

2021年08月29日

星宇股份 (601799.SH)

动态分析

Q2 业绩短期承压，长期受益车灯升级和国产替代的逻辑不变

投资要点

- ◆ **事件：**公司 2021 年上半年实现营收 39.5 亿元，同比增长 37.3%；实现归母净利润 5.7 亿元，同比增长 45.6%；实现扣非归母净利润 5.2 亿元，同比增长 47.3%。其中 Q2 实现营收 20.4 亿元，同比增长 25.9%；实现归母净利润 2.8 亿元，同比增长 22.6%；实现扣非归母净利润 2.6 亿元，同比增长 28.9%。业绩略低于预期。
- ◆ **原材料价格上行致 Q2 毛利率承压：**2021 年上半年毛利率为 25.80%，同比提高 0.87 个百分点；其中 Q2 毛利率为 25.40%，同比下降 1.98 个百分点。2021 年上半年净利率为 14.41%，同比提高 0.82 个百分点；其中 Q2 净利率为 13.92%，同比下降 0.37 个百分点。Q2 毛利率下滑主要受上游原材料涨价所致。
- ◆ **员工薪酬和售后服务费增加致销售费用率提升：**公司 2021 年上半年期间费用同比增长 39.2%至 3.8 亿元，期间费用率为 9.62%，比上年同期增长 0.14 个百分点。其中，销售、管理、研发费用同比分别+50.8%、+16.7%、+23.1%至 0.95 亿元、0.98 亿元和 1.65 亿元；费用率分别增长 0.22 个百分点、下降 0.44 个百分点、下降 0.48 个百分点至 2.40%、2.48%、4.18%。
- ◆ **加强新技术研发，新增产能稳步推进：**公司 2021 年上半年承接 27 个车灯开发项目，批产 31 个新车型，并于报告期内成功开发了两种类型的像素式前照灯：1) 使用 DMD 为核心光学器件的成像智能前照灯；2) 使用 Micro LED 为光源的成像智能前照灯，该前照灯具有更简单的结构和更高的光学效率。公司于 2020 年 10 月发行可转债，募集资金 15 亿元投入智能制造产业园模具工厂以及电子工厂。截至 2021 年上半年，公司智能制造产业园一期、二期项目已竣工投产；三期项目已竣工；智能制造产业园模具工厂计划 9 月底开工，电子工厂计划 11 月开工；塞尔维亚工厂已基本建成，处于设备调试状态，新增产能稳步推进。
- ◆ **投资建议：**考虑到二季度原材料涨价致公司毛利率承压，业绩不及我们先前预期，因此下调公司全年盈利预测。我们预测公司 2021 年至 2023 年归母净利润分别为 13.0 亿元、16.7 亿元和 20.2 亿元，净资产收益率分别为 18.9%、20.2% 和 20.4%。维持公司“买入-A”的投资评级。
- ◆ **风险提示：**LED 车灯出货量增长不及预期；公司下游客户销量增速低于预期；新工厂产能投放进度不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,092	7,323	9,129	11,210	13,661
YoY(%)	20.1	20.2	24.7	22.8	21.9
净利润(百万元)	790	1,160	1,301	1,665	2,025

汽车 | 汽车零部件 III

投资评级

买入-A(维持)

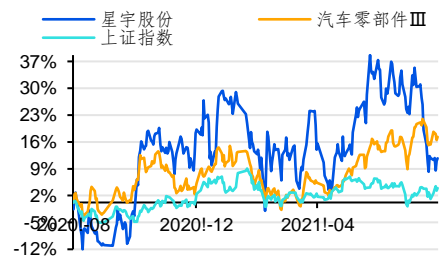
股价(2021-08-27)

186.72 元

交易数据

总市值(百万元)	53,342.06
流通市值(百万元)	53,342.06
总股本(百万股)	285.68
流通股本(百万股)	285.68
12个月价格区间	145.45/235.52 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-15.11	1.62	9.83
绝对收益	-10.33	-0.56	13.31

