

星宇股份 (601799.SH)

行业调整期导致公司承压，新产品新客户保障长期发展

事件：公司发布 2022 年年报，2022 年公司实现营业总收入 82.5 亿元，同比 +4.3%，实现归母净利润 9.4 亿元，同比 -0.9%，实现扣非归母净利润 8.2 亿元，同比 -3.7%。

- 22 年公司营收微增，盈利能力维持稳定。22 年公司实现营业总收入 82.5 亿元，同比 +4.3%，其中 2H22 实现营收 45.3 亿元，同比 +14.4%，环比 +21.8%。从利润端来看，由于公司为长期发展增加了研发投入，综合导致 22 年实现归母净利润 9.4 亿元，同比 -0.9%，在不考虑研发费用的影响下，公司盈利能力维稳。从费用情况来看，22 年公司销售费用率为 1.4% (+0.2pct)，管理费用率为 3.0% (+0.2pct)，研发费用率为 6.3% (+1.4pct)，财务费用率为 -0.2% (-0.4pct)。
- 紧紧把握行业动态，加强新技术的开发与应用。汽车电动化、智能化、网联化以及自动驾驶技术的升级正在推动汽车车灯智能化发展，22 年公司持续加强研发投入，研发方向主要包括：基于 DMD 技术的 DLP 智能前照灯、基于 Micro LED 技术的 HD 智能前照灯、基于 Micro LED/Mini LED 技术的像素显示化交互灯、车灯控制器 HCM/RCM/LCU 的开发、行泊一体智能驾驶相关产品的开发。预计公司将受益于智慧驾驶升级带来的 LED、ADB、HD-ADB 及 DLP 头灯升级机会，且随着车灯科技含量的提高与更具个性化的设计，有利于提高产品附加值，从而提升单车价值量，并将进一步提升公司盈利能力。
- 客户结构逐步优化，同时加码国内及国际市场。在客户方面，公司已与一汽大众、上汽大众、上汽通用、广汽丰田、广汽本田、宝马、戴姆勒等合资/外资客户，以及红旗、吉利、广汽、奇瑞、蔚来、小鹏、理想等自主及新势力车企达成合作，公司的长远发展有着坚实的客户基础。在国内市场，22 年公司通过市场及客户调研，深刻把握行业动态，将原募投项目“智能制造产业园电子工厂”项目变更为“智能制造产业园五期”项目，拟变更投向的募集资金金额为 5.4 亿元，建设内容为贯穿式前部车灯工厂，该项目实施完成后可形成各类规格车用星环灯和格栅灯各 50 万只生产能力。在国际市场，公司目前海外营收占比较小，随着塞尔维亚星宇顺利建设并陆续进入批产阶段，其中 22 年塞尔维亚工厂已实现营收 180.3 万元，公司海外业务进入业绩爬坡期。随着公司客户结构不断完善，并在国内和国际市场同时扩充产能，为公司未来业绩增长提供了充足的保障。
- 维持“强烈推荐”投资评级。22 年公司承接了 41 个车型的车灯开发项目，实现 23 个新车型的项目批产，优质的新项目为公司未来发展提供了强有力的保障。随着公司持续加强新产品产能布局，产品及客户开拓顺利，在手订单逐步开始量产，预计公司 23-25 年归母净利润分别为 12.1/16.6/19.8 亿元，维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：汽车行业销量不及预期、原材料价格波动、汽车芯片供应短缺等。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	7909	8248	9609	12492	13991
同比增长	8%	4%	17%	30%	12%

强烈推荐 (维持)

