

# 星宇股份 (601799.SH)

## 车灯产品均价提升, 全球化布局推进

买入

### 核心观点

**单四季度归母净利润3.2亿元, 同比增长71%。**公司2023年实现营收102.48亿元, 同比增加24.25%, 归母净利润11.02亿元, 同比增加17.07%。2023Q4实现营收30.12亿, 同比增加31.87%, 环比增加7.10%, 归母净利润3.21亿, 同比增加70.97%, 环比增加1.77%。2023Q4, 存量客户销量增长, 叠加新势力增量车型放量, 公司营收增速超越汽车行业9pct (汽车产量同比+20.0%)。

**2023Q4, 公司净利率同比提升。**2023年, 公司毛利率为21.18%, 同比-1.38pct, 净利率为10.75%, 同比-0.66pct。2023Q4, 公司毛利率20.45%, 同比-0.87pct, 环比-0.64pct, 净利率为10.64%, 同比+2.43pct, 环比-0.56pct。公司23Q4销售、管理、研发费用率存在不同程度的同比下滑 (其中销售/管理费用率分别同比-1.8/-1.2pct), 净利率同比提升。

**前大灯从LED-ADB-DLP持续升级, 车灯产品均价提升。**车灯作为汽车核心视觉件具备产品升级空间, 行业均价逐年提升。2023年前照灯、后组合灯、小灯、三角警示牌、控制器销量分别763/1442/3717/121/11万只, 同比分别变动+8.5%/-1.2%/+1.7%/-5.6%/+42.9%, 公司车灯产品23年均价162元 (22年129元), 同比+25%。预计公司前灯2023年在国内市占率15% (以前照灯销量\*0.5/国内乘用车销量计)。

**全球化布局推进, 新订单、新产能、新产品持续突破。**订单方面, 2023年, 公司承接了58个车型的新品研发项目, 实现了50个车型的项目批产, 优质的新项目为公司未来发展提供了强有力的保障。产能方面, 公司塞尔维亚星宇产能逐步释放, 协同总部承接客户全球化项目, 为公司拓展海外市场奠定良好基础, 此外方式注册成立墨西哥星宇和美国星宇, 进一步完善海外布局。产品方面, 公司目前产品的新技术开发方向但不限于基于DMD技术的DLP智能前照灯、基于Micro LED技术的HD智能前照灯、基于Micro LED/Mini LED技术的像素显示化交互灯、智能数字格栅/数字保险杠的创新研发、车灯控制器HCM/RCM/LCU的开发、汽车电子相关产品技术研发。

**风险提示:** 原材料价格波动风险、芯片紧缺导致下游排产风险。

**投资建议:** 上调营收预测, 维持利润预测, 维持买入评级

考虑到新能源项目放量, 略上调24年营收预测, 维持利润预测, 预计24/25/26年营收130.0/160.8/202.3亿元 (原24/25年预计128.3/160.8亿), 归母净利润15.5/20.6/26.7亿元, 维持买入评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	8,248	10,248	13,000	16,076	20,233
(+/-%)	4.3%	24.3%	26.9%	23.7%	25.9%
净利润 (百万元)	941	1102	1551	2056	2668
(+/-%)	-0.8%	17.1%	40.7%	32.6%	29.8%
每股收益 (元)	3.30	3.86	5.43	7.20	9.34
EBIT Margin	11.3%	11.0%	13.3%	14.2%	14.7%
净资产收益率 (ROE)	11.0%	12.1%	14.9%	17.1%	18.8%
市盈率 (PE)	42.5	36.3	25.8	19.5	15.0
EV/EBITDA	36.2	30.4	22.4	17.9	14.8
市净率 (PB)	4.70	4.38	3.86	3.33	2.83

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究 · 财报点评

#### 汽车 · 汽车零部件

证券分析师: 唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

证券分析师: 杨彬

0755-81982771

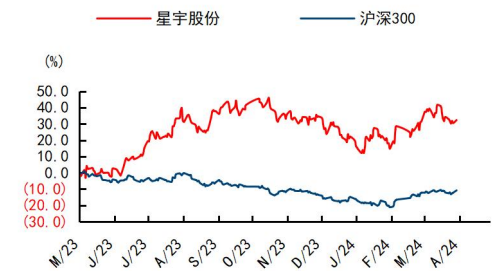
yangshan@guosen.com.cn

S0980523110001

#### 基础数据

投资评级	合理估值	买入 (维持)
收盘价	142.00元	
总市值/流通市值	40566/40566百万元	
52周最高价/最低价	163.00/104.54元	
近3个月日均成交额	167.89百万元	

#### 市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

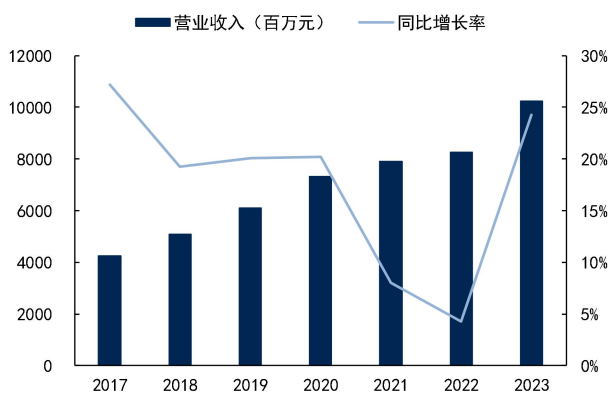
#### 相关研究报告

- 《星宇股份 (601799.SH) - 自主车灯龙头的复盘与展望》——2024-03-01
- 《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

