证券研究报告—动态报告

汽车汽配

汽车零配件Ⅱ

星宇股份(601799)

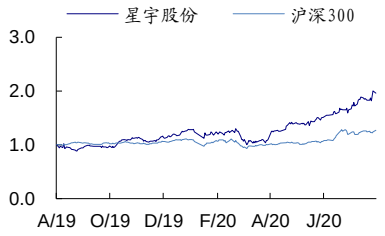
买入

2020 年中报点评

（维持评级）

2020 年 08 月 18 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)	276/276
总市值/流通(百万元)	42,495/42,495
上证综指/深圳成指	3,439/13,742
12 个月最高/最低(元)	158.88/69.01

相关研究报告:

《星宇股份-601799-星宇股份系列点评之三十二：发布可转债预案，募投车灯模具及电子工厂》 ——2020-06-10

《星宇股份-601799-2019 年报暨 2020 年一季报点评：19 年迎订单大年，20Q1 超预期》 ——2020-04-19

《星宇股份-601799-星宇股份系列点评之三十："家文化"：换个视角看星宇》 ——2020-04-12

《星宇股份-601799-重大事件快评：塞尔维亚如期进入开工建设，日系客户认可度提升》 ——2020-03-18

《星宇股份-601799-2019 年三季报点评：Q3 利润超预期，毛利率持续改善》 ——2019-10-28

证券分析师：梁超
电话：0755-22940097
E-MAIL：liangchao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515080001

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

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

业绩符合预期，毛利率改善显著

- **中报利润+15%，Q2 营收利润增长提速，业绩符合预期**

  星宇股份 2020 年中报营收 28.79 亿元，+6.33%，归母净利 3.91 亿元，+15.21%，扣非 3.54 亿元，+12.46%，经营性净现金流 6.4 亿，+315%。**整体而言，上半年利润符合预期。单 Q2 公司实现营收 16.20 亿元，+26.31%，归母净利 2.32 亿元，+36.98%，扣非 2.04 亿元，+27.37%。**

- **Q2 毛利率同比大幅提升，研发费用率略有提升**

  2020H1 公司毛利率 24.93%，+1.48pct，净利率 13.59%，+1.06pct。四费率 9.48%，+0.83pct，其中研发费用率 4.67%，+0.94pct。2020Q2 **公司毛利率 27.36%（创 2013 年以来单季新高，或为产品结构改善叠加智能产业园一期产能爬坡所致）**，环比+5.61pct，同比+3.74pct，四费率 9.6%，同比+1.22pct，其中研发费用率 4.72pct，同比+0.79pct。

- **2020 年上半年新订单、新产能、新产品持续拓展**

  新项目方面，2020 年上半年公司承接 18 个新车型（去年同期 34 个），批产 19 个新车型（去年同期 23 个）；新产品方面，上半年公司 ADB 大灯、贯穿式尾灯量产，迎宾尾灯研发成功；新产能方面，智能产业园一期去年底竣工现已投产，二期预计 20Q4 竣工，塞尔维亚工厂预计 21Q1 竣工。

- **产品升级+全球化步伐加速，中长期增量充足**

  中长期维度：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），海外如预期开工（未受疫情拖累进度，21 年一季度规划投产），ADB 今年内量产（红旗车型），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：**海外工厂受疫情及全球局势影响；原材料价格波动风险。

- **投资建议：长期具备全球车灯龙头潜力，维持买入评级**

  星宇中报业绩符合预期，我们维持此前盈利预测，预计 20/21/22 年利润 9.3/11.8/14.7 亿，对应 PE 分别 46/36/29x，参照可比公司相对估值，更新一年期（对应 2021 年）目标估值区间 171-200 元，维持买入评级。

盈利预测和财务指标

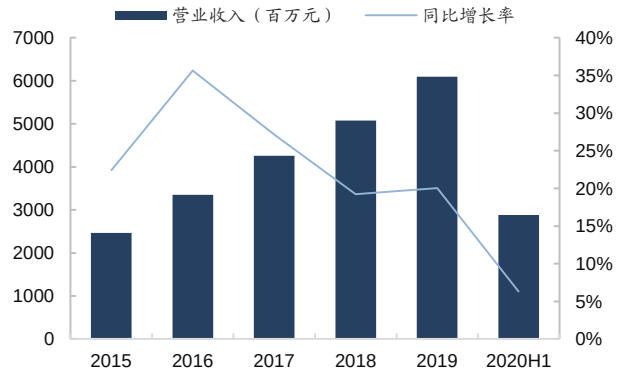
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,074	6,092	7,105	8,896	11,007
(+/-%)	*19.2%*	*20.1%*	*16.6%*	*25.2%*	*23.7%*
净利润(百万元)	611	790	931	1180	1466
(+/-%)	*29.9%*	*29.4%*	*17.9%*	*26.7%*	*24.3%*
摊薄每股收益(元)	2.21	2.86	3.37	4.27	5.31
EBIT Margin	16.5%	18.7%	14.4%	15.4%	15.6%
净资产收益率(ROE)	14.0%	16.2%	17.4%	19.9%	22.0%
市盈率(PE)	40.7	31.6	45.6	36.0	29.0
EV/EBITDA	20.3	22.4	40.2	31.0	25.7
市净率(PB)	3.77	5.11	7.94	7.15	6.37

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

中报利润+15%，业绩符合预期。星宇股份 2020H1 实现营收 28.79 亿元，+6.33%（2020H1 国内汽车产销均下降约 16.8%，乘用车产销均下降约 22.5%），归母净利 3.91 亿元，+15.21%，扣非 3.54 亿元，+12.46%，经营性净现金流 6.4 亿，+315%。整体而言，上半年营收稳健，利润符合预期。

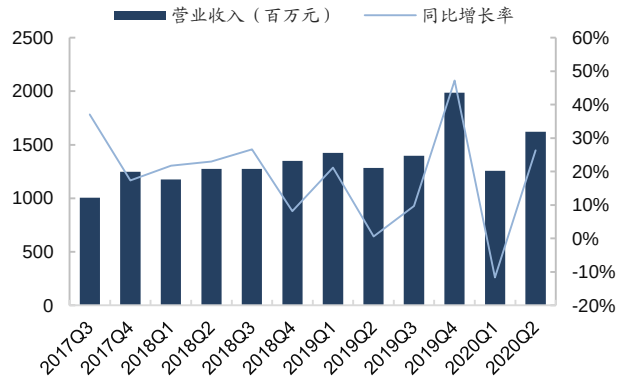
拆分季度来看，单 Q2 公司实现营收 16.20 亿元，+26.31%（2020Q2 国内乘用车产量+6%，销量+2%），归母净利 2.32 亿元，+36.98%，扣非 2.04 亿元，+27.37%。

图 1：公司营业收入及增速



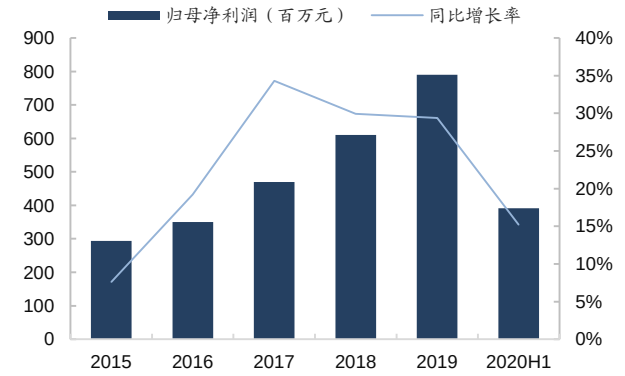
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及增速