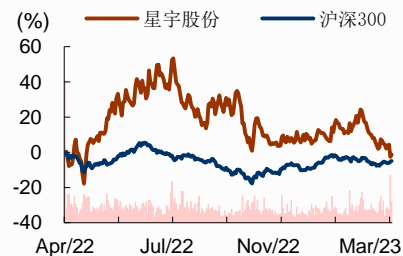
中游制造/汽车
目标估值：NA
当前股价：119.9 元

基础数据

总股本 (万股)	28568
已上市流通股 (万股)	28568
总市值 (亿元)	343
流通市值 (亿元)	343
每股净资产 (MRQ)	29.8
ROE (TTM)	11.0
资产负债率	35.6%
主要股东	周晓萍
主要股东持股比例	35.89%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-18	-24	-10
相对表现	-17	-31	-6



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《星宇股份 (601799) —3Q22 公司业绩加速兑现，经营持续向上可期》2022-10-28
- 2、《星宇股份 (601799) —深耕智能车灯业务，客户优化及产品升级双轮驱动》2022-08-29
- 3、《星宇股份 (601799) —1Q22 收入稳健增长，盈利能力环比明显提升》2022-05-04

汪刘胜 S1090511040037

✉ wangls@cmschina.com.cn

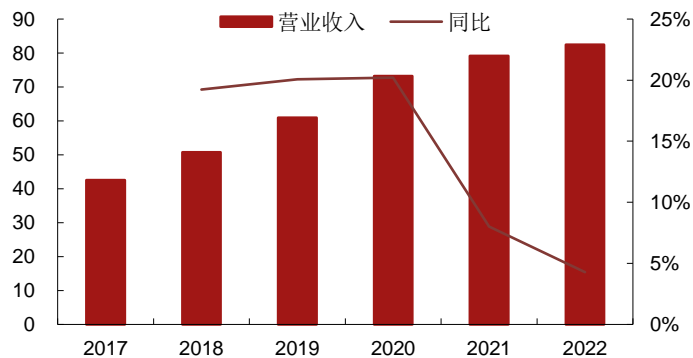
杨献宇 S1090519030001

✉ yangxianyu@cmschina.com.cn

营业利润(百万元)	1080	1054	1353	1852	2214
同比增长	-21%	-2%	28%	37%	20%
归母净利润(百万元)	949	941	1209	1657	1982
同比增长	-18%	-1%	28%	37%	20%
每股收益(元)	3.32	3.30	4.23	5.80	6.94
PE	36.1	36.4	28.3	20.7	17.3
PB	4.4	4.0	3.6	3.2	2.8

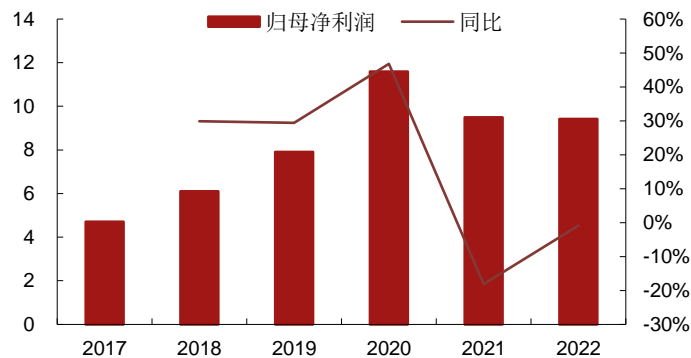
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 公司历年营收及增速 (单位: 亿元)



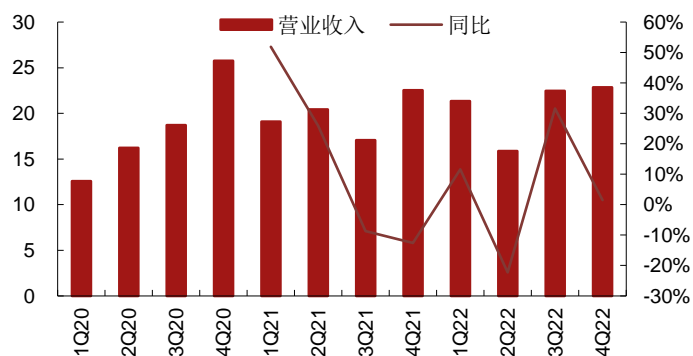
资料来源: 公司公告、招商证券

图 2: 公司历年归母净利润及增速 (单位: 亿元)



