

业绩符合预期，毛利率持续改善



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **业绩符合预期。**2020 年营业收入 73.23 亿元，同比增长 20.2%，归母净利润 11.60 亿元，同比增长 46.8%，扣非归母净利润 10.82 亿元，同比增长 47.2%；四季度营业收入 25.74 亿元，同比增长 29.6%，归母净利润 4.53 亿元，同比大幅增长 75.0%，扣非后归母净利润 4.28 亿元，同比大幅增长 79.0%。2020 年业绩提升系车灯产品销售规模增加所致。2020 年拟向股东分红每股 1.3 元。
- **毛利率提升，现金流改善。**2020 年毛利率 27.3%，同比提升 3.3 个百分点。四季度毛利率 28.7%，同比提升 4.1 个百分点，环比微降 0.2 个百分点，毛利率提升预计与车灯产品结构改善，高毛利 LED 车灯产品比重提高有关。全年期间费用率同比提升 0.3 个百分点，主要系研发费用率同比提升 0.4 个百分点。全年经营活动现金流净额 18.75 亿元，同比大幅增加 73.7%，主要系公司销售收入增加导致现金流入增加。
- **新技术研发增强竞争力。**公司是我国汽车车灯行业龙头，客户包括一汽、上汽、广汽以及戴姆勒、宝马等国内外车企。公司持续提升研发能力以增强竞争力，2020 年开发 ADB 投影前照灯、OLED 后组合灯等新产品，第二代大众语音交互式酷炫氛围灯、激光辅助远光灯等实现量产，成功研发手势识别室内灯、像素式前灯等模块，新技术、新产品研发将进一步拓宽市场。
- **适时扩张产能满足市场需求，保障未来发展。**2020 年公司共承接 62 款车型的车灯项目，批产 42 款新车型。公司适时扩张产能以满足客户与市场需求，星宇智能制造产业园二期综合工厂、三期物流中心工程顺利竣工，塞尔维亚星宇公司已进入机电设备安装阶段，汽车与照明研发中心也已开始内部装修，预计 2021 年第 3 季度正式投入使用。公司通过技术研发和扩张产能巩固自身优势地位，有望争取更多新客户及新项目，保障未来发展。

财务预测与投资建议：调整收入及毛利率预测，预计 2021-2023 年 EPS 分别为 5.12、6.21、7.46 元（原 21-22 为 4.59、5.47 元），参考可比公司给予 21 年 40 倍 PE 估值，目标价 204.8 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。

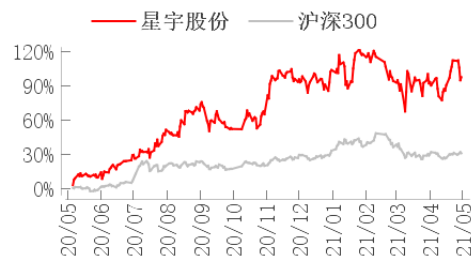
公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,092	7,323	8,601	9,990	11,490
同比增长(%)	20.1%	20.2%	17.5%	16.1%	15.0%
营业利润(百万元)	948	1,367	1,666	2,021	2,428
同比增长(%)	32.1%	44.2%	21.9%	21.3%	20.1%
归属母公司净利润(百万元)	790	1,160	1,414	1,716	2,061
同比增长(%)	29.4%	46.8%	21.9%	21.3%	20.2%
每股收益(元)	2.86	4.20	5.12	6.21	7.46
毛利率(%)	24.0%	27.3%	28.2%	28.6%	28.9%
净利率(%)	13.0%	15.8%	16.4%	17.2%	17.9%
净资产收益率(%)	17.1%	21.5%	21.8%	22.1%	22.2%
市盈率	73.0	49.7	40.8	33.6	28.0
市净率	11.8	9.7	8.2	6.8	5.7

