

证券研究报告—动态报告/公司快评

汽车汽配

星宇股份 (601799)

买入

汽车零部件 II

重大事件快评

(维持评级)

2021年10月18日

战略合作虹软，产业链协同助力前瞻车灯产品开发

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

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

daishiyuan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521060004

事项：

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入合作，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。

国信汽车观点：车灯作为车的眼睛，是车身上重要的外观件，以特斯拉和新势力为代表的车企引领车灯行业新技术的应用，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。

国信汽车深度跟踪车灯行业，坚定认为：车灯价值量具备“起点高、弹性大、持续长”三大特征，短期LED、长期智能车灯（ADB、DLP）和激光大灯等渗透（特斯拉柏林工厂展出Model Y投影前大灯新技术），是零部件细分优质赛道。未来智能化电动化背景下，车灯作为视觉件有望成为车辆数据流输出端的核心载体，实现从“照明”到“表达”的功能升级。

估值建议：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，考虑2021年前三季度缺芯导致公司核心客户一汽大众等排产下滑显著，我们下调盈利预测，预期21/22/23年利润14.4/18.9/22.9（前次盈利预测为21/22/23年利润15.1/19.2/23.9亿），对应PE分别43/33/27x，更新一年期（对应2022年）目标估值区间240-274元，短期缺芯不改行业需求，公司长期具备全球车灯龙头潜力，维持买入评级。

评论：

■ 汽车电动智能化时代车灯技术创新加速

智能化大背景，车灯是零部件细分优质赛道。继国信汽车团队深度跟踪和研究车灯市场以来（车灯产业链深度调研、车灯拆解实验、车灯企业和整车厂工程师拜访、国际车灯展调研等），得到客户的较大认可，而车灯作为细分汽车零部件，能超越汽车整体行业增长，其背后很大原因来自于技术升级带来的车灯价值量提升（起点高、弹性大、持续长），而根本原因是消费者愿意为汽车电子化、智能化等趋势下的车灯（美观、智能、节能）等付出更高的成本，未来智能化电动化背景下，车灯作为视觉件有望成为车辆数据流输出端的核心载体，实现从“照明”到“表达”的功能升级。

图 1：从数据流的角度挖掘未来汽车核心要素（车灯作为数据流输出端重要信息载体）



资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

随着技术趋势不断演进，造车新势力的车灯配置强调科技、智能。特斯拉的横空出世，打造了全球智能电动车的理想范本，其上搭载的全景天幕、轿跑车身、中控大屏等元素均在新势力和传统车企上迅速得到追随应用，2021年10月在柏林工厂 Giga Fest 活动上，特斯拉展示了其新型的自适应前灯。该新前灯的 LED 矩阵的分辨率足够高，甚至可以在墙上显示出“TESLA”的标志。除此之外本款自适应大灯能够帮助驾驶员在在弯曲的道路上看得更清楚，并且不会影响迎面而来的车辆的行驶视野。