**2023Q4 归母净利润 3.2 亿元，同比增长 71%。**公司 2023 年实现营收 102.48 亿元，同比增加 24.25%，归母净利润 11.02 亿元，同比增加 17.07%。拆单季度看，2023Q4 实现营收 30.12 亿，同比增加 31.87%，环比增加 7.10%，归母净利润 3.21 亿，同比增加 70.97%，环比增加 1.77%。

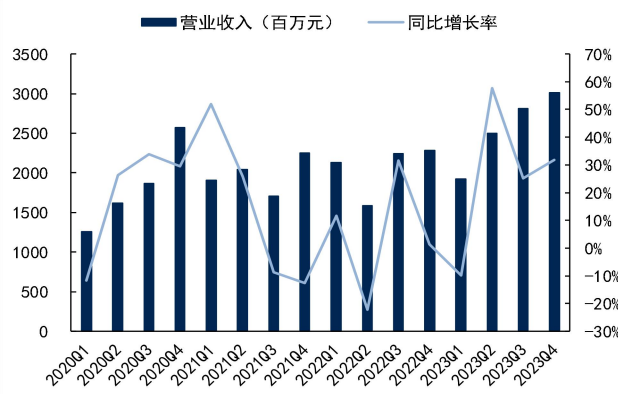
**分业务看，2023 年，**公司车灯、三角警示器、控制器营收分别为 95.99、0.17、0.35 亿元，同比分别变动+27.68%、-1.66%、+221.11%，毛利率分别为 21.79%、4.99%、27.86%，分别同比变动-0.56、+3.01、+24.27pct。**2023Q4，伴随存量客户持续增长叠加下游新车型项目放量，公司营收表现超越汽车行业 9pct（汽车产量增速同比+23.0%）。**

图1：星宇股份营业收入及同比增速



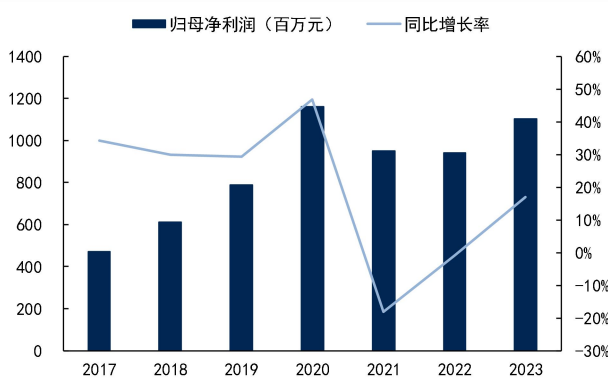
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：星宇股份单季度营业收入及同比增速



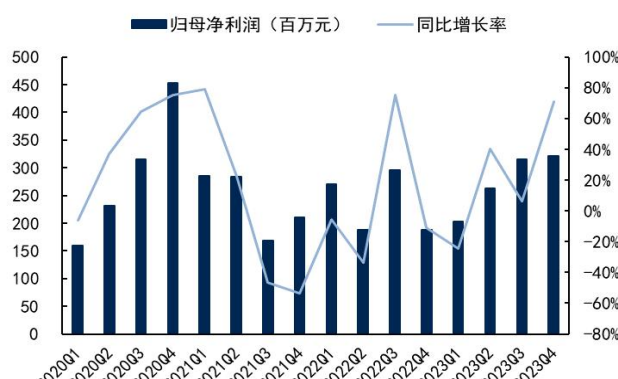
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：星宇股份归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：星宇股份单季度归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**分产品产销角度，产量方面，**2023 年前照灯、后组合灯、小灯、三角警示牌、控制器产量分别 800/1507/3672/123/16 万只，同比分别变动+15.5%/+5.3%/+1.1%/-0.8%/+83.9%。**销量方面，**2023 年前照灯、后组合灯、小灯、三角警示牌、控制器销量分别 763/1442/3717/121/11 万只，同比分别变动+8.5%/-1.2%/+1.7%/-5.6%/+42.9%，对应车灯均价为 162 元/只（按照车灯收入/车灯总销售量计），同比+25%。预计公司前灯 2023 年在国内市占率 15%（以前照灯销量\*0.5/国内乘用车销量计）。

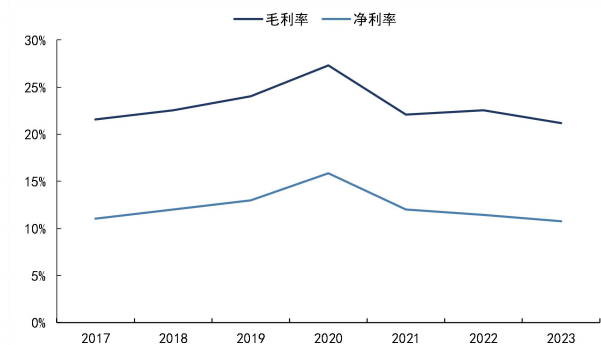
**表1: 2023 年星宇股份分产品产销量情况**

主要产品	单位	生产量	销售量	库存量	生产量比上年增减 (%)	销售量比上年增减 (%)	库存量比上年增减 (%)
前照灯	万只	800.42	762.52	159.04	15.48	8.46	31.28
后组合灯	万只	1,506.84	1,441.59	304.79	5.3	-1.16	27.24
小灯	万只	3,672.23	3,717.46	726.81	1.14	1.72	-5.86
三角警示牌	万只	123.23	121.43	20.8	-0.81	-5.58	9.48
控制器	万个	15.56	10.79	7.84	83.89	42.88	155.22
合计	万只	<b>6,118.27</b>	<b>6,053.78</b>	<b>1,219.28</b>	<b>3.92</b>	<b>1.71</b>	<b>5.58</b>

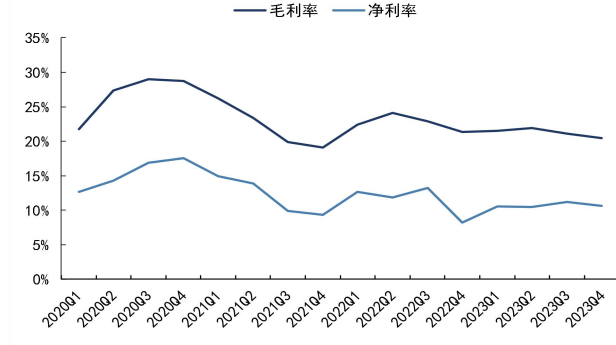
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**2023Q4, 公司净利率同比提升。**2023 年, 公司毛利率为 21.18%, 同比-1.38pct, 净利率为 10.75%, 同比-0.66pct。2023Q4, 公司毛利率 20.45%, 同比-0.87pct, 环比-0.64pct, 净利率为 10.64%, 同比+2.43pct, 环比-0.56pct。公司 23Q4 销售、管理、研发费用率存在不同程度的同比下滑(其中销售/管理费用率分别同比-1.8/-1.2pct), 净利率同比提升 2.4pct。

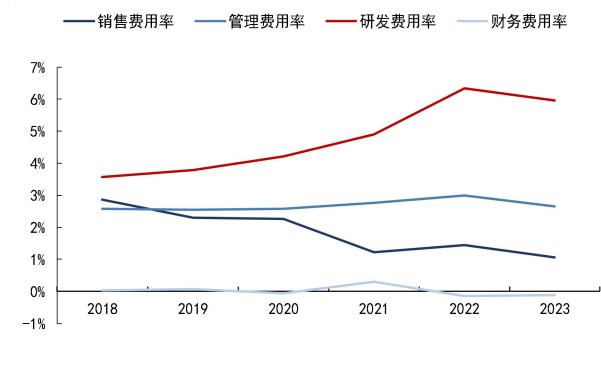
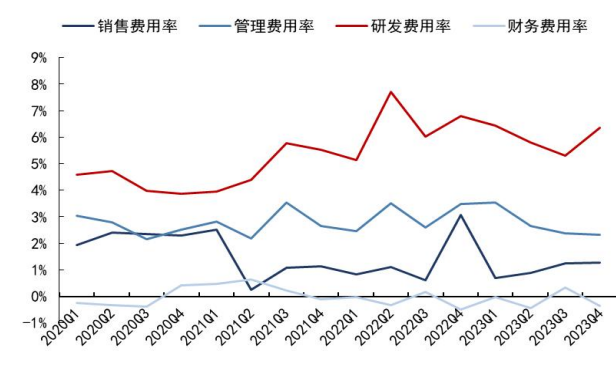
**费用率方面,**2023 年, 公司四费率为 9.54%, 同比-1.07pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别 1.06%/2.65%/5.95%/-0.12%, 分别同比变动-0.38/-0.35/-0.38/+0.03pct。拆单季度看, 2023Q4, 公司销售/管理/研发/财务费用率分别 1.27%/2.31%/6.36%/-0.35%, 分别同比变动-1.78/-1.19/-0.44/+0.14pct, 分别环比变动+0.03/-0.08/+1.05/-0.69pct。公司 2023Q4 销售费用率同比下滑主要系售后三包费用减少所致。

**图5: 星宇股份毛利率和净利率**


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图6: 星宇股份单季度毛利率和净利率**


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

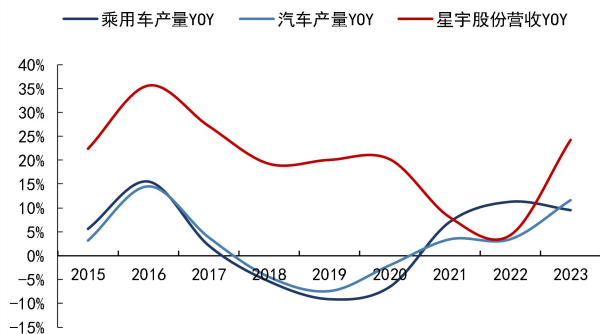
**图7: 星宇股份四项费用率变化情况**

**图8: 星宇股份单季度四项费用率变化情况**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

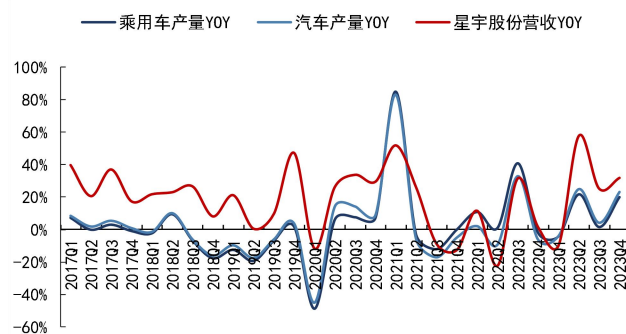
整体来看，2023Q4，存量客户销量增长，叠加新势力增量车型放量，公司营收增速超越汽车行业 9pct。2023Q4 星宇营收增速 31.87%，汽车产量同比增速 23.02%，公司营收超越汽车行业 8.85pct。根据中汽协产量数据，2023Q4，一汽大众、奇瑞、一汽丰田、一汽红旗、东风日产、广汽丰田产量分别同比变动 +28.3%/+78.5%/+17.2%/+10.7%/+35.5%/+9.0%。

图9：汽车/乘用车产量增速和星宇股份营收增速年度对比



资料来源：公司公告、中汽协、国信证券经济研究所整理

图10：汽车/乘用车产量增速和星宇股份营收增速季度对比



资料来源：公司公告、中汽协、国信证券经济研究所整理

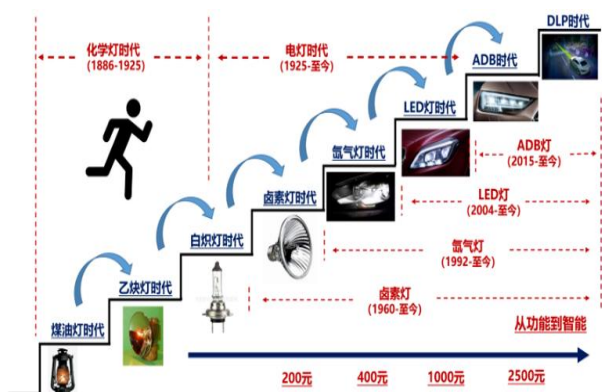
表2：星宇股份重点客户 2023 年和 2023Q4 产量表现

	2023 年产量 (万辆)	23Q4 产量 (万辆)	2023 年产量同比增速	23Q4 产量同比增速	23Q4 产量环比增速
一汽大众 (含奥迪)	185.78	54.65	2.10%	28.28%	18.14%
奇瑞	174.85	61.79	47.11%	78.51%	29.67%
一汽丰田	79.96	22.02	-3.80%	17.20%	0.66%
一汽红旗	33.82	10.10	15.85%	10.65%	-12.31%
东风日产	73.71	22.36	-19.04%	35.47%	32.46%
广汽丰田	95.00	27.34	-5.87%	8.99%	26.93%
乘用车	2608.62	793.12	11.59%	20.01%	15.18%

资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

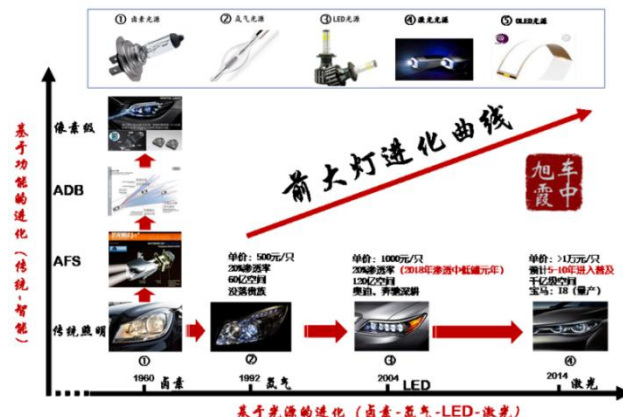
行业端，目前车灯的技术趋势趋向于电子化、智能化。前照灯方面，随着 LED 前照灯的普及，前照灯向 ADB、HD-ADB 及 DLP 等功能发展，从而实现辅助驾驶、信息交流、人车交互等功能。后组合灯方面，由分离式后组合灯向贯穿式后组合灯发展趋势明显，贯穿式后组合灯增加了汽车尾部灯光的面积，使整车更美观，更具安全性。小灯方面，因消费者个性化的需求，室内氛围灯异军突起，成为新的增长点。与此同时，汽车外饰氛围灯，如 Logo 灯及发光格栅也逐渐被各大主机厂认可并应用。

