



公司研究 | 深度报告 | 星宇股份 (601799.SH)

星宇股份：三问三答，看星宇新周期成长性

报告要点

公司 2024 年盈利向上拐点出现，从以下三个角度分析：1) 长期成长性：车灯二次升级，行业市场空间扩大，2030 年有望超 1900 亿元；出海欧洲，海外格局改善；2) 短期成长性：自主新能源客户放量，收入持续高增长；3) 盈利能力：短期盈利改善，长期中枢回升。我们认为公司在行业升级、格局优化与盈利回升三重赋能下，有望重现 2017-2020 年业绩提升周期。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别 18.6、23.2、28.6 亿元，对应 PE 分别为 21.6X、17.2X、14.0X，维持“买入”评级。

分析师及联系人



高伊楠

SAC: S0490517060001

SFC: BUW101



张永乾

SAC: S0490524030002

星宇股份 (601799.SH)

2025-05-26

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

星宇股份：三问三答，看星宇新周期成长性

引言：星宇转型切换期业绩持续下滑，2024 年盈利拐点出现，本轮增长是否可持续？

2017-2020 年星宇受益于行业 LED 升级和切入高端合资品牌，星宇业绩大幅提高。但 2020 年进入转型切换期以来，业绩持续下滑，归母净利率从 2020 年 15.8%降至 2023 年 10.8%。随着公司自主新能源客户放量，2024 年公司盈利拐点出现，归母净利润达 14.1 亿元，同比增加 27.8%；2025Q1 归母净利润为 3.2 亿元，同比增加 32.7%，归母净利率为 10.4%，同比+0.3pct，本文将从星宇长期成长性、短期成长性以及盈利能力修复前景来看本轮回升的可持续性。

长期成长性来自何处？——车灯升级+海外扩张

新能源车时代，智能化取代光源驱动车灯二次升级，内卷形势下个性化开辟车灯新形态，车灯价值量持续提升，2030 年行业市场空间有望超 1900 亿元。星宇在响应速度快，成本控制能力好，产品技术领先，客户拓展范围广，几大竞争优势下国内市场份额有望持续提升，带动收入长期增长；此外星宇 2020 年欧洲塞尔维亚建厂，开始海外扩张。新能源转型下，欧洲市场格局松动，星宇有望凭借成本和智能车灯量产经验优势切入欧洲市场。长期看好国内车企海外建厂开启本土化制造，带动星宇海外收入增长。

短期成长性来自何处？——自主新能源客户放量

紧随行业趋势，星宇下游客户主要经历自主—合资—自主的切换历程。2020 年前公司客户主要以合资为主如一汽大众、一汽丰田、广汽日产等。2020 年后随着合资客户销量下滑，公司营收增速明显降低。2022 年公司切入国内自主新能源客户如蔚来、理想、小鹏、华为等。伴随着下游自主新能源客户的放量，公司收入恢复高增长；未来随着自主新能源品牌迎来放量新周期，公司收入短期有望持续高增长。

盈利能力修复前景？——盈利能力中枢持续回升

短期来看：获益于产品结构改善、供应链整合降本、折旧摊销占比下降，星宇毛利率有望回升，同时研发高峰期已过，规模效应下费率回落。毛利率和费率同步改善情况下，公司净利率回升可期。长期来看，随着智能车灯技术壁垒提高推动车灯格局进一步集中以及外资灯企收入下降，星宇在四大竞争优势下，市占率有望持续提升，议价能力增强，带动盈利能力中枢回升。

投资建议

星宇股份在行业升级、格局优化与盈利回升三重赋能下，看好新一轮盈利周期重启。从以下三个角度来看：1) 长期成长性：车灯二次升级，行业空间扩大；出海欧洲，海外格局改善；2) 短期成长性：公司客户转型顺利，随着头部自主客户放量，公司营收持续高增长；3) 盈利能力：短期随着产品结构改善、供应链整合降本、折旧摊销占比下降以及研发高峰期已过，整体盈利能力修复可期；长期来看，随着市占率将进一步提升，公司下游议价能力增强，盈利能力中枢增长。我们认为该轮增长是可持续的，公司复现 2017-2020 年将进入新一轮盈利提升周期。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别 18.6、23.2、28.6 亿元，对应 PE 分别为 21.6X、17.2X、14.0X，维持“买入”评级。

风险提示

1、下游景气不及预期；2、技术研发与产品开发风险；3、行业价格战风险；4、盈利预测不及预期风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	140.17
总股本(万股)	28,568
流通A股/B股(万股)	28,568/0
每股净资产(元)	37.02
近12月最高/最低价(元)	162.42/110.11

注：股价为 2025 年 5 月 26 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《星宇股份：2025Q1 业绩表现亮眼，智能车灯龙头加速崛起》2025-05-09
- 《星宇股份：Q4 业绩表现亮眼，看好公司长期成长》2025-03-23
- 《员工持股草案落地，激发公司成长动能》2024-11-19



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

引言：客户切换期业绩持续下滑，2024 年盈利拐点出现，本轮增长是否可持续？	7
星宇三问之一：长期成长性来自何处？——车灯价值量升级+海外扩张	9
车灯升级：内卷形势下，智能个性化驱动车灯二次升级	9
海外扩张：出海欧洲，开启全球化征程	21
星宇三问之二：短期成长性来自何处？——自主新能源客户放量	29
过去：合资为主，成功切入豪华品牌	29
现在：随着自主品牌崛起，公司收入恢复快速增长	31
星宇三问之三：盈利能力修复前景？	34
盈利能力复盘	34
短期展望：毛利率和费率改善下，净利率加速修复	35
长期展望：公司市占率提高，盈利中枢回升	38
投资建议：公司业绩修复可持续，看好新一轮盈利周期重启	40
风险提示	41

图表目录

图 1：星宇经营情况复盘	7
图 2：星宇大灯项目情况	8
图 3：星宇股份净利润（亿元）和净利率情况	8
图 4：国内 LED 车灯渗透率与升级路线	9
图 5：问界 M9 车灯一览	10
图 6：汽车前大灯升级路线	11
图 7：汽车尾灯升级	12
图 8：汽车内饰氛围灯发展历程	13
图 9：理想星环灯	13
图 10：红旗格栅灯	13
图 11：车灯升级价值量变动（元）	14
图 12：LED 升级后车灯价值量分布	14
图 13：高端车市场销量持续增加（万辆）	14
图 14：高端车辆销量增速明显高于中低端车	14
图 15：ADB 和 DLP 大灯搭载车型	15
图 16：各类大灯渗透率情况	16
图 17：分价格带 ADB 渗透率情况	16
图 18：各类后组合灯渗透率	16
图 19：内饰氛围灯渗透率	17
图 20：车灯市场空间预测（亿元）	17
图 21：2021 年国内车灯市场格局	18
图 22：星宇与外资海拉、法雷奥车型研发周期对比	19

图 23: 星宇净利率大幅超过外资企业	19
图 24: 星宇与华域视觉专利数量对比 (项)	19
图 25: 星宇掌握智能车灯制造核心技术	19
图 26: 2025 年 4 月 23 日星宇与欧冶、晶能达成战略合作	20
图 27: iVISION 智眸大灯成本进一步降低	20
图 28: 截至 2024 年华域视觉下游配套车型数量	20
图 29: 2023 年星宇股份下游主要客户收入占比	20
图 30: 星宇国内车灯收入预测 (亿元)	21
图 31: 2022 年全球车灯市场格局	21
图 32: 2023 年星宇和小系国内外收入 (亿元) 以及海外收入占比	21
图 33: 小系欧洲和北美布局历程	22
图 34: 小系北美、欧洲营收以及丰田欧洲北美汽车产量 (万辆)	22
图 35: 北美和欧洲地区丰田单车对应小系营收 (万日元)	22
图 36: 2022 年北美车灯市场竞争格局	23
图 37: 2022 年欧洲车灯市场竞争格局	23
图 38: 2022 年丰田汽车和小系车灯在欧洲和北美市占率情况	23
图 39: 小系、海拉和法雷奥净利率情况	24
图 40: Stellantis 3000 家供应商数量整理 (家)	25
图 41: 截至 2023 年 Stellantis 400 家主要供应商情况	25
图 42: 截至 2023 年塞尔维亚与德法波兰等工人平均时薪对比 (欧元/小时)	26
图 43: 星宇净利率大幅领先海外车灯企业	26
图 44: 2022 年全球和国内 ADB 大灯渗透率	26
图 45: 国内车灯智能化上实现对海外反超	26
图 46: 塞尔维亚附近整车厂分布情况	27
图 47: 欧州市场空间与星宇收入预测	28
图 48: 国内合资和自主品牌汽车销量 (万辆) 以及合资占比	29
图 49: 公司主要下游客户收入 (亿元)	30
图 50: 2012-2016 年公司产品销量 (万件)	30
图 51: 2018 年星宇供应奥迪、宝马车灯	30
图 52: 公司主要客户收入占比	30
图 53: 2011-2020 年公司营收和增速情况	31
图 54: 2018-2024 年自主和合资销量 (万辆) 以及自主市占率	31
图 55: 公司主要新能源客户项目	31
图 56: 公司主要新能源自主客户销量情况 (万辆)	32
图 57: 公司主要合资客户销量情况 (万辆)	32
图 58: 各车系新车车型上市数量 (款)	32
图 59: 头部新能源自主品牌 2025 年新车规划	32
图 60: 公司批产项目数量 (个)	33
图 61: 星宇营收与增速情况	33
图 62: 公司盈利能力影响因素	34
图 63: 星宇毛利率、净利率和期间费率情况	35
图 64: 公司研发费率和其他费率情况	35

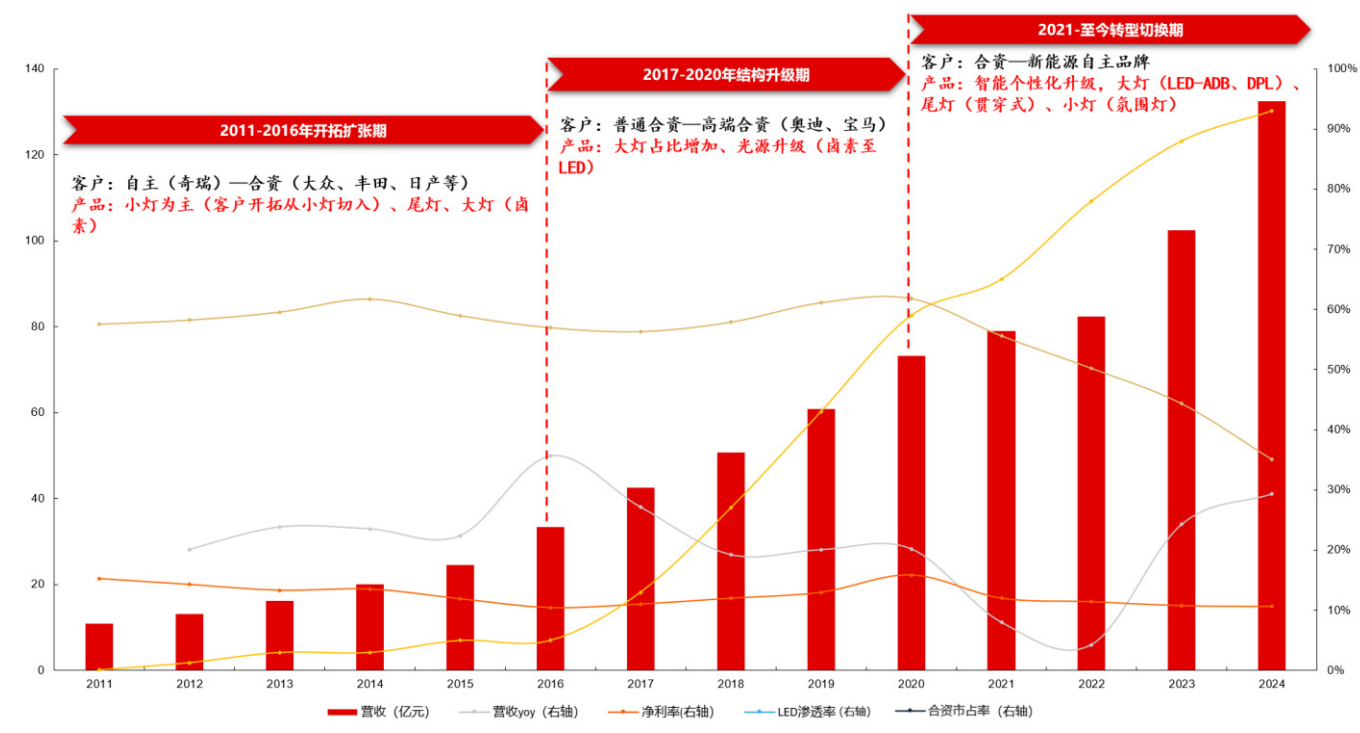
图 65: 公司主要原材料塑料价格 (元/吨)	35
图 66: 各种车灯单车价值 (元) 和毛利率情况	36
图 67: 星宇前大灯、后组合灯、小灯销量 (万只) 以及前大灯销量占比	36
图 68: 国内车灯企业资产周转率 (次数) 情况	37
图 69: 国内车灯企业净利润率情况	37
图 70: 公司固定资产规模 (亿元) 以及增速	37
图 71: 公司折旧摊销占营收比重	37
图 72: 星宇研发费率情况	38
图 73: 福耀玻璃全球市占率与毛利率	38
图 74: 星宇市占率和毛利率情况	39
图 75: 上汽大众收入占比	39
图 76: 国内主要车灯企业收入情况 (亿元)	39
图 77: 2030 年国内车灯格局预测	39
表 1: ADB、DLP 和 HD 三种技术方案对比	11
表 2: 车灯市场空间测算	17
表 3: 国内灯企主要客户	18
表 4: 主要车灯企业配套客户	23
表 5: 福特电动车部门 Ford E 2022 和 2023 年经营情况	24
表 6: 全球头部车灯企业欧洲布局	25
表 7: 国内车企欧洲建厂规划	27
表 8: 星宇塞尔维亚工厂情况	28
表 9: 星宇模具工厂情况	36
表 10: 公司收入和利润的敏感性分析 (单位: 亿元)	41

引言：客户切换期业绩持续下滑，2024 年盈利拐点出现，本轮增长是否可持续？

星宇发展历程主要可划分为三个阶段，目前处于转型切换期，盈利能力持续走低。

- 1) 开拓扩张期（2011-2016 年）：**客户结构上，公司以奇瑞自主品牌为主开始向一汽大众、上汽大众、一汽丰田、广汽日产等国内合资品牌开拓；产品结构上，公司初期开拓客户是以较为低价的雾灯和其他小灯类进入新的主机厂配套体系，之后对客户进行进一步挖掘，大灯主要以合资客户和卤素灯为主。公司收入增速明显增加，净利率持续走低。
- 2) 结构升级期（2017-2020 年）：**客户结构上，由普通合资如大众、丰田等开始向高端合资奥迪、宝马转移；产品结构上，公司业务价值量向高附加值的大灯转移，同时 LED 化升级下，LED 大灯明显增多。公司该阶段实现营收与盈利双增。
- 3) 转型切换期（2021 年-至今）：**客户结构上，由合资品牌开始向新能源自主品牌如蔚来、小鹏、华为等切换，产品结构上由于汽车智能化发展，智能 ADB、DLP 大灯渗透率提升，公司产品结构逐渐向高端智能大灯转移。客户结构切换下，2022 年前公司营收增速下滑后有所回升，净利率保持下降趋势。