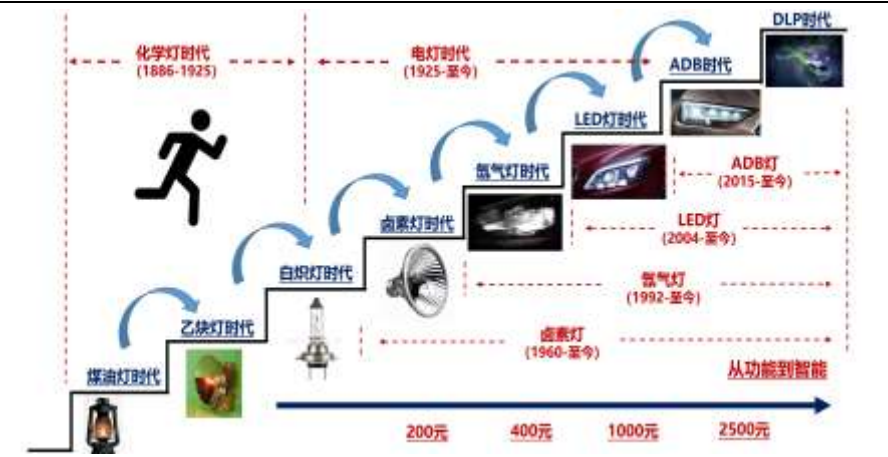
图 2：特斯拉柏林工厂 Model Y 车灯新技术展出



资料来源：车东西，国信证券经济研究所整理

造车新势力方面，蔚来、小鹏、理想标配 LED，蔚来使用贯穿式心跳尾灯、小鹏使用一体式钻石矩阵尾灯、理想使用星环式全 LED 尾灯，此外蔚来还配置智能 10 色氛围灯/光瀑式氛围灯，凸显时尚、智能。智己汽车搭载 260 万像素的 DLP 投影大灯和配置超 5000 颗 LED 的 ISC 像素信号灯，实现 V2X 智驾融合交互和智慧灯光表达。2020 年前瞻的矩阵式 LED 大灯已经在一些价位 10-20 万的车型中得到应用，比如哈弗 H6、荣威 RX5，后续 ADB、DLP、激光大灯、OLED 车灯承接 LED 车灯，市场有望持续扩容。

图 3: 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及预测

ADB 自适应远光灯系统 (Adaptive Driving Beam) 是一种智能远光灯系统，主要功能是提升夜间会车安全性。传统的汽车头灯光线耀眼，在夜间会车时极易造成对向车道驾驶者的眩目，为行车安全埋下隐患。相比之下

ADB 大灯将贡献重要增量空间。 ADB 技术通过视频摄像头信号的输入，判断前方来车的位置与距离，并相应调整灯光照射区域，避免对来车产生炫光，同时最大限度地满足驾驶者的视野需求，ADB 智能大灯可以提升 ADAS 系统夜间图像识别能力，将成为汽车安全照明的技术趋势，当前已经是 ADAS 系统的一部分，更有望成为未来智能驾驶汽车标配产品。LED 前大灯新车渗透率持续上行，从 2018 年的 23% 快速增长至 2020 年的 68%，目前已全面辐射高中低端车型，从最初豪华车 ABB 搭载 LED-国内 30 万以上的高端车型标配 LED 化-中端车型呈现 LED 化趋势-低端车型高配版 LED 化。ADB 可大幅提升驾驶体验和安全性，ADB 销量在乘用车总销量中占比约 6%，有望承接 LED 车灯，贡献重要增量空间。

通过将 2020 年国内销量 TOP30 的轿车、SUV 共 60 款重点车型进行车灯前大灯配置的全面梳理，我们发现，这 60 款车型的最新配置 (大多 2021 款) 中，有 58 款车型标配/选配 LED，其中 33 款全系标配全 LED 前大灯，有 25 款车型顶配 LED、其余卤素灯，有 1 款顶配 LED、其余氙气灯 (大众途观 L)，有 1 款顶配版标配 LED、可选配激光大灯 (12000 元、宝马 5 系)，有 9 款车可搭载 ADB 车灯。

表 1: 2020 年销量 TOP30 搭载 LED 前大灯的主要轿车车型

车企	车型	车型价位 (厂家指导价)	年款	大灯种类	换代情况	车灯高级配置	2020 年销量 (辆)	
东风日产	日产轩逸	9.98-14.30 万元	2021 款	顶配版 LED, 其余卤素	新款	/	538680	
东风日产	日产天籁	17.98-26.98 万元	2021 款	低配卤素, 其余 LED	新款	/	121651	
一汽丰田	丰田卡罗拉	10.98-15.98 万元	2021 款	LED, 卤素	新款	/	343418	
一汽丰田	丰田亚洲龙	19.98-28.98 万元	2021 款	全 LED	2019 款全 LED	/	111515	
日系	广汽本田	本田雅阁	17.98-25.98 万元	2021 款	顶配版 LED, 其余卤素	2018 款低配卤素, 其余 LED	/	210574
	广汽本田	本田凌派	9.98-16.98 万元	2020 款	全 LED	2020 款低配卤素, 其余 LED	/	113379
	广汽丰田	丰田雷凌	11.38-15.28 万元	2021 款	全 LED	新款	/	222361
	广汽丰田	丰田凯美瑞	17.98-27.98 万元	2021 款	全 LED	2019 款全 LED	/	185140
东风本田	本田思域	11.99-16.99 万元	2021 款	顶配版 LED, 其余卤素	2019 款低配卤素, 其余 LED	/	245126	
德系	上汽大众	大众朗逸	9.99-16.19 万元	2021 款	全 LED	2019 款低配卤素, 其余 LED	/	417332
	上汽大众	大众桑塔纳	8.69-11.59 万元	2021 款	全卤素	2020 款全卤素	/	175728
	上汽大众	大众帕萨特	18.59-28.29 万元	2021 款	全 LED	2020 款全 LED	/	129015

