



买入（首次）

所属行业：汽车/汽车零部件
当前价格(元)：118.05

证券分析师

邓健全

资格编号：S0120523100001

邮箱：dengjq@tebon.com.cn

赵悦媛

资格编号：S0120523100002

邮箱：zhaoyy5@tebon.com.cn

赵启政

资格编号：S0120523120002

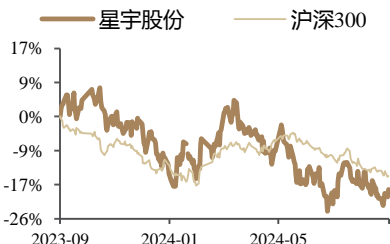
邮箱：zhaoqz@tebon.com.cn

研究助理

秦梓月

邮箱：qinzy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.63	4.61	-1.47
相对涨幅(%)	1.65	10.09	7.31

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

星宇股份（601799.SH）：客户结构持续优化，出海战略稳步推进

——寻找α系列报告一

投资要点

- 专注于车灯赛道，公司客户资源积累深厚。**公司创立于1993年，是我国主要的汽车全套车灯总成制造商和设计方案提供商之一，客户涵盖欧系、日系、美系和中国多家自主品牌整车企业，同时公司积极发展新能源客户，已与理想汽车、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建立合作。近年来，公司凭借日益成熟的车灯同步设计开发能力、严格的成本控制体系等优势，与主流整车制造企业建立了良好的合作关系。
- 车灯逐步升级，驱动单车价值量不断上升。**车灯光源方面，其已经从卤素灯、氙气灯发展到以LED、半导体激光二极管为光源的车灯，目前LED灯在国内市场已占据主导地位，2022年渗透率已提升至78%。LED车灯优势明显，驱动车灯单车价值量提高，以前大灯为例，卤素灯单价约400-500元/套，氙气灯单价约800-1000元/套，LED大灯单价达到1600-2000元/套。车灯功能方面，智能化趋势持续推进，车灯功能度不断丰富。（1）大灯：功能上主要为AFS（自适应前照灯系统）、ADB（自适应远光灯系统）和DLP（数字化灯光处理）的产品迭代路线，2023年我国汽车前大灯ADB渗透率为15%，且DLP大灯已得到初步应用。（2）尾灯：光源以LED为主，OLED已开始应用于中高端车，形态上逐步升级为贯穿式，目前贯穿式尾灯已渗透至10万以下车型，其渗透率有望快速提升。（3）氛围灯：汽车内饰氛围灯在2023年的渗透率为44.1%，2025年渗透率有望接近60%，同时由于新能源汽车不需要进气格栅，由此带动格栅灯、星环灯等外饰氛围灯的渗透率提升。随着车灯在光源以及功能上面的不断升级，国内车灯市场规模不断扩容，2024年行业规模有望达到809亿元，同比增长18.8%。
- 积极优化客户结构，出海打开长期空间。**公司上市前主要客户为奇瑞汽车，上市后客户结构逐步切换至以合资客户为主，当前公司在保持与现有客户合作关系的同时，积极开拓新能源客户和国际市场，已经与一汽红旗、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建立合作。同时公司在塞尔维亚建立生产基地，有望帮助公司全面进入欧洲中、高端汽车品牌的供应商体系，其全球化战略稳步推进。
- 盈利预测与投资建议：**我们预计2024-2026年公司的营收分别为133.2、163.0、199.1亿元，归母净利润分别为15.3、19.7、24.7亿元，对应PE分别为21.6、16.8、13.4倍。考虑到公司不断优化客户结构，并积极在海外开拓市场，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**汽车行业销量不及预期风险，产品开发效果不及预期风险，海外市场开拓不及预期风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
		2022	2023	2024E	2025E	2026E	
总股本(百万股):	285.68	营业收入(百万元)	8,248	10,248	13,324	16,299	19,908
流通 A 股(百万股):	285.68	(+/-)YOY(%)	4.3%	24.3%	30.0%	22.3%	22.1%
52 周内股价区间(元):	110.22-155.13	净利润(百万元)	941	1,102	1,530	1,967	2,469
总市值(百万元):	33,724.46	(+/-)YOY(%)	-0.9%	17.1%	38.8%	28.6%	25.5%
总资产(百万元):	15,093.92	全面摊薄 EPS(元)	3.30	3.86	5.36	6.89	8.64
每股净资产(元):	32.87	毛利率(%)	22.6%	21.2%	21.6%	21.8%	22.0%
资料来源: 公司公告		净资产收益率(%)	11.0%	12.1%	14.4%	15.7%	16.8%
		资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

内容目录

1. 专注于车灯赛道，客户资源积累深厚	5
2. 车灯持续升级，功能不断进化	8
2.1. 车灯光源不断升级，当前以 LED 车灯为主	8
2.2. 车灯逐步智能化，功能不断完善	9
3. 积极优化客户结构，出海打开长期空间	13
4. 盈利预测与投资建议	16
4.1. 盈利预测	16
4.2. 投资建议	17
5. 风险提示	17