图 1：星宇经营情况复盘



资料来源：Wind，研报报告网，中汽协，公司年报，长江证券研究所

图 2：星宇大灯项目情况



资料来源：Marklines，汽车之家，公司年报，长江证券研究所

注：主要参考 Marklines 披露数据，故可能存在一定覆盖不全，上图仅供参考。

2024 年来公司归母净利润持续回升，拐点趋势明显。2024 年归母净利润达 14.1 亿元，同比增加 27.8%，归母净利率为 10.6%，同比减少 0.1pct。2025Q1 归母净利润为 3.2 亿元，同比增加 32.7%，归母净利率为 10.4%，同比+0.3pct，本轮回升是否可持续，未来公司盈利情况如何是本文研究重点。

图 3：星宇股份净利润（亿元）和净利率情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

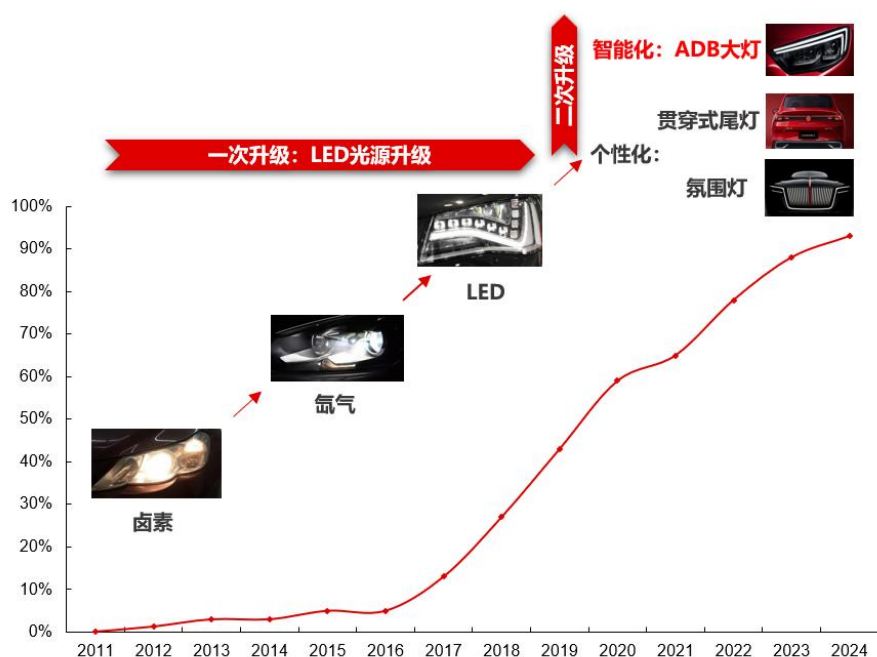
星宇三问之一：长期成长性来自何处？——车灯价值量升级+海外扩张

车灯升级：内卷形势下，智能个性化驱动车灯二次升级

智能化取代光源驱动车灯二次升级，内卷形势下个性化开辟车灯新形态

承接自动驾驶、智能座舱等领域方兴未艾的创新迭代，车灯正成为汽车内卷环境下塑造差异化中的又一大方向。随着 LED 光源升级已接近尾声，成为行业的标准技术。当前的行业增长动能正逐步转向智能化和个性化方向，这两者正在取代 LED 升级，成为推动车灯行业二次增长的关键驱动力。智能化主要以前照灯为主，在原 LED 基础上进一步功能性升级如 ADB（自适应远光灯）、DLP(数字光处理)；个性化主要以形态变化为主，如贯穿式尾灯和氛围灯等。以问界 M9 为例，其均价超 50 万元，转配行业顶尖的车灯包括 DLP 前大灯、贯穿式尾灯、贯穿式前灯带等，在车灯系统上彰显高端差异化。

图 4：国内 LED 车灯渗透率与升级路线



资料来源：研观报告网，懂车帝，智能汽车俱乐部，和高资本，长江证券研究所

图 5：问界 M9 车灯一览



资料来源：汽车之家，长江证券研究所

1) 前大灯：智能化（普通 LED—ADB—DLP/HD）

目前车灯在光源上已经逐渐完成从卤素、氙气向 LED 的升级路线，功能上正在向 ADB 到 DLP/HD 发展。前大灯目前主要有机械式、矩阵式和像素式三种技术路线。机械式重要应用——AFS 即汽车自适应前照灯系统（能够提供旋转调节效果，根据方向盘角度转动，把有效光束投射到驾驶者需要看清的前方路面上，帮助降低安全隐患）。在机械式 AFS 功能下，会车时容易产生眩目，基于此诞生了 ADB 即自适应远光灯系统(Adaptive Driving Beam System)，单车价值 3000-4000 元。ADB 通过摄像机信号的输入，判断对面车辆的位置与距离，并自动调整灯光照射区域，关闭或调暗对面车辆区域的灯光照射指令，从而减少对面车辆产生眩光，同时最大限度地满足驾驶者的视野需求，提升夜间会车的安全性。ADB 实现的技术路线有机械式、矩阵式和像素式三种，机械式有着响应速度慢、噪声大、性能差的缺点；像素式虽能实现百万像素级，但核心 DMD 芯片为德州仪器专属 IP，存在供应少且成本高的问题；矩阵式 ADB 大灯系统成本较低，技术路线较好地实现了性能与成本的平衡，因此市场上主要为矩阵 ADB 大灯。随着汽车智能化提升，对车灯的像素需求和投影交互功能逐步提高，车灯向像素式大灯方向升级，目前主要的像素式大灯技术有 DLP（数字光处理）和 HD（Micro LED），二者是通过光调制器件实现像素化。其中 DLP 相较于 HD 的像素更高，但单车价值在 18000-20000 元，显著高于 HD 的 4000-5000 元。HD 前大灯涵盖复杂的硬件、软件以及照明光学和成像光学两个领域的积累。而传统车灯厂多年来都在车规照明光学领域深耕，相对缺乏成像光学的积累。海外大厂如法雷奥、海拉、马瑞利已推出相关产品，但相关技术以及设计主要积累在海外团队。目前国内厂商做出 HD 样件的较少，并且样件满足车厂对 HD 大灯的透镜指标要求的难度较大。

图 6：汽车前大灯升级路线



资料来源：智车俱乐部，和高资本，长江证券研究所

表 1：ADB、DLP 和 HD 三种技术方案对比

	ADB	DLP	HD (Micro LED)
像素	低像素模块(百位级)	百万级像素	万级像素
单车价值 (元)	3000-4000	18000-20000	4000-5000
技术路线	矩阵式	像素式	像素式
技术特征	1.LED 小体积、易驱动、快速响应 2.使用多颗 LED 组成行、列或矩阵式排列 3.入门级智能大灯	核心是 DMD 芯片，DMD 最高包括 130 万个 8*8μm 的铝制微镜，分辨率可达 130 万像素，微镜元件每秒可以分别完成多达 5000 次角度变化	可实现对芯片上每一个独立的微结构区域进行单独的开、关及电流调节的功能，使每一个微芯片结构直接成为了大灯光型中可独立控制的像素。
应用车型	Model 3、小米 SU7、极氪 007 等	问界 M9、奔驰 S、奥迪 E-tron Sportback、智己 L7 等	保时捷卡宴
量产情况	已有一定量产规模	部分高端车型量产	在少数车型应用（技术研发改进中）
优点	技术相对较成熟，开发不确定性较低，周期相对较短，成本比高像素车灯低	成像像素最高，清晰度最高，效果最好	较低的系统成本，较小的系统体积，以及相当高的效率，明暗对比度是方案里面最高的
缺点	在 LED 灯颗数增多的同时，LED 之间亮度、颜色、电压等参数一致性调控难度上升	系统成本较高，所需的系统空间相对较大，开发成本较高	光学模组和控制器技术门槛较高

资料来源：和高资本，长江证券研究所

2) 后组合灯：个性化（分离式到贯穿式）

在 OLED 渗透率较低情况下，形态上贯穿式车灯成为主流趋势。从光源上看，目前有卤素、LED、OLED、及激光四种光源，其中 led 尾灯是主流，OLED 尾灯无需光学器件、散热器等电子零部件，且具有超轻超薄的特点，适于在尾灯打造个性化造型，但当前 OLED 技术寿命短、成本高，所以目前只应用于 BBA 等中高端车型。从形态看，汽车尾灯形态上有分离式尾灯和贯穿式尾灯，分离式尾灯逐渐被贯穿式尾灯取代。单车价值上，分离式卤素尾灯为 400-500 元，贯穿式 OLED 尾灯高达 2500-3000 元。

图 7：汽车尾灯升级



资料来源：懂车帝，智能汽车俱乐部，长江证券研究所

3) 其他车灯：个性化氛围灯

- a) 内饰氛围灯：本质是属于汽车小灯中的装饰灯，其核心原理是通过不同颜色与形式的灯光效果去营造不同的内饰氛围。LED 灯因其具备节能性、高亮度等特点，是目前氛围灯采用的主流方案。汽车氛围灯历经起步阶段、成长阶段、快速发展阶段和成熟阶段，伴随 LED 技术的发展和用户对于科技感需求的提升，氛围灯实现由商务改装用途到中低端家庭用途的蜕变，内饰氛围灯单车价值约为 600-700 元。

图 8：汽车内饰氛围灯发展历程



资料来源：盖世汽车研究院，长江证券研究所

- b) **外饰氛围灯：**主要为汽车前贯穿式车灯，包括星环灯和格栅灯等。由于汽车的动力变化，前部进气格栅功能随之取消，发光格栅灯、星环灯、交互灯等新型车灯应运而生，汽车整个前部区域都可以实现发光效果。未来汽车前部车灯造型向贯穿式和整体式方向发展的趋势明显，产品功能大幅提升，目前在理想、红旗、蔚来等车型上均有所应用，平均单车外饰氛围灯价值约为 1800 元。

图 9：理想星环灯



资料来源：智能汽车俱乐部，长江证券研究所

图 10：红旗格栅灯

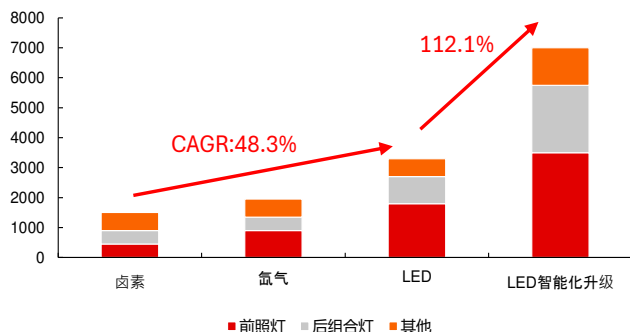


资料来源：车灯研究所，长江证券研究所

车灯二次升级，相较于光源升级单车价值提升更为明显。过去车灯升级主要由于光源驱动，从卤素（ASP1500 元）、氙气（ASP1900 元）再到 LED 车灯（ASP3300 元）。目前随着汽车电动智能化的发展，在 LED 车灯基础上智能化升级的 ADB 前大灯、DLP 前大灯，此外在行业内卷环境下个性化追求推动车灯形态上诞生了后贯穿车灯、氛围灯等新类型车灯，开辟出全新增量，为行业迎来二次价值成长曲线。智能车灯总单车价值约 7000 元，相较于普通 LED 车灯提升 112.1%，其中 ADB 大灯约 3500 元、贯穿式尾灯

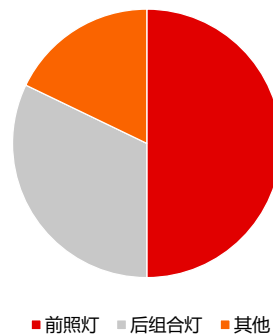
约 2250 元、氛围灯等小灯约 1250 元。随着车灯的升级，前大灯价值量占比显著提高，从卤素灯时代的 30% 提升至智能车灯时代的 50%，其次为后组合灯占比为 32.1%。

图 11：车灯升级价值量变动（元）



资料来源：智能汽车俱乐部，长江证券研究所

图 12：LED 升级后车灯价值量分布

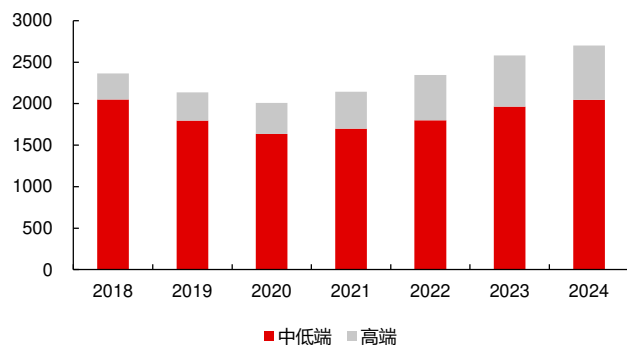


资料来源：智能汽车俱乐部，长江证券研究所

注：上述数据统计截至 2024 年

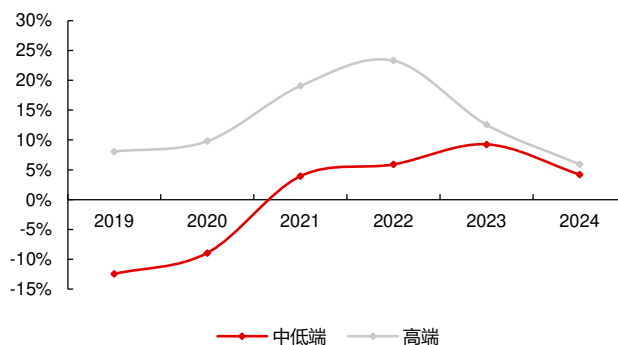
中国高端乘用车销量快速增长，智能车灯应用前景广阔。按照乘用车的价格将其分为高端（25 万以上）、中端（8-25 万）和低端（8 万以下）。中低端市场 2024 年销量为 2047.8 万辆，同比增长 4.2%。高端市场 2024 年销量为 652.6 万辆，同比增长 5.9%。2019-2024 年高端/中低端市场销量 CAGR 为 13.9%/2.7%，高端市场销量增速明显高于中低端市场。

