

星宇股份(601799)公司深度报告： 三重新周期，星宇再成长

评级：买入(维持)

戴畅(证券分析师)

S0350523120004

daic@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
星宇股份	-7.9%	-12.5%	17.0%
沪深300	-0.7%	1.8%	-5.8%

市场数据

2024/05/31

当前价格 (元)	122.88
52周价格区间 (元)	104.86-163.00
总市值 (百万元)	35,104.29
流通市值 (百万元)	35,104.29
总股本 (万股)	28,567.94
流通股本 (万股)	28,567.94
日均成交额 (百万元)	129.38
近一月换手 (%)	0.51

相关报告

《星宇股份 (601799) 2024年一季度点评报告：一季度营收同比向上，新项目、新技术持续突破 (买入)*汽车零部件*戴畅》——2024-05-01

《星宇股份 (601799) 2023年年报点评报告：业绩稳步增长，客户与产品结构优化 (买入)*汽车零部件*戴畅》——2024-04-03

- ◆ **前言：**公司是国内车灯领域龙头，基于车灯行业新成长周期（智能化车灯ASP继续提升）+公司客户新周期（自主和新势力开始放量）+公司业务新周期（智能产品拓展+海外拓展），我们认为公司未来3-5年将进入新的成长周期！
- ◆ **公司为国内车灯行业龙头，新成长周期在即。**公司前身常州星宇车灯有限公司成立于1993年，深耕车灯行业，产品主要包括汽车前照灯、后组合灯、雾灯、制动灯、转向灯等，积累了包括欧美系、日系以及内资品牌整车制造商等丰富的客户资源。2013-2023年，公司营收从16.3亿元增至102.5亿元/CAGR+20.2%，归母净利润从2.2亿元增至11.0亿元/CAGR+17.5%。2023年公司完成了客户结构的优化，2024年以后在车灯行业新成长（智能化驱动），自主和新势力客户放量，新业务拓展（品类和海外）的驱动下公司有望进入新的成长周期。
- ◆ **车灯行业新周期：智能化驱动，车灯产品升级新周期驱动ASP继续提升。**2022年以前，光源的升级驱动了车灯产品的升级和ASP的提升，车灯行业从卤素大灯逐步升级为LED大灯，2023年国内LED前照灯渗透率已从2018年的24%提升到79%，伴随新能源汽车的蓬勃发展，LED车灯渗透率仍有一定上升空间。2022年以来，电动智能变革，汽车车灯也从单一照明功能往智能化方向演进，ADB大灯、DLP大灯、连贯式尾灯、氛围灯等新兴产品持续打开行业天花板。据我们测算，2022年，ADB大灯的渗透率已超过10%，其中20-50万元的车型，渗透率都有显著提升。总体来看，车灯市场有望迎来二次快速增长期，2023-2030年，车灯单车价值量有望从1362元提升至1788元，CAGR达3.96%；谨慎假设下，国内车灯市场规模有望从2023年767亿元提升至2030年的1284亿元，CAGR达7.64%。
- ◆ **公司客户新周期：客户结构优化，公司自主新势力客户将进入快速放量期。**车灯行业集中度较高，配套格局相对稳定。公司自上市以来，客户结构经历了从背靠自主（奇瑞）到2015年进入合资（一汽大众、一汽丰田、广汽本田、日产等）到2017年进入高端合资（奥迪、奇瑞捷豹路虎等）再到外资（宝马全球、沃尔沃等）的跃迁，2021年开始大幅渗透进入头部自主和新势力车企。据我们测算，公司2023年国内市占率预计16%，随着现有客户内部份额提升+新型客户导入，公司2030年市占率有望达到31%。
- ◆ **公司业务新周期：智能化新品储备丰富，海外拓展打开新空间。**产品方面，公司已成功研发ADB前照灯、OLED尾灯、高清数字大灯等前沿车灯，并持续加强车灯控制器及行泊一体智能驾驶相关产品的开发。海外方面，公司于2020年3月开始在塞尔维亚建设生产基地，主要配套宝马、奥迪、大众等欧洲主流品牌整车厂商（该项目达产后年预计新增营收约1.24亿欧元）。远期考虑欧洲美洲的配套格局和公司的突破，2028年公司在欧洲市场的潜在收入空间有望超过12亿元，在美洲的潜在市场近4.5亿元。
- ◆ **盈利预测：三重新周期，星宇再成长，公司为国内车灯企业龙头，**随着公司持续推进 ADB、DLP 前照灯及氛围灯等项目，单车价值量逐步提升，产品及客户开拓顺利，新能源客户持续放量，塞尔维亚等海外布局工厂加速贡献公司海外业绩。我们预计公司 2024-2026年实现营业收入129、159、195亿元，同比增速为26%、23%、22%；实现归母净利润15.2、19.5、24.1亿元，同比增速38%、28%、24%；EPS 为5.33、6.83、8.45元，对应PE估值分别为23、18、15倍，我们看好公司未来发展，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**1) 下游客户销量不及预期的风险；2) 毛利率下滑风险；3) 技术研发和产品开发不及预期的风险；4) 经营管理风险；5) 客户集中度风险；6) 测算仅供参考，以实际为准。

- 01 总体介绍：国内车灯行业龙头，新成长周期在即
- 02 车灯行业新周期：形态升级+智能化升级，车灯行业二次成长
- 03 公司客户新周期：客户结构调整优化，自主新势力进入放量周期
- 04 产品业务新周期：智能化新品储备丰富，海外拓展打开新空间
- 05 盈利预测
- 06 风险提示

01 国内车灯行业龙头，新一轮成长周期在即

- ◆ 1.1基本介绍：深耕车灯领域，客户资源丰富
- ◆ 1.2发展复盘：产品结构升级+客户矩阵丰富，驱动公司不断成长
- ◆ 1.3公司治理：公司股权结构集中，未来有望推出股权激励计划
- ◆ 1.4财务表现：2015-2020年增长较迅速，2024年及以后有望进入新成长期

1.1基本介绍：深耕车灯领域，客户资源丰富

◆ **深耕车灯领域数十载，产品品类丰富。**公司前身常州星宇车灯有限公司成立于1993年，于2007年10月整体变更为股份有限公司，2011年2月在上海证券交易所成功上市。公司客户涵盖多家国内主要的汽车整车制造企业以及国外整车制造企业，产品主要包括汽车前照灯、后组合灯、雾灯、制动灯、转向灯等。

表：公司主要产品梳理

产品种类	主要产品	产品用途	产品图示	单车价值量(元)	单车配套数量(只)	2023年营业收入(亿元)
车灯类	前照灯	在夜间或白天雾、雨中行驶时照明道路、辨认前方障碍物		400-20000	2	96.0
	后组合灯	警示车辆后方的道路使用者，或在特定情况下照明使用		400-1200	2	
	雾灯	用于汽车在雾、雪和大雨等能见度较低的环境中行驶时照亮前方道路或警示车辆后方的道路使用者		100-300	4	
	其他车灯	主要包括氛围灯、门灯、阅读灯、化妆灯、下车灯等		100-1200	数个	
三角警示牌类	三角警示牌	行车过程中停车检修或者发生意外事故时使用，用以提醒其它车辆注意避让		10-20	1	0.2
控制器	前部灯具控制器、后部灯具控制器	接收车身CAN报文后，进行CAN/LIN转换，与负载灯具进行LIN通讯，传达点灯指令；对于灯具进行故障管控，并通过CAN反馈故障给车身		400-800	4	0.3
其他业务		主要为材料销售及废料销售收入				6

1.1基本介绍：深耕车灯领域，客户资源丰富

- ◆ **客户覆盖国内主流车厂。**星宇股份作为自主品牌车灯代表企业，积累了包括欧美系、日系以及内资品牌整车制造商等丰富的客户资源，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。

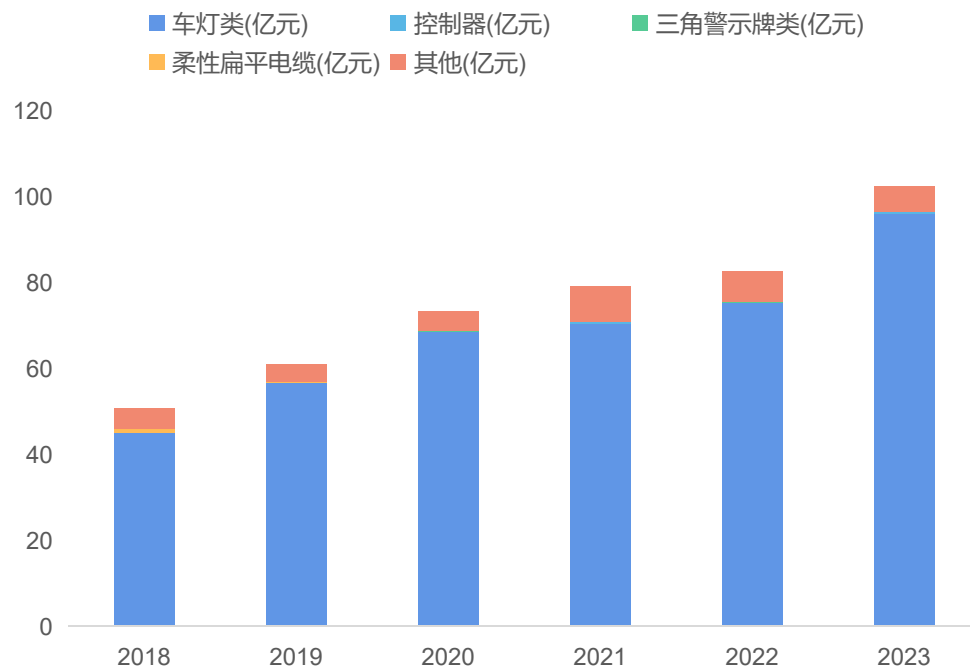
图：公司主要客户梳理



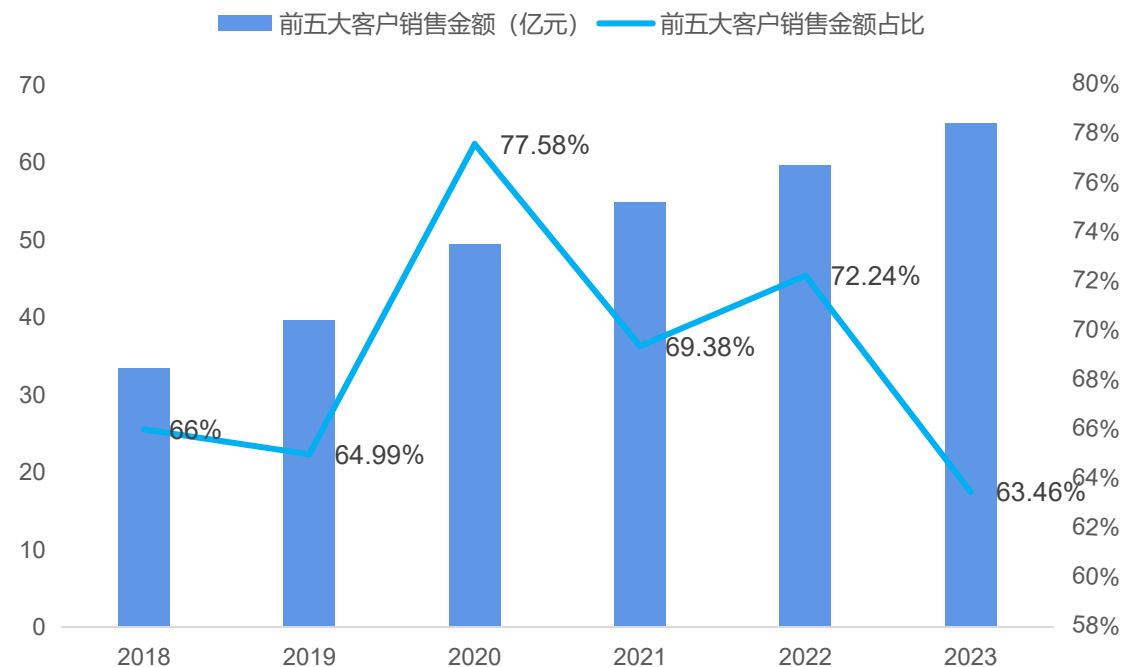
1.1基本介绍：深耕车灯领域，客户资源丰富

◆ 公司聚焦车灯主业，前五大客户集中度较高。2018年到2022年，车灯业务营收占比始终维持在90%左右。公司前五大客户的集中度较高，2018年至2023年，公司客户集中度始终保持在60%以上，其中2020年，受益于大众等头部客户ADB产品放量，公司当年客户集中度提升至77.58%。