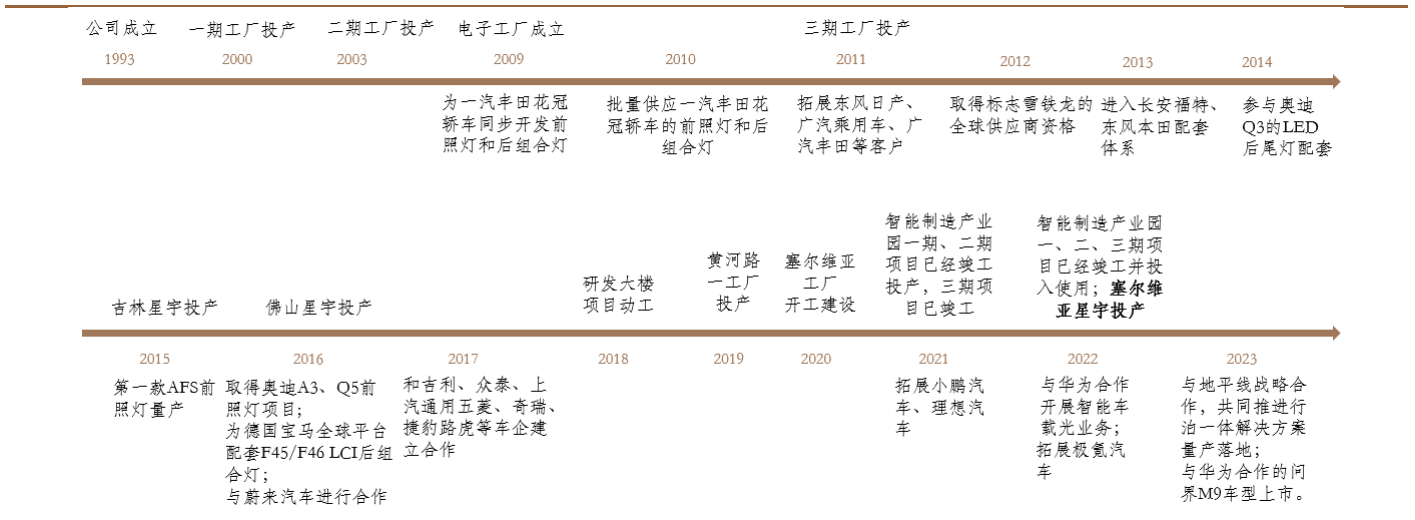
图表目录

图 1: 星宇股份发展历程	5
图 2: 公司股权结构 (截至 2024Q1)	5
图 3: 公司营业总收入 (亿元)	6
图 4: 公司归母净利润 (亿元)	6
图 5: 公司研发费用 (亿元)	7
图 6: 公司期间费用率变动情况	7
图 7: 公司毛利率及净利率变动情况	7
图 8: 车灯光源不断升级	8
图 9: 我国 LED 车灯渗透率较高	8
图 10: 大灯系统逐步升级	9
图 11: 国内 ADB 渗透率持续提升	10
图 12: 比亚迪汉内饰氛围灯	12
图 13: 理想 L6 星环灯	12
图 14: 国内车灯市场规模	13
图 15: 公司车灯 ASP 不断提升	13
图 16: 全球车灯市场格局 (2021)	14
图 17: 国内车灯市场竞争格局 (2020)	14
图 18: 公司主要客户	15
图 19: 自主品牌乘用车市占率不断提升	15
表 1: 公司主要产品	6
表 2: 卤素、疝气、LED 车灯价值量对比	8
表 3: 主要车灯灯源对比	9
表 4: 智能车灯类别	10
表 5: 搭载 DLP 大灯的主流车型	11
表 6: 不同光源类型尾灯	11
表 7: 主流车型尾灯配置情况	11
表 8: 公司塞尔维亚工厂信息	16
表 11: 公司营收拆分及预测	17
表 12: 可比公司估值	17

1. 专注于车灯赛道，客户资源积累深厚

成立 30 余年，专注于车灯赛道。公司创立于 1993 年，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。公司专注于汽车车灯的研发、设计、制造和销售，是我国主要的汽车全套车灯总成制造商和设计方案提供商之一，客户涵盖欧系、日系、美系和中国多家自主品牌整车企业，同时公司积极发展新能源客户，已与理想汽车、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建立合作。

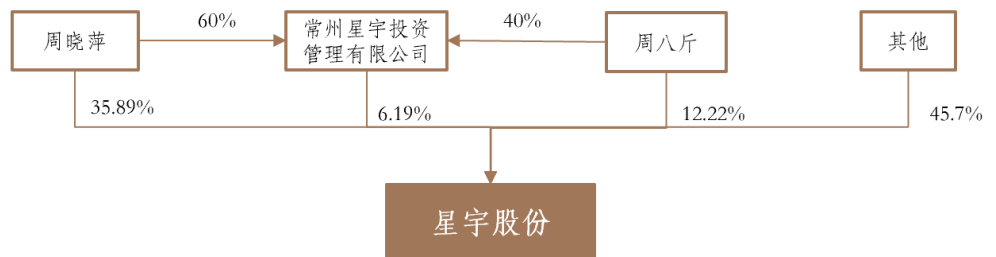
图 1：星宇股份发展历程



资料来源：公司公告，经济日报，公司微信公众号，中国证券网，集微网，英才杂志，德邦研究所

管理层经验丰富，不断设立境外子公司。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，具有丰富的企业管理经验。截至 2024 年 Q1，公司实际控制人周晓萍直接持有公司 35.89% 股份，其父周八斤直接持有公司 12.22% 股份，且两人通过星宇投资管理间接持有公司 6.19% 股份，两人合计持有公司 54.3% 的股份。当前公司积极设立境外子公司，目前已有塞尔维亚星宇、墨西哥星宇、美国星宇、欧洲星宇、香港星宇、日本星宇等境外子公司。

图 2：公司股权结构（截至 2024Q1）



资料来源：公司公告，德邦研究所

主要产品为车灯，产品研发能力较强。公司主要产品包括车灯、三角警告牌、控制器，其中 2023 年车灯产品占营业总收入比重超过 93%，车灯产品主要包括汽车前照灯、后组合尾灯、雾灯、高位刹车灯、转向灯以及内饰灯等。基于长期持续的研发投入，公司已形成一批研发成果，如第一代和第二代 ADB 前照灯、第二代 OLED 后组合灯、DLP 智能前照灯等。

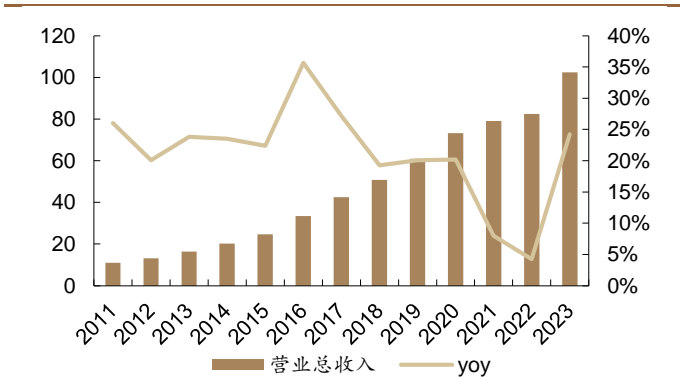
表 1：公司主要产品

产品种类	主要产品	产品用途	单车用量（只）	图示	2023年收入（亿元）
车灯	前照灯	提供车辆前方的照明，确保行车安全	2		96
	后组合灯	警示后方来车、提高能见度、增强辨识度等	一般为4只，有些车为2只		
	外饰氛围灯	照明作用，以及增加汽车品牌的辨识度	1		
	雾灯	在能见度低的天气或环境下，提高车辆的可见性	4		
	其他车灯	门灯、阅读灯、转向灯、驻车灯、制动灯等	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	1		0.17
域控制器	前部灯具控制器、后部灯具控制器	通过车身电池取电，实现电源管理以及休眠唤醒功能	2		0.35
其他业务		主要为材料及废料销售收入			6

