太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

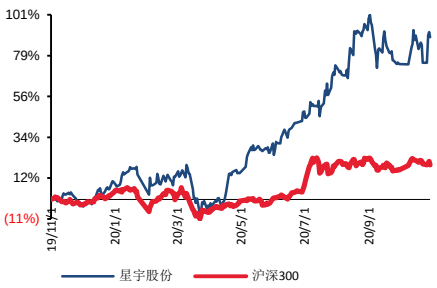
2020-11-01
公司研究报告
增持/维持

星宇股份(601799)
目标价：180
昨收盘：162.39

可选消费 汽车与汽车零部件

# 星宇三季报点评 高毛利超预期

■ 走势比较




■ 股票数据

| | |
|---|---|
| 总股本/流通(百万股) | 276/276 |
| 总市值/流通(百万元) | 44,845/44,845 |
| 12 个月最高/最低(元) | 172.80/79.65 |

**相关研究报告：**

星宇股份（601799）《逆风向阳-星宇二季度业绩优异》--2020/08/17

星宇股份（601799）《星宇“龙抬头”-受益于二季度车企全面复苏》--2020/07/14

星宇股份（601799）《【太平洋汽车】星宇股份年报及一季报点评：行业低谷中的明灯》--2020/04/19

**证券分析师：白宇**
电话：010-88695257
E-MAIL：baiyu@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190518020004

**证券分析师：赵水平**
电话：15601632638
E-MAIL：zhaosp@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190520040001

**事件：**公司前三季度营收 47.5 亿，同比增长 15.67%，实现归母净利润 7.07 亿，同比增长 33%，实现扣非归母净利润 6.5 亿，同比增长 32%。单三季度，营收 18.7 亿，同比增长 34%，实现归母净利润 3.16 亿，同比增长 65%。三季度净利率高达 16.89%，为近几年最高，盈利能力超预期。

**1、Q3 净利率高达 16.89%，同比增长 3.16pct：**公司前三季度毛利 26.52%，同比提高 2.79pct。单三季度毛利高达 28.96%，同比提高 4.71pct。我们可以看到今年前三个季度，公司净利逐步提高，12.68%，14.29%，16.89%，第一季度由于疫情影响严重导致固定成本相对较高，从二季度开始恢复，净利率已经超过之前几年平均水平，或由于产品升级，客户结构好所致。三季度的净利，进一步证明了公司的客户结构改善，中高端客户如红旗，大众销量好，且规模效应凸显。

**2、战略客户红旗 1-10 月累计销量为 15.3 万台，同比增长 103%：**今年七月份我们已经提到红旗作为星宇的战略客户，是公司第一款 ADB 大灯量产客户，具有绝对的里程碑意义。而红旗今年累计销量 15.3 万台，同比大幅增长 103%，意味着公司高端 LED 产品以及矩阵大灯的出货量增长，产品结构改善。尤其今年 8 月上市的 H9，价格类比奥迪 A6L，但上市第二个月销量已经高达 2501 台。未来红旗高端车型的销量进一步提高，有助于公司的产品结构和利润进一步体现。

**3、看好未来车灯继续 LED 化+ADB 占比提高+公司海外工厂运营：**由于 LED 车灯以及更进一步 ADB 矩阵大灯是确定趋势，公司作为该赛道内的重要选手，必然受益。同时，公司的战略客户红旗销量有望进一步提高，ADB 的占比也将进一步增加。明年公司海外工厂将实现投产，对于长期业绩也会有进一步促进作用。

**投资建议：**国内车灯龙头企业，长期看好 LED 大灯普及率提升，单车价值提升；以及公司具备完整的技术储备，海外市场开拓能力。提高盈利预测：预计 20/21/22 年归母净利润 10.25/12.69/16.00 亿。

**风险提示：**汽车行业销量低于预期，车灯 LED 渗透率不及预期。

■ **盈利预测和财务指标：**

| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 6092 | 6701 | 8189 | 10137 |
| (+/-%) | 20.06 | 10.00 | 22.21 | 23.79 |
| 净利润(百万元) | 790 | 1025 | 1269 | 1600 |
| (+/-%) | 29.38 | 29.82 | 23.72 | 26.09 |
| 摊薄每股收益(元) | 2.86 | 3.71 | 4.59 | 5.79 |
| 市盈率(PE) | 56.77 | 43.73 | 35.35 | 28.03 |