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(2021 年 04 月 30 日)	194.38 元
目标价格	204.8 元
52 周最高价/最低价	220.9/97.17 元
总股本/流通 A 股(万股)	27,616/27,616
A 股市值(百万元)	53,679
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2021 年 05 月 06 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-4.01	3.8	-6.3	97.67
相对表现	-1.76	5.6	-3.33	78.61
沪深 300	-2.25	-1.8	-2.97	19.06



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 姜雪晴

jiangxueqing@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860512060001

相关报告

产品结构升级、毛利率持续提升，促进业绩超预期	2020-10-30
毛利率稳步提升，可转债项目提升产能保障盈利增长	2020-08-17

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声明。

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		
		2021年4月30日	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
拓普集团	601689	33.90	0.57	1.12	1.46	59.47	30.19	23.24
三花智控	002050	21.42	0.41	0.55	0.67	52.62	39.19	32.21
鸿泉物联	688288	37.36	0.88	1.27	1.83	42.31	29.50	20.47
德赛西威	002920	105.02	0.94	1.43	1.88	111.47	73.56	55.84
华阳集团	002906	27.92	0.38	0.59	0.86	72.96	47.07	32.53
科博达	603786	73.09	1.29	1.66	2.21	56.82	44.03	33.05
	调整后平均					60.47	40.12	30.26

资料来源：WIND、东方证券研究所

表 2：盈利预测对比表

	调整前			调整后		
	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6,841	8,006	9,298	7,323	8,601	9,990
变动幅度				7.0%	7.4%	7.4%
营业成本（百万元）	5,049	5,864	6,759	5,324	6,178	7,137
变动幅度				5.4%	5.4%	5.6%
销售费用（百万元）	164	192	223	166	198	230
变动幅度				1.2%	3.1%	3.1%
管理费用（百万元）	431	496	576	498	568	659
变动幅度				15.5%	14.5%	14.4%
财务费用（百万元）	1	1	3	-5	57	13
变动幅度				-600.0%	5600.0%	333.3%
投资收益（百万元）	30	40	40	0	2	2
变动幅度				-100.0%	-95.0%	-95.0%
营业利润（百万元）	1221	1490	1776	1367	1666	2021
变动幅度				12.0%	11.8%	13.8%
利润总额（百万元）	1222	1491	1777	1365	1663	2018
变动幅度				11.7%	11.5%	13.6%
所得税（百万元）	183	224	267	205	250	303
变动幅度				12.0%	11.6%	13.5%
净利润（百万元）	1,039	1267	1510	1160	1414	1716
变动幅度				11.6%	11.6%	13.6%
归属于母公司净利润（百万元）	1039	1268	1511	1160	1414	1716
变动幅度				11.6%	11.5%	13.6%
每股收益（元）	3.76	4.59	5.47	4.20	5.12	6.21
变动幅度				11.7%	11.5%	13.5%
毛利率	26.2%	26.8%	27.3%	27.3%	28.2%	28.6%
变动幅度				1.1%	1.4%	1.3%
净利率	15.2%	15.8%	16.3%	15.8%	16.4%	17.2%
变动幅度				0.7%	0.6%	0.9%