图11: 车灯发展历程



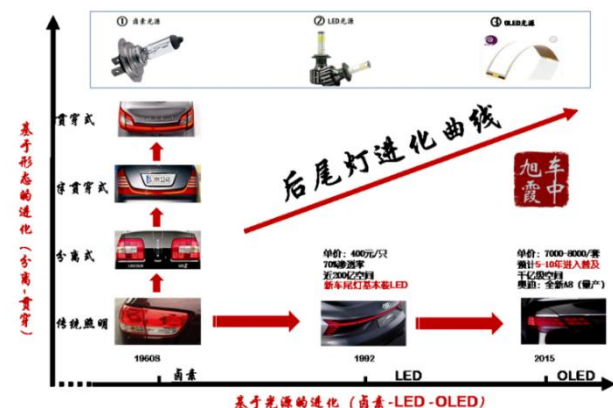
资料来源：汽车之家、国信证券经济研究所整理

图12: 汽车前大灯技术升级路线



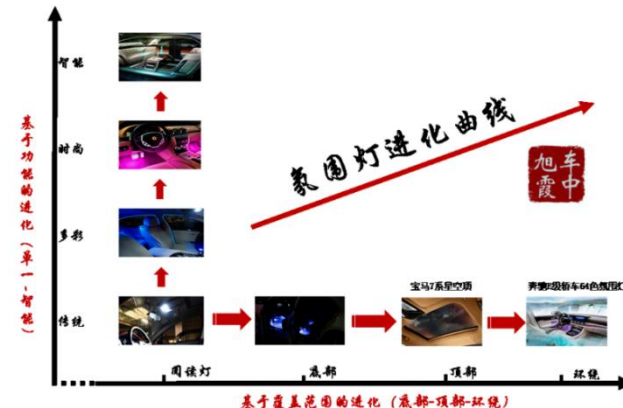
资料来源：汽车之家、国信证券经济研究所整理

图13: 汽车后尾灯技术升级路线



资料来源：汽车之家、国信证券经济研究所整理

图14: 汽车氛围灯技术升级路线



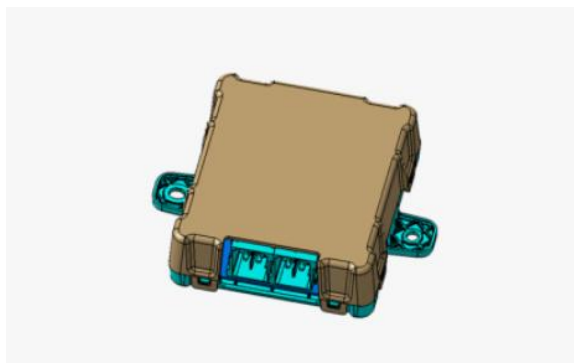
资料来源：汽车之家、国信证券经济研究所整理

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

- 产品维度，公司加强新技术开发及应用，并通过产业链协同（虹软地平线、华为）拓展能力圈。

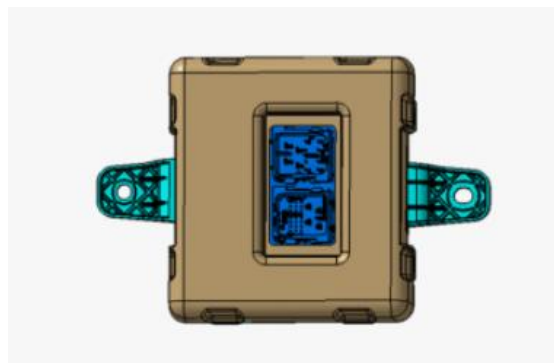
一方面，公司近年加强车灯新技术开发与应用，并推出车灯控制器、“行泊一体”解决方案等新产品。公司加强新技术研发和应用，包括但不限于：1) 基于 DMD 技术的 DLP 智能前照灯；2) 基于 Micro LED 技术的 HD 智能前照灯；3) 基于 Micro LED/Mini LED 技术的像素显示化交互灯；4) 智能数字格栅/数字保险杠的创新研发；5) 车灯控制器 HCM/RCM/LCU 的开发；6) 汽车电子相关产品技术研发。

图15: 前部灯具控制器



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图16: 后部灯具控制器



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

另一方面, 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3: 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	智能车灯领域战略合作	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载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

2022年2月16日, 常州星宇车灯股份有限公司与华为技术有限公司在中国东莞举行了华为光产品线智能车载光业务合作意向书签约仪式。根据协议, 双方将发挥各自优势互补互利共赢, 以服务全球客户为目标, 开展智能车灯领域战略合作, 共同构建可持续发展的紧密型战略合作伙伴关系。双方共同构建智能车灯从设计到制造交付的端到端能力, 引领智能车灯产业发展, 在产业界形成持续领先的智能车灯系统解决方案竞争力, 此外双方将全面开展智能车载光领域的其他业务合作。我们认为, DLP 投影大灯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。

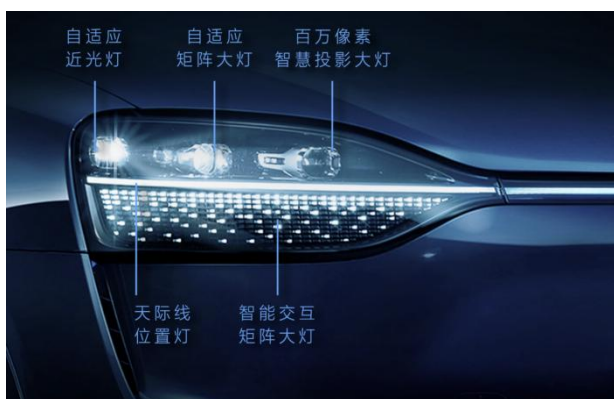
图17: 林树栋先生、刘晟君先生代表双方签署合作意向书



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18: 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19: 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

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20: 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

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21: 虹软技术能力

<b>AI 影像增强与全景立体成像技术</b>		
超光高清拍摄技术	防抖技术	HDR技术
全景技术	3D建模技术	3D立体成像技术
<b>AI 人脸与人体分析技术</b>		
人脸技术	美颜技术	人像技术
视线跟踪技术	手势识别与跟踪技术	体感技术
<b>AI 视觉认知技术</b>		
物体识别技术	场景识别技术	
<b>AI AR/VR技术</b>		
720°/3D AR/VR技术	vSLAM技术	光照估计技术
<b>AI 图像深度恢复技术</b>		
双目立体视觉深度恢复技术	3D景深摄像头深度恢复技术	