	一汽-大众奥迪	奥迪 A6L	41.98-65.38 万元	2021 款	全 LED	新款	矩阵式	172723
	一汽-大众奥迪	奥迪 A4L	30.58-39.68 万元	2020 款	全 LED	新款	矩阵式	130906
	一汽-大众	大众迈腾	18.69-30.99 万元	2020 款	全 LED	新款	矩阵式	164685
	一汽-大众	大众宝来	9.88-15.70 万元	2021 款	全 LED	2019 款标配卤素, 选配氙气	/	326341
	一汽-大众	大众速腾	12.99-19.29 万元	2021 款	全 LED	新款	/	299839
	一汽-大众	大众高尔夫	12.98-16.58 万元	2021 款	全 LED	新款	矩阵式	86031
	华晨宝马	宝马 3 系	29.39-40.99 万元	2021 款	全 LED	新款	/	156164
	华晨宝马	宝马 5 系	42.69-54.99 万元	2021 款	全 LED, 顶配版可选配激光 (12000 元)	新款	激光 (12000 元)	134547
	北京奔驰	奔驰 C 级	30.78-47.48 万元	2021 款	全 LED	新款	几何多光束 (11000 元)	152300
	北京奔驰	奔驰 E 级	43.08-64.28 万元	2021 款	全 LED	新款	几何多光束 (13500 元)	149900
	上汽通用别克	别克英朗	11.99-12.59 万元	2021 款	顶配版 LED, 其余卤素	新款	/	295857
	上汽通用别克	别克君威	18.88-24.98 万元	2020 款	全 LED	新款	矩阵式、像素式	135877
美系	上汽通用雪佛兰	雪佛兰科鲁泽	8.99-12.29 万元	2020 款	全 LED	2019 款全 LED	/	133024
	特斯拉中国	特斯拉 Model 3	26.574-41.98 万元	2021 款	全 LED	新款	/	135449
	吉利汽车	吉利帝豪	6.28-9.88 万元	2021 款	顶配版 LED, 其余卤素	2020 款低配卤素, 其余 LED	/	223369
自主	长安汽车	长安逸动	7.29-10.39 万元	2021 款	顶配版 LED, 其余卤素	2020 款低配卤素, 其余 LED	/	160140
	上汽通用五菱	五菱宏光 MINI EV	2.88-3.88 万元	2020 款	全卤素	新款	/	119255
	上汽集团	荣威 i5	6.89-11.59 万元	2020 款	顶配版 LED, 其余卤素	新款	/	115287