资料来源：WIND、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,257	2,169	1,720	2,417	4,123	营业收入	6,092	7,323	8,601	9,990	11,490
应收票据、账款及款项融资	1,702	1,895	2,111	2,609	2,932	营业成本	4,628	5,324	6,178	7,137	8,175
预付账款	73	31	124	102	111	营业税金及附加	33	43	47	55	63
存货	1,504	1,550	1,959	2,220	2,505	营业费用	140	166	198	230	264
其他	1,805	2,974	2,388	2,391	2,587	管理费用及研发费用	385	498	568	659	758
流动资产合计	6,341	8,619	8,302	9,739	12,257	财务费用	4	(5)	57	13	(58)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	49	24	7	4	5
固定资产	1,214	1,877	2,233	2,402	2,470	公允价值变动收益	76	60	70	80	90
在建工程	510	418	534	387	313	投资净收益	2	0	2	2	2
无形资产	386	382	362	342	322	其他	17	35	48	48	53
其他	103	132	39	0	0	营业利润	948	1,367	1,666	2,021	2,428
非流动资产合计	2,213	2,809	3,167	3,131	3,105	营业外收入	6	1	2	2	2
资产总计	8,554	11,428	11,469	12,871	15,362	营业外支出	6	3	5	5	5
短期借款	211	0	1,598	127	99	利润总额	948	1,365	1,663	2,018	2,425
应付票据及应付账款	3,028	3,492	3,707	4,612	5,260	所得税	159	205	250	303	364
其他	180	385	(1,138)	(579)	(437)	净利润	790	1,160	1,414	1,716	2,061
流动负债合计	3,420	3,877	4,167	4,160	4,922	少数股东损益	(0)	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	790	1,160	1,414	1,716	2,061
应付债券	0	1,323	0	0	0	每股收益（元）	2.86	4.20	5.12	6.21	7.46
其他	249	308	245	268	274	主要财务比率					
非流动负债合计	249	1,631	245	268	274		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	3,669	5,509	4,412	4,427	5,196	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入	20.1%	20.2%	17.5%	16.1%	15.0%
实收资本（或股本）	276	276	276	276	276	营业利润	32.1%	44.2%	21.9%	21.3%	20.1%
资本公积	2,659	2,659	2,659	2,659	2,659	归属于母公司净利润	29.4%	46.8%	21.9%	21.3%	20.2%
留存收益	1,949	2,832	3,970	5,346	7,068	获利能力					
其他	1	152	152	162	163	毛利率	24.0%	27.3%	28.2%	28.6%	28.9%
股东权益合计	4,885	5,919	7,057	8,444	10,166	净利率	13.0%	15.8%	16.4%	17.2%	17.9%
负债和股东权益总计	8,554	11,428	11,469	12,871	15,362	ROE	17.1%	21.5%	21.8%	22.1%	22.2%
现金流量表						ROIC	16.2%	18.8%	18.4%	20.1%	21.4%
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	偿债能力					
净利润	790	1,160	1,414	1,716	2,061	资产负债率	42.9%	48.2%	38.5%	34.4%	33.8%
折旧摊销	132	246	247	256	266	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	4	(5)	57	13	(58)	流动比率	1.85	2.22	1.99	2.34	2.49
投资损失	(2)	0	(2)	(2)	(2)	速动比率	1.41	1.82	1.51	1.80	1.97
营运资金变动	2,297	461	(1,440)	714	(26)	营运能力					
其它	(2,141)	13	(56)	(46)	(77)	应收账款周转率	8.2	8.3	8.8	8.3	8.3
经营活动现金流	1,080	1,875	220	2,650	2,164	存货周转率	3.3	3.4	3.5	3.4	3.4
资本支出	(660)	(712)	(650)	(240)	(240)	总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
长期投资	1	0	0	0	0	每股指标（元）					
其他	456	(1,197)	64	97	91	每股收益	2.86	4.20	5.12	6.21	7.46
投资活动现金流	(204)	(1,909)	(586)	(143)	(149)	每股经营现金流	3.91	6.79	0.80	9.60	7.84
债权融资	51	1,332	(1,347)	13	(1)	每股净资产	17.69	21.44	25.56	30.58	36.81
股权融资	0	0	0	0	0	估值比率					
其他	(429)	(333)	1,265	(1,823)	(309)	市盈率	73.0	49.7	40.8	33.6	28.0
筹资活动现金流	(378)	999	(82)	(1,810)	(310)	市净率	11.8	9.7	8.2	6.8	5.7
汇率变动影响	(0)	0	-0	-0	-0	EV/EBITDA	49.7	33.5	27.4	23.5	20.4
现金净增加额	498	966	(448)	697	1,706	EV/EBIT	56.6	39.6	31.3	26.5	22.7

资料来源：东方证券研究所

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

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn