续发展可期。

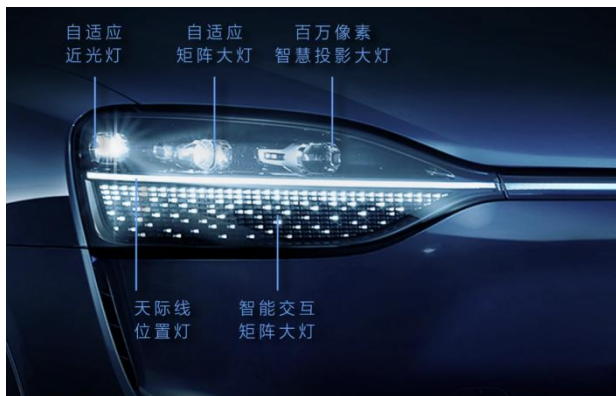
图73：林树栋先生、刘晟君先生代表双方签署合作意向书



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。

图74: 问界 M9 前照灯



资料来源: IT之家, 国信证券经济研究所整理

图75: 问界 M9 后组合灯



资料来源: IT之家, 国信证券经济研究所整理

● 与欧冶半导体达成战略合作, 共同开发智能车灯及自动驾驶产品和解决方案

2023年6月1日, 星宇股份和欧冶半导体正式宣布签署战略合作协议。根据协议, 双方将在汽车智能化领域展开广泛合作, 共同致力于为汽车行业提供高性能、低成本、高品质的智能车灯及自动驾驶等产品和解决方案。在智能汽车产品研发上, 基于欧冶半导体龙泉系列芯片平台, 共同研发符合市场需求的创新产品, 如智能车灯、自动驾驶等产品, 为汽车行业提供更加智能化的解决方案。未来, 双方还将在标准技术、芯片定制化开发等更广泛的领域中开展更深入的合作, 为智能汽车领域面向未来的创新发展提供更强大的支持。

图76: 星宇股份和欧冶半导体达成战略合作



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

● 与虹软科技围绕人工智能技术和高性能智能视觉产品在汽车应用开展合作

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入合作, 共同

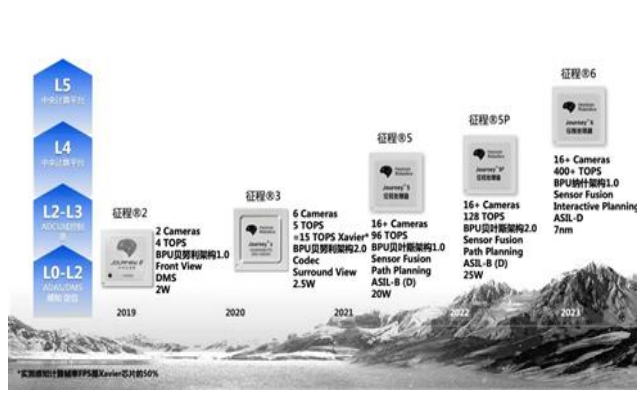
服务全球汽车主机厂商。此外，地平线此前公告完成 C3 轮 3.5 亿美元融资，获得包括星宇股份等众多汽车产业链上下游明星企业的战略加持。

图77: 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78: 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

● 与地平线合作，共同推进“行泊一体解决方案”的量产落地

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。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，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79: 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80: 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

● 与一径科技达成战略合作，共同推进激光雷达量产落地

2023年5月23日，星宇股份与北京一径科技有限公司（一径科技）在常州签署《战略合作协议》，双方将结合各自产业资源和技术优势，在车载激光雷达与智

能驾驶技术研发、车灯产品集成、生产制造等领域进行战略合作，共同推进产品技术创新和市场拓展。一径科技自成立以来，秉持“做最好的自动驾驶基础设施”的理念，持续深耕于前装长距和近距补盲激光雷达技术领域，将打造高可靠性、高分辨率、低成本的车规级固态激光雷达作为战略目标。目前，一径科技的激光雷达产品已在多个自动驾驶应用场景实现商业化落地。

图81: 星宇股份与一径科技达成战略合作



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

图82: 星宇股份与一径科技达成战略合作



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

### 客户新能源化：积极开拓新能源客户，新能源占比持续提升

近年来，国内市场，星宇股份积极开拓新势力新能源客户，以问界 M9、蔚来、小鹏、理想等为代表的新势力车灯项目的定点及量产，成为公司国内车灯业绩重要增量，新能源客户占比持续提升。

