

证券研究报告—动态报告

汽车汽配

汽车零部件 II

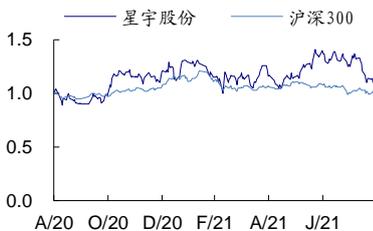
星宇股份(601799)
买入

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 29 日

一年该股与沪深 300 走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	286/286
总市值/流通(百万元)	53,342/53,342
上证综指/深圳成指	3,522/14,437
12 个月最高/最低(元)	235.52/145.45

相关研究报告:

《星宇股份-601799-2020 年报暨 2021 一季报点评: 符合预期, 新订单、新产能、新技术持续突破》——2021-04-28

《星宇股份-601799-2020 年业绩快报点评: 业绩超预期, 盈利能力持续提升》——2021-03-10

《星宇股份-601799-2020 年三季报点评: 业绩超预期, 毛利率亮眼》——2020-10-31

《星宇股份-601799-星宇股份系列点评之三十四: 可转债正式发行, 打造垂直一体化长期优势》——2020-10-21

《星宇股份-601799-2020 年中报点评: 业绩符合预期, 毛利率改善显著》——2020-08-18

证券分析师: 唐旭霞

电话: 0755-81981814

E-MAIL: tangxx@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519080002

证券分析师: 戴仕远

电话:

E-MAIL: daishiyuan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521060004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩超预期, 像素式前照灯研发成功

● 2021 年 Q2 营收+25%、归母净利润+23%, 业绩超预期

公司 2021 H1 年实现营收 39.51 亿元, 同比+37% (同期国内乘用车产量同比+27%), 归母净利润 5.7 亿元, 同比+46%。拆单季度看, 公司 2021 年 Q2 实现营收 20.41 亿元, 同比+26% (同期乘用车产量同比-3.6%), 归母净利润 2.84 亿元, 同比+23%, 环比基本持平。在今年 Q2 缺芯及原材料涨价的背景下, 星宇业绩保持高速增长, 表现亮眼。

● Q2 毛利率略有承压, 费用管控到位、研发投入持续提升

公司 2021 年 H1 毛利率为 25.80%, 同比+0.87pct, 净利率为 14.41%, 同比+0.82pct。2021Q2 毛利率为 25.40%, 同比-1.98pct, 净利率为 13.92%, 同比-0.37pct。2021Q2 四费率为 9.50%, 同比-0.11pct; Q2 研发投入为 0.89 亿元, 同比+16.9%, 研发投入持续提升。

● 2021 年 Q2 营收增速超行业 30pct, 红旗、奇瑞增速领跑

2021Q2 国内乘用车产量下滑 3.6%, 销量下滑 1.3%, 星宇 21Q2 营收增速 26%, 保持高增 (核心存量客户一汽大众-18%, 一汽丰田-10%, 红旗+67%, 上海大众&上汽自主-18%、广汽乘用车+35%、奇瑞+75%、广丰&广本-1%), 红旗、奇瑞增速领跑。

● 2021 年 H1 新订单、新产能、新技术持续突破

2021 年上半年, 公司承接 27 个车型的车灯开发项目、批产新车型 31 个, 像素式前照灯研发成功, 佛山工厂+常州智能产业园+海外有序扩张, 新订单、新产能、新技术为公司未来发展提供了强有力的保障。

● 风险提示: 原材料价格波动风险、芯片紧缺导致下游排产风险。
● 投资建议: 长期具备全球车灯龙头潜力, 维持买入评级

当前星宇和日系合作愉快 (获得丰田全球区域贡献奖、广丰供应商研发、质量多项大奖), 海外建设符合预期, ADB 持续渗透, 2021-2022 年有望实现车型订单+海外工厂+ADB 产品释放的带来的业绩共振。业绩超预期, 维持盈利预测, 预期 21/22/23 年利润 15.1/19.2/23.9 亿, 对应 PE 分别 34/27/22x, 更新一年期 (对应 2022 年) 目标估值区间 244-279 元, 长期具备全球车灯龙头潜力, 维持买入评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,323	9,334	11,638	14,292
(+/-%)	20.2%	27.5%	24.7%	22.8%
净利润(百万元)	1160	1513	1923	2390
(+/-%)	46.8%	30.5%	27.1%	24.3%
摊薄每股收益(元)	4.20	5.48	6.96	8.66
EBIT Margin	21.9%	18.5%	19.2%	19.3%
净资产收益率(ROE)	19.6%	21.2%	22.2%	22.6%
市盈率(PE)	44.5	34.1	26.8	21.6
EV/EBITDA	31.8	29.3	23.4	19.6
市净率(PB)	8.71	7.23	5.95	4.87