图 13：高端车市场销量持续增加（万辆）



资料来源：中汽协，长江证券研究所

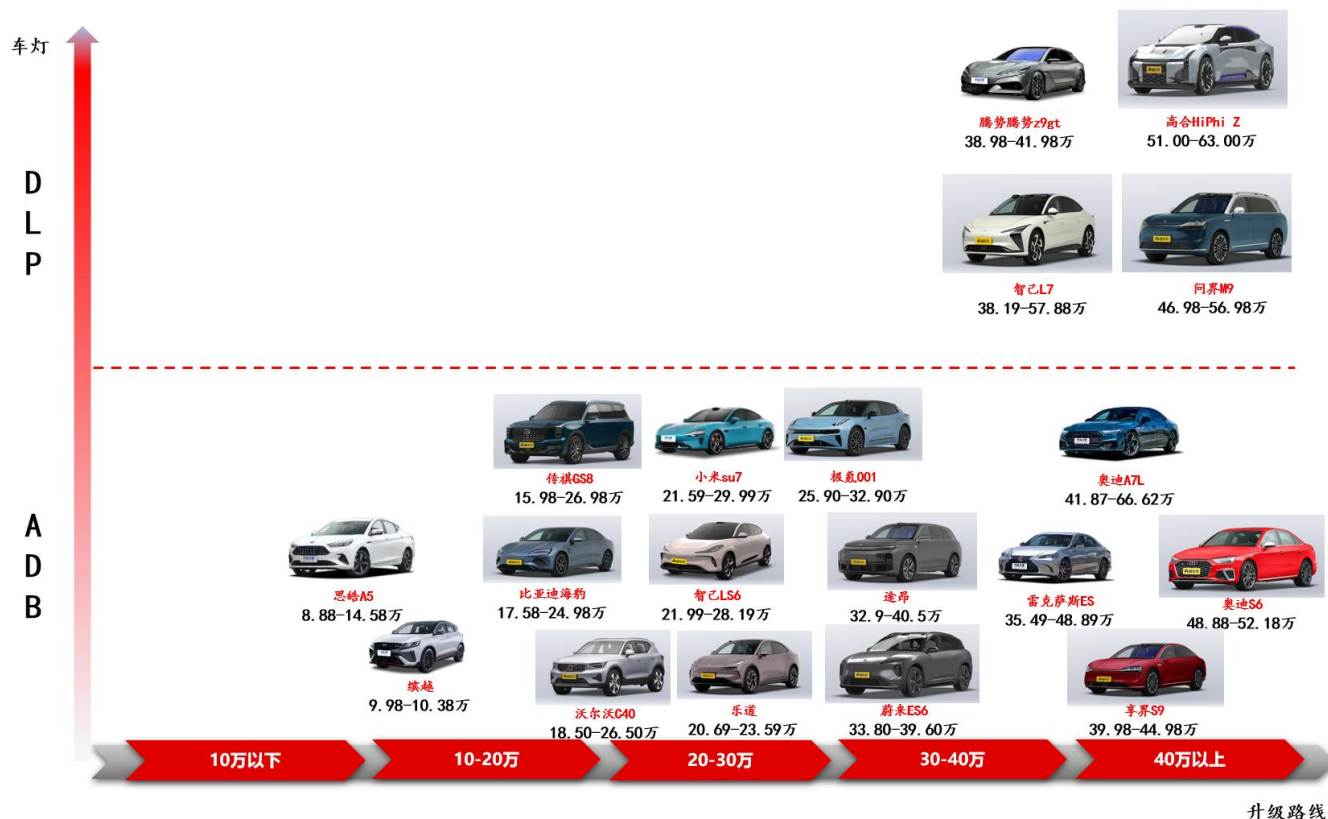
图 14：高端车辆销量增速明显高于中低端车



资料来源：中汽协，长江证券研究所

搭配智能车灯的车型价格带下探，带动行业市场持续扩容。当前 ADB 大灯已下探到 10 万元以下的价格区间如思皓 A5，其配置矩阵 ADB 大灯的车型起售价为 8.88 万元。DLP 仍以 40 万元以上的高配新能源车型为主，但部分车型如智己 L7 和腾势 z9gt 配置 DLP 投影大灯的车型起售价已降至 40 万元以下。贯穿式尾灯逐渐成为共同选择，如比亚迪各个系列新发布的车型均有采用，已渗透至 7 万元车型；氛围灯 2018 年后从豪华品牌逐渐向中低端品牌下渗。

图 15: ADB 和 DLP 大灯搭载车型

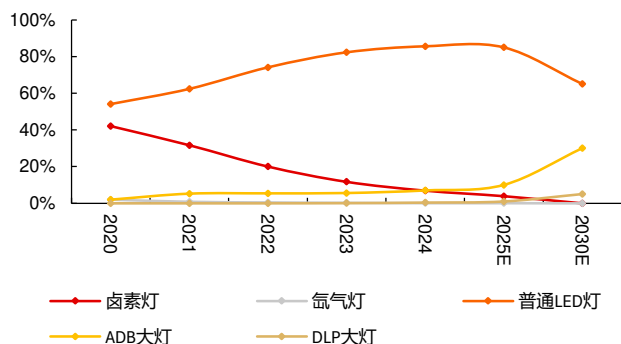


资料来源：汽车之家，懂车帝，长江证券研究所

豪华车市场扩容叠加搭载车型价格带下探，看好智能车灯渗透率长期提升潜力。

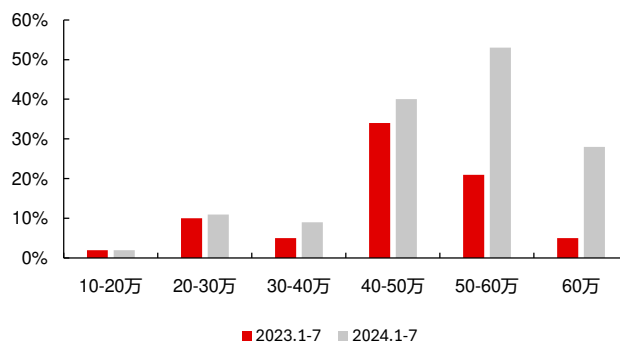
- 1) 前大灯:ADB 大灯 2024 年 1-7 月渗透率已达 7%,相较于 2023 年 1-7 月的 5.6%,提升 1.4pct, ADB 大灯转配于各个价格带且渗透率均有所增长,其中在 40 万以上价格区间渗透率较高;DPL 大灯 2024 年 1-7 月渗透率为 0.4%,相较于 2023 年 1-7 月的 0.1%,提升 0.3pct,目前 DLP 大灯由于成本较高,所以主要集中于 40 万以上市场,未来有望随着技术成熟和行业降本,渗透率逐渐提升。

图 16：各类大灯渗透率情况



资料来源：盖世汽车，长江证券研究所

图 17：分价格带 ADB 渗透率情况

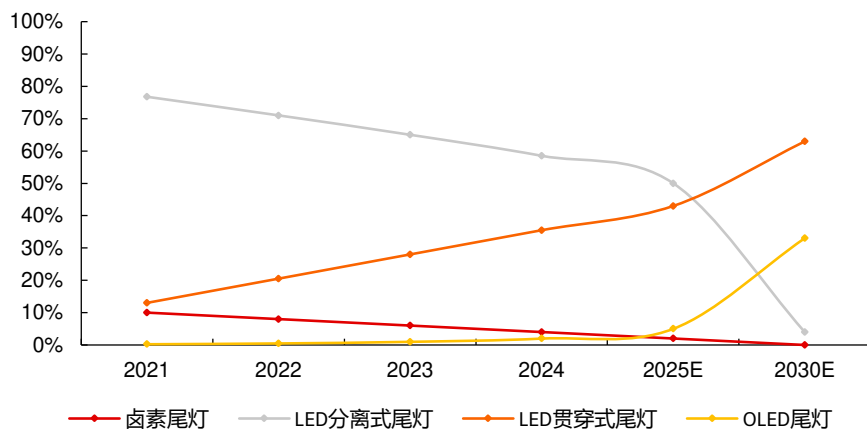


资料来源：盖世汽车，长江证券研究所

注：ADB 和 DLP 车灯为标配数据，2024 年全年渗透率用 1-7 月数据替代

2) **后组合灯**: 2023 年尾灯光源超过 90%已由卤素升级为 LED，卤素尾灯市占率仅为 6%。LED 尾灯形态上贯穿式占比持续提升,2023 年贯穿式 LED 尾灯份额达 28%，分离式为 65%。OLED 光源最早在 2016 前开始有宝马、奔驰和奥迪的高端豪华车进行应用，在 2020 年国产红旗 H9 轿车开始全系标配尾灯 OLED 光源后，意味着 OLED 尾灯装车已经从豪华车型下探到高端车型，OLED 尾灯渗透率 2023 年达 1%，2025 年有望升至 5%。

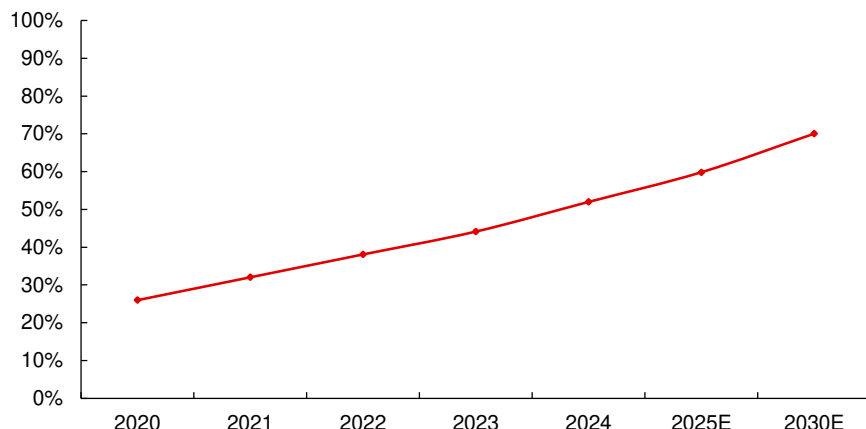
图 18：各类后组合灯渗透率



资料来源：汽车之家，36 氪，长江证券研究所

3) **其他车灯**:伴随 LED 技术的发展和用户对于科技感需求的提升,内饰氛围灯逐渐从商务改装用途、豪华车装饰到当下应用至中低端车型，渗透率由 2021 年 32.0%提升至 2023 年 52.0%，2025 年有望达到 59.8%；前格栅车灯 2022 年渗透率约为 6%，2025 年有望达到 18%。

图 19：内饰氛围灯渗透率



资料来源：水清木华研究中心，长江证券研究所

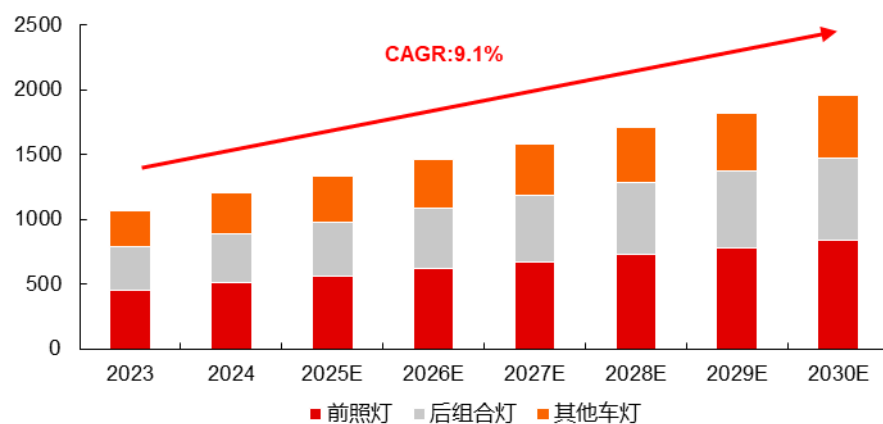
车灯行业二次升级将开辟广阔空间，预计 2025 年行业市场空间超 1300 亿元，2023-2025 年市场空间增长 CAGR 为 11.8%。2025 年前照灯将达到 559 亿元，后组合灯 421 亿元，小灯 353 亿元。

表 2：车灯市场空间测算

	2023	2024	2025E	2030E
前大灯	457	508	559	838
后组合灯	331	376	421	634
其他车灯	278	320	353	484
总计	1066	1205	1333	1955

资料来源：中汽协，盖世汽车，汽车之家，36 氪，智能汽车俱乐部，和高资本，长江证券研究所

图 20：车灯市场空间预测（亿元）

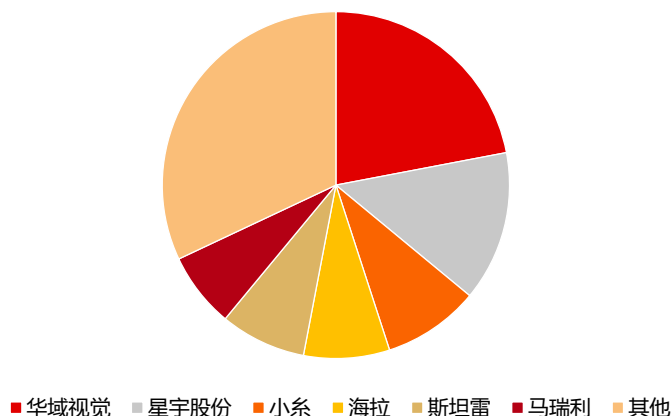


资料来源：中汽协，盖世汽车，汽车之家，36 氪，智能汽车俱乐部，和高资本，长江证券研究所

国内车灯格局内资主导，国产替代明显

国内车灯市场由华域视觉、星宇股份内资灯企主导。华域视觉作为华域汽车子公司，主要以上汽系客户为主，如上汽通用、上汽大众、上汽乘用车等，市占率稳定在 20%以上；星宇股份，国内民营企业，客户配套范围广泛，合资客户如德系、日系，自主客户如奇瑞、蔚来等；小糸、斯坦雷为日系企业，主要配套丰田、日产等日系合资企业；海拉、马瑞利欧系灯企，主要配套，大众、宝马、奔驰、菲亚特等欧系车企。

图 21：2021 年国内车灯市场格局



资料来源：智能汽车俱乐部，Bloomberg，和高资本，长江证券研究所

表 3：国内灯企主要客户

灯企	性质	主要客户
华域视觉	内资	上汽集团、长安集团、广汽集团、一汽集团、领克、极氪、丰田、福特、长城、小米、小鹏等
星宇股份	内资	一汽大众、一汽丰田、东风日产、广汽丰田、奇瑞、蔚来、理想、小鹏、赛力斯等
小糸	日系外资	广州丰田、广汽本田、东风日产、东风本田、长安福特、长安马自达等
海拉	欧系外资	一汽大众、一汽轿车、华晨宝马、沈阳金杯、上海大众、东风日产、通用、福特、武汉神龙、一汽大发、吉利、奇瑞、菲亚特
斯坦雷	日系外资	丰田、本田、日产、马自达、铃木、三菱、斯巴鲁、大发、宝马、五十铃等

资料来源：华域视觉官网，车灯研究院，新浪财经，长江证券研究所

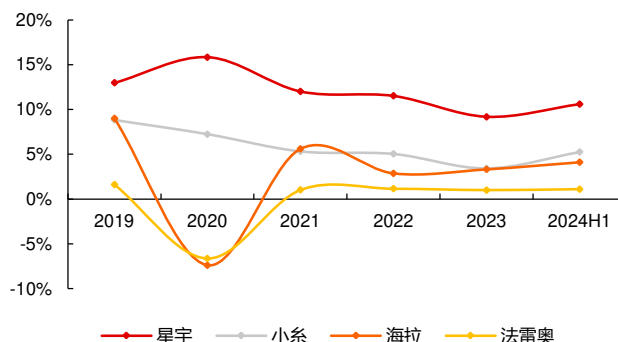
星宇相较于外资企业，在响应速度和成本控制上有优势。新能源时代车型上市速度加快对零部件企业的响应速度要求更高，星宇本土化生产与研发响应速度和服务能力领先外资企业，国内同一款车型海外车灯企业可能需要 2-3 年的研发周期，而星宇凭借本土研发优势，能够缩短至 1-1.5 年。内卷环境下下游车企盈利能力承压，具备更强的报价优势的零部件企业，竞争力更强。星宇今年来净利率持续下降，但净利率始终超过 10%，而外资巨头稳定在 5% 左右，大幅低于星宇股份。

图 22：星宇与外资海拉、法雷奥车型研发周期对比



资料来源：思瀚产业研究院，长江证券研究所

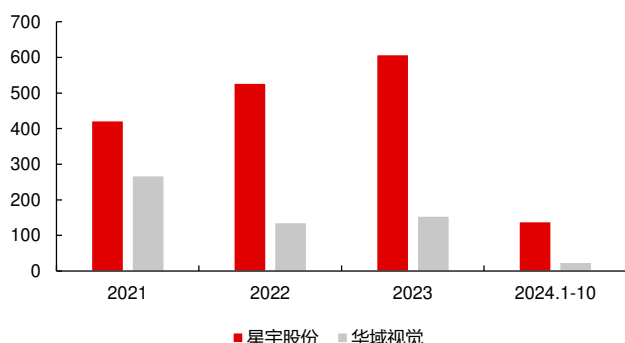
图 23：星宇净利率大幅超过外资企业



资料来源：Wind，长江证券研究所

星宇相较于内资企业：1) 产品技术领先。与华域视觉对比，星宇股份在近年来的研发专利上大幅领先，2023 年星宇研发专利为 608 项，而华域视觉仅为 154 项。星宇掌握智能车灯制造核心技术，全面布局 ADB、DLP、HD 等先进车灯，其供应问界 M9 的智能车灯更是产品力行业领先，是国内主要量产 ADB 和 DLP 智能车灯的灯企。

