

星宇股份 (601799.SH)

四季度业绩环比改善，成本端承压影响 2021 年毛利率

核心观点

2021 年营收增加 8%，四季度归母净利润环比增长 25%。星宇股份 2021 年实现营收 79.1 亿元，同比增加 8.0%，归母净利润 9.5 亿元，同比减少 18.1%。单四季度实现营收 22.5 亿元，同比减少 12.6%，环比增加 31.9%，归母净利润 2.1 亿元，同比减少 53.4%，环比增加 24.9%。**整体来看，2021 年公司营收表现持续超行业，由于受疫情等多方面因素影响，公司产品的主要原材料价格上涨，同时，人工成本及制造成本增长较多，研发投入增加，综合导致 2021 年公司归母净利润同比下降 18%。**

2021 年毛利率承压，费用率小幅提升、研发支出加大。考虑会计政策变更后，2021 年毛利率为 22.1%，上年同期为 26.0%，同比减少 3.9pct，净利率为 12.0%，同比下降 3.8pct，毛利率水平回落的主要原因在于原材料成本上涨、人工成本上涨、常州新产能投产转固带来的制造费用增长等。2021 年公司四费率为 9.2%，可比口径下 2020 年四费率为 7.7%，同比上升 1.5pct。2021 年，公司积极开展车灯和汽车电子研究，研发费用率提升 0.7pct 至 4.9%。

存量客户大众缺芯致下滑明显，增量车型集中在日系。2021Q4 国内乘用车产量同比持平、销量下滑 5%，星宇 21Q4 营收增速为-13%。2021Q4 公司核心客户排产受缺芯影响，Q4 销量端一汽大众-23%，一汽丰田+12%，一汽红旗+41%，广汽乘用车-12%，广丰及广本-0.4%，奇瑞+3%，东风日产及东本-33%，增量车型主要集中于日系。

2021 年，新订单、新产能、新产品持续突破。2021 年星宇承接了 62 个车型车灯项目（135 亿）、批产 42 个新车型，2022 年 1 月 1 日至 3 月 15 日承接新项目订单约 40 亿元，目前已进入新势力（蔚小理）和自主品牌供应商体系并获取了项目。公司将持续推进 ADB、DLP 前照灯及氛围灯等车灯项目获取，提升高附加值产品比例。智能产业园二三期已正式投入使用、塞尔维亚工厂建设顺利，来自欧洲主机厂的项目将从 2022 年起陆续进入批产阶段。

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

行业端 ADB 和投影大灯产业趋势验证，公司端积极拥抱前瞻新技术和前端新客户，产业链协同拓展能力圈，海外建设稳步进行。考虑疫情、缺芯影响排产、原材料涨价等因素具备不确定性，我们下调盈利预测，预期 22/23/24 年利润为 14.1/18.2/23.1（前期盈利预测为 15.7/21.9/27.5 亿），对应 PE 分别 29/23/18x，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	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,323	7,909	9,519	11,808	14,670
(+/-%)	20.2%	8.0%	20.3%	24.1%	24.2%
净利润(百万元)	1160	949	1411	1816	2308
(+/-%)	46.8%	-18.1%	48.6%	28.7%	27.1%
每股收益(元)	4.20	3.32	4.94	6.36	8.08
EBIT Margin	17.7%	12.7%	16.5%	17.5%	17.8%
净资产收益率 (ROE)	19.6%	12.1%	15.7%	17.4%	18.8%
市盈率 (PE)	34.7	43.8	29.5	22.9	18.0
EV/EBITDA	30.8	36.8	25.3	19.9	16.5
市净率 (PB)	6.79	5.29	4.62	3.98	3.38

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

公司研究·财报点评

汽车·汽车零部件

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

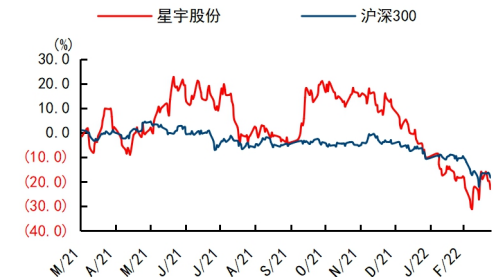
tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	不适用
收盘价	145.50 元
总市值/流通市值	41613/41613 百万元
52 周最高价/最低价	235.52/125.20 元
近 3 个月日均成交额	298.96 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《星宇股份 (601799.SH) - 前瞻布局车灯新技术，不断斩获新订单》——2022-03-16
- 《星宇股份 (601799.SH) - 1-2 月营收增长 25%，短期缺芯不改公司稳健发展趋势》——2022-03-10
- 《国信证券—星宇股份-601799-星宇股份系列点评之三十三：战略合作华为，前瞻布局智能车灯及智能车载光学领域》——2022-02-19
- 《国信证券-星宇股份-601799-2021 年三季报点评：营收超越行业，车灯升级加速》——2021-11-03
- 《国信证券—星宇股份-601799-星宇股份系列点评之三十二：战略合作虹软，产业链协同助力前瞻车灯产品开发》——2021-10-18

2021 年收入持续增长，21Q4 业绩环比改善。公司 2021 年实现营收 79.09 亿元，同比增加 8.01%（2021 年国内乘用车产量同比+7.1%，汽车产量同比+3.4%），归母净利润 9.49 亿元，同比减少 18.12%。

拆单季度看，公司 2021Q4 实现营收 22.51 亿元，同比减少 12.55%，环比增加 31.87%，归母净利润 2.11 亿元，同比减少 53.39%，环比增加 24.87%。