图：公司分业务营收情况



图：公司前五大客户营收贡献占比变化情况



1.2发展复盘：产品结构升级+客户矩阵丰富，驱动公司不断成长

◆ 我们认为星宇股份的发展，可分为四个阶段：

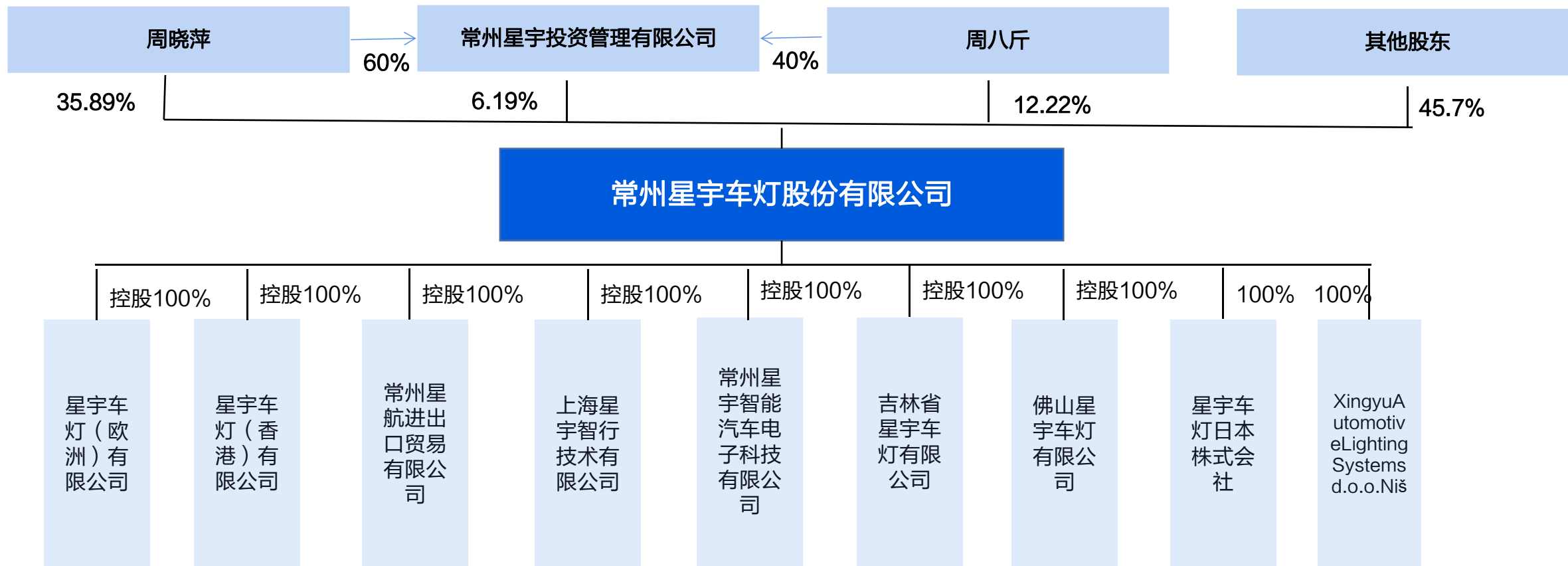
- 阶段一（1993-2015）：从背靠奇瑞到扩展外资合作伙伴，不断扩大客户版图。
- 阶段二（2016-2020）：Led大灯放量+合资客户不断突破份额提升，驱动公司快速发展。
- 阶段三（2021-2023H1）：公司客户向自主以及新能源转型，公司经理合资增速回落自主逐步上升的转型期。
- 阶段四（2023H2至今）：公司的新能源客户进入放量阶段，助力公司新一轮增长。



1.3 公司治理：公司股权结构集中

- ◆ 公司股权结构稳定集中，实控人周晓萍女士与其父合计持股54.3%。截至2023年12月31日，周晓萍女士与其父直接持股48.11%，通过常州星宇投资管理有限公司间接持股6.19%，合计持股54.3%。

图：公司股权结构图（截至2023年12月31日）



1.3 公司治理：公司2022-2023年多次回购，未来有望推出股权激励

- ◆ 公司2022-2023年多次回购，回购股份将用于核心员工股权激励/员工持股计划。据公司公告，2023年公司共进行2次股票回购，截至2023年7月31日，公司完成回购，已通过上海证券交易所交易系统以集中竞价交易方式回购公司股份87.0万股，占公司总股本比例约为0.3%，回购股份使用的资金来源为公司自有资金，不会对公司的经营、财务和未来发展产生重大影响，且回购股份将用于后续员工持股计划，激励员工为企业创造更多的价值。

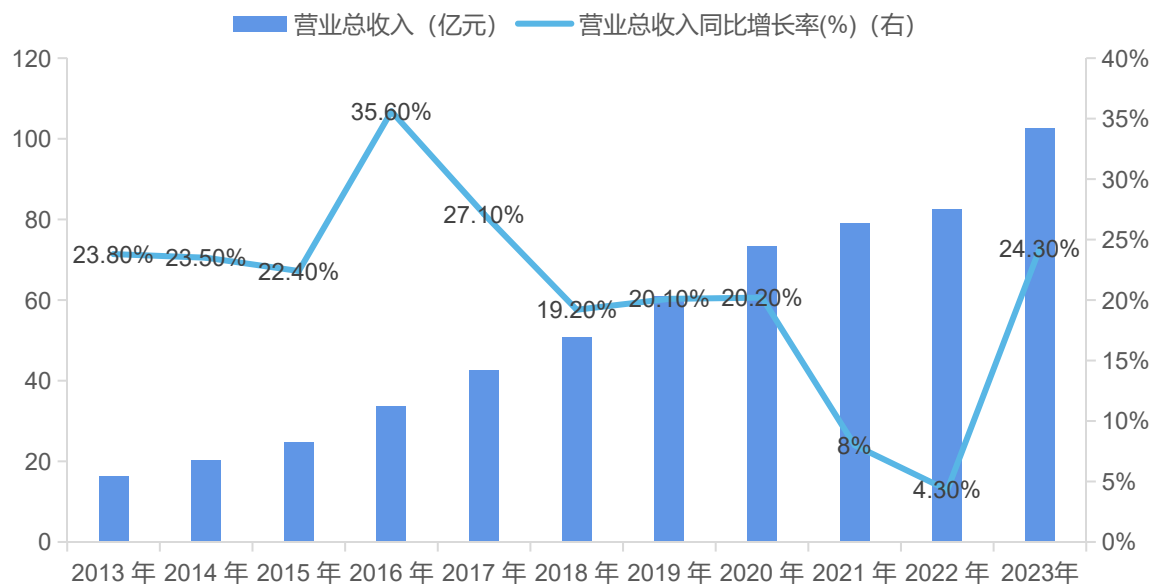
图：公司股票回购梳理

	股票回购1 (2023.3.30-2023.4.30)	股票回购2 (2023.5.10-2023.7.31)
回购股份的目的	拟将所回购股份用于后期对公司核心员工实施股权激励和/或员工持股计划	拟用于实施股权激励和/或员工持股计划
回购股份的种类	公司发行的人民币普通股 (A股)	公司发行的人民币普通股 (A股)
回购股份的方式	集中竞价交易方式	集中竞价交易方式
回购股份数量	40-80万股	66-133万股
回购股份占公司总股本比例	0.14%-0.28%	0.2334%-0.4667%
回购资金总额	6000-12000万元	10000-20000万元
回购实施期限	自董事会审议通过本次回购方案之日起12个月内。若在回购期限内回购股份金额达到12,000万元，或公司董事会决定终止本回购方案。	自董事会审议通过本次回购方案之日起12个月内。若在回购期限内回购股份金额达到20,000万元，或公司董事会决定终止本回购方案。
拟回购股份价格	上限为150.00元/股 (含)，不超过董事会审议通过本次回购决议日的前30个交易日公司A股股票交易均价的150%	上限为150.00元/股 (含)，不超过董事会审议通过本次回购决议日的前30个交易日公司A股股票交易均价的150%
回购股份资金来源	公司自有资金或符合法律法规规定的自筹资金	公司自有资金或符合法律法规规定的自筹资金
回购股份实际进展	截至2023年4月30日，公司已通过上海证券交易所交易系统以集中竞价交易方式累计回购公司股份104.15万股，占公司总股本的比例为0.3646%，回购成交的最高价为119.00元/股，最低价为109.86元/股，支付的资金总额为人民币1.2亿元 (含交易费用)。	截至2023年7月31日，公司完成回购，已通过上海证券交易所交易系统以集中竞价交易方式回购公司股份86.97万股，占公司总股本的比例为0.3044%，回购成交的最高价为135.82元/股，最低价为105.38元/股，支付的资金总额为人民币1.0亿元 (含交易费用)。

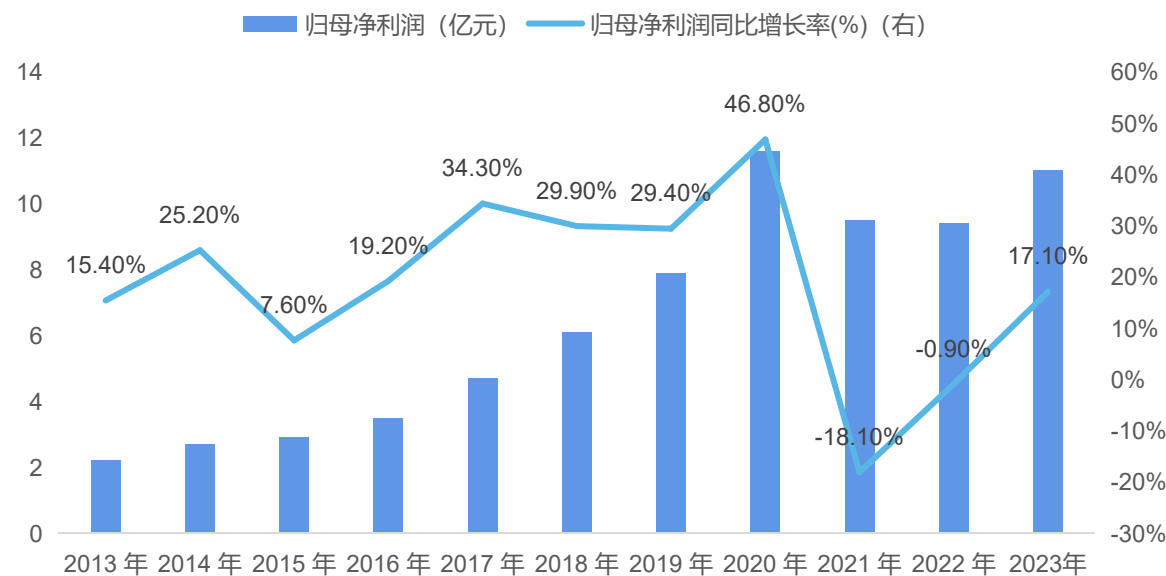
1.4财务表现：2015-2020年增长较迅速，2024年及以后有望进入新成长期

