

## 星宇股份（601799）

### 车灯行业系列专题报告（三）：星宇股份成长复盘及展望

买入（维持）

2025 年 08 月 12 日

证券分析师 黄细里

执业证书：S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 刘力宇

执业证书：S0600522050001

liuly@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值       | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元）    | 10,248 | 13,253 | 16,305 | 19,708 | 23,519 |
| 同比（%）         | 24.25  | 29.32  | 23.03  | 20.87  | 19.33  |
| 归母净利润（百万元）    | 1,102  | 1,408  | 1,759  | 2,199  | 2,698  |
| 同比（%）         | 17.07  | 27.78  | 24.91  | 25.00  | 22.69  |
| EPS-最新摊薄（元/股） | 3.86   | 4.93   | 6.16   | 7.70   | 9.44   |
| P/E（现价&最新摊薄）  | 31.51  | 24.66  | 19.75  | 15.80  | 12.88  |

#### 投资要点

■ **星宇股份——深耕主业的自主车灯龙头。**星宇自上市以来在营收端和利润端表现出了优秀的成长性，公司沿着“客户拓展+产品升级”的路径快速发展，实现了优质客户的不断拓展和产品结构的持续升级，目前已经成长为自主车灯龙头企业。在本篇报告中，我们对星宇自 2007 年以来的每一个发展周期进行了复盘，梳理了公司每一轮成长周期中的下游变化、经营成果、扩张节奏、产品变化、驱动客户以及能力积累等，并对星宇未来的发展情况进行了展望。

■ **星宇股份的成长复盘：轿车周期后期、SUV 周期前期、SUV 周期后期和新能源周期。**我们根据乘用车行业发展周期和公司经营情况将星宇的成长划分为四个阶段。

**轿车周期后期（2007-2011）：**这一阶段星宇的营业收入和盈利能力处于双升阶段，主要的成长驱动客户为德系的南北大众和日系的一汽丰田。公司在这一阶段完成了上市，开启了加速扩张；同时，公司持续加大研发投入并制定了积极的客户拓展计划，为后续新项目、新产品的开发和获取打下了基础。

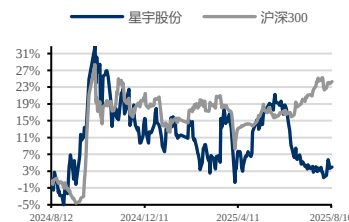
**SUV 周期前期（2012-2016）：**这一阶段星宇收入保持稳定增长，一汽大众+一汽丰田贡献主要收入增量；但盈利能力受客户降价+人工及原材料成本上涨+战略开拓新客户的影响有所承压。在这段时期，星宇持续深化了与头部合资车企的合作关系，持续扩充产能且通过持续的高研发投入夯实技术优势，为下一阶段公司的快速发展打下了坚实的客户、技术和项目基础。

**SUV 周期后期（2017-2020）：**这一阶段星宇同时受益于产品周期和客户周期，营收保持稳步增长，盈利能力由于车灯的 LED 升级而持续提升，因此公司这一阶段的利润增速大幅领先收入增速。从客户角度来看，一汽大众占比持续提升，一汽红旗进入前五大客户。与此同时，星宇这一阶段的扩张速度进一步加快，且在享受车灯 LED 升级红利的同时，持续前瞻布局智能车灯技术研发。

**新能源周期（2021-2025）：**这一阶段国内乘用车市场格局发生明显变化，自主品牌份额持续提升。星宇也经历了 2021-2022 两年由于客户结构调整而带来的收入增长失速，进入到 2023-2024 年公司营收重回增长通道。盈利能力方面，相比于 2019-2020 年 LED 红利期的归母净利率高点，近两年公司归母净利率虽有所下降但整体保持稳定。客户结构方面，受益于奇瑞销量增长+问界高端车灯放量，公司客户结构已经从上一阶段以合资为主转变为当前以奇瑞、赛力斯、理想等自主品牌为主。

■ **智能化周期（2026-2030）展望：**1) 空间：车灯是具备持续迭代升级能力的优质零部件赛道，车灯持续的智能化升级推动车灯 ASP 和行业空

#### 股价走势



#### 市场数据

|               |               |
|---------------|---------------|
| 收盘价(元)        | 121.58        |
| 一年最低/最高价      | 110.61/162.42 |
| 市净率(倍)        | 3.28          |
| 流通 A 股市值(百万元) | 34,732.90     |
| 总市值(百万元)      | 34,732.90     |

#### 基础数据

|              |        |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF)  | 37.02  |
| 资产负债率(% ,LF) | 37.74  |
| 总股本(百万股)     | 285.68 |
| 流通 A 股(百万股)  | 285.68 |

#### 相关研究

《星宇股份(601799)：2025 年一季报点评：2025Q1 业绩符合预期，车灯龙头持续成长》

2025-05-03

《星宇股份(601799)：2024 年年报点评：2024Q4 业绩符合预期，车灯龙头持续成长》

2025-03-23

间持续增长。2) 格局：高壁垒使得车灯的竞争格局优秀，星宇的行业地位在过去几年中持续提升。3) 客户：目前公司深度配套华为智选、奇瑞、理想、吉利、北美电动车企等新能源/新势力头部客户，绑定头部客户使得公司后续持续受益于乘用车行业格局向头部集中。此外，公司积极推动海外市场扩展，有望贡献新增量。

■ **盈利预测与投资评级：**我们基本维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 17.59 亿元、21.99 亿元、26.98 亿元的预测，对应的 EPS 分别为 6.16 元、7.70 元、9.44 元，2025-2027 年市盈率分别为 19.75 倍、15.80 倍、12.88 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**乘用车行业销量不及预期，车灯技术迭代升级不及预期，新客户及新项目开拓不及预期，车灯行业竞争加剧。

## 内容目录

|                                         |           |
|-----------------------------------------|-----------|
| <b>1. 轿车周期后期（2007-2011）：夯实基础，稳步发展</b>   | <b>6</b>  |
| 1.1. 乘用车行业情况：国内乘用车产销量快速增长               | 6         |
| 1.2. 经营复盘：收入/毛利率持续提升，2010 年资本开支明显加速     | 6         |
| 1.3. 能力建设：高度重视研发，积极开拓客户                 | 10        |
| <b>2. SUV 周期前期（2012-2016）：修炼内功，静待周期</b> | <b>11</b> |
| 2.1. 乘用车行业情况：销量增速中枢下移，需求结构发生明显变化        | 11        |
| 2.2. 经营复盘：收入稳定增长毛利率承压，资本开支水平整体稳定        | 13        |
| 2.3. 能力积累：深度绑定头部客户，高研发投入夯实技术优势          | 17        |
| <b>3. SUV 周期后期（2017-2020）：量利齐升，黄金时代</b> | <b>18</b> |
| 3.1. 乘用车行业情况：行业总量持续下滑，SUV 渗透率仍有小幅提升     | 18        |
| 3.2. 经营复盘：营收/毛利率双升，扩张节奏明显加快             | 19        |
| 3.3. 能力积累：公司持续加大车灯新技术的前瞻研发              | 24        |
| <b>4. 新能源周期（2021-2025）：蓄力转型，续写新章</b>    | <b>24</b> |
| 4.1. 乘用车行业情况：行业总量稳中微增，新能源渗透率持续提升        | 24        |
| 4.2. 经营复盘：营业整体保持增长，客户结构加速转型             | 26        |
| 4.3. 能力积累：持续保持高研发投入，夯实公司智能车灯时代的竞争力      | 30        |
| <b>5. 智能化周期（2026-2030）展望：车灯龙头，智启新程</b>  | <b>31</b> |
| 5.1. 车灯智能化升级将推动市场空间持续扩容                 | 31        |
| 5.2. 高壁垒塑造车灯优秀竞争格局，份额有望继续向头部集中          | 33        |
| 5.3. 深度绑定头部优质客户，享受客户发展红利                | 35        |
| <b>6. 盈利预测与投资建议</b>                     | <b>35</b> |
| <b>7. 风险提示</b>                          | <b>37</b> |

## 图表目录

|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| 图 1: 国内乘用车销量自 2004 年以来快速增长.....             | 6  |
| 图 2: 2007 年国内乘用车市场竞争格局.....                 | 6  |
| 图 3: 2007-2011 年星宇股份营业收入情况 .....            | 7  |
| 图 4: 2007-2011 年星宇股份毛利率情况 .....             | 7  |
| 图 5: 2007-2011 年星宇股份归母净利润情况 .....           | 7  |
| 图 6: 2007-2011 年星宇股份归母净利率情况 .....           | 7  |
| 图 7: 2007-2011 年星宇股份资本开支及折旧摊销情况 .....       | 8  |
| 图 8: 2007-2011 年星宇股份固定资产及在建工程情况 .....       | 8  |
| 图 9: 2007-2011 年星宇股份市场份额 .....              | 9  |
| 图 10: 2007-2011 年星宇产品结构及车灯均价 .....          | 9  |
| 图 11: 2007-2011 年星宇股份分客户收入情况 (单位: 亿元) ..... | 10 |
| 图 12: 2007-2011 年星宇股份研发投入情况 .....           | 10 |
| 图 13: 2007-2011 年星宇主要研发项目情况 .....           | 10 |
| 图 14: 2012-2016 年国内乘用车销量 .....              | 12 |
| 图 15: 2012-2016 国内乘用车分类型销量 (单位: 万辆) .....   | 12 |
| 图 16: 2012-2016 年国内乘用车分系别销量占比 .....         | 12 |
| 图 17: 2012-2016 星宇主要客户销量情况 (单位: 万辆) .....   | 12 |
| 图 18: 2012-2016 年星宇股份营业收入情况 .....           | 13 |
| 图 19: 2012-2016 年星宇股份毛利率及人工成本情况 .....       | 13 |
| 图 20: 2012-2016 年星宇股份归母净利润情况 .....          | 14 |
| 图 21: 2012-2016 年星宇股份归母净利率及期间费用率 .....      | 14 |
| 图 22: 2012-2016 年星宇股份资本开支及折旧摊销情况 .....      | 14 |
| 图 23: 2012-2016 年星宇股份固定资产及在建工程情况 .....      | 14 |
| 图 24: 星宇股份 2011-2017 年前照灯市场份额变化情况 .....     | 15 |
| 图 25: 2011-2017 年星宇产品结构及车灯均价 .....          | 16 |
| 图 26: 星宇股份 2012-2016 年大灯/尾灯典型项目 .....       | 16 |
| 图 27: 2011 年星宇股份分客户收入占比 .....               | 17 |
| 图 28: 2017 年星宇股份分客户收入占比 .....               | 17 |
| 图 29: 2012-2016 年星宇股份研发投入情况 .....           | 17 |
| 图 30: 2012-2016 年星宇技术研发主要事件 .....           | 17 |
| 图 31: 2017-2020 年国内乘用车销量 .....              | 18 |
| 图 32: 2017-2020 国内乘用车分类型销量 (单位: 万辆) .....   | 18 |
| 图 33: 2017-2020 年国内乘用车分系别销量 .....           | 19 |
| 图 34: 2017-2020 星宇核心客户销量情况 (单位: 万辆) .....   | 19 |
| 图 35: 2017-2020 年星宇股份营业收入情况 .....           | 20 |
| 图 36: 2017-2020 年星宇股份毛利率情况 .....            | 20 |
| 图 37: 2017-2020 年星宇股份归母净利润情况 .....          | 20 |
| 图 38: 2017-2020 年星宇股份归母净利率及期间费用率 .....      | 20 |
| 图 39: 2017-2020 年星宇股份资本开支及折旧摊销情况 .....      | 21 |
| 图 40: 2017-2020 年星宇股份固定资产及在建工程情况 .....      | 21 |
| 图 41: 星宇股份 2017-2020 年前照灯市场份额变化情况 .....     | 22 |
| 图 42: 2017-2020 年 LED 车灯渗透率快速提升 .....       | 23 |

|       |                                     |    |
|-------|-------------------------------------|----|
| 图 43: | 2017-2020 年公司大灯/尾灯销量占比及车灯均价 .....   | 23 |
| 图 44: | 2017-2020H1 星宇股份客户结构变化 .....        | 23 |
| 图 45: | 星宇对一汽大众营收变化情况 .....                 | 23 |
| 图 46: | 2016-2020 年星宇股份研发投入情况 .....         | 24 |
| 图 47: | 2017-2020 年星宇主要研发项目情况 .....         | 24 |
| 图 48: | 2020-2025H1 年国内乘用车销量 .....          | 25 |
| 图 49: | 2018-2024 年国内新能源乘用车销量 .....         | 25 |
| 图 50: | 2020-2024 年国内乘用车分系别销量 .....         | 25 |
| 图 51: | 2020-2024 星宇核心客户销量情况 (单位: 万辆) ..... | 25 |
| 图 52: | 2020-2024 年星宇股份营业收入情况 .....         | 26 |
| 图 53: | 2020-2024 年星宇股份毛利率情况 .....          | 26 |
| 图 54: | 2020-2024 年星宇股份归母净利润情况 .....        | 27 |
| 图 55: | 2020-2024 年星宇股份归母净利率及期间费用率 .....    | 27 |
| 图 56: | 2020-2024 年星宇股份资本开支及折旧摊销情况 .....    | 27 |
| 图 57: | 2020-2024 年星宇股份固定资产及在建工程情况 .....    | 27 |
| 图 58: | 星宇股份 2020-2024 年前照灯市场份额变化情况 .....   | 28 |
| 图 59: | 2020-2024 年公司大灯/尾灯销量占比及车灯均价 .....   | 29 |
| 图 60: | 2020H1 星宇股份客户结构 .....               | 30 |
| 图 61: | 2024 星宇股份客户结构 .....                 | 30 |
| 图 62: | 2020-2024 年星宇股份研发投入情况 .....         | 30 |
| 图 63: | 2015-2024 年星宇研发人员变化情况 .....         | 30 |
| 图 64: | 车灯产品的持续升级带动市场空间不断增长 .....           | 32 |
| 图 65: | 2021 年中国车灯市场竞争格局 .....              | 34 |
| 图 66: | 国内车灯市场主要企业营收变化情况 (亿元) .....         | 34 |
| 图 67: | 国内车灯行业玩家对比 .....                    | 34 |
| 图 68: | 国内主要车灯企业与主机厂的配套关系梳理 .....           | 35 |
| 图 69: | 公司收入拆分及预测 .....                     | 36 |
| 图 70: | 可比公司估值表 (数据截至 2025/08/11) .....     | 36 |
| 表 1:  | 2011 年公司产能情况梳理 .....                | 8  |
| 表 2:  | 星宇股份主要大灯/尾灯配套项目梳理 (2011 年) .....    | 11 |
| 表 3:  | 截至 2016 年年末公司产能情况梳理 .....           | 15 |
| 表 4:  | 截至 2020 年年末公司产能情况梳理 .....           | 21 |
| 表 5:  | 截至 2024 年年末公司产能情况梳理 .....           | 27 |
| 表 6:  | 车灯产品的升级路径梳理 .....                   | 31 |
| 表 7:  | 车灯升级推动产品价值量持续提升 .....               | 32 |
| 表 8:  | 车灯产品的升级路径梳理 .....                   | 33 |

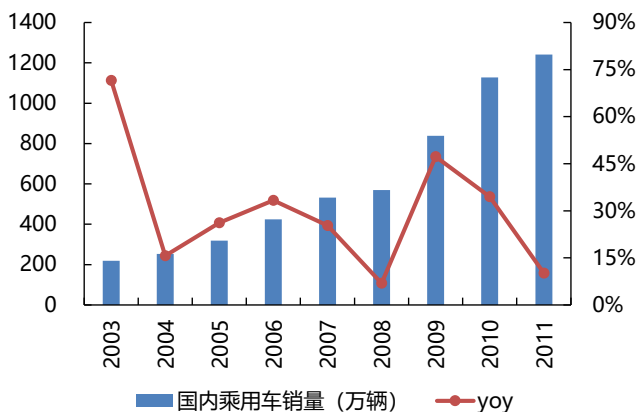
## 1. 轿车周期后期（2007-2011）：夯实基础，稳步发展

### 1.1. 乘用车行业情况：国内乘用车产销量快速增长

中国乘用车行业总量在轿车周期（2004-2011 年）实现大幅提升。2004 年，中国人均 GDP 超过 3000 美金，进入到汽车快速普及阶段，行业销量增速保持在双位数；2008 年，受全球金融危机影响国内乘用车产销量增速回落，当年国内乘用车销量增速降至 6.90%；2009-2010 年，受益于国家积极的财政政策以及《汽车产业调整和振兴规划》政策出台的支持，国内乘用车行业销量实现高速增长，2009-2010 年增速分别为 47.24% 和 34.50%。2011 年，受宏观调控、购置税减免政策退出等因素的影响，国内乘用车行业全年销量增速回落。