分产品看，公司 2021 年车灯实现营收 70.48 亿元（同比+2.81%），毛利率为 22.93%（同比-3.10pct）；三角警示牌实现营收 0.15 亿元（同比+10.87%），毛利率为 -11.46%（同比-4.81pct）。另外公司 2021 年新增控制器业务实现营收 0.25 亿元，毛利率为 18.89%。

从产销看，公司 2021 年前组合灯实现产量 650.68 万只（同比+14.38%）、销量 626.11 万只（同比+16.54%），后组合灯实现产量 1412.76 万只（同比-3.13%）、销量 1405.75 万只（同比-5.65%），小灯实现产量 4771.08 万只（同比+18.38%）、销量 4261.64 万只（同比-6.99%），三角警示牌实现产量 131.94 万只（同比+17.15%）、销量 126.13 万只（同比+11.04%），另外公司的控制器 2021 年产量为 13.81 万只、销量为 11.65 万只。总结来看，2021 年公司车灯产品中前组合灯产销稳健增长，控制器作为公司新增业务，横向拓宽公司产品品类的同时，后续有望贡献业绩增量。

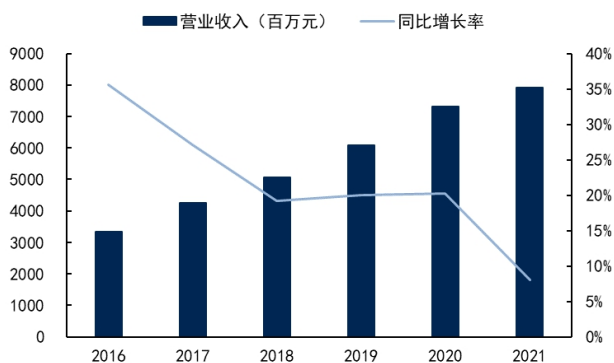
表 1: 星宇股份 2021 年分产品产销量情况

主要产品	单位	生产量	销售量	库存量	生产量比上年增减 (%)	销售量比上年增减 (%)	库存量比上年增减 (%)
前照灯	万只	650.68	626.11	131.09	14.38	16.54	23.07
后组合灯	万只	1,412.76	1,405.75	267.03	-3.13	-5.65	2.69
小灯	万只	4,771.08	4,261.64	795.69	18.38	-6.99	177.97
三角警示牌	万只	131.94	126.13	23.37	17.15	11.04	33.08
控制器	万个	13.81	11.65	2.16	0	0	0
合计	万只	6,980.27	6,431.28	1,219.34	13.13	-4.33	81.9

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

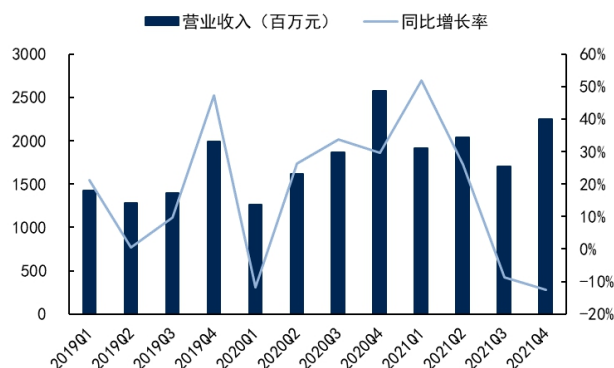
整体来看，2021 年公司营收表现持续超行业，21Q4 归母净利润环比增长 25%。2021 年，由于受疫情等多方面因素影响，公司产品的主要原材料价格上涨，同时，人工成本及制造成本增长较多，研发投入增加，综合导致 2021 年公司归母净利润同比下降 18%。

图 1: 星宇股份营业收入及同比增速



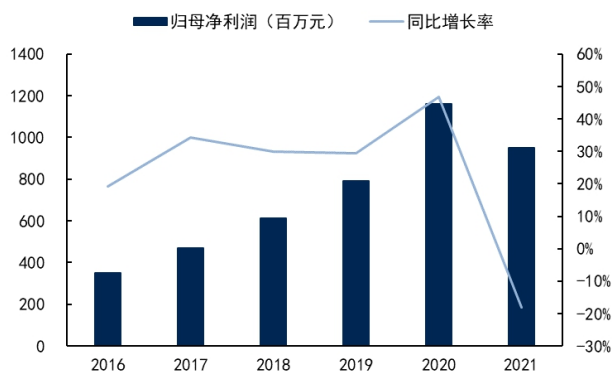
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 星宇股份单季营业收入及同比增速



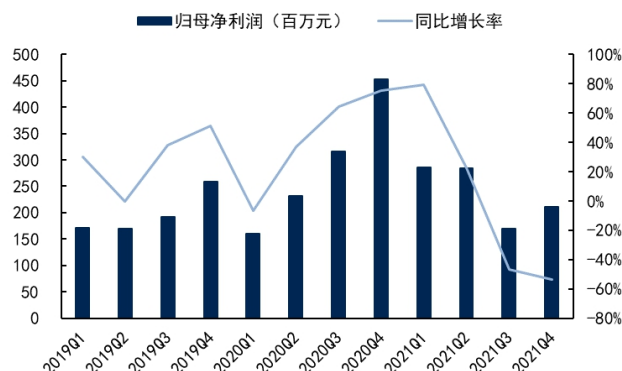
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 星宇股份归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 星宇股份单季归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