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2021年Q2营收+25%、归母净利润+23%，业绩超预期。公司2021年H1年实现营收39.51亿元，同比增加37%（2021年H1国内乘用车产量同比+27%），归母净利润5.7亿元，同比增加46%，扣非归母净利润5.21亿元，同比增加47%。**拆单季度看**，公司2021年Q2实现营收20.41亿元，同比增加26%，环比增加7%（2021Q2国内乘用车产量同比-3.6%），Q2营收端超预期；归母净利润2.84亿元，同比增加23%，环比基本持平。在今年Q2缺芯及原材料涨价的背景下，星宇业绩保持高速增长，表现亮眼。

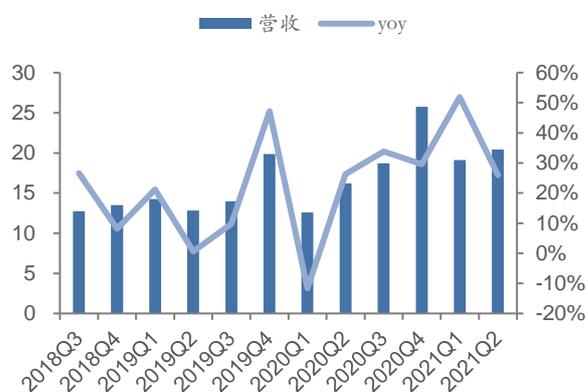
由于车灯行业仍处于产品升级阶段，车灯行业整体景气度较好，此外，公司进一步深化与国内外大型整车厂的合作，新客户和新车型持续排产，业务规模进一步扩大；同时公司进一步加强了成本费用管理，提升了资源配置效率，公司营业收入和利润获得增长。

图 1：公司营业收入及增速



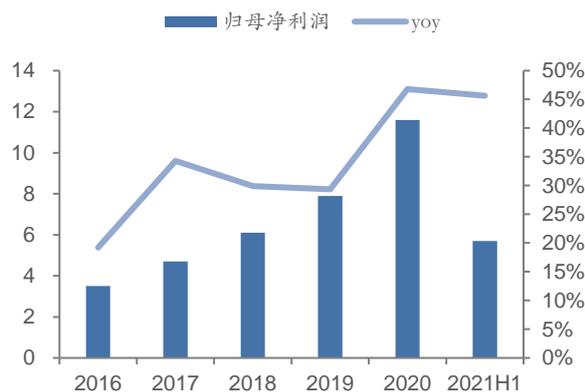
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及增速



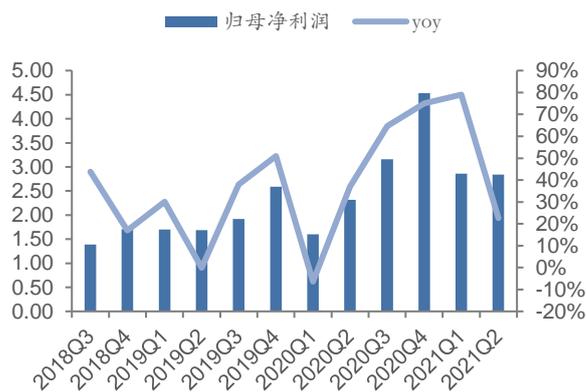
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：公司净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

Q2 毛利率略有承压，费用管控到位、研发投入持续提升。公司2021年H1毛利率为25.80%，同比上升0.87pct，净利率为14.41%，同比上升0.82pct。拆单季度看，2021Q2毛利率为25.40%，同比下降1.98pct，净利率为13.92%，同比下降0.37pct。公司利润率超预期的原因有1）产品结构改善（或为小灯占比降低、LED和高附加值大灯提升）；2）核心材料自制率提升；3）成本费用管控加强。

