

# 星宇股份（601799）：天时地利人和是否还在？

2020年05月21日

推荐/维持

星宇股份 公司报告

星宇股份过去 10 年间的持续高速增长，是基于一系列的天时地利人和。我们认为公司成功的核心原因是在优质的车灯赛道上，不断在合适的时点满足合资整车客户的需求。

进入 2010 年代后，合资车企降低成本的诉求不断提升。公司通过此前长期的积累，以过硬的实力和成本满足了客户的需求。车灯作为关键的汽车零部件系统，对研发、生产的投入的需求却相对不太高，细分领域内部没有军备竞赛。公司的专注尤其体现在以专业的手段获取成本上的优势，同时不损害开发过程的灵活性以及产品的质量。

在下游成长性大不如前的今天，我们认为公司的多数竞争优势仍然存在。主要原因：

- 车灯优质赛道的特性未变；
- 车灯行业竞争格局稳定，无强势民营企业冲击，行业发生价格战的几率不大；
- 技术与管理壁垒仍在，竞争对手中无强力民营挑战者；
- 上游议价能力一般；
- COVID-19 带来的疫情并未影响公司的利润确定性。公司的海外业务占比不高，供应商的海外依存度也明显低于竞争对手。

**公司盈利预测及投资评级：** 公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 9.7、12.3 和 14.6 亿元，对应 EPS 分别为 3.51、4.45 和 5.28 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 31、25 和 21 倍。目前股价对应 1.4x Peg，在汽车零部件行业中居于中等偏上。我们认为公司的增长确定性大，且高于汽车零部件标的平均水平，维持“推荐”评级。

**风险提示：** 国内乘用车消费不及预期。

## 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,074	6,092	6,701	8,109	9,489
增长率（%）	19.2%	20.1%	10.0%	21.0%	17.0%
归母净利润（百万元）	611	790	970	1,230	1,457
增长率（%）	29.7%	29.8%	22.8%	26.8%	18.5%
净资产收益率（%）	14.0%	16.2%	16.8%	18.4%	18.7%
每股收益（元）	2.21	2.86	3.51	4.45	5.28
PE	49.87	38.55	31.39	24.76	20.89
PB	6.97	6.23	5.29	4.56	3.92

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介：

公司主要经营汽车灯具的研发、设计、制造和销售，是我国较大的内资车灯总成制造商和设计方案提供商。公司产品覆盖德系、日系、美系、法系和中国多家自主品牌整车企业，客户涵盖欧系、日系、美系和中国多家自主品牌整车企业。

## 未来 3-6 个月重大事项提示：

2020 年 7 月 1 日：国五汽油车停止生产

2020 年 7 月 23 日：2020 年版新能源车补贴标准开始实施

## 交易数据

52 周股价区间（元）	112.4-68.65
总市值（亿元）	304.49
流通市值（亿元）	304.49
总股本/流通 A 股（万股）	27,616/27,616
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.5%

## 52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 分析师：陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517080001

## 研究助理：刘一鸣

021-25102862

liu\_y\_m@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480118060021

## 研究助理：张觉尹

021-25102862

zhangjueyin@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070035

## 目 录

1. 公司成功之路复盘：时势造英雄，专注车灯觅良机 .....	3
1.1 天时：合资车企对“经济且靠谱”的车灯供应商有需求 .....	3
1.2 地利：车灯行业是天然优质赛道，军备竞赛必要性低 .....	3
1.3 人和：专注与果断铸就成功 .....	5
2. 车市剧变之后，公司的优势是否还在？ .....	6
3. 盈利预测及投资建议 .....	8
4. 风险提示 .....	8

## 插图目录

图 1：星宇股份营收及同比增速 .....	3
图 2：星宇股份归母净利润及同比增速 .....	3
图 3：车灯开发流程 .....	5
图 4：星宇股份的车灯客户开发历程 .....	6
图 5：汽车零部件行业特性对比 .....	7

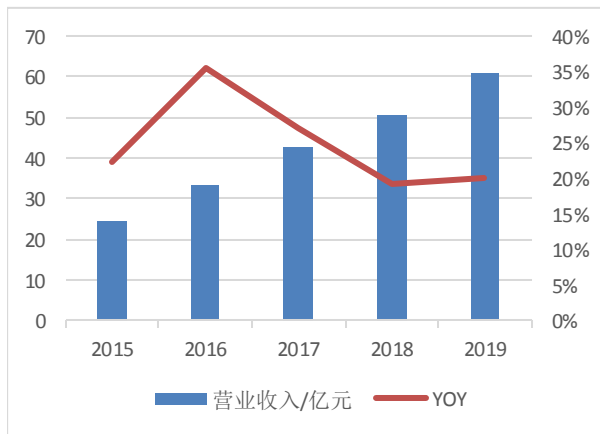
## 表格目录

表 1：2010 年前后的主要国内主要车灯厂 .....	3
表 2：部分系统集成类零部件厂商的研发费用比较 .....	4
表 3：当前车灯市场格局 .....	7

## 1. 公司成功之路复盘：时势造英雄，专注车灯觅良机

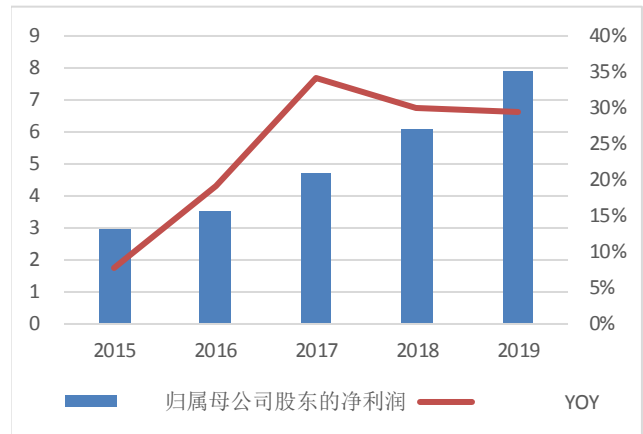
星宇股份近 10 年的稳定高成长，主要源自合资车企对“经济且靠谱”的车灯供应商的追求。2011 年上市后，公司的营收与业绩几乎一路维持 20% 以上的增速。公司车灯业务的增量主要来自于公司先后进入的一汽大众、一汽丰田和上汽大众等合资客户。

图1：星宇股份营收及同比增速



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图2：星宇股份归母净利润及同比增速



资料来源：WIND，东兴证券研究所

### 1.1 天时：合资车企对“经济且靠谱”的车灯供应商有需求

进入 2010 年代后，合资车企降低成本的诉求不断提升。在此之前，国内乘用车市场的容量尚低。合资车企即使能够找到单价较低的民营车灯厂商，其节省下来的总成本也不足以对冲新的中低端供应商带来的质量风险以及供应商安全的风。因此，国内车灯在 2010 年以前的供货格局，主要是各大车灯厂商配套各有渊源的客户，供需两端变动的意愿都不强。

面对外资车企的低成本需求，公司凭借合理的成本及质量体系，做出了积极应对。而公司的综合能力来自于此前十余年在自主车企项目中的反复锤炼。反观公司当时的竞争对手：外资车灯厂商普遍有明确的外资车企背景，进入其他整车客户的意愿不太强，外资车企允许其竞争对手旗下的车灯厂商进入自己配套体系的动力也不大；其他民营车灯厂商的技术、质量能力相比公司有差距。

表1：2010 年前后的主要国内主要车灯厂

车灯厂	国别	车企渊源	国内客户
小糸	日系	丰田	上海大众、上海通用、一汽大众
斯坦雷	日系	本田	广汽本田、东风本田
伟世通	美系	福特	福特汽车
三立	韩系	现代	上海通用
法雷奥	欧系	无	神龙汽车、东风日产、一汽大众
海拉	欧系	无	一汽大众、哈飞汽车、华晨宝马

资料来源：公司招股书；东兴证券研究所整理

### 1.2 地利：车灯行业是天然优质赛道，军备竞赛必要性低

车灯作为关键的汽车零部件系统，对研发、生产的投入的需求却相对不太高。车灯厂商不需要被迫参与军备竞赛，把利润中的大部分再投入新产品的研发。此外，车灯产品的生产周转率很高，车灯装配偏轻资产。车灯不需要持续扩产以应对新客户、新项目。