图 24：星宇与华域视觉专利数量对比（项）



资料来源：企查查，长江证券研究所

图 25：星宇掌握智能车灯制造核心技术



资料来源：公司官网，长江证券研究所

2025 年 4 月 23 日星宇携手欧冶、晶能达成战略合作推出 iVISION 智眸大灯，对标一代 HD 车灯成本有望减少 20%。星宇股份以深厚积淀与垂直一体化制造能力稳居行业头部，欧冶半导体以前沿汽车芯片全栈技术与尖端芯片方案驱动产业革新，晶能光电以创新光源重新定义汽车照明边界。三者合作推出新款智慧大灯，实现全域 ADB 远光、首创自闭环算法、超大角度、超高亮度、超多像素等多项技术指标、行业性能的全面突破，集成全球首发的车灯专用 SoC 芯片和首款国产 Micro LED 光源芯片，供应链国产化下成本进一步下探，提高星宇在智能大灯领域的产品竞争力。

图 26：2025 年 4 月 23 日星宇与欧冶、晶能达成战略合作



资料来源：车灯研究院，长江证券研究所

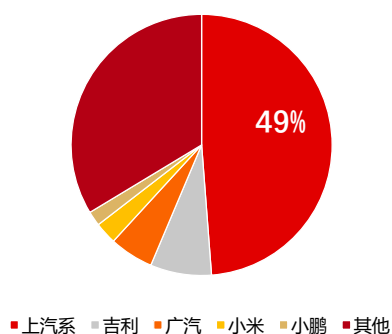
图 27：iVISION 智眸大灯成本进一步降低



资料来源：车灯研究院，长江证券研究所

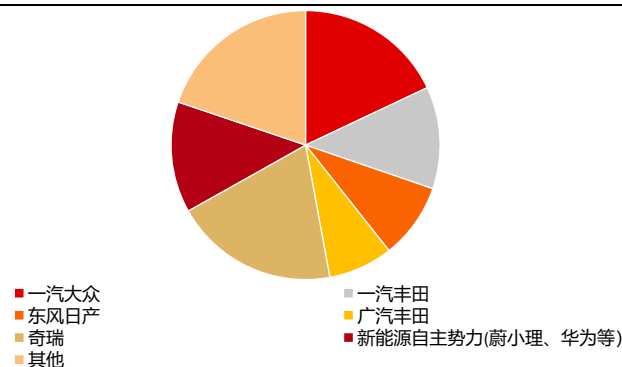
2) 客户拓展优势明显。华域视觉作为上汽集团下华域汽车的子公司，深度绑定上汽系车型，其下游配套接近 50% 为上汽大众、上汽通用等上汽系汽车，目前配套新能源客户仅有小鹏和小米几款车型，占比较低。星宇股份作为独立灯企，选择性更广，客户切换更灵活，公司已经切入蔚小理、华为等头部新能源客户，2023 年公司新能源收入占比已经超过 10%。

图 28：截至 2024 年华域视觉下游配套车型数量



资料来源：Marklines，长江证券研究所

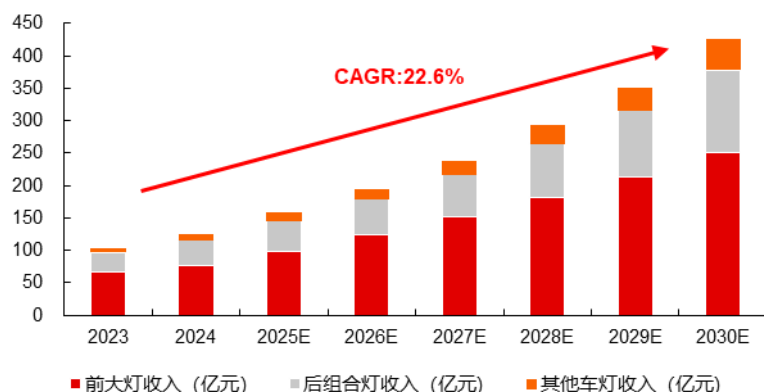
图 29：2023 年星宇股份下游主要客户收入占比



资料来源：Wind，公司年报，长江证券研究所

二次升级下星宇响应速度、成本控制、产品技术以及客户拓展上有竞争优势，看好国内份额提升带动收入长期增长。公司市场份额未来有望持续提高，2030 年公司国内车灯总收入有望达 426.4 亿元，2023-2030 年 CAGR 为 22.6%。

图 30：星宇国内车灯收入预测（亿元）



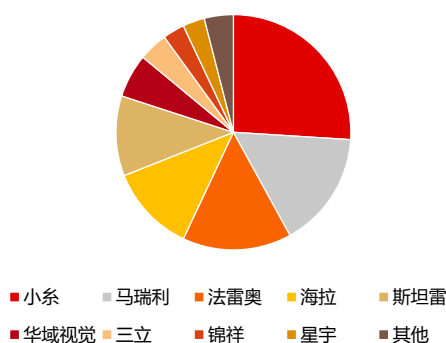
资料来源：中汽协，盖世汽车，汽车之家，36 氪，智能汽车俱乐部，和高资本，公司年报，长江证券研究所

注：此为根据下游配套情况以及中国乘用车销量，经过分析师合理测算所得

海外扩张：出海欧洲，开启全球化征程

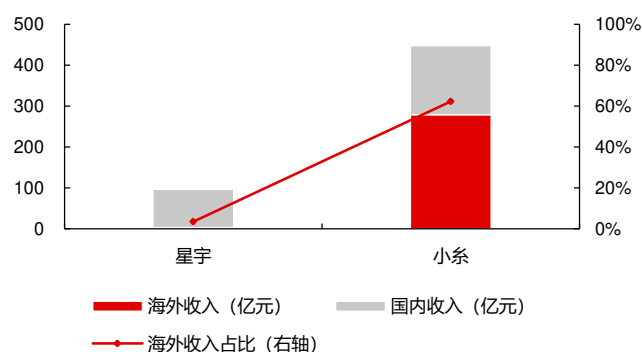
星宇海外发展空白，与外资巨头有较大差距。2022 年小系全球市场份额达 26%，星宇仅为 3%，差距主要原因是小系车灯在本土日本市场相对饱和后，通过全球化布局，欧洲、北美、亚洲等市场多点开花。2023 年小系车灯收入为 448.1 亿元，其中海外收入占比达到 62.3%。星宇股份海外收入为 3.3 亿元，占比仅为 3.5%，全球配套是零部件发展的必经之路，对于整车企业而言，同一车型在不同市场投放具有最大的规模效应，也往往需要零部件全球配套体系的支持。星宇股份在国内已经获得较好份额，通过走向海外，一方面可以打开海外市场，另一方面将进一步回补国内市场。

图 31：2022 年全球车灯市场格局



资料来源：研观报告网，长江证券研究所

图 32：2023 年星宇和小系国内外收入（亿元）以及海外收入占比

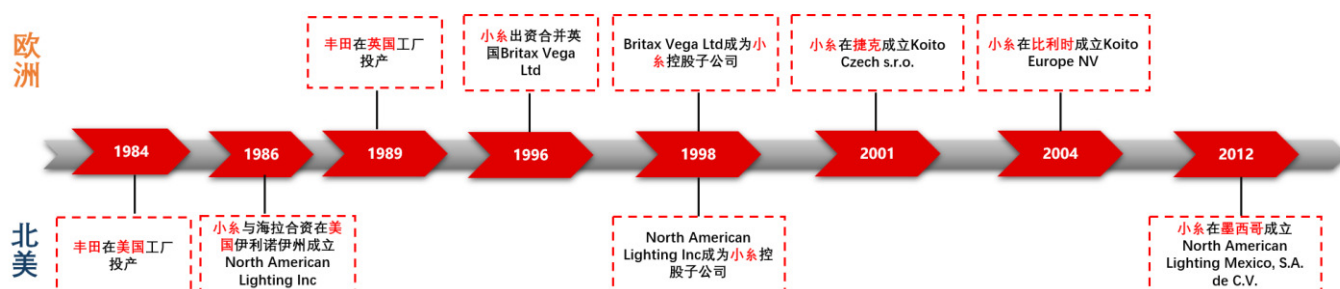


资料来源：Wind，长江证券研究所

小系先行，其北美和欧洲发展差异何在？

小系与丰田同步出海，在欧美地区布局历程：1) 北美：1984 年丰田在美国投产后，1986 年小系与海拉在美国成立合资公司，生产车灯；1998 年小系收购海拉美国合资公司股份，使之成为其全资子公司；2012 年小系墨西哥建厂，进一步提高北美地区产能；2) 欧洲：1996 年丰田与英国投产后，1996 年小系合并英国 Briitax Vega 车灯公司，2001 和 2004 年分别于捷克和比利时建厂。

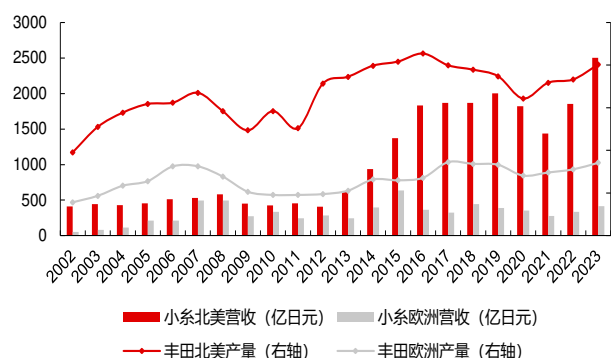
图 33：小糸欧洲和北美布局历程



资料来源：Marklines，长江证券研究所

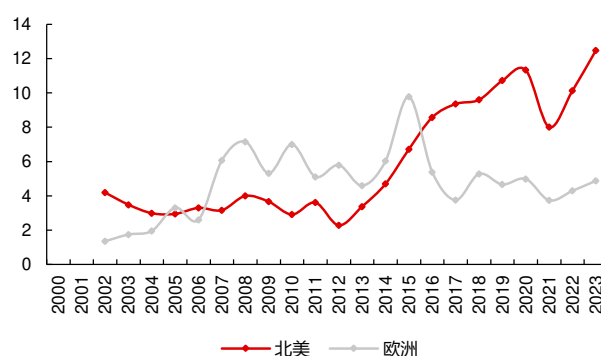
小糸营收主要和丰田汽车产量基本同向波动，2015 年后北美地区客户拓展大幅领先欧洲。2002-2007 年小糸收入随着丰田产量提升而快速增长，其中欧洲地区收入增速超过北美地区，2007 年北美和欧洲地区收入分别为 529.9 和 493.7 亿日元，2008 年后丰田产量下降，小糸北美和欧洲收入均有一定下滑，2012 年后北美丰田产量平稳增长但其小糸北美地区收入增速大幅超过丰田产量，小糸对应丰田单车的营收 2012 年后快速提高，而欧洲地区相对比较平稳，反映小糸北美地区客户开拓领先于欧洲地区。

图 34：小糸北美、欧洲营收以及丰田欧洲北美汽车产量（万辆）



资料来源：小糸年报，Marklines，长江证券研究所

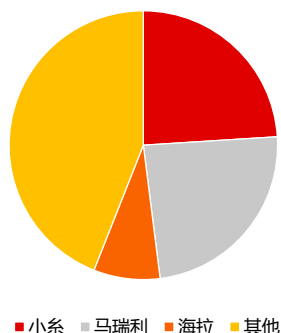
图 35：北美和欧洲地区丰田单车对应小糸营收（万日元）



资料来源：小糸年报，Marklines，长江证券研究所

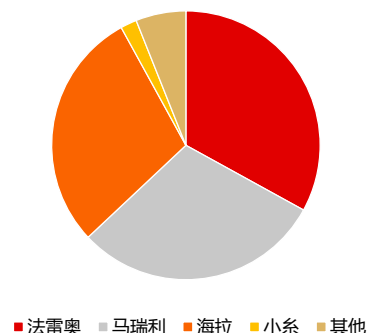
北美地区小糸处于领先地位，欧洲地区则主要以本土企业为主，小糸发展缓慢。2022 年北美车灯市场主要以外系灯企为主，日系小糸市场份额与欧系马瑞利同为 24%，为北美最大的车灯供应商，欧系海拉则为 8%。欧洲市场中以本土品牌为主，其中欧系的法雷奥、马瑞利和海拉 2022 年市占率分别为 33%、30%和 29%，日系的小糸仅为 2%。2022 年丰田北美和欧洲市占率分别为 12.5%和 5.5%，小糸北美市占率超过丰田，欧洲市占率则低于丰田，说明小糸在欧洲市场客户拓展慢，发展受限。

图 36：2022 年北美车灯市场竞争格局



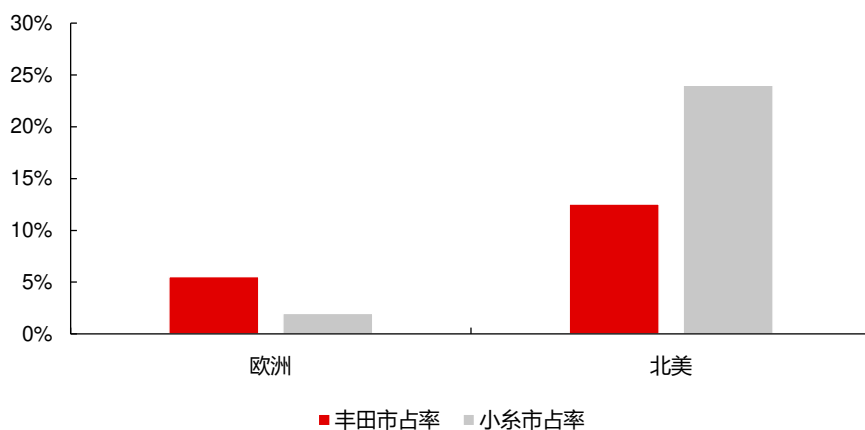
资料来源：SoHa the Sight，长江证券研究所

图 37：2022 年欧洲车灯市场竞争格局



资料来源：SoHa the Sight，长江证券研究所

图 38：2022 年丰田汽车和小糸车灯在欧洲和北美市占率情况



资料来源：Marklines，SoHa the Sight，长江证券研究所

归其原因：

1) 欧洲车企与本土车灯企业绑定紧密，外系车灯企业渗透较难。法雷奥为法国企业，其主要供应标致、雷诺、雪铁龙等，海拉为德国企业，主要供应大众、奔驰、宝马、奥迪等；马瑞利为意大利企业，主要配套菲亚特、大众、克莱斯勒等。欧系汽车均主要以法雷奥、海拉和马瑞利三家本土灯企为主，日本小糸主要配套丰田、本田、日产等，难以切入欧系车企。