多重因素影响下，考虑会计政策变更后的可比口径公司 2021 年毛利率同比 -3.9pct。公司对商品或服务的控制权转移给客户之前，且为履行客户合同而发生的仓储费用、运输费用等合同履约成本，将其自“销售费用”重分类至“营业成本”科目列示，自 2021 年 1 月 1 日起执行变更后的会计政策，并对上年同期数进行追溯调整。上述会计政策变更后，2021 年毛利率为 22.08%，上年同期为 26.01%，同比减少 3.93pct，净利率为 12.00%，同比下降 3.83pct。2021 年由于会计准则变动，21Q4 毛利率不可比（部分销售费用计入成本），我们以 21 年“毛利率-销售费用率”拆解，该口径 21Q1/Q2/Q3/Q4 分别为 23.72%/23.09%/18.82%/17.95%，其中 21Q4 同比-8.50pct，环比-0.86pct。

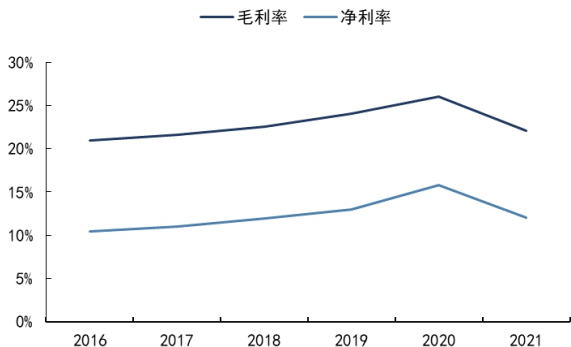
我们认为，公司 2021 年下半年毛利率水平回落的主要原因包括：1) 光源芯片、塑料粒子等原材料成本上涨；2) 人工成本上涨，公司 2021 年人工成本增加约 0.7 亿，用人工成本/生产人员计算的生产端人均薪酬从 4.4 万提至 6.06 万，同比增长 36%；3) 常州新产能投产转固带来的制造费用增长等。

表2: 会计变更对 2020 年度财务报表的影响

会计政策变更的内容	受影响的报表项目名称		对财务报表的影响额 (增加“+”，减少“-”)	
	合并报表	母公司报表	合并报表	母公司报表
公司对商品或服务的控制权转移给客户之前，且为履行客户合同而发生的仓储费用、运输费用等合同履约成本，将其自“销售费用”重分类至“营业成本”科目列示，自 2021 年 1 月 1 日起执行变更后的会计政策，并对上年同期数进行追溯调整。	营业成本 (元)		94,669,487.17	94,669,487.17
	销售费用 (元)		-94,669,487.17	-94,669,487.17

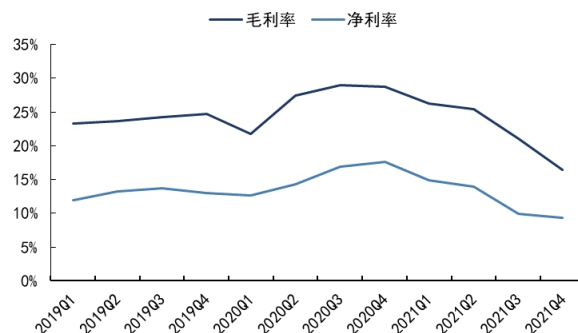
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图5: 星宇股份毛利率和净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 (注: 此处 2020 年毛利率为根据会计政策调整后的数据)

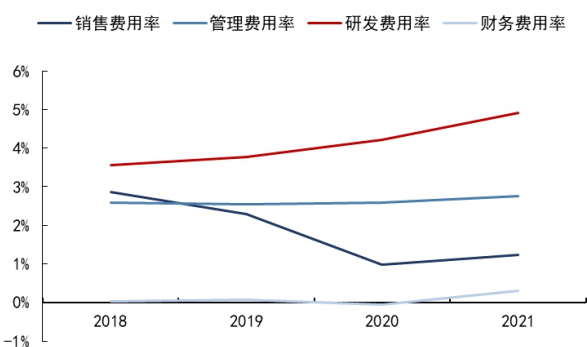
图6: 星宇股份单季度毛利率和净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 (注: 此处为未剔除会计政策变更的表观数据, 仅供参考)

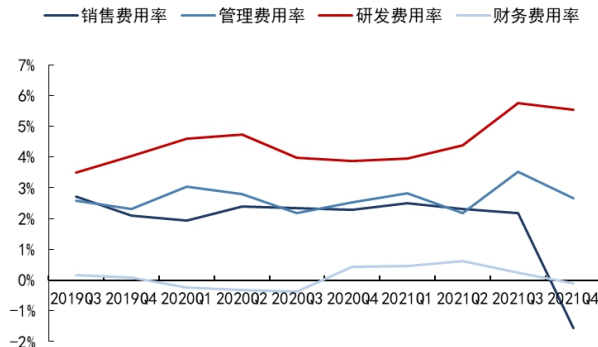
可转债利息增加、职工薪酬增加等因素致使公司 2021 年费用率小幅上升。2021 年公司四费率为 9.18%，可比口径下 2020 年四费率为 7.71%，同比上升 1.48pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.22/2.76/4.90/0.29%，同比变动 +0.25/+0.18/+0.69/+0.36pct。公司研发费用率增加明显，主要系系职工薪酬、研发材料增加所致，另外公司销售费用率增加主要系本期售后三包及职工薪酬增加所致，财务费用率增加主要系本期可转债利息增加所致。

图7: 星宇股份四项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 (注: 此处 2020 年四费率为根据会计政策调整后的数据)