- ◆ **公司营收2015-2020年增长较迅速，2021-2022年增长放缓，预计2024年及以后有望进入新成长期。**公司主营业务包括车灯（汽车前照灯、后组合尾灯、雾灯、高位刹车灯、转向灯以及内饰灯）、控制器等，其中收入主要来源于汽车车灯的生产与销售，2013-2023年，公司营收从16.3亿元增至102.5亿元/CAGR+20.2%，2023年车灯业务营收占比为93.7%。星宇股份受益于LED渗透率的提升，2015-2020年公司营收保持高增长，2021-2022年由于绑定的合资客户新能源转型较慢，公司并未享受到新能源车的红利，而合资燃油车客户份额反而被新能源车抢走，导致公司连续2年营收增速较低。2021年公司战略调整，开始布局新能源车客户，2023年蔚来、小鹏、理想、问界等客户放量，公司营收增速拐点，同比增长24.30%。
- ◆ **公司盈利弹性有望超预期。**2013年-2023年，公司归母净利润从2.2亿元增至11.0亿元/CAGR+17.5%。由于公司2021年、2022年营收增速下降，产能扩张，以及疫情等影响，导致2021-2022年公司归母净利润连续两年下滑。2023年公司净利润恢复同比双位数正增长，主要得益于奇瑞、蔚来、小鹏等客户新项目投产，以及前期因疫情导致的低基数。我们认为公司未来2年的利润增速或高于营收增速，主要是受益于规模效应+新势力等客户放量。

图：2013-2023年公司营收及增速



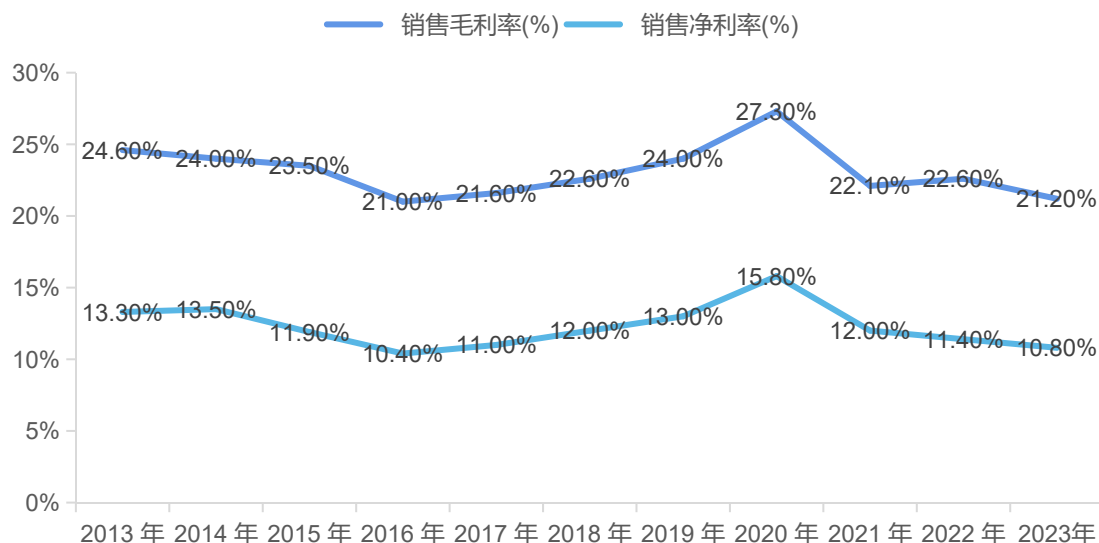
图：2013-2023年公司归母净利润及增速



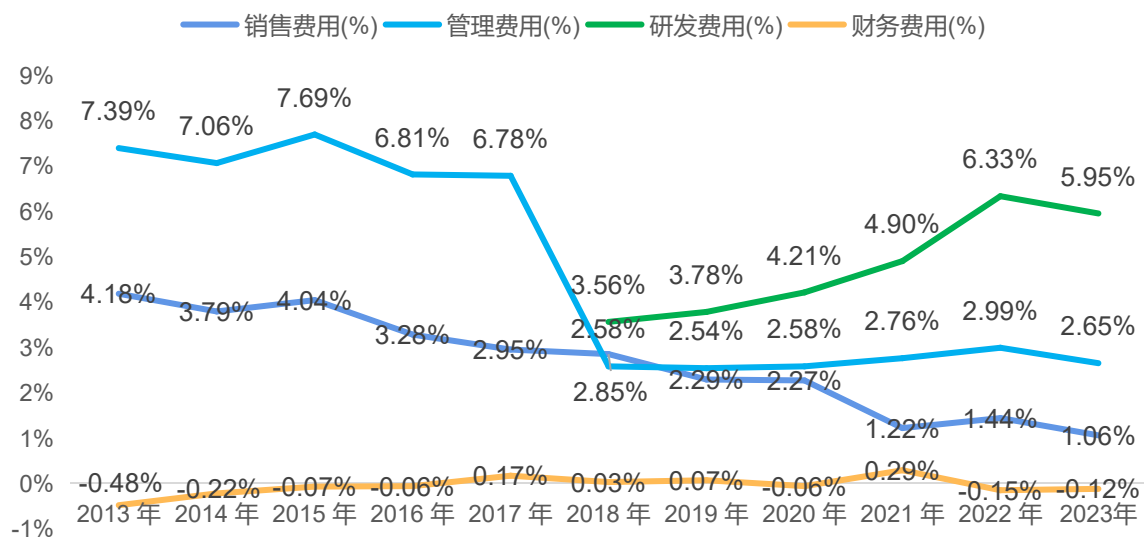
1.4 财务表现：利润率修复在即，成本费用控制优秀

- ◆ **核心车灯产品均价提升带动利润率上行，2021年后毛利率稳定在22%左右。**受益于产品结构优化叠加车灯升级，公司车灯产品均价从2012年的39元/只稳步提升至2023年的162元/只。公司早期前照灯、后组合灯技术尚不成熟，产品质量和良率不稳定，加上低价拓客策略，2012至2016年毛利率从25.9%下滑至21.0%；2016年起公司瓶颈期已过，随毛利率更高的LED前照灯、后组合灯占比提升，2020年整体毛利率增长至27.3%；2021年后受芯片等原材料涨价及合资客户销量下滑影响，毛利率下滑至22%左右。净利率随之从2020年的15.8%下降至2023年的10.8%，我们认为随着产能利用率的提升，以及高毛利产品的量产，预计**2024年公司净利率有望恢复至12%以上。**
- ◆ **期间费用稳定下降。**公司期间费用率控制得当，由2017年的9.9%下降至2023年的9.5%。其中可以看出，公司研发费用率近两年有所上升，主要是前瞻项目的开发，预计1-2年后将会转化成营收。

图：2013-2023公司利润率情况



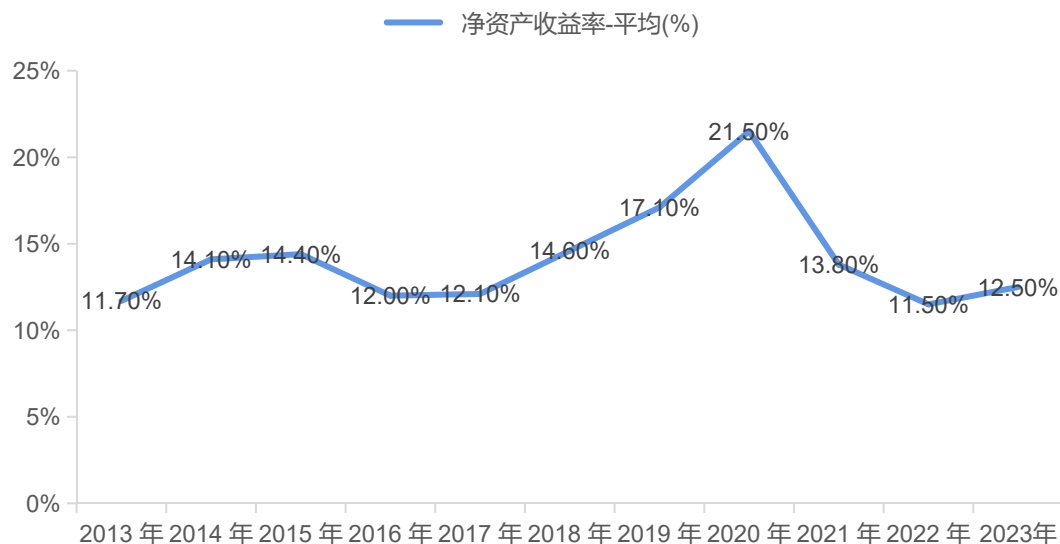
图：2013-2023公司费用率情况



1.4 财务表现：ROE水平有望修复回升

◆ 公司净资产收益率后续有望底部回升。星宇股份的融资能力和营运能力比较稳定，ROE主要受到盈利能力的影响。公司业务受益于LED车灯的普及和应用，从2017年开始盈利能力逐年上涨，ROE受此影响从2017年的12.1%上升至2020年最高点21.5%。此后盈利能力受疫情，产能利用率等影响回落，星宇股份ROE持续下降，截止2023年ROE为12.5%。随着更高价值量的ADB、DLP车灯的应用及渗透率的提升，盈利能力预计上升，公司ROE有望迎来回升拐点。

图：2013-2023年公司净资产收益率情况



图：2014-2023年公司ROE杜邦分析

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
净资产收益率(ROE)(%)	14.1	14.4	12.0	12.1	14.6	17.1	21.5	13.8	11.5	12.5
销售净利率(%)	13.5	11.9	10.4	11.0	12.0	13.0	15.8	12.0	11.4	10.8
净利润/利润总额 (%)	86.3	86.7	87.5	84.0	85.0	83.3	85.0	88.1	89.7	91.6
利润总额/息税前利润 (%)	101.9	100.7	100.9	99.0	99.8	99.8	100.4	98.4	101.2	101.4
息税前利润/营业总收入(%)	15.4	13.6	11.8	13.3	14.1	15.6	18.6	13.9	12.6	11.6
归属母公司股东的净利润/净利润(%)	100.1	99.9	100.2	100.2	100.4	100.1	100.0	100.0	100.0	100.0
权益乘数	1.6	1.6	1.5	1.5	1.6	1.7	1.9	1.7	1.5	1.6
资产周转率(次)	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7