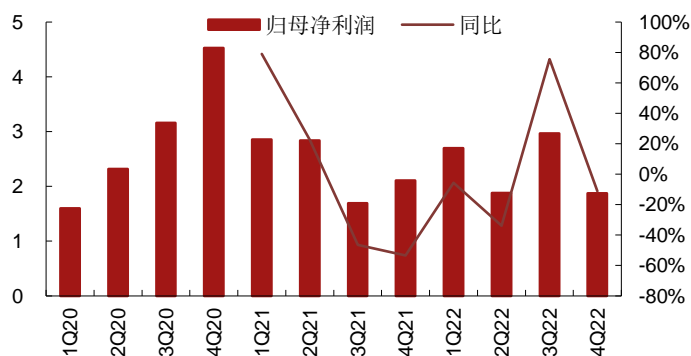
资料来源: 公司公告、招商证券

图 3: 公司各季度营收及增速 (单位: 亿元)



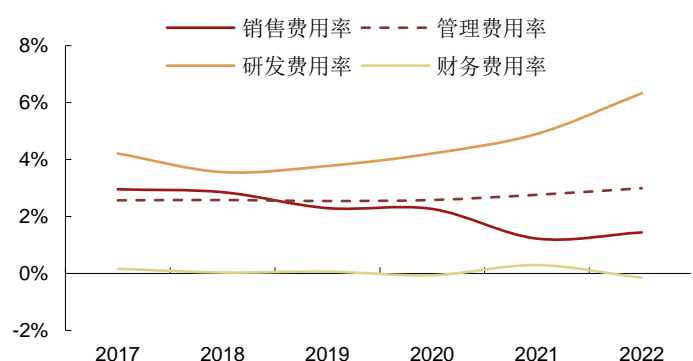
资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 公司各季度归母净利润及增速 (单位: 亿元)



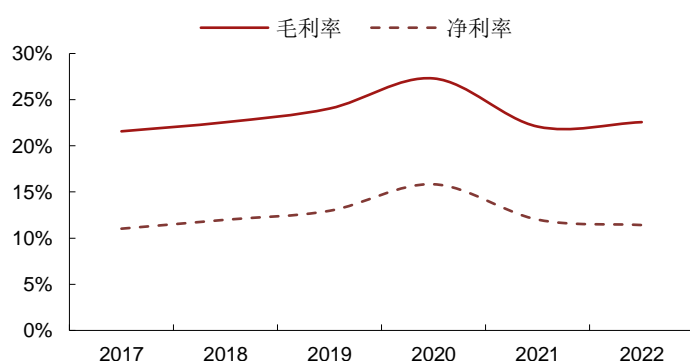
资料来源: 公司公告、招商证券

图 5: 公司历年费用率情况 (单位: %)



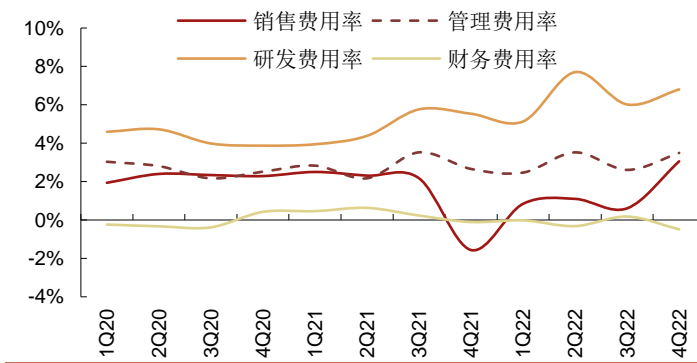
资料来源: 公司公告、招商证券

图 6: 公司历年销售毛利率及净利率 (单位: %)