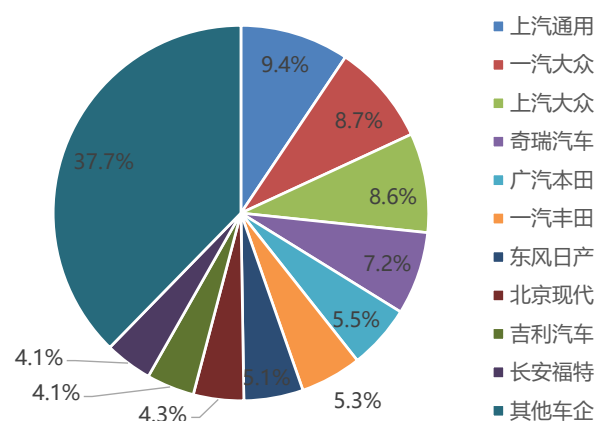
彼时（2007 年）合资占据国内车市主要份额，其中以德系和日系为主。从行业竞争格局来看，南北大众市占率位居行业第二和第三，合计份额为 17.3%；日系的广本、一丰、东风日产合计份额约 16%。

图1：国内乘用车销量自 2004 年以来快速增长



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

图2：2007 年国内乘用车市场竞争格局



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

### 1.2. 经营复盘：收入/毛利率持续提升，2010 年资本开支明显加速

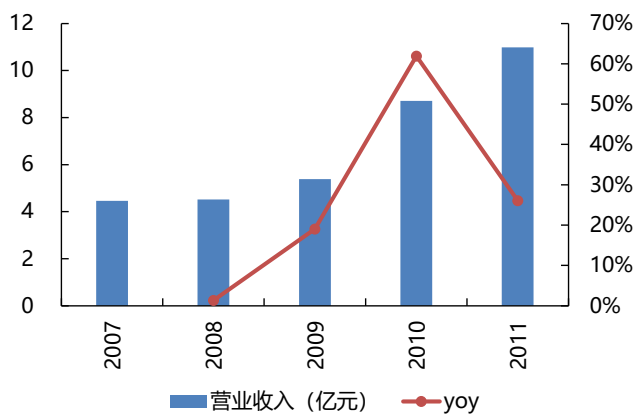
**营业收入/毛利率均处于上升通道。**

2007-2011 年公司营收保持稳定增长。公司营收规模从 2007 年的 4.46 亿元持续增长至 2011 年的 10.98 亿元，复合增长率为 25%。

2007-2011 年公司毛利率整体提升。公司毛利率从 2007 年的 25.17% 提升至 2011 年的 27.22%。其中 2010 年公司毛利率同比大幅提升 2.44 个百分点，主要系：1、公司 2009-2010 年新项目销售占比提升，新量产项目毛利率水平较高；2、公司持续推进 VAVE，

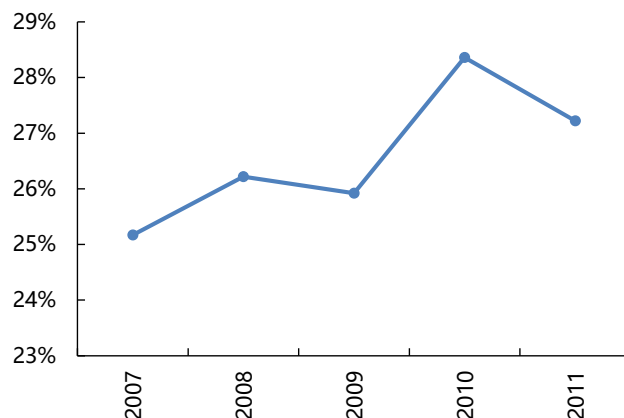
部分车灯产品成本有着明显下降。

图3：2007-2011 年星宇股份营业收入情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2007-2011 年星宇股份毛利率情况



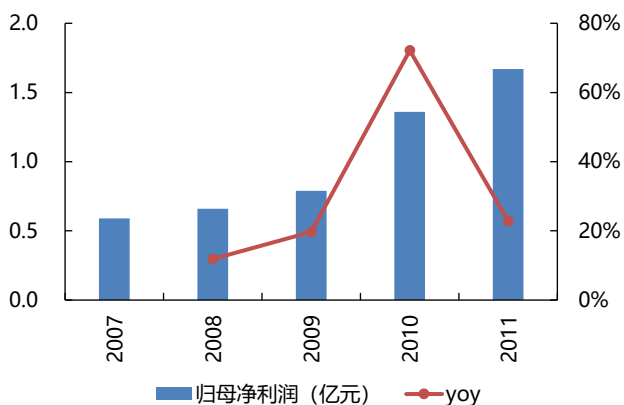
数据来源：Wind，东吴证券研究所

**利润规模和盈利能力均持续提升。**

**2007-2011 年公司归母净利润实现大幅增长。**公司归母净利润从 2007 年的 0.59 亿元大幅增长至 2011 年的 1.67 亿元，复合增长率高达 30%。公司归母净利润持续提升主要系收入规模的持续增长+毛利率持续提升+期间费用率基本稳定。

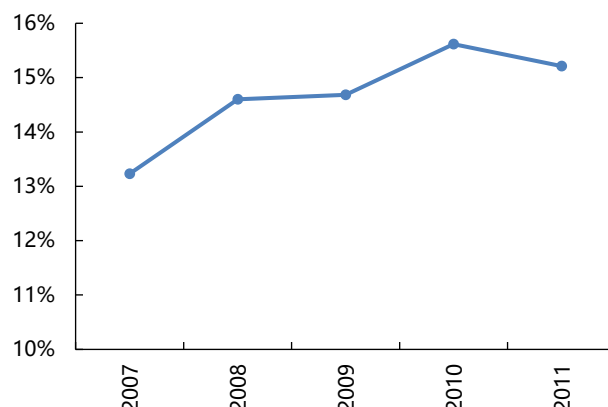
**2007-2011 年公司归母净利率稳步提升。**公司归母净利率从 2007 年的 13.23% 整体提升至 15.21%，主要系公司同期毛利率的持续提升叠加期间费用率稳定。

图5：2007-2011 年星宇股份归母净利润情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2007-2011 年星宇股份归母净利率情况



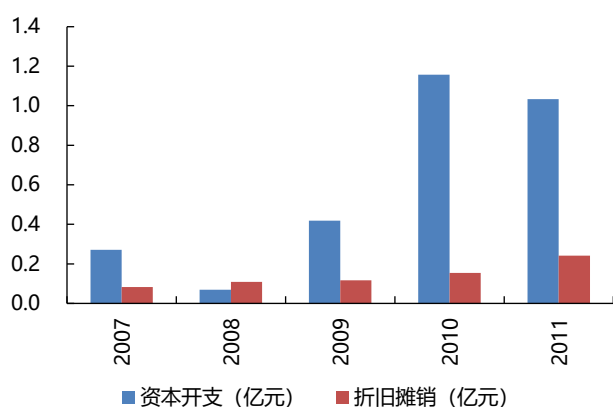
数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 2010 年资本开支大幅增长，公司扩张节奏明显提速。

公司 2010 年开始建设《年产 100 万套车灯项目》（也是公司的 IPO 项目），2010-2011 年资本开支水平明显大幅提升。

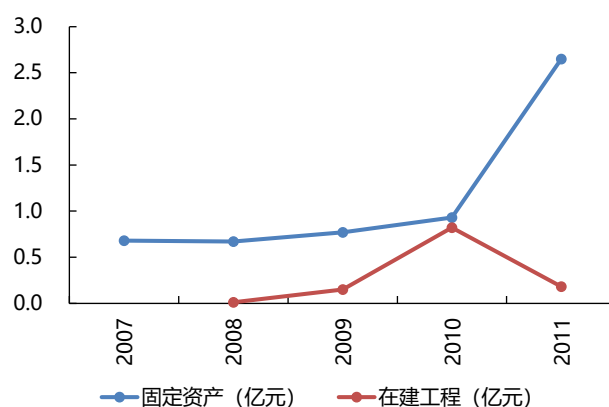
2010 年公司在建工程同比大幅提升，主要系年产 100 万套车灯项目工程投入不断增加；2011 年公司固定资产大幅增长，主要系本期新厂房结转。

图7：2007-2011 年星宇股份资本开支及折旧摊销情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2007-2011 年星宇股份固定资产及在建工程情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表1：2011 年公司产能情况梳理

| 地点 | 工厂      | 产能     | 备注              |
|----|---------|--------|-----------------|
| 常州 | IPO 前产能 | 120 万套 | IPO 前产能         |
| 常州 | IPO 项目  | 100 万套 | IPO 项目，2012 年投产 |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 公司市场份额基本稳定，尾灯销量占比有所提升。

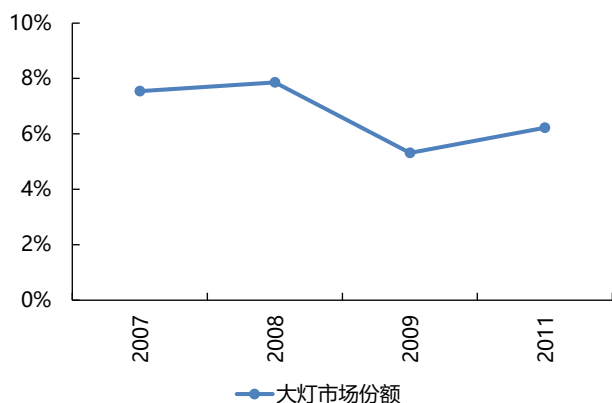
公司市场份额 2007-2011 年基本保持稳定。以价值量和技术含量较高的大灯为例，公司 2007-2008 年的市占率基本在 7.5%-8% 之间，至 2011 年小幅下滑至 6.22%，整体基本保持稳定。

产品结构：尾灯销量快速增长，销量占比持续提升。产品结构方面，尾灯的销量从 2007 年的 116.43 万只持续提升至 2011 年的 399.29 万只，对应的销量占比从 12.05% 提升至 14.56%；大灯销量从 2007 年的 80.30 万只提升至 2011 年的 154.58 万只，销量占比从 8.31% 小幅回落至 5.64%。

单灯均价在这一阶段基本稳定。2007-2011 年星宇单灯均价基本在 35-37 元/只，主

要系这一阶段大灯/尾灯的占比整体稳定，且产品类型也基本为卤素灯。

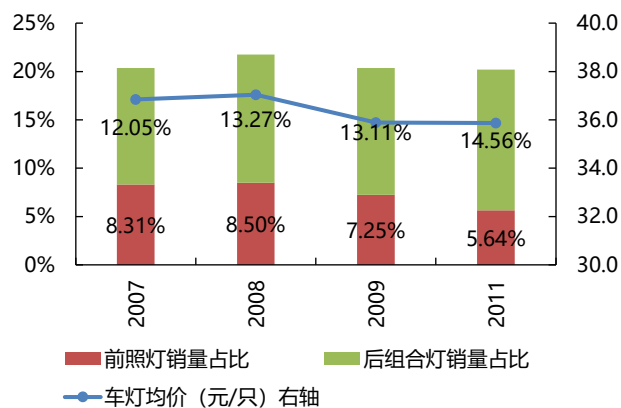
图9：2007-2011 年星宇股份市场份额



数据来源：公司公告，乘联会，东吴证券研究所

注：以大灯为代表，市场份额=大灯销量/（乘用车行业销量\*2）

图10：2007-2011 年星宇产品结构及车灯均价

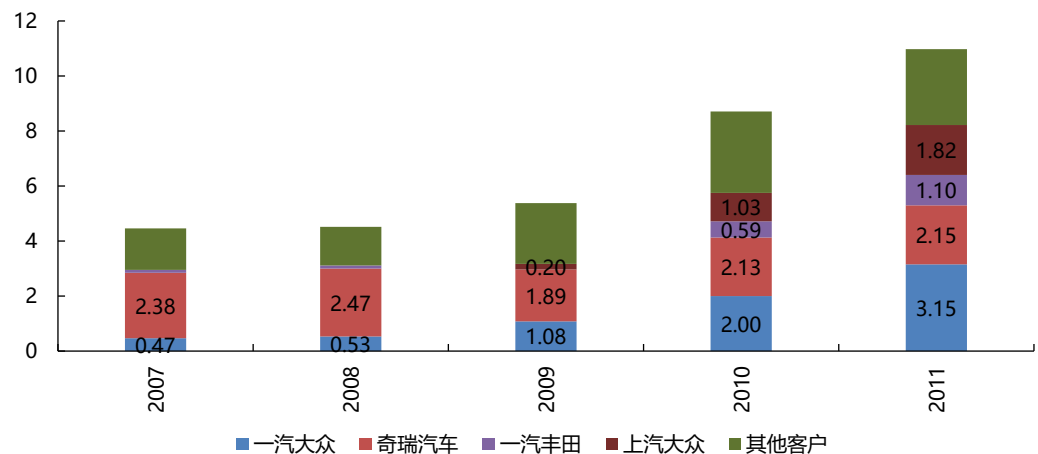


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 客户结构：德系+日系合资客户贡献主要收入增量。

从分客户情况来看可以发现，这一阶段星宇的成长主要来自于德系和日系客户的驱动。**一汽大众**：收入从 2007 年的 0.47 亿元提升至 2011 年的 3.15 亿元，收入占比从 10.5% 提升至 28.7%；**上汽大众**：收入从 2009 年的 0.20 亿元提升至 2011 年的 1.82 亿元，收入占比从 3.7% 提升至 16.6%；**一汽丰田**：收入从 2007 年的 0.10 亿元提升至 2011 年的 1.10 亿元，收入占比从 2.2% 提升至 10.0%。**奇瑞汽车**：收入从 2007 年的 2.38 亿元微降至 2011 年的 2.15 亿元，收入占比从 53.4% 下降至 19.6%；

图11：2007-2011 年星宇股份分客户收入情况（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：对上汽大众的收入合并了对延锋彼欧的收入，部分项目是上汽大众指定向延锋彼欧供货从而间接配套上汽大众。

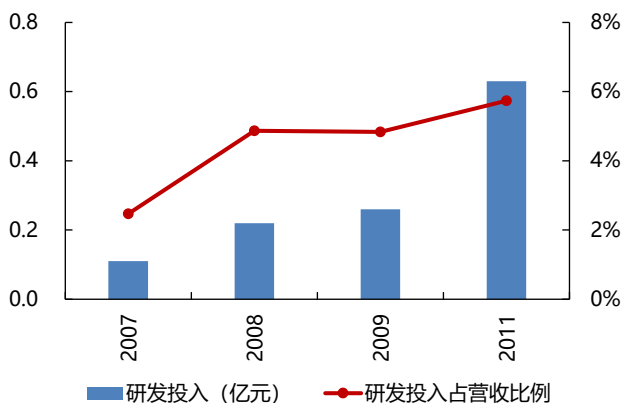
### 1.3. 能力建设：高度重视研发，积极开拓客户

**公司一直秉承技术领先战略，在技术研发环节持续高投入。**

公司在技术研发上一直保持高投入：2007-2011 年研发投入持续增长，其中 2011 年研发投入为 0.63 亿元，占营收比例达 5.74%。

公司持续的技术研发为后续新项目、新产品的开发和获取打下了坚实的基础：早在 2010 年及之前，公司就针对大功率 LED 前照灯/HID 前照灯/AFS 等核心技术进行了重点研发。

图12：2007-2011 年星宇股份研发投入情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图13：2007-2011 年星宇主要研发项目情况

| 序号 | 研发项目                     | 备注        |
|----|--------------------------|-----------|
| 1  | “863”计划项目：车用LED光源系统开发    | 与复旦大学合作研发 |
| 2  | 大功率LED在汽车组合前照灯上的应用研发与产业化 | 自主开发      |
| 3  | HID在汽车组合前照灯上的应用研发与产业化    | 自主开发      |
| 4  | AFS在汽车组合前照灯上的应用研发与产业化    | 自主开发      |
| 5  | 光导技术应用                   | 自主开发      |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司制定了积极有效的客户开发计划。

针对已经建立配套关系的客户，公司重点工作目标集中在加大合作的广度和深度。公司通过分析客户的战略定位，了解客户新车型推出计划，尽早介入客户的新车型开发，将合作配套的产品从普通小灯扩展至高附加的前后灯产品。（彼时公司在奇瑞中的大灯配套较多，而在一汽大众和一汽丰田中仍以小灯配套为主，在一汽大众仅配套捷达大灯，一汽丰田仅配套花冠大灯）

针对还未合作的客户，公司也在积极开拓，公司彼时正在努力拓展其他合资客户如广汽丰田。

表2：星宇股份主要大灯/尾灯配套项目梳理（2011年）

| 配套客户 | 配套车型 | 配套产品      | 配套份额 |
|------|------|-----------|------|
| 奇瑞汽车 | QQ3  | 前照灯+后组合灯  | 100% |
|      | A3   | 后组合灯      | 100% |
|      | A5   | 前照灯+后组合灯  | 70%  |
|      | P11  | 前照灯+后尾灯   | 100% |
|      | QQ6  | 前照灯+后组合灯  | 100% |
|      | S18C | 后组合灯      | 100% |
|      | S18D | 前组合灯+后组合灯 | 100% |
|      | 旗云   | 前照灯       | 100% |
|      | 瑞虎   | 前照灯+后组合灯  | 100% |
| 一汽大众 | 捷达   | 前照灯+后尾灯   | 100% |
|      | 高尔夫  | 后灯        | 100% |
| 一汽丰田 | 花冠   | 前照灯+后组合灯  | 100% |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. SUV 周期前期（2012-2016）：修炼内功，静待周期