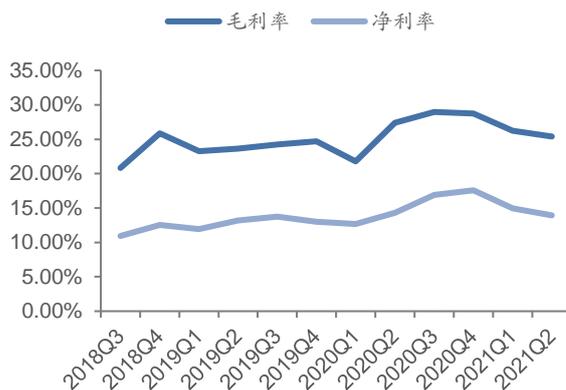
费用率方面，2021年H1公司四费率为9.61%，同比上升0.13pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为2.40/2.49/4.17/0.55%，同比变动+0.21/-0.41/-0.49/+0.83pct。折单季度看，2021Q2四费率为9.50%，同比减少0.11pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为2.31/2.17/4.38/0.63%，同比变动-0.09/-0.64/-0.34/+0.96pct。公司2021年H1研发投入1.65亿元（同比+22.7%），Q2研发投入为0.89亿元（同比提升16.9%），研发投入持续提升。

图 5：公司毛利率和净利率



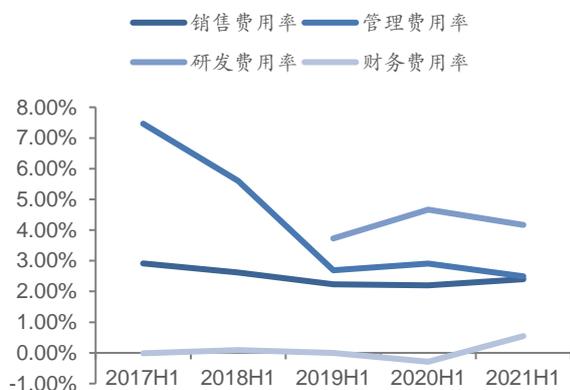
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：公司单季度毛利率和净利率



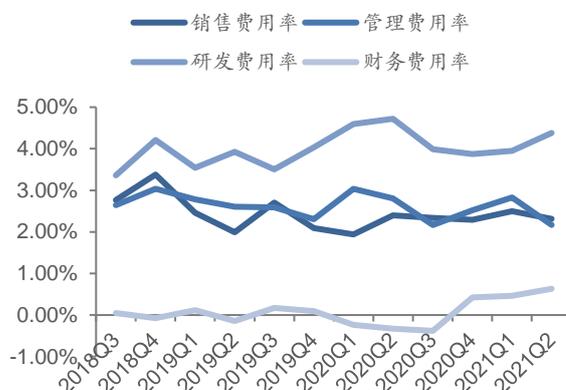
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7：四项费用率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8：单季度四项费用率变化情况



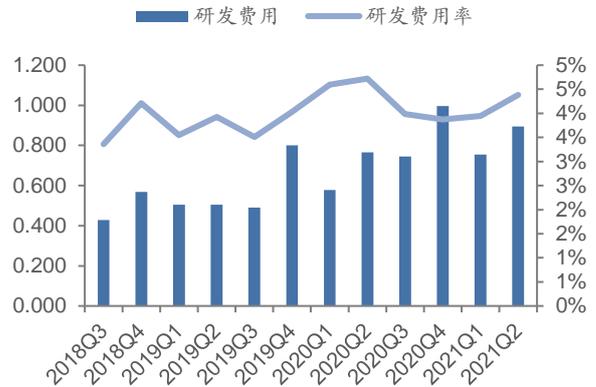
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7：研发费用（亿元）及费用率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

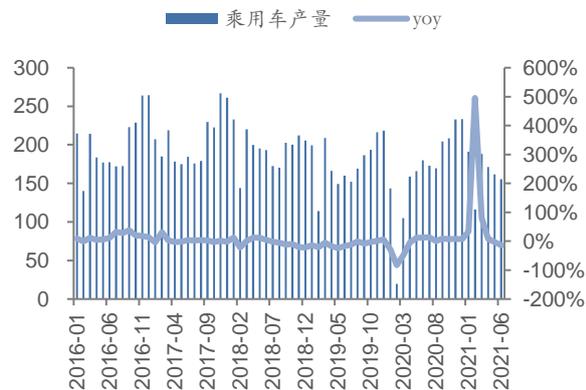
图 8：单季度研发费用（亿元）及费用率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