分析师

 林帆
 SAC 执业证书编号：S0910520120001
 linfan@huajinsec.cn
 021-20377188

报告联系人

 王欢
 wanghuan@huajinsec.cn
 021-20655765

相关报告

- 星宇股份：2021Q1 业绩创历史新高，持续受益车灯升级 2021-04-28
- 星宇股份：核心客户销量强势回归，营收逆势增长 2020-08-18
- 星宇股份：产品升级路径明确，毛利率持续提升 2020-04-19
- 星宇股份：三季报业绩符合预期，中长期成长逻辑确定 2019-10-27
- 星宇股份：营收净利逆势稳健增长，毛利率持续提升 2019-08-27

YoY(%)	29.4	46.8	12.2	27.9	21.7
毛利率(%)	24.0	27.3	25.5	26.0	26.0
EPS(摊薄/元)	2.77	4.06	4.55	5.83	7.09
ROE(%)	16.2	19.6	18.9	20.2	20.4
P/E(倍)	75.5	51.4	45.8	35.8	29.4
P/B(倍)	12.2	10.3	8.9	7.4	6.1
净利率(%)	13.0	15.8	14.3	14.9	14.8

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、2021Q2 毛利率承压，业绩略低于预期	4
二、盈利预测与投资建议	6
三、风险提示	6

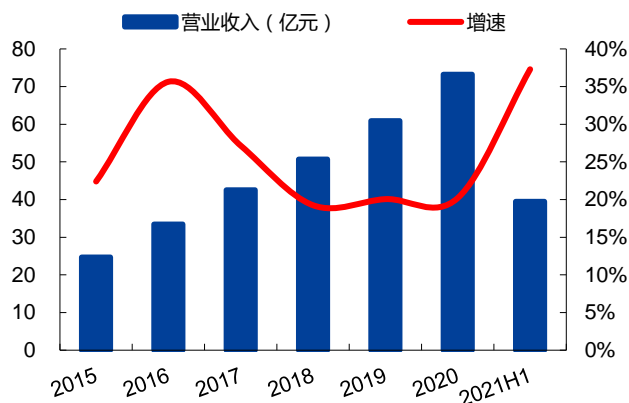
图表目录

图 1：公司营收（亿元）及增速	4
图 2：公司单季度营收（亿元）及增速	4
图 3：公司净利润（亿元）及增速	4
图 4：公司单季度净利润（亿元）及增速	4
图 5：公司净利率和毛利率	5
图 6：公司净利率和毛利率（季度）	5
图 7：公司期间费用（亿元）和费用率	5
图 8：公司期间费用（亿元）和费用率（单季度）	5
图 9：销售、管理、财务和研发费用率	5
图 10：销售、管理、财务和研发费用率（季度）	5

一、2021Q2 毛利率承压，业绩略低于预期

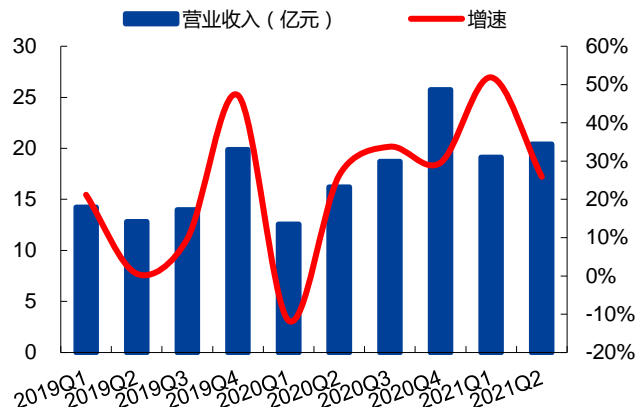
公司 2021 年上半年实现营收 39.5 亿元，同比增长 37.3%；实现归母净利润 5.7 亿元，同比增长 45.6%；实现扣非归母净利润 5.2 亿元，同比增长 47.3%。其中 Q2 实现营收 20.4 亿元，同比增长 25.9%；实现归母净利润 2.8 亿元，同比增长 22.6%；实现扣非归母净利润 2.6 亿元，同比增长 28.9%。业绩略低于预期。

图 1：公司营收（亿元）及增速



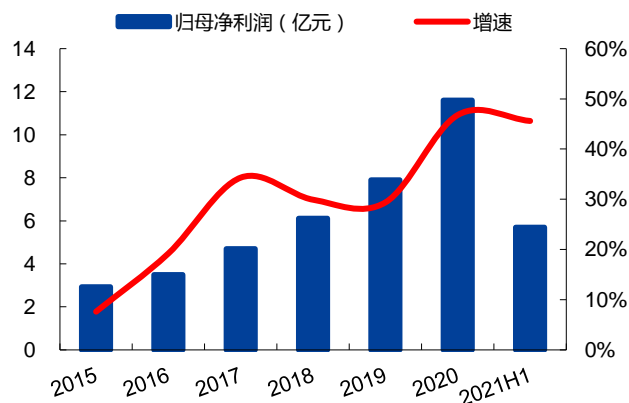
资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 2：公司单季度营收（亿元）及增速



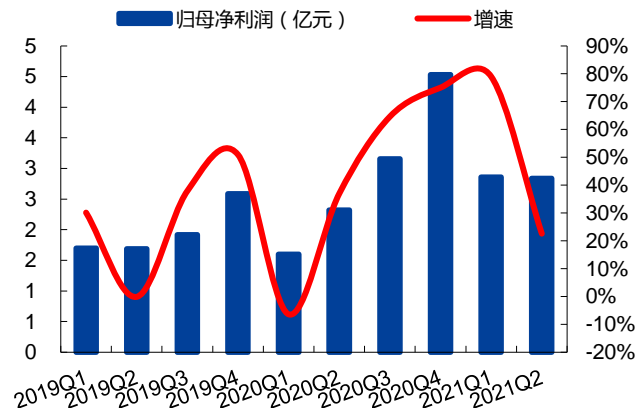
资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 3：公司净利润（亿元）及增速



资料来源：Wind, 华金证券研究所

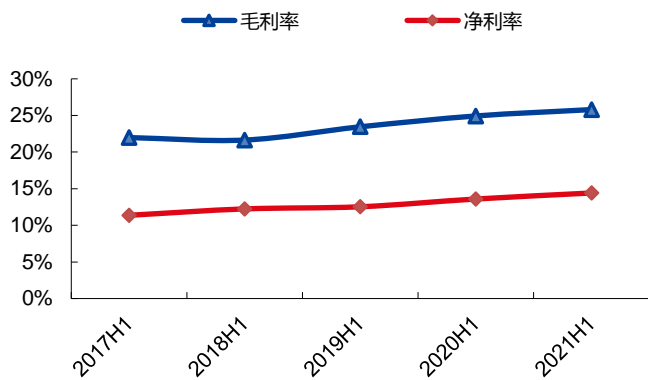
图 4：公司单季度净利润（亿元）及增速



资料来源：Wind, 华金证券研究所

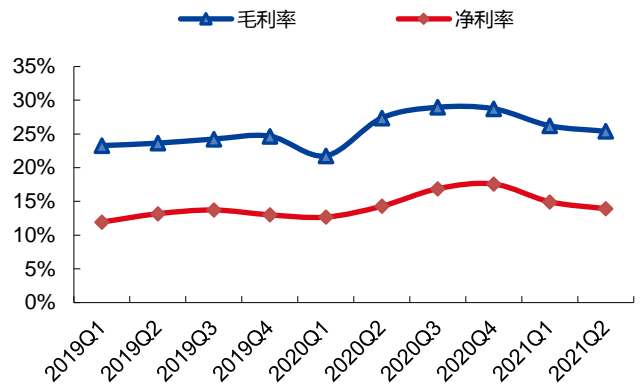
原材料价格上行致 Q2 毛利率承压。2021 年上半年毛利率为 25.80%，同比增长 0.87 个百分点；其中 Q2 毛利率为 25.40%，同比下降 1.98 个百分点。2021 年上半年净利率为 14.41%，同比增长 0.82 个百分点；其中 Q2 净利率为 13.92%，同比下降 0.37 个百分点。公司 Q2 毛利率承压，主要是受上游原材料大幅涨价所致。

