星宇股份 601799.SH

产品结构升级推动毛利率季度持续改善

东方证券 ORIENT SECURITIES

核心观点

- **业务略好于市场预期。**公司前三季度实现营业收入 41.05 亿元，同比增长 10.2%，归母净利润 5.31 亿元，同比增长 21%；扣非归母净利润 4.96 亿元，同比增长 27.1%，EPS 为 1.92 元。净利润增速高于营收增速主要因为毛利率提升。
- **毛利率季度稳步提升，盈利能力持续增强。**公司前三季度毛利率为 23.7%，同比增加 2.4 个百分点，其中 3 季度毛利率为 24.2%，同比增加 3.4 个百分点，环比增加 0.6 个百分点，盈利能力持续增强，预计主要与车灯产品结构升级有关。前三季度期间费用率 8.8%，同比增加 0.3 个百分点，其中销售费用率为 2.4%，同比下降 0.3 个百分点；管理费用率（包含研发费用）为 6.3%，同比增加 0.6 个百分点，其中研发费用同比增长 21.1%，导致研发费用率增长 0.3 个百分点。前三季度经营活动现金流净额 5.70 亿元，同比下滑 8.6%，主要因为收到的现金货款、银行承兑收回现金比上期减少和本期支付给职工的现金增加；其中 3 季度单季度经营活动现金流净额 4.15 亿元，较 2 季度的-0.03 亿元明显改善。公司上半年末存货为 12.99 亿元，较期初下降 1.3%。
- **3 季度盈利实现同比、环比增长，公司产能稳步扩张。**3 季度单季度实现营业收入 13.98 亿元，环比增长 9.0%，同比增长 9.7%；实现归母净利润 1.92 亿元，环比增长 13.5%，同比增长 37.9%；业绩改善明显。公司主要下游客户中，一汽大众 3 季度销量 54.9 万辆，环比增长 25.8%，同比增长 3.3%，增速改善 20.5 个百分点，拉动公司业绩改善。公司加大研发投入，持续推进产品结构升级，拉动毛利率稳步提升。公司稳步推进产能扩张，除国内产能项目外，公司在塞尔维亚投资建厂，预计 2023 年达产后将新增 570 万只车灯产能。随着汽车行业整体企稳，预计公司 4 季度盈利有望进一步提升。

财务预测与投资建议：预计 2019-2021 年 EPS 分别为 2.76、3.41、4.28 元，参考可比公司给予 19 年 31 倍 PE 估值，目标价 85.56 元，维持买入评级。

风险提示：乘用车行业需求低于预期、前照灯、后组合灯配套量低于预期。

公司主要财务信息

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,255	5,074	5,826	6,936	8,219
同比增长(%)	*27.1%*	*19.2%*	14.8%	*19.1%*	*18.5%*
营业利润(百万元)	558	718	869	1,080	1,356
同比增长(%)	*46.1%*	*28.7%*	21.0%	*24.3%*	*25.6%*
归属母公司净利润(百万元)	470	611	761	941	1,181
同比增长(%)	*34.3%*	*29.9%*	24.6%	*23.7%*	*25.5%*
每股收益（元）	1.70	2.21	2.76	3.41	4.28
毛利率(%)	21.6%	22.6%	23.2%	23.7%	24.2%
净利率(%)	11.0%	12.0%	13.1%	13.6%	14.4%
净资产收益率(%)	12.1%	14.6%	16.5%	17.7%	18.5%
市盈率	45.7	35.1	28.2	22.8	18.2
市净率	5.3	4.9	4.4	3.7	3.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价（2019 年 10 月 25 日）	77.75 元
目标价格	85.56 元
52 周最高价/最低价	80.65/41.99 元
总股本/流通 A 股（万股）	27,616/27,616
A 股市值（百万元）	21,471
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2019 年 10 月 25 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	0.09	-0.63	2.5	85.16
相对表现	0.62	1.3	-1.31	-63.17
沪深 300	0.71	0.67	1.19	21.99

资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 姜雪晴
021-63325888*6097
jiangxueqing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860512060001

相关报告

毛利率持续改善，新项目保障盈利增长：	2019-08-28
业绩好于预期，毛利率同比继续改善：	2019-04-18
产品结构升级导致毛利率改善明显：	2019-03-28

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 1：可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率			
		2019年10月25日	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
拓普集团	601689	11.86	0.71	0.49	0.62	0.74	16.61	24.02	19.03	15.97
泉峰汽车	603982	18.03	0.46	0.41	0.41	0.41	39.35	44.08	44.08	44.08
继峰股份	603997	8.28	0.47	0.45	0.55	0.63	17.51	18.22	15.12	13.08
亚太股份	002284	4.84	0.01	0.11	0.25	0.25	448.15	44.00	19.36	19.36
德赛西威	002920	23.71	0.76	0.60	0.72	0.99	31.34	39.75	32.88	23.86
宁波高发	603788	14.62	0.93	0.89	1.05	1.20	15.64	16.50	13.98	12.19
旭升股份	603305	30.92	0.73	0.60	0.76	0.98	42.17	51.77	40.56	31.48
双环传动	002472	5.51	0.28	0.32	0.38	0.48	19.38	17.22	14.50	11.48
	调整后平均						27.73	31.22	23.57	19.32