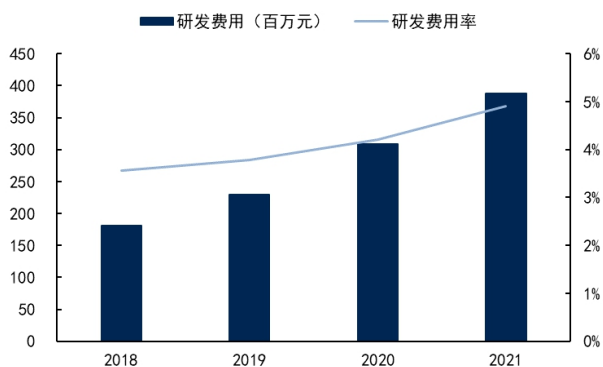
图8: 星宇股份单季度四项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 (注: 此处为未剔除会计政策变更的表观数据, 仅供参考)

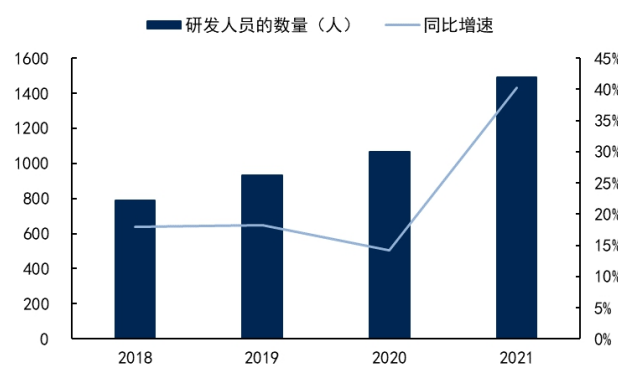
2021 年，公司积极开展车灯和汽车电子研究，研发支出增长明显。2021 年公司研发费用为 3.88 亿元 (同比+25.65%)，研发人员在公司总人数中占比为 18.98% (同比+3.30pct)，研发费用率提升 0.7pct。此外，公司 2021 年研发人员数量 1493 人，同比 20 年的 1065 人增加 40%；硕博高学历人才明显增多，21 年为 256 人，同比 20 年的 172 人增加 49%。2021 年公司持续引进中、外籍技术、管理及生产方面高端人才，为公司技术及生产提供技术支持和管理方法。公司成立了研究院和上海、武汉等地的研发中心，积极开展车灯和汽车电子研究，探索业务发展新领域，为公司长远发展奠定基础。

图9: 星宇股份研发费用及费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

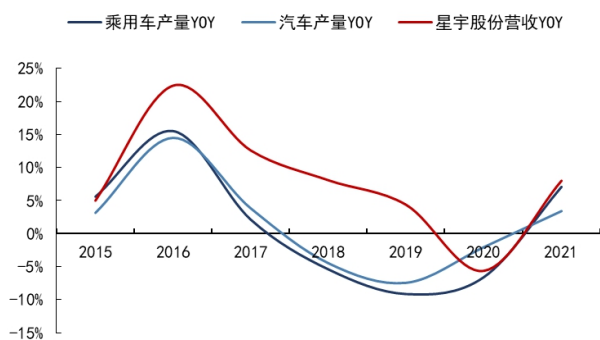
图10: 星宇股份研发人员数量及同比增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

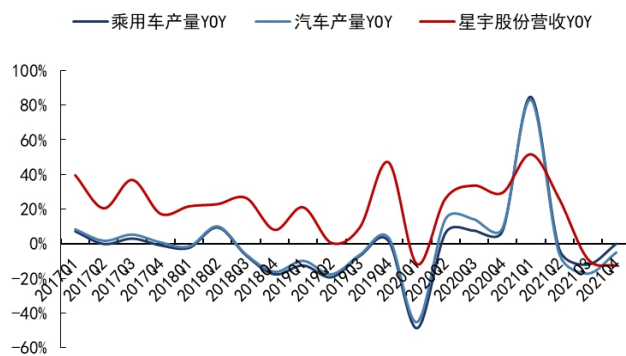
2021 年公司营收增速超越乘用车行业增速 1pct。2021 年国内乘用车产量同比增长 7%，汽车产量同比增长 3%，星宇 2021 年营收增速 8%，领先乘用车行业产量增速 1pct。2021Q4 国内乘用车产量同比持平、销量下滑 5%，星宇 21Q4 营收增速为-13%。2021Q4 公司核心客户排产受缺芯影响，Q4 销量端一汽大众-23%，一汽丰田+12%，一汽红旗+41%，广汽乘用车-12%，广丰及广本-0.4%，奇瑞+3%，东风日产及东本-33%，增量车型主要集中于日系。

图11: 汽车/乘用车产量增速和星宇股份营收增速年度对比



资料来源: 公司公告、中汽协、国信证券经济研究所整理

图12: 汽车/乘用车产量增速和星宇股份营收增速季度对比

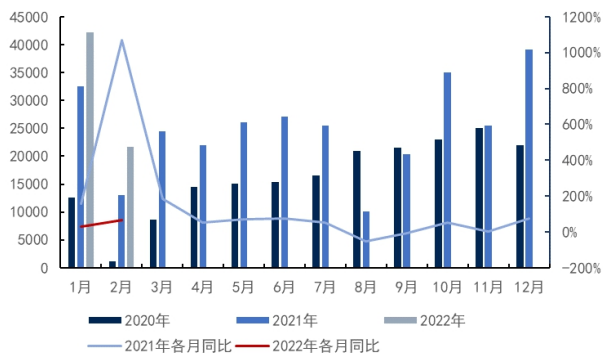


资料来源: 公司公告、中汽协、国信证券经济研究所整理

一汽红旗 2021 年销量增长 53%，2022 年有望维持高增速。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 年红旗销量突破 30 万辆，同比增长 53%。2022 年红旗 1 月销量 4.2 万辆（同比+30%），2 月受春节因素影响销售 2.2 万辆（同比+66%），销量维持高增态势。