图 5：公司净利润率和毛利率



资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 6：公司净利润率和毛利率（季度）



资料来源：Wind, 华金证券研究所

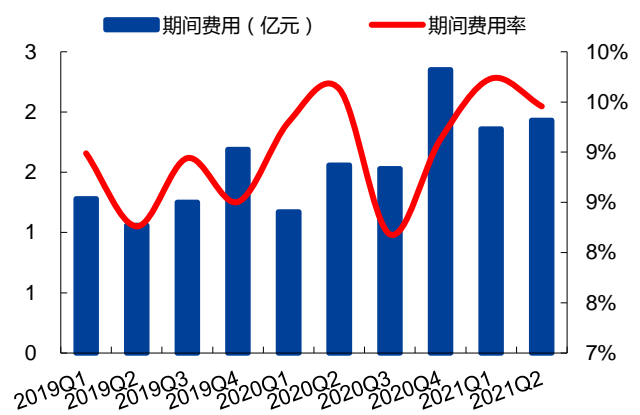
员工薪酬和售后服务费增加致销售费用率提升。公司 2021 年上半年期间费用同比增长 39.2% 至 3.8 亿元，期间费用率为 9.62%，比上年同期增长 0.14 个百分点。其中，销售、管理、研发费用同比分别+50.8%、+16.7%、+23.1%至 0.95 亿元、0.98 亿元和 1.65 亿元；费用率分别增长 0.22 个百分点、下降 0.44 个百分点、下降 0.48 个百分点至 2.40%、2.48%、4.18%。

图 7：公司期间费用（亿元）和费用率



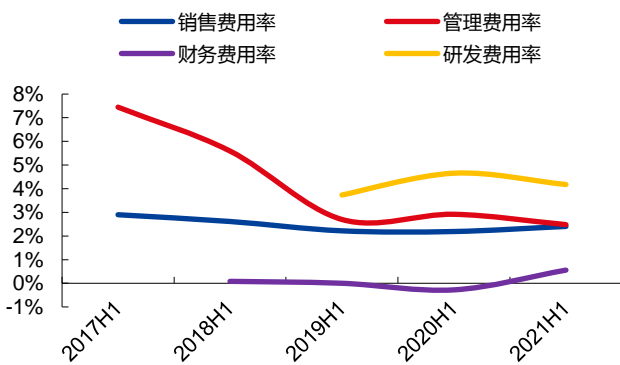
资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 8：公司期间费用（亿元）和费用率（单季度）



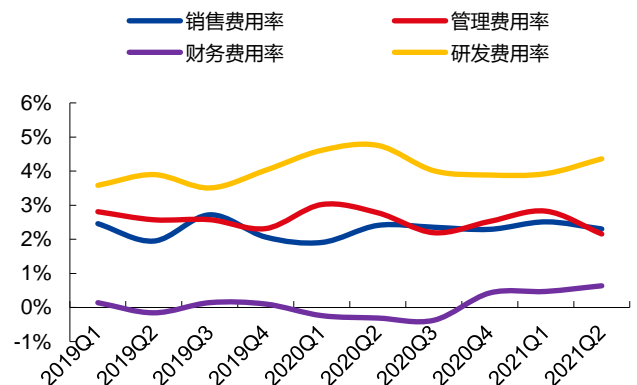
资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 9：销售、管理、财务和研发费用率