02 车灯行业新周期：形态升级+智能化升级，车灯行业二次成长

- ◆ 2.1车灯趋势：LED化驱动行业一次成长，智能化+形态升级驱动行业二次成长
- ◆ 2.2车灯空间：行业有望迎来二次高速增长期

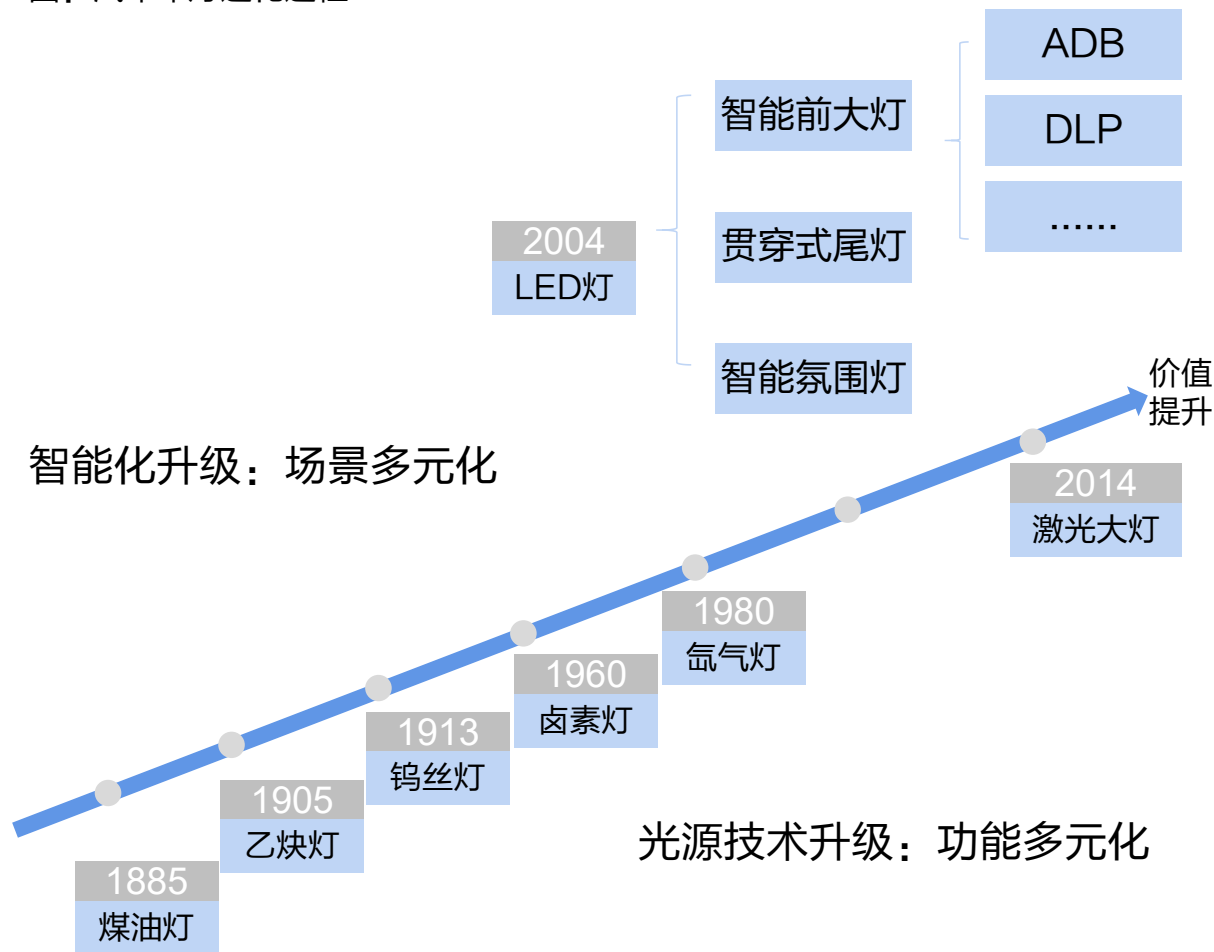
2.1车灯趋势：光源升级，2018-2021年车灯的快速LED化

◆ 车灯行业持续技术升级，向智能化迈进。汽车车灯光源经历了煤油灯——乙炔灯——白炽灯——卤素灯——氙气灯——LED灯——激光灯的技术升级演变，每一次升级都伴随着光线强度、耐用度、照明效果等性能的提高以及能耗的减少。

图：各类车灯光源梳理

	卤素	氙气	LED (单颗)	激光 (单颗)
光线强度	1350流明	2000-3500流明	300-2240流明	300-450流明
发光面积	20mm ²	12.5mm ²	1-5mm ²	3mm ²
色温	3,200K	4,300K	2,700-8,300K	6,000K
寿命	300小时	3000小时以上	5000小时以上	1000小时
能耗	55W	25-35W	3-18W	5W
优点	√低成本	√寿命比卤素长	√亮度较高	
	√结构简单	√结构较简单，光源几乎不用更换	√寿命长	√结构复杂，集束角较小
	√不需要驱动		√功耗低，节能环保	
缺点	√亮度低	√启动较慢	√需要驱动	√需要驱动
	√能耗较高	√成本较高	√成本高	√成本极高
用途	适用远光、近光、前雾灯	适用透镜式远光、近光	适用远光、近光、前雾灯	适用辅助远光

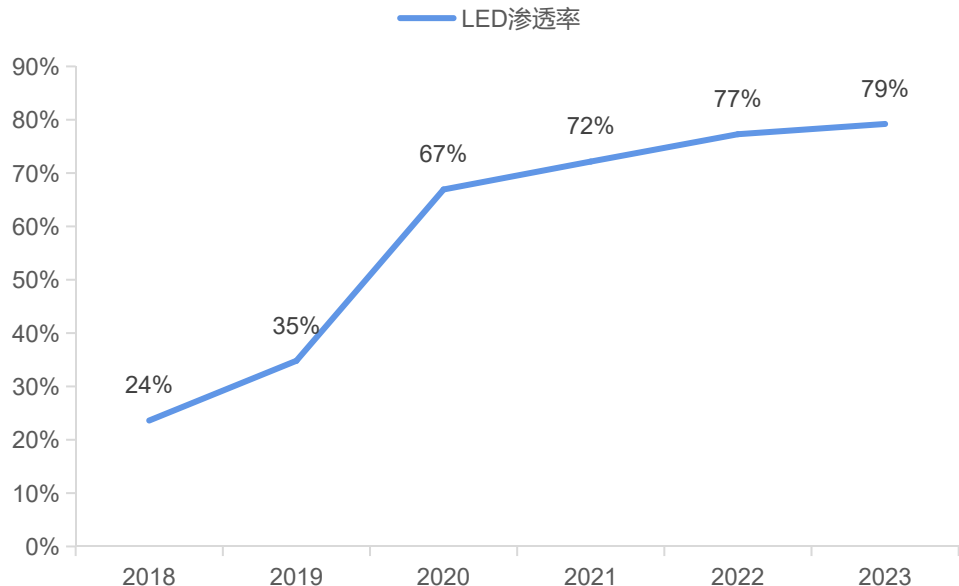
图：汽车车灯进化进程



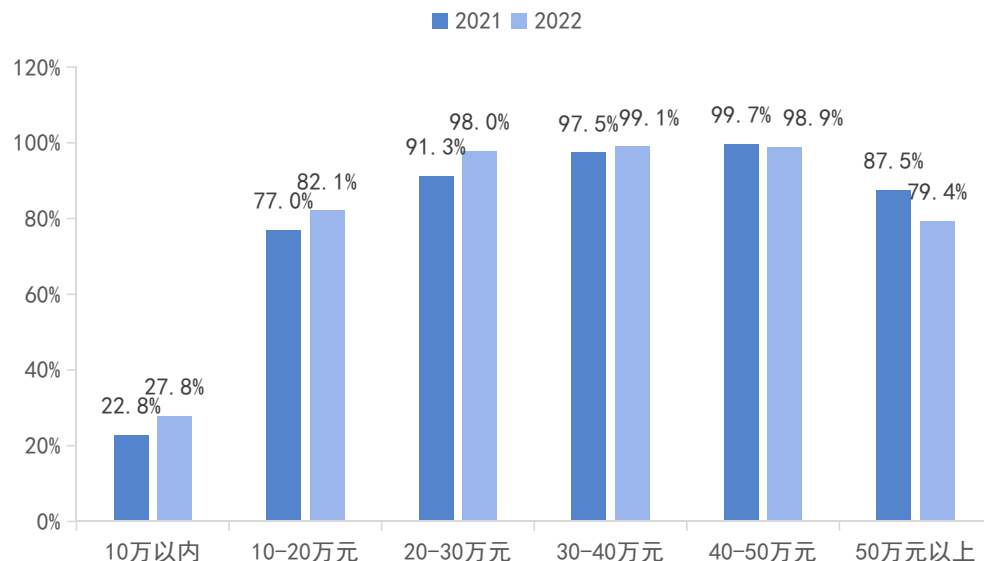
2.1车灯趋势：光源升级，2018-2021年车灯的快速LED化

- ◆ **光源升级，从卤素到LED。**同卤素灯、氙气灯相比，LED车灯更加节能环保、使用寿命更长、反应速度更快、可以灵活设计组合；而同激光大灯相比，LED灯性价比明显。凭借性能和成本的综合优势，根据汽车之家车型配置数据，我们对2018年至2023年国内市场轿车车型和SUV车型中年销量前30的车型进行车灯配置统计和测算，2018至2023年国内LED前照灯渗透率已从24%提升到79%，主要受益于主要销量车型的改款车型LED车灯配置率显著提高。我们认为，伴随新能源汽车的蓬勃发展，LED车灯渗透率仍有一定上升空间。

图：2018-2023年轿车以及SUV销量各前30车型汇总的LED车灯渗透率



图：2021-2022年分价格段LED车灯渗透率情况



2.1车灯趋势：形态升级，尾灯+氛围灯未来的多元化

- ◆ **技术升级驱动汽车尾灯、氛围灯需求向多元化发展。**汽车后尾灯升级路线，光源层面遵循卤素-LED-OLED的光源升级路线，形态方面则从分离式尾灯向贯穿式尾灯升级。各车企的选择路线来看，市面上主流车企的新车基本开始使用贯穿式后尾灯。汽车氛围灯则向着智能控制变色的方向升级。各车企的选择路线来看，理想当前所有车型均标配256色氛围灯，问界M7、智界S7则可以提供128种颜色的氛围灯供车主选择。

表：代表性车型内饰氛围灯配置情况

厂商类型	车企	车型	价格	氛围灯
新势力	特斯拉（上海）	Model Y	25-36万	多色
		Model 3	23-34万	256色
	理想	L7	30-36万	256色
		L8	32-38万	
		L9	41-44万	
		L6	25-28万	
		MEGA	53万	
	小米	SU7	22-30万	256色
	问界	M7	25-33万	128色
		M9	47-57万	1680万色
自主	奇瑞	智界S7	25-35万	128色
		艾瑞泽8	10-15万	部分多色
	捷途旅行者	14-22万	部分多色	
	比亚迪	唐新能源	18-27万	31色
	吉利	极氪001	27-40万	多色
合资	北京奔驰	奔驰E级	45-60万	64色
	一汽大众	迈腾2023款	15-22万	部分30色

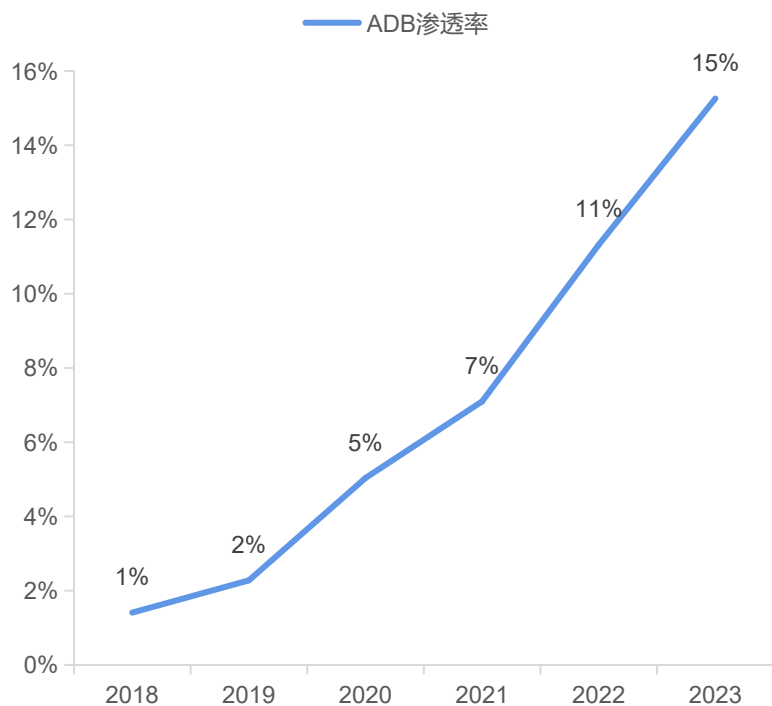
表：代表性车型尾灯配置情况

车企	车型	设计特色	尾灯类型
比亚迪	海豹	海天一线	贯穿式尾灯
	海豚	几何折线	贯穿式尾灯
	秦	龙爪之痕	贯穿式尾灯
赛力斯	汉	中国结	贯穿式尾灯
	元	飞羽掠影	贯穿式尾灯
	问界 M5	鹰翼尾灯	贯穿式尾灯
长安	深蓝 SL03	星焰尾灯	贯穿式尾灯
	阿维塔 11	星环式流光尾灯	贯穿式尾灯
理想	L7	星环灯	贯穿式尾灯
	L8		贯穿式尾灯
	L9		贯穿式尾灯
	L6		贯穿式尾灯
	MEGA		贯穿式尾灯

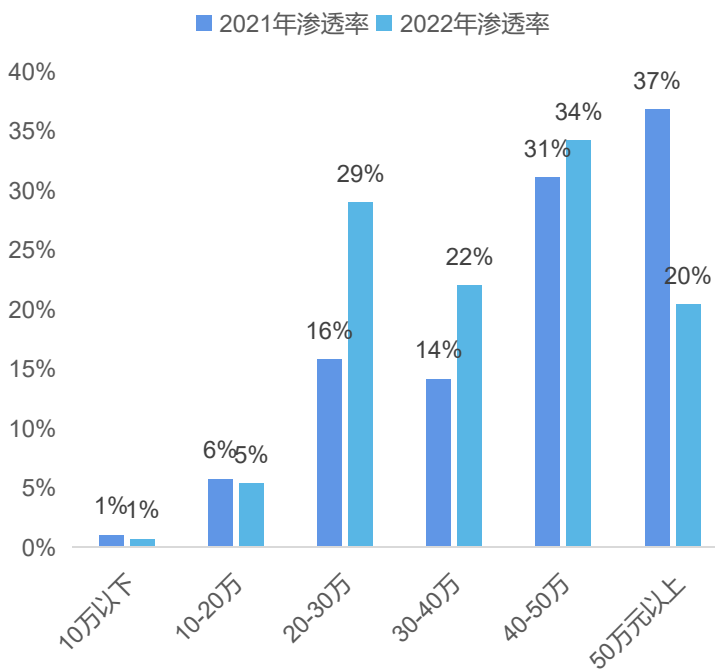
2.1车灯趋势：智能化升级，大灯进一步向ADB，DLP升级

◆ **智能化升级，场景多元化。**伴随电动智能变革，汽车车灯也从单一照明功能往智能化方向演进，前照灯方面，AFS、ADB、DLP、MicroLED等智能前照灯不仅可以根据需要自动控制车灯开关，也能成为辅助驾驶、人车交互的一部分。根据汽车之家汽车配置数据，我们对2018年至2023年国内市场轿车车型和SUV车型中年销量前30的车型进行车灯配置统计和测算，截至2022年，ADB大灯的渗透率已超过10%，其中20-50万元的车型，渗透率都有显著提升。50万以上车型，虽配置ADB车灯的车型数量2022年相较于2021年增多，但主要车型，如梅赛德斯奔驰B级车、奥迪e-tron的市场占比减少，导致2022年ADB渗透率出现下滑。

图：2019-2023年ADB车灯渗透率变化



图：2021-2022年分价格段ADB车灯渗透率情况



图：当前部分主流配置ADB大灯车型梳理（截至2024.5.20）

派系	品牌	车型	最低标配价格(万元)	车型配置比例
合资	大众	大众ID.3	18.09	2/5
	丰田	威兰达	19.18	10/11
		赛那SIENNA	29.68	标配
自主	比亚迪	汉	16.98	标配
		唐新能源	17.98	标配
	吉利	极氪001	26.9	标配
	长城	坦克300	19.98	标配
	长安	启源A07	13.59	标配
	奇瑞	瑞虎9	15.29	标配
新势力	问界	问界M9	46.98	标配
	蔚来	蔚来ET5	29.80	标配
	小鹏	小鹏X9	35.98	标配
	理想	理想L9	40.98	标配

2.2车灯空间：形态升级+智能升级，车灯行业有望进入二次成长期（1）

◆ **测算假设：**1) **总量假设：**我们对国内市场乘用车销量进行中性和谨慎口径的假设。谨慎状态下，我们预计乘用车2024-2030年每年的销量增速为1%；中性假设下，我们预计乘用车2024-2030年每年的销量增速为2%-2.5%；2) **价格假设：**随着LED车灯渗透率的快速提高，其价格快速回落后逐渐趋于平稳，我们假设2024-2025年，每年LED车灯价格下降2%，2026-2030年每年LED车灯价格下降1%；我们假设ADB大灯每年价格降幅为2%；DLP大灯在迎来初步放量后，我们预计2025-2026年每年降价5%，2026-2030年每年降价幅度为3%。

◆ **车灯行业有望迎来二次成长。**国内车灯行业的单车价值量经历过2次跃升：1) 2018-2021年，随着LED车灯快速普及推广，车灯ASP快速提升，CAGR达到13.83%；2) 2021年至今，ADB、DLP等智能大灯渗透率持续向上，车灯ASP再次跃升，我们预期2023到2030年，车灯单车价值量提升CAGR可达5.93%。

◆ **国内车灯大灯市场空间2025年预计达到500亿元，2030年预计达720亿元。**根据我们测算，2023年普通LED车灯、ADB车灯、DLP车灯单车价值量分别约1500、3200、18000元，渗透率分别为79%、15%、0.1%，假设到2030年，ADB车灯渗透率有望提升至50%，DLP车灯渗透率有望提升至4%，谨慎假设下，国内乘用车大灯市场规模有望从2023年的449亿元提升至2025年500亿元，2030年预计扩容至720亿元，2023至2030年CAGR+6.99%。

表：谨慎假设下国内乘用车大灯市场空间测算（亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2030E
乘用车销量（万辆）	2371	2144	2018	2148	2356	2606	2632	2659	2794
卤素灯渗透率	71%	61%	26%	19%	9%	4%	2%	1%	0%
氙气灯渗透率	4%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	0%
LED灯渗透率	24%	35%	67%	72%	77%	79%	77%	72%	46%
ADB灯渗透率	1%	2%	5%	7%	11%	15%	20%	26%	50%
DLP灯渗透率					0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	4%
卤素灯单价（元）	700	750	600	550	500	450	437	423	383
氙气灯单价（元）	1100	1000	950	900	850	800	776	753	680
LED灯单价（元）	2600	2300	2000	1750	1600	1500	1470	1441	1370
ADB灯单价（元）				4500	3600	3200	3136	3073	2778
DLP灯单价（元）					20000	18000	17100	16245	13950
卤素灯销量（万套）	1683	1308	525	408	212	116	53	27	0
氙气灯销量（万套）	94	41	41	37	55	26	13	13	0
LED灯销量（万套）	560	746	1351	1550	1821	2064	2036	1922	1285
ADB灯销量（万套）	33	49	102	153	267	398	526	691	1397
DLP灯销量（万套）	0	0	0	0	1	3	4	5	112
卤素灯市场空间（亿元）	118	98	31	22	11	5	2	1	0
氙气灯市场空间（亿元）	10	4	4	3	5	2	1	1	0
LED灯市场空间（亿元）	146	172	270	271	291	310	299	277	176
ADB灯市场空间（亿元）	0	0	0	69	96	127	165	212	388
DLP灯市场空间（亿元）	0	0	0	0	2	5	7	9	156
乘用车大灯规模（亿元）	274	274	305	366	405	449	474	500	720
车灯均价（元）	1155	1277	1514	1703	1719	1722	1803	1881	2577
yoy		10.6%	18.5%	12.5%	0.9%	0.2%	4.7%	4.4%	4.9%

2.2车灯空间：形态升级+智能升级，车灯行业有望进入二次成长期（2）

◆ **国内车灯尾灯市场空间2025年预计272亿元，2030年预计超300亿元。**根据我们测算，2023分体式后尾灯、新式后尾灯单车价值量分别约891、1212元，渗透率分别为73%、27%，假设到2030年，新式后尾灯渗透率有望提升至60%，谨慎假设下，国内乘用车尾灯规模有望从2023年的255亿元提升至2025年的272亿元，2030年预计扩容至311亿元，2023至2030年CAGR+2.87%。

◆ **国内车灯氛围灯市场空间2025年预计142亿元，2030年超过250亿元。**伴随电动化、智能化浪潮，消费者对于座舱内的乘用车及娱乐体验有了更高的要求，车内灯光从传统照明向智能变色方向发展，为车灯市场注入全新增量需求。根据我们测算，2023前格栅灯、星环灯单车价值量分别约1667、1263元，渗透率分别为10%、6%，假设到2030年，前格栅灯、星环灯渗透率有望分别提升至31%、26%，谨慎假设下，两者在乘用车市场的规模有望从2023年的63亿元提升至2025年的142亿元，2030年预计扩容至253亿元，2023至2030年CAGR+21.93%。

表：国内乘用车尾灯市场空间测算（亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2030E
乘用车销量，万辆	2371	2144	2018	2148	2356	2606	2632	2659	2794
传统分体式后尾灯渗透率					81%	73%	66%	59%	40%
新式尾灯渗透率					19%	27%	34%	41%	60%
传统分体式后尾灯单价（元）					900	891	882	873	830
新式尾灯均价（元）					1200	1212	1224	1236	1299
分体式后尾灯销量（万套）					1908	1902	1737	1569	1118
新式后尾灯销量（万套）					448	704	895	1090	1677
分体式后尾灯市场空间（亿元）					172	170	153	137	93
新式后尾灯市场空间（亿元）					54	85	110	135	218
乘用车尾灯规模（亿元）					225	255	263	272	311
ASP					957	978	998	1022	1112

注：新式尾灯包含除传统分体式尾灯以外的新尾灯品类，包括但不限于贯穿式后尾灯、ISD尾灯和OLED尾灯。

表：国内乘用车氛围灯市场空间测算（亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2030E
乘用车销量（万辆）	2371	2144	2018	2148	2356	2606	2632	2659	2794
前格栅灯渗透率					6%	10%	15%	20%	31%
星环灯渗透率					3%	6%	10%	15%	26%
前格栅灯单价（元）					1650	1667	1683	1700	1787
星环灯单价（元）					1250	1263	1275	1288	1354
前格栅灯销量（万套）					141	261	395	532	866
星环灯销量（万套）					71	156	263	399	727
前格栅灯市场空间（亿元）					23	43	66	90	155
星环灯市场空间（亿元）					9	20	34	51	98
外饰氛围灯市场总空间（亿元）					32	63	100	142	253
ASP					1516.7	1515	1519.9	1523.4	1589

2.2车灯空间：形态升级+智能升级，车灯行业有望进入二次成长期（3）

- ◆ 总体来看，车灯市场有望迎来二次快速增长期。我们预计，2023-2030年，车灯单车价值量有望从1362元提升至1788元，CAGR达3.96%；谨慎假设下，国内乘用车车灯市场规模有望从2023年767亿元，提升至2030年的1284亿元，CAGR达7.64%。

表：国内乘用车车灯市场空间测算（亿元）

	2022	2023	2024E	2025E	2030E
乘用车销量（万辆）	2356	2606	2632	2659	2794
LED灯渗透率	77%	79%	77%	72%	42%
ADB灯渗透率	11%	15%	20%	26%	50%
DLP灯渗透率	0%	0%	0%	0%	8%
分体式后尾灯渗透率	75%	65%	55%	45%	40%
贯穿式后尾灯渗透率	25%	30%	38%	45%	60%
前格栅灯渗透率	6%	10%	15%	20%	45%
星环灯渗透率	2%	6%	10%	15%	35%
乘用车车灯总销量（万套）	4924	5629	5923	6248	7181
乘用车大灯规模（亿元）	405	449	474	500	720
乘用车尾灯规模（亿元）	225	255	263	272	311
外饰氛围灯市场规模（亿元）	32	63	100	142	253
车灯总市场规模（亿元）	663	767	837	914	1284
车灯均价（元）	1346	1362	1414	1462	1788
yoy		1.2%	3.8%	3.4%	3.1%

03 公司客户新周期：自主新势力进入放量周期

- ◆ 3.1车灯竞争格局：车灯行业集中度较高，配套格局相对稳定
- ◆ 3.2星宇客户变迁：新能源客户有望成为下一增长极
- ◆ 3.3星宇国内空间：公司客户结构持续拓展优化，2030年公司市占率有望超过30%

3.1车灯竞争格局：车灯行业集中度较高，配套格局相对稳定

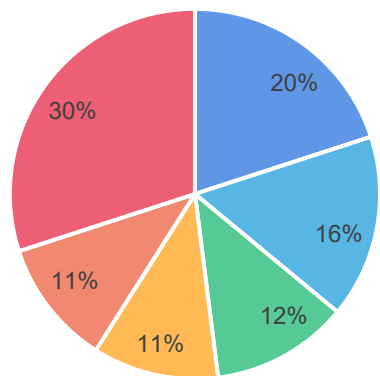
- ◆ 车灯行业集中度较高，全球CR5高达95%。根据Marklines的统计数据，2023年车灯市场集中度较高，全球前五大车灯厂商占据70%的车灯市场。其中，小系（20%）、法雷奥（16%）、马瑞利（12%）、海拉（11%）、斯坦雷（11%）。
- ◆ 国内车灯市场CR5达到61%，竞争格局已基本形成。根据Marklines统计的2021年我国国内车灯市场格局数据，国内核心车灯总成供应商有华域视觉、小系、海拉和星宇股份，主要为国内合资车企和主流自主品牌提供服务，除此之外，部分车企，如比亚迪，主要使用自有的车灯厂。

表：国内主要车灯供应商及下游客户配套情况梳理

公司名称	布局产品	前瞻性技术	配套客户
华域视觉	矩阵式LED前照灯 LED前照灯 OLED尾灯 DLP照明技术 自适应大灯 流水转向灯	OLED照明技术 薄型面发光模 矩阵照明技术 DLP照明技术 光导技术 悬浮式线发光技术 厚壁光导技术 数字化照明大灯 内部RGB氛围灯	大众、奥迪、别克、凯迪拉克、雪佛兰、福特、丰田、特斯拉、宝马、日产、雪铁龙、高合等。
星宇股份	前照灯 氛围灯 尾灯	柔性OLED照明技术 面光源照明技术 镭雕发光技术	一汽大众、上汽通用、奇瑞汽车、东风日产、广汽乘用车、通用五菱、上汽大众、宝马、吉利汽车、一汽丰田等。
小系	前照灯 尾灯 转向灯	OLED照明产品	一汽丰田、广汽丰田等。
马瑞利	前照灯 尾灯 氛围灯	矩阵大灯 像素大灯 智能表面 OLED尾灯 激光大灯	宝马、奥迪、奔驰、路虎、大众、克莱斯勒、雪铁龙、保时捷、标致、法拉利等。
海拉	头灯 尾灯 内饰灯 车身小灯	高清液晶技术 无炫目远光灯 自适应灯光明暗界限 AFS系统 OLED照明技术	保时捷、奔驰、宝马、奥迪、大众、日产雪铁龙、标致、捷豹路虎等。
法雷奥	前照灯 尾灯 氛围灯	OLED照明技术 360°投影大灯 矩阵式大灯	标致、通用、福特、宝马、奔驰、日产、马自达、三菱、长安、吉利、奇瑞等。
斯坦雷	前大灯 尾灯 氛围灯	OLED照明技术 激光大灯 ADB大灯	丰田、本田、日产、马自达、铃木、三菱、宝马等

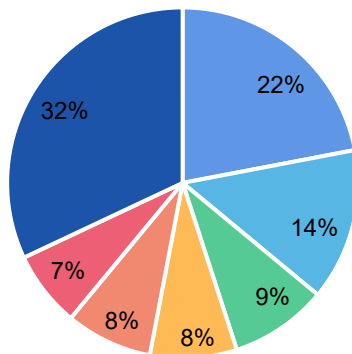
图：2023年世界前照灯市场份额

■ 小系 ■ 法雷奥 ■ 马瑞利 ■ 海拉 ■ 斯坦雷 ■ 其他



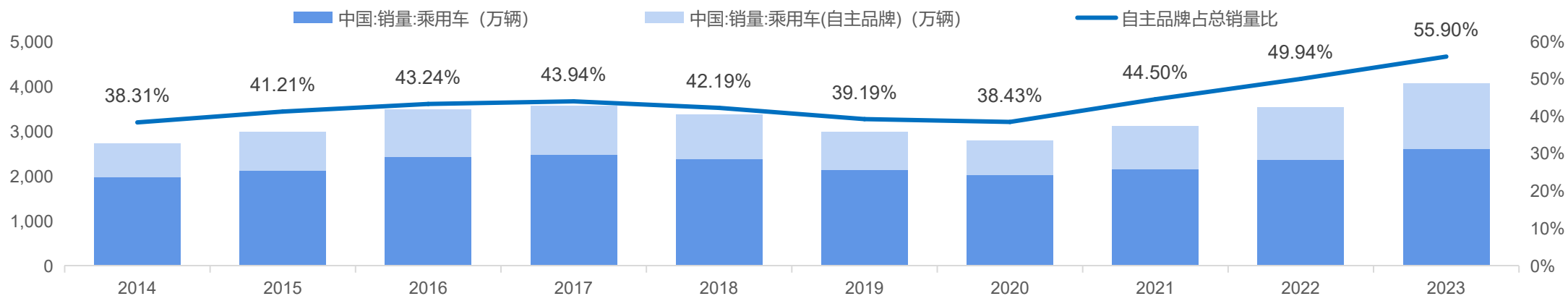
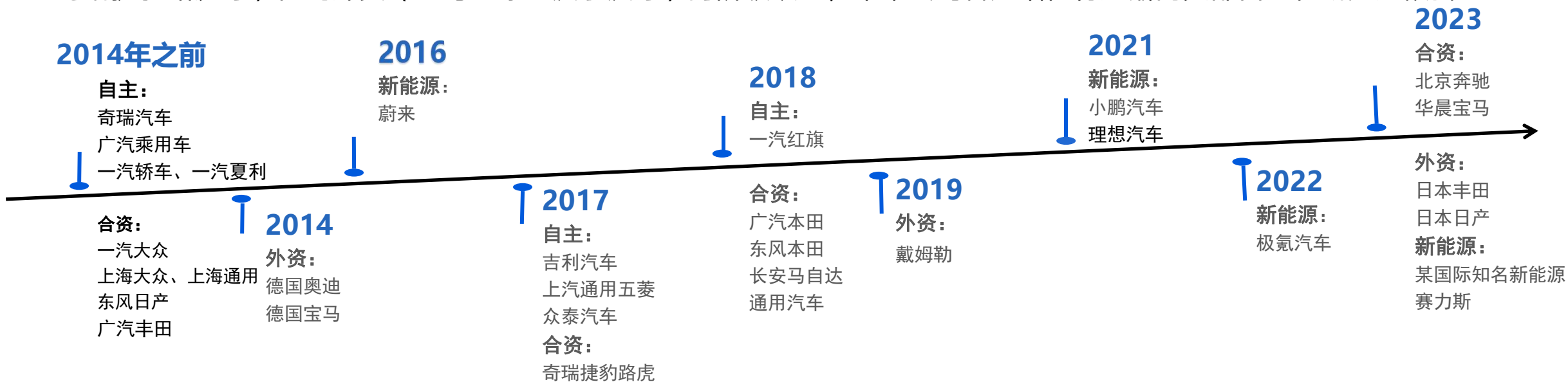
图：2021年国内车灯市场格局

■ 华域视觉 ■ 星宇股份 ■ 小系 ■ 海拉
■ 斯坦雷 ■ 马瑞利 ■ 其它



3.2 公司客户变迁：公司历史发展受益于合资客户开拓

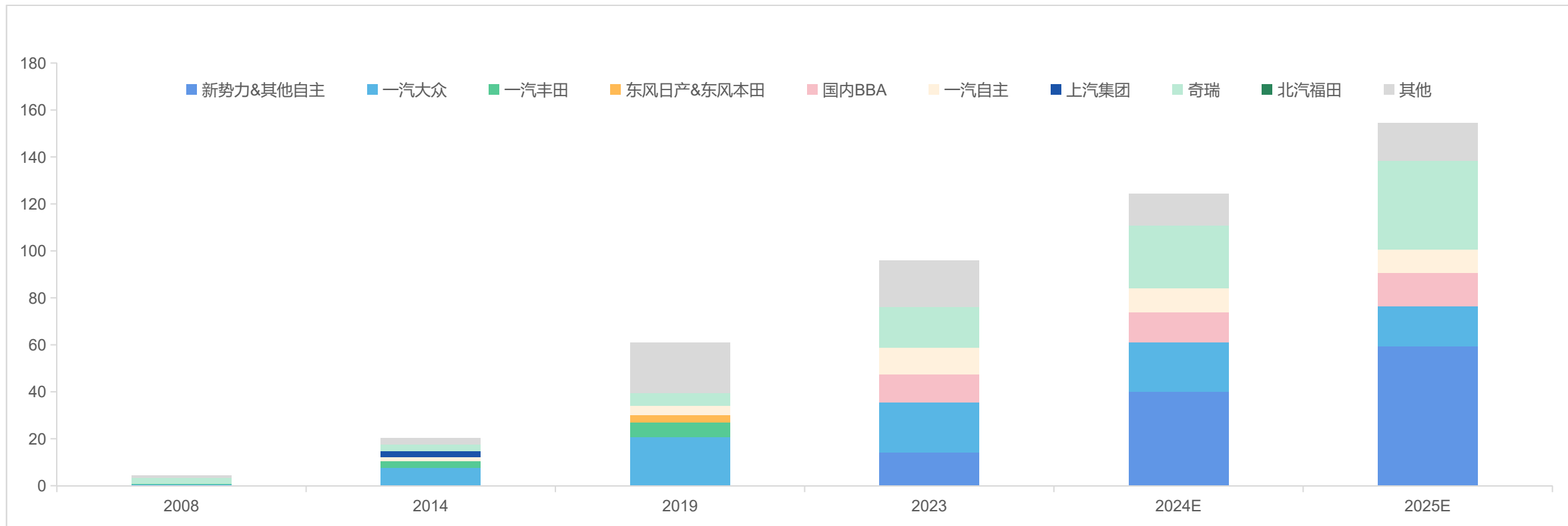
- ◆ 公司自上市以来，客户结构经历了从自主（奇瑞）到合资（一汽大众、一汽丰田、广本广丰、日产等）到高端合资（奥迪、奇瑞捷豹路虎等）再到外资（宝马全球、沃尔沃等）的阶级跃迁，未来公司客户结构将逐渐向头部自主和新势力倾斜。



3.2公司客户变迁：新能源客户有望成为下一增长极

- ◆ 造车新势力等客户的逐步量产，带来明显的客户增长。公司2021年以来逐步获得造车新势力的定点，包括蔚来、理想、小鹏等，2023年蔚来、小鹏、理想、问界放量，预计2023年新能源客户在公司收入占比接近15%；2024年蔚来、小鹏、理想、问界、极氪等持续放量，预计新能源客户营收占比有望突破32%。同时，由于新车开发周期更快，造车新势力对快速研发和响应能力会有更高要求，公司在造车新势力的改款或者新车中有望获得更高的市场份额。

图：星宇股份分客户营收拆分及预测



注：2023-2025年的前五大客户收入，为研究员根据当前公司经营情况自行预测值。

3.3公司国内空间：公司2023年国内市场份额约16%，2030年有望达31%

◆ 现有客户内部份额提升+新型客户导入，2030年公司市占率有望超过30%。根据我们测算，2023年公司国内市占率约16.2%，后续公司在现有客户，如奇瑞汽车的份额有望持续提升，且公司积极开拓国内其他自主及新能源客户，客户结构不断丰富优化，到2030年，公司市占率有望超过30%。市占率维度相对于2023年公司国内市占率，还有近翻倍空间。