车灯产品是重要的汽车外观件、安全件。车灯产品的特性决定了整车厂通常在研发过程中处于主导，车灯厂商在研发过程中的费用需求有限。星宇股份近年研发费用占营业收入的比例不超过 4%，明显低于多数系统集成类零部件厂商。在 A 股上市公司中，研发费用占营收比例比公司低的多数是一些整车厂系的零部件公司。

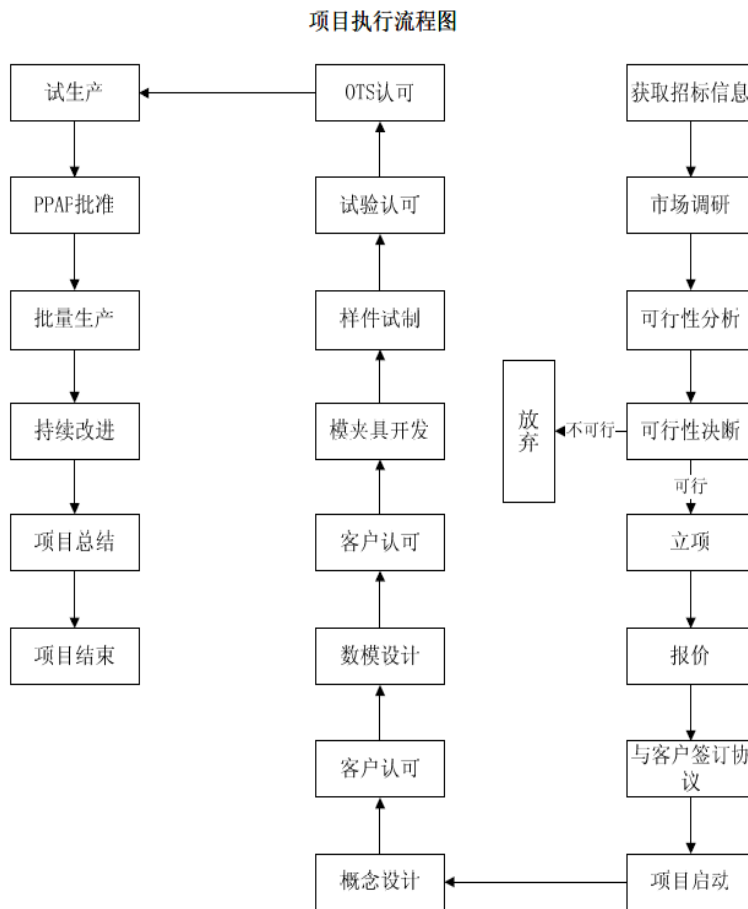
**表2：部分系统集成类零部件厂商的研发费用比较**

证券代码	证券简称	2019 年研发费用/亿元	2019 年营业收入/亿元	2019 年研发费用占营业收入比例
600742.SH	一汽富维	1.80	178	1.0%
000030.SZ	富奥股份	2.14	101	2.1%
600081.SH	东风科技	1.95	65	3.0%
600148.SH	长春一东	0.32	9	3.4%
002239.SZ	奥特佳	1.10	32	3.4%
600741.SH	华域汽车	52.65	1,440	3.7%
<b>601799.SH</b>	<b>星宇股份</b>	<b>2.30</b>	<b>60.92</b>	<b>3.8%</b>
002126.SZ	银轮股份	2.20	55	4.0%
603596.SH	伯特利	1.27	32	4.0%
603089.SH	正裕工业	0.46	11	4.1%
600699.SH	均胜电子	26.10	617	4.2%
000559.SZ	万向钱潮	4.54	106	4.3%
002590.SZ	万安科技	0.97	22	4.3%
603788.SH	宁波高发	0.41	9	4.3%
603179.SH	新泉股份	1.37	30	4.5%
300473.SZ	德尔股份	1.84	39	4.8%
002284.SZ	亚太股份	1.64	32	5.2%
603178.SH	圣龙股份	0.65	12	5.3%
300816.SZ	艾可蓝	0.32	6	5.6%
300680.SZ	隆盛科技	0.23	4	5.7%
601689.SH	拓普集团	3.14	54	5.9%
002454.SZ	松芝股份	2.12	34	6.2%
002765.SZ	蓝黛传动	0.73	11	6.4%
603786.SH	科博达	1.92	29	6.6%
603319.SH	湘油泵	0.67	10	6.7%
603197.SH	保隆科技	2.29	33	6.9%
002536.SZ	飞龙股份	1.84	26	7.0%
300742.SZ	越博动力	0.51	4	13.1%