资料来源: 汽车之家, 515 排行榜, 国信证券经济研究所整理

表 2: 2020 年销量 TOP30 搭载 LED 前大灯的主要 SUV 车型

	车企	车型	车型价位 (厂家指导价)	年款	大灯种类	换代情况	车灯高级配置	2020 年销量 (辆)
	东风日产	日产奇骏	18.88-27.33 万元	2021 款	顶配版 LED, 其余卤素	2020 款低配卤素, 其余 LED	/	175177
	东风日产	日产逍客	15.49-18.89 万元	2021 款	顶配版 LED, 其余卤素	新款	/	161193
日系	一汽丰田	丰田 RAV4	17.48-25.88 万元	2020 款	全 LED	新款	/	174940
	广汽本田	本田皓影	16.98-25.28 万元	2021 款	全 LED	2020 款全 LED	/	156306
	广汽本田	本田缤智	12.78-17.68 万元	2020 款	顶配版 LED, 其余卤素	新款	/	150363
	广汽丰田	丰田汉兰达	23.98-32.58 万元	2021 款	顶配版 LED, 其余卤素	2020 款 LED	/	95304
	东风本田	本田 CR-V	16.98-27.68 万元	2021 款	全 LED	新款	/	249983
	东风本田	本田 XR-V	12.79-17.59 万元	2021 款	顶配版 LED, 其余卤素	2020 款低配卤素, 其余 LED	/	168272
	上汽大众	大众途观 L	21.58-28.58 万元	2021 款	顶配版 LED, 其余氙气	新款	/	178574
	上汽大众	大众途岳	16.58-22.38 万元	2021 款	全 LED	新款	/	146820
德系	一汽-大众奥迪	奥迪 Q5L	38.78-49.80 万元	2021 款	全 LED	2020 款高配 LED, 低配氙气	矩阵式 (8000 元)	144648
	一汽-大众	大众探岳	18.69-26.49 万元	2020 款	全 LED	新款	/	168445
	一汽-大众	大众 T-ROC 探歌	15.78-20.49 万元	2021 款	全 LED	2020 款全 LED	/	109605
	华晨宝马	宝马 X3	38.98-47.98 万元	2021 款	全 LED	新款	/	135694
	北京奔驰	奔驰 GLC	39.78-58.78 万元	2021 款	全 LED	新款	几何多光束	160900
美系	上汽通用别克	别克昂科威	18.99-23.99 万元	2021 款	全 LED	2020 款全 LED	/	167880
	吉利汽车	吉利博越	8.98-14.68 万元	2021 款	顶配版 LED, 其余卤素	2020 款低配卤素, 其余 LED	/	240811
	吉利汽车	吉利缤越	7.58-11.98 万元	2020 款	顶配版 LED, 其余卤素	新款	/	124456
	吉利汽车	吉利帝豪 GS	7.28-11.18 万元	2020 款	顶配版 LED, 其余卤素	新款	/	91551
	吉利汽车	吉利远景 X6	6.89-9.99 万元	2020 款	顶配版 LED, 其余卤素	新款	/	83911
	长城汽车	哈弗 H6	9.80-15.49 万元	2021 款	顶配版 LED, 其余卤素	新款	矩阵式	376864
	长城汽车	哈弗 M6	6.60-9.29 万元	2021 款	全 LED	2019 款全卤素	/	154470
	长城汽车	哈弗 F7	11.18-15.18 万元	2021 款	顶配版 LED, 其余卤素	新款	/	116453
自主	长安汽车	长安 CS75	10.39-11.99 万元	2021 款	全 LED	新款	/	266824
	长安汽车	长安 CS55	8.49-13.39 万元	2019 款	顶配版 LED, 其余卤素	2018 款 LED	/	109929
	上汽集团	荣威 RX5	9.98-13.98 万元	2021 款	全 LED	2020 款低配卤素, 其余 LED	矩阵式	167260
	上汽集团	名爵 ZS	7.88-11.28 万元	2020 款	顶配版 LED, 其余卤素	新款	/	92890
	一汽红旗	红旗 HS5	18.38-24.98 万元	2019 款	全 LED	新款	/	98365
	奇瑞汽车	奇瑞瑞虎 8	8.88-15.99 万元	2020 款	顶配版 LED, 其余卤素	新款	矩阵式	136182
	广汽乘用车	广汽传祺 GS4	8.98-13.98 万元	2021 款	顶配版 LED, 其余卤素	新款	/	126640

资料来源: 汽车之家, 515 排行榜, 国信证券经济研究所整理

■ 造车新势力推进氛围灯、DLP 投影大灯等新技术落地

前大灯方面，蔚来、小鹏、理想均配置 LED 车灯，车灯设计大多强调科技、智能，小鹏 P7 配备的光剑 2.0LED 贯穿灯具备灯舞功能。由上汽和阿里联合打造的智己汽车搭载 260 万像素的 DLP 投影大灯，实现 V2X 智驾融合交互。后尾灯方面，蔚来使用贯穿式心跳尾灯、小鹏使用一体式钻石矩阵尾灯、理想使用星环式全 LED 尾灯，均为 LED 车灯，智己汽车配置超 5000 颗 LED 的 ISC 像素信号灯，实现智慧灯光表达。氛围灯方面，蔚来配置智能 10 色氛围灯/光瀑式氛围灯，凸显时尚、智能。

蔚来目前的车灯配置均为 LED，部分车型具备远近光自动控制功能。外部配置方面，蔚来各车型均具备 LED 远近光一体式头灯、LED 日间行车灯、LED 前后流动式转向灯、LED 雾灯（带转向辅助功能），另外 ES6、ES8、EC6 包含 LED “心跳式”尾灯、LED 智能轮眉灯、LED 迎宾照明系统，ET7 包含贯穿式心跳尾灯。内部配置方面，蔚来各车型均具备 LED 阅读灯，另外 ES6、ES8、EC6 包含 LED 储物空间照明、智能 10 色氛围灯，ET7 包含光瀑式氛围灯、门槛踏板迎宾灯。NAD 安全与驾驶辅助功能方面，ES6 性能版、ES8 签名版、EC6 性能版和签名版、ET7 均具备远近光自动控制（AHB）。

表 3：蔚来分车型车灯配置

	ES6			ES8				EC6			ET7	
	运动版	性能版	签名版	六座版	七座版	签名版六座	签名版七座	运动版	性能版	签名版	ET7	ET7 首发版
官网售价 (元)	358,000	398,000	468,000	476,000	468,000	566,000	558,000	368,000	408,000	468,000	448,000	526,000
外部配置												
LED 远近光一体式头灯	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
前大灯水平自动调节	-	●	●	●	●	●	●	-	●	●	●	●
LED 日间行车灯	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
LED “心跳式”尾灯	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	-	-
贯穿式心跳尾灯	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	●	●
LED 前后流动式转向灯	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
天际线高位刹车灯	-	-	-	●	●	●	●	●	●	●	-	-
LED 雾灯(带转向辅助功能)	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
LED 智能轮眉灯	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	-	-
LED 迎宾照明系统	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	-	-
高性能尾标	-	●	●	●	●	●	●	-	●	●	-	-
内部配置												
LED 阅读灯	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
LED 储物空间照明	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	-	-
智能 10 色氛围灯	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	-	-
光瀑式氛围灯	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	●	●
门槛踏板迎宾灯	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	●	●
NAD 安全与驾驶辅助功能												
远近光自动控制 (AHB)	选装	选装	●	选装	选装	●	●	选装	●	●	●	●

资料来源：蔚来官网，国信证券经济研究所整理

小鹏目前在售车型的车灯配置均为 LED。外部配置方面，小鹏 G3 配有光剑 LED 日间行车灯、自感应全 LED 前大灯、一体式钻石矩阵 LED 尾灯（带流光转向特效）、LED 高位刹车灯和后雾灯；小鹏 P7 配有 LED 日间行车灯、自感应全 LED 前大灯（带转向辅助照明）、光剑 2.0 LED 贯穿灯。内部配置方面，小鹏 G3 标配按压式阅读灯。

表 4: 小鹏分车型车灯配置

	G3			P7					
	460c	460i	520i	后驱标准续航	后驱长续航-智行版	后驱长续航-其他	后驱超长续航-智行版	后驱超长续航-其他版	四驱高性能版
补贴后官网零售价(万元)	14.98	14.98-16.98	16.28-19.98	22.99-23.99	22.99	24.99-25.99	25.49	26.69-36.69	33.99-40.99
外部配置									
LED 日间行车灯	-	-	-	●	●	●	●	●	●
光剑 LED 日间行车灯	●	●	●	-	-	-	-	-	-
光剑 2.0 LED 贯穿灯	-	-	-	前●/后●	前-/后●	前●/后●	前- /后●	前●/后●	前●/后●
自感应全 LED 前大灯	●	●	●	-	-	-	-	-	-
自感应全 LED 前大灯(带转向辅助照明)	-	-	-	●	●	●	●	●	●
一体式钻石矩阵 LED 尾灯(带流光转向特效)	●	●	●	-	-	-	-	-	-
LED 高位刹车灯和后雾灯	●	●	●	-	-	-	-	-	-
内部配置									
按压式阅读灯	●	●	●	-	-	-	-	-	-

资料来源: 小鹏官网, 国信证券经济研究所整理

理想 ONE 配置 LED 车灯。外部配置方面, 理想 ONE 具有星环式全 LED 大灯、星环式全 LED 维度、LED 日间行车灯、IHC 远近光自动控制、前大灯高度可调等; 内部配置方面, 理想 ONE 具有 LED 触摸式阅读灯、LED 车内氛围灯、车内全 LED 照明。功能性上, 理想 ONE 星环头灯采用厚壁注塑工艺, 内置 117 颗 LED 光源, 并且支持了动态点亮, 能够在解锁时呈现出动态滚动效果, 大灯采用全 LED 光源, 矩阵排列的形式科技感十足。