资料来源：WIND、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	632	802	856	1,049	1,249
应收账款	456	582	1,748	2,081	2,466
预付账款	75	137	124	153	193
存货	1,058	1,317	2,683	2,209	2,809
其他	2,824	2,787	3,122	3,457	3,861
流动资产合计	**5,046**	**5,625**	**8,533**	**8,947**	**10,579**
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	915	1,035	1,127	1,418	1,584
在建工程	47	161	195	422	331
无形资产	120	360	342	324	306
其他	330	68	11	0	0
非流动资产合计	**1,412**	**1,624**	**1,673**	**2,164**	**2,221**
资产总计	**6,458**	**7,249**	**10,206**	**11,111**	**12,799**
短期借款	400	300	2,712	2,215	2,144
应付账款	1,010	1,226	1,390	1,633	1,935
其他	922	1,171	1,246	1,465	1,741
流动负债合计	**2,332**	**2,697**	**5,348**	**5,312**	**5,820**
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	101	182	2	2	2
非流动负债合计	**101**	**182**	**2**	**2**	**2**
负债合计	**2,433**	**2,879**	**5,350**	**5,314**	**5,822**
少数股东权益	3	1	1	1	1
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	1,087	1,432	1,919	2,860	4,040
其他	(0)	1	1	1	1
股东权益合计	**4,025**	**4,369**	**4,857**	**5,797**	**6,978**
负债和股东权益总计	**6,458**	**7,249**	**10,206**	**11,111**	**12,799**

现金流量表

单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	469	608	761	941	1,181
折旧摊销	122	135	156	160	183
财务费用	7	2	2	26	6
投资损失	(86)	(98)	(80)	(110)	(150)
营运资金变动	(150)	35	(2,641)	238	(859)
其它	512	0	5	4	10
经营活动现金流	**874**	**683**	**(1,798)**	**1,259**	**371**
资本支出	(193)	(567)	(228)	(650)	(240)
长期投资	(1)	0	1	0	0
其他	(597)	476	106	107	147
投资活动现金流	**(791)**	**(92)**	**(121)**	**(543)**	**(93)**
债权融资	44	71	(164)	0	(0)
股权融资	0	0	0	0	0
其他	140	(457)	2,137	(523)	(77)
筹资活动现金流	**185**	**(385)**	**1,973**	**(523)**	**(77)**
汇率变动影响	2	1	0	0	0
现金净增加额	**269**	**207**	**54**	**193**	**201**

利润表

单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**4,255**	**5,074**	**5,826**	**6,936**	**8,219**
营业成本	3,338	3,930	4,472	5,291	6,232
营业税金及附加	29	33	38	46	54
营业费用	126	145	151	173	205
管理费用	289	312	384	437	518
财务费用	7	2	2	26	6
资产减值损失	7	44	(0)	4	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	86	98	80	110	150
其他	10	11	11	11	11
营业利润	**558**	**718**	**869**	**1,080**	**1,356**
营业外收入	3	2	8	4	5
营业外支出	2	4	3	3	3
利润总额	**558**	**716**	**874**	**1,081**	**1,357**
所得税	89	108	114	141	176
净利润	**469**	**608**	**761**	**941**	**1,181**
少数股东损益	(1)	(2)	0	0	0
归属于母公司净利润	**470**	**611**	**761**	**941**	**1,181**
每股收益（元）	1.70	2.21	2.76	3.41	4.28

主要财务比率

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	27.1%	19.2%	14.8%	19.1%	18.5%
营业利润	46.1%	28.7%	21.0%	24.3%	25.6%
归属于母公司净利润	34.3%	29.9%	24.6%	23.7%	25.5%
获利能力					
毛利率	21.6%	22.6%	23.2%	23.7%	24.2%
净利率	11.0%	12.0%	13.1%	13.6%	14.4%
ROE	12.1%	14.6%	16.5%	17.7%	18.5%
ROIC	11.6%	13.4%	12.4%	12.3%	13.8%
偿债能力					
资产负债率	37.7%	39.7%	52.4%	47.8%	45.5%
净负债率	0.0%	0.0%	38.2%	20.1%	12.8%
流动比率	2.16	2.09	1.60	1.68	1.82
速动比率	1.71	1.60	1.09	1.27	1.33
营运能力					
应收账款周转率	8.8	9.7	4.9	3.6	3.5
存货周转率	3.4	3.3	2.2	2.2	2.5
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
每股指标（元）					
每股收益	1.70	2.21	2.76	3.41	4.28
每股经营现金流	3.17	2.47	-6.51	4.56	1.34
每股净资产	14.57	15.83	17.59	21.00	25.28
估值比率					
市盈率	45.7	35.1	28.2	22.8	18.2
市净率	5.3	4.9	4.4	3.7	3.1
EV/EBITDA	30.7	24.7	20.5	16.7	13.6
EV/EBIT	37.3	29.3	24.2	19.1	15.5

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人： 王骏飞

电话： 021-63325888*1131

传真： 021-63326786

网址： www.dfzq.com.cn

Email： wangjunfei@orientsec.com.cn