资料来源：WIND；东兴证券研究所

然而，星宇股份车灯业务的附加值并不只包括按图加工。车灯厂商所提供的附加值更多体现在为整车厂的设计方案提供验证，并以较为经济的方式制造落地。车灯由众多的二级零部件组成。部分零部件需要协调上游二级供应商加工，部分零部件由车灯厂商自制（如外观件的注塑），部分零部件还需要外协进行表面处理。协调制造、装配的任务如由整车厂自行完成，考虑到整车厂的体制和体量，成本往往会较高。因此，车灯厂商尤其是民营车灯厂商的优势得以在纵向专业化中体现。

图3：车灯开发流程



资料来源：星宇股份招股书；东兴证券研究所

此外，作为汽车系统级业务，车灯业务有如下优势：

- 相比制动、转向等涉及主动安全的系统，车灯系统的验证项目较少，试验费用不高；
- 相比其他内外饰系统，车灯厂有较多的自主空间，与整车厂的关系接近协同研发。而其他内外饰厂商的业务更接近按整车厂设计图加工的纯代工模式。

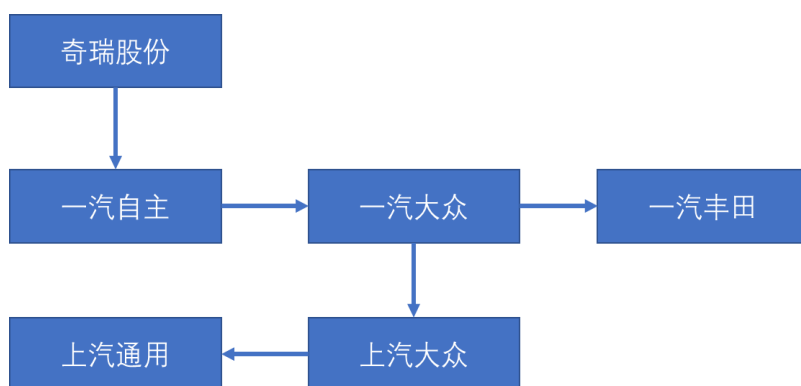
### 1.3 人和：专注与果断铸就成功

星宇股份成立以来一直专注与车灯业务，几乎没有涉足车灯以外的汽车零部件。公司的专注尤其体现在以专业的手段获取成本上的优势，同时不损害开发过程的灵活性以及产品的质量。

公司首先胜在成本。在公司的起步阶段，公司坚持自制大部分重点二级零部件，逐渐积累起了成本的壁垒。民营零部件厂商在起步阶段通常体量很小，面对上游供应商（尤其是相对复杂的二级零部件的供应商）时的议价能力不高。如果不能坚持自制，则被迫以比外资巨头更高的价格采购二级零部件。这样在向整车厂报价时，零部件成本方面就没有了优势。民营零部件厂商即使能够通过灵活性和制造成本扳回一城，偏弱的组织和质量管理能力都会使得竞争力大打折扣。

公司还胜在对机会的准确把握。公司从给奇瑞汽车、一汽自主配套起家，通过老客户不断拓展新客户，陆续获得了一汽大众、一汽丰田、上汽大众和上汽通用等的定点。如今的公司已是配套最为广泛的零部件供应商之一。公司切入一汽大众之时，一汽大众的主力车灯供应商——海拉尚未与一汽成立合资车灯厂，双方的合作不够稳固。公司切入上汽大众之时，上汽旗下的车灯公司——上海小糸正值公司变动。公司基于过硬的成本、管理，抓住了车灯行业仅有的几个大机会。