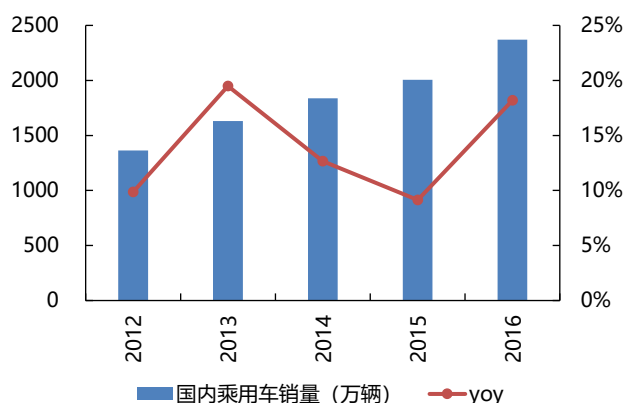
### 2.1. 乘用车行业情况：销量增速中枢下移，需求结构发生明显变化

2012-2016 年乘用车销量复合增速回落。国内乘用车行业销量从 2012 年的 1364.35 万辆增长至 2016 年的 2369.34 万辆，4 年复合增长率为 14.80%，这一阶段国内乘用车行业总量增速相比 2003-2011 年有所下滑。

乘用车需求结构发生变化，轿车总量稳定，SUV 销量占比持续提升。SUV 周期中乘用车的需求结构发生明显变化。其中，轿车销量整体保持稳定，2012-2016 年基本保持在 1100 万-1200 万辆的区间波动；而 SUV 销量从 2012 年的 200.04 万辆持续提升至

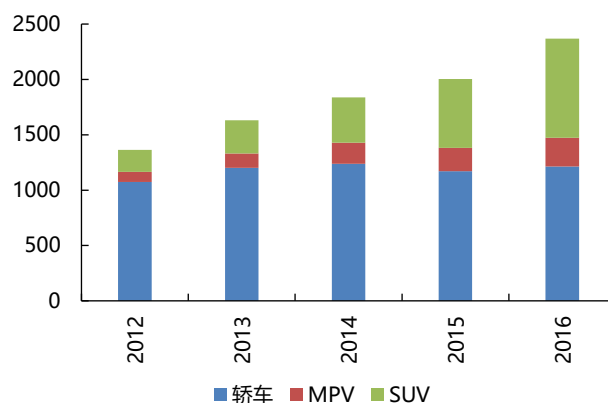
2016 年的 896.06 万辆,复合增速为 45.48%,显著高于同期的乘用车行业整体销量增速。与此同时,SUV 在乘用车中的销量占比也从 2012 年的 14.66%提升至 2016 年的 37.82%。

图14: 2012-2016 年国内乘用车销量



数据来源: 乘联会, 东吴证券研究所

图15: 2012-2016 国内乘用车分类型销量 (单位: 万辆)

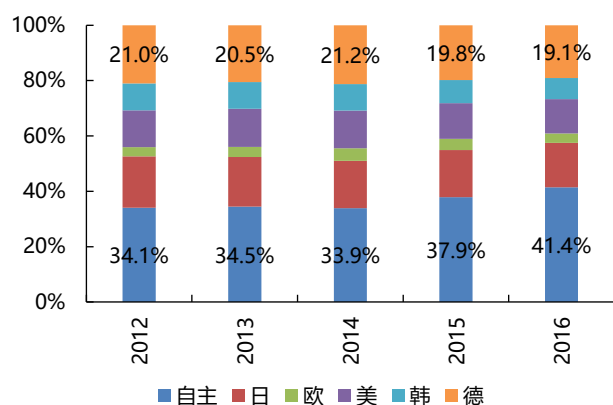


数据来源: 乘联会, 东吴证券研究所

**SUV 周期自主品牌率先发力, 市场份额持续提升。**在国内乘用车 SUV 的早期, 自主品牌 SUV 车型推向市场的速度更快, 以哈弗 H6、传祺 GS4、长安 CS75 为代表的自主品牌 SUV 车型销量迅速增长, 带动着国内自主品牌份额持续提升。

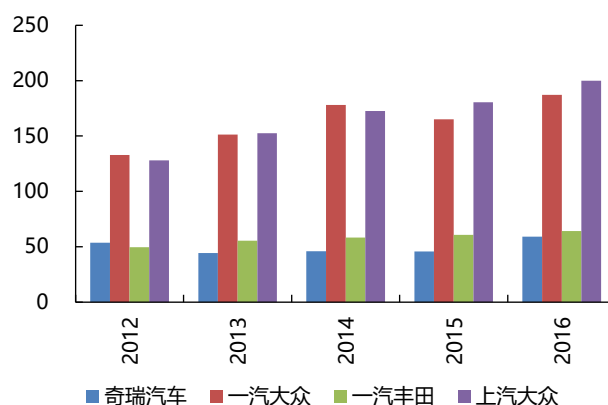
**星宇核心客户中南北大众销量持续增长, 奇瑞和一丰销量保持稳定。**2012-2016 年, 南北大众销量分别从 128 万辆和 133 万辆持续增长至 200 万辆和 187 万辆。一汽丰田由于这一阶段中日关系遇冷从而在中国市场的发展有所放缓; 奇瑞汽车销量在这段时间也整体停滞在 50 万辆/年的量级。

图16: 2012-2016 年国内乘用车分系列销量占比



数据来源: 乘联会, 东吴证券研究所

图17: 2012-2016 星宇主要客户销量情况 (单位: 万辆)



数据来源: 乘联会, 东吴证券研究所

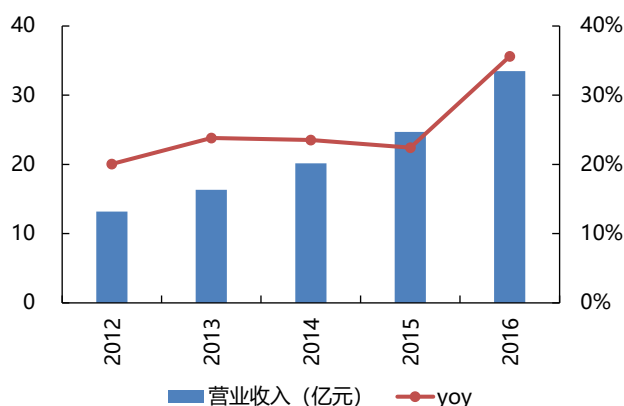
## 2.2. 经营复盘：收入稳定增长毛利率承压，资本开支水平整体稳定

### 营收稳定增长，毛利率暂时承压。

2012-2016 年公司营收规模保持稳定增长的状态。公司营收规模从 2012 年的 13.18 亿元持续增长至 2016 年的 33.47 亿元，复合增长率为 26%。

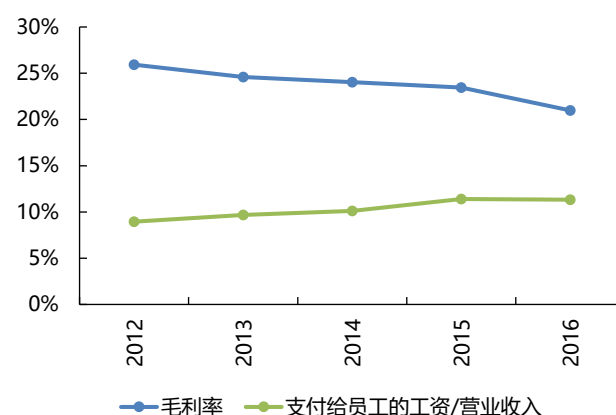
2012-2016 年公司毛利率整体处于承压状态。公司毛利率从 2012 年的 25.93% 下降至 2016 年的 20.98%，主要系：1、下游客户的产品降价；2、人工及原材料成本上涨（员工工资占收入比例从 2011 年的 7.92% 提升至 2016 年的 11.32%）；3、公司战略开拓新客户。

图18：2012-2016 年星宇股份营业收入情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图19：2012-2016 年星宇股份毛利率及人工成本情况



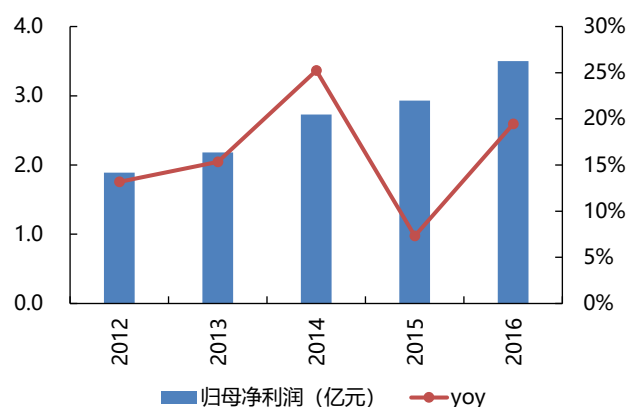
数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 利润规模增长但净利率承压下滑。

2012-2016 年公司归母净利润实现稳定增长。公司归母净利润从 2012 年的 1.89 亿元增长至 2016 年的 3.50 亿元，复合增长率为 16.65%。由于盈利能力的下滑，公司 2012-2016 年的归母净利润复合增速低于 2007-2011 年的水平，也低于公司同期的营收复合增速。

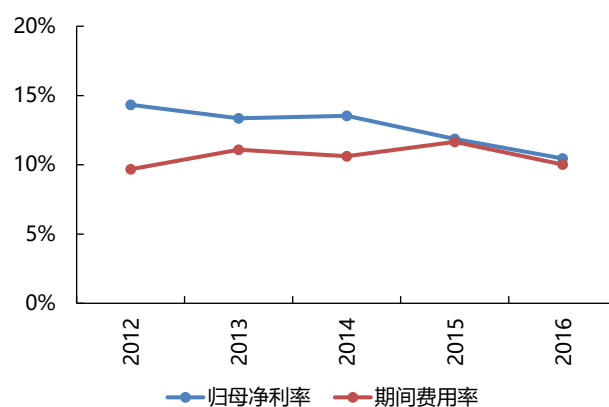
2012-2016 年公司归母净利率承压下滑。公司归母净利率从 2011 年的 15.21% 持续下滑至 2016 年的 10.46%，主要系公司同期毛利率的持续承压下降。2012-2016 年公司期间费用率则基本保持稳定，整体在 10-11% 的区间波动。

图20: 2012-2016 年星宇股份归母净利润情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图21: 2012-2016 年星宇股份归母净利率及期间费用率

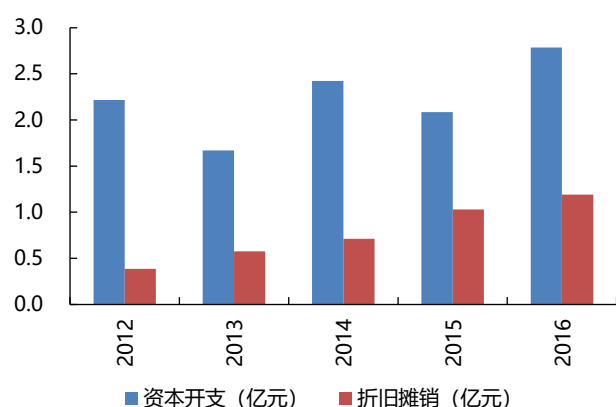


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 2012-2016 年公司资本开支水平整体稳定。

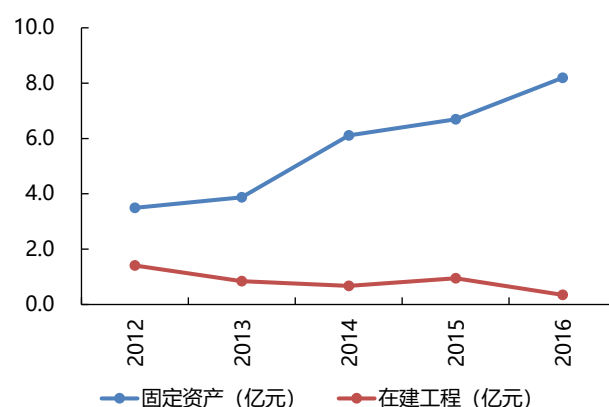
公司上市后至 2016 年保持稳定扩张, 年资本开支金额维持 2 亿元上下。星宇自上市后开启了稳步扩张, 2012-2016 年资本开支水平基本维持在 2 亿元/年。除 IPO 募投项目外, 公司还利用超募资金建设了常州“年产 50 万套 LED 车灯及配套项目”、长春“年产 100 万套车灯项目”以及“汽车车灯生产及配套项目”(佛山), 进一步完善了对主要配套客户的产能布局。

图22: 2012-2016 年星宇股份资本开支及折旧摊销情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图23: 2012-2016 年星宇股份固定资产及在建工程情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表3: 截至 2016 年年末公司产能情况梳理

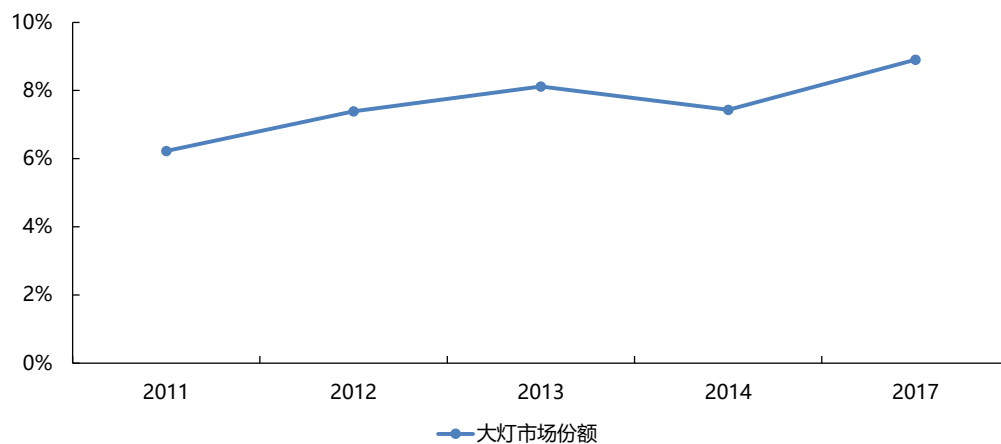
| 地点 | 工厂                   | 产能                 | 备注                                                            |
|----|----------------------|--------------------|---------------------------------------------------------------|
| 常州 | IPO 前产能              | 120 万套             | IPO 前产能                                                       |
| 常州 | IPO 项目               | 100 万套             | IPO 项目, 2012 年投产                                              |
| 常州 | 年产 50 万套 LED 车灯及配套项目 | 50 万套              | 2013 年开始建设, 2014 年投产                                          |
| 长春 | 年产 100 万套车灯项目        | 100 万套             | 2013 年开始建设, 2016 年初具备试生产条件                                    |
| 佛山 | 汽车车灯生产及配套项目          | 50 万套前照灯、80 万套后组合灯 | 2015 年开始建设, 项目分两期, 一期工厂 2017 年投产; 二期工厂 2017 年开始建设, 2019 年竣工投产 |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 至 2016 年年末, 佛山星宇一期工厂正在建设中。

SUV 周期前半段, 星宇实现了市场份额的稳步小幅提升。以前照灯为代表, 星宇的市场份额从 2011 年的 6.22% 持续提升至 2017 年的 8.91%。

图24: 星宇股份 2011-2017 年前照灯市场份额变化情况



数据来源: 公司公告, 乘联会, 东吴证券研究所

注: 以大灯为代表, 市场份额=大灯销量/(乘用车行业销量\*2); 2015-2016 年公司未披露大灯销量, 此处以 2017 年情况代替

**大灯/尾灯销量占比提升, 量产产品类型仍以卤素为主。**

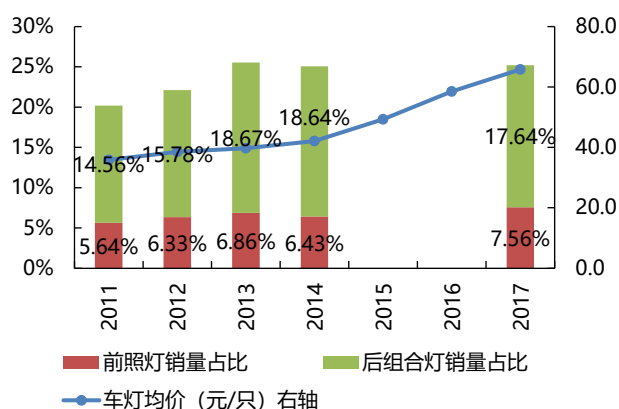
产品结构持续优化, 大灯/尾灯项目比例持续提升。随着公司新建产能陆续释放+持续加大研发投入, 公司大灯/尾灯产品的生产研发能力大幅提升, 公司车灯销量中大灯和尾灯销量占比持续提升, 车灯产品均价也实现了明显提升。

2014 年公司前照灯、后组合灯销售收入占比 60%以上（2009 年公司大灯+尾灯收入占比为 49%），承接的新项目中，前照灯、后组合灯、雾灯数量占比在 40%以上。