表42: 国内重要新能源品牌的车灯配套关系

品牌	车型	上市时间	车灯供应商
特斯拉	新款 Model 3	2023Q4	大灯来自法雷奥，尾灯来自马瑞利
蔚来	ES8 改款	2023 年 6 月	大灯来自马瑞利，尾灯来自星宇
	新款 EC7	2022 年底	大灯来自马瑞利，尾灯来自伟瑞柯
小鹏	小鹏 P5	2022 年 5 月	头尾灯均来自小系
	小鹏 G6	2023 年 6 月	大灯来自星宇，尾灯来自小系
	小鹏 G9	2023 年 9 月	大灯来自小系，尾灯来自帝宝车灯
	小鹏 X9	2024 年 1 月	大灯来自小系，尾灯来自嘉利
理想	理想 L7	2023 年 2 月	大灯来自星宇，尾灯来自常诚
	理想 L9	2022 年 3 月	大灯来自海纳川海拉，尾灯来自常诚
	理想 MEGA	2024 年 3 月	大灯来自星宇，尾灯来自常诚
问界	问界 M7	2022 年 7 月	头尾灯来自燎旺
	问界 M9	2023 年 12 月	头尾灯来自星宇
极氪	极氪 007	2023 年 11 月	大灯来自法雷奥，尾灯来自领为视觉
	极氪 009	2024 年 1 月	大灯来自三立，日行灯来自金业，尾灯来自金业，格栅灯来自敏实
	极氪 X	2023 年 4 月	头尾灯来自华域视觉

资料来源: 车灯研究院, 国信证券经济研究所整理

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83: 星宇股份荣获理想汽车“合作共赢奖”



资料来源：公司官微、国信证券经济研究所整理

图84: 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

### 客户全球化：海外建厂，积极开拓全球客户，全球化开启新征程

公司于2019年8月28日首次公告启动海外扩张项目，计划在塞尔维亚投资建厂，将在2020-2023年在塞尔维亚（东欧）投资6000欧（4.7亿人民币）新建2座车间，计划车灯年产能570万只（前灯100万只、后灯300万只、小灯170万只）。项目建设期拟定为3年，初步拟定为2020年1月-2023年1月。其中包括项目立项、资金计划落实、土建工程的勘察设计及施工、设备采购、安装调试、人员招聘及职工培训和试生产。2020年3月塞尔维亚工厂如期进行开工建设，2021年塞尔维亚星宇建设顺利，来自欧洲主机厂的项目从2022年起陆续进入批产阶段。

1) **区位分析**：塞尔维亚地处“一带一路”末端，位于欧洲和亚洲的十字路口，是连接欧盟国家、东南欧和亚洲及中东国家各大走廊（航空、铁路、公路和水路）的重要交通枢纽，区位优势明显。具体位置来看，塞尔维亚位于东南欧巴尔干半岛中部，与克罗地亚、波黑、黑山、阿尔巴尼亚、马其顿、保加利亚、罗马尼亚以及匈牙利接壤。国土面积77,474平方公里（不含科索沃地区）。北部为著名的伏伊伏丁那多瑙河冲积平原，地势平坦，土壤肥沃，誉为粮仓。中部、东部、西部及南部为丘陵和山地。拟建项目选址位于塞尔维亚尼什（NIS）市工业区内。项目规划用地约16.55公顷，新建2座车间厂房以及相关辅助建筑物，项目总建筑面积50744平方米。

图85: 塞尔维亚区位



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

2) **客户分析:** 欧洲汽车产业发达, 主流欧洲车企包括大众(奥迪、保时捷)、宝马、戴姆勒(奔驰)、雷诺、捷豹路虎等等, 保有量大, 直接带动了汽车上下游产业的快速发展, 星宇股份在国内已配套宝马、奥迪、大众等欧洲品牌主机厂在国内合资公司的项目。当前各大汽车厂商平台化趋势明显, 新产品往往全球同步开发和投放, 同一零部件由一家供应商提供。为满足欧洲品牌客户全球同步开发、生产需求, 公司需要在海外建厂。此次在塞尔维亚建立生产基地可以帮助公司全面进入欧洲中、高端汽车品牌的供应商体系。进入欧洲市场也是公司全球化战略发展的重要步骤。