资料来源: 虹软官网、国信证券经济研究所整理

图22: 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

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23: 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24: 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

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25: 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26: 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

● 订单维度，优质的新项目为公司未来发展提供了强有力的保障。

2023年，公司承接了58个车型的新品研发项目，实现了50个车型的项目批产，优质的新项目为公司未来发展提供了强有力的保障。

表4: 星宇股份批产项目、新接项目数和承接新订单情况

年份	批产项目数（个）	新接项目数（个）	承接新项目订单金额	营业收入（亿元）	营收同比增速
2015年		98		24.68	22.40%
2016年	118	138（19个大灯）		33.47	35.64%
2017年	104	72（14个大灯）		42.55	27.15%
2018年	102	73（20-30个大灯）		50.74	19.24%

2019年	45	89		60.92	20.06%
2020年	42	62		73.23	20.21%
2021年	42	62	135亿	79.09	8.01%
2022.1.1-3.15			40亿		
2022年	23	44		82.48	4.28%
2023H1	36	17(车灯项目)、2(电子开发项目)		44.25	18.98%
2023年	50	58		102.48	24.25%

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

● **客户维度，公司持续加大新能源车型项目的开拓力度。**

2022年上半年，公司承接的新能源车型项目数量占比约四成，优质的新项目为公司未来发展提供了强有力的保障。目前，公司客户涵盖德国大众、一汽-大众、上汽大众、戴姆勒、北京奔驰、德国宝马、华晨宝马、通用汽车、上汽通用、日本丰田、一汽丰田、广汽丰田、日本日产、东风日产、广汽本田、东风本田、一汽红旗、吉利汽车、奇瑞汽车、理想汽车、蔚来汽车、小鹏汽车、赛力斯及某国际知名新能源车企等多家国内外汽车整车制造企业。

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

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

图27：星宇股份荣获理想汽车“合作共赢奖”



资料来源：公司官微、国信证券经济研究所整理

图28：星宇股份荣获2023蔚来质量卓越合作伙伴奖（NQPP）



资料来源：公司官微、国信证券经济研究所整理

● **产能维度，公司推进全球化布局，拓展海外市场。**

目前，公司塞尔维亚星宇产能逐步释放，协同总部承接客户全球化项目，为公司拓展海外市场奠定良好基础。此外，公司注册成立墨西哥星宇和美国星宇，进一步完善海外布局。

表5: 星宇股份完善海外布局 (单位: 万元)

公司名称	业务性质	主要产品或服务	注册资本	总资产	净资产	营业收入
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他活动	10 万欧元	85,236.95	53,635.28	11,042.61
欧洲星宇	服务业	乘用车及卡车车灯市场开发及客户关系维护、供应商关系维护、技术	10 万欧元	1,209.11	163.35	1,733.30
日本星宇	制造业	项目管理、行业信息收集等 汽车零部件制造、制造·设计·性能相关的技术开发、销售及进出口； 制造设备、工具、模具等进出口业务；承接出资母公司委托的本公司制	9,102 万日元	246.38	246.04	834.45
墨西哥星宇	制造业	品销售、商定的委托谈判；顾问业务；上述的附带的一切业务 汽车照明设备的制造和销售、出口；汽车其他零部件、电子件和配件的制造、出口；汽车零部件和配件的销售、出口；主要形式的塑料制造、销售、出口；设备进口、销售和出口；模具/工装生产设备的制造/销售	50000 比索	197.82	195.95	-
美国星宇	服务业	技术开发和服务；商品进口、出口和销售；设备的进口、出口、销售和租赁；管理咨询	20000 美元	-	-	-

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

2020 年 10 月, 星宇股份发行可转换债券, 用于智能制造产业园模具工厂、智能制造产业园电子工厂、补充流动资金, 其中“模具工厂”项目基建期延期至 2024 年, 设备投资期根据实际投产进度相应顺延; “智能制造产业园电子工厂”项目可行性发生变化, 公司预计贯穿式前部车灯将具有良好的前景和巨大的市场, 为最大化提高募集资金使用效益, 公司将本次发行原募集资金投资项目“智能制造产业园电子工厂”变更为“星宇股份智能制造产业园五期”, 目前也在建设推进中。

表6: 星宇股份募集资金整体使用情况 (单位: 万元)

募集资金来源	募集资金到位时间	募集资金总额	其中: 超募资金	扣除发行费用后募集资金净额	募集资金承诺投资总额	调整后募集资金总额	截至报告期末累计投入募集资金总额 (1)	截至报告期末累计投入进度 (%) (3) = (2)/(1)	本年度投入金额 (4)	本年度投入金额占比 (%) (5) = (4)/(1)	变更用途的募集资金总额
发行可转换债券	2020 年 10 月 28 日	150.00	0	149,060.47	150,000.00	149,060.47	82,946.42	55.65	24,127.96	16.19	54,500