2020 年 8 月，红旗新车型 H9 上市，成为星宇 ADB 车灯量产首款车型。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），2021 年，红旗累计超 50%的销量增速对公司业绩产生直接促进，预计 2022 年全年红旗有望成为星宇前五大客户，继续贡献强势销量表现。

图13: 红旗品牌 2020-2022 年单月销量 (辆) 及同比增速



资料来源: 515 汽车销量排行榜、乘联会、国信证券经济研究所整理

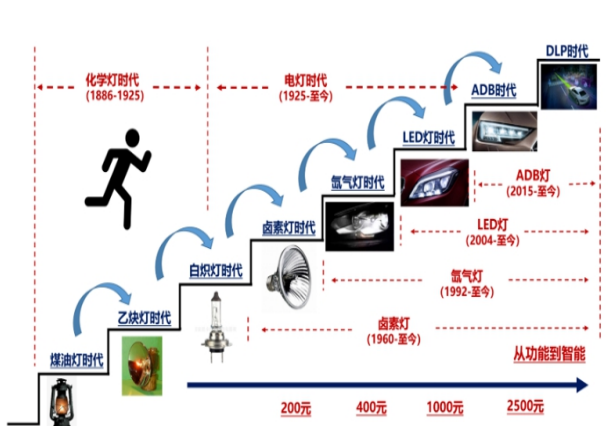
图14: 红旗 H9 前大灯使用 ADB 大灯



资料来源: 汽车之家、国信证券经济研究所整理

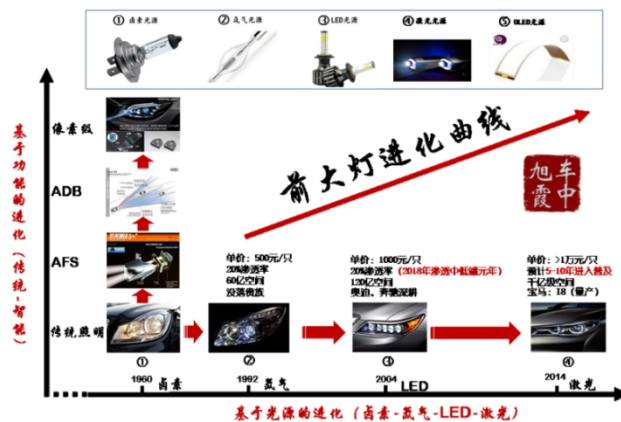
行业端, 目前车灯的技术趋势趋向于电子化、智能化。前照灯方面, 随着 LED 前照灯的普及, 前照灯向 ADB、HD-ADB 及 DLP 等功能发展, 从而实现辅助驾驶、信息交流、人车交互等功能。后组合灯方面, 由分离式后组合灯向贯穿式后组合灯发展趋势明显, 贯穿式后组合灯增加了汽车尾部灯光的面积, 使整车更美观, 更具安全性。小灯方面, 因消费者个性化的需求, 室内氛围灯异军突起, 成为新的增长点。与此同时, 汽车外饰氛围灯, 如 Logo 灯及发光格栅也逐渐被各大主机厂认可并应用。