3) **业绩分析:** 根据公告, 塞尔维亚项目达产规划产能为, 前大灯 100 万只, 后尾灯 300 万只, 小灯 170 万只。测算项目达产年将新增销售收入约 1.24 亿欧元(不含税, 约 10 亿人民币), 对当前(2022 年)营收弹性约 10%-15%。预计达产年利润总额约 1482.6 万欧元(约 1.15 亿人民币), 对当前(2022 年)利润弹性约 10%-15%, 项目投资财务内部收益率约为 16.0%(所得税后), 投资回收期约为 8.29 年(含建设期 3 年)。2023H1, 欧洲塞尔维亚工厂营收为 655.85 万元人民币。

表43: 塞尔维亚星宇基本情况

公司名称	业务性质	主要产品或服务	注册资本	2023H1 总资产 (万元人民币)	2023H1 净资产 (万元人民币)	2021 营业收入 (万元人民币)	2022 营业收入 (万元人民币)	2023 营业收入 (万元人民币)
塞尔维亚星宇	制造业	照明灯具制造及销售、塑料零件制造及销售及法律不禁止的其它活动	10 万欧元	67471.76	47656.14	6.91	180.33	655.85

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图86: 星宇塞尔维亚工厂效果图



图87: 星宇塞尔维亚工厂效果图





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

我们认为，1) 塞尔维亚工厂是星宇在海外扩建的首个车灯产能，标志着星宇的海外扩张正式迈出步伐，公司具备成长为全球车灯龙头的潜质并逐步兑现。星宇股份塞尔维亚项目将有效聚集当地的人才、地理、政策等优势，建设成为高效率、高质量的现代化车灯生产基地，进一步提升星宇的国际竞争力，为星宇股份海外市场发展奠定坚实基础，同时也将努力为塞尔维亚的经济发展做出贡献。

2) 目前，星宇股份前大灯在国内市占率估计 15%，全球市占率估计 3-4%（按车灯销量口径为 4.3%，按车灯营收口径为 3%），伴随星宇全球化客户的持续开拓，后续星宇车灯业务全球发展空间可期。参考 Marklines 对车企和车灯供应商的配套数据，星宇股份在国内已配套主流国际品牌主机厂（大众、丰田、通用、本田、日产、宝马等）等在国内合资公司的项目，存在合作基础，欧洲和北美车企的车灯供应商目前主要为海拉、法雷奥、小糸等全球车灯龙头，星宇股份凭借快速响应能力、成本管控能力等优势，有望突破更多全球车灯项目定点，开启全球化新征程。

表44: 星宇股份车灯市占率测算（按照车灯销量口径）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>前照灯</b>						
前照灯市占率-国内	8.7%	9.1%	10.2%	13.4%	14.6%	14.7%
前照灯市占率-全球	2.2%	2.2%	2.4%	3.5%	4.0%	4.3%
前照灯销量（万只）	431.1	427.6	437.2	537.3	626.1	703.1
国内乘用车产量（万辆）	2480.7	2352.9	2136.0	1999.4	2140.8	2383.6
全球汽车产量（万辆）	9658.5	9550.6	9092.8	7641.9	7900.4	8249.3
<b>后组合灯</b>						
后组合灯市占率-国内	11.6%	13.8%	17.6%	21.3%	18.8%	17.5%
后组合灯市占率-全球	3.0%	3.4%	4.1%	5.6%	5.1%	5.1%
后组合灯销量（万只）	1006.0	1136.9	1316.4	1489.9	1405.8	1458.5
国内乘用车产量（万辆）	2480.7	2352.9	2136.0	1999.4	2140.8	2383.6
全球汽车产量（万辆）	9658.5	9550.6	9092.8	7641.9	7900.4	8249.3

资料来源：Wind，中汽协，Marklines，国信证券经济研究所整理（注：市场占有率以公司产品销量除以乘用车产量计算所得；假设 2 只前照灯装配 1 辆车，平均 3 只后组合灯装配 1 辆车）

表45: 星宇股份车灯市占率测算（按照营收口径）

	2022
星宇股份车灯营收（亿元）	75
星宇股份全球市占率	3%
全球车灯市场空间合计（亿元）	2801
前大灯市场总空间	1838
后尾灯市场总空间	701
外饰氛围灯市场总空间	119
内饰氛围灯市场总空间	143