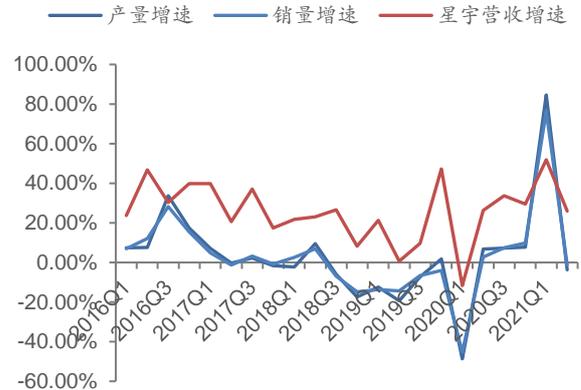
2021Q2 公司营收增速超越行业增速 30pct，红旗、奇瑞增速领跑。2021Q2 国内乘用车产量下滑 3.6%，销量下滑 1.3%，星宇 21Q2 营收增速 26%，保持高增。我们根据星宇存量客户 2021Q2 销量加权增速测算存量端增速为 16%（一汽大众-18%，一汽丰田-10%，红旗+67%，上海大众&上汽自主-18%，广汽乘用车+35%、奇瑞+75%、广丰&广本-1%），红旗、奇瑞增速领跑，持续贡献。

图 7：2016-2021Q2 乘用车月度产量同比



资料来源：中汽协、国信证券经济研究所整理

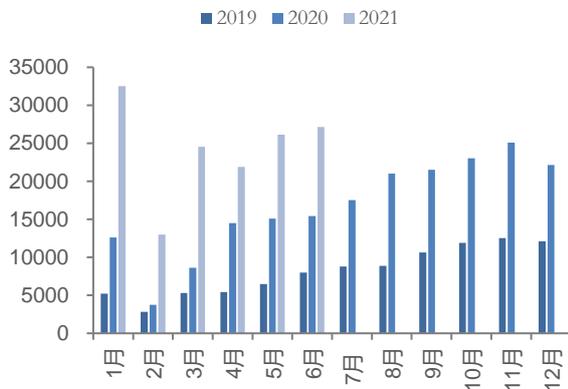
图 8：分季度星宇营收增速、乘用车产销增速比较



资料来源：公司公告、中汽协、国信证券经济研究所整理

一汽红旗 2021 年 H1 销量翻倍，下半年有望继续维持。一汽红旗是星宇长年深度合作的核心客户，旗下大部分车型的大部分车灯均由星宇长期配套，2018 年，红旗品牌销量首次突破 3 万辆大关，2019 年，主销款 SUV 车型红旗 HS5 上市，红旗品牌全年销量 2019 年突破 10 万辆，2020 年，红旗品牌基本达到其目标销量 20 万辆，销量同比+98%，2021 年红旗目标销量 40 万辆（H1 销量为 14.5 万，同比增长 107%）。

图 7：红旗品牌 2019-2021Q1 单月销量及同比增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8：红旗品牌谱系及上市时间轴



资料来源：车评网、国信证券经济研究所整理

2020年8月，红旗新车型H9上市，也成为了星宇ADB车灯量产的首款车型。星宇在红旗车型上配套产品较为全面，产品设计较为复杂，具备更高的附加值（单车均价或高于星宇其他配套车型），今年以来，红旗累计翻倍的销量增速更是对公司业绩产生直接促进，预计2020年全年红旗有望进入星宇前五大客户，2021年有望进一步提升比例。

图 7：红旗 H9 迎宾灯系统



资料来源：汽车之家、国信证券经济研究所整理

图 8：红旗 H9 外观



资料来源：汽车之家、国信证券经济研究所整理

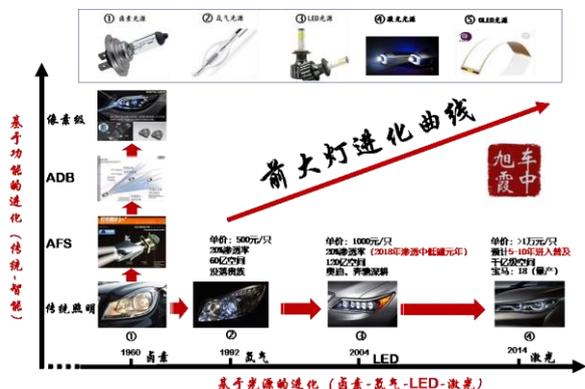
新订单——2021 H1 优质的新项目为公司未来发展提供了强有力的保障。2021年上半年，公司承接 27 个车型的车灯开发项目，批产新车型 31 个，优质的新项目为公司未来发展提供了强有力的保障。

新产品——2020 年公司前照灯 ADB 投影灯模组应用、OLED 技术在后组合灯获得应用，第二代大众语音交互式酷炫氛围灯、激光辅助远光灯量产，手势识别室内灯及像素级前灯模块研发成功。ADB 大灯相较于传统 LED 前大灯而言价值量有望翻倍提升（8 分区 ADB 单价通常在 1500-2000 元/只，普通 LED 大灯单价 800-1000 元/只），高附加值产品量产有望进一步提升 ASP。

2021 H1 像素式前照灯研发成功。目前成功开发了两种类型的像素式前照灯，一种是使用 DMD 为核心光学器件的成像智能前照灯，一种是使用 Micro LED 为光源的成像智能前照灯，该前照灯具有更简单的结构和更高的光学效率，成

功的解决了成像光学、电子驱动、热量管理等多种技术问题。

图 7：前大灯升级路线图



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8：红旗 H9 前大灯使用 ADB 大灯



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

新客户——日系客户合作顺利，新车型陆续量产。日系车企 2018 年起调整对华战略，未来三年或将开启在国内的车型和产能新周期，2018 年下半年以来公司紧抓机遇，在日系主机厂内拓展顺利。

表 1：星宇近年不断斩获各项大奖

时间	车企	奖项
2019 年 3 月 25 日	一汽丰田	一汽丰田最高奖项“2018 年度成本优秀奖”，同时荣获一汽丰田“2018 年度特殊贡献奖”。
2020 年 1 月 13 日	一汽红旗	“攻坚克难·旗志奖”
2020 年 1 月 14 日	一汽大众	连续五年获得年度最高奖项“卓越合作伙伴奖”
2020 年 1 月 14 日	一汽轿车	年度“研发协作奖”
2020 年 3 月 13 日	广汽丰田	“研究开发协力奖”、“品质优秀奖”
2020 年 6 月 12 日	丰田汽车	“区域贡献奖”
2021 年 3 月 24 日	广汽丰田	“品质优秀奖”、“原价优秀奖”
2021 年 3 月 31 日	奇瑞捷途	2020 年度最高荣誉“优秀供应商”奖

资料来源：星宇车灯公众号、国信证券经济研究所整理

2020 年 6 月星宇股份获丰田汽车颁发的“区域贡献奖”，2021 年 2 月获广汽丰田颁发的“品质优秀奖”、“原价优秀奖”。2020 年 6 月所获得的“区域贡献奖”是丰田汽车对在“质量、成本、遵守交货期”等各方面均作出卓越贡献的供应商的奖励，该奖项的获取标志着星宇的日系全球化合作更进一步。2021 年 3 月 24 日，星宇股份荣获广汽丰田 2020 年度“品质优秀奖”、“原价优秀奖”，星宇人通过技术开发、项目管理、质量管控、生产保障、成本改善等优势能力的进一步提升，获得了广汽丰田的高度评价和认可。2021 年 3 月 31 日，星宇股份荣获奇瑞捷途 2020 年度最高荣誉“优秀供应商”奖。凭借着优质的产品和服务，星宇人通过自身的不懈努力，持续获得客户的青睐和认可。

图 7：丰田全球“区域贡献奖”



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8：星宇获广汽丰田“品质优秀奖”、“原价优良奖”



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

新产能——佛山工厂+常州智能产业园+海外有序扩张。2021 年上半年，常州智能产业园二期工厂竣工投产，三期项目已经竣工，模具工厂 9 月底开工，电子工厂 11 月开工；塞尔维亚工厂基建已经完成，处于设备调试阶段公司未来 3-5 年产能充足。

图 9：星宇塞尔维亚工厂效果图



资料来源：星宇车灯公众号、国信证券经济研究所整理

图 10：星宇塞尔维亚工厂效果图



资料来源：星宇车灯公众号、国信证券经济研究所整理

中长期维度下总结来看，2020 年星宇股份的新订单+新产品+新产能为业绩保驾护航。当前星宇和日系合作愉快（拿下丰田全球区域贡献奖、广汽丰田“品质优秀奖”、“原价优良奖”），海外如预期建设（未受疫情拖累进度），ADB 持续渗透，2021-2022 年有望实现车型订单+海外工厂+ADB 产品释放的带来的业绩共振。

风险提示：国内车市景气度持续下行风险；车降和原材料价格波动风险。

投资建议：业绩超预期，维持盈利预测，维持买入评级。星宇处在起点高、弹性大、持续时间长的车灯赛道上，向高端化（日系、高端德系）、全球化（塞尔维亚建厂）迈出步伐，长逻辑通顺，维持盈利预测，预期 21/22/23 年利润 15.1/19.2/23.9 亿，对应 PE 分别 38/30/24x，更新一年期（对应 2021 年）目标估值区间 219-247 元，长期具备全球车灯龙头潜力，维持买入评级。

可比公司估值：我们选同样具备进口替代逻辑的浙江鼎力、车灯产业链核心标的科博达、减震隔音件龙头企业拓普集团进行可比公司估值（可比公司市值水平接近），四家可比公司 2022 年平均 PE 约为 25 倍。更新星宇一年期目标估值（对应 2022 年）为 244-279 元（对应 2022 年 PE 35-40 倍），当前股价（186.72 元）距离目标估值上限仍有约 30%-49%提升空间，持续看好，维持买入评级。

表 2: 可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
603338	浙江鼎力	无评级	70.49	342	1.37	2.12	2.74	51	33	26
603786	科博达	买入	52.25	209	1.29	1.58	2.11	41	33	25
601689	拓普集团	增持	35.15	387	0.60	1.07	1.40	59	33	25
	平均			0	1.09	1.59	2.08	50	33	25
601799	星宇股份	买入	186.72	533	4.20	5.48	6.96	44	34	27

资料来源: WIND、国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2169	1737	2461	3433	营业收入	7323	9334	11638	14292
应收款项	1898	2301	2870	3524	营业成本	5324	6753	8386	10300
存货净额	1550	2170	2702	3330	营业税金及附加	43	56	70	86
其他流动资产	53	2987	3724	4574	销售费用	166	205	239	286
流动资产合计	8619	12145	14706	17811	管理费用	189	590	705	859
固定资产	2295	84	75	78	财务费用	(5)	42	45	16
无形资产及其他	382	368	353	339	投资收益	0	70	70	70
投资性房地产	132	132	132	132	资产减值及公允价值变动	81	20	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(320)	0	0	0
资产总计	11428	12729	15267	18360	营业利润	1367	1777	2262	2815
短期借款及交易性金融负债	0	130	130	130	营业外净收支	(2)	14	14	14
应付款项	3492	3798	4728	5828	利润总额	1365	1790	2276	2829
其他流动负债	385	266	329	405	所得税费用	205	278	353	438
流动负债合计	3877	4193	5188	6363	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	1323	1093	1093	1093	归属于母公司净利润	1160	1513	1923	2390
其他长期负债	308	313	318	323					
长期负债合计	1631	1406	1411	1416	现金流量表 (百万元)				
负债合计	5509	5600	6599	7779	净利润	1160	1513	1923	2390
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(24)	2262	52	41
股东权益	5919	7130	8668	10581	折旧摊销	192	224	253	272
负债和股东权益总计	11428	12729	15267	18360	公允价值变动损失	(81)	(20)	0	0
					财务费用	(5)	42	45	16
关键财务与估值指标					营运资本变动	486	(1505)	(786)	(912)
每股收益	4.20	5.48	6.96	8.66	其它	24	(2262)	(52)	(41)
每股红利	1.02	1.10	1.39	1.73	经营活动现金流	1756	212	1390	1751
每股净资产	21.44	25.82	31.39	38.31	资本开支	(798)	(241)	(281)	(301)
ROIC	36%	35%	42%	43%	其它投资现金流	(1177)	0	0	0
ROE	20%	21%	22%	23%	投资活动现金流	(1975)	(241)	(281)	(301)
毛利率	27%	28%	28%	28%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	22%	19%	19%	19%	负债净变化	0	(230)	0	0
EBITDA Margin	24%	21%	21%	21%	支付股利、利息	(281)	(303)	(385)	(478)
收入增长	20%	27%	25%	23%	其它融资现金流	1692	130	0	0
净利润增长率	47%	30%	27%	24%	融资活动现金流	1131	(403)	(385)	(478)
资产负债率	48%	44%	43%	42%	现金净变动	912	(431)	724	972
息率	0.5%	0.6%	0.7%	0.9%	货币资金的期初余额	1257	2169	1737	2461
P/E	44.5	34.1	26.8	21.6	货币资金的期末余额	2169	1737	2461	3433
P/B	8.7	7.2	5.9	4.9	企业自由现金流	1240	(61)	1076	1393
EV/EBITDA	31.8	29.3	23.4	19.6	权益自由现金流	2932	(172)	1069	1397

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032