资料来源：公司公告，公司官网，易车，搜狐汽车，汽车之家，理想官网，新浪汽车，德邦研究所

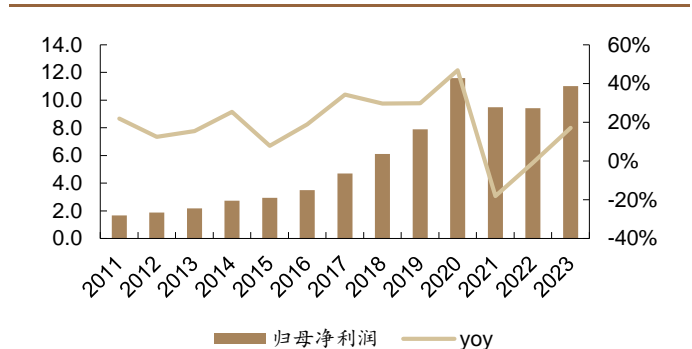
营收净利润双增，于 2023 年实现近年新高。公司业绩整体保持稳健增长，2011-2023 年间营收 CAGR 为 20.5%，归母净利润 CAGR 为 17.0%，期间除 2021 年因主要原材料价格上升、研发投入增加，以及 2022 年由于研发投入增加从而导致归母净利润下降外，其余年间归母净利润均保持增长。2023 年，公司实现营业收入/归母净利润 102.5/11.0 亿元，均为近年来新高水平。

图 3：公司营业总收入（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，德邦研究所

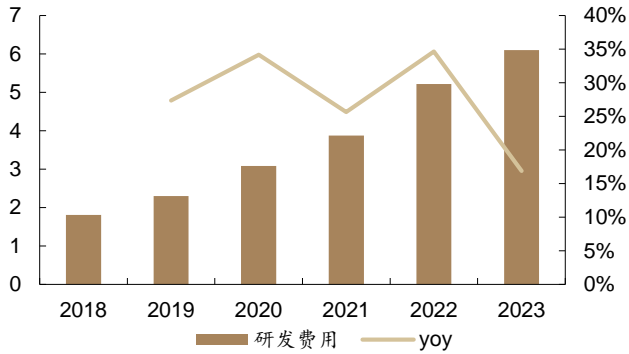
图 4：公司归母净利润（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，德邦研究所

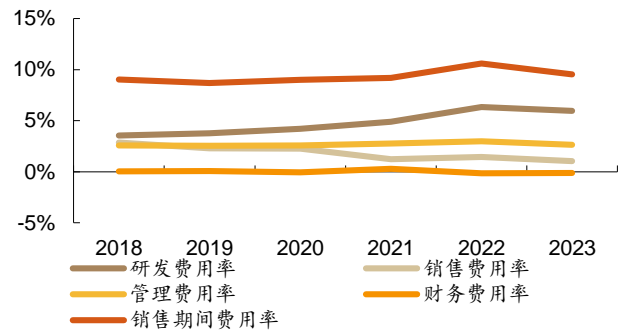
持续投入研发，期间费用率整体较为稳定。公司目前拥有包括车灯产品、车灯电子、工艺装备、模具等设计开发能力以及国家认可的实验室，形成了完整的自主研发体系，能够快速响应和满足客户需求。近年来公司持续加大研发费用投入，2023 年研发费用 6.1 亿元，研发费用率提升到 6.0%，其余费用率整体保持稳定。

图 5：公司研发费用（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，德邦研究所

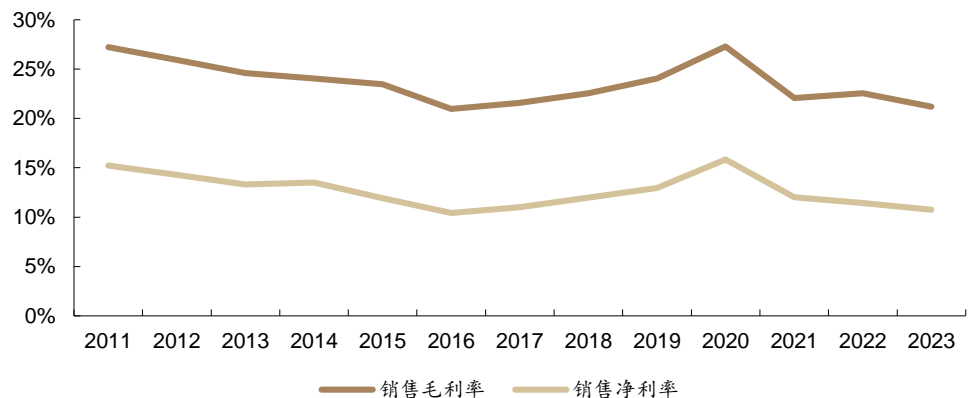
图 6：公司期间费用率变动情况



资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，德邦研究所

公司竞争能力较强，毛利率、净利率短期有所下滑。汽车灯具行业不属于限制投资的行业，竞争者较多，属于竞争较为充分、市场化程度较高的行业，但由于整车制造企业（特别是乘用车制造企业）对零部件供应商的资质要求较高，因此汽车灯具行业的竞争主要存在于行业最前端的企业之间。我国国内生产汽车灯具行业内主要企业包括小糸车灯、海拉集团、斯坦雷、法雷奥集团、韩国三立等外资企业和以华域视觉、星宇股份为代表的内资企业。近年来，公司凭借日益成熟的车灯同步设计开发能力、严格的成本控制体系等优势，与主流整车制造企业建立了良好的合作关系。2020 年以来，由于国内汽车市场竞争激烈，零部件供应商面临主机厂成本压力传导，同时叠加原材料价格上涨、研发投入增加等综合因素，公司毛利率、净利率有所下滑。