资料来源：公司公告，中汽协，Marklines，国信证券经济研究所整理（注：车灯行业空间数据参考前文测算数据）

表46: 星宇股份为主流合资车企配套车灯

乘用车企业	主要灯具供应商
一汽大众	大茂伟瑞柯、海拉、华域视觉、 <b>星宇股份</b> 、马瑞利、嘉利、法雷奥等
一汽丰田	斯坦雷、法雷奥、华域视觉、 <b>星宇股份</b> 、嘉利、小糸车灯等
上汽大众	大茂伟瑞柯、海拉、华域视觉、 <b>星宇股份</b> 、马瑞利、彤明、法雷奥等
上汽通用	大茂伟瑞柯、海拉、华域视觉、 <b>星宇股份</b> 、马瑞利、彤明、法雷奥等
广州本田	斯坦雷、华域视觉、 <b>星宇股份</b> 、嘉利、马瑞利等
广州丰田	斯坦雷、法雷奥、华域视觉、 <b>星宇股份</b> 、嘉利、小糸车灯等
东风日产	法雷奥、嘉利、 <b>星宇股份</b> 、彤明等
北京现代	三立、海纳川海拉、摩比斯等
北京奔驰	海拉、马瑞利、麦格纳唐纳利、奥尔萨等
华晨宝马	ZKW、马瑞利、海拉、 <b>星宇股份</b> 等
捷豹路虎	马瑞利、大茂伟瑞柯、 <b>星宇股份</b> 等

资料来源: 中汽协, 公司公告, Marklines, 国信证券经济研究所整理

表47: 欧洲主流车企的车灯供应商情况

整车厂商	零部件名称	供应商
大众	前照灯	海拉、法雷奥、彼欧(原伟瑞柯)等
	后组合灯	麦格纳、海拉、彼欧(原伟瑞柯)、法雷奥、马瑞利等
奥迪	前照灯	法雷奥、马瑞利、海拉等
	后组合灯	法雷奥、彼欧(原伟瑞柯)、法雷奥、马瑞利等
保时捷	前照灯	海拉、彼欧(原伟瑞柯)、ZKW、马瑞利等
	后组合灯	法雷奥、马瑞利、Wipac等
宝马	前照灯	ZKW、马瑞利等
	后组合灯	马瑞利、海拉、odelo等
捷豹路虎	前照灯	彼欧(原伟瑞柯)、法雷奥、市光等
	后组合灯	彼欧(原伟瑞柯)、ZKW、法雷奥等
斯柯达	前照灯	彼欧(原伟瑞柯)、海拉等
	后组合灯	彼欧(原伟瑞柯)、海拉等
奔驰	前照灯	马瑞利、海拉等
	后组合灯	法雷奥、Wipac等
沃尔沃	前照灯	ZKW、海拉等
	后组合灯	法雷奥、海拉、马瑞利等
玛莎拉蒂	前照灯	马瑞利、法雷奥等
	后组合灯	马瑞利等
雷诺	前照灯	海拉、小糸等
	后组合灯	彼欧(原伟瑞柯)、马瑞利、海拉、麦格纳等
福特	前照灯	法雷奥、彼欧(原伟瑞柯)等
	前照灯	法雷奥、马瑞利等
标致	后组合灯	法雷奥、马瑞利等
	前照灯	法雷奥、小糸等
日产	后组合灯	市光等
	前照灯	小糸、马瑞利等
本田	后组合灯	斯坦雷等
	前照灯	小糸、彼欧(原伟瑞柯)等
丰田	后组合灯	海拉、小糸等

资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

表48: 美洲主流车企的车灯供应商情况

整车厂商	零部件名称	供应商
沃尔沃	前照灯	ZKW、海拉等
	后组合灯	彼欧（原伟瑞柯）、马瑞利、法雷奥
大众	前照灯	海拉、伟瑞柯、马瑞利
	后组合灯	海拉、ZKW、法雷奥、马瑞利等
通用	前照灯	法雷奥、斯坦雷、海拉、小糸等
	后组合灯	斯坦雷、小糸
马自达	前照灯	小糸
	后组合灯	马瑞利、法雷奥
Jeep	前照灯	马瑞利、海拉
	后组合灯	斯坦雷、小糸、法雷奥
丰田	前照灯	斯坦雷、小糸、法雷奥、市光
	后组合灯	马瑞利、现代摩比斯
克莱斯勒	前照灯	马瑞利
	后组合灯	ZKW、马瑞利
宝马	前照灯	ZKW、马瑞利、海拉、法雷奥
	后组合灯	马瑞利、海拉
奥迪	前照灯	市光、小糸、ZKW、法雷奥、斯坦雷
	后组合灯	小糸、海拉、市光、斯坦雷等
日产	前照灯	小糸、斯坦雷
	后组合灯	小糸、斯坦雷、马瑞利
本田	前照灯	海拉、马瑞利
	后组合灯	马瑞利、法雷奥、彼欧（原伟瑞柯）、海拉
特斯拉	前照灯	马瑞利、伟世通等
	后组合灯	海拉、马瑞利
福特	前照灯	海拉、马瑞利
	后组合灯	伟世通、伟瑞柯