2016 年，公司承接车灯新项目 138 个，其中前照灯 19 个、后组合灯 45 个，大灯+尾灯的数量占比进一步提升。

2012-2016 年公司持续储备 LED 项目，但量产产品中仍以卤素车灯为主。

图25：2011-2017 年星宇产品结构及车灯均价



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：2015-2016 年公司未披露产品结构情况

图26：星宇股份 2012-2016 年大灯/尾灯典型项目

| 客户   | 配套车型     | 配套产品     | 备注        |
|------|----------|----------|-----------|
| 东风日产 | 启辰D50    | 尾灯       | 2012H1量产  |
| 一汽大众 | 新Golf A7 | 全LED后组合灯 | 2013H2量产  |
| 一汽丰田 | 第11代卡罗拉  | 前照灯、后组合  | 2014H1量产  |
| 一汽奥迪 | SUV车型    | 后组合灯     | 2014年获得项目 |
| 一汽奥迪 | A3       | 前照灯      | 2016年获得项目 |
| 一汽奥迪 | Q5       | 前照灯      | 2016年获得项目 |
| 德国宝马 | F45/F46  | 后组合灯     | -         |
| 一汽大众 | 两款车型     | LED前照灯   | 2016年获得项目 |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

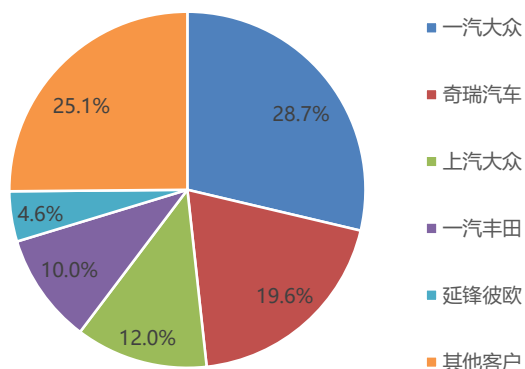
### 客户驱动：一汽大众+一汽丰田贡献主要收入增量

公司一方面寻求和现有客户开展更深层次合作，另一方面持续开拓新客户。

**原有客户深化合作：**公司与重点客户一汽大众和一汽丰田持续深化合作，配套项目也从小灯向大灯/尾灯扩展。公司对一汽大众和一汽丰田的营收从 2011 年的 3.15 亿元和 1.10 亿元大幅增长至 2017 年的 12.86 亿元和 5.80 亿元。

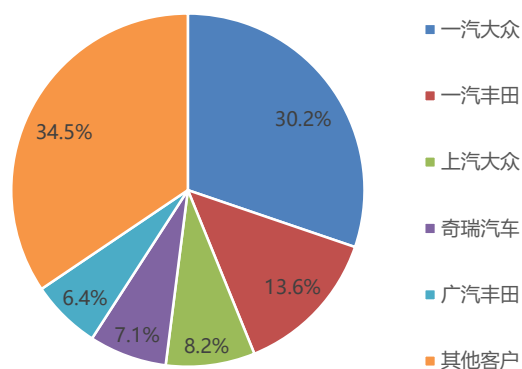
**新客户拓展：**2012 年，公司重点拓展了广汽乘用车、广汽丰田等客户，取得了标致雪铁龙全球供应商资格；2013 年，公司进入长安福特、东风本田配套体系；2014 年，公司获得奥迪 SUV 车型尾灯项目，通过德国宝马供应商评审并获得开发项目；2016 年，公司获得宝马全球尾灯项目及奥迪 A3/Q5 大灯项目。

图27：2011年星宇股份分客户收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图28：2017年星宇股份分客户收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

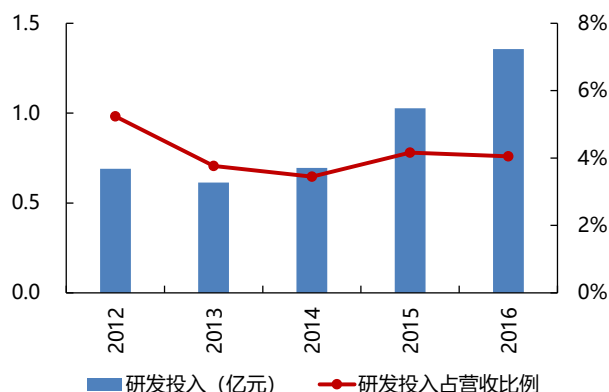
### 2.3. 能力积累：深度绑定头部客户，高研发投入夯实技术优势

在这一阶段，星宇持续深化了与头部合资车企的合作关系，持续扩充产能且通过持续的高研发投入夯实技术优势，为下一阶段（SUV周期后期）公司的快速发展打下了坚实的客、技术和项目基础。

**绑定头部合资品牌车企，客户结构不断优化：**公司一方面深化和一汽大众和一汽丰田的合作深度，获取更多高附加值项目；一方面持续开拓了广汽丰田、东风日产、德国宝马、长安福特、东风本田等新客户。

**加大车灯新技术的研发：**公司对LED前照灯、AFS前照灯、ADB前照灯等新技术持续投入研发，研发投入占营收比例2015-2016年持续保持在4%以上，且在2015年开始规划建设“汽车电子和照明研发中心”。

图29：2012-2016年星宇股份研发投入情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图30：2012-2016年星宇技术研发主要事件

| 时间   | 主要事件                                                   |
|------|--------------------------------------------------------|
| 2012 | 加大了LED车灯、光导技术等新技术的研究。                                  |
| 2013 | 加强对新技术（如LED前照灯、AFS前照灯）、新工艺（如激光焊接）的研究；加大车灯电子研发投入。       |
| 2014 | 第一款AFS前照灯成功研发。                                         |
| 2015 | 规划建设“汽车电子和照明研发中心”。                                     |
| 2016 | 公司第一代自适应远光前照灯（ADB前照灯）研发成功；与松下中国签订战略合作协议，共同研发LED车灯驱动技术。 |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

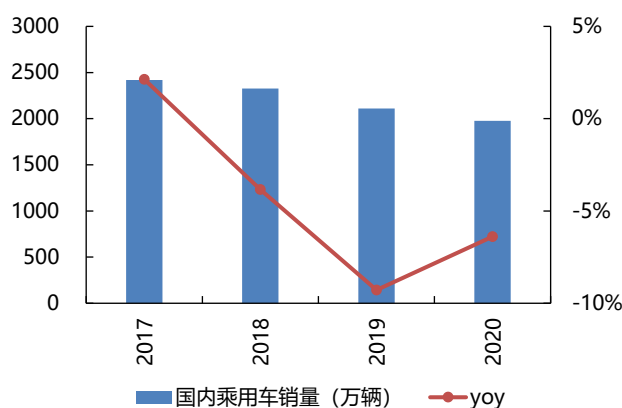
### 3. SUV 周期后期 (2017-2020): 量利齐升, 黄金时代

#### 3.1. 乘用车行业情况: 行业总量持续下滑, SUV 渗透率仍有小幅提升

2017-2020 年国内乘用车行业销量持续下滑。国内乘用车行业销量从 2017 年的 2419.75 万辆下降至 2020 年的 1975.96 万辆, 3 年复合增长率为-6.53%, 国内乘用车行业总量在 SUV 周期后期出现持续下降主要系: 1、小排量乘用车购置税优惠政策 2017 年年末结束, 因此 2018 年需求被部分透支; 2、2018 年中美贸易摩擦对国内宏观经济造成一定影响, 乘用车作为可选消费也遭受到一定冲击; 3、2020H1 国内突发的公共卫生事件对人员流动产生一定影响。

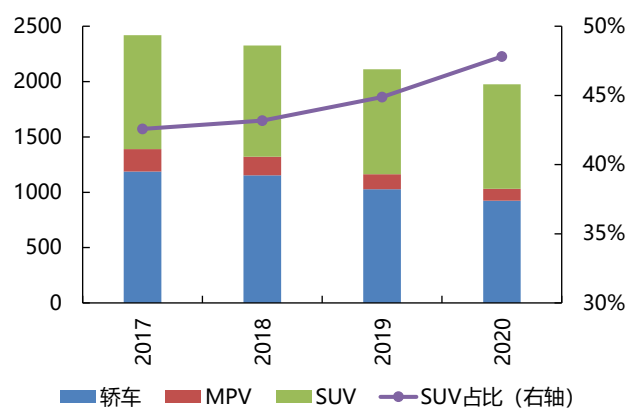
SUV 渗透率仍在持续提升。2017-2020 年国内乘用车行业 SUV 渗透率仍在持续提升, 从 2017 年的 42.58% 提升至 2020 年的 47.81%。

图31: 2017-2020 年国内乘用车销量



数据来源: 乘联会, 东吴证券研究所

图32: 2017-2020 国内乘用车分类型销量 (单位: 万辆)



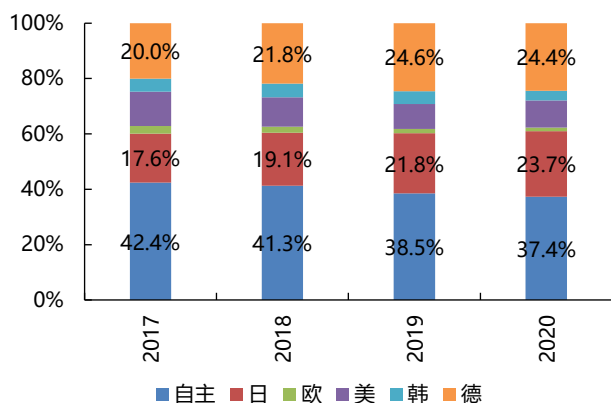
数据来源: 乘联会, 东吴证券研究所

2017-2020 年德系/日系合资品牌市场份额有所回升。分系别来看, 自主品牌销量从 2017 年的 1026.58 万辆下降至 2020 年的 738.11 万辆, 对应的市场份额从 42.4% 下滑至 37.4%; 德系销量整体稳定, 份额从 2017 年的 20.0% 提升至 2020 年的 24.4%; 日系销量持续增长, 从 2017 年的 426.85 万辆增长至 2020 年的 467.35 万辆, 对应份额从 17.6% 提升至 23.7%。

星宇核心客户销量表现均明显超越行业。公司彼时第一大客户一汽大众销量从 2017 年的 195.72 万辆提升至 2020 年的 207.15 万辆 (主要系 2017-2020 年陆续导入探岳、探歌及探影等 SUV 车型); 第二大客户一汽丰田销量从 2017 年的 68.92 万辆提升至 2020 年的 77.91 万辆。此外, 一汽红旗自 2017 年战略改革以来销量实现高速增长, 从 2018

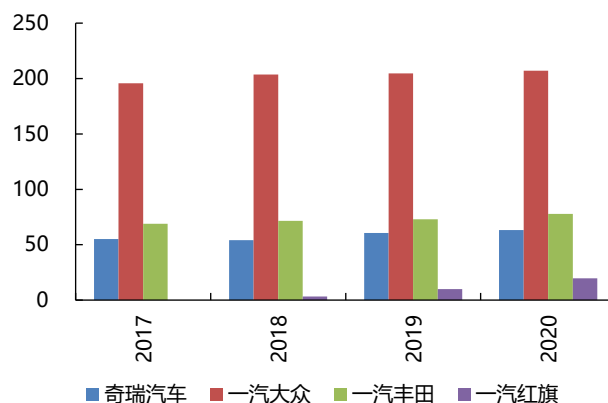
年的 3.30 万辆大幅提升至 2020 年的 19.67 万辆。

图33：2017-2020 年国内乘用车分系别销量



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

图34：2017-2020 星宇核心客户销量情况（单位：万辆）



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

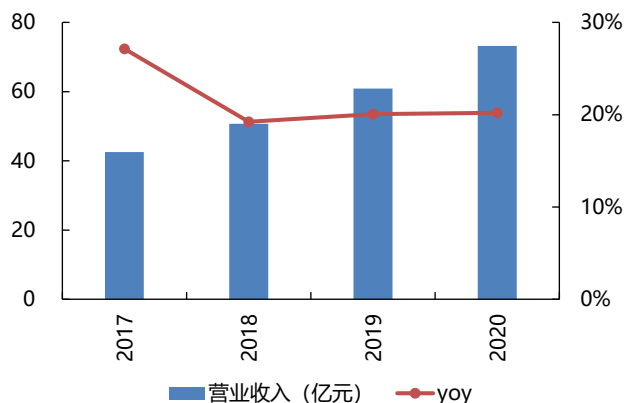
### 3.2. 经营复盘：营收/毛利率双升，扩张节奏明显加快

#### 营业收入/毛利率进入双升通道

**2017-2020 年公司营业收入实现稳定增长。**公司营收从 2016 年的 33.47 亿元持续增长至 2020 年的 73.23 亿元，4 年复合增速为 21.62%，星宇在这一阶段的收入增速显著超越了下游乘用车行业的增速。

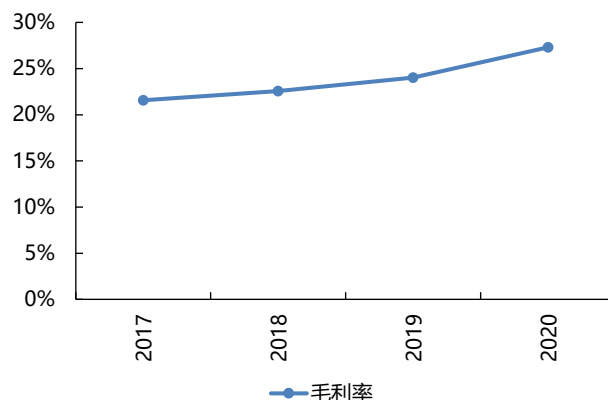
**2017-2020 年公司毛利率重回上升通道。**星宇的毛利率从 2016 年的 20.98% 持续提升至 2020 年的 27.30%。这一阶段公司毛利率持续提升的原因主要系：1、公司这一阶段主要绑定头部合资客户如一汽大众、一汽丰田，主要客户销量表现超越行业，公司受行业景气度影响较小；2、公司持续提升在一汽大众、一汽丰田等核心客户的配套份额，收入实现稳定增长；3、传统卤素灯在这一阶段加速向 LED 灯升级，技术含量提升带来了车灯毛利率的提升。

图35：2017-2020 年星宇股份营业收入情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图36：2017-2020 年星宇股份毛利率情况



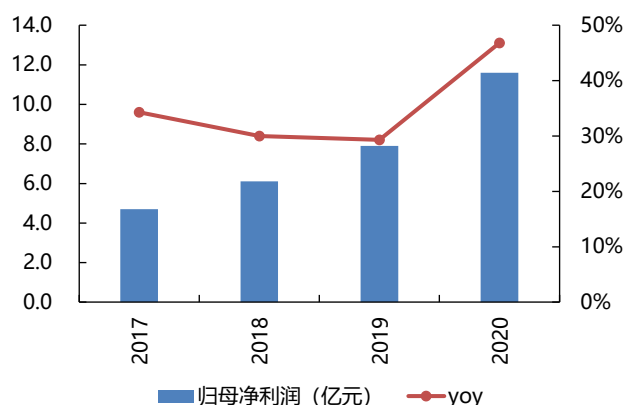
数据来源：Wind，东吴证券研究所

**归母净利率持续提升，利润增速超越收入增速。**

**2017-2020 年公司归母净利润向上突破 10 亿元规模。**星宇的归母净利润规模在 2017-2020 年期间实现了高速增长，从 2016 年的 3.50 亿元快速增长至 2020 年的 11.60 亿元，4 年复合增速为 34.93%，归母净利润增速明显超越收入增速。

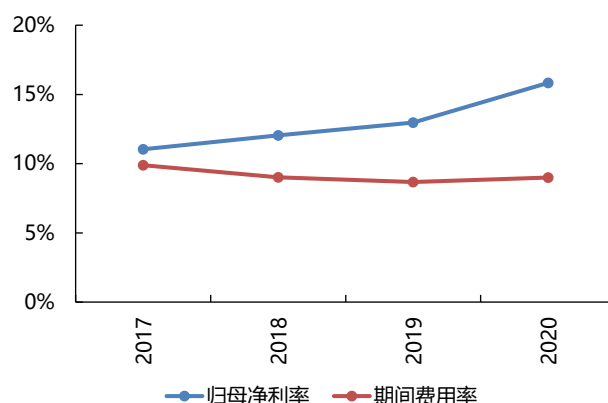
**受毛利率提升拉动，2017-2020 年公司归母净利率持续提升。**星宇归母净利率从 2016 年的 10.46% 大幅提升至 2020 年的 15.84%，主要系同期毛利率水平的持续提升。同期公司期间费用率从 2016 年的 10.03% 小幅降至 2020 年的 9.00%，稳定在 9% 至 10% 的水平。

图37：2017-2020 年星宇股份归母净利润情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图38：2017-2020 年星宇股份归母净利率及期间费用率



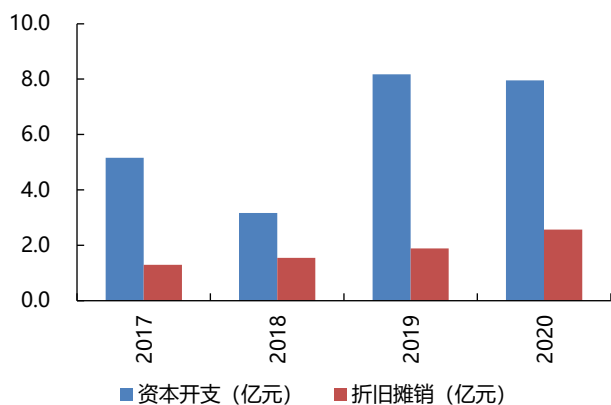
数据来源：Wind，东吴证券研究所

**2017-2020 年公司扩张节奏明显加快。**

星宇在 2017-2020 年资本开支力度明显加大。相比于 2012-2016 年 2 亿元上下的年资本开支金额，公司 2017-2020 年资本开支金额增长至 6-8 亿元的规模，其中 2019-2020 年连续两年资本开支金额在 8 亿元左右。