表：星宇股份国内市场份额展望与测算

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2030E
星宇股份市场份额	13.6%	14.0%	16.2%	23.0%	25.7%	31.0%
一汽大众	8%	8%	7%	6.5%	6.3%	5.5%
上汽通用	6.2%	5.0%	3.8%	3.6%	3.4%	2.0%
奇瑞汽车	4.0%	4.9%	6.8%	7.3%	7.5%	8.5%
东风日产	5.0%	3.9%	2.8%	2.6%	2.4%	1.5%
广汽乘用车	2.1%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.8%
通用五菱	5.9%	5.5%	3.8%	3.8%	3.7%	4.0%
上汽大众	5.8%	5.6%	4.7%	4.6%	4.5%	3.0%
宝马	3.1%	2.9%	2.9%	2.8%	2.7%	3.0%
吉利汽车	6.2%	6.1%	6.5%	6.7%	6.8%	7.3%
一汽丰田	3.9%	3.5%	3.1%	3.0%	2.9%	2.0%
已有客户提供的市场份额	14%	14%	15%	16%	18%	17%
已有客户市场份额	51%	47%	43%	43%	42%	39%
在已有客户的份额	27%	30%	34%	38%	42%	45%
新增客户提供的市场份额			2%	7%	8%	14%
在新客户的份额	4%	4%	10%	12%	14%	21%
新客户市场份额			15%	57%	60%	64%
新势力			2.4%	4.3%	5.9%	10.7%
其他自主			0.5%	0.6%	0.7%	1.4%
BBA				4.8%	4.4%	3.6%
特斯拉				2.3%	2.7%	5.4%

04 产品业务新周期：智能化新品储备丰富，海外拓展 打开新空间

- ◆ 4.1智能化产品布局：前瞻布局汽车新电子新产品
- ◆ 4.2全球化业务扩张：瞄准海外新能源市场，积极布局欧洲北美工厂
- ◆ 4.3海外远期空间：星宇远期海外市场空间测算

4.1 智能化：前瞻布局智能化新品

- ◆ **坚持战略布局智能化新品，不断打开产品能力天花板。**公司已成功研发第一代和第二代ADB前照灯、第二代OLED尾灯、高清数字大灯等前沿车灯，并持续加强基于DMD技术的DLP智能前照灯、基于MicroLED技术的HD智能前照灯、基于MicroLED/MiniLED技术的像素显示化交互灯、车灯控制器HCM/RCM/LCU及行泊一体智能驾驶相关产品的开发。2023年上半年公司独立平台车灯控制器已量产供货，基于DMD技术的DLP智能前照灯预计2023年底可实现量产，基于MicroLED技术的HD智能前照灯预计2024年达量产水平。同时公司积极与虹软科技、华为、地平线、欧冶半导体、一径科技等合作，推动智能车灯、自动驾驶产品研发进程，进一步加深技术壁垒。**假设后续公司新品均实现逐步量产，单一配套车型的平均公司产品配置率达到30%，公司产品配套ASP有望超过1万元，约为当下公司产品配套ASP（3000元）的3.3倍。**

表：公司新品梳理

新产品	合作厂商	当前进展	单车价值量预测（元）
ADB车灯	自研自制	2022年智能制造产业园五期项目（贯穿式前部灯具工厂）已开工建设	3200
DLP车灯	华为	2023年底在问界M9量产	10000
车灯控制器、车身灯控	自研自制	加强车灯控制器HCM/RCM/LCU的开发	1500-2000
“行泊一体”解决方案	地平线	星宇股份基于地平线征程@3车规级芯片研发的“行泊一体”解决方案已获得国内某头部车企正式定点，预计于2023年量产	1500
激光雷达	一径科技	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	3000
智能车灯及自动驾驶等产品和解决方案	欧冶半导体	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。	15000

4.2 全球化：欧系主机厂主要与三大头部车灯供应商合作

- ◆ 欧系马瑞利、海拉、法雷奥集团和ZKW集团是欧洲市场的主要供应商。欧系主要车企中，大众与三大头部车灯供应商（马瑞利汽车照明公司、海拉和法雷奥）的业务往来密切，而Stellantis-PSA则与同为法国品牌的法雷奥之间业务往来较多。德国宝马和梅赛德斯-奔驰主要采用马瑞利和海拉的产品。top3以外的供应商中，ZKW集团多为宝马和沃尔沃配套前照灯，而彼欧则与大众集团和路虎业务往来密切。

表：欧洲部分车型大灯配套情况

地区	整车厂商	车型	车型年份	供应商	零部件名称
欧洲	大众	ID.4(Germany)	2024	彼欧	矩阵式LED大灯
		ID.5(Germany)	2024	彼欧	矩阵式LED大灯
		ID. Buzz (Germany)	2024	海拉	前照灯
		Golf (Germany)	2023	法雷奥	前照灯
	保时捷	Cayenne(Slovakia)	2023	海拉	LED高清前照灯(ADB)
		CayenneGTS(Slovakia)	2023	海拉	LED高清前照灯(ADB)
	福特	FiestaST(Germany)	2023	伟瑞柯	矩阵式LED大灯
	宝马	iX(Germany)	2024	海拉	前照灯
		7系 (Germany)	2024	ZKW	前照灯
		X1 (Germany)	2024	海拉	前照灯
		Z4 (Austria)	2024	马瑞利	LED前照灯
	奥迪	Q4 e-tron (Germany)	2024	法雷奥	前照灯
		A3 (Germany)	2023	法雷奥	前照灯
	斯柯达	Enyaq iV (Czech Republic)	2022	海拉	矩阵式LED大灯

4.2 全球化：北美车企各有深度合作的车灯供应商

表：北美前大灯车企配套情况

地区	整车厂商	车型	车型年份	供应商	零部件名称
美洲	丰田	Tacoma (Mexico)	2024	北美照明	LED前照灯
		Tundra (USA)	2024	北美照明	LED前照灯
	宝马	2系 Coupe (Mexico)	2024	ZKW	前照灯
		X5 (USA)	2024	马瑞利	LED前照灯
		XM (USA)	2024	ZKW	LED前照灯
		XM (USA)	2024	ZKW	近光灯
	日产	XM (USA)	2024	ZKW	远光灯
		Altima (USA)	2024	北美照明	前照灯
	沃尔沃汽车	Versa (Mexico)	2024	北美照明	LED前照灯
		沃尔沃 EX90 (USA)	2024	ZKW	LED前照灯
	福特	林肯 Corsair (USA)	2024	北美照明	LED前照灯
		Maverick (Mexico)	2024	北美照明	LED前照灯
	通用	雪佛兰 Silverado 1500 (USA)	2024	ZKW	前照灯
	特斯拉	Model 3 (USA)	2022	海拉	LED前照灯
		Model Y (USA)	2022	海拉	LED前照灯

- ◆ 美系主要车企中，福特与三大头部车灯供应商的业务往来密切，而由于马瑞利曾属于Stellantis-FCA旗下，因此Stellantis-FCA与马瑞利之间的业务往来较多。为通用配套的供应商中，法雷奥份额较少，麦格纳照明系统（原OLSA）份额较多。

4.2 全球化：瞄准欧洲新能源市场，积极布局欧洲工厂

- ◆ **布局欧洲新能源市场，积极拓展海外业务。**2019年8月28日，公司发布公告计划于2020年3月开始在塞尔维亚投资6000万欧元建设生产基地，计划达产后可形成年产各类车灯570万只，塞尔维亚工厂主要配套宝马、奥迪、大众等欧洲主流品牌整车厂商，主要将产品出口至德国、法国、斯洛伐克。该项目建成后，将增强公司国际竞争力，实现产品全球化供应。
- ◆ **区位优势显著，海外竞争力加强。**星宇股份塞尔维亚项目位于尼什（NIS）市工业区内，一期工厂2020年3月开工建设，2022年12月开始批量生产，2022年实现营收180万元，达产年预计新增营收约1.24亿欧元。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。

表：塞尔维亚工厂概况

项目	详情
投资金额	6000万欧元
建设期	2020年1月-2023年1月
新增收入	12350万欧元
年利润	1482.60万欧元
利润率	12%
内部收益率	16%
规划产能	年产各类车灯约570万只，其中：后尾灯300万只，小灯170万只，前大灯100万只

图：塞尔维亚工厂效果图



4.3 星宇远期欧洲市场空间测算

◆ **测算假设：**1) **总量假设：**受宏观经济等因素影响，我们假设2025-2030年，欧洲乘用车市场销量每年增长2%；2) **价格假设：**我们预计市场已经十分成熟并出现萎缩的氙气灯和卤素灯价格将会以每年1%的速度下降；LED车灯2024-2027年每年价格下降3%，2028年下降2%；ADB车灯随着应用率提升，成本快速下降，我们预计2024-2025年每年价格下降5%，2026-2028年每年价格下降3%；DLP大灯还处于逐步放量降本阶段，我们预计2024-2027年，每年价格下降5%，2028年下降4%。

◆ **欧洲车灯市场空间：**欧洲车灯市场空间有望从2023年的353亿元提升至2028年的436亿元。

◆ **星宇欧洲车灯业务空间：**星宇股份在欧洲的潜在客户为特斯拉、宝马、大众、戴姆勒、奔驰、奇瑞、赛力斯、蔚来、小鹏，考虑到欧洲市场的销量波动，我们谨慎假设以上客户在欧洲车市销量占比维持在40%，星宇股份在欧洲市占率2026E-2028E 预计为0.8%/1.5%/2.8%，对应的营收2028年有望达到12.2亿元，相当于星宇2023年收入的12%。

表：星宇股份欧洲车灯营收市场空间测算

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
卤素灯渗透率	65%	24%	17%	8%	6%	5%	3%	2%	1%	0%
氙气灯渗透率	1%	2%	3%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
LED灯渗透率	32%	68%	72%	80%	81%	70%	62%	71%	68%	65%
ADB灯渗透率	2%	6%	8%	10%	12%	17%	20%	23%	26%	29%
DLP灯渗透率				1%	1%	3%	4%	5%	5%	6%
欧洲乘用车销量（万辆）	1581	1196	1177	1129	1285	1310	1337	1363	1391	1418
LED灯单价（元）	3000	2850	2708	2572	2495	2420	2348	2277	2209	2165
ADB灯单价（元）	5000	4750	4418	4020	3819	3628	3447	3343	3243	3146
DLP灯单价（元）				17000	16150	15343	14575	13847	13154	12628
车灯平均单价（元）	1857	2539	2548	2736	2748	2749	2760	3019	3046	3077
车灯市场总空间（亿元）	294	304	300	309	353	360	369	412	424	436
YOY		3%	-1%	3%	14%	2%	2%	12%	3%	3%
星宇股份欧洲车灯营收市场空间测算										
星宇欧洲潜在客户销量占比	38.20%	41.49%	41.25%	35.02%	49.34%	40.00%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
星宇在欧洲潜在客户的配套占比（考虑其他供应商存在的情况）	-	-	-	-	-	-	-	2.0%	3.8%	7.0%
星宇在欧洲市占率								0.8%	1.5%	2.8%
星宇潜在欧洲市场营收空间测算（亿元）	-	-	-	-	-	-	-	3.3	6.4	12.2

注：此处的潜在客户指的是特斯拉、宝马、大众、戴姆勒、奔驰、奇瑞、赛力斯、蔚来、小鹏；
注：欧洲乘用车销量为欧盟+EFTA+英国的合计销量

4.3 星宇远期美洲市场空间测算

◆ **测算假设：**1) **总量假设：**受宏观经济等因素影响，我们假设2025-2028年，美洲乘用车市场销量每年增长2%；2) **价格假设：**我们预计市场已经十分成熟并出现萎缩的氙气灯和卤素灯价格将会以每年2%的速度下降；LED车灯2024-2025年每年价格下降5%，2026-2028年每年下降3%；ADB车灯随着应用率提升，成本快速下降，我们预计2024-2025年每年价格下降5%，2026-2028年每年下降3%；DLP大灯还处于逐步放量降本阶段，我们预计2024-2027年，每年价格下降5%，2028年下降3%。