资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

公司业务包含：车灯业务、三角警示牌、控制器等三大块，其中最主要是车灯业务。

**1) 车灯业务：**未来3年，公司车灯业务1) 受益于新能源新势力客户放量，收入稳健增长；2) 受益于产品高端化升级（ADB、DLP 大灯、星环灯、格栅灯等占比提升），毛利率进入上行通道。预计 2023-2025 年车灯业务营业收入增速分别为 28.0%/27.0%/27.0%，毛利率水平分别为 22.6%/22.9%/23.1%；

**2) 三角警告牌业务：**三角警告牌主要在行车过程中停车检修或者发生意外事故时使用，用以提醒其它车辆注意避让，公司三角警告牌业务增长稳健，预计 2023-2025 年三角警告牌业务营业收入增速分别为 13.0%/13.0%/13.0%，毛利率水平分别为 2.0%/2.0%/2.0%；

**3) 控制器业务：**公司自 2021 年起新增控制器业务，预计 2023-2025 年控制器业务营业收入增速分别为 20.0%/20.0%/20.0%，毛利率水平分别为 19.0%/21.0%/22.0%。

根据上述假设，我们小幅上调公司营收预期，预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 102.9/128.3/160.8 亿元（原 23/24/25 年预计 101.0/125.8/159.4 亿），分别同比增长 24.7%/24.7%/25.3%，毛利率分别为 22.8%/23.0%/23.2%。

表49：公司营业收入、毛利预测（百万元）/中性假设

单位：百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>车灯类</b>						
收入	6855.5	7048.1	7518.1	9623.2	12221.5	15521.2
增速	21.2%	2.8%	6.7%	28%	27%	27%
成本	4976.9	5432.3	5837.9	7448.3	9422.7	11935.8
毛利	1878.6	1615.9	1680.3	2174.8	2798.7	3585.4
毛利率(%)	27.4%	22.9%	22.3%	22.6%	22.9%	23.1%
<b>控制器</b>						
收入		25.3	10.9	13.1	15.7	18.8
增速			-56.9%	20%	20%	20%
成本		20.5	10.5	10.6	12.4	14.7
毛利		4.8	0.4	2.5	3.3	4.1
毛利率(%)		18.9%	3.6%	19.0%	21.0%	22.0%
<b>三角警告牌类</b>						
收入	13.8	15.3	17.3	19.4	21.8	24.6
增速	9.8%	10.9%	12.5%	13%	13%	13%
成本	14.6	17.1	16.9	19.0	21.4	24.1
毛利	-0.7	-1.8	0.3	0.4	0.4	0.5
毛利率(%)	-5.3%	-11.5%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
<b>其他业务</b>						
收入	453.4	820.7	701.7	631.6	568.4	511.6
增速	12.0%	81.0%	-14.5%	-10%	-10%	-10%
成本	332.3	693.1	521.6	467.4	420.6	378.6
毛利	121.1	127.7	180.1	164.2	147.8	133.0
毛利率(%)	26.7%	15.6%	25.7%	26.0%	26.0%	26.0%
<b>合计</b>						

收入	7322.7	7909.4	8248.0	10287.2	12827.4	16076.2
增速	20.2%	8.0%	4.3%	24.7%	24.7%	25.3%
成本	5323.8	6162.9	6386.9	7945.3	9877.1	12353.1
毛利	1999.0	1746.5	1861.1	2341.9	2950.2	3723.0
毛利率(%)	27.3%	22.1%	22.6%	22.8%	23.0%	23.2%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

## 未来3年业绩预测

我们小幅上调公司业绩预期, 预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 102.9/128.3/160.8 亿元(原 23/24/25 年预计 101.0/125.8/159.4 亿), 分别同比增长 24.7%/24.7%/25.3%, 归属母公司净利润分别为 11.5/15.5/20.6 亿, 分别同比增长 22.1%/35.1%/32.4%, 每股收益分别为 4.02/5.43/7.20 元。