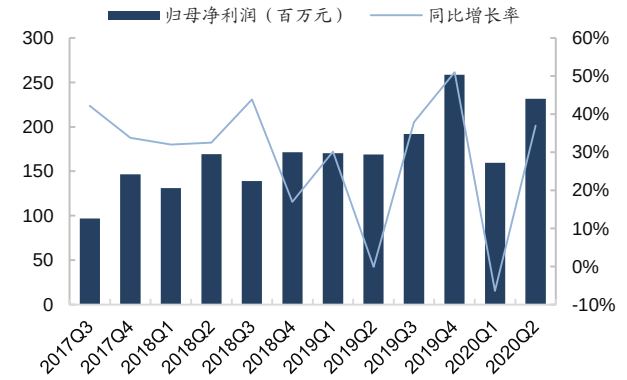
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

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

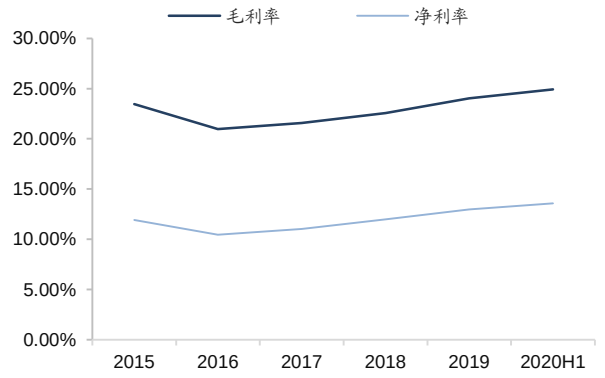
图 4：公司单季度净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

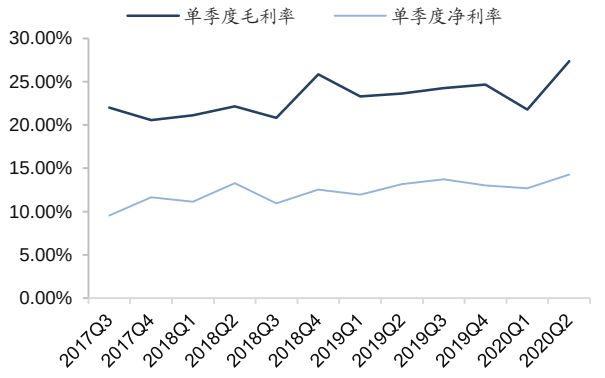
Q2 毛利率大幅提升，或为产品结构改善叠加智能产业园一期产能爬坡。2020H1 公司毛利率 24.93%，+1.48pct，净利率 13.59%，+1.06pct。四费率 9.48%，+0.83pct，其中研发费用率 4.67%，+0.94pct。2020Q2 公司毛利率 27.36%（创 2013 年以来单季新高），环比+5.61pct，同比+3.74pct。

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

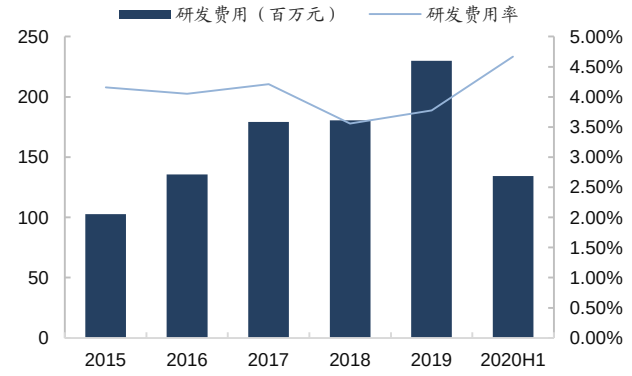
图 6：公司单季度毛利率和净利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

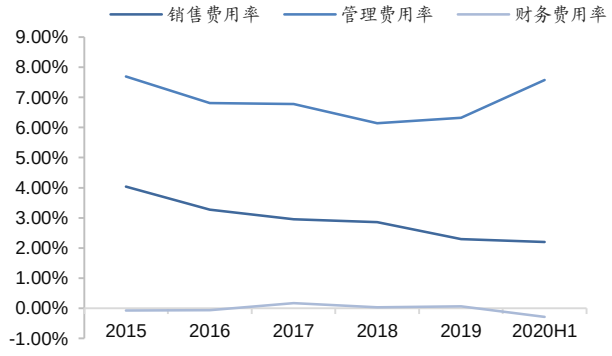
四费率 9.6%，同比+1.22pct，其中研发费用率 4.72pct，同比+0.79pct。