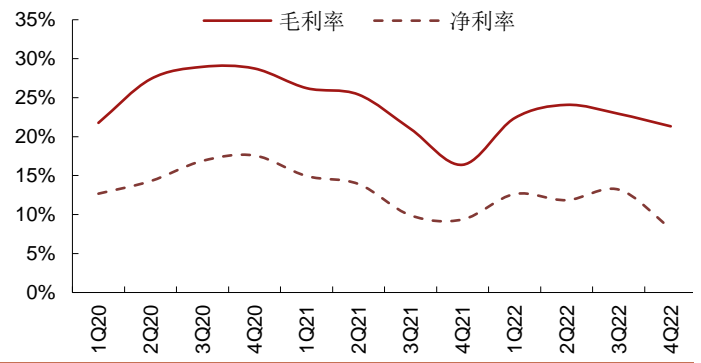
资料来源: 公司公告、招商证券

图 7: 公司各季度费用率情况 (单位: %)



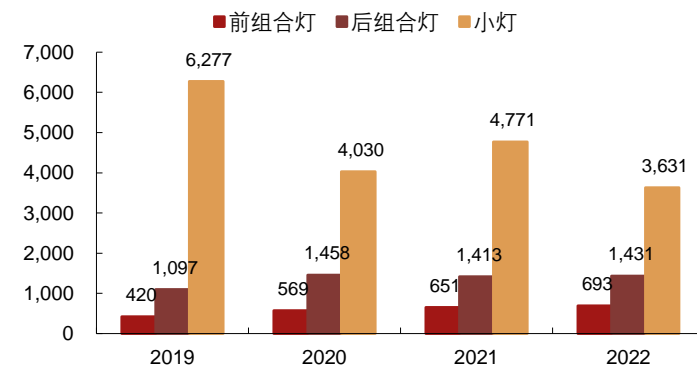
资料来源: 公司公告、招商证券

图 8: 公司各季度销售毛利率及净利率 (单位: %)



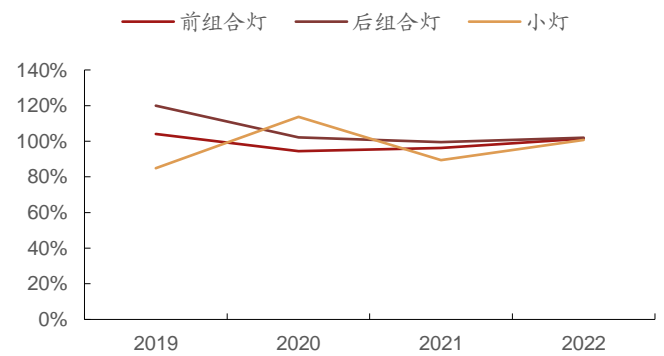
资料来源: 公司公告、招商证券

图 9: 公司主要产品销量情况 (单位: 万只)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 10: 公司主要产品产销率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	8200	8978	10197	12389	14165
现金	1402	1489	1971	2505	3436
交易性投资	2531	2623	2623	2623	2623
应收票据	1186	1158	1350	1754	1965
应收款项	1057	1302	1494	1942	2175
其它应收款	8	9	10	13	15
存货	1970	2326	2668	3446	3834
其他	47	70	81	105	117
非流动资产	3733	4259	4718	5125	5484
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2113	2673	3198	3662	4071
无形资产商誉	418	440	396	356	321
其他	1203	1146	1124	1107	1093
资产总计	11933	13237	14915	17513	19649
流动负债	3703	4117	4900	6205	6856
短期借款	0	0	200	200	200
应付账款	3487	3841	4420	5709	6352
预收账款	27	17	19	25	28
其他	189	260	261	271	276
长期负债	371	598	598	598	598
长期借款	0	0	0	0	0
其他	371	598	598	598	598
负债合计	4074	4715	5498	6803	7454
股本	286	286	286	286	286
资本公积金	4176	4176	4176	4176	4176
留存收益	3397	4060	4955	6249	7734
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	7859	8522	9417	10710	12196
负债及权益合计	11933	13237	14915	17513	19649