图15: 车灯发展历程



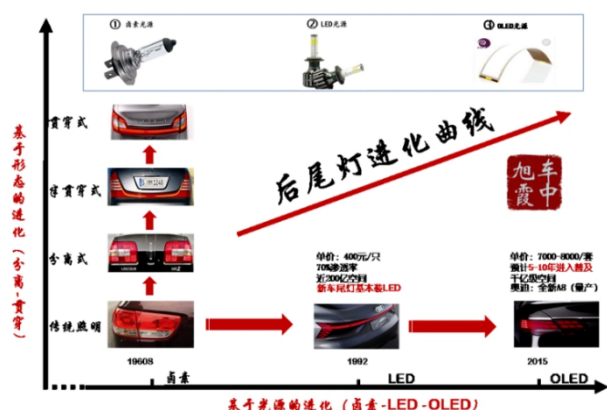
资料来源: 汽车之家、国信证券经济研究所整理

图16: 汽车前大灯技术升级路线



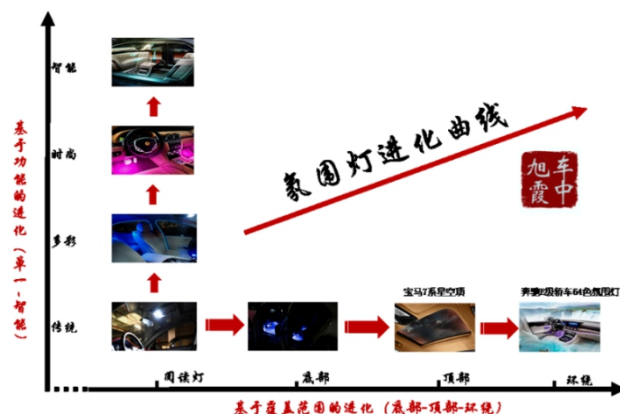
资料来源: 汽车之家、国信证券经济研究所整理

图17: 汽车后尾灯技术升级路线



资料来源: 汽车之家、国信证券经济研究所整理

图18: 汽车氛围灯技术升级路线

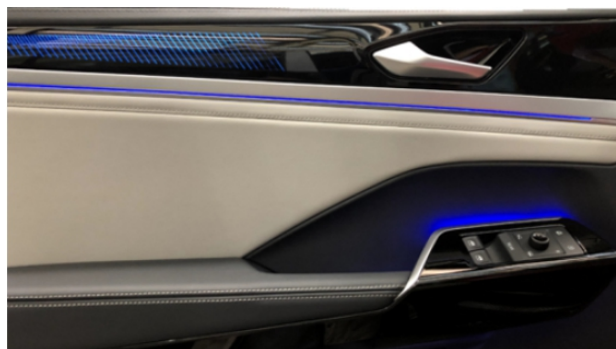


资料来源: 汽车之家、国信证券经济研究所整理

公司端，公司加强新技术开发应用，并通过产业链协同（虹软地平线、华为）拓展能力圈。

一方面，公司近年加强车灯新技术开发与应用，并推出车灯控制器新产品。公司近年来车灯相关的产品研发方向可以概括为：1) 数字照明：公司研发出从单一像素、十级像素、百级像素、万级像素、百万级像素的标准化单元，具备提供两个到百万个单独控制及光强调节的照明单元，未来可以定制化开发出更多的符号及投影的功能。2) 内部 RGB 氛围灯：在传统白光 LED 氛围灯照明的基础上增加了 RGB 光源技术，通过控制软件可以产生不同的光色信号。3) 创新尾灯：基于柔性 OLED 照明技术、面光源照明技术、镭雕发光技术，研发创新尾灯。4) 车灯控制器：域控制器可以通过车身电池取电，实现电源管理以及休眠唤醒功能；自身拥有 20 路高边电源输出，完成对不同负载的供电；控制器接收车身 CAN 报文后，进行 CAN/LIN 转换，与负载灯具进行 LIN 通讯，完成点灯指令的传达；对于灯具故障进行管控，并且通过 CAN 反馈故障给车身；控制器具有 boot loader 功能，可在线完成对控制器以及控制器负载的软件升级以实现不同效果的展现，是一款集电源管理、供电输出、CAN/LIN 通讯、故障管控于一体的新一代智能控制器。2021 年，公司加强新技术开发应用，包括：1) 基于 DMD 的智能前照灯模组；2) 基于 Micro LED 的智能前照灯模组；3) HMI 手势识别室内灯、Matrix 室内灯；4) Smart RGB 氛围灯等。

图19: RGB 氛围灯



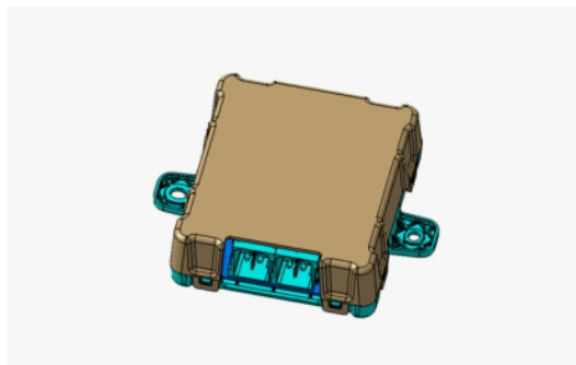
资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图20: 镭雕发光技术尾灯



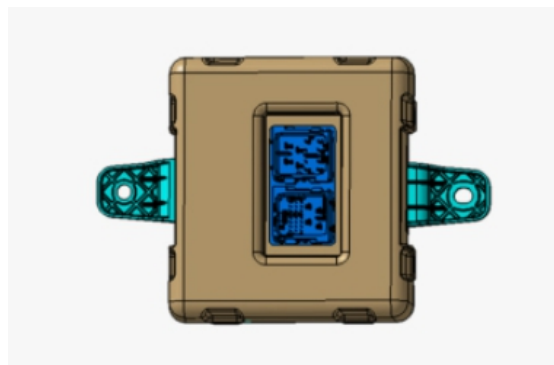
资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图21: 前部灯具控制器



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图22: 后部灯具控制器



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

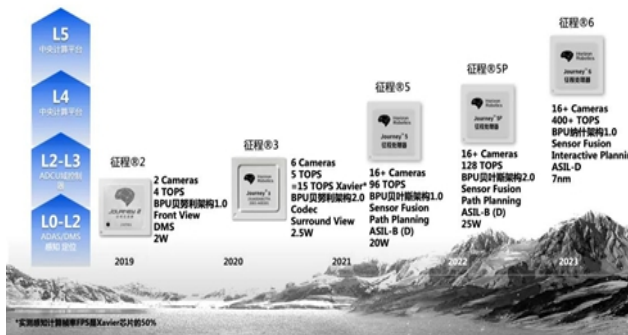
另一方面, 2021年10月15日, 常州星宇车灯股份有限公司与虹软科技股份有限公司在杭州正式签署战略合作协议。双方将基于虹软科技在智能视觉系统设计、光学传感器使用、系统软件的开发集成以及全栈视觉算法和应用的创新开发能力, 和星宇股份在精密光学电子产品的生产制造、供应链管理等方面做全面整合与协作, 围绕人工智能技术和高性能智能视觉产品在汽车领域的落地应用开展深度合作, 共同服务全球汽车主机厂商。此外, 地平线此前公告完成C3轮3.5亿美元融资, 获得包括星宇股份等众多汽车产业链上下游明星企业的战略加持。

图23: 虹软技术能力

AI 影像增强与全景立体成像技术		
暗光高清拍摄技术	防抖技术	HDR技术
全景技术	3D建模技术	3D立体成像技术
AI 人脸与人体分析技术		
人脸技术	美颜技术	人像技术
视线跟踪技术	手势识别与跟踪技术	体感技术
AI 视觉认知技术		
物体识别技术	场景识别技术	
AI AR/VR技术		
720°/3D AR/VR技术	vSLAM技术	光照估计技术
AI 图像深度恢复技术		
双目立体视觉深度恢复技术	3D高清摄像头深度恢复技术	