◆ **美洲车灯市场空间：**美洲车灯市场空间有望从2023年的593亿元提升至2028年的750亿元。

◆ **星宇美洲车灯业务空间：**星宇股份在美洲的潜在客户为特斯拉、宝马、大众、戴姆勒、奔驰、福特、奇瑞、通用，假定以上客户在美洲车市销量占比维持在现在的40%份额，2026年-2028年，星宇股份在以上客户的配套比例远期预计以0.6%/0.9%/1.5%增长，对应的营收空间2028年有望达到4.5亿元，相当于星宇股份2023年收入的4%。

表：星宇股份美洲车灯营收市场空间测算

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
卤素灯渗透率	65%	24%	17%	8%	6%	5%	3%	2%	1%	0%
氙气灯渗透率	1%	2%	3%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
LED灯渗透率	32%	68%	72%	80%	79%	74%	70%	67%	64%	60%
ADB灯渗透率	2%	6%	8%	10%	13%	18%	24%	27%	30%	33%
DLP灯渗透率				1%	2%	3%	4%	5%	6%	8%
美洲乘用车销量（万辆）	2290	1893	1971	1850	2074	2116	2158	2201	2245	2290
LED灯单价（元）	3000	2850	2708	2572	2495	2420	2348	2277	2209	2165
ADB灯单价（元）	5000	4750	4418	4020	3819	3628	3447	3343	3243	3146
DLP灯单价（元）				17000	16150	15343	14575	13847	13154	12628
车灯综合单价（元）	1857	2539	2548	2736	2748	2749	2760	3019	3046	3077
车灯市场总空间（亿元）	425	480	502	506	593	621	648	674	698	750
YOY		13%	5%	1%	16%	4%	4%	4%	4%	8%
星宇股份美洲车灯营收市场空间测算										
星宇美洲潜在客户销量占比	39.5%	40.2%	36.8%	39.9%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
星宇在美洲潜在客户的配套占比（考虑其他供应商存在的情况）	-	-	-	-	-	-	-	0.6%	0.9%	1.5%
星宇在美洲市占率								0.2%	0.4%	0.6%
星宇潜在美洲市场营收空间测算（亿元）	-	-	-	-	-	-	-	1.6	2.5	4.5

注：此处的潜在客户指的是特斯拉、宝马、大众、戴姆勒、奔驰、福特、奇瑞、通用

注：美洲地区包括美国、加拿大、墨西哥、阿根廷、波多黎各、哥伦比亚、巴西、委内瑞拉、乌拉圭、智利

05 盈利预测

5 盈利预测

◆ 基础假设:

- **营收端:** 公司在车灯领域持续承接新订单，业务稳健增长。一方面，随着公司产品的升级，新承接订单中已包含ADB、DLP前照灯等价值量较高的产品，将带动公司产品单车价值量的提升；另一方面，随着公司客户结构不断优化，向自主品牌及新势力车企延伸，公司各类新客户快速放量有望提升公司出货量。预计2024-2026年公司营收达到129、159和195亿元，同比增速分别为26%、23%和22%。
- **利润端:** 公司正处于产品结构升级、客户结构优化的阶段，我们认为，在原材料成本、海运费和汇率等外部因素维稳的情况下，随着公司产品结构的调整，新能源业务放量，营收占比的提升，智能化车灯产品渗透向上，预计毛利率整体向上发展，我们预计2024-2026年公司毛利率分别为21.4%、21.0%和20.5%。

- ◆ 综上，随着公司持续推进ADB、DLP前照灯及氛围灯等项目，单车价值量逐步提升，产品及客户开拓顺利，新能源客户持续放量，塞尔维亚等海外布局工厂加速贡献公司海外业绩。我们预计公司**2024-2026年实现营业收入129、159、195亿元，同比增速为26%、23%、22%；实现归母净利润15.2、19.5、24.1亿元，同比增速38%、28%、24%；EPS为5.33、6.83、8.45元，对应PE估值分别为23、18、15倍，我们看好公司未来发展，维持“买入”评级。**

单位: 亿元	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	42.55	50.74	60.39	73.22	79.09	82.48	102.99	129.44	159.31	194.80
yoy		19%	19%	21%	8%	4%	25%	26%	23%	22%
车灯类	37.52	45.05	56.57	68.55	70.48	75.18	97.99	124.44	154.31	189.80
控制器					0.25	0.11				
柔性扁平电缆	0.66	0.72	0.18							
三角警示牌类	0.11	0.11	0.13	0.14	0.15	0.17				
汽车销售及维修										
其他业务	4.26	4.86	3.51	4.53	8.21	7.02	5.00	5.00	5.00	5.00
毛利	9.18	11.45	14.64	19.99	18.31	19.69	21.71	27.70	33.46	39.93
车灯类	8.58	10.64	14.06	18.79	17.08	18.56	20.81	22.27	26.51	
柔性扁平电缆	0.14	0.18	0.04							
三角警示牌类	-0.01	-0.01	0.00	-0.01						
汽车销售及维修										
其他业务	0.47	0.63	0.54	1.21	1.23	1.12	0.90	0.00	1.80	
毛利率(%)	21.57%	22.56%	24.03%	27.30%	23.16%	23.87%	22.00%	21.40%	21.00%	20.50%
车灯类	22.86%	23.61%	24.85%	27.40%	24.24%	24.69%	22.00%	21.40%	21.00%	20.50%
柔性扁平电缆	20.90%	25.32%	23.92%							
三角警示牌类										
汽车销售及维修										
其他业务	11.06%	13.02%	13.41%	26.72%	15.00%	16.00%	18.00%	18.00%	18.00%	
净利率(%)	11.02%	11.99%	12.96%	15.83%	12.00%	11.41%	10.75%	11.76%	12.24%	12.39%
归母净利润	4.70	6.11	7.90	11.60	9.49	9.41	11.02	15.23	19.51	24.13
yoy		34%	30%	29%	47%	-18%	-1%	17%	38%	28%

06 风险提示

- ◆ **下游客户销量不及预期的风险：**公司主营业务是为整车制造企业提供配套车灯产品，开发周期较长，前期投入较大，如果配套的整车车型销售数量不能达到预期，将面临前期投入无法收回的风险，进而对公司盈利造成不利影响。
- ◆ **毛利率下滑风险：**随着国内整车制造行业市场竞争日益激烈，整车制造业面临成本压力及降价风险，同时由于原材料价格上涨、职工薪酬及制造费用上升等因素，加之公司正处于产品结构优化和市场规模提升阶段，可能导致公司车灯类业务毛利率呈下降趋势。
- ◆ **技术研发和产品开发不及预期的风险：**各大车企车型更新换代频率不断加快，主机厂对产品技术、质量等要求越来越高，这就要求公司具备较强的产品开发能力，如果公司的技术研发方向与行业的技术发展潮流、市场需求变化趋势出现偏差，或者滞后于技术发展潮流和市场需求变化，将使公司在竞争中处于不利地位。
- ◆ **经营管理风险：**随着公司不断加大投资及公司全球业务的发展，公司资产规模和经营规模都将持续扩大，在经营管理、资源整合、市场开拓、人才培养等方面都对公司管理层提出了更高的要求。如果公司不能进一步提升管理水平、完善管理流程和内部控制制度，将会对公司的整体运营带来一定的风险。
- ◆ **客户集中度风险：**车灯是专门为汽车整车配套生产的定制产品，由于汽车整车（特别是乘用车）制造行业的集中度较高，行业内规模较大的企业相对有限，导致公司客户集中度较高。如果公司主要客户流失或其需求缩减，将对公司的收入和利润水平产生较大影响。
- ◆ **测算仅供参考，以实际为准。**

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	10248	12944	15931	19480
增长率(%)	24	26	23	22
归母净利润（百万元）	1102	1523	1951	2413
增长率(%)	17	38	28	24
摊薄每股收益（元）	3.86	5.33	6.83	8.45
ROE(%)	12	15	16	17
P/E	33.90	23.05	18.00	14.55
P/B	4.10	3.42	2.96	2.53
P/S	3.65	2.71	2.20	1.80
EV/EBITDA	22.24	16.09	12.69	10.24

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所

星宇股份盈利预测表

证券代码： 601799

股价： 122.88

投资评级： 买入(维持)

日期： 20240531

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3262	3243	3715	4532	营业收入	10248	12944	15931	19480	每股指标				
应收款项	4398	5501	7124	8764	营业成本	8077	10174	12585	15487	EPS	3.87	5.33	6.83	8.45
存货净额	2245	3250	4020	5076	营业税金及附加	56	69	83	94	BVPS	31.98	35.98	41.45	48.50
其他流动资产	60	105	120	138	销售费用	108	116	132	152	估值				
流动资产合计	9965	12099	14979	18510	管理费用	271	317	343	399	P/E	33.9	23.1	18.0	14.5
固定资产	3016	3285	3481	3623	财务费用	-12	-51	-51	-62	P/B	4.1	3.4	3.0	2.5
在建工程	732	776	850	914	其他费用/(-收入)	610	735	819	945	P/S	3.7	2.7	2.2	1.8
无形资产及其他	1061	1105	1149	1191	营业利润	1199	1637	2093	2581	财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
长期股权投资	0	0	0	0	营业外净收支	4	0	0	0	盈利能力				
资产总计	14774	17265	20459	24238	利润总额	1203	1637	2093	2581	ROE	12%	15%	16%	17%
短期借款	0	0	0	0	所得税费用	101	115	142	168	毛利率	21%	21%	21%	21%
应付款项	4527	5841	7392	9060	净利润	1102	1523	1951	2413	期间费率	4%	3%	3%	3%
合同负债	7	15	38	39	少数股东损益	0	0	0	0	销售净利率	11%	12%	12%	12%
其他流动负债	361	410	464	563	归属于母公司净利润	1102	1523	1951	2413	成长能力				
流动负债合计	4896	6266	7895	9661	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	收入增长率	24%	26%	23%	22%
长期借款及应付债券	0	0	0	0	经营活动现金流	697	1225	1698	2051	利润增长率	17%	38%	28%	24%
其他长期负债	742	722	722	722	净利润	1102	1523	1951	2413	营运能力				
长期负债合计	742	722	722	722	少数股东损益	0	0	0	0	总资产周转率	0.73	0.81	0.84	0.87
负债合计	5638	6987	8616	10383	折旧摊销	459	468	525	584	应收账款周转率	4.69	3.83	3.72	3.57
股本	286	286	286	286	公允价值变动	-56	0	0	0	存货周转率	3.53	3.70	3.46	3.40
股东权益	9136	10278	11843	13855	营运资金变动	-917	-874	-889	-1047	偿债能力				
负债和股东权益总计	14774	17265	20459	24238	投资活动现金流	430	-825	-838	-832	资产负债率	38%	40%	42%	43%
					资本支出	-1033	-822	-838	-832	流动比	2.04	1.93	1.90	1.92
					长期投资	1396	0	0	0	速动比	1.57	1.40	1.37	1.38
					其他	67	-3	0	0					
					筹资活动现金流	-550	-409	-388	-402					
					债务融资	0	-6	0	0					
					权益融资	0	0	0	0					
					其它	-550	-403	-388	-402					
					现金净增加额	607	-19	472	817					

汽车小组介绍

戴畅，首席分析师，上海交通大学本硕，9年汽车卖方工作经验，全行业覆盖，深耕一线，主攻汽车智能化和电动化，善于把握行业周期拐点，技术突破节奏，以及个股经营变化。

王球，汽车行业分析师，中国人民大学管理学硕士、新加坡管理大学财务分析专业硕士、吉林大学汽车设计专业学士。3年主机厂汽车设计经验，2年汽车市场研究经验。曾任职于一汽汽研负责自主品牌造型设计工作，目前主要覆盖整车及重点主机厂产业链。

吴铭杰，汽车行业研究助理，上海财经大学金融专业硕士，1年汽车市场研究经验，擅长发现个股边际变化，从底部挖掘潜力个股，目前主要覆盖汽车热管理及机器人产业链。

分析师承诺

戴畅，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 汽车研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597