表 4：主要车灯企业配套客户

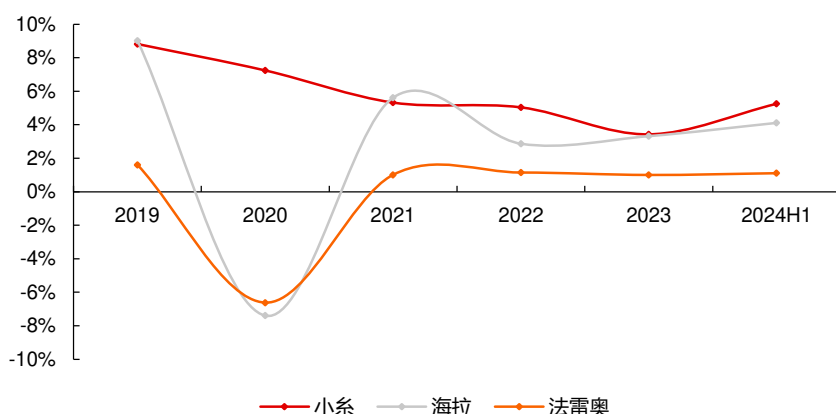
企业	所属国家	配套客户
法雷奥	法国	标致、雪铁龙、雷诺、宝马、奔驰、菲亚特、日产、马自达、三菱、长安、江淮、吉利、奇瑞等
海拉	德国	保时捷、奔驰、宝马、奥迪、大众、日产、欧宝、雪铁龙、标致、捷豹路虎等
马瑞利	意大利	菲亚特、大众、克莱斯勒、雪铁龙、宝马、奥迪、奔驰、路虎、保时捷、标致、法拉利等
小糸	日本	丰田、本田、日产、通用、福特、马自达

达、铃木、三菱、斯巴鲁、大发、宝马、五十铃等

资料来源：搜狐汽车，立鼎产业研究院，长江证券研究所

2) 北美地区无龙头车灯企业，小糸成本控制能力好，竞争力较强，切入美系通用、福特供应链。北美地区本土车灯企业发展落后于海拉、小糸等外系灯企，无龙头企业。北美客户绑定情况无欧洲和日本地区精密。小糸凭借更好的成本控制能力，具备较强的报价优势，切入美系通用、福特车企。

图 39：小糸、海拉和法雷奥净利率情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

三大契机下，星宇出海欧洲

1) 海外新能源降本压力大，星宇凭借成本优势切入市场。

燃油车时代欧洲配套格局稳定，小糸难以切入；新能源转型下主机厂降本压力大，格局有望松动。新能源车涉及大量的新技术研发，如电池技术、电驱动系统、智能网联等，这些技术的开发和试验需要大量资金投入，此外新能源车采用的零部件（如轻量化材料、电池）通常成本较高，且需要重新建立供应链，这些都进一步增加生产新能源车的成本。从福特汽车的电动车项目来看，2023 年相较于 2022 年其电车销量增加了 2 万辆，营收增长了 12.3%，但单车亏损由 2022 年的 2.2 万美元增至 2023 年的 4.1 万美元。因此对新能源转型中的传统车企，降本将是未来供应链布局的主旋律之一。

表 5：福特电动车部门 Ford E 2022 和 2023 年经营情况

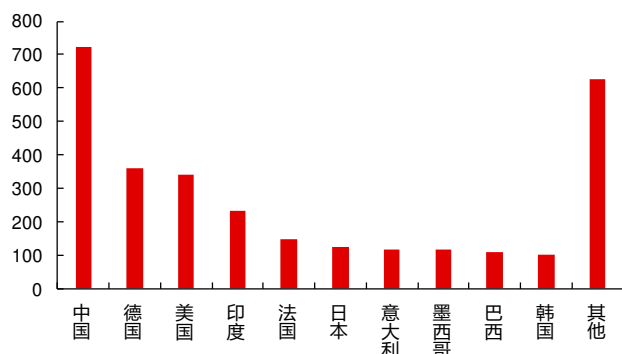
Ford E	2022	2023
电车销量（万辆）	9.6	11.6
销售收入（亿美元）	52.5	59.0
毛利润（亿美元）	-21.3	-47.0
单车亏损（美元）	-22218.8	-40525.9

资料来源：福特年报，长江证券研究所

以欧洲车企 **Stellantis** 为例：其选择成本控制好的的中国零部件企业作为核心公司商。

以 Marklines 统计的 Stellantis 的 3000 家零部件供应商来看，其中国内供应商有 724 家，占比达 24%。更进一步来看，Stellantis 其中主要 400 家主要供应商中，有 46 家中国供应商，包括拓普集团、福耀玻璃、星宇股份、敏实集团、华域汽车、凌云股份、中鼎股份、均胜电子等。

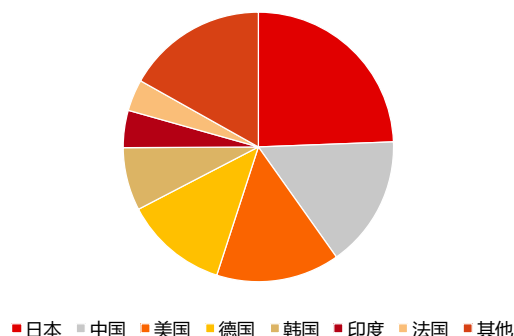
图 40：Stellantis 3000 家供应商数量整理（家）



资料来源：Marklines，长江证券研究所

注：零部件供应商数据来源于 Marklines，故存在统计不完全的可能性，本图数据仅供参考

图 41：截至 2023 年 Stellantis 400 家主要供应商情况



资料来源：Marklines，长江证券研究所

注：零部件供应商数据来源于 Marklines，故存在统计不完全的可能性，本图数据仅供参考

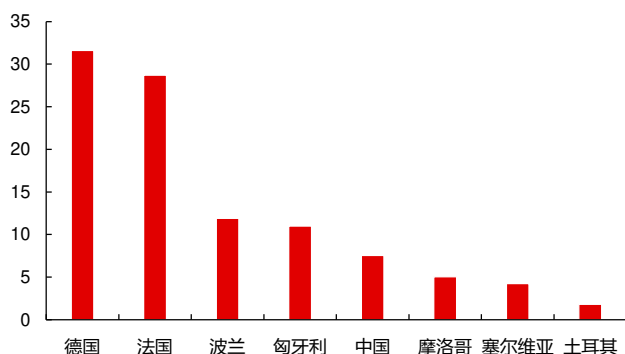
复现小系北美发展，星宇有望利用低成本优势，打造差异化竞争力。欧洲主流灯企生产研发中心主要集中在发达国家，马瑞利、海拉、法雷奥生产基地均主要位于德国、法国、意大利等发达国家。星宇塞尔维亚建厂，可以借助国内低研发成本和塞尔维亚低劳动力优势，在欧洲新能源化降本需求带来供应链格局松动形势下，切入欧洲市场。

表 6：全球头部车灯企业欧洲布局

国家	马瑞利	海拉	法雷奥	小系
德国	生产基地 研发基地	生产基地 研发基地		
英国				生产基地
西班牙	生产基地			
法国	生产基地 研发基地	生产基地	生产基地 研发基地	
意大利	生产基地 研发基地		生产基地	
比利时			生产基地	
波兰	生产基地		生产基地	
捷克	生产基地	生产基地		生产基地 研发基地
斯洛文尼亚		生产基地		
斯洛伐克		生产基地		
罗马尼亚	研发基地	生产基地		

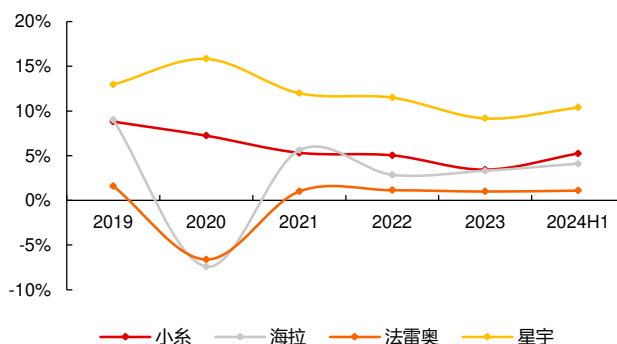
资料来源：Marklines，长江证券研究所

图 42：截至 2023 年塞尔维亚与德法波兰等工人平均时薪对比（欧元/小时）



资料来源：Eurostat，商务部，长江证券研究所

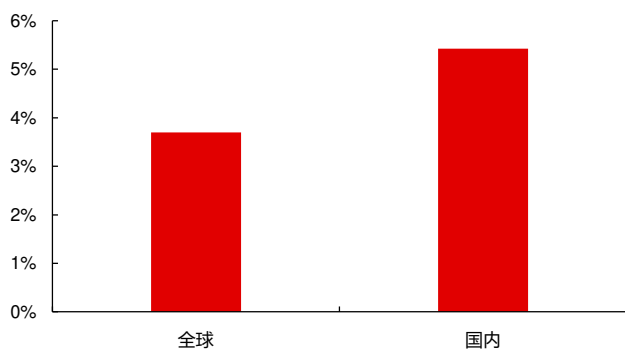
图 43：星宇净利率大幅领先海外车灯企业



资料来源：Wind，长江证券研究所

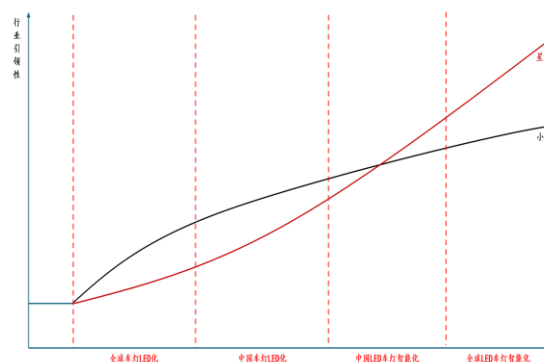
2) 星宇凭借国内智能化车灯量产技术优势，重塑国内竞争力。2020 年前车灯 LED 化中，海外领先国内。随着汽车电动智能化发展，对车灯智能化需求提升，从而出现 ADB\DL P 等智能车灯。国内更高的新能源化和内卷程度，带来更高的智能大灯需求，推动国内车灯智能化超过海外，2022 年国内 ADB 渗透率为 5.4%，而全球 ADB 渗透率为 3.7% 低于国内。星宇作为国内头部车灯企业，在国内智能化车灯的研发与量产上积累了丰富的经验，能够满足市场对高性能、智能化照明系统的需求，欧洲建厂有望凭借国内的研发和量产经验，塑造与欧洲灯企差异化竞争力。

图 44：2022 年全球和国内 ADB 大灯渗透率



资料来源：车灯研究院，Trend force 集邦咨询，长江证券研究所

图 45：国内车灯智能化上实现对海外反超



资料来源：长江证券研究所

3) 国内车企欧洲本土化生产，带动星宇长期需求增长

国内车企如比亚迪、奇瑞灯赴欧开启本地化生产制造。2024 年欧盟对中国进口汽车加征关税，进一步推动了国内车企欧洲建厂的需求，比亚迪计划在匈牙利和土耳其分别建设产能为 30 和 15 万辆的工厂，将于 2025 年和 2026 年底投产。奇瑞将于西班牙建设工厂，产能为 5 万辆，2027 年投产且 2029 年产能将达 15 万辆。零跑和长城将于波兰和匈牙利建厂。随着欧洲新能源转型速度放缓，看好国内车企欧洲建厂带动公司收入增长。

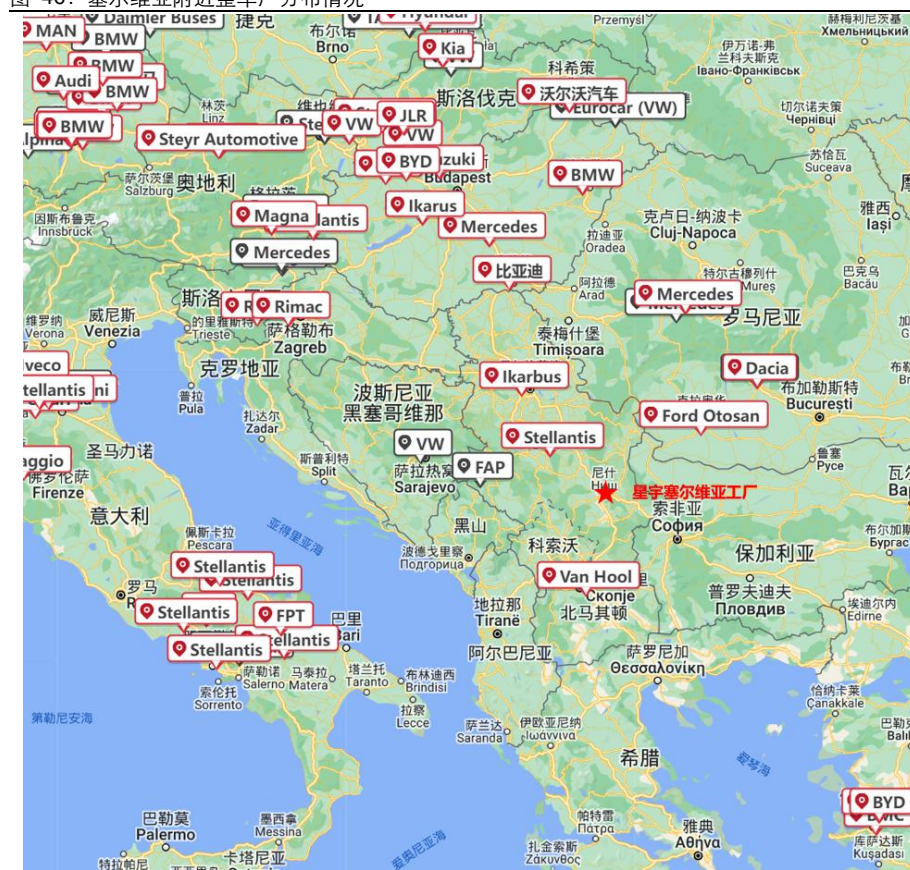
表 7：国内车企欧洲建厂规划

车企	建厂地址	产能（万辆）	投产时间
比亚迪	匈牙利	30	2025 年
	土耳其	15	2026 年底
奇瑞	西班牙	5（2029 年达到 15 万辆）	2027 年
零跑	波兰	/	2025 年
长城	匈牙利	/	2027 年

资料来源：中国电动汽车百人会，匈牙利《新导报》，搜狐汽车，国际充换电网，中国经济网，长江证券研究所

塞尔维亚主机厂聚集区，靠近比亚迪等车企欧洲规划厂区。塞尔维亚靠近欧洲核心汽车产区，附近有 Stellantis、奔驰、宝马、奥迪等多家车企，到汽车产业发达的捷克、波兰、德国等地的大量车企也不超过 900 公里。星宇塞尔维亚工厂位于比亚迪欧洲匈牙利和土耳其工厂的中心地带，未来能实现就近配套比亚迪、长城、零跑等车企。

图 46：塞尔维亚附近整车厂分布情况



资料来源：Marklines，长江证券研究所

星宇海外短期贡献较少，看好长期放量

星宇塞尔维亚工厂 2024 年营收 0.41 亿欧元，具备较大的增长空间。公司在塞尔维亚建厂除了拓展欧洲市场，增加新的增长点外，战略意义同样重大。公司通过塞尔维亚作为切点强化欧洲品牌客户全球同步开发、生产需求，获得海外订单的同时也有助于中国区