图 7：公司毛利率及净利率变动情况



资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，德邦研究所

2. 车灯持续升级，功能不断进化

2.1. 车灯光源不断升级，当前以 LED 车灯为主

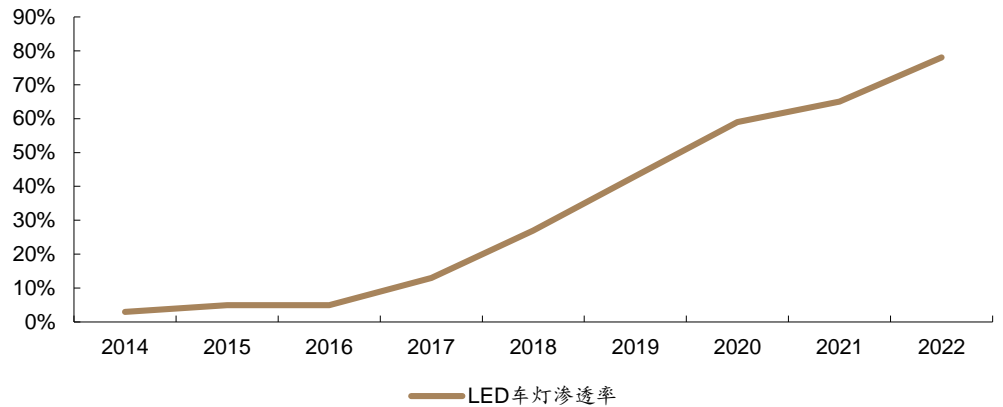
车灯光源不断升级，目前 LED 车灯占据主流。汽车灯具的核心是光源，目前汽车光源已经从卤素灯、氙气灯发展到以 LED、半导体激光二极管为光源的车灯。相较于氙气灯，LED 灯能耗更低、寿命更长、体积更小、反应速度更快，且可作为信号输出口传递车辆和驾驶员的状态，目前在国内市场已占据主导地位，2022 年 LED 灯的渗透率已提升至 78%。

图 8：车灯光源不断升级



资料来源：星宇股份公开发行 A 股可转换公司债券募集说明书，中国产业信息网，德邦研究所

图 9：我国 LED 车灯渗透率较高



资料来源：观研天下，德邦研究所

LED 车灯优势明显，驱动车灯单车价值量提高。由于 LED 车灯性能优势显著，且单颗 LED 车灯体积、发光面积远小于卤素车灯及氙气车灯，便于制造商及整车厂更灵活地设计美化车灯形状，因此其已成为主流配置。光源层面的技术升级驱动车灯单价提升，以前照灯为例，卤素灯单价约 400-500 元/套，氙气灯单价约 800-1000 元/套，LED 大灯单价达到 1600-2000 元/套。

表 2：卤素、疝气、LED 车灯价值量对比

车灯分类	每套包含的只数 (只)	产品单价 (元/套)			技术路线偏好
		卤素	氙气	LED	
前照灯	2	400-500	800-1000	1600-2000	基于安全环保造型诸多因素考虑，目前大多信号灯都使用 LED，后组合灯大部分都已经升级为
后组合灯	一般为 4	400-500	-	800-1000	

	只, 有些车型为2只				LED灯, 后组合灯使用的是小功率LED, 技术难度低, 成本低, 渗透率比较高
单车配套价值量		1200-1800	1600-2300	2800-3800	

资料来源: 星宇股份公开发行A股可转换公司债券募集说明书, 德邦研究所
注: 单车配套价值量中, 除前照灯、后组合灯外, 还包括雾灯和其他小灯

表 3: 主要车灯光源对比

项目	卤素 (H7LL)	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
色温	3200K	4300K	2700-8300K	6000K
寿命	300 小时	3000 小时以上	5000 小时以上	1000 小时
发光面积	20m ²	12.5m ²	1-5m ²	3m ²
能耗	55W	25-35W	3-18W	5W
优点	结构简单, 可靠性高, 不需要驱动, 雨雾天照明效果良好, 维护成本低	结构比较简单, 可靠性高, 光源几乎不用更换	结构复杂, 灵活性高, 可以任意组合	结构复杂, 集束角较小
缺点	亮度低, 需要定期更换灯泡	启动较慢, 维护成本较高	需要驱动, 成本高	需要驱动, 成本高, 需要安全防护
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

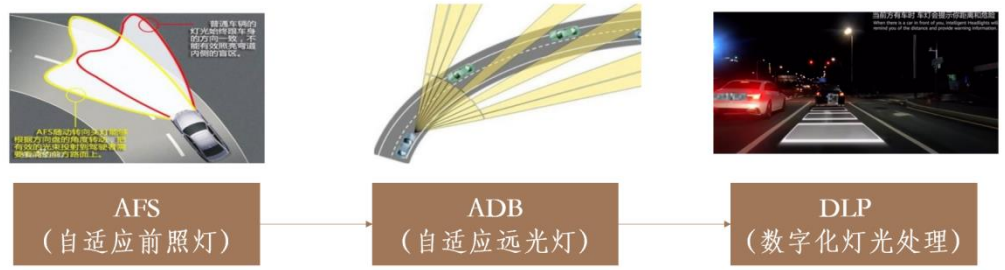
资料来源: 星宇股份公开发行A股可转换公司债券募集说明书, 德邦研究所

2.2. 车灯逐步智能化, 功能不断完善

汽车电子化催生新需求, 车灯逐步智能化。汽车的电子化、智能化带动了车灯行业的发展, 推动车灯技术向智能视觉系统进化。智能视觉系统主要包括大灯系统、尾灯系统以及内外饰氛围灯系统, 主要技术升级方向为智能化与数字化, 通过电子硬件与软件算法的赋能提供智能化体验。

- (1) **大灯系统:** 主要为 AFS (自适应前照灯系统)、ADB (自适应远光灯系统) 和 DLP (数字化灯光处理) 的产品迭代路线;
- (2) **尾灯系统:** 动态数字化尾灯包括贯穿式造型和显示功能, 兼顾美观造型外, 在道路安全预警和信息交流方面也起到明显的改善作用;
- (3) **内外饰氛围灯系统:** 新产品更加注重智能情感化的交流, 营造车内更具人文关怀和情感表达的空间氛围, 有利于调节驾驶员精神状态和交通参与者的体验感。