图 4: 理想 ONE 灯光配置

• 星环式全 LED 大灯	• IHC 远近光自动控制
• 星环式全 LED 尾灯	• 自动头灯
• LED 近光灯	• 前大灯高度可调
• LED 远光灯	• 第一排、第二排及第三排 LED 触摸式阅读灯
• LED 日间行车灯	• LED 车内氛围灯
• LED 阅读灯	• 车内全 LED 照明
• LED 矩阵照明	

资料来源: 理想官网, 国信证券经济研究所整理

图 5: 理想 ONE 外观



资料来源: 理想官网, 国信证券经济研究所整理

由上汽和阿里强强联合打造的智己汽车, 将搭载 260 万像素的 DLP 投影大灯和配置超 5000 颗 LED 的 ISC 像素信号灯, 实现 V2X 智驾融合交互、智慧灯光表达。2021 年 4 月, 智己 L7 “天使轮版” 亮相上海车展并开启预售, 智己 L7 使用 260 万像素 DLP 数字投影大灯、ISC 智慧灯光系统、支持表情能力, 助力智能交互。

图 6: DLP 实现智能化导航指引



资料来源: 智己汽车公众号, 国信证券经济研究所整理

图 7: 智己汽车示宽光毯



资料来源: 智己汽车公众号, 国信证券经济研究所整理

图 8: 智己汽车车灯投影



资料来源: 智己汽车公众号, 国信证券经济研究所整理

图 9: 智己汽车智慧灯光表达



资料来源: 智己汽车公众号, 国信证券经济研究所整理

■ 产业链协同, 助力星宇股份前瞻车灯产品开发和场景共创

车灯作为车的眼睛, 是车身上重要的外观件, 以特斯拉和新势力为代表的车企引领车灯行业新技术的应用, 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。

虹软科技致力于计算机视觉技术的研发和应用: 虹软是计算机视觉行业领先的算法服务提供商及解决方案供应商, 将领先的计算机视觉技术与人工智能技术商业化应用在智能手机、智能汽车、智能家居、智能零售、互联网视频等领域。1) 虹软物体识别技术已运用于各个领域, 如烤箱对食物的识别, 冰箱对食材识别, 汽车对人、车、路的识别, 机器人对房间摆设的识别, 以及 AR/VR 对眼前物体的识别。2) 基于拥有自主知识产权的世界先进计算机视觉技术与人工智能技术, 虹软为各领域提供一站式视觉解决方案。