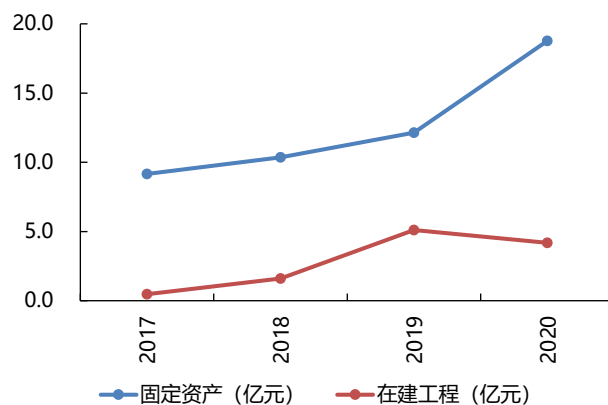
这一阶段星宇进一步加大和完善了生产和研发布局。星宇这一阶段陆续建设了佛山工厂、智能制造产业园、塞尔维亚工厂，并且建设了汽车电子和照明研发中心。

图39：2017-2020 年星宇股份资本开支及折旧摊销情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图40：2017-2020 年星宇股份固定资产及在建工程情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表4：截至 2020 年年末公司产能情况梳理

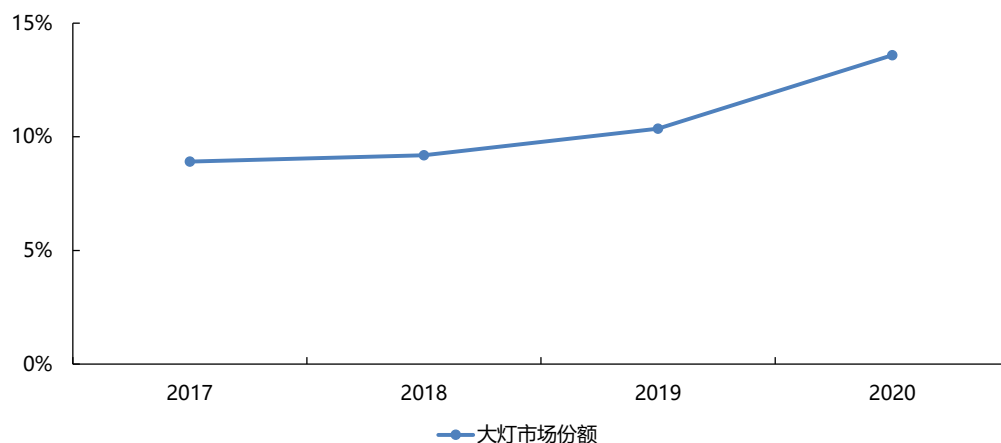
| 地点   | 工厂                   | 产能                              | 备注                                                                         |
|------|----------------------|---------------------------------|----------------------------------------------------------------------------|
| 常州   | IPO 前产能              | 120 万套                          | IPO 前产能                                                                    |
| 常州   | IPO 项目               | 100 万套                          | IPO 项目，2012 年投产                                                            |
| 常州   | 年产 50 万套 LED 车灯及配套项目 | 50 万套                           | 2013 年开始建设，2014 年投产                                                        |
| 长春   | 年产 100 万套车灯项目        | 100 万套                          | 2013 年开始建设，2016 年初具备试生产条件                                                  |
| 佛山   | 汽车车灯生产及配套项目          | 50 万套前照灯、80 万套后组合灯              | 2015 年开始建设，项目分两期，一期工厂 2017 年投产；二期工厂 2017 年开始建设，2019 年竣工投产                  |
| 常州   | 星宇股份智能制造产业园一、二、三期    | 460 万只前照灯、560 万只后组合灯            | 2018 年启动智能制造产业园项目；智能制造产业园一期项目 2019 年竣工；智能制造产业园二期综合工厂、三期物流中心工程 2021 年正式投入使用 |
| 塞尔维亚 | 塞尔维亚工厂               | 后尾灯 300 万只，小灯 170 万只，前大灯 100 万只 | 2019 年开始建设，2023 年产能逐步释放                                                    |
| 常州   | 汽车电子和照明研发中心          | —                               | 2018 年开工建设，2022 年投入使用                                                      |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：至 2020 年年末，智能制造产业园二期、三期，塞尔维亚工厂，汽车电子和照明研发中心正在建设中。

SUV 周期后半段（2017-2020 年），星宇大灯市占率加速提升。以前照灯为代表，星宇的市场份额从 2017 年的 8.91% 快速提升至 2020 年的 13.59%。

图41：星宇股份 2017-2020 年前照灯市场份额变化情况



数据来源：公司公告，乘联会，东吴证券研究所

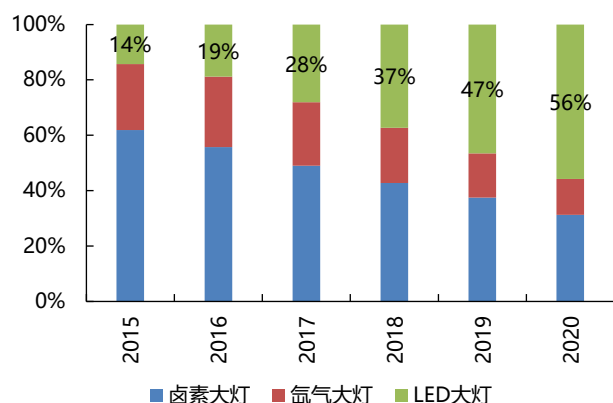
注：以大灯为代表，市场份额=大灯销量/（乘用车行业销量\*2）

### 车灯 LED 升级+大灯/尾灯占比提升驱动产品均价迅速提升。

**2017-2020 年车灯 LED 渗透率加速提升。**相比于传统卤素车灯，LED 车灯具有亮度高，尺寸小（便于组合设计）、寿命长、能耗低和启动快等优势，随着 LED 成本的持续下降，其在车灯中的应用逐渐普及。其中，车灯 LED 渗透率从 2017 年开始呈现出加速提升的趋势，带动着车灯的单车价值量持续提升。

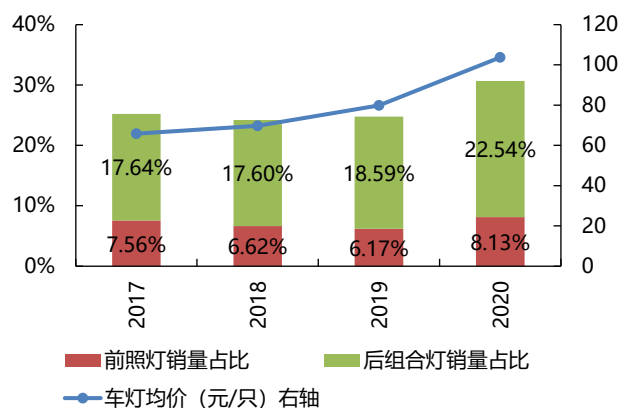
**星宇大灯/尾灯销量占比进一步提升。**公司前照灯销量占比从 2017 年的 7.56% 提升至 2020 年的 8.13%，尾灯销量占比从 2017 年的 17.64% 提升至 2020 年的 22.54%。产品结构的进一步优化+车灯 LED 渗透率提升，共同驱动着公司车灯均价快速提升，从 2016 年的 58.49 元/只提升至 2020 年的 103.72 元/只。

图42: 2017-2020 年 LED 车灯渗透率快速提升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图43: 2017-2020 年公司大灯/尾灯销量占比及车灯均价



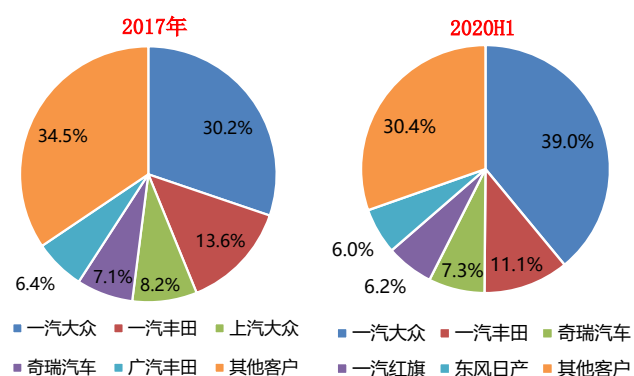
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 客户驱动: 一汽大众占比持续提升, 红旗进入前五大客户

星宇对一汽大众的营收及营收占比持续增长。星宇对一汽大众的营收从 2017 年的 12.86 亿元快速增长至 2020 年的 27.15 亿元, 3 年复合增速为 28.29%; 对应的一汽大众营收占比也从 2017 年的 30.2% 进一步提升至 2020 年的 37.1%。星宇对一汽大众的收入快速增长主要系: 1、一汽大众 2017-2020 年陆续导入探岳、探歌及探影等 SUV 车型, 新车型导入提振销量持续增长; 2、星宇在与一汽大众合作持续深入, 配套份额持续提升; 3、车灯 LED 升级大幅提升车灯单车价值量。

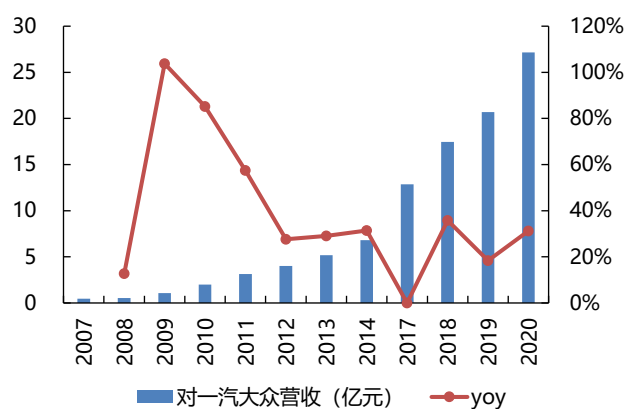
一汽红旗销量增长迅速, 进入星宇前五大客户。得益于一汽红旗销量的快速增长, 一汽红旗 2020H1 位列星宇第四大客户, 收入占比为 6.2%。

图44: 2017-2020H1 星宇股份客户结构变化



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图45: 星宇对一汽大众营收变化情况



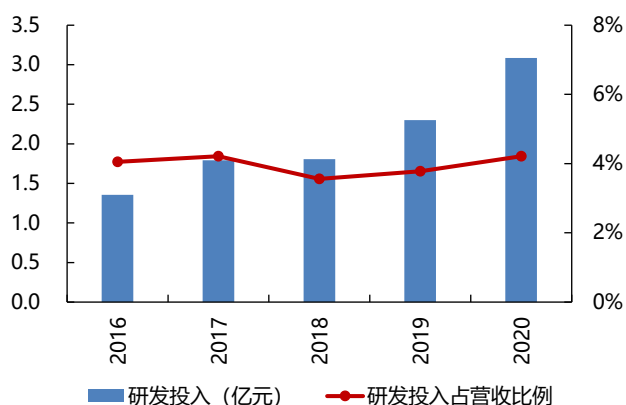
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3.3. 能力积累：公司持续加大车灯新技术的前瞻研发

公司研发投入占收入比例持续处于高位。公司在 2017-2020 年持续保持着高比例的研发投入，研发投入金额从 2017 年的 1.79 亿元增长至 2020 年的 3.09 亿元，占收入的比例基本维持在 3.5-4.5% 的水平，其中 2020 年研发投入占营收比例为 4.21%。

星宇在 2017-2020 年享受车灯 LED 升级红利的同时，持续前瞻布局智能车灯技术研发。星宇持续紧跟车灯行业的前沿技术发展方向，提前布局智能车灯产品，于 2017 年成功研发 ADB 大灯，2018 年成功研发像素式前照灯，2019-2020 年成功研发贯穿式尾灯和交互式尾灯，为后续车灯智能化的持续升级打下基础。

图46：2016-2020 年星宇股份研发投入情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图47：2017-2020 年星宇主要研发项目情况

| 时间   | 主要事件                                           |
|------|------------------------------------------------|
| 2017 | 公司第一代、第二代ADB前照灯陆续研发成功；第二代OLED后组合灯已经研发成功。       |
| 2018 | 像素式前照灯研发成功。                                    |
| 2019 | 尾灯的高精度尺寸控制技术研发成功；贯穿式尾灯的焊接及尺寸控制技术研发成功。          |
| 2020 | 贯穿式尾灯量产；ADB前照灯量产；具有迎宾功能的律动式尾灯研发成功；像素式前灯模块研发成功。 |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

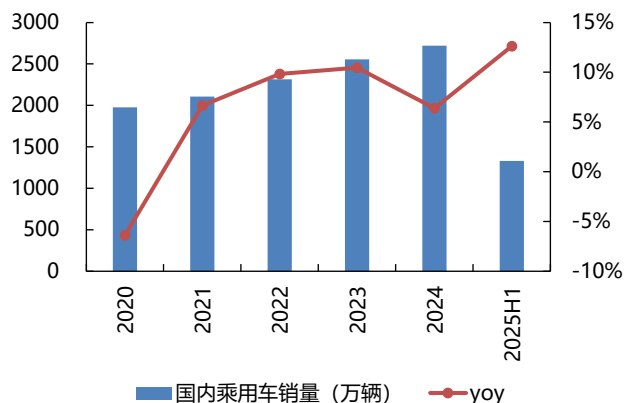
## 4. 新能源周期（2021-2025）：蓄力转型，续写新章

### 4.1. 乘用车行业情况：行业总量稳中微增，新能源渗透率持续提升

2020-2024 年国内乘用车行业总量整体呈低速增长状态。国内乘用车行业销量从 2020 年的 1975.96 万辆增长至 2024 年的 2719.38 万辆，复合增长率为 8.31%。

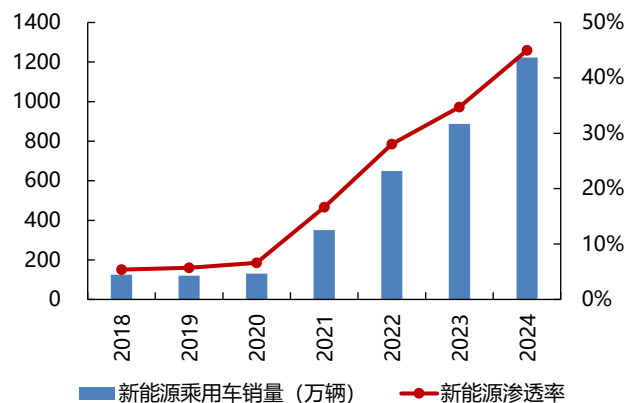
行业销量结构发生较大变化，新能源渗透率持续提升。国内新能源乘用车行业销量从 2019 年的 120.35 万辆快速提升至 2024 年的 1223.19 万辆，复合增长率高达 59.00%。对应的新能源乘用车渗透率也从 2019 年的 5.7% 快速提升至 2024 年的 45.0%。

图48: 2020-2025H1 年国内乘用车销量



数据来源: 乘联会, 东吴证券研究所

图49: 2018-2024 年国内新能源乘用车销量

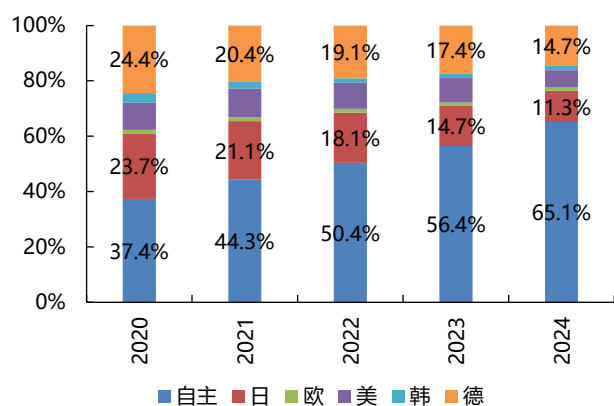


数据来源: 乘联会, 东吴证券研究所

**2020-2024 年国内乘用车市场自主品牌份额持续提升。**受益于新能源渗透率的快速增长, 国内自主品牌销量迅速增长, 对应的市场份额也从 2020 年的 37.4% 持续提升至 2024 年的 65.1%。合资品牌整体呈现衰退, 其中德系份额从 2020 年的 24.4% 下滑至 2024 年的 14.7%; 日系份额从 2020 年的 23.7% 下滑至 2024 年的 11.3%。