*资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算*

**资产负债表(百万)**

| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 802 | 1,257 | 536 | 1,353 | 2,424 |
| 应收和预付款项 | 1,171 | 1,778 | 1,175 | 2,458 | 2,160 |
| 存货 | 1,317 | 1,504 | 1,443 | 2,161 | 2,270 |
| 其他流动资产 | 2,335 | 29 | 1,603 | 1,323 | 985 |
| 流动资产合计 | 5,625 | 6,341 | 6,449 | 8,995 | 9,539 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 1,035 | 1,214 | 1,162 | 1,110 | 1,058 |
| 在建工程 | 161 | 510 | 510 | 510 | 510 |
| 无形资产 | 360 | 386 | 370 | 354 | 338 |
| 长期待摊费用 | 46 | 81 | 23 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 21 | 22 | 101 | 48 | 57 |
| 资产总计 | 7,249 | 8,554 | 8,616 | 11,017 | 11,503 |
| 短期借款 | 300 | 211 | 616 | 0 | 0 |
| 应付和预收款项 | 2,259 | 3,036 | 2,114 | 4,290 | 3,726 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 10 | 0 | 0 |
| 其他负债 | 320 | 422 | 328 | 356 | 369 |
| 负债合计 | 2,879 | 3,669 | 3,068 | 4,647 | 4,095 |
| 股本 | 276 | 276 | 276 | 276 | 276 |
| 资本公积 | 2,659 | 2,659 | 2,659 | 2,659 | 2,659 |
| 留存收益 | 1,432 | 1,949 | 2,615 | 3,440 | 4,480 |
| 归母公司股东权益 | 4,368 | 4,885 | 5,551 | 6,375 | 7,415 |
| 少数股东权益 | 1 | 0 | (2) | (5) | (7) |
| 股东权益合计 | 4,369 | 4,885 | 5,549 | 6,371 | 7,408 |
| 负债和股东权益 | 7,249 | 8,554 | 8,616 | 11,017 | 11,503 |

**现金流量表(百万)**

| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 经营性现金流 | 683 | 1,080 | (901) | 1,911 | 1,639 |
| 投资性现金流 | (92) | (204) | 130 | 16 | 15 |
| 融资性现金流 | (385) | (378) | 50 | (1,110) | (583) |
| 现金增加额 | 215 | 481 | (721) | 817 | 1,071 |

**利润表(百万)**

| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 5,074 | 6,092 | 6,701 | 8,189 | 10,137 |
| 营业成本 | 3,930 | 4,628 | 4,892 | 5,953 | 7,350 |
| 营业税金及附加 | 33 | 33 | 40 | 49 | 59 |
| 销售费用 | 145 | 140 | 147 | 172 | 208 |
| 管理费用 | 131 | 155 | 436 | 485 | 598 |
| 财务费用 | 2 | 4 | 4 | 40 | 23 |
| 资产减值损失 | 44 | (8) | 15 | 8 | 10 |
| 投资收益 | 98 | 2 | 50 | 23 | 15 |
| 公允价值变动 | 0 | 76 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 718 | 948 | 1,216 | 1,505 | 1,905 |
| 其他非经营损益 | (2) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 716 | 948 | 1,217 | 1,505 | 1,905 |
| 所得税 | 108 | 159 | 193 | 239 | 308 |
| 净利润 | 608 | 790 | 1,023 | 1,266 | 1,597 |
| 少数股东损益 | (2) | (0) | (2) | (3) | (2) |
| 归母股东净利润 | 611 | 790 | 1,025 | 1,269 | 1,600 |

**预测指标**

| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 毛利率 | 22.56 | 24.03 | 26.99 | 27.30 | 27.50 |
| 销售净利率 | 14.15 | 15.56 | 18.15 | 18.38 | 18.79 |
| 销售收入增长率 | 19.24 | 20.06 | 10.00 | 22.20 | 23.80 |
| EBIT 增长率 | 60.33 | 37.53 | -0.16 | 26.58 | 24.82 |
| 净利润增长率 | 29.91 | 29.38 | 29.82 | 23.72 | 26.09 |
| ROE | 13.98 | 16.17 | 18.47 | 19.90 | 21.57 |
| ROA | 8.39% | 9.23% | 11.88 | 11.49 | 13.89 |
| ROIC | 17.51 | 20.86 | 52.26 | 34.00 | 49.44 |
| EPS(X) | 2.21 | 2.86 | 3.71 | 4.59 | 5.79 |
| PE(X) | 73.45 | 56.77 | 43.73 | 35.35 | 28.03 |
| PB(X) | 10.27 | 9.18 | 8.08 | 7.03 | 6.05 |
| PS(X) | 8.84 | 7.36 | 6.69 | 5.48 | 4.42 |
| EV/EBITDA(X) | 12.45 | 17.07 | 33.47 | 25.89 | 20.37 |

***资料来源：WIND，太平洋证券***

# 投资评级说明

## 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

## 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

# 销 售 团 队

| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---|---|---|---|
| 全国销售总监 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 华北销售副总监 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 华北销售 | 孟超 | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com |
| 华北销售 | 韦珂嘉 | 13701050353 | weikj@tpyzq.com |
| 华北销售 | 韦洪涛 | 13269328776 | weiht@tpyzq.com |
| 华东销售总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com |
| 华东销售副总监 | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com |
| 华东销售 | 杨海萍 | 17717461796 | yanghp@tpyzq.com |
| 华东销售 | 杨晶 | 18616086730 | yangjinga@tpyzq.com |
| 华东销售 | 秦娟娟 | 18717767929 | qinjj@tpyzq.com |
| 华东销售 | 王玉琪 | 17321189545 | wangyq@tpyzq.com |
| 华东销售 | 慈晓聪 | 18621268712 | cixc@tpyzq.com |
| 华东销售 | 郭瑜 | 18758280661 | guoyu@tpyzq.com |
| 华东销售 | 徐丽闵 | 17305260759 | xulm@tpyzq.com |
| 华南销售总监 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com |
| 华南销售副总监 | 查方龙 | 18565481133 | zhafl@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张靖雯 | 18589058561 | zhangjingwen@tpyzq.com |
| 华南销售 | 何艺雯 | 13527560506 | heyw@tpyzq.com |

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。