图 7：研发费用及费用率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

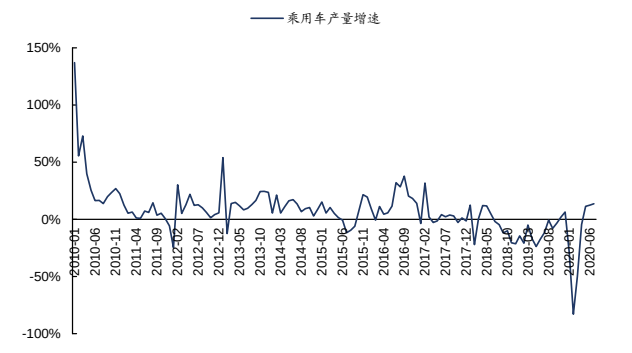
图 8：三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理（其中管理费用率中包含研发费用）

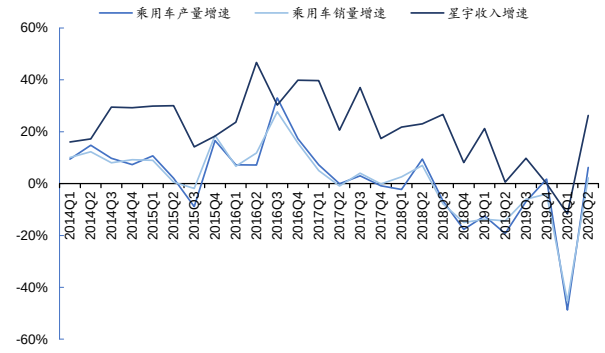
优质客户结构+充足增量订单，星宇营收持续超越行业约 30 个百分点。中国乘用车行业 2020 年上半年产销分别-22.5%/-22.4%，星宇 2020 年上半年营收+6%；乘用车行业 2020Q2 产销分别+6%/+2%，星宇 2020Q2 营收+26.3%；可见星宇营收持续超越乘用车行业约 25-30 个百分点。

图 7：2010-2020 年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



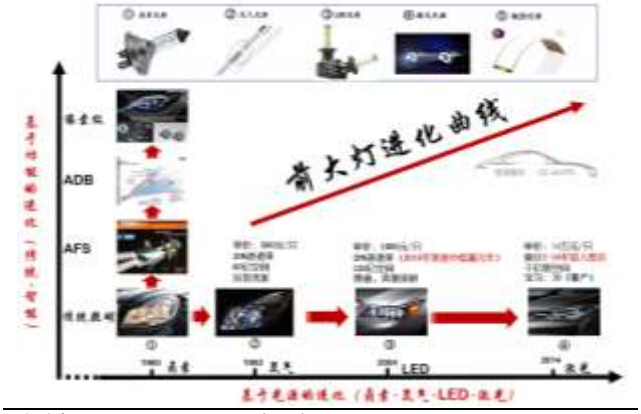
资料来源：公司公告、中汽协、国信证券经济研究所整理

新订单——2019 年是星宇继 2016 年以来的又一个订单大年。2019 年，公司

承接 89 个车型的车灯开发项目（上半年 34 个，下半年 55 个），批产新车型 45 个（上半年 23 个，下半年 22 个）。2020 年上半年公司承接 18 个新车型（去年同期 34 个），批产 19 个新车型（去年同期 23 个）；

新产品——2020 年上半年公司 ADB 大灯、贯穿式尾灯量产，具有迎宾功能的律动式尾灯研发成功，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；

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”、“品质优良奖”
2020 年 6 月 12 日	**丰田汽车**	**“区域贡献奖”**