域的类似车型订单的获取。星宇股份在海外建厂，面向大众、奥迪、宝马、奔驰、PSA 等车企，有望进一步拓展客户，同时引流国内，获得全球订单。

表 8：星宇塞尔维亚工厂情况

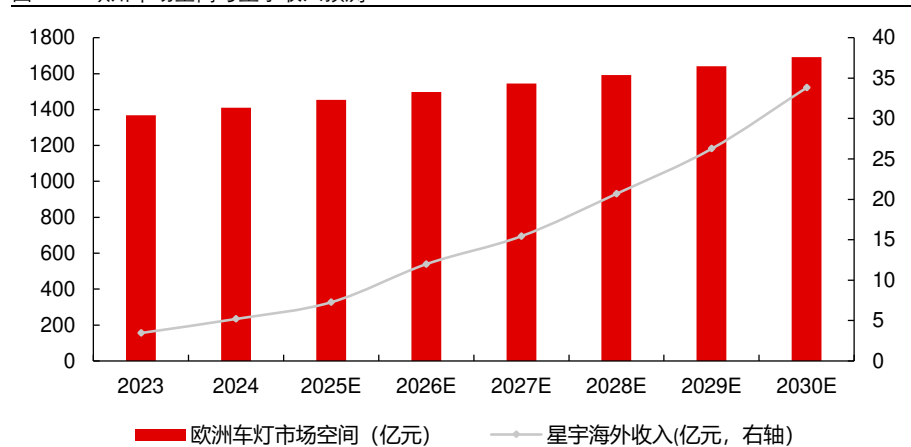
项目	情况
2024 年营收（亿欧元）	0.41
投资金额(亿欧元)	0.6
产能规划	570 万只（前大灯 100 万只、后尾灯 300 万只、小灯 170 万只）
预计满产收入(亿欧元)	1.24
预计年利润（亿欧元）	0.15
预计利润率（亿欧元）	12.0%

资料来源：公司年报，长江证券研究所

注：欧元汇率为 2024 年平均汇率

短期收入增速较缓，未来随着验证周期和新客户导入，收入有望迎来阶梯式增长。欧洲大众、奔驰、宝马等客户验证周期较长，需从小灯开始配套，陆续配套尾灯到前大灯，因此短期内星宇塞尔维亚工厂主要配套客户的低价值量的小灯为主。长期来看，预计 2027 年随着主要车灯验证周期已过，加上国内投产高峰期，有望迎来高速增长，预计 2030 年星宇海外收入达 33.8 亿元，2023-2030 年海外收入 CAGR 达 39.2%。

图 47：欧洲市场空间与星宇收入预测

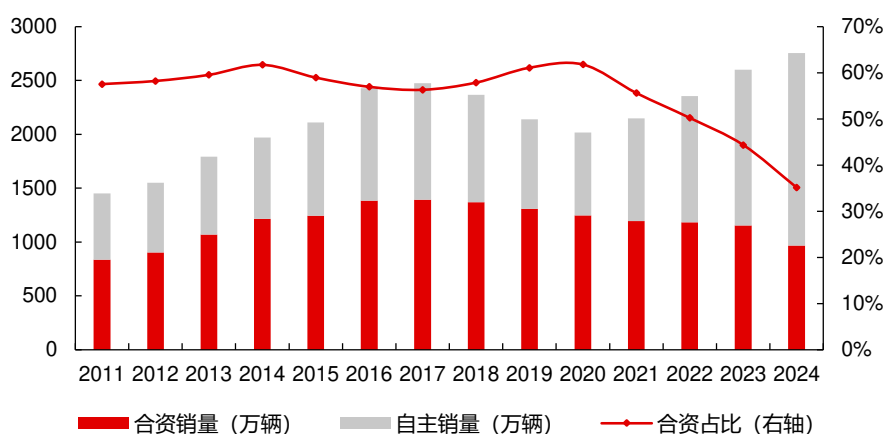


资料来源：Market Data Forecast, Marklines, 中国人民银行，长江证券研究所

星宇三问之二：短期成长性来自何处？——自主 新能源客户放量

顺应行业变迁，公司客户由自主—合资—自主。2020 年前国内合资品牌处于市场主导地位，市占率稳定在 55%以上；2020 年后随着新能源发展，国内自主品牌崛起，合资品牌持续下行。公司自上市以来，客户结构主要跟随整个整车市场发展趋势，经历了从自主(奇瑞)到合资(一汽大众、一汽丰田、官气、日产等)到高端合资(奥迪、奇瑞捷豹路虎等)再到自主新势力（蔚小理、华为等）。

图 48：国内合资和自主品牌汽车销量（万辆）以及合资占比

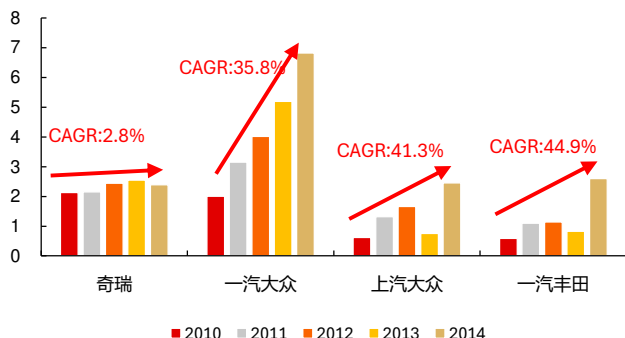


资料来源：中汽协，长江证券研究所

过去：合资为主，成功切入豪华品牌

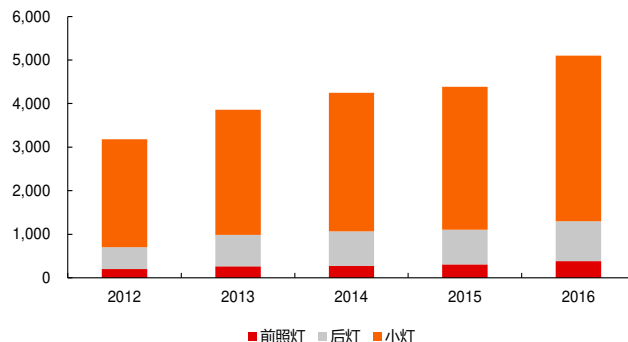
2016 年前公司大力开拓合资客户，德系和日系收入持续提升，产品结构主要以小灯为主。星宇成立之初主要绑定奇瑞自主品牌，后逐渐开发一汽大众、上汽大众、一汽丰田、广汽丰田、东风日产等德系和日系合资品牌，2010 年奇瑞贡献收入为 2.1 亿元，为公司第一大客户，占比 24.5%，2014 年为 2.39 亿元，占比降至 13.4%；一汽大众贡献收入从 2010 年 2.0 亿元增长至 2014 年 6.8 亿元，占比从 2010 年 23.0%提升至 2014 年 38.2%。前期产品结构主要以雾灯等小灯为主，2012 年车灯总销量为 3183.4 万件，其中前大灯、后组合灯、小灯销量分别为 201.7、502.5 和 2479.3 万件，大灯销量占比为 6.3%。

图 49：公司主要下游客户收入（亿元）



资料来源：公司年报，长江证券研究所

图 50：2012-2016 年公司产品销量（万件）



资料来源：公司年报，长江证券研究所

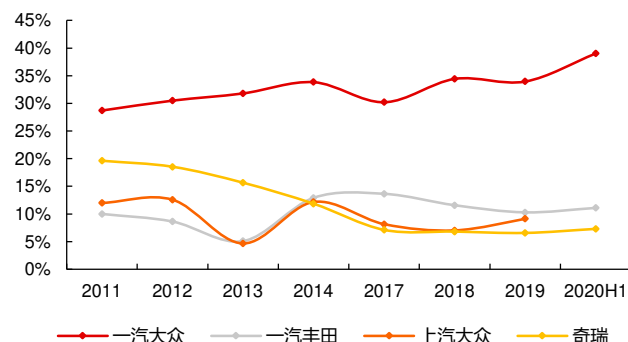
2016 年后成功切入奥迪和宝马等豪华合资品牌，合资占比进一步提高，公司收入达新高。2017-2020 年随着公司切入高端合资品牌，公司合资客户收入占比进一步提升，其中一汽大众由于一汽奥迪的产品放量，收入从 2017 年 12.9 亿元到 2020 上半年的 11.2 亿元，收入占比从 33.8%提升至 39.0%。由于客户结构改善，公司业绩持续提升，2017 年公司营收为 42.6 亿元，2020 年为 73.2 亿元，CAGR 达 19.8%。

图 51：2018 年星宇供应奥迪、宝马车灯



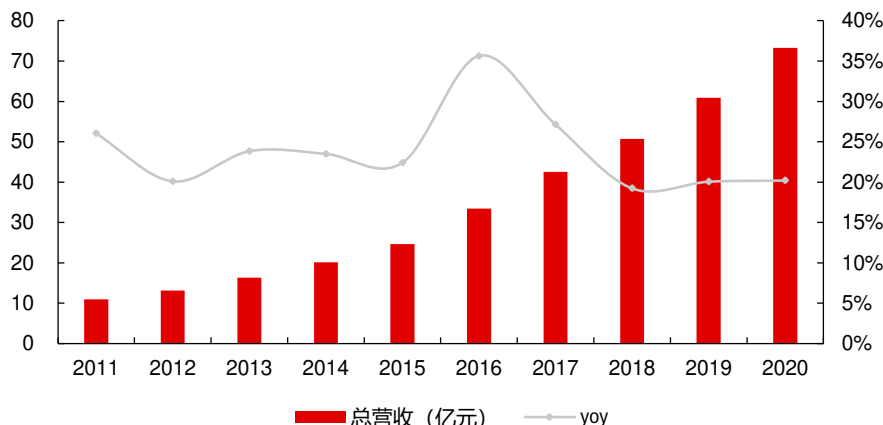
资料来源：Marklines，汽车之家，中汽协，长江证券研究所，长江证券研究所

图 52：公司主要客户收入占比



资料来源：公司年报，长江证券研究所

图 53：2011-2020 年公司营收和增速情况

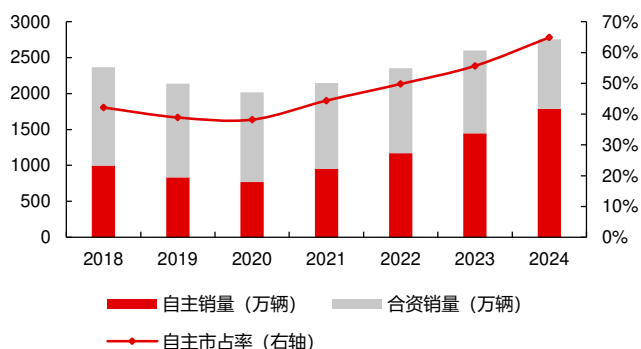


资料来源：Wind，长江证券研究所

现在：随着自主品牌崛起，公司收入恢复快速增长

2020 年后中国自主品牌崛起，公司切入理想、华为、蔚来、小鹏等国内头部新能源客户。2020 年后随着中国新能源转型，国内自主品牌抓住新能源化机遇，在电动化、智能化方面的转型速度明显快于合资品牌，2020 年自主品牌市占率为 38.2%，2024 年为 64.9%，提升 26.7pct。国内汽车格局重塑，涌现出一批自主新势力品牌如理想、蔚来、小鹏、华为等车型。公司紧随新能源化趋势，2022 年切入理想和蔚来供应链，并成功达到蔚来 ET5 前大灯定点；2023 年新能源客户进一步拓展，获得小鹏、华为、奇瑞车型大灯定点，2024 年新增爆款车型华为智选车型问界 M9 的 DLP 大灯，标志公司新能源客户已达一定突破。

图 54：2018-2024 年自主和合资销量（万辆）以及自主市占率



资料来源：中汽协，长江证券研究所

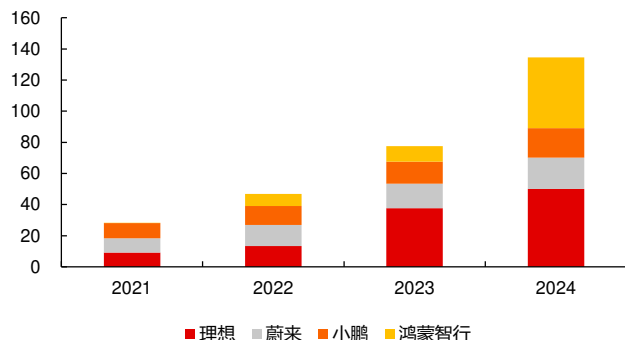
图 55：公司主要新能源客户项目



资料来源：公司年报，Marklines，长江证券研究所

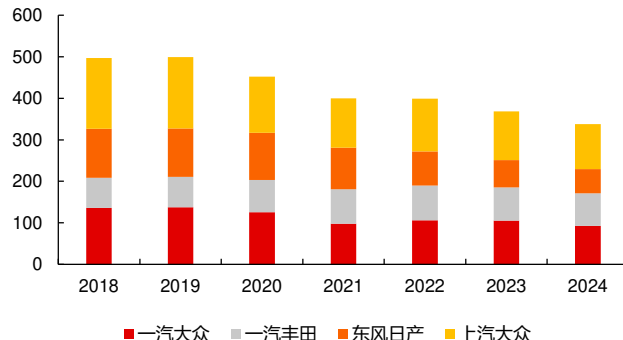
公司新能源自主客户显著放量，合资客户销量持续下滑。随着国内新能源渗透率持续提升，公司下游自主客户和合资客户发展呈现截然相反的趋势。公司新能源自主客户蔚来、理想、小鹏和华为鸿蒙车型 2021 年总销量为 28.2 万辆，2024 年为 134.5 万辆，2021-2024 年 CAGR 达 68.3%；公司主要合资客户如一汽大众、一汽丰田、东风日产、上汽大众等 2021 年总销量为 399.9 万辆，2024 年为 338.1 万辆，CAGR 达-5.4%。

图 56：公司主要新能源自主客户销量情况（万辆）



资料来源：中汽协，长江证券研究所

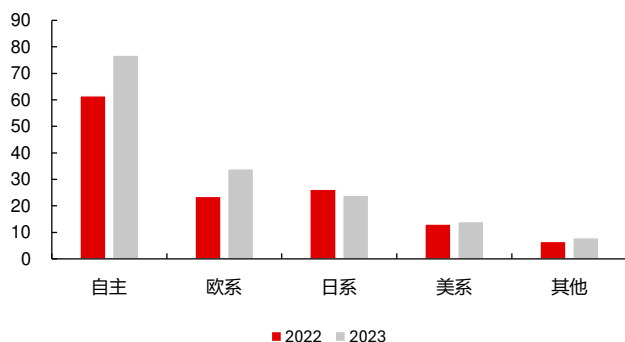
图 57：公司主要合资客户销量情况（万辆）



资料来源：中汽协，长江证券研究所

自主车企新车上市加快，新能源品牌迎来放量新周期。新能源化以来自主车企新车型上市速度明显高于其他车系，且呈现出加速的趋势。自主车企 2023 年上市车型 77 款，相较于 2022 年增加 10 款，同期欧系、日系、美系车企 2023 年新车数量分别为 34、24、14 辆大大小于自主企业。头部新能源自主品牌蔚来、理想、小鹏和華為智选 2025 年将分别规划推出 5、4、4、1 款新车，开启新一轮车型周期，进一步拓宽市场。