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	520	1408	1297	1601	2067
净利润	949	941	1209	1657	1982
折旧摊销	293	372	380	433	480
财务费用	35	(2)	12	18	(47)
投资收益	(0)	0	(157)	(157)	(157)
营运资金变动	(772)	120	(154)	(363)	(199)
其它	13	(23)	7	12	7
投资活动现金流	(938)	(1014)	(686)	(686)	(686)
资本支出	(1265)	(956)	(842)	(842)	(842)
其他投资	327	(58)	157	157	157
筹资活动现金流	(377)	(321)	(130)	(381)	(450)
借款变动	182	(268)	196	0	0
普通股增加	10	0	0	0	0
资本公积增加	1366	0	0	0	0
股利分配	(641)	(314)	(314)	(363)	(497)
其他	(1294)	261	(12)	(18)	47
现金净增加额	(795)	74	482	534	931

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7909	8248	9609	12492	13991
营业成本	6163	6387	7351	9494	10563
营业税金及附加	35	43	51	66	74
营业费用	97	119	115	150	168
管理费用	218	247	288	350	392
研发费用	388	522	577	700	783
财务费用	23	(13)	12	18	(47)
资产减值损失	(32)	(45)	(20)	(20)	0
公允价值变动收益	90	86	86	86	86
其他收益	38	71	71	71	71
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	1080	1054	1353	1852	2214
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	4	6	6	6	6
利润总额	1078	1050	1349	1848	2210
所得税	129	108	139	191	228
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	949	941	1209	1657	1982

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	8%	4%	17%	30%	12%
营业利润	-21%	-2%	28%	37%	20%
归母净利润	-18%	-1%	28%	37%	20%
获利能力					
毛利率	22.1%	22.6%	23.5%	24.0%	24.5%
净利率	12.0%	11.4%	12.6%	13.3%	14.2%
ROE	13.8%	11.5%	13.5%	16.5%	17.3%
ROIC	14.1%	11.4%	13.5%	16.3%	16.7%
偿债能力					
资产负债率	34.1%	35.6%	36.9%	38.8%	37.9%
净负债比率	0.1%	0.0%	1.3%	1.1%	1.0%
流动比率	2.2	2.2	2.1	2.0	2.1
速动比率	1.7	1.6	1.5	1.4	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
存货周转率	3.5	3.0	2.9	3.1	2.9
应收账款周转率	3.8	3.5	3.6	3.8	3.6
应付账款周转率	1.8	1.7	1.8	1.9	1.8
每股资料(元)					
EPS	3.32	3.30	4.23	5.80	6.94
每股经营净现金	1.82	4.93	4.54	5.60	7.23
每股净资产	27.51	29.83	32.96	37.49	42.69
每股股利	1.10	1.10	1.27	1.74	2.08
估值比率					
PE	36.1	36.4	28.3	20.7	17.3
PB	4.4	4.0	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA	28.6	28.3	21.5	16.3	14.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

汪刘胜，1998年毕业于同济大学。7年产业经历，2006年至今于招商证券从事汽车、新能源行业研究，连续11年新财富最佳分析师入围。2008年获金融时报与Starmine全球最佳分析师-亚太区汽车行业分析师第三名；2010年获水晶球奖并获新财富第三名；2014年水晶球第一名、新财富第二名；2015年水晶球公募第一名、新财富第三名；2016年金牛奖第二名；2017年新财富第三名。“智能驾驭、电动未来”是我们提出的重点研究领域，基于电动化平台、车联网基础之上的智能化是汽车行业发展的方向。

杨献宇，同济大学硕士，一年半汽车产业经历，5年证券行业研究经验。2018年加入招商证券，重点覆盖乘用车、商用车、零部件板块。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。