表50: 盈利预测与市场重要数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,909	8,248	10,287	12,827	16,076
(+/-%)	8.0%	4.3%	24.7%	24.7%	25.3%
净利润(百万元)	949	941	1149	1552	2056
(+/-%)	-18.1%	-0.8%	22.1%	35.1%	32.4%
每股收益(元)	3.32	3.30	4.02	5.43	7.20
EBIT Margin	12.7%	11.3%	12.4%	13.5%	14.2%
净资产收益率(ROE)	12.1%	11.0%	12.2%	14.5%	16.7%
市盈率(PE)	42.3	42.6	34.9	25.8	19.5
EV/EBITDA	35.6	36.3	28.5	22.4	18.1
市净率(PB)	5.11	4.71	4.25	3.76	3.25

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

## 盈利预测情景分析

我们根据乐观、中性、悲观三种情景假设, 得到以下盈利预测结果: 1) 乐观假设下, 公司 2023-2025 年净利润分别为 12.8 亿、17.2 亿、22.7 亿元; 2) 中性假设下, 公司 2023-2025 年净利润分别为 11.5 亿、15.5 亿、20.6 亿元; 3) 悲观假设下, 公司 2023-2025 年净利润分别为 10.2 亿、13.9 亿、18.5 亿元。

表51: 情景分析(乐观、中性、悲观)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	7,909	8,248	10,318	12,904	16,221
(+/-%)	8.0%	4.3%	25.1%	25.1%	25.7%
净利润(百万元)	949	941	1277	1715	2266
(+/-%)	-18.1%	-0.8%	35.6%	34.3%	32.1%
每股收益(元)	3.32	3.30	4.47	6.00	7.93
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	7,909	8,248	10,287	12,827	16,076
(+/-%)	8.0%	4.3%	24.7%	24.7%	25.3%
净利润(百万元)	949	941	1149	1552	2056
(+/-%)	-18.1%	-0.8%	22.1%	35.1%	32.4%
每股收益(元)	3.32	3.30	4.02	5.43	7.20
<b>悲观预测</b>					
营业收入(百万元)	7,909	8,248	10,257	12,751	15,932
(+/-%)	8.0%	4.3%	24.4%	24.3%	24.9%
净利润(百万元)	949	941	1023	1392	1850

(+/-%)	-18.1%	-0.8%	8.7%	36.0%	32.9%
每股收益 (元)	3.32	3.30	3.58	4.87	6.47
总股本 (百万股)	7,909	8,248	10,257	12,751	15,932

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

### 绝对估值法

公司作为自主车灯龙头,将持续受益于车灯升级(LED-ADB-DLP,星环灯、格栅灯等)和客户新能源化的放量、客户全球化的突破,贡献重要的增量业绩。基于这样的判断,我们假设:

- 1、公司是自主车灯龙头,我们预计公司营收有望保持稳健增长,后续随着营收规模的增长,同比增速逐步放缓;
- 2、随着收入规模的扩大、规模化效应及产品结构变化,公司毛利率稳中有升,带动公司管理费用率和销售费用率逐年稳定下行;
- 3、无杠杆 beta 系数采用中信一级行业“汽车”板块过去 3 年的 beta 值 (1.03x)。
- 4、无风险利率选取当前的 10 年期国债收益率来评估;
- 5、风险溢价选取道琼斯指数过去 20 年的复合增长率 6.20%;
- 6、Kd 值为税前债务成本,5 年以上人民币贷款基准利率为 3.95%,我们假设公司债务成本为 4.0%;
- 7、预计公司所得税税率维持在 10%左右;

按此假设条件,测算 WACC 值为 8.77%,采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值,得出公司合理估值区间为 145.67-171.43 元/股,估值中枢为 157.41 元。

表52: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.03	T	10.00%
无风险利率	2.39%	Ka	8.78%
股票风险溢价	6.20%	有杠杆 Beta	1.03
公司股价	140.45	Ke	<b>8.76%</b>
发行在外股数	286	E/(D+E)	100.25%
股票市值(E)	40124	D/(D+E)	-0.25%
债务总额(D)	-100	WACC	<b>8.77%</b>
Kd	4.00%	永续增长率(10年后)	10.00%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