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 12 日，星宇股份获丰田汽车颁发 2019 年度丰田“区域贡献奖”。“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。该奖项原计划由丰田章男社长在日本丰田全球供应商大会上亲自颁发，但受疫情影响，日本丰田汽车委托天津一汽丰田汽车有限公司岛本巖副总经理一行亲临星宇颁发，该奖项的获取标志着星宇的日系全球化合作更进一步。

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 8：2020 年星宇获得丰田全球奖项



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。2019 年佛山工厂二期项目竣工，智能制造产业园一期项目竣工，智能产业园二期预计 20Q4 竣工，2020 年 3 月起公司塞尔维亚开工建设，预计塞尔维亚工厂 21Q1 竣工。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，2019 年是星宇股份的订单大年+海外元年+ADB 订单元年。当前星宇和日系合作愉快（拿下丰田全球区域贡献奖、广汽丰田供应商研发、质量多项大奖），海外如预期开工（未受疫情拖累进度），ADB 今年内量产（红旗车型），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；年降和原材料价格波动风险。

投资建议：中报利润符合预期，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，2020 年中报星宇业绩符合预期，我们维持此前盈利预测，预计 20/21/22 年利润 9.3/11.8/14.7 亿，对应 PE 分别 46/36/29x。参照可比公司相对估值，更新一年期（对应 2021 年）目标估值区间 171-200 元，维持买入评级

维持盈利预测：

表 2：星宇股份业务拆分

报告期	2017 年报	2018 年报	2019 年报	2020E	2021E	2022E
报表类型						
车灯类						
收入	375,249	450,540	565,657	662,519	832,205	1,031,934
增速	26%	20%	26%	17%	26%	24%
成本	289,474	344,151	425,091	494,902	615,832	763,631
毛利	85,775	106,389	140,566	167,617	216,373	268,303
毛利率(%)	23%	24%	25%	25%	26%	26%
汽车销售及维修						
收入						
增速						
成本						
毛利						
毛利率(%)						
柔性扁平电缆						
收入	6,637	7,152	1,780	0	0	0
增速	1%	8%	-75%	0%	0%	0%
成本	5,250	5,341	1,354	0	0	0
毛利	1,387	1,811	426	0	0	0
毛利率(%)	21%	25%	24%	25%	25%	25%
三角警示牌类						
收入	1,054	1,108	1,260	1,386	1,524	1,677
增速	9%	5%	14%	10%	10%	10%
成本	1,140	1,183	1,260	1,386	1,524	1,677
毛利	-86	-76	0	0	0	0
毛利率(%)						
其他业务						
收入	42,602	48,607	40,484	46,556	55,867	67,041
增速	85%	14%	-17%	15%	20%	20%
成本	37,888	42,279	35,626	40,969	49,163	58,996
毛利	4,713	6,328	4,858	5,587	6,704	8,045
毛利率(%)	11%	13%	12%	12%	12%	12%
整体						
主营业务收入	425,541.61	507,406.73	609,179.82	710,460.66	889,596.74	1,100,651.87
主营业务收入/营业总收入	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
主营业务成本	333,752.32	392,954.14	463,330.36	537,256.64	666,519.31	824,304.02
主营业务成本/营业总成本	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
营业总收入	425,541.61	507,406.73	609,179.82	710,460.66	889,596.74	1,100,651.87
增速	**27.15%**	**19.24%**	20.06%	16.63%	25.21%	23.72%
营业总成本	333,752.32	392,954.14	463,330.36	537,256.64	666,519.31	824,304.02
增速	26.19%	17.68%	17.91%	15.96%	24.06%	23.67%
营业总成本/营业总收入	78.43%	77.44%	76.06%	75.62%	74.92%	74.89%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

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）。2019 年三季报给予的目标估值 104 元现已达成，参照可比公司 2021 年目标估值区间（40-47x），更新调整星宇一年期目标估值（对应 2021 年）为 171-200 元，当前股价（153.88 元）距离目标估值仍有约 30%提升空间，持续看好，维持买入评级。