图 58：各车系新车车型上市数量（款）



资料来源：新车迷，motor 1.numbers，阅动力，长江证券研究所

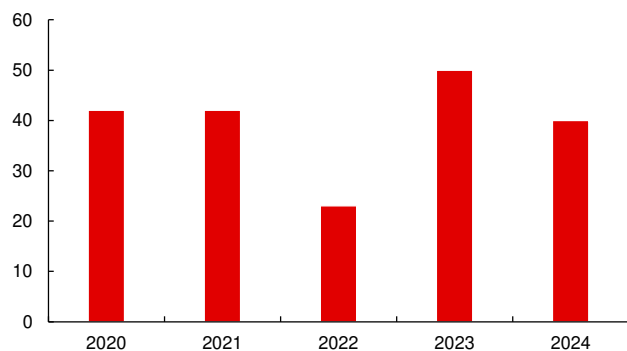
图 59：头部新能源自主品牌 2025 年新车规划



资料来源：理想官网、新出行、Marklines，长江证券研究所

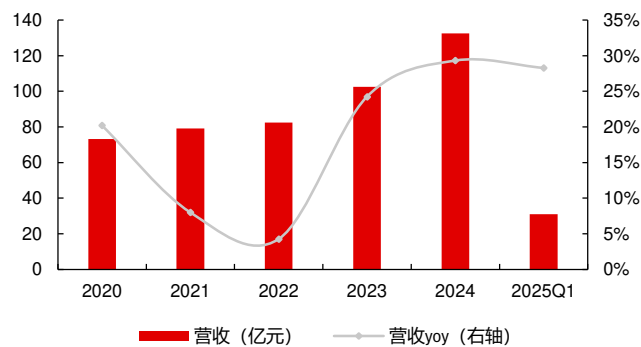
自主新车密集上市下，公司批产项目充足保障公司收入短期快速提升。随着公司下游客户新车陆续上市，公司 2024 年排产项目达 40 个。公司充足的批产项目保证公司收入持续稳定增长，2024 年公司营收为 132.5 亿元，同比增长达 29.3%，2025Q1 公司营收 30.9 亿元，同比增长 28.3%。

图 60：公司批产项目数量（个）



资料来源：公司年报，长江证券研究所

图 61：星宇营收与增速情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

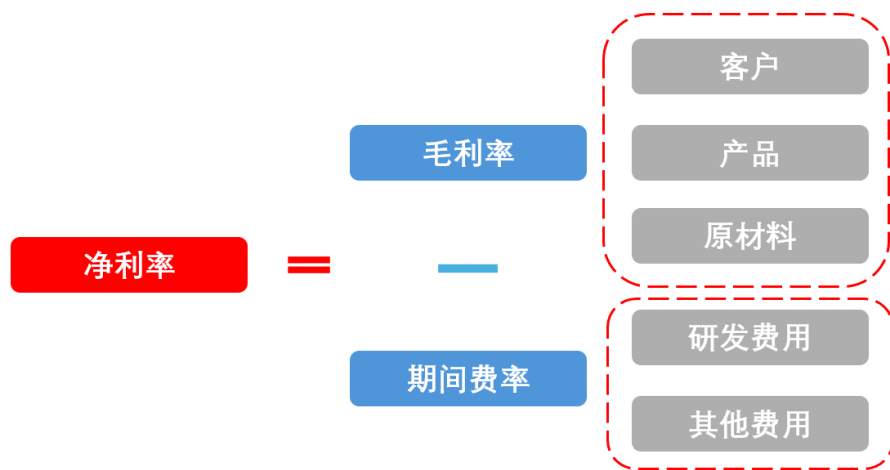
星宇三问之三：盈利能力修复前景？

盈利能力复盘

星宇净利率表象上由毛利率和净利率影响，深层次因素是客户和产品结构、原材料成本以及期间费用。

- 1) **毛利率**：主要由客户、产品以及原材料价格影响较大。一般情况下毛利率水平，客户层面：合资客户超过自主客户，高端品牌超过普通品牌；产品层面：前照灯超过后尾灯超过小灯，ADB、DLP 等智能车灯超过普通 LED 车灯超过卤素和氙气灯；原材料，车灯原材料中塑料件占比 47.5%，塑料材料中 50% 为 PC(聚碳酸酯)、30% 为 PP(聚丙烯)。
- 2) **期间费率**：研发费率受技术升级和新车型项目开发影响较大，一般处于车灯技术升级的前期研发费率会有较大提升；其他费用则受公司整体销售规模营销较大，如果营收大幅增长，则规模效应下费率有望下行。

图 62：公司盈利能力影响因素



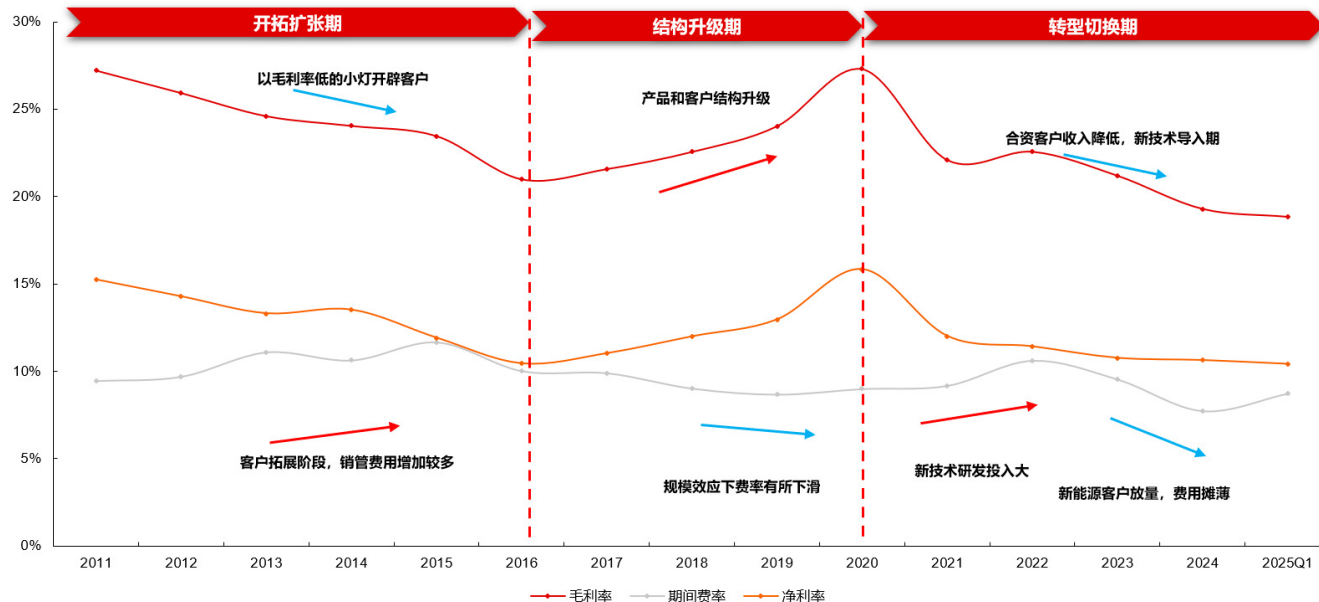
资料来源：长江证券研究所

公司盈利能力在这三个阶段表现情况如下：

- 1) **开拓扩张期（2013-2016 年）**：毛利率下行，期间费用前期上行后期下行，净利率整体下行。毛利率主要受产品结构影响较大，前期拓展客户主要以毛利率低的小灯为主，低毛利产品销量上升拉动毛利率向下；期间费用前期上行主要系客户拓展阶段销管费用增加明显，后续随着产品上量规模效应下有所下滑。
- 2) **结构升级期（2016-2020 年）**：毛利率上行，期间费用下行，净利率上行。该阶段公司客户从普通合资切入豪华合资品牌，产品上 LED 灯光源升级，公司产品和客户同步升级，原材料价格 2018 年大幅上涨但未改变整体毛利率上行趋势；费率上，由于 LED 升级，公司前期研发投入较大，研发费率上行，后期规模效应下各项费率均有所下滑。
- 3) **转型切换期（2020-2024 年）**：毛利率下行，期间费用前期上行后期下行，净利率整体下行。毛利率下滑主要系公司合资客户销量持续减少，2021 年受原材料大幅

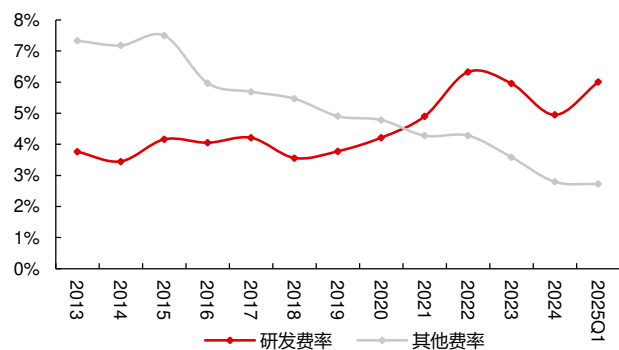
涨价影响毛利率大幅度降低；费率上，前期公司 ADB、DLP 等智能车灯技术研发投入大，研发费率大幅上升，2022 年后随着新能源客户放量，规模效应下各项费率有所下降。

图 63：星宇毛利率、净利率和期间费率情况



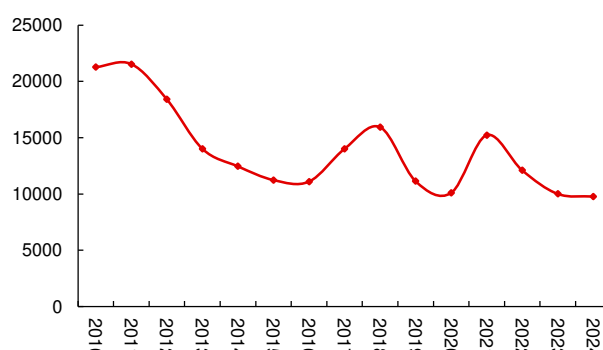
资料来源：Wind，公司年报，长江证券研究所

图 64：公司研发费率和其他费率情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 65：公司主要原材料塑料价格（元/吨）



资料来源：Wind，长江证券研究所

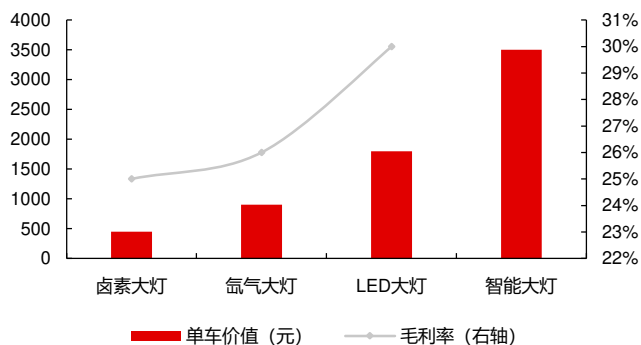
短期展望：毛利率和费率改善下，净利率加速修复

毛利率回升：产品结构改善、供应链整合降本、折旧摊销占比下降

车灯智能化升级，同时产品进一步向高价值大灯转移。客户层面，目前已有合资客户切换至自主品牌，主要配套高端新能源品牌，其中问界 M9 均价超过 50 万元；产品层面，随着车灯智能化发展，智能大灯价值量从 LED 大灯 1800 元提升至 3500 元，其中星宇配套的问界 M9 DLP 投影大灯单车价值超过 18000 元，毛利率有望随着车灯价值量增

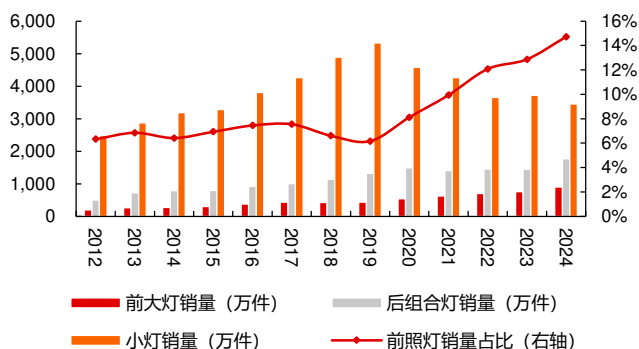
长而进一步提升。此外星宇高价值量的前照灯销量占比持续上升，后续叠加车灯升级，毛利率增长可期。

图 66：各种车灯单车价值（元）和毛利率情况



资料来源：智能汽车俱乐部、和高资本，长江证券研究所

图 67：星宇前大灯、后组合灯、小灯销量（万只）以及前大灯销量占比



资料来源：公司年报，长江证券研究所

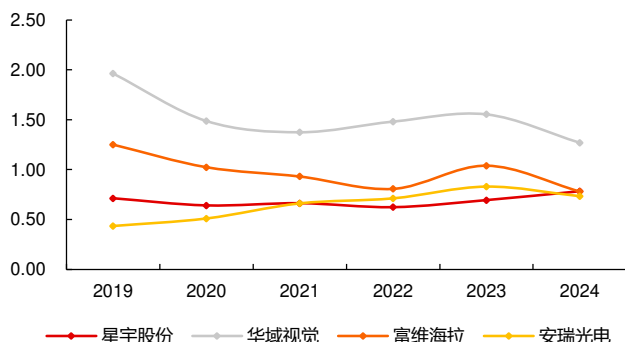
垂直整合供应链，生产成本降低可期。公司为了控制生产成本，垂直整合供应链，向上游扩张自建产线，拉低了资产周转率的同时提高了毛利率。以车灯控制器为例，控制器成本一般占车灯总成本的 20%左右，由于技术难度较大，毛利率较高。国外车灯企业一般会自己生产控制器，因此在与国外车灯厂商进行竞争时，国内车灯企业往往会处于劣势。2020 年星宇股份开始设立了单独的电子车间生产 LED 控制器。2023 年公司车灯外销控制器为 15.56 万只，毛利率为 27.86%，超过车灯和三角警告牌等产品毛利率。此外公司自建模具工厂，降低下游塑料件成本，2024 年底公司已具备年产大灯面罩、后灯面罩、单色/多色饰圈等各类模具 360 副的生产能力，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 12,000 副的能力。

表 9：星宇模具工厂情况

项目	智能制造产业园模具工厂
投入（亿元）	6.0
建设完成期	2024 年底
产能	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， 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 12,000 副

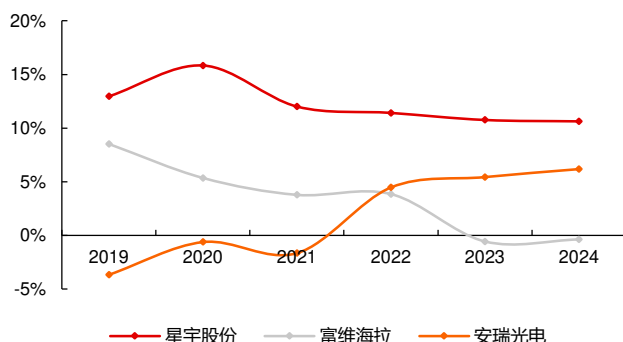
资料来源：公司年报，公司公告，长江证券研究所

图 68：国内车灯企业资产周转率（次数）情况



资料来源：Wind，各公司年报，长江证券研究所

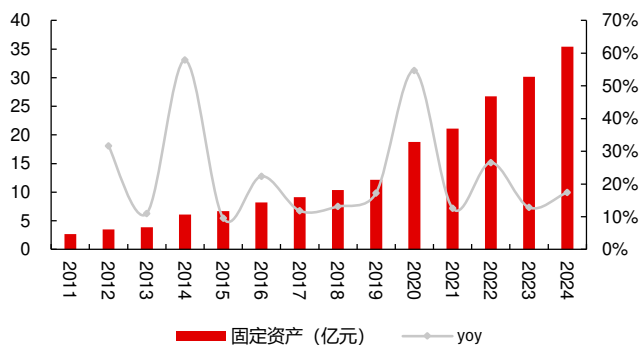
图 69：国内车灯企业净利润率情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