图 10: 大灯系统逐步升级



资料来源：星宇股份公开发行 A 股可转换公司债券募集说明书，新浪汽车，德邦研究所

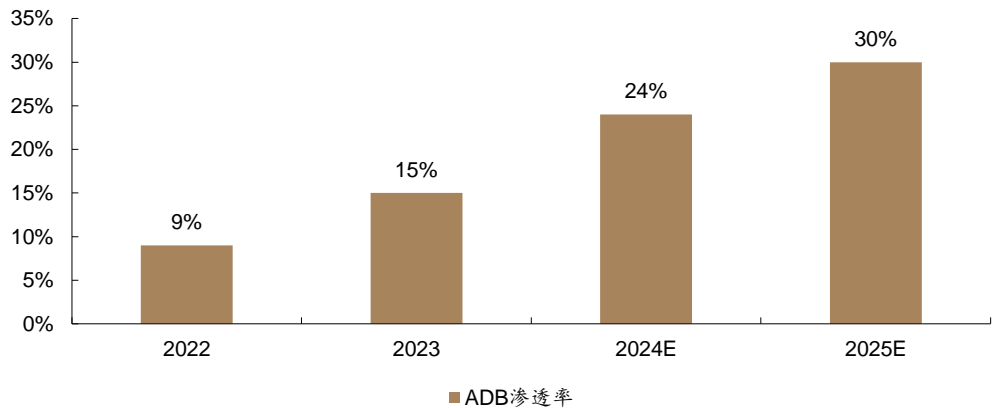
表 4：智能车灯类别

类型	功能	原理	优点
AFS	能够根据汽车方向盘角度、车辆偏转率和行驶速度，不断对大灯进行动态调节，适应当前的转向角，保持灯光方向与汽车的当前行驶方向一致	传感器将信号通过控制器局域网络 (CAN) 传入电子控制单元 (ECU) 中，ECU 处理完数据后，向车灯控制系统输出前照灯转角指令，使前照灯转过相应的角度	确保对前方道路提供最佳照明，并对驾驶员提供最佳可见度
ADB	可在会车时自动调整灯光照射区域，避免对来车产生炫光	通过车载摄像头采集图像并将图像信号输入，系统可判断前方来车的位置与距离，并将指令发送到前车灯系统，将其转换为在 LED 矩阵上开启和关闭的动作	提升夜间会车安全性以及保护行人
DLP	可在地面或车辆周围的其他表面上投影动态内容，不仅支持车辆与行人通信，还能以更直观的方式向周围车辆传达驾驶员较为复杂的信息	通过数字光处理器件及其他器件，先把影像信号经过数字处理，然后再把光投影出来	DLP 技术的高分辨率可实现精确的照明控制，将灯光精确地投放到所需位置，这样大部分远光灯便可持续打开，且不会对对面车辆或行人造成眩目

资料来源：星宇股份公开发行 A 股可转换公司债券募集说明书，盖世汽车，德州仪器官网、车灯研究院等，德邦研究所

ADB 大灯渗透率快速提升，DLP 大灯已得到初步应用。目前汽车前大灯功能升级主要体现为 ADB 的渗透率提升，2023 年我国汽车前大灯 ADB 渗透率为 15%，2024 年有望达到 24%。DLP 大灯目前的应用较少，其渗透率不足 1%，且集中于 40 万元以上的高端车型。从产业进程来看，目前国内外主流厂商均已实现 DLP 技术的突破，其中星宇股份研发的 DLP 大灯已搭载于问界 M9，DLP 渗透率有望进一步提升。

图 11：国内 ADB 渗透率持续提升



资料来源：中汽协，盖世汽车微信公众号，AutoLab 微信公众号，德邦研究所


表 5：搭载 DLP 大灯的主流车型

品牌	车型
问界	问界 M9
智己	智己 LS7、智己 L7
腾势	腾势 Z9 GT
奔驰	迈巴赫 S、奔驰 C 级
奥迪	奥迪 A8、奥迪 e-tron Sportback
路虎	路虎揽胜
高合	高合 HiPhi X
凯迪拉克	锐歌
魏牌	魏牌摩卡

资料来源：上海汽车报，腾讯汽车，中国照明网，太平洋汽车网，德邦研究所

尾灯光源以 LED 为主，OLED 主要应用于高端车。从光源来看，尾灯的光源主要有卤素、LED、OLED 以及激光四种，目前以 LED 为主流。由于 LED 是点光源，因此其在平面照明时在均匀性和光效方面存在一定的局限，而 OLED 本质上是面光源，在其发光区域内均可产生均匀的表面光，而不需要散射光学元件，因此其作为尾灯光源时效果更好。但由于 OLED 尾灯成本较高，因此目前其主要应用于 BBA 等中高端车型。

表 6：不同光源类型尾灯

技术类型	图片	优势	劣势	成本
卤素尾灯		成本较低	功耗较高、寿命较短、亮度较低	单车 300 元
LED 尾灯		响应速度快、亮度衰减低	密封要求高、成本较高	单车 800-1000 元
OLED 尾灯		无需光学器件、散热器、超轻、超薄、灵活	寿命短、成本高	单车 2500-3000 元
激光尾灯		高照明度、体积小	成本比 LED 以及 OLED 高数倍	-

资料来源：盖世汽车，车灯研究院微信公众号，智能汽车俱乐部微信公众号等，德邦研究所

尾灯形态上逐步升级为贯穿式尾灯。从形态看，汽车尾灯分为分离式尾灯和贯穿式尾灯，贯穿式尾灯分为光导式、LED+散射材料面罩以及 LED+小反光碗三种方案，其中 LED+散射材料面罩是国内大部分灯厂的贯穿式尾灯方案。目前贯穿式尾灯已渗透至 10 万以下车型，其渗透率有望快速提升。

表 7：主流车型尾灯配置情况

车企	车型	价格	车内氛围灯	尾灯类型
特斯拉	Model Y	24.99-35.49万	多色	分离式
	Model 3	23.19-33.59万	256色	分离式
问界	M7	24.98-32.98万	128色	贯穿式
	M9	46.98-56.98万	1680万色	贯穿式
理想	L7	30.18-35.98万	256色	贯穿式
	L8	32.18-37.98万	256色	贯穿式
	L9	40.98-43.98万	256色	贯穿式
	L6	24.98-27.98万	256色	贯穿式
蔚来	ES6	33.80-39.60万	256色	贯穿式
	ET5	29.80-35.60万	256色	贯穿式
小鹏	G6	17.99-25.69万	多色	分离式
小米	SU7	21.59-29.99万	多色	贯穿式
比亚迪	唐新能源	17.98-26.98万	31色	贯穿式
	秦Plus	7.98-12.58万	-	贯穿式
	腾势N7	23.98-32.98万	多色	贯穿式
吉利	极氪001	25.90-32.90万	多色	贯穿式
北京奔驰	奔驰E级	33.22-48.48万	64色	分离式
宝马	X5	52.28-71.20万	多色	分离式
奥迪	A8L	58.45-197.30万	多色	贯穿式
一汽大众	迈腾	13.99-24.69万	单色/30色	分离式

资料来源：太平洋汽车网，懂车帝，德邦研究所

车内氛围灯渗透率稳步提升，外饰氛围灯贡献额外增量。汽车内饰氛围灯作为功能性照明的补充，能扩大车内空间感官，提升内饰档次，提高汽车驾乘舒适感及乐趣，其在 2023 年的渗透率为 44.1%，近五年平均年增长率为 16.3%，根据佐思汽研，2025 年的氛围灯标配安装量有望达到 1300 万辆，渗透率接近 60%。同时由于新能源汽车不需要进气格栅，由此带动格栅灯、星环灯等外饰氛围灯的渗透率，氛围灯的单车价值量有望持续提升。

图 12：比亚迪汉内饰氛围灯



资料来源：OFweek 新能源汽车网，德邦研究所

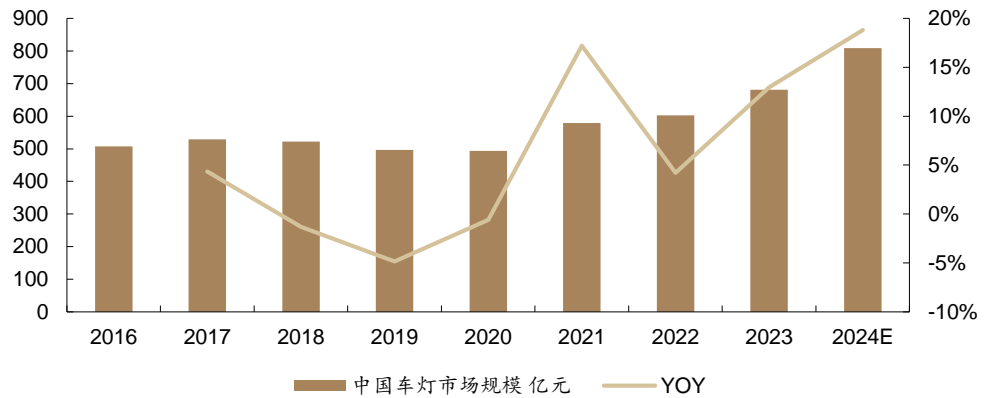
图 13：理想 L6 星环灯



资料来源：智能汽车俱乐部，德邦研究所

随着车灯功能持续升级，行业规模有望于 2024 年达到 809 亿元。随着车灯在光源以及功能上面的不断升级，国内车灯市场规模不断扩容，有望于 2024 年达到 809 亿元，同比增长 18.8%。

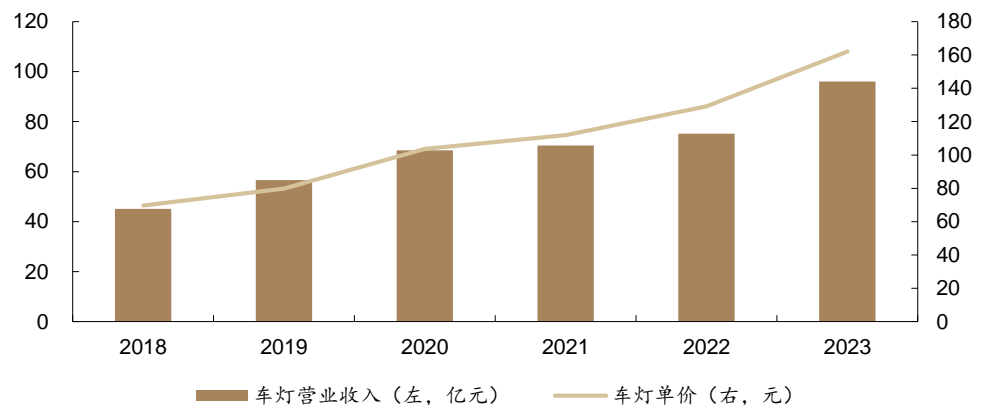
图 14: 国内车灯市场规模



资料来源: 华经产业研究院, 共研产业咨询, 佐思汽研, 德邦研究所

高附加值产品销量占比提高, 公司产品 ASP 逐年增加。根据公司公告, 2018-2023 年内公司车灯产品销售单价逐年提升, 从 2018 年的 69.7 元上升至 2023 年的 162.1 元, ASP 的提升有望不断增厚公司的盈利能力。

图 15: 公司车灯 ASP 不断提升



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

3. 积极优化客户结构, 出海打开长期空间

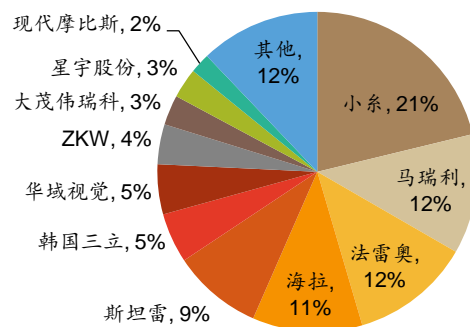
车灯壁垒较高, 头部企业优势显著。车灯行业的壁垒相对较高, 主要体现在:

- (1) **客户资源壁垒:** 整车企业行业集中度较高, 客户资源相对较为集中, 且整车制造企业选择汽车灯具供应商的程序非常严格, 需要投入大量人力、财力和时间; 同时汽车灯具产品属于定制型产品, 而且开发新品的频率很高, 整车制造企业为了降低协调、沟通、采购的成本, 倾向于与固定的供应商合作。
- (2) **技术壁垒:** 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。

- (3) **成本壁垒**：进入汽车灯具行业必须前期投入大量资金购置生产设备，而且开发每款车灯投入的图纸设计、模具开发、工装开发成本较高，如果不能迅速形成规模化生产，车灯制造企业难以在激烈的竞争中生存。一般而言，新进入的企业难以在短时间内形成规模生产，享受规模效应。
- (4) **质量认证壁垒**：质量认证壁垒主要体现在两个方面，首先，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备有至少连续 12 个月的生产 and 质量管理记录；其次，整车制造企业对汽车灯具质量的要求十分严格，汽车灯具制造企业必须经过整车制造企业严格的考察和评审程序才能成为其合格的供应商。

车灯供应商普遍与主机厂关系密切，全球市场格局较为集中。从全球范围来看，汽车车灯供应商与整车制造企业的联系非常紧密，主要的汽车车灯制造企业普遍具有较长的发展历史，且一些车灯供应商与整车制造企业存在密切的股权联系或其他历史渊源。在国际车灯市场中，行业集中度处于较高的水平，头部企业占据了主要的市场份额，根据 Yole，2021 年全球市场前五名车灯供应商份额合计占比 65%。

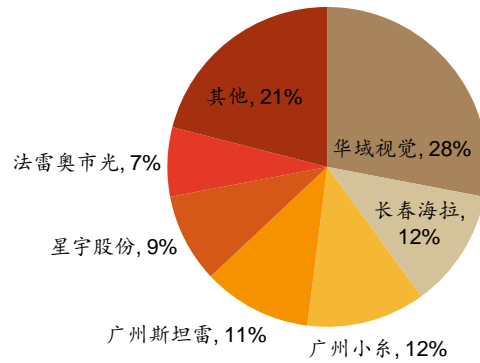
图 16：全球车灯市场格局（2021）



资料来源：Yole，德邦研究所

国内车灯行业格局较为集中。我国汽车灯具行业的市场份额主要集中于少数行业领先者，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，也导致了汽车灯具行业内少数领先企业占据了较大的市场份额。行业内主要企业包括海拉集团、斯坦雷、法雷奥集团、韩国三立、小系车灯等外资企业和以华域视觉、星宇股份为代表的内资企业。

图 17：国内车灯市场竞争格局（2020）



资料来源：中商产业研究院，德邦研究所

公司作为独立车灯厂，客户资源较为丰富。公司自成立之初即选择不依附于单一整车制造企业，坚持做独立供应商的发展道路，逐渐积累起丰富的客户资源，当前公司客户覆盖面较广，且客户层次较高。目前公司积累了包括欧美系、日系、传统自主品牌及造车新势力等丰富的整车客户资源，并与客户保持了紧密的合作关系。

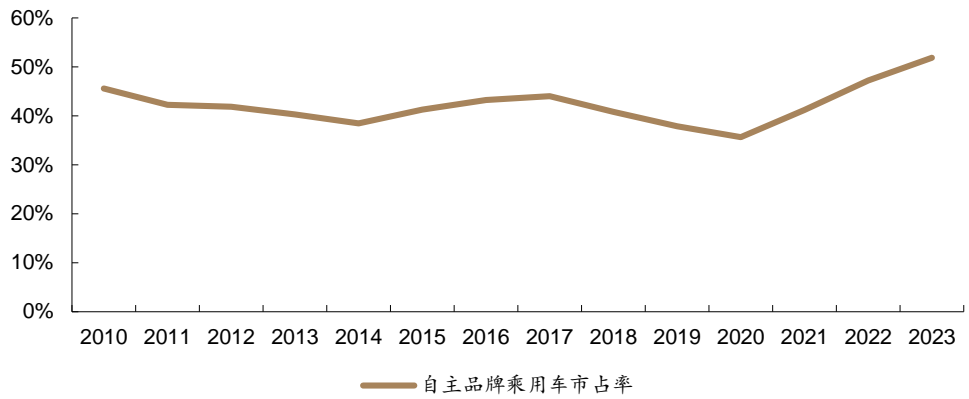
图 18：公司主要客户



资料来源：公司官网，德邦研究所

客户结构持续优化，逐步拓展至自主以及国际头部品牌。公司上市前主要客户为奇瑞，上市后客户结构逐步切换至以合资客户为主，当前公司在保持与现有客户合作关系的同时，积极开拓新能源客户和国际市场，已经与一汽红旗、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建立合作。

图 19：自主品牌乘用车市占率不断提升



资料来源：同花顺 iFinD，德邦研究所

设立塞尔维亚工厂，开启出海进程。公司积极开拓海外市场，2020年公司塞尔维亚工厂开始建设，于2022年12月份投产，有利于公司进一步开拓欧洲市场。欧洲汽车产业较为发达，且保有量大，公司在国内已配套宝马、奥迪、大众等欧洲品牌主机厂在国内合资公司的项目，在塞尔维亚建立生产基地有望帮助公司全面进入欧洲中、高端汽车品牌的供应商体系，公司全球化策略有望稳步推进。

表 8：公司塞尔维亚工厂信息

建设地点	塞尔维亚尼什 (NIS) 市工业区
占地面积	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
产品	计划达产后年产各类车灯 570 万只，其中：后尾灯 300 万只，小灯 170 万只，前大灯 100 万只
投资额	6000 万欧元
内部收益率	16.0%
投资回收期	8.29 年 (含建设期 3 年)
投产时间	2022 年 12 月

资料来源：星宇股份关于在塞尔维亚投资建厂的补充公告等公司公告，集微网，德邦研究所
注：上述收入及利润的测算按照完全达产后的产能和产品单价计算得出

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

车灯业务：随着车灯行业的持续升级，以及公司积极拓展新客户、开拓海外市场，我们预计 2024-2026 年此业务收入分别为 127.3、155.8、190.7 亿元，同时随着公司产品 ASP 的持续提升，我们认为此业务的毛利率分别为 22.0%、22.2%、22.4%；

控制器业务：我们预计 2024-2026 年此业务保持稳定增长，收入分别为 0.7、0.9、1.2 亿元，毛利率分别为 28%、28%、28%；

三角警示牌类业务：我们预计 2024-2026 年此业务收入分别为 0.18、0.19、0.2 亿元，毛利率分别为 5%、5%、5%；

其他业务：我们预计 2024-2026 年此业务收入分别为 5.1、6.1、7.0 亿元，毛利率分别为 12%、12%、12%。

表 9：公司营收拆分及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
车灯业务营收 (亿元)	75.18	95.99	127.28	155.79	190.69
YOY		27.7%	32.6%	22.4%	22.4%
毛利率	22.4%	21.8%	22.0%	22.2%	22.4%
控制器业务营收 (亿元)	0.11	0.35	0.70	0.91	1.18
YOY		221.1%	100.0%	30.0%	30.0%
毛利率	3.6%	27.9%	28.0%	28.0%	28.0%
三角警示牌业务营收 (亿元)	0.17	0.17	0.18	0.19	0.20
YOY		-1.7%	6.0%	6.0%	6.0%
毛利率	2.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
其他业务营收 (亿元)	7.02	5.98	5.08	6.10	7.01
YOY		-14.9%	-15.0%	20.0%	15.0%
毛利率	25.7%	11.6%	12.0%	12.0%	12.0%
总营收 (亿元)	82.5	102.5	133.2	163.0	199.1
YOY		24.2%	30.0%	22.3%	22.1%
毛利率	22.6%	21.2%	21.6%	21.8%	22.0%