图4：星宇股份的车灯客户开发历程



资料来源：公司招股书；东兴证券研究所

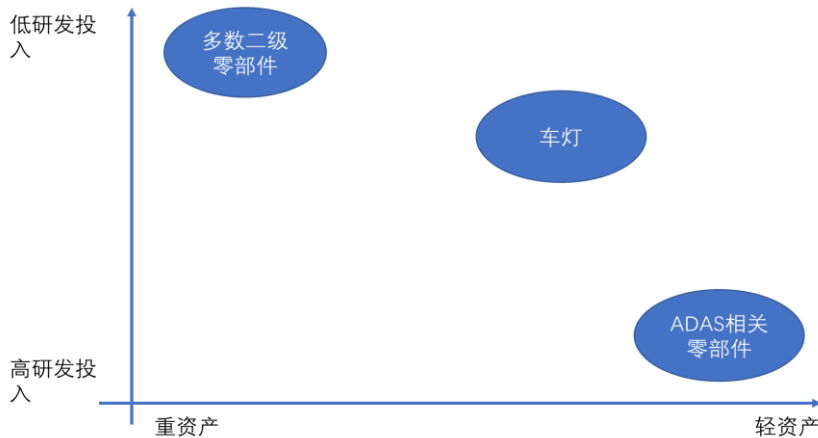
此外，星宇股份股权结构统一，经营思路与决策明确。董事长周女士在进入汽车零部件行业之后，从车灯销售做起，在行业各环节中积累了丰富的经验。公司的成功离不开管理层的果断决策。

## 2. 车市剧变之后，公司的优势是否还在？

随着乘用车销量的下滑，近年国内汽车零部件厂商的经营环境经历了剧变。

然而，我们认为星宇股份大部分的竞争优势仍然存在，未来增速有望持续高于乘用车行业。

**车灯优质赛道的特性未变。**以前照大灯为例，尽管产品已经从卤素灯、氙气灯过渡到 LED 大灯，车灯业务的商业特性保持不变。作为外观件、安全件，车灯厂商的商业价值仍然是协助（并非代替）整车厂进行开发，同时在满足一定成本要求的前提下进行加工制造。车灯产品的属性使得研发需求并不非常密集，制造的周转率还有望继续提升。因此，车灯行业的军备竞赛不太可能发生，优质企业利润的确定性和可持续性较强。

**图5：汽车零部件行业特性对比**


资料来源：东兴证券研究所整理

**车灯市场格局较好，发生价格战的概率不大。**目前国内车灯市场并没有一家处于支配地位的企业，也没有明显的新进入者。同时，多数厂商都已与整车厂建立了稳固的合作关系。随着下游市场集中度的不断提升，车灯市场格局的稳定性也将提升。因此，既有头部厂商不太可能通过价格战的方式打进新进入者。

**表3：当前车灯市场格局**

第一梯队	华域视觉（原上海小糸）、小糸、斯坦雷、海拉
第二梯队	法雷奥、星宇股份、马瑞利（已被康奈可收购）
第三梯队	三立、大茂伟瑞柯（原伟世通）
第四梯队	其他民营厂商

资料来源：公开资料；东兴证券研究所整理

**技术与管理壁垒仍在，竞争对手中无强力民营挑战者。**公司的多数竞争对手仍然是合资和外资车灯厂商，公司在灵活性上有明显优势，在成本上也不弱于竞争对手。随着新能源汽车的推广，整车厂对灵活开发周期的要求将不断提升。相对合资和外资对手，灵活积极的态度将提升公司的竞争力。而 AFS 等车灯新技术的推广将提升行业壁垒，其他民营企业闯入的几率不大。

**上游议价能力一般。**除了控制器外，车灯系统的原材料多为通用的材料、器件，上游的竞争格局较为分散。因此，车灯企业面对上游的议价能力较强。对于控制器，由于公司有自制能力，也不大可能陷入被高端供应商拖累利润的情形。

此外，COVID-19 带来的疫情并未影响公司的利润确定性：

- 海外业务占比很低，近年才在欧洲的塞尔维亚布局生产工厂。海外疫情对公司业务的冲击有限；
- 供应链安全性优于合资厂商。公司的决策和生产重心都在国内，对海外供应商的依赖很少。

### 3. 盈利预测及投资建议

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 9.7、12.3 和 14.6 亿元，对应 EPS 分别为 3.51、4.45 和 5.28 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 31、25 和 21 倍。我们目前股价对应 1.4x Peg，在汽车零部件行业中居于中等偏上。我们认为公司的增长确定性大，且高于汽车零部件标的平均水平，维持“推荐”评级。