资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 10：销售、管理、财务和研发费用率（季度）



资料来源：Wind, 华金证券研究所

二、盈利预测与投资建议

考虑到二季度原材料涨价致公司毛利率承压，业绩不及我们先前预期，因此下调公司全年盈利预测。我们预测公司 2021 年至 2023 年归母净利润分别为 13.0 亿元、16.7 亿元和 20.2 亿元，净资产收益率分别为 18.9%、20.2% 和 20.4%。维持公司“买入-A”的投资评级。

三、风险提示

LED 车灯出货量增长不及预期；公司下游客户销量增速低于预期；新工厂产能投放进度不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6341	8619	10637	11867	14643	营业收入	6092	7323	9129	11210	13661
现金	1257	2169	2623	3504	4347	营业成本	4628	5324	6800	8298	10112
应收票据及应收账款	1702	1895	2589	2918	3793	营业税金及附加	33	43	56	67	80
预付账款	73	31	99	61	133	营业费用	140	166	237	280	330
存货	1504	1550	2351	2409	3392	管理费用	155	189	331	317	395
其他流动资产	1805	2974	2976	2975	2978	研发费用	230	309	264	405	495
非流动资产	2213	2809	3119	3511	3969	财务费用	4	-5	-20	-50	-81
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-8	-22	0	0	0
固定资产	1214	1877	2203	2539	2914	公允价值变动收益	76	60	34	42	53
无形资产	386	382	412	452	500	投资净收益	2	0	47	37	21
其他非流动资产	614	550	504	521	555	营业利润	948	1367	1542	1971	2404
资产总计	8554	11428	13757	15378	18612	营业外收入	6	1	3	3	3
流动负债	3420	3877	5497	5995	7746	营业外支出	6	3	4	4	4
短期借款	211	0	0	0	0	利润总额	948	1365	1541	1970	2403
应付票据及应付账款	3028	3492	4837	5326	7059	所得税	159	205	242	308	379
其他流动负债	180	385	660	669	687	税后利润	790	1160	1299	1662	2024
非流动负债	249	1631	1390	1155	926	少数股东损益	-0	0	-2	-2	-2
长期借款	0	1323	1082	847	618	归属母公司净利润	790	1160	1301	1665	2025
其他非流动负债	249	308	308	308	308	EBITDA	1112	1644	1771	2170	2626
负债合计	3669	5509	6888	7150	8672						
少数股东权益	0	0	-2	-4	-6	主要财务比率					
股本	276	276	286	286	286	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	2659	2659	2659	2659	2659	成长能力					
留存收益	1949	2832	3588	4617	5903	营业收入(%)	20.1	20.2	24.7	22.8	21.9
归属母公司股东权益	4885	5919	6871	8232	9947	营业利润(%)	32.1	44.2	12.8	27.9	21.9
负债和股东权益	8554	11428	13757	15378	18612	归属于母公司净利润(%)	29.4	46.8	12.2	27.9	21.7
						获利能力					
						毛利率(%)	24.0	27.3	25.5	26.0	26.0
						净利率(%)	13.0	15.8	14.3	14.9	14.8
						ROE(%)	16.2	19.6	18.9	20.2	20.4
						ROIC(%)	14.5	15.8	15.0	16.8	17.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	42.9	48.2	50.1	46.5	46.6
						流动比率	1.9	2.2	1.9	2.0	1.9
						速动比率	1.4	1.8	1.5	1.6	1.4
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
						应收账款周转率	4.5	4.1	4.1	4.1	4.1
						应付账款周转率	1.8	1.6	1.6	1.6	1.6
						估值比率					
						P/E	75.5	51.4	45.8	35.8	29.4
						P/B	12.2	10.3	8.9	7.4	6.1
						EV/EBITDA	51.3	34.1	31.4	25.1	20.4

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn