CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

星徽精密 300464.SZ

当前股价：19.4 元
2020 年 10 月 25 日

疫情催化跨境电商保持高增长，业绩持续超预期

事件：星徽精密发布 2020 年三季报，业绩超预期。公司受益跨境电商，收入快速增长，收入结构改善带动盈利水平提升。公司 2020 年前三季度实现营业收入 34.66 亿元，同比增长 53.06%，实现归母净利润 2.03 亿元，同比增长 125.09%；单 Q3 实现营业收入 14.12 亿元，同比增长 57.52%。归母净利润 0.76 亿元，同比增长 120.55%，业绩超预期。

- **跨境电商销售收入快速增长。**公司年初以来受益于跨境电商的销售收入的快速增长，收入/业绩持续超预期，三季度延续上半年良好势头，单三季度实现营业收入 14.12 亿元，同比增长 57.52%。归母净利润 0.76 亿元，同比增长 120.55%。iPhone12 将不再附赠耳机和充电器，星徽精密主营产品中无线蓝牙耳机/手机充电器在亚马逊销量领先，有望受益。
- **收入结构改善，毛利率带动净利率提升。**前三季度毛利率 48.65%，同比增长 4.92pct；销售/管理/财务费用率分别为 34.39%/2.84%/1.82%，同比变动+1.67/-1.65/1.72pct。财务费用增加主要原因系融资规模增加和汇率变动的影响。单三季度毛利率 48.91%，同比增长 6.77pct，销售/管理/财务费用率分别为 34.40%/2.58%/3.27%，同比变动+1.36/-1.50/4.12pct。毛利提升带动净利率，公司前三季度净利率 6.14%，同比提升 6.15pct，单三季度净利率 5.76%，同比提升 1.83pct。
- **精品跨境电商龙头，财务指标优秀增长空间广阔。**公司以“精品”策略进行跨境电商经营，SKU 仅 100 多个，产品均为自主品牌且有专利。公司主导了针对客户市场需求的研究、产品设计研发等环节，因而具备更高的技术壁垒与利润空间。少量聚焦的 SKU 经营策略使得公司存货周转较“泛品”模式更快，存货减值风险较小，现金流更为健康。公司 2020 年前三季度资产减值 884.02 万，占营业收入 0.26%，存货减值风险可控。随着公司单品经营的进一步细化以及线下等多渠道的扩张，公司有望持续保持高速增长
- **投资建议：**公司业绩持续超预期，预计公司 2020/2021/2022 年的净利润分别为 3.03/3.94/5.21 亿元，同比增长 104%/30%/32%，对应 2020 年 PE 为 23 倍，维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示：**中美贸易摩擦影响跨境电商业务；疫情对公司供应链产生影响；对第三方平台依赖的风险；汇率变动的风险。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	711	3491	5529	6947	8696
同比增长	35%	391%	58%	26%	25%
营业利润(百万元)	5	173	349	454	600
同比增长	-72%	3282%	102%	30%	32%
净利润(百万元)	2	149	303	394	521
同比增长	-86%	71.68	104%	30%	32%
每股收益(元)	0.01	0.42	0.86	1.12	1.47
PE	1965.4	46.1	22.6	17.4	13.2
PB	7.8	3.8	3.3	2.9	2.5

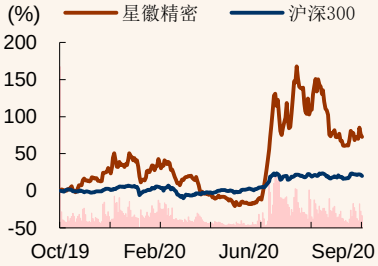
资料来源：公司数据、招商证券

基础数据

上证综指	3278
总股本（万股）	35312
已上市流通股（万股）	25820
总市值（亿元）	69
流通市值（亿元）	50
每股净资产（MRQ）	5.6
ROE（TTM）	13.3
资产负债率	50.9%
主要股东	广东星野投资有限责
主要股东持股比例	27.69%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	79	74
相对表现	1	55	52