表53: FCFF 估值表

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	TV
EBIT	1,279.1	1,726.9	2,285.9	2,789.7	3,516.7	4,391.3	5,443.4	6,682.2	8,144.7	9,885.1	
所得税税率	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	
EBIT*(1-所得	1,151.2	1,554.2	2,057.3	2,510.7	3,165.0	3,952.2	4,899.0	6,013.9	7,330.3	8,896.6	

税税率)											
折旧与摊销	311.4	346.4	367.1	385.2	400.3	414.5	428.4	442.2	455.9	469.6	
营运资金的净变动	229.2	(905.5)	(1,181.5)	(1,504.8)	(2,952.1)	(2,438.3)	(2,965.5)	(3,330.8)	(3,988.5)	(4,683.4)	
资本性投资	(241.0)	(281.0)	(301.0)	(211.0)	(211.0)	(211.0)	(211.0)	(211.0)	(211.0)	(211.0)	
FCFF	1,450.9	714.1	942.0	1,180.2	402.3	1,717.4	2,150.9	2,914.4	3,586.7	4,471.8	67,328.7
PV(FCFF)	1,333.8	603.5	731.9	843.0	264.2	1,036.9	1,193.8	1,487.0	1,682.5	1,928.4	29,035.3
核心企业价值	40,140.4										
减：净债务	(4,828.1)										
股票价值	44,968.5										
每股价值	157.41										

资料来源：国信证券经济研究所预测

表54：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8.2%	8.5%	8.77%	9.1%	9.4%
永续增长率变化	2.9%	196.35	184.55	174.01	164.54	155.99
	2.6%	188.47	177.66	167.94	159.17	151.21
	2.3%	181.40	171.43	162.43	154.27	146.84
	<b>2.0%</b>	175.02	165.78	<b>157.41</b>	149.78	142.82
	1.7%	169.23	160.64	152.81	145.67	139.11
	1.4%	163.95	155.92	148.59	141.87	135.69
	1.1%	159.12	151.59	144.70	138.36	132.51

资料来源：国信证券经济研究所分析

## 相对估值法

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。我们维持星宇股份 2024 年 30-32x PE，对应 2024 年目标价 163-174 元。

表55：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）	2022	EPS	2023E	2024E	2022	PE	2023E	2024E
603596.SH	伯特利	买入	63.1	273.4	1.7	2.09	2.92	37.12	30.19	21.61		
603786.SH	科博达	买入	65.0	262.6	1.11	1.61	2.14	58.56	40.37	30.37		
601689.SH	拓普集团	买入	58.7	682.8	1.54	1.97	2.7	38.13	29.81	21.75		
	平均				1.45	1.98	2.73	44.60	33.46	24.58		
601799.SH	星宇股份	买入	140.5	401.2	3.30	4.02	5.43	42.62	34.91	25.85		

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 投资建议

星宇股份作为自主车灯龙头，产品智能化，客户新能源化、全球化，维持“买入”评级。星宇股份处在起点高、弹性大、持续时间长的车灯赛道上，1) 公司产品智能化，车灯产品方面，星宇股份布局 ADB、DLP、星环灯、格栅灯等主流车灯新技术，研发进展和全球车灯龙头基本同步；汽车电子产品方面，星宇股份加强车灯

控制器的开发及应用，并通过产业链协同（地平线、华为、一径科技、欧冶半导体等）拓展能力圈；2）**公司客户新能源化**，国内市场，星宇股份积极开拓新势力新能源客户，新能源客户占比持续提升；3）**公司客户全球化**：塞尔维亚工厂是星宇在海外扩建的首个车灯产能，目前，星宇股份前大灯在国内市占率估计 15%，全球市占率估计 3-4%，伴随星宇全球化客户开拓，后续星宇全球发展空间可期。考虑到新能源项目放量，略上调营收预测，维持利润预测，预计 23/24/25 年营收 102.9/128.3/160.8 亿元（原 23/24/25 年预计 101.0/125.8/159.4 亿），归母净利润 11.5/15.5/20.6 亿元，对应 PE 分别 35/26/20x。综合绝对估值法与相对估值法两种方法，更新公司一年期合理估值 163-174 元（对应 2024 年 PE 值 30-32x），长期具备全球车灯龙头潜力，维持买入评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取绝对估值计算得出公司的合理估值在 145.67-171.43 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.4%、股票风险溢价 6.2%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2024 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司成长性，对行业平均动态 PE 进行修正，最终给予公司 30-32 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