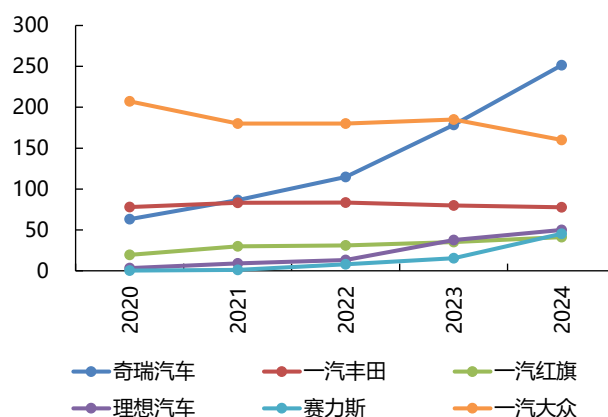
**传统合资客户销量下滑, 奇瑞、理想等自主客户持续成长。**公司此前第一大客户一汽大众销量从 2020 年的 207.15 万辆下滑至 2024 年的 160.09 万辆; 一汽丰田销量基本保持稳定。自主品牌客户方面, 奇瑞销量从 2020 年的 63.27 万辆大幅增长至 2024 年的 251.52 万辆; 理想销量从 2020 年的 3.26 万辆增长至 2024 年的 50.05 万辆。

图50: 2020-2024 年国内乘用车分系别销量



数据来源: 乘联会, 东吴证券研究所

图51: 2020-2024 星宇核心客户销量情况 (单位: 万辆)



数据来源: 乘联会, 东吴证券研究所

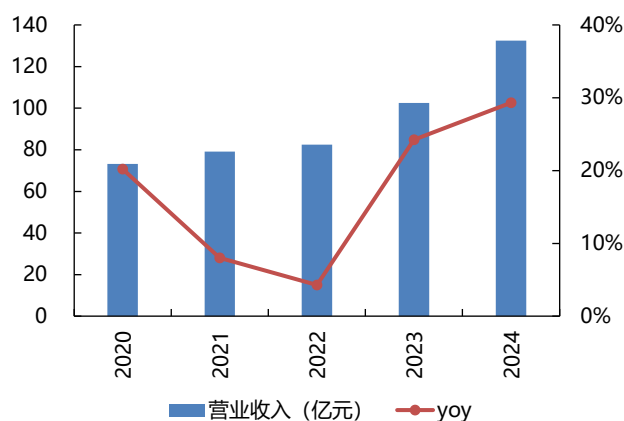
## 4.2. 经营复盘：营业整体保持增长，客户结构加速转型

**营业整体保持增长，多因素拖累毛利率。**

**2020-2024 年公司营业收入整体增长。**公司营收整体从 2020 年的 73.23 亿元增长至 2024 年的 132.53 亿元，4 年复合增长率为 15.99%。其中，2021-2022 年公司营收增长出现失速，营收同比增速分别仅为 8.00%和 4.29%；2023-2024 年公司收入重回快速增长通道，两年营收同比增速分别为 24.25%和 29.32%。

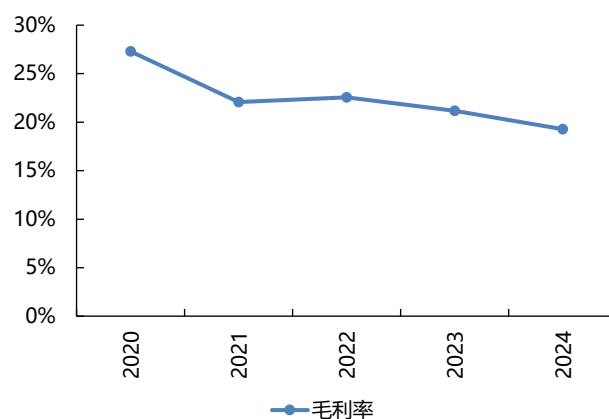
**受多因素影响，公司毛利率 2021-2024 年有所下滑。**公司表观毛利率从 2020 年的 27.30%下降至 2024 年的 19.28%。其中，2021 年公司毛利率同比下降 5.22 个百分点，主要系：1、运费、仓储费从销售费用划归营业成本；2、下游乘用车行业竞争加剧。2024 年公司毛利率同比下降 1.90 个百分点，其中质保金从销售费用划归营业成本影响约 1.02 个百分点。

图52：2020-2024 年星宇股份营业收入情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图53：2020-2024 年星宇股份毛利率情况



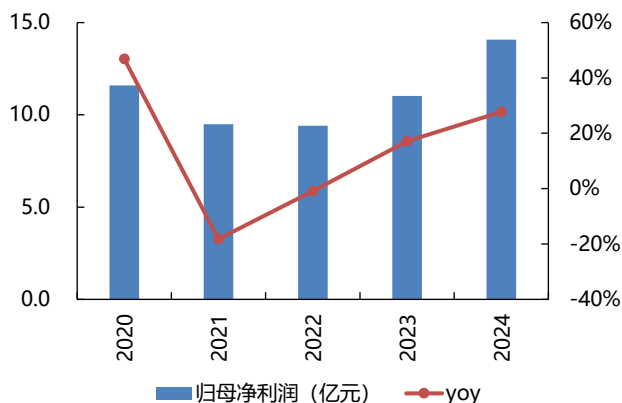
数据来源：Wind，东吴证券研究所

**归母净利润存在波动但整体增长。**

**2021-2022 年公司归母净利润出现波动，2023-2024 年重回增长通道。**公司 2021 年实现归母净利润 9.49 亿元，同比下降 18.19%，主要系归母净利率下滑所致；2022 年实现归母净利润 9.41 亿元，同比基本持平；2023-2024 年公司归母净利润实现连续增长，其中 2024 年归母净利润为 14.08 亿元，同比增长 27.78%。

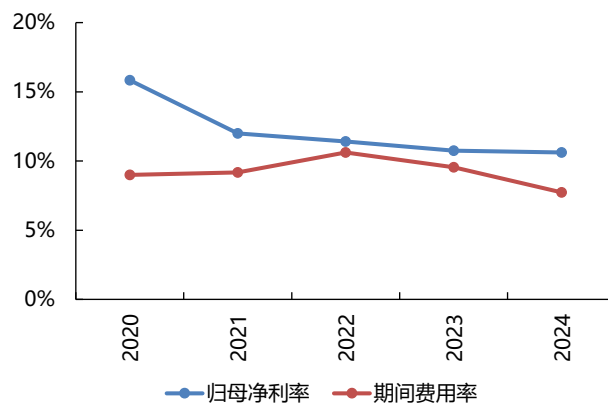
**2021 年公司归母净利率同比降幅较大，2022-2024 年盈利能力整体维持稳定。**星宇 2021 年归母净利率为 12.00%，同比下降 3.84 个百分点，主要系公司同期毛利率同比下降+管理/研发费用率同比微增所致。2022-2024 年公司归母净利率基本稳定在 10.5%-11.5% 的区间。

图54：2020-2024 年星宇股份归母净利润情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图55：2020-2024 年星宇股份归母净利率及期间费用率

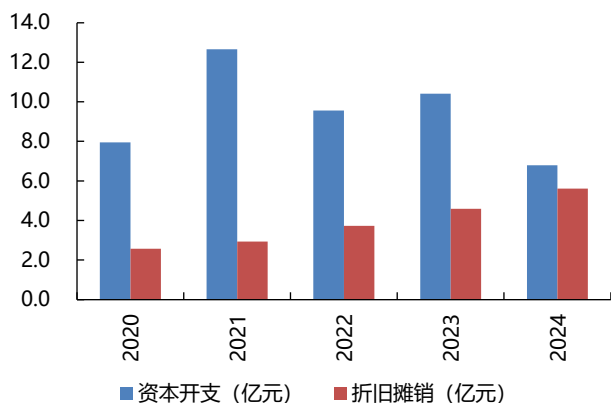


数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 2021-2024 年公司继续维持快速扩张状态。

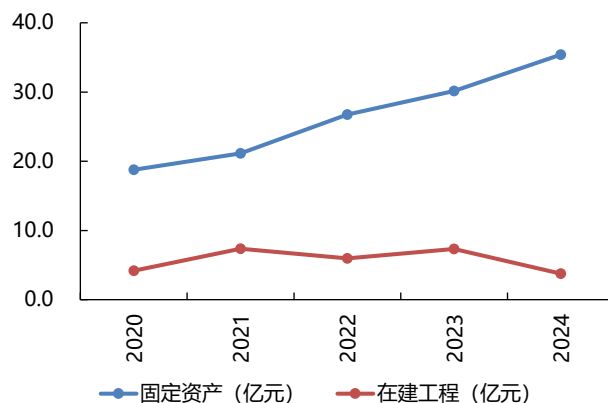
从资本开支的角度来看，星宇 2021-2023 年的年资本开支金额基本维持在 10 亿元的水平，其中 2021 年公司资本开支达到最高点的 12.65 亿元。投资项目上，公司 2021-2024 年陆续推动智能制造产业园五期、模具工厂、塞尔维亚工厂等项目建设。

图56：2020-2024 年星宇股份资本开支及折旧摊销情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图57：2020-2024 年星宇股份固定资产及在建工程情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表5：截至 2024 年年末公司产能情况梳理

| 地点 | 工厂      | 产能     | 备注      |
|----|---------|--------|---------|
| 常州 | IPO 前产能 | 120 万套 | IPO 前产能 |

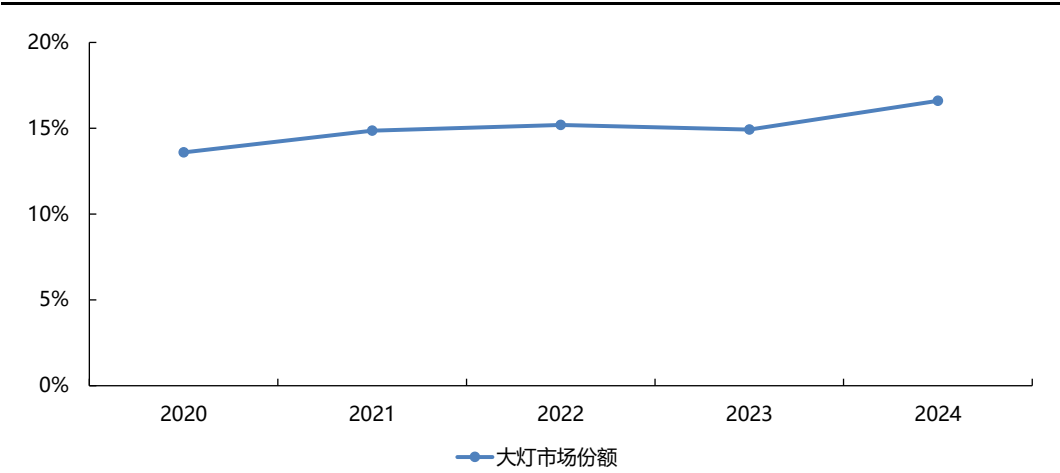
|      |                      |                                 |                                                                            |
|------|----------------------|---------------------------------|----------------------------------------------------------------------------|
| 常州   | IPO 项目               | 100 万套                          | IPO 项目，2012 年投产                                                            |
| 常州   | 年产 50 万套 LED 车灯及配套项目 | 50 万套                           | 2013 年开始建设，2014 年投产                                                        |
| 长春   | 年产 100 万套车灯项目        | 100 万套                          | 2013 年开始建设，2016 年初具备试生产条件                                                  |
| 佛山   | 汽车车灯生产及配套项目          | 50 万套前照灯、80 万套后组合灯              | 2015 年开始建设，项目分两期，一期工厂 2017 年投产；二期工厂 2017 年开始建设，2019 年竣工投产                  |
| 常州   | 星宇股份智能制造产业园一、二、三期    | 460 万只前照灯、560 万只后组合灯            | 2018 年启动智能制造产业园项目；智能制造产业园一期项目 2019 年竣工；智能制造产业园二期综合工厂、三期物流中心工程 2021 年正式投入使用 |
| 塞尔维亚 | 塞尔维亚工厂               | 后尾灯 300 万只，小灯 170 万只，前大灯 100 万只 | 2019 年开始建设，2023 年产能逐步释放                                                    |
| 常州   | 星宇股份智能制造产业园五期项目      | 星环灯 50 万只、格栅灯 50 万只             | 2022 年开始建设                                                                 |
| 常州   | 星宇智能制造产业园模具工厂        | 工装 11046 副，模具 360 副             | 2021 年开始建设                                                                 |
| 常州   | 汽车电子和照明研发中心          | —                               | 2018 年开工建设，2022 年投入使用                                                      |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：至 2024 年年末，智能制造产业园五期及模具工厂正在建设中，塞尔维亚工厂处于产能爬坡中。

**星宇前照灯市占率继续稳步提升。**以前照灯为代表，星宇的市场份额从 2020 年的 13.59%快速提升至 2024 年的 16.60%。

图58：星宇股份 2020-2024 年前照灯市场份额变化情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

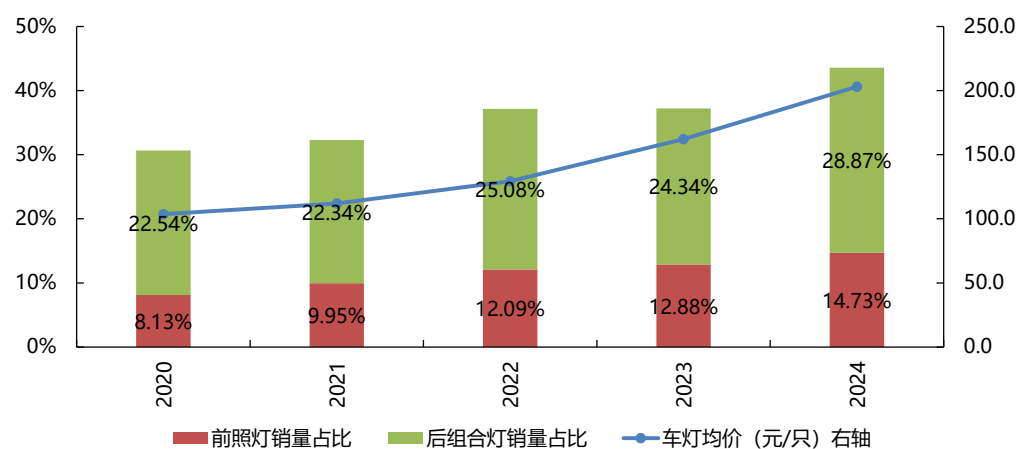
注：以大灯为代表，市场份额=大灯销量/（乘用车行业销量\*2）

### 产品结构优化+车灯智能升级，共同驱动产品均价持续提升。

产品结构持续优化，星宇大灯/尾灯销量占比持续提升。公司大灯销量占比从 2020 年的 8.13% 提升至 2024 年的 14.73%，尾灯销量占比从 2020 年的 22.54% 提升至 2024 年的 28.87%，大灯+尾灯合计销量占比 2024 年达到 43.59%。

LED 车灯继续向 ADB/DLP/HD ADB 等智能车灯升级，车灯产品单车价值量进一步大幅提升。受益于车灯智能化升级+产品结构持续优化，星宇单灯均价从 2020 年的 103.72 元/只快速提升至 2024 年的 203.13 元/只。

图59：2020-2024 年公司大灯/尾灯销量占比及车灯均价

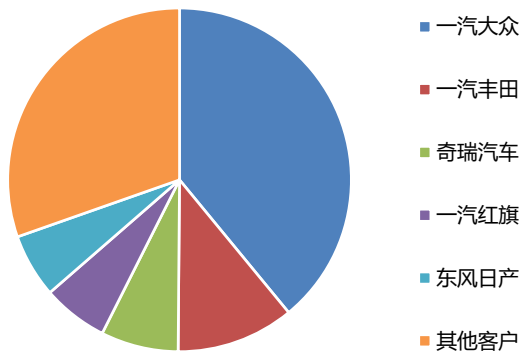


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 客户驱动：客户结构转型，自主/新能源收入占比持续提升。

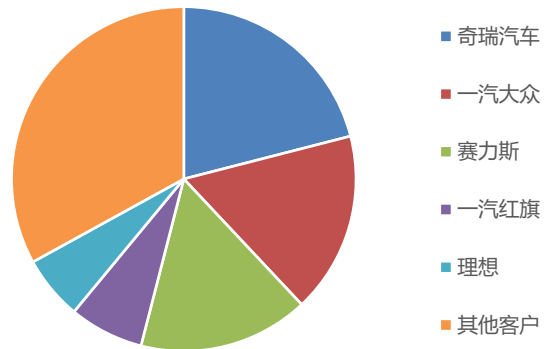
2021-2024 年星宇客户结构转型，自主品牌/新能源收入占比大幅提升。2020 年星宇的主要客户仍以德系和日系的合资品牌为主。在国内乘用车行业新能源周期中，自主品牌+新能源的市场份额持续提升，合资品牌逐渐衰退，星宇也开启了新一轮的客户结构转型，持续加大对自主品牌/新能源/新势力客户的开拓力度。至 2024 年，奇瑞、赛力斯、理想等客户进入公司前五大客户。

图60：2020H1 星宇股份客户结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图61：2024 星宇股份客户结构



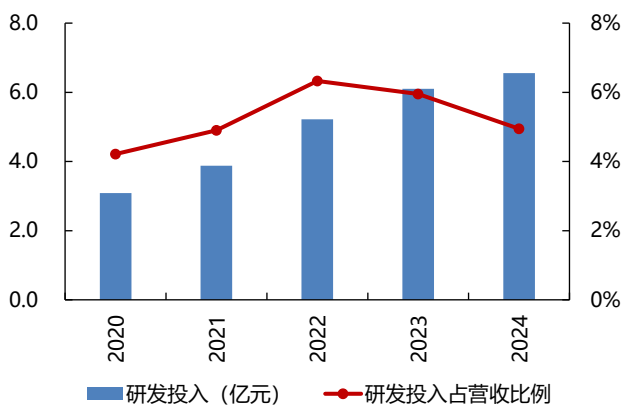
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 4.3. 能力积累：持续保持高研发投入，夯实公司智能车灯时代的竞争力