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《星徽精密（300464）—审计保留意见事项消除，增资助力公司长期发展》2020-09-21
2、《星徽精密（300464）—跨境电商高速增长，业绩超预期》2020-08-28
3、《星徽精密（300464）—精品跨境电商，疫情催化业绩加速增长》2020-08-21

宁浮洁
ningfujie@cmschina.com.cn
S1090518090002

丁浙川
dingzhechuan@cmschina.com.cn
S1090519070002

李秀敏
lixiumin1@cmschina.com.cn
S1090520070003

表 1：公司各季度业绩情况（单位：百万）

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
营业收入	673.68	694.25	896.51	1,226.90	835.48	1,218.36	1,412.15
营业成本	362.65	392.79	518.64	681.85	466.52	591.80	721.41
毛利润	311.02	301.46	377.87	545.05	368.96	626.56	690.74
销售税金	1.43	1.30	0.70	1.74	0.98	0.77	1.07
销售费用	222.62	222.01	296.21	412.59	312.46	393.62	485.79
管理费用	31.93	33.11	36.55	28.47	27.47	34.45	36.43
财务费用	15.59	-5.80	-7.62	15.26	2.99	13.92	46.15
投资收益	0.20	-1.58	-2.55	10.38	0.72	0.41	0.74
资产减值损失	2.72	-7.21	-1.47	-1.91	1.57	-12.54	2.13
营业利润	26.30	39.91	37.91	68.72	15.73	157.42	104.72
营业外收入	0.16	-0.02	0.12	1.01	-0.22	1.12	0.43
营业外支出	0.00	0.02	0.05	6.18	0.97	0.91	0.02
利润总额	26.46	39.87	37.98	63.56	14.53	157.64	105.13
所得税	6.76	4.53	2.76	4.65	4.59	36.16	23.74
净利润	19.70	35.34	35.22	58.90	9.95	121.48	81.39
少数股东权益	-0.51	0.12	0.60	0.39	1.52	3.57	5.03
归母净利润	20.21	35.21	34.62	58.51	8.42	117.91	76.35

资料来源：wind，招商证券

表 2：公司各季度利润率情况（%）

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
毛利率	46.17	43.42	42.15	44.43	44.16	51.43	48.91
销售费用率	33.05	31.98	33.04	33.63	37.40	32.31	34.40
管理费用率	4.74	4.77	4.08	2.32	3.29	2.83	2.58
财务费用率	2.31	-0.84	-0.85	1.24	0.36	1.14	3.27
营业利润率	3.90	5.75	4.23	5.60	1.88	12.92	7.42
净利率	2.92	5.09	3.93	4.80	1.19	9.97	5.76
所得税率	25.54	11.36	7.28	7.32	31.56	22.94	22.58

资料来源：wind，招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1219	1661	2299	2987	3701
现金	239	296	237	435	553
交易性投资	0	89	89	89	89
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	306	487	771	969	1213
其它应收款	97	54	86	108	135
存货	464	617	930	1153	1420
其他	113	118	186	233	290
非流动资产	1686	1741	1725	1683	1646
长期股权投资	17	6	6	6	6
固定资产	426	481	477	444	416
无形资产	108	125	113	101	91
其他	1135	1129	1129	1131	1133
资产总计	**2905**	**3402**	**4024**	**4669**	**5347**
流动负债	2259	1442	1508	1846	2119
短期借款	288	284	0	0	0
应付账款	257	515	776	962	1185
预收账款	12	13	19	24	29
其他	1701	631	713	860	905
长期负债	125	152	434	436	436
长期借款	59	60	340	340	340
其他	66	92	93	96	96
负债合计	**2383**	**1594**	**1942**	**2282**	**2555**
股本	207	353	353	353	353
资本公积金	103	1096	1096	1096	1096
留存收益	201	352	625	928	1331
少数股东权益	11	7	9	10	12
归属于母公司所有者权益	511	1801	2074	2377	2780
负债及权益合计	**2905**	**3402**	**4024**	**4669**	**5347**