资料来源: 虹软官网、国信证券经济研究所整理

图24: 地平线征程系列芯片 Roadmap



资料来源: 地平线官网、国信证券经济研究所整理

2022年2月16日, 常州星宇车灯股份有限公司与华为技术有限公司在中国东莞举行了华为光产品线智能车载光业务合作意向书签约仪式。根据协议, 双方将发挥各自优势互利共赢, 以服务全球客户为目标, 开展智能车灯领域战略合作, 共同构建可持续发展的紧密型战略合作伙伴关系。双方共同构建智能车灯从设计到制造交付的端到端能力, 引领智能车灯产业发展, 在产业界形成持续领先的智能车灯系统解决方案竞争力, 此外双方将全面开展智能车载光领域的其他业务合作。我们认为, DLP 投影大灯和 ADB 车灯陆续进入市场, 这对于传统车灯企业既是机遇也是挑战, 产业链协同在车灯行业新技术变革中显得尤为重要, 星宇协同上游芯片、软件算法等企业, 基于自身传统结构设计、光学和电子设计等优势, 有望在前瞻产品研发上持续占领先机, 加大和国内其他自主车灯品牌的差距。

图 25: 林树栋先生、刘晟君先生代表双方签署合作意向书



资料来源: 星宇股份微信公众号, 国信证券经济研究所整理

新订单——优质的新项目为公司未来发展提供了强有力的保障。2021年, 公司承接 62 个车型的车灯开发项目, 批产新车型 42 个, 承接新项目订单约 135 亿元人民币, 包括 ADB 前照灯、DLP 前照灯及车灯控制器等项目; 2022 年 1 月 1 日至 3 月 15 日, 公司承接新项目订单约 40 亿元人民币。根据车灯行业研发周期, 项目获取 18-24 个月后开始贡献收入和利润。我们认为, 公司凭借自身的产品竞争力, 不断斩获新订单, 为公司未来发展提供了强有力的保障。

表 3: 星宇股份批产项目、新接项目数和承接新订单情况

年份	批产项目数 (个)	新接项目数 (个)	承接新项目订单金额	营业收入 (亿元)	营收同比增速
2015 年		98		24.68	22.40%
2016 年	118	138 (19 个大灯)		33.47	35.64%
2017 年	104	72 (14 个大灯)		42.55	27.15%
2018 年	102	73 (20-30 个大灯)		50.74	19.24%
2019 年	45	89		60.92	20.06%
2020 年	42	62		73.23	20.21%
2021 年	42	62	135 亿	79.09	8.01%
2022. 1. 1-3. 15			40 亿		

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 (注: 2019 年起统计口径由“项目数”换成“车型数”, 项目数 ≥ 车型数, 一个车型可能有多个车灯项目)

新客户——日系客户合作顺利, 并开拓头部自主品牌和新势力客户新订单。目前, 公司的客户涵盖一汽-大众、上汽大众、上汽通用、戴姆勒、德国宝马、通用汽车、一汽丰田、广汽丰田、东风日产、广汽本田、东风本田、长安马自达、一汽红旗、一汽轿车、一汽解放、吉利汽车、上汽通用五菱、广汽乘用车、奇瑞汽车、蔚来汽车、小鹏汽车、理想汽车等多家国内外汽车整车制造企业。日系车企 2018 年起调整对华战略, 2018 年下半年以来公司紧抓机遇, 在日系主机厂内拓展顺利, 近年不断斩获各项大奖。此外, 在自主品牌和新势力崛起的大背景下, 公司抓住发展机遇, 已进入新势力 (蔚来、小鹏、理想) 和头部自主品牌客户的供应商体系, 并获取了项目, 有望为公司业绩增长贡献重要增量。

表4: 星宇股份近年不断斩获各项大奖

时间	车企/机构	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
2021年6月3日	ALE组委会	“行业贡献奖”
2021年9月29日	丰田汽车技术中心	“供应商安全改善事例”金奖
2021年12月14日	广汽本田	“优秀供应商”
2022年1月10日	一汽大众	年度最高奖项“卓越合作伙伴”奖
2022年1月11日	一汽红旗	“攻坚克难·旗志奖”
2022年1月21日	广汽本田	2021年度“品质优胜供应商”奖
2022年3月2日	一汽大众	“产品安全优秀供应商”

资料来源: 星宇车灯公众号、国信证券经济研究所整理

2022年1月21日, 星宇股份荣获广汽本田2021年度“品质优胜供应商”奖, 这是继2019年度“成本优秀供应商”奖、2020年度“优秀供应商”奖后, 星宇股份再次揽获广汽本田优秀供应商类奖项。2022年3月2日, 星宇股份获一汽-大众颁发“产品安全优秀供应商”荣誉证书, “产品安全优秀供应商”是一汽-大众汽车有限公司质量保证车辆分析中心给予重点供应商在2021年度PSB提升工作中表现优异的表彰, 参与本次活动的供应商共98家, 最终获此表彰的仅7家。

图26: 星宇股份荣获广汽本田2021年度“品质优胜供应商”奖



资料来源: 星宇车灯公众号、国信证券经济研究所整理

图27: 星宇股份获一汽-大众颁发“产品安全优秀供应商”荣誉证书



资料来源: 星宇车灯公众号、国信证券经济研究所整理

新产能——常州智能产业园稳步推进, 海外产能有序扩张。目前, 星宇智能制造产业园二期综合工厂、三期物流中心工程已正式投入使用。塞尔维亚星宇建设顺利, 来自欧洲主机厂的项目将从2022年起陆续进入批产阶段。