图 10: 虹软技术能力



资料来源: 虹软官网, 国信证券经济研究所整理

图 11: 虹软行业解决方案



资料来源: 虹软官网, 国信证券经济研究所整理

图 12: 虹软科技合作伙伴



资料来源: 虹软科技招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 13: 虹软科技各行业重点客户

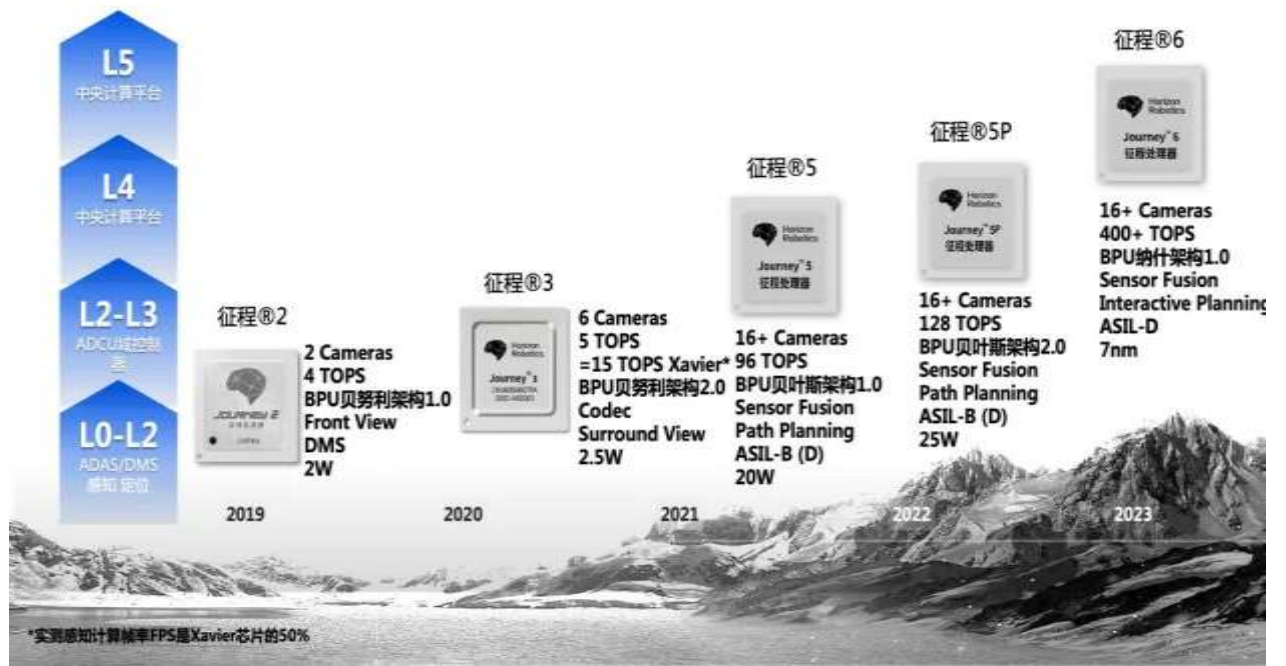


资料来源: 虹软科技招股说明书, 国信证券经济研究所整理

星宇股份参与地平线 C3 轮融资。2021 年 2 月 9 日，地平线公告完成 C3 轮 3.5 亿美元融资，获得众多汽车产业链上下游明星企业的战略加持，包括比亚迪、长城汽车、长江汽车电子、东风资产、舜宇光学、星宇股份等。

地平线已经形成覆盖从 L2 到 L3 级别的“智能驾驶+智能座舱”芯片方案的完整产品布局。智能汽车时代，汽车智能芯片就是数字发动机，以其为核心的车载计算平台将成为竞争主战场，也将是中国汽车品牌实现智能化跃迁的基石。在产品研发上，作为全球首家基于深度学习技术的汽车智能芯片创业公司，地平线已经形成覆盖从 L2 到 L3 级别的“智能驾驶+智能座舱”芯片方案的完整产品布局，并于 2021 年上半年面向 L3/L4 级别自动驾驶推出业界旗舰级的征程 5 芯片 (Journey 5)，单芯片 AI 算力高达 96TOPS，在 MAPS 评估标准下，征程 5 的跑分高达 3026 FPS，性能超越目前世界最领先的量产自动驾驶芯片——特斯拉 FSD。下一步，地平线还会推出性能更为强劲的汽车智能芯片征程 6 (Journey 6)，采用车规级 7nm 工艺，人工智能算力超过 400 TOPS。

图 14: 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

盈利预测与估值分析

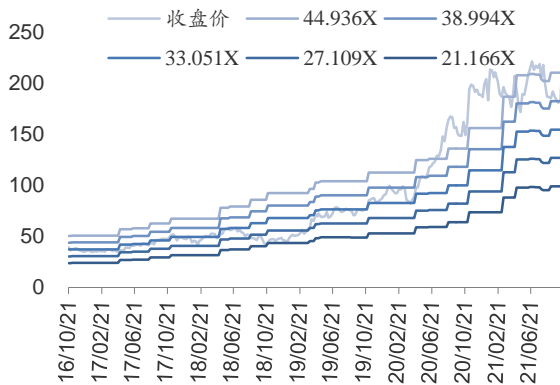
投资建议: 星宇处在起点高、弹性大、持续时间长的车灯赛道上，向高端化（日系、高端德系）、全球化（塞尔维亚建厂）迈出步伐，长逻辑通顺，考虑 2021 年前三季度缺芯导致公司核心客户一汽大众等排产下滑显著，我们下调盈利预测，预期 21/22/23 年利润 14.4/18.9/22.9 (前次盈利预测为 21/22/23 年利润 15.1/19.2/23.9 亿)，对应 PE 分别 43/33/27x，更新一年期（对应 2022 年）目标估值区间 240-274 元，短期缺芯不改行业需求，公司长期具备全球车灯龙头潜力，维持买入评级。

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），三家可比公司 2022 年平均 PE 约为 31 倍。更新星宇一年期目标估值（对应 2022 年）为 240-274 元（对应 2022 年 PE 35-40 倍），当前股价（223.41 元）距离目标估值上限仍有约 23% 提升空间，持续看好，维持买入评级。