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	14	153	96	322	271
净利润	2	149	303	394	521
折旧摊销	53	86	81	78	72
财务费用	17	25	10	10	10
投资收益	(8)	(6)	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	(52)	(93)	(289)	(152)	(323)
其它	2	(7)	1	1	2
投资活动现金流	108	(355)	(55)	(25)	(25)
资本支出	(87)	(118)	(65)	(35)	(35)
其他投资	195	(237)	10	10	10
筹资活动现金流	27	260	(100)	(99)	(128)
借款变动	(28)	(910)	(62)	0	0
普通股增加	(1)	146	0	0	0
资本公积增加	2	993	0	0	0
股利分配	18	21	(30)	(91)	(118)
其他	37	10	(8)	(8)	(10)
现金净增加额	149	57	(59)	198	118

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	711	3491	5529	6947	8696
营业成本	620	1956	2951	3657	4504
营业税金及附加	4	5	8	10	13
营业费用	22	1153	1880	2397	3043
管理费用	43	130	216	250	278
研发费用	8	57	116	174	252
财务费用	15	17	10	10	10
资产减值损失	7	22	10	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	5	16	0	0	0
投资收益	13	23	10	10	10
营业利润	5	173	349	454	600
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	0	6	2	2	2
利润总额	5	168	348	453	599
所得税	1	19	44	57	76
少数股东损益	1	1	1	2	2
归属于母公司净利润	2	149	303	394	521

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	35%	391%	58%	26%	25%
营业利润	-72%	3282%	102%	30%	32%
净利润	-86%	71.68	104%	30%	32%
获利能力					
毛利率	12.9%	44.0%	46.6%	47.4%	48.2%
净利率	0.3%	4.3%	5.5%	5.7%	6.0%
ROE	0.4%	8.2%	14.6%	16.6%	18.7%
ROIC	2.6%	7.5%	12.9%	14.8%	17.0%
偿债能力					
资产负债率	82.0%	46.8%	48.2%	48.9%	47.8%
净负债比率	12.6%	11.8%	8.5%	7.3%	6.4%
流动比率	0.5	1.2	1.5	1.6	1.7
速动比率	0.3	0.7	0.9	1.0	1.1
营运能力					
资产周转率	0.2	1.0	1.4	1.5	1.6
存货周转率	2.0	3.6	3.8	3.5	3.5
应收帐款周转率	3.2	8.8	8.8	8.0	8.0
应付帐款周转率	3.6	5.1	4.6	4.2	4.2
每股资料（元）					
EPS	0.01	0.42	0.86	1.12	1.47
每股经营现金	0.07	0.43	0.27	0.91	0.77
每股净资产	2.47	5.10	5.87	6.73	7.87
每股股利	0.00	0.00	0.26	0.33	0.44
估值比率					
PE	1965.4	46.1	22.6	17.4	13.2
PB	7.8	3.8	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	31.6	9.0	5.1	4.2	3.3

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。

宁浮洁，商贸零售首席分析师。南京大学经济学硕士，曾任职于中泰证券零售组，覆盖商业零售行业，18 年加盟 招商证券，产业资源丰富，逻辑清晰。

丁浙川，布里斯托大学金融学硕士，曾任职于华泰证券零售组，2019 年加入招商证券，重点覆盖电商与新零售领域。

李秀敏，社会服务业分析师，浙江大学/复旦大学金融学学士/硕士，2018 年 6 月加入招商证券，重点覆盖本地生活、免税、餐饮、酒店板块。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准:

强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避: 公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A: 公司长期竞争力高于行业平均水平
B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致
C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准:

推荐: 行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性: 行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避: 行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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，任何机构和个人均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。