我们假设公司未来 3 年营收增长 25%/25%/25%，归母净利润增长 22%/35%/32%，可能存在对公司产品出货量预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。

我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 22.8%/23.0%/23.2%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

### 上游原材料涨价的风险

上游原材料涨价的风险。公司车灯产品需要采购包含芯片、塑料粒子在内的大量上游零部件，若上游原材料涨价，将对公司业绩产生不利影响。



## 附表：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	2605	3007	3536	营业收入	7909	8248	10287	12827	16076
应收款项	2251	2469	2537	3163	3964	营业成本	6163	6387	7945	9877	12353
存货净额	1970	2326	2531	3158	3969	营业税金及附加	35	43	47	58	69
其他流动资产	47	70	3292	4105	5144	销售费用	97	119	123	128	129
<b>流动资产合计</b>	<b>8200</b>	<b>8978</b>	<b>13588</b>	<b>16056</b>	<b>19236</b>	管理费用	218	247	275	319	371
固定资产	2849	3271	105	69	64	研发费用	388	522	617	718	868
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
<b>资产总计</b>	<b>11933</b>	<b>13237</b>	<b>14665</b>	<b>17079</b>	<b>20239</b>	其他收入	(396)	(517)	(617)	(718)	(868)
短期借款及交易性金融负债	6	4	130	130	130	营业利润	1080	1054	1279	1727	2286
应付款项	3487	3841	4429	5527	6946	营业外净收支	(2)	(4)	(2)	(2)	(2)
其他流动负债	210	273	291	361	452	<b>利润总额</b>	<b>1078</b>	<b>1050</b>	<b>1277</b>	<b>1725</b>	<b>2284</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3703</b>	<b>4117</b>	<b>4850</b>	<b>6018</b>	<b>7528</b>	所得税费用	129	108	128	172	228
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	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>949</b>	<b>941</b>	<b>1149</b>	<b>1552</b>	<b>2056</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>371</b>	<b>598</b>	<b>373</b>	<b>378</b>	<b>383</b>	现金流量表（百万元）					
<b>负债合计</b>	<b>4074</b>	<b>4715</b>	<b>5223</b>	<b>6396</b>	<b>7911</b>	净利润	949	941	1149	1552	2056
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	9441	10683	12328	折旧摊销	232	306	311	346	367
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11933</b>	<b>13237</b>	<b>14665</b>	<b>17079</b>	<b>20239</b>	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	4.02	5.43	7.20	营运资本变动	(1231)	(22)	229	(905)	(1181)
每股红利	1.26	1.10	0.80	1.09	1.44	其它	13	(15)	(3112)	12	45
每股净资产	27.51	29.83	33.05	37.40	43.15	<b>经营活动现金流</b>	<b>(153)</b>	<b>1119</b>	<b>1690</b>	<b>993</b>	<b>1241</b>
ROIC	26%	24%	33%	44%	47%	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%	23%	23%	<b>投资活动现金流</b>	<b>418</b>	<b>(917)</b>	<b>(241)</b>	<b>(281)</b>	<b>(301)</b>
EBIT Margin	13%	11%	12%	13%	14%	权益性融资	(9)	0	0	0	0
EBITDA Margin	16%	15%	15%	16%	17%	负债净变化	0	0	(230)	0	0
收入增长	8%	4%	25%	25%	25%	支付股利、利息	(359)	(314)	(230)	(310)	(411)
净利润增长率	-18%	-1%	22%	35%	32%	其它融资现金流	(305)	514	126	0	0
资产负债率	34%	36%	36%	37%	39%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1032)</b>	<b>(115)</b>	<b>(333)</b>	<b>(310)</b>	<b>(411)</b>
息率	0.9%	0.8%	0.6%	0.8%	1.0%	<b>现金净变动</b>	<b>(767)</b>	<b>87</b>	<b>1116</b>	<b>402</b>	<b>529</b>
P/E	42.3	42.6	34.9	25.8	19.5	货币资金的期初余额	2169	1402	1489	2605	3007
P/B	5.1	4.7	4.2	3.8	3.3	货币资金的期末余额	1402	1489	2605	3007	3536
EV/EBITDA	35.6	36.3	28.5	22.4	18.1	企业自由现金流	0	293	1451	714	942
						权益自由现金流	0	806	1347	714	942

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