### 4. 风险提示

国内乘用车消费不及预期。



**附表：公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产合计</b>	5625	6341	7041	8605	10359	<b>营业收入</b>	5074	6092	6701	8109	9489
货币资金	802	1257	3445	4407	5522	<b>营业成本</b>	3930	4628	5091	6146	7184
应收账款	582	910	1102	1111	1300	营业税金及附加	33	33	47	57	66
其他应收款	29	3	4	4	5	营业费用	145	140	151	182	214
预付款项	137	73	73	73	73	管理费用	131	155	201	243	285
存货	1317	1504	1674	2021	2362	财务费用	2	4	-17	-39	-50
其他流动资产	2313	29	29	29	29	研发费用	181	230	235	284	332
<b>非流动资产合计</b>	1624	2213	2280	2333	2371	资产减值损失	44.36	-7.82	115.00	90.00	90.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	76.05	0.00	0.00	0.00
固定资产	1035	1214	1308	1387	1450	投资净收益	97.69	2.05	120.00	120.00	130.00
无形资产	360	386	363	341	321	加:其他收益	13.25	18.93	18.93	18.93	18.93
其他非流动资产	0	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	718	948	1016	1283	1515
<b>资产总计</b>	7249	8554	9321	10938	12730	营业外收入	1.76	5.82	20.00	20.00	21.00
<b>流动负债合计</b>	2697	3420	3562	4257	4956	营业外支出	3.66	5.55	15.00	15.00	15.00
短期借款	300	211	0	0	0	<b>利润总额</b>	716	948	1021	1288	1521
应付账款	1226	1852	2092	2526	2952	所得税	108	159	51	58	64
预收款项	0	2	2	2	2	<b>净利润</b>	608	790	970	1230	1457
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	-2	0	0	0	0
<b>非流动负债合计</b>	182	249	0	0	0	归属母公司净利润	611	790	970	1230	1457
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>负债合计</b>	2879	3669	3562	4257	4956	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	1	0	0	0	0	营业收入增长	19.24%	20.06%	10.00%	21.02%	17.02%
实收资本(或股本)	276	276	276	276	276	营业利润增长	28.74%	32.07%	7.16%	26.25%	18.14%
资本公积	2659	2659	2659	2659	2659	归属于母公司净利润增长	29.91%	29.38%	22.79%	26.79%	18.51%
未分配利润	1253	1769	2497	3234	4109	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	4368	4885	5758	6681	7774	毛利率(%)	22.56%	24.03%	24.03%	24.21%	24.30%
<b>负债和所有者权益</b>	7249	8554	9321	10938	12730	净利率(%)	11.99%	12.96%	14.47%	15.16%	15.36%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元						总资产净利润(%)	8.42%	9.23%	10.41%	11.24%	11.45%
						ROE(%)	13.98%	16.17%	16.84%	18.41%	18.75%
<b>经营活动现金流</b>	683	1080	1138	1407	1597	<b>营运能力</b>					
净利润	608	790	970	1230	1457	总资产周转率	0.74	0.77	0.75	0.80	0.80
折旧摊销	154.42	188.45	140.44	154.27	168.30	应收账款周转率	10	8	7	7	8
财务费用	2	4	-17	-39	-50	应付账款周转率	4.54	3.96	3.40	3.51	3.46
应收帐款减少	-126	-328	-192	-9	-189	<b>每股指标(元)</b>					
预收帐款增加	0	2	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	2.21	2.86	3.51	4.45	5.28
<b>投资活动现金流</b>	-92	-204	1571	-177	-167	每股净现金流(最新摊薄)	0.75	1.80	7.92	3.48	4.04
公允价值变动收益	0	76	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	15.82	17.69	20.85	24.19	28.15
长期投资减少	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
投资收益	98	2	120	120	130	P/E	49.87	38.55	31.39	24.76	20.89
<b>筹资活动现金流</b>	-385	-378	-521	-268	-315	P/B	6.97	6.23	5.29	4.56	3.92
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	35.71	26.85	23.96	18.79	15.36
长期借款增加	0	0	0	0	0						
普通股增加	0	0	0	0	0						
资本公积增加	0	0	0	0	0						
<b>现金净增加额</b>	206	498	2188	962	1115						

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

## 研究助理简介

---

### 刘一鸣

清华大学学士，美国达特茅斯学院硕士，CFA 持证人，7年国内外汽车行业技术及管理经验。2018年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

### 张觉尹

西安交通大学学士，复旦大学金融硕士，2019年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

---

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526