公司 2020-2024 年进一步加大研发投入。公司研发投入金额从 2020 年的 3.09 亿元持续增长至 2024 年的 6.55 亿元，对应的研发投入占收入比例在 2021-2024 年基本维持在 5% 及以上，其中 2022 年研发投入占收入比例高达 6.33%。研发人员数量方面，公司研发人员数量从 2020 年的 1065 人增长至 2024 年的 1734 人，研发人员数量占比也基本在 16% 以上。

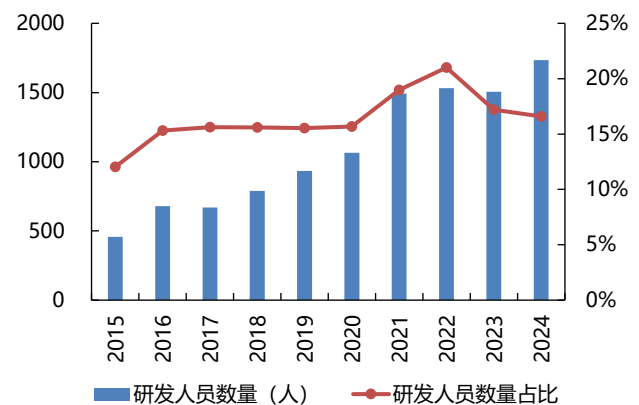
前瞻布局智能车灯，夯实公司高附加值车灯的竞争优势。公司近年来一直在加大 ADB、DLP、HD-ADB、基于 Micro LED/Mini LED 技术的像素显示化交互灯、智能数字格栅/数字保险杠等新一代车灯产品的技术研发，在智能车灯技术储备、大规模量产经验、客户配套覆盖度等方面相比竞争对手具有明显优势。

图62：2020-2024 年星宇股份研发投入情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图63：2015-2024 年星宇研发人员变化情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 5. 智能化周期（2026-2030）展望：车灯龙头，智启新程

### 5.1. 车灯智能化升级将推动市场空间持续扩容

汽车车灯具备持续迭代升级的能力。车灯作为汽车的关键零部件，决定了车辆的造型美观以及使用安全性，其发展历史几乎与汽车本身的发展历史同步。汽车车辆本身的持续升级对车灯也提出了相应的产品升级要求，随着光源技术的发展、车辆安全性要求的提升、整车智能化水平的提升以及车辆造型设计的发展，车灯产品在各个维度都在持续升级。

车灯产品三大升级路径：（1）光源技术升级；（2）智能化升级；（3）结构造型升级。

表6：车灯产品的升级路径梳理

|      | 光源技术升级                | 智能化升级                    | 结构造型升级                                       |
|------|-----------------------|--------------------------|----------------------------------------------|
| 前照灯  | 卤素大灯→氙气大灯→LED 大灯→激光大灯 | 普通前照灯→AFS→ADB/HD ADB/DLP | /                                            |
| 后组合灯 | 卤素尾灯→LED 尾灯→OLED 尾灯   | /                        | 后组合灯由分离式向贯穿式发展                               |
| 其他车灯 | /                     | 像素显示化交互灯                 | 小灯的升级更多的体现在品类的增加，如室内氛围灯、发光格栅、LOGO 灯、迎宾灯和星环灯等 |

数据来源：汽车之家，中国知网，东吴证券研究所

从价值量上看，随着车灯产品的升级，车灯产品的价值量也在不断提升。

**前照灯：**传统卤素前照灯的价格在 200-250 元每只；氙气大灯的价格在 400-500 元每只；LED 大灯的价格在 800-1000 元每只；智能化程度更高的 ADB 大灯价格为 1300-3000 元每只；DLP 大灯的价格高达 7000-8000 元每只。

**后组合灯：**传统卤素后组合灯价格为 400-500 元每套；LED 后组合灯价格为 800-1200 元每套；OLED 后组合灯价格为 2500-3000 元每套。贯穿式后组合灯的价格要高于传统分离式后组合灯。

**小灯：**传统小灯配置的单车价值量在 400-800 元，而新增品类的小灯价值量更高，如氛围灯价格一般在 800-1000 元每套，外饰星环灯一般在 1200 元/套。

表7：车灯升级推动产品价值量持续提升

| 车灯分类 | 产品价值量         |                   |               |
|------|---------------|-------------------|---------------|
|      | 卤素            | 氙气                | LED           |
| 前照灯  | 200-250 元/只   | 400-500 元/只       | 800-1000 元/只  |
|      | ADB           | HD ADB            | DLP           |
|      | 1300-3000 元/只 | 3000-4000 元/只     | 7000-8000 元/只 |
| 后组合灯 | 卤素            | LED               | OLED          |
|      | 400-500 元/套   | 800-1200 元/套      | 2500-3000 元/套 |
| 小灯   | 传统小灯配置        | 氛围灯               | 星环灯           |
|      | 400-800 元/单车  | 视配置约 800-1000 元/套 | 1200 元/套      |

数据来源：汽车之家，中国知网，东吴证券研究所

我们对国内乘用车车灯市场的行业空间进行了测算，国内乘用车车灯市场规模将从 2024 年的 919 亿元持续增长至 2028 年的 1402 亿元。

图64：车灯产品的持续升级带动市场空间不断增长

|                    | 2021A   | 2022A   | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 中国狭义乘用车批发销量（万辆）    | 2107.36 | 2314.46 | 2556.42 | 2719.38 | 2909.74 | 2822.44 | 2907.12 | 2994.33 |
| yoy                |         | 9.83%   | 10.45%  | 6.37%   | 7.00%   | -3.00%  | 3.00%   | 3.00%   |
| 前照灯-卤素灯渗透率         | 15.00%  | 13.00%  | 11.00%  | 10.56%  | 10.50%  | 8.00%   | 8.00%   | 8.00%   |
| 前照灯-氙气灯渗透率         | 10.00%  | 8.00%   | 6.00%   | 4.00%   | 3.00%   | 2.00%   | 2.00%   | 2.00%   |
| 前照灯-LED灯渗透率        | 70.00%  | 72.00%  | 74.00%  | 72.00%  | 68.00%  | 64.00%  | 57.00%  | 46.00%  |
| 前照灯-ADB渗透率         | 5.00%   | 7.00%   | 9.00%   | 13.00%  | 17.00%  | 23.00%  | 27.00%  | 33.00%  |
| 前照灯-HD ADB渗透率      | 0.00%   | 0.00%   | 0.00%   | 0.00%   | 0.50%   | 1.00%   | 3.00%   | 7.00%   |
| 前照灯-DLP渗透率         | 0.00%   | 0.00%   | 0.00%   | 0.44%   | 1.00%   | 2.00%   | 3.00%   | 4.00%   |
| 前照灯-卤素灯单价（元/只）     | 225     | 225     | 225     | 225     | 225     | 225     | 225     | 225     |
| 前照灯-氙气灯单价（元/只）     | 450     | 450     | 450     | 450     | 450     | 450     | 450     | 450     |
| 前照灯-LED灯单价（元/只）    | 800     | 800     | 800     | 800     | 800     | 800     | 800     | 800     |
| 前照灯-ADB单价（元/只）     | 2000    | 2000    | 2000    | 2000    | 2000    | 2000    | 2000    | 2000    |
| 前照灯-HD ADB单价（元/只）  |         |         |         |         | 3500    | 3325    | 3159    | 3001    |
| 前照灯-DLP单价（元/只）     |         |         |         | 7000    | 6790    | 6586    | 6389    | 6197    |
| 中国乘用车前照灯市场空间（亿元）   | 311.36  | 361.64  | 421.17  | 494.14  | 585.74  | 657.05  | 761.33  | 906.05  |
| 后组合灯-卤素灯渗透率        | 13.00%  | 11.50%  | 10.00%  | 8.50%   | 7.00%   | 5.50%   | 5.00%   | 4.50%   |
| 后组合灯-LED灯渗透率       | 85.00%  | 86.00%  | 87.00%  | 88.00%  | 89.00%  | 90.00%  | 90.00%  | 90.00%  |
| 后组合灯-OLED灯渗透率      | 2.00%   | 2.50%   | 3.00%   | 3.50%   | 4.00%   | 4.50%   | 5.00%   | 5.50%   |
| 后组合灯-卤素灯单价（元/套）    | 450     | 450     | 450     | 450     | 450     | 450     | 450     | 450     |
| 后组合灯-LED灯单价（元/套）   | 1000    | 1000    | 1000    | 1000    | 1000    | 1000    | 1000    | 1000    |
| 后组合灯-OLED灯单价（元/套）  | 2200    | 2200    | 2200    | 2200    | 2200    | 2200    | 2200    | 2200    |
| 中国乘用车后组合灯市场空间（亿元）  | 200.73  | 223.75  | 250.78  | 270.65  | 293.74  | 288.95  | 300.16  | 311.78  |
| 小灯-内饰氛围灯渗透率        | 10.00%  | 11.00%  | 12.00%  | 13.00%  | 14.00%  | 15.00%  | 16.00%  | 17.00%  |
| 小灯-外饰氛围灯渗透率        | 1.00%   | 1.00%   | 1.00%   | 2.00%   | 3.00%   | 4.00%   | 5.00%   | 6.00%   |
| 小灯-内饰氛围灯单车价值量（元/套） | 400     | 400     | 400     | 400     | 400     | 400     | 400     | 400     |
| 小灯-外饰氛围灯单车价值量（元/套） | 800     | 800     | 800     | 800     | 800     | 800     | 800     | 800     |
| 小灯-传统小灯单车价值量（元/套）  | 500     | 500     | 500     | 500     | 500     | 500     | 500     | 500     |
| 中国乘用车小灯市场空间（亿元）    | 115.48  | 127.76  | 142.14  | 154.46  | 168.76  | 167.09  | 175.59  | 184.45  |
| 中国乘用车车灯市场空间（亿元）    | 627.57  | 713.14  | 814.09  | 919.25  | 1048.25 | 1113.09 | 1237.08 | 1402.28 |
| yoy                |         | 13.64%  | 14.16%  | 12.92%  | 14.03%  | 6.19%   | 11.14%  | 13.35%  |

数据来源：乘联会，公司公告，东吴证券研究所

## 5.2. 高壁垒塑造车灯优秀竞争格局，份额有望继续向头部集中

车灯行业的进入壁垒主要包括客户资源壁垒、技术壁垒、成本壁垒以及质量认证壁垒。车灯作为汽车中与安全相关的重要零部件，有着较高的行业进入壁垒，主要包括客户资源壁垒、技术壁垒、成本壁垒和质量认证壁垒。

车灯产品同时为安全件、外观件、功能件和独供件，所以要求极高。

表8：车灯产品的升级路径梳理

| 类型     | 难点                | 具体内容                                                                                          |
|--------|-------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
| 客户资源壁垒 | 供应商替换成本高，先发优势较大   | 车灯厂与整车厂合作较为密切，由于车灯产品对整车安全有着直接影响，且车灯产品需持续更新，所以主机厂通常选择和固定的车灯供应商合作，车灯供应商替换成本较高，因此原有供应商有着较大的先发优势。 |
| 技术壁垒   | 车灯技术要求高           | 车灯制造对产品性能、质量可靠性等要求较高，汽车灯具制造需要运用跨学科（材料学、光学、电子学、机械工程等）的知识和技术，这些知识和技术的掌握通常需要一个长期积累的过程。           |
| 成本壁垒   | 充分竞争，新进入者短期难有成本优势 | 车灯行业需要大量前期投资，在产品形成销售收入之前需购置生产设备、进行产品研发设计、模具开发和工装开发，新进入者难以在短期形成较大规模，摊低成本。                      |
| 质量认证壁垒 | 须通过车规认证和主机厂供应商评审  | 新进入者需要通过车规级要求和主机厂自身的严格评审。                                                                     |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

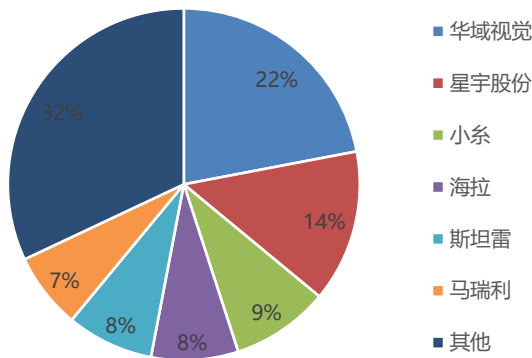
国内车灯行业当前呈现“双龙头”格局，行业集中度较高。

2018年华域收购上海小糸并更名华域视觉，成为国内车灯市场龙头，彼时市场呈现“一超多强”的格局。2020-2024年星宇收入持续增长，2020年超越小糸中国区，2024年赶超华域视觉，国内车灯行业逐步呈现出“双龙头”的新格局。

市场集中度方面，2021年中国车灯市场CR3为45%，CR5为61%，市场份额集中于头部企业，其余国内车灯企业整体规模与头部的车灯厂存在差距。

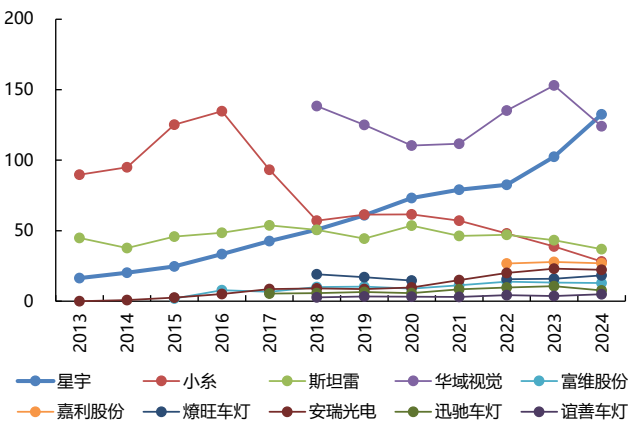
车灯领域的技术升级趋势将进一步使市场份额向头部企业集中。以智能化升级为例，ADB、HD ADB、DLP等技术对车灯企业的技术研发和资金实力提出了更高的要求，中小型车灯企业在行业变革中或将逐渐落后，我们判断车灯市场份额将进一步向头部企业集中。

图65：2021 年中国车灯市场竞争格局



数据来源：Marklines，东吴证券研究所

图66：国内车灯市场主要企业营收变化情况（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：小系、斯坦雷营收原始数据为日元，按照历史汇率折算为人民币。

我们对国内市场各个车灯玩家当前的情况进行了梳理对比，星宇在营收规模、盈利能力、扩张意愿、高附加值车灯研发等维度均处于国内车灯行业的领先位置。

图67：国内车灯行业玩家对比

|              | 星宇股份                                                 | 华域视觉                             | 小系                                                  | 法雷奥                                                                                          | 斯坦雷                                                 | 海拉                                                                             | 嘉利股份                                               | 燎旺车灯                                |
|--------------|------------------------------------------------------|----------------------------------|-----------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------|-------------------------------------|
| 营收规模（亿元）     | 132.53亿元（2024年）                                      | 124.00亿元（2024年）                  | 9167亿日元，折合人民币443亿元（FY2024）                          | 照明事业部（车灯+雨刮）营收55.54亿欧元，折合人民币418亿元（2024年）                                                     | 5096亿日元，折合人民币246亿元（FY2024）                          | 车灯营收39.95亿欧元，折合人民币301亿元（2024年）                                                 | 26.80亿元（2024年）                                     | 18.22亿元（2024年）                      |
| 中国市场营销规模（亿元） | 国内收入占比95%以上（2024年）                                   | 预计华域视觉营收主要来自于国内市场                | 583亿日元，折合人民币28亿元（FY2024）                            | 车灯业务营收35亿元（2021年）                                                                            | 762亿日元，折合人民币37亿元（FY2024）                            | -                                                                              | 嘉利股份营收主要来自于国内市场                                    | 燎旺车灯营收主要来自于国内市场                     |
| 盈利水平         | 毛利率：19.28%；<br>营业利润率：12.03%；<br>归母净利润率：10.63%（2024年） | 2016年归母净利润率约为4%                  | 毛利率：10.55%；<br>营业利润率：4.90%；<br>归母净利润率：5.04%（FY2024） | EBITDA MARGIN 13.18%（2024年）                                                                  | 毛利率：20.74%；<br>营业利润率：9.62%；<br>归母净利润率：6.29%（FY2024） | 毛利率：15.72%；<br>营业利润率：3.15%（2024年）                                              | 毛利率：15.59%；<br>营业利润率：3.02%；<br>归母净利润率：3.28%（2024年） | 营业利润率：3.46%；<br>归母净利润率：3.46%（2024年） |
| 中国市场盈利水平     | 同上                                                   | 同上                               | 营业利润率-1.90%（FY2024）                                 | -                                                                                            | 营业利润率9.51%（FY2024）                                  | -                                                                              | 同上                                                 | 同上                                  |
| 中国市场扩张情况     | 稳步持续扩张                                               | 保持扩张，目前正建设常熟基地，投资额30亿元，规划产值达70亿元 | 目前正在缩减产能                                            | 继续扩张，在武汉第二工厂新建产线，研发生产新能源汽车高端车灯产品                                                             | 基本稳定，稍有收缩                                           | 基本稳定，小幅扩张：合资公司海纳川海拉（三河）计划新投资年产20万套智能车灯的扩产项目以及新建尾灯扩产项目，富维海拉在2024年也实现了天津新工厂的建成投产 | 持续扩张                                               | 持续扩张，2024年投资5.8亿元建设苏州车灯工厂           |
| 智能化车灯研发进度    | 2023年实现DLP的量产，持续迭代基于MicroLED及相关控制技术的智能前照灯。           | 2021年在高合HiPhi X和智己L7上实现DLP量产。    | CES 2025上展示了矩阵LED系统，采用16000个超小型LED，可精确控制照明，包括调光或遮光。 | 2025年法雷奥宣布与光峰科技达成合作，双方将共同推出集成光峰科技ALL-in-ONE全能彩色激光大灯的新一代汽车前照灯解决方案，可实现自适应远光灯（ADB）、路面投影及车载影院功能。 | 2015年首次在Mazda CX-5上搭载ADB大灯。                         | 2023年海拉与保时捷合作推出全球首款基于矩阵LED技术的高分辨率前照灯系统SSL HD，每个前照灯都有超过32000个可单独控制的像素。          | 公司目前已掌握ADB自适应远光灯、车灯投影、智能氛围灯等行业前沿技术。                | 目前已具备ADB大灯、HD/DLP投影大灯、激光大灯等前沿产品的技术  |

数据来源：公司公告，公司官网，Marklines，东吴证券研究所

### 5.3. 深度绑定头部优质客户，享受客户发展红利

目前公司深度配套华为智选、奇瑞、理想、蔚来、吉利、北美电动车企等新能源/新势力头部客户，绑定头部客户使得公司后续持续受益于乘用车行业格局向头部集中。

图68：国内主要车灯企业与主机厂的配套关系梳理

|           | 星宇股份 | 华域视觉 | 小糸 | 法雷奥 | 马瑞利 | 斯坦雷 | 海拉 | 嘉利股份 | 燎旺车灯 | 弗迪视觉 | 安瑞光电 | 金业车灯 | 领为视觉 | 迅驰车灯 | 曼德电子 | 常诚车灯 |
|-----------|------|------|----|-----|-----|-----|----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 自主品牌      |      |      |    |     |     |     |    |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| 比亚迪       |      |      |    |     |     |     |    | √    |      | √    |      |      |      |      |      |      |
| 奇瑞汽车      | √    |      |    |     |     |     | √  | √    |      |      | √    |      |      |      | √    |      |
| 吉利汽车      | √    | √    |    | √   | √   |     | √  |      |      |      |      | √    | √    | √    |      |      |
| 上汽乘用车     |      | √    |    |     |     |     |    |      |      |      |      |      |      | √    | √    |      |
| 广汽乘用车     |      | √    |    |     | √   |     |    | √    |      |      |      |      |      |      |      |      |
| 长安汽车      |      | √    |    | √   | √   |     |    |      | √    |      | √    |      |      |      |      |      |
| 长城汽车      |      |      |    |     |     |     | √  |      |      |      |      |      |      |      | √    |      |
| 一汽红旗      | √    |      |    |     |     |     |    |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| 合资品牌      |      |      |    |     |     |     |    |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| 一汽大众      | √    | √    |    | √   | √   |     | √  |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| 上汽大众      | √    | √    |    |     |     |     | √  |      |      |      | √    |      |      |      |      |      |
| 一汽丰田      | √    |      | √  |     |     |     |    |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| 广汽丰田      | √    |      | √  |     |     |     |    |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| 广汽本田      | √    |      | √  |     |     | √   |    |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| 东风本田      | √    |      | √  | √   |     | √   |    |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| 东风日产      | √    |      | √  |     |     | √   |    |      |      |      |      |      |      | √    |      |      |
| 上汽通用      |      | √    |    | √   |     |     |    |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| 上汽五菱      |      |      |    |     |     |     |    |      | √    |      |      |      |      |      |      |      |
| 华晨宝马      | √    |      |    |     | √   |     | √  |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| 北京奔驰      | √    |      |    |     |     |     | √  |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| 新能源/新势力品牌 |      |      |    |     |     |     |    |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| 赛力斯       | √    |      |    |     |     |     |    |      | √    |      |      |      |      |      |      |      |
| 蔚来汽车      | √    |      |    |     | √   |     |    |      |      |      |      |      |      | √    |      | √    |
| 理想汽车      | √    |      |    |     |     |     | √  |      |      |      | √    |      |      |      |      | √    |
| 小鹏汽车      | √    | √    | √  |     |     |     | √  |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| 小米汽车      | √    | √    |    | √   |     |     |    |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| 特斯拉       | √    |      |    | √   | √   |     | √  |      |      |      |      |      |      |      |      |      |

数据来源：公司公告，公司官网，Marklines，东吴证券研究所

注：以上配套关系为不完全梳理；标红的表示主机厂与车灯厂之间存在合资合作关系。

## 6. 盈利预测与投资建议

**营业收入预测：**受益于车灯的持续升级，ADB/DLP/HD ADB 车灯渗透率不断提升，叠加公司持续开拓新客户/新项目，公司车灯业务的收入将保持稳定增长，我们预计公司车灯业务收入 2025-2027 分别为 153.23 亿元、184.59 亿元和 218.45 亿元。整体来看，我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 163.05 亿元、197.08 亿元和 235.19 亿元，同比增速分别为 23.03%、20.87%、19.33%。

**毛利率预测：**预计随着车灯产品持续升级，公司产品结构优化叠加公司持续推进降本增效措施，公司车灯业务毛利率水平将稳中有升，2025-2027 年分别为 20.37%、20.82%、21.03%。整体来看，我们预计公司 2025-2027 年毛利率分别为 19.77%、20.24%、20.51%。

图69：公司收入拆分及预测

|       |            | 2022A   | 2023A    | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|-------|------------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 车灯    | 销售收入 (百万元) | 7518.12 | 9598.91  | 12454.19 | 15323.41 | 18458.68 | 21845.41 |
|       | YOY        | 6.67%   | 27.68%   | 29.75%   | 23.04%   | 20.46%   | 18.35%   |
|       | 销售成本 (百万元) | 5837.87 | 7507.74  | 9972.23  | 12201.36 | 14616.47 | 17252.02 |
|       | 毛利率        | 22.35%  | 21.79%   | 19.93%   | 20.37%   | 20.82%   | 21.03%   |
| 控制器   | 销售收入 (百万元) | 10.88   | 34.95    | 67.18    | 134.36   | 268.72   | 537.44   |
|       | YOY        | -56.93% | 221.23%  | 92.22%   | 100.00%  | 100.00%  | 100.00%  |
|       | 销售成本 (百万元) | 10.49   | 25.21    | 49.59    | 99.02    | 198.05   | 396.09   |
|       | 毛利率        | 3.59%   | 27.86%   | 26.18%   | 26.30%   | 26.30%   | 26.30%   |
| 三角警示牌 | 销售收入 (百万元) | 17.26   | 16.97    | 15.31    | 16.08    | 16.88    | 17.72    |
|       | YOY        | 12.52%  | -1.68%   | -9.78%   | 5.00%    | 5.00%    | 5.00%    |
|       | 销售成本 (百万元) | 16.92   | 16.12    | 14.75    | 15.48    | 16.25    | 17.07    |
|       | 毛利率        | 1.97%   | 4.99%    | 3.66%    | 3.70%    | 3.70%    | 3.70%    |
| 其他业务  | 销售收入 (百万元) | 701.73  | 597.61   | 716.25   | 830.85   | 963.79   | 1117.99  |
|       | YOY        | -14.50% | -14.84%  | 19.85%   | 16.00%   | 16.00%   | 16.00%   |
|       | 销售成本 (百万元) | 521.62  | 528.32   | 660.69   | 766.04   | 888.61   | 1030.79  |
|       | 毛利率        | 25.67%  | 11.59%   | 7.76%    | 7.80%    | 7.80%    | 7.80%    |
| 合计    | 销售收入 (百万元) | 8247.99 | 10248.44 | 13252.93 | 16304.69 | 19708.07 | 23518.56 |
|       | YOY        | 4.28%   | 24.25%   | 29.32%   | 23.03%   | 20.87%   | 19.33%   |
|       | 销售成本 (百万元) | 6386.90 | 8077.40  | 10697.26 | 13081.91 | 15719.38 | 18695.97 |
|       | 毛利率        | 22.56%  | 21.18%   | 19.28%   | 19.77%   | 20.24%   | 20.51%   |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们基本维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 17.59 亿元、21.99 亿元、26.98 亿元的预测，对应的 EPS 分别为 6.16 元、7.70 元、9.44 元，2025-2027 年市盈率分别为 19.75 倍、15.80 倍、12.88 倍。我们选取同属于汽车电子相关的德赛西威和科博达为可比公司，可比公司 2025 年平均 PE 为 21.22 倍。公司作为自主车灯龙头企业，深度绑定下游头部优质客户，充分享受车灯行业智能化升级红利，市占率水平持续提升。因此，维持公司“买入”评级。

图70：可比公司估值表（数据截至 2025/08/11）

| 公司简称 | 证券代码   | 股价 (元) | 总市值 (亿元) | 归母净利润 (亿元) |       |       | PE    |       |       |
|------|--------|--------|----------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |        |        |          | 2024A      | 2025E | 2026E | 2024A | 2025E | 2026E |
| 德赛西威 | 002920 | 106.02 | 588.36   | 20.05      | 27.56 | 36.70 | 29.34 | 21.35 | 16.03 |
| 科博达  | 603786 | 52.60  | 212.43   | 7.72       | 10.07 | 12.75 | 27.52 | 21.10 | 16.66 |
| 平均值  |        |        |          |            |       |       | 28.43 | 21.22 | 16.35 |
| 星宇股份 | 601799 | 121.58 | 347.33   | 14.08      | 17.59 | 21.99 | 24.66 | 19.75 | 15.80 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：德赛西威盈利预测来自东吴证券研究所，科博达盈利预测来自 Wind 一致预测。

## 7. 风险提示

**乘用车行业销量不及预期。**公司营收直接来源于下游车企客户，若国内乘用车行业的销量不及预期，将会对公司的营业收入和盈利能力产生不利影响。

**车灯技术迭代升级不及预期。**车灯当前正从传统车灯向智能车灯持续升级，车灯的升级将带来车灯的单车价值量的显著提升。若 ADB/HD ABD/DLP 等智能车灯渗透率的提升速度不及预期，将对公司营收和利润的增长产生不利影响。

**新客户及新项目开拓不及预期。**公司的持续成长来自于新客户和新项目的持续开拓，若公司新客户的开拓进度不及预期或新项目配套的车型销量不及预期，则将对公司营业收入和净利润的持续增长产生不利影响。

**车灯行业竞争加剧。**如果车灯行业竞争加剧，行业格局恶化，则将对公司的营收增长和盈利能力造成不利影响。

星宇股份三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)      |               |               |               |               | 利润表 (百万元)       |               |               |               |               |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                  | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |                 | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
| <b>流动资产</b>      | <b>11,957</b> | <b>14,270</b> | <b>16,812</b> | <b>20,183</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>13,253</b> | <b>16,305</b> | <b>19,708</b> | <b>23,519</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 3,146         | 3,567         | 3,920         | 4,883         | 营业成本(含金融类)      | 10,697        | 13,082        | 15,719        | 18,696        |
| 经营性应收款项          | 6,151         | 7,258         | 8,878         | 10,460        | 税金及附加           | 63            | 82            | 99            | 118           |
| 存货               | 2,629         | 3,412         | 3,982         | 4,806         | 销售费用            | 56            | 73            | 89            | 94            |
| 合同资产             | 0             | 0             | 0             | 0             | 管理费用            | 304           | 375           | 443           | 517           |
| 其他流动资产           | 31            | 33            | 32            | 34            | 研发费用            | 655           | 807           | 966           | 1,129         |
| <b>非流动资产</b>     | <b>4,987</b>  | <b>5,562</b>  | <b>5,981</b>  | <b>6,292</b>  | 财务费用            | 11            | 8             | 10            | 9             |
| 长期股权投资           | 0             | 0             | 0             | 0             | 加:其他收益          | 176           | 150           | 150           | 150           |
| 固定资产及使用权资产       | 3,568         | 4,102         | 4,502         | 4,809         | 投资净收益           | 1             | 2             | 2             | 2             |
| 在建工程             | 375           | 439           | 480           | 507           | 公允价值变动          | 46            | 50            | 50            | 50            |
| 无形资产             | 436           | 415           | 392           | 368           | 减值损失            | (83)          | (80)          | (87)          | (95)          |
| 商誉               | 0             | 0             | 0             | 0             | 资产处置收益          | (12)          | (10)          | (11)          | (12)          |
| 长期待摊费用           | 118           | 118           | 118           | 118           | <b>营业利润</b>     | <b>1,594</b>  | <b>1,990</b>  | <b>2,486</b>  | <b>3,050</b>  |
| 其他非流动资产          | 490           | 489           | 489           | 489           | 营业外净收支          | (2)           | (2)           | (2)           | (2)           |
| <b>资产总计</b>      | <b>16,944</b> | <b>19,832</b> | <b>22,793</b> | <b>26,474</b> | <b>利润总额</b>     | <b>1,592</b>  | <b>1,988</b>  | <b>2,484</b>  | <b>3,048</b>  |
| <b>流动负债</b>      | <b>6,081</b>  | <b>7,623</b>  | <b>9,024</b>  | <b>10,794</b> | 减:所得税           | 184           | 229           | 286           | 351           |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 17            | 14            | 14            | 14            | <b>净利润</b>      | <b>1,408</b>  | <b>1,759</b>  | <b>2,199</b>  | <b>2,698</b>  |
| 经营性应付款项          | 5,724         | 7,138         | 8,494         | 10,152        | 减:少数股东损益        | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 合同负债             | 3             | 8             | 7             | 10            | <b>归属母公司净利润</b> | <b>1,408</b>  | <b>1,759</b>  | <b>2,199</b>  | <b>2,698</b>  |
| 其他流动负债           | 337           | 463           | 509           | 618           | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 4.93          | 6.16          | 7.70          | 9.44          |
| 非流动负债            | 686           | 687           | 687           | 687           | EBIT            | 1,570         | 1,996         | 2,494         | 3,058         |
| 长期借款             | 0             | 0             | 0             | 0             | EBITDA          | 2,130         | 2,649         | 3,255         | 3,927         |
| 应付债券             | 0             | 0             | 0             | 0             | 毛利率(%)          | 19.28         | 19.77         | 20.24         | 20.51         |
| 租赁负债             | 11            | 11            | 11            | 11            | 归母净利率(%)        | 10.63         | 10.79         | 11.16         | 11.47         |
| 其他非流动负债          | 675           | 676           | 676           | 676           | 收入增长率(%)        | 29.32         | 23.03         | 20.87         | 19.33         |
| <b>负债合计</b>      | <b>6,767</b>  | <b>8,309</b>  | <b>9,711</b>  | <b>11,480</b> | 归母净利润增长率(%)     | 27.78         | 24.91         | 25.00         | 22.69         |
| 归属母公司股东权益        | 10,177        | 11,523        | 13,083        | 14,994        |                 |               |               |               |               |
| 少数股东权益           | 0             | 0             | 0             | 0             |                 |               |               |               |               |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>10,177</b> | <b>11,523</b> | <b>13,083</b> | <b>14,994</b> |                 |               |               |               |               |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>16,944</b> | <b>19,832</b> | <b>22,793</b> | <b>26,474</b> |                 |               |               |               |               |

| 现金流量表 (百万元) |         |         |         |         | 重要财务与估值指标       |       |       |       |       |
|-------------|---------|---------|---------|---------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |                 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 经营活动现金流     | 909     | 2,070   | 2,160   | 2,922   | 每股净资产(元)        | 35.62 | 40.33 | 45.80 | 52.48 |
| 投资活动现金流     | (600)   | (1,239) | (1,191) | (1,192) | 最新发行在外股份 (百万股)  | 286   | 286   | 286   | 286   |
| 筹资活动现金流     | (372)   | (481)   | (666)   | (817)   | ROIC(%)         | 14.33 | 16.24 | 17.91 | 19.24 |
| 现金净增加额      | (90)    | 371     | 303     | 913     | ROE-摊薄(%)       | 13.84 | 15.27 | 16.81 | 17.99 |
| 折旧和摊销       | 561     | 653     | 761     | 870     | 资产负债率(%)        | 39.94 | 41.90 | 42.60 | 43.36 |
| 资本开支        | (666)   | (1,242) | (1,193) | (1,194) | P/E (现价&最新股本摊薄) | 24.66 | 19.75 | 15.80 | 12.88 |
| 营运资本变动      | (1,135) | (402)   | (848)   | (703)   | P/B (现价)        | 3.41  | 3.01  | 2.65  | 2.32  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>