图28: 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29: 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, 星宇股份的新订单+新产品+新产能为业绩保驾护航。客户维度, 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”、广汽本田2021年度“品质优胜供应商”奖), 已进入新势力(蔚来、小鹏、理想)和头部自主品牌客户的供应商体系、并获取了项目; 产能维度, 海外塞尔维亚工厂建设稳步推进, 欧洲主机厂项目将从2022年进入批产阶段; 产品维度, ADB持续渗透(渗透率从2019年的不到2%提升至2020年的6%), 随着DLP投影大灯和ADB车灯等新技术陆续进入市场, 星宇协同上游芯片、软件算法等企业, 基于自身传统结构设计、光学和电子设计等优势, 有望在前瞻产品研发上持续占领先机, 加大和国内其他自主车灯品牌的差距, 另外公司也将持续推进ADB前照灯、DLP前照灯及氛围灯等车灯项目及其他汽车智能化项目的获取, 逐步提升高技术、高附加值产品的比例。2022-2023年, 公司有望实现车型订单+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; 年降和原材料价格波动风险。

投资建议: 下调盈利预测, 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, 并在自主品牌和新势力崛起的大背景下积极开拓头部自主和新势力(蔚小理)新客户, 长逻辑通顺。考虑疫情、缺芯影响排产、原材料涨价等因素具备不确定性, 我们下调盈利预测, 预期22/23/24年利润为14.1/18.2/23.1(前期盈利预测为15.7/21.9/27.5亿), 对应PE分别29/23/18x, 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伯特利、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(可比公司市值水平或业务领域接近), 四家可比公司2023年平均PE约为26倍。更新星宇一年期目标估值(对应2023年)为159-191元(对应2023年PE 25-30倍), 当前股价(145.5元)距离目标估值上限仍有约31%提升空间, 持续看好, 维持买入评级。

表5: 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		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
603596.SH	伯特利	增持	68.8	281	1.31	1.80	2.39	52.52	38.22	28.79
603786.SH	科博达	买入	50.52	202	1.35	1.98	2.68	37.42	25.52	18.85
601689.SH	拓普集团	增持	55.38	610	0.95	1.50	1.82	58.29	36.92	30.43
	平均				1.20	1.76	2.30	49.41	33.55	26.02
601799.SH	星宇股份	买入	145.5	416	3.32	4.94	6.36	43.83	29.45	22.88

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2169	1402	2297	2963	3800	营业收入	7323	7909	9519	11808	14670
应收款项	1898	2251	2347	2912	3617	营业成本	5324	6163	7075	8658	10709
存货净额	1550	1970	2261	2772	3444	营业税金及附加	43	35	43	53	66
其他流动资产	53	47	3046	3779	4694	销售费用	166	97	143	177	220
流动资产合计	8619	8200	12482	14957	18086	管理费用	189	218	226	276	339
固定资产	2295	2849	131	82	73	研发费用	309	388	466	579	719
无形资产及其他	382	418	402	386	371	财务费用	(5)	23	0	0	0
投资性房地产	132	466	466	466	466	投资收益	0	0	70	70	70
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	81	103	20	0	0
资产总计	11428	11933	13481	15892	18996	其他收入	(320)	(396)	(466)	(579)	(719)
短期借款及交易性金融负债	0	6	130	130	130	营业利润	1367	1080	1656	2135	2686
应付款项	3492	3487	3957	4851	6026	营业外净收支	(2)	(2)	14	14	14
其他流动负债	385	210	260	319	397	利润总额	1365	1078	1670	2149	2700
流动负债合计	3877	3703	4347	5300	6553	所得税费用	205	129	259	333	391
长期借款及应付债券	1323	0	(230)	(230)	(230)	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	308	371	376	381	386	归属于母公司净利润	1160	949	1411	1816	2308
长期负债合计	1631	371	146	151	156	现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	5509	4074	4493	5451	6709	净利润	1160	949	1411	1816	2308
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(24)	(13)	2738	49	9
股东权益	5919	7859	8988	10440	12287	折旧摊销	192	232	257	296	317
负债和股东权益总计	11428	11933	13481	15892	18996	公允价值变动损失	(81)	(103)	(20)	0	0
						财务费用	(5)	23	0	0	0
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	486	(1231)	(123)	(800)	(1026)
每股收益	4.20	3.32	4.94	6.36	8.08	其它	24	13	(2738)	(49)	(9)
每股红利	1.02	1.26	0.99	1.27	1.62	经营活动现金流	1756	(153)	1524	1311	1599
每股净资产	21.44	27.51	31.46	36.55	43.01	资本开支	0	(852)	(241)	(281)	(301)
ROIC	36%	26%	35%	45%	49%	其它投资现金流	(1177)	418	0	0	0
ROE	20%	12%	16%	17%	19%	投资活动现金流	(1177)	(434)	(241)	(281)	(301)
毛利率	27%	22%	26%	27%	27%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	18%	13%	16%	17%	18%	负债净变化	0	0	(230)	0	0
EBITDA Margin	20%	16%	19%	20%	20%	支付股利、利息	(281)	(359)	(282)	(363)	(462)
收入增长	20%	8%	20%	24%	24%	其它融资现金流	894	539	124	0	0
净利润增长率	47%	-18%	49%	29%	27%	融资活动现金流	333	(179)	(389)	(363)	(462)
资产负债率	48%	34%	33%	34%	35%	现金净变动	912	(767)	895	667	837
息率	0.7%	0.9%	0.7%	0.9%	1.1%	货币资金的期初余额	1257	2169	1402	2297	2963
P/E	34.7	43.8	29.5	22.9	18.0	货币资金的期末余额	2169	1402	2297	2963	3800
P/B	6.8	5.3	4.6	4.0	3.4	企业自由现金流	0	(964)	1216	960	1227
EV/EBITDA	30.8	36.8	25.3	19.9	16.5	权益自由现金流	0	(425)	1109	960	1227

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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