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表7: 星宇股份募投项目明细

项目名称	智能制造产业园模具工厂	智能制造产业园电子工厂	补充流动资金	智能制造产业园五期
项目性质	生产建设	生产建设	补流还贷	生产建设
是否涉及变更投向	否	是	否	是
项目募集资金承诺投资总额	57,000.00	54,500.00	38,500.00	-
调整后募集资金投资总额 (1)	57,000.00	711.51	37,560.47	53,788.49
本年投入金额	9,372.23	-	-	14,755.73
截至报告期末累计投入募集资金总额 (2)	23,794.58	711.51	37,548.13	20,892.20
截至报告期末累计投入进度 (%) (3) = (2)/(1)	41.74	100.00	99.97	38.84
项目达到预定可使用状态日期	尚未达到预定使用状态	不适用	不适用	尚未达到预定使用状态
是否已结项	否	不适用	不适用	否
投入进度是否符合计划的进度	否	不适用	不适用	是
投入进度未达计划的具体原因	注 1	注 2	-	-
本年实现的效益	不适用	不适用	不适用	不适用
本项目已实现的效益或者研发成果	不适用	不适用	不适用	不适用
项目可行性是否发生重大变化, 如是, 请说明具体情况	否	是	否	否
节余金额		73978.74		

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理 (注 1: 模具工厂项目基建原计划于 2023 年第四季度完成。在实际推进过程中, 由于受到市场环境等多方面不确定因素的影响, 为降低募集资金投资风险, 公司审慎控制投资进度, 导致整个项目建设进度较原计划有所延后。2024 年 2 月公司董事会审议通过将模具工厂项目基建期延期至 2024 年, 设备投资期根据实际投产进度相应顺延。注 2: “智能制造产业园电子工厂”项目可行性发生变化, 原计划该项目用于车灯 LED 模组及其他电子模组生产和检测, 主要为扩大车灯电子生产规模。经慎重考虑,

公司拟通过提升现有电子工厂生产效率以及在现有厂房条件下优化生产布局、适度增加电子产线等方式以满足后续客户订单需求。公司预计贯穿式前部车灯将具有良好的前景和巨大的市场，为最大化提高募集资金使用效益，公司拟将本次发行原募集资金投资项目“智能制造产业园电子工厂”变更为“星宇股份智能制造产业园五期”，实施主体为星宇股份，实施地点在常州市新北区黄河西路709号。2022年8月公司2022年第二次临时股东大会审议通过将“智能制造产业园电子工厂”项目变更为“智能制造产业园五期”项目。）

### ● 公司已完成股份回购，将用于后续员工持股计划

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

**此外，公司深入推进数字化变革。**2023年，公司继续深入推进数字化变革，完成既定项目的验收和复盘、部分工厂的MOM系统横展验收，并通过BI实现数据高效应用，提升了上下游业务的协同效率。2023年公司荣获国家智能制造能力成熟度三级、智能制造示范工厂、绿色工厂等荣誉，数字化转型的阶段性成果得到充分肯定。

**短期维度**，2023Q4，伴随存量客户持续增长（奇瑞、一汽大众、一汽红旗等）叠加下游新车型项目放量（理想、蔚来、赛力斯等），公司营收表现超越行业8.9pct（汽车产量同比+23.02%）。**中长期维度**，星宇股份的新订单+新产品+新产能为业绩保驾护航。**客户维度**，当前星宇和日系合作愉快（拿下一汽丰田“竞争力进取奖”，广汽丰田“品质优秀奖”），已进入新势力（蔚来、小鹏、理想、赛力斯、某国际知名新能源车企等）和头部自主品牌客户（吉利）的供应商体系、并获取了项目，2023年，公司承接了58个车型的新品研发项目，实现了50个车型的项目批产，优质的新项目为公司未来发展提供了强有力的保障；**产能维度**，公司塞尔维亚星宇产能逐步释放，协同总部承接客户全球化项目，为公司拓展海外市场奠定良好基础，此外方式注册成立墨西哥星宇和美国星宇，进一步完善海外布局；**产品维度**，ADB持续渗透（渗透率从2019年的不到2%提升至2023年的12%），随着DLP投影大灯和ADB车灯等新技术陆续进入市场，星宇加强新技术开发应用，公司目前产品的新技术开发方向但不限于基于DMD技术的DLP智能前照灯、基于Micro LED技术的HD智能前照灯、基于Micro LED/Mini LED技术的像素显示交互灯、智能数字格栅/数字保险杠的创新研发、车灯控制器HCM/RCM/LCU的开发、汽车电子相关产品技术研发。2023年2月15日，星宇股份与地平线在常州签署战略合作协议，共同推进“行泊一体解决方案”的量产落地，星宇股份基于地平线征程@3车规级芯片研发的“行泊一体”解决方案已获得国内某头部车企正式定点。展望2024年，公司有望实现车型订单+海外工厂+ADB、DLP及“行泊一体”解决方案等新产品释放的带来的业绩共振。

**风险提示：**国内车市景气度持续下行风险；年降和原材料价格波动风险。

**投资建议：**上调营收预测，维持利润预测，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 24 年营收预测，维持利润预测，预计 24/25/26 年营收 130.0/160.8/202.3 亿元(原 24/25 年预计 128.3/160.8 亿)，归母净利润 15.5/20.6/26.7 亿元，对应 PE 分别 26/20/15x。长期具备全球车灯龙头潜力，维持买入评级。