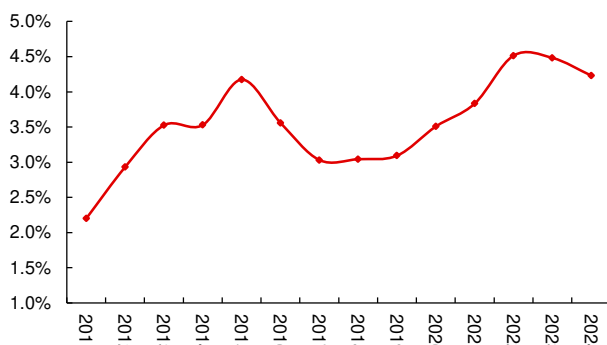
产能布局速度减缓，折旧摊销占比下降。公司产能布局主要集中在 2014-2016 年和 2020-2022 年间，公司固定资产增速在这两个阶段迎来高峰期。2016 年随着产能投入减缓，进入产出期，公司折旧摊销占营收比重迅速下降。2023 年随着产能布局减缓，公司折旧摊销占比出现一定下降，从 2022 年的 4.5% 降至 2024 年 4.2%，未来随着收入增长，折旧摊销有望持续下降。

图 70：公司固定资产规模（亿元）以及增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 71：公司折旧摊销占营收比重

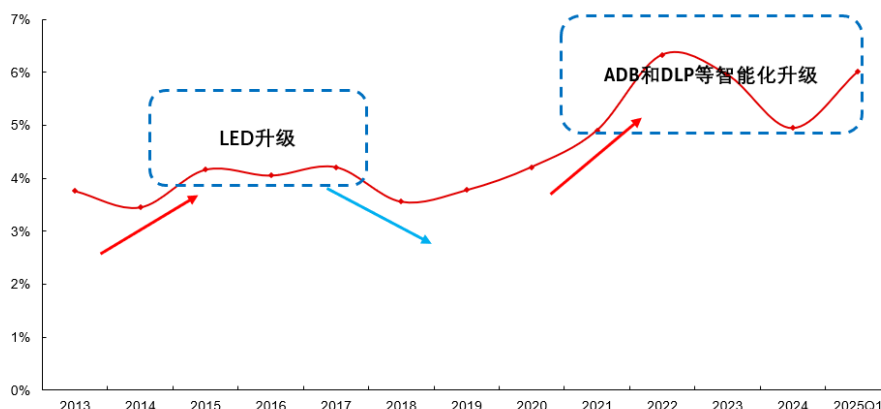


资料来源：Wind，长江证券研究所

期间费率下降：研发高峰期已过，规模效应下费率有望回落

研发投入高峰期已过，公司研发费率回落。回顾公司研发费率变动情况，主要出现两次高峰期分别位于 2015-2017 年以及 2021-2022 年，其中 2015-2017 年主要系国内车灯处于 LED 化升级前期，公司研发投入大幅增加。2021-2022 年智能化车灯升级，公司 ADB、DLP 等智能车灯技术研发投入大，从而研发费率大幅上升，2022 年达 6.33%，随着新能源客户收入放量，研发费率开始回落，2024 年降至 4.95%。2025Q1 由于淡季收入下滑，研发费率有所回升，增加至 6.01%，后续随着收入放量，研发费率在规模效应下有望回落。

图 72：星宇研发费率情况

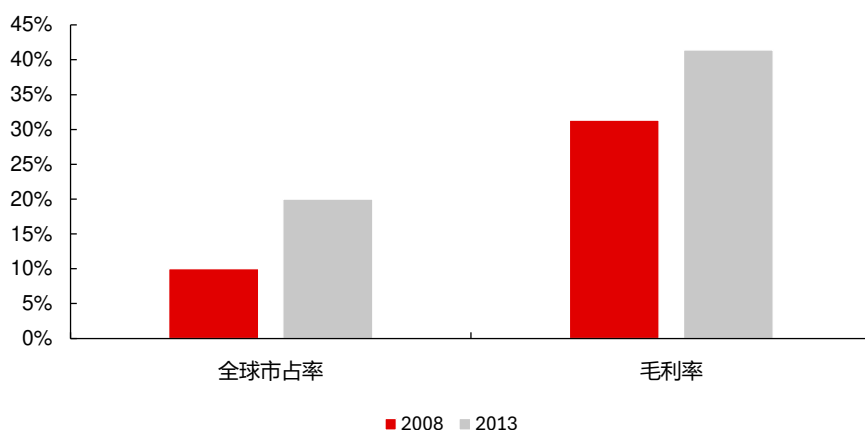


资料来源：Wind，公司年报，长江证券研究所

长期展望：公司市占率提高，盈利中枢回升

福耀玻璃随着市占率上升，其毛利率有所增长。福耀 2008 年全球市占率为 10%，2013 年达 20%，其毛利率也从 2008 年的 31.3% 增长至 2013 年的 41.4%。随着市占率的上升，福耀在客户选择上拥有更多主动权，可以在价格、合同条款等方面与客户进行更有利的谈判。耀玻璃的品牌影响力增强，尤其在全球汽车玻璃市场的高端市场中具有较强的竞争力。这使得它能够在定价上拥有更多的自由度，减少对价格战的依赖，获得更好的议价条件。

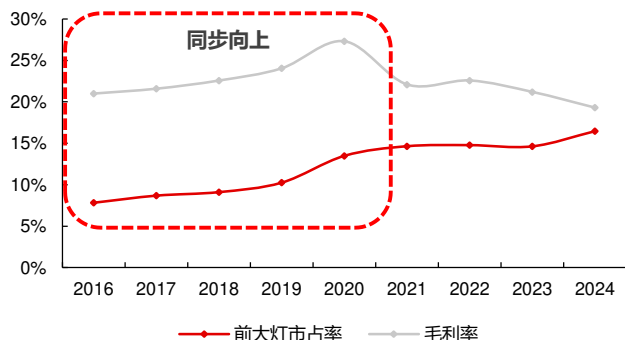
图 73：福耀玻璃全球市占率与毛利率



资料来源：福耀年报，长江证券研究所

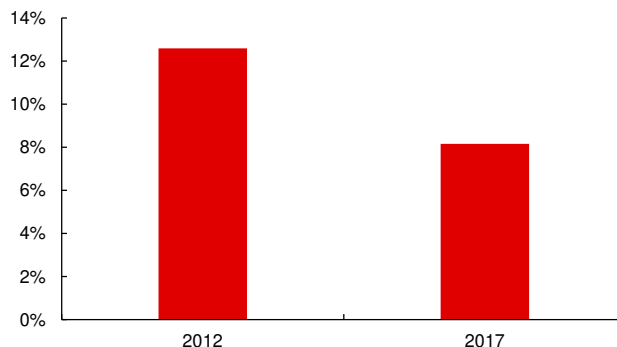
过去星宇市占率上升，客户选择性增强，盈利能力提高明显。2016-2020 年星宇前大灯市占率从 2016 年 7.8% 增长至 2020 年 13.5%，公司的毛利率逐渐增加，由 2016 年 21.0% 提升至 2020 年 27.3%。上汽大众公司配套主要以低毛利率的小灯产品为主，随着公司市占率上升，对下游客户选择权增加，盈利贡献低的上汽大众收入占比逐渐下滑，从 2012 年的 12.6% 降至 2017 年 8.2%。

图 74：星宇市占率和毛利率情况



资料来源：中汽协，公司年报，Wind，长江证券研究所

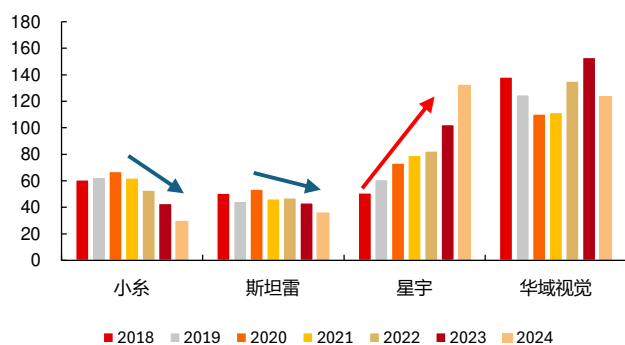
图 75：上汽大众收入占比



资料来源：公司年报，长江证券研究所

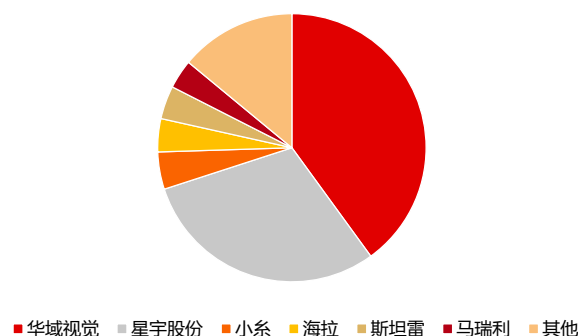
随着智能车灯技术壁垒提高推动车灯格局进一步集中以及外资灯企收入下降，星宇市占率有望持续提升，议价能力增强，盈利能力中枢回升。智能车灯技术壁垒相较于 LED 车灯大幅提高，只有少数具备核心技术、研发资源和资金实力的企业能够在这领域占据主导地位，目前国内具备供应 DLP 车灯的企业仅有星宇和华域视觉，头部客户倾向于与头部灯企建立稳定的合作关系，行业未来趋于进一步集中。此外由于合资车企销量持续下滑，国内以合资车企为主要客户的外资灯企收入明显下滑。小系和斯坦雷作为日系灯企，国内客户主要为一汽丰田、东风日产等合资车企，2020 年营收分别为 67.0、53.6 亿元，2024 年降至 29.7、36.0 亿元，CAGR 分别为-23.8%、-12.4%。星宇市占率有望迎来新突破，预计 2030 年国内市场将主要以出现两强（华域视觉和星宇股份）为主局。星宇市场地位进一步提高，议价能力增强，长期盈利中枢回升。

图 76：国内主要车灯企业收入情况（亿元）



资料来源：Wind，华域汽车年报，长江证券研究所

图 77：2030 年国内车灯格局预测



资料来源：长江证券研究所 注：此为分析师预测所得

投资建议：公司业绩修复可持续，看好新一轮盈利周期重启

星宇在行业升级、格局优化与盈利回升三重赋能下，看好新一轮盈利周期重启。从以下三个角度：1) 长期成长性：车灯智能个性化升级推动产品价值量持续提高，行业空间持续扩大；出海欧洲，布局塞尔维亚进军全球配套体系，海外格局改善，2) 短期成长性：公司客户转型顺利，随着头部自主客户放量，公司营收恢复高增长；3) 盈利能力：短期来看，随着客户与产品结构改善、供应链整合降本、折旧摊销占比下降毛利率回升可期以及研发高峰期已过，规模效应下费率有望回落，整体盈利能力修复可期；长期来看，随着市占率将进一步提升，公司议价能力增强，盈利能力中枢增长。我们认为本轮增长是可持续的，公司将进入新一轮盈利提升周期。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别 18.6、23.2、28.6 亿元，对应 PE 分别为 21.6X、17.2X、14.0X，维持“买入”评级。

风险提示

1、下游景气不及预期。公司主营车灯产品，其生产和销售规模直接受到整车产销规模的影响。若下游景气度不及预期，将对公司生产经营产生不利影响。

2、技术研发与产品开发风险。车灯技术持续更新进步，若公司技术研发方向与市场需求变化趋势出现偏差，将会使公司在竞争中处于不利地位。同时，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，将面临前期投入收回困难的风险。

3、行业价格战持续加剧。下游竞争加剧，车企可能考虑降低车型部分配置或形成对零部件供应商降价压力，或将影响公司短期业绩。

4、盈利预测假设不成立或不及预期。在对公司进行盈利预测及投资价值分析时我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。随着公司新产品、国内外新项目逐步投产，原材料价格处于正常水平，下游市场应用顺利，公司利润将显著提升。预计公司 2025、2026 年营收分别为 158.6 亿元、197.9 亿元，增速分别为+19.7%、+24.8%，归母净利润分别为 18.6 亿元、23.2 亿元，增速分别为+31.7%、+25.2%。

若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。极端悲观假设下，若新项目投产不顺利、原料价格攀升、行业竞争加剧或技术路线出现重大变更，公司未来收入/业绩可能会受到影响。假设极端悲观情况下，2025、2026 年收入分别降至 152.4 亿元、167.6 亿元，增速分别为+15.0%、+10.0%，毛利率分别降低至 19.0%、19.0%，则对应测算归母净利润分别为 14.1 亿元、16.3 亿元。

表 10：公司收入和利润的敏感性分析（单位：亿元）

	基准情形			悲观情形		
	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
营业收入	132.5	158.6	197.9	132.5	152.4	167.6
——YOY	-	19.7%	24.8%	-	15.0%	10.0%
毛利率	19.3%	21.4%	20.9%	19.3%	19.0%	19.0%
归母净利润	14.1	18.6	23.2	14.1	14.1	16.3
——YOY	-	31.7%	25.2%	-	0.1%	15.8%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	13253	15862	19788	24647	货币资金	2024	5240	10165	10253
营业成本	10697	12466	15648	19526	交易性金融资产	1122	1122	1122	1122
毛利	2556	3396	4140	5121	应收账款	4517	2945	1752	4205
%营业收入	19%	21%	21%	21%	存货	2629	4850	4017	6831
营业税金及附加	63	79	99	123	预付账款	42	62	78	98
%营业收入	0%	1%	1%	1%	其他流动资产	1623	2273	2457	3412
销售费用	56	159	198	246	流动资产合计	11957	16494	19591	25920
%营业收入	0%	1%	1%	1%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	304	381	475	592	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	2%	2%	2%	2%	固定资产合计	3541	3818	3866	3881
研发费用	655	841	1049	1306	无形资产	436	435	430	424
%营业收入	5%	5%	5%	5%	商誉	0	0	0	0
财务费用	11	0	0	0	递延所得税资产	28	28	28	28
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	983	834	938	1040
加: 资产减值损失	-26	0	0	0	资产总计	16944	21608	24853	31293
信用减值损失	-57	-85	0	0	短期贷款	0	0	0	0
公允价值变动收益	46	0	0	0	应付款项	3275	5035	5353	7555
投资收益	1	0	0	0	预收账款	0	0	0	0
营业利润	1594	2062	2581	3180	应付职工薪酬	170	224	274	342
%营业收入	12%	13%	13%	13%	应交税费	103	190	198	246
营业外收支	-2	0	0	0	其他流动负债	2532	3440	3986	5245
利润总额	1592	2062	2581	3180	流动负债合计	6081	8890	9811	13388
%营业收入	12%	13%	13%	13%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	184	206	258	318	应付债券	0	0	0	0
净利润	1408	1855	2323	2862	递延所得税负债	43	43	43	43
归属于母公司所有者的净利润	1408	1855	2323	2862	其他非流动负债	643	643	643	643
少数股东损益	0	0	0	0	负债合计	6767	9576	10497	14074
EPS (元)	4.96	6.49	8.13	10.02	归属于母公司所有者权益	10177	12033	14356	17218
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	0	0	0	0
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	10177	12033	14356	17218
经营活动现金流净额	909	3919	5567	729	负债及股东权益	16944	21608	24853	31293
取得投资收益收回现金	47	0	0	0	基本指标				
长期股权投资	0	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-666	-703	-643	-640	每股收益	4.96	6.49	8.13	10.02
其他	20	0	0	0	每股经营现金流	3.18	13.72	19.49	2.55
投资活动现金流净额	-600	-703	-643	-640	市盈率	26.90	21.58	17.24	13.99
债券融资	0	0	0	0	市净率	3.75	3.33	2.79	2.33
股权融资	39	0	0	0	EV/EBITDA	16.96	12.41	9.72	8.04
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	总资产收益率	8.3%	8.6%	9.3%	9.1%
筹资成本	-397	0	0	0	净资产收益率	13.8%	15.4%	16.2%	16.6%
其他	-13	0	0	0	净利率	10.6%	11.7%	11.7%	11.6%
筹资活动现金流净额	-372	0	0	0	资产负债率	39.9%	44.3%	42.2%	45.0%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-62	3217	4924	88	总资产周转率	0.84	0.82	0.85	0.88

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。