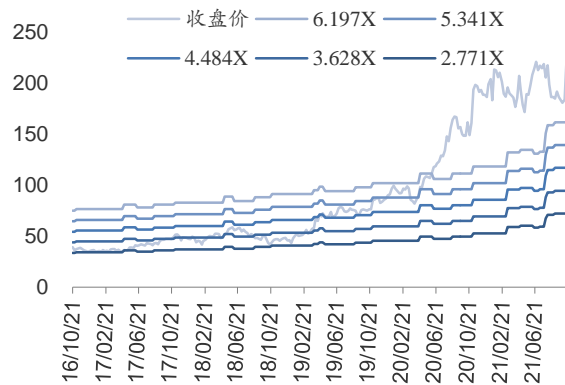
表 5: 可比公司估值表 (20211017)

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	72.49	352	1.37	2.08	2.67	74	35	27
603786	科博达	买入	67.01	268	1.29	1.54	2.09	52	43	32
601689	拓普集团	增持	46.58	513	0.60	1.07	1.40	64	44	33
	平均			378	1.09	1.56	2.05	63	41	31
601799	星宇股份	买入	223.41	638	4.20	5.20	6.85	47	43	33

资料来源: WIND、国信证券经济研究所预测

图 15: 公司 PE-Bands


资料来源:

图 16: 公司 PB-Bands


资料来源:

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2169	1781	2443	3481
应收款项	1898	2237	2823	3379
存货净额	1550	2121	2657	3189
其他流动资产	53	2903	3664	4385
流动资产合计	8619	11991	14535	17384
固定资产	2295	84	75	78
无形资产及其他	382	368	353	339
投资性房地产	132	132	132	132
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	11428	12576	15096	17933
短期借款及交易性金融负债	0	130	130	130
应付款项	3492	3712	4649	5581
其他流动负债	385	260	324	388
流动负债合计	3877	4101	5103	6100
长期借款及应付债券	1323	1093	1093	1093
其他长期负债	308	313	318	323
长期负债合计	1631	1406	1411	1416
负债合计	5509	5508	6515	7516
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	5919	7068	8582	10417
负债和股东权益总计	11428	12576	15096	17933

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	4.20	5.20	6.85	8.31
每股红利	1.02	1.04	1.37	1.66
每股净资产	21.44	25.59	31.08	37.72
ROIC	36%	33%	42%	42%
ROE	20%	20%	22%	22%
毛利率	27%	27%	28%	28%
EBIT Margin	22%	18%	19%	19%
EBITDA Margin	24%	21%	21%	21%
收入增长	20%	24%	26%	20%
净利润增长率	47%	24%	32%	21%
资产负债率	48%	44%	43%	42%
息率	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%
P/E	53.2	43.0	32.6	26.9
P/B	10.4	8.7	7.2	5.9
EV/EBITDA	37.5	36.1	27.8	23.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7323	9071	11449	13704
营业成本	5324	6606	8250	9875
营业税金及附加	43	54	69	82
销售费用	166	199	235	274
管理费用	189	574	694	824
财务费用	(5)	42	45	16
投资收益	0	70	70	70
资产减值及公允价值变动	81	20	0	0
其他收入	(320)	0	0	0
营业利润	1367	1685	2226	2701
营业外净收支	(2)	14	14	14
利润总额	1365	1699	2239	2714
所得税费用	205	263	347	421
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	1160	1436	1892	2294

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1160	1436	1892	2294
资产减值准备	(24)	2262	52	41
折旧摊销	192	224	253	272
公允价值变动损失	(81)	(20)	0	0
财务费用	(5)	42	45	16
营运资本变动	486	(1399)	(824)	(768)
其它	24	(2262)	(52)	(41)
经营活动现金流	1756	241	1321	1798
资本开支	(798)	(241)	(281)	(301)
其它投资现金流	(1177)	0	0	0
投资活动现金流	(1975)	(241)	(281)	(301)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	(230)	0	0
支付股利、利息	(281)	(287)	(378)	(459)
其它融资现金流	1692	130	0	0
融资活动现金流	1131	(387)	(378)	(459)
现金净变动	912	(387)	661	1038
货币资金的期初余额	1257	2169	1781	2443
货币资金的期末余额	2169	1781	2443	3481
企业自由现金流	1240	(32)	1007	1440
权益自由现金流	2932	(144)	1001	1444

相关研究报告

- 《国信证券-星宇股份-601799-2021 年中报点评：业绩超预期，像素式前照灯研发成功》 ——2021-08-31
- 《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

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

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