**可比公司估值：**我们选同样具备进口替代逻辑的伯特利、车灯产业链核心标的科博达、减震隔音件龙头企业拓普集团进行可比公司估值（可比公司市值水平或业务领域接近），三家可比公司 2024 年平均 PE 约为 24 倍，我们维持星宇股份 2024 年 30-32x PE，对应 2024 年目标价 163-174 元，维持买入评级。

表8: 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		EPS			PE		
			20240331	(亿元)	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603596.SH	伯特利	买入	55.8	242	2.09	2.92	3.92	26.70	19.11	14.23
603786.SH	科博达	买入	61.59	249	1.61	2.14	2.77	38.25	28.78	22.23
601689.SH	拓普集团	买入	63.19	735	1.97	2.70	3.75	32.08	23.40	16.85
	平均				1.89	2.59	3.48	32.34	23.76	17.77
601799.SH	星宇股份	买入	140.06	400	3.86	5.43	7.20	36.30	25.80	19.46

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1489	2105	4105	4736	5437	<b>营业收入</b>	<b>8248</b>	<b>10248</b>	<b>13000</b>	<b>16076</b>	<b>20233</b>
应收款项	2469	4402	3206	3964	4989	营业成本	6387	8077	10031	12354	15492
存货净额	2326	2245	3205	3960	4990	营业税金及附加	43	56	56	69	87
其他流动资产	70	56	4160	5144	6475	销售费用	119	108	117	129	162
<b>流动资产合计</b>	<b>8978</b>	<b>9965</b>	<b>15832</b>	<b>18961</b>	<b>23048</b>	管理费用	247	271	317	372	443
固定资产	3271	3748	123	66	56	研发费用	522	610	754	867	1082
无形资产及其他	440	456	439	422	405	财务费用	(13)	(12)	0	0	0
投资性房地产	548	605	605	605	605	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	106	69	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>13237</b>	<b>14774</b>	<b>16998</b>	<b>20054</b>	<b>24114</b>	其他收入	(517)	(617)	(754)	(867)	(1082)
短期借款及交易性金融负债	4	13	130	130	130	营业利润	1054	1199	1725	2286	2966
应付款项	3841	4527	5608	6929	8733	营业外净收支	(4)	4	(2)	(2)	(2)
其他流动负债	273	356	366	451	568	<b>利润总额</b>	<b>1050</b>	<b>1203</b>	<b>1723</b>	<b>2284</b>	<b>2964</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4117</b>	<b>4896</b>	<b>6104</b>	<b>7510</b>	<b>9430</b>	所得税费用	108	101	172	228	296
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	598	742	747	752	757	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>941</b>	<b>1102</b>	<b>1551</b>	<b>2056</b>	<b>2668</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>598</b>	<b>742</b>	<b>517</b>	<b>522</b>	<b>527</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>4715</b>	<b>5638</b>	<b>6621</b>	<b>8032</b>	<b>9958</b>	<b>净利润</b>	941	1102	1551	2056	2668
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	15	78	3526	(43)	(91)
股东权益	8522	9136	10377	12022	14156	折旧摊销	306	377	358	398	419
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13237</b>	<b>14774</b>	<b>16998</b>	<b>20054</b>	<b>24114</b>	公允价值变动损失	(106)	(69)	0	0	0
						财务费用	(13)	(12)	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(22)	(903)	755	(1130)	(1551)
每股收益	3.30	3.86	5.43	7.20	9.34	其它	(15)	(78)	(3526)	43	91
每股红利	1.10	1.09	1.09	1.44	1.87	<b>经营活动现金流</b>	<b>1119</b>	<b>507</b>	<b>2664</b>	<b>1324</b>	<b>1536</b>
每股净资产	29.83	31.98	36.32	42.08	49.55	资本开支	0	(974)	(241)	(281)	(301)
ROIC	24%	23%	33%	47%	51%	其它投资现金流	(92)	1466	0	0	0
ROE	11%	12%	15%	17%	19%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(92)</b>	<b>492</b>	<b>(241)</b>	<b>(281)</b>	<b>(301)</b>
毛利率	23%	21%	23%	23%	23%	权益性融资	14	0	0	0	0
EBIT Margin	11%	11%	13%	14%	15%	负债净变化	0	0	(230)	0	0
EBITDA Margin	15%	15%	16%	17%	17%	支付股利、利息	(314)	(312)	(310)	(411)	(534)
收入增长	4%	24%	27%	24%	26%	其它融资现金流	(325)	242	117	0	0
净利润增长率	-1%	17%	41%	33%	30%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(940)</b>	<b>(383)</b>	<b>(423)</b>	<b>(411)</b>	<b>(534)</b>
资产负债率	36%	38%	39%	40%	41%	<b>现金净变动</b>	<b>87</b>	<b>616</b>	<b>2000</b>	<b>632</b>	<b>701</b>
息率	0.8%	0.8%	0.8%	1.0%	1.3%	货币资金的期初余额	1402	1489	2105	4105	4736
P/E	42.5	36.3	25.8	19.5	15.0	货币资金的期末余额	1489	2105	4105	4736	5437
P/B	4.7	4.4	3.9	3.3	2.8	企业自由现金流	0	(470)	2425	1045	1237
EV/EBITDA	36.2	30.4	22.4	17.9	14.8	权益自由现金流	0	(228)	2312	1045	1237

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