资料来源：公司公告，德邦研究所预测

4.2. 投资建议

综上，我们预计 2024-2026 年公司的营收分别为 133.2、163.0、199.1 亿元，归母净利润分别为 15.3、19.7、24.7 亿元，对应 PE 分别为 21.6、16.8、13.4 倍。考虑到主业的相似性，选取科博达、华域汽车、佛山照明作为可比公司，根据 2024 年 9 月 2 日收盘价，其 2024-2026 年 PE 均值分别为 14.7、11.9、10.0 倍。考虑到公司不断优化客户结构，并积极在海外开拓市场，我们认为可以给予公司一定估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	归母净利润 (亿元)			PE(倍)		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603786.SH	科博达	174	43.0	8.6	11.1	13.8	20.3	15.7	12.6
600741.SH	华域汽车	468	14.9	73.5	79.5	86.3	6.4	5.9	5.4
000541.SZ	佛山照明	63	4.6	3.7	4.5	5.3	17.3	14.0	11.9
	可比公司平均 PE						14.7	11.9	10.0
601799.SH	星宇股份	330	119.4	15.3	19.7	24.7	21.6	16.8	13.4

资料来源：同花顺 iFinD，德邦研究所（收盘日期为 2024/09/02，星宇股份盈利预测来自德邦研究所，其他来自同花顺 iFinD 一致预测）

5. 风险提示

汽车行业销量不及预期风险：公司主营业务是为整车制造企业提供配套的车灯产品，其生产和销售规模直接受到整车产销规模的影响，如果汽车行业销量下滑，或将对公司的生产经营产生不利影响；

产品开发效果不及预期风险：汽车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量不达预期，或将面临前期投入收回困难的风险，进而对公司盈利造成不利影响；

海外市场开拓不及预期风险：公司积极开拓海外市场，并且在海外有产能投放，如果未来公司不能通过规模效应保证毛利率的提高或稳定，或将面临盈利能力下滑风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	3.87	5.36	6.89	8.64
每股净资产	31.98	37.09	43.97	51.42
每股经营现金流	2.44	5.71	7.18	9.78
每股股利	1.20	1.20	1.20	1.20
价值评估(倍)				
P/E	33.90	21.55	16.76	13.35
P/B	4.10	3.11	2.62	2.24
P/S	3.22	2.47	2.02	1.66
EV/EBITDA	22.24	14.45	11.16	8.68
股息率%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	21.2%	21.6%	21.8%	22.0%
净利润率	10.8%	11.5%	12.1%	12.4%
净资产收益率	12.1%	14.4%	15.7%	16.8%
资产回报率	7.5%	9.4%	10.6%	11.8%
投资回报率	11.3%	14.2%	15.4%	16.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	24.3%	30.0%	22.3%	22.1%
EBIT 增长率	17.8%	45.7%	28.5%	25.2%
净利润增长率	17.1%	38.8%	28.6%	25.5%
偿债能力指标				
资产负债率	38.2%	35.2%	32.1%	29.5%
流动比率	2.0	2.2	2.4	2.7
速动比率	1.6	1.7	2.0	2.2
现金比率	0.4	0.5	0.7	0.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	76.7	86.4	76.8	67.7
存货周转天数	101.9	78.4	67.1	57.8
总资产周转率	0.7	0.9	0.9	1.0
固定资产周转率	3.6	4.2	4.7	5.4

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,102	1,530	1,967	2,469
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	571	523	591	664
非经营收益	-59	-39	-92	-112
营运资金变动	-917	-383	-414	-229
经营活动现金流	697	1,630	2,052	2,793
资产	-1,033	-804	-871	-846
投资	1,396	-202	-177	-180
其他	67	-48	-25	-23
投资活动现金流	430	-1,053	-1,073	-1,050
债权募资	0	-3	10	14
股权募资	0	0	0	0
其他	-550	-78	0	-343
融资活动现金流	-550	-82	10	-329
现金净流量	607	485	988	1,414

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 9 月 2 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	10,248	13,324	16,299	19,908
营业成本	8,077	10,442	12,741	15,519
毛利率%	21.2%	21.6%	21.8%	22.0%
营业税金及附加	56	73	90	109
营业税金率%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%
营业费用	108	133	163	199
营业费用率%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	271	346	424	518
管理费用率%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
研发费用	610	799	978	1,195
研发费用率%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
EBIT	1,132	1,649	2,119	2,654
财务费用	-12	-21	-26	-36
财务费用率%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-13	-16	-17	-18
投资收益	-0	0	0	0
营业利润	1,199	1,666	2,141	2,685
营业外收支	4	4	4	4
利润总额	1,203	1,670	2,145	2,689
EBITDA	1,591	2,106	2,638	3,232
所得税	101	140	178	221
有效所得税率%	8.4%	8.4%	8.3%	8.2%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	1,102	1,530	1,967	2,469

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,105	2,584	3,573	4,989
应收账款及应收票据	4,398	4,811	5,207	5,530
存货	2,245	2,305	2,445	2,536
其它流动资产	1,217	1,332	1,477	1,618
流动资产合计	9,965	11,032	12,702	14,672
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,016	3,299	3,593	3,793
在建工程	732	754	768	793
无形资产	456	481	502	523
非流动资产合计	4,809	5,321	5,788	6,172
资产总计	14,774	16,353	18,490	20,844
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	4,527	4,641	4,778	4,957
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	369	387	410	443
流动负债合计	4,896	5,028	5,187	5,400
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	742	730	740	754
非流动负债合计	742	730	740	754
负债总计	5,638	5,759	5,927	6,154
实收资本	286	286	286	286
普通股股东权益	9,136	10,595	12,563	14,690
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	14,774	16,353	18,490	20,844

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；	
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；	
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。	

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。