表 3：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		
					2018A	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
603338	浙江鼎力	无	95.33	462.81	1.94	2	1.9	2.49	47.67	50.17	38.29
603786	科博达	增持	75.38	301.60	1.21	1.19	1.32	1.65	63.34	57.11	45.68
601689	拓普集团	增持	43.46	458.50	1.04	0.43	0.59	0.78	101.07	73.66	55.72
平均					1.2	1.21	1.27	1.64	70.69	60.31	46.56
601799	星宇股份	买入	153.88	424.95	2.21	2.86	3.37	4.27	53.80	45.66	36.04

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）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1257	600	600	600
应收款项	1705	1752	2194	2714
存货净额	1504	1734	2152	2669
其他流动资产	102	2273	2847	3522
流动资产合计	**6341**	**8132**	**9565**	**11278**
固定资产	1724	1819	1916	2014
无形资产及其他	386	372	357	343
投资性房地产	103	103	103	103
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	**8554**	**10425**	**11942**	**13738**
短期借款及交易性金融负债	211	1803	1942	2033
应付款项	3028	3034	3767	4671
其他流动负债	180	213	264	327
流动负债合计	**3420**	**5050**	**5972**	**7031**
长期借款及应付债券	0	(230)	(230)	(230)
其他长期负债	249	254	259	264
长期负债合计	**249**	**24**	**29**	**34**
负债合计	**3669**	**5075**	**6002**	**7065**
少数股东权益	0	(0)	(0)	(1)
股东权益	4885	5351	5941	6674
负债和股东权益总计	**8554**	**10425**	**11942**	**13738**

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	2.86	3.37	4.27	5.31
每股红利	1.05	1.69	2.14	2.65
每股净资产	17.69	19.38	21.51	24.17
ROIC	24%	21%	21%	23%
ROE	16%	17%	20%	22%
毛利率	24%	24%	25%	25%
EBIT Margin	19%	14%	15%	16%
EBITDA Margin	21%	17%	18%	18%
收入增长	20%	17%	25%	24%
净利润增长率	29%	18%	27%	24%
资产负债率	43%	49%	50%	51%
息率	0.7%	1.1%	1.4%	1.7%
P/E	53.8	45.6	36.0	29.0
P/B	8.7	7.9	7.2	6.4
EV/EBITDA	36.1	40.2	31.0	25.7

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**6092**	**7105**	**8896**	**11007**
营业成本	4628	5373	6665	8243
营业税金及附加	33	48	60	75
销售费用	140	220	267	330
管理费用	155	442	531	643
财务费用	4	24	60	65
投资收益	2	70	70	70
资产减值及公允价值变动	84	20	0	0
其他收入	(270)	0	0	0
营业利润	948	1088	1382	1720
营业外净收支	0	14	14	14
利润总额	**948**	**1101**	**1395**	**1734**
所得税费用	159	171	216	269
少数股东损益	(0)	(0)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	**790**	**931**	**1180**	**1466**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	**790**	**931**	**1180**	**1466**
资产减值准备	8	18	4	3
折旧摊销	143	163	194	214
公允价值变动损失	(84)	(20)	0	0
财务费用	4	24	60	65
营运资本变动	2363	(2386)	(641)	(737)
其它	(8)	(18)	(4)	(4)
经营活动现金流	**3211**	**(1312)**	**732**	**943**
资本开支	(747)	(241)	(281)	(301)
其它投资现金流	(1773)	0	0	0
投资活动现金流	**(2519)**	**(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	(289)	(466)	(590)	(733)
其它融资现金流	341	1592	139	91
融资活动现金流	**(237)**	**896**	**(451)**	**(642)**
现金净变动	**455**	**(657)**	**0**	**0**
货币资金的期初余额	802	1257	600	600
货币资金的期末余额	1257	600	600	600
企业自由现金流	2705	(1601)	431	626
权益自由现金流	3045	(259)	519	662

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 ±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 ±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