2020 年 10 月 28 日
证券研究报告•2020 年三季报点评
立讯精密（002475）电子

买入（维持）
当前价：57.62 元
目标价：71.50 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

Q3 业绩再超指引上限，内外并举持续成长

投资要点

- **业绩总结：**公司披露 2020 年三季报业绩，公司 2020 年前三季度营收 595.3 亿元，同比增长 57.3%；归母净利润 46.8 亿元，同比增长 62.1%。其中 Q3 单季营收 230.8 亿元，同比增长 40.8%，归母净利润 21.4 亿元，同比增长 54.5%。
- **2020Q3 业绩再超预期，Q4 有望再超指引上限。**公司 2020 前三季度归母净利润 46.8 亿元，同比增长 62.1%，超出此前中报披露时的前三季度业绩指引上限（40%~60%），其中 Q3 单季归母利润 21.4 亿元，同比增长 54.5%，环比增长 37.7%，扣非归母净利润 18.7 亿元，同比增长 42.5%；2020Q3 单季毛利率达 22.4%，同比环比均有所提升，预期为质量及良品率提升。同时，公司披露全年业绩指引，预计 2020 年归母净利润为 70.7~73.1 亿元，同比增长 50%-55%，对应 Q4 单季归母净利润 23.9~26.3 亿元，预期公司 Q4 会继续超业绩指引上限。
- **业务板块多线齐头并进，驱动业绩持续增长。**公司受益 TWS 耳机发展趋势，自 2019 年以来 TWS 代工业务发展迅速，2020 年切入 iwatch 及 Sip 封装等业务，伴随 Airpods 等可穿戴产品的渗透率持续提升，公司业绩有望将持续创出新高。报告期内公司高速传输、电源等产品技术能力和优势得到持续巩固；汽车电子零组件产品线稳步发展。在精进和优化现有产品同时，公司持续关注和布局消费电子新产品、新业务，努力为实现公司长期可持续发展夯实基础。
- **内外并举，进一步跟进大客户的全球产能布局。国内：**2020 年 7 月 17 日公司与控股股东立讯有限公司共同出资以现金收购 WIN 直接及间接控制的全资子公司纬创投资（江苏）有限公司及纬新资通（昆山）有限公司，将快速切入 iphone 整机代工业务领域。当前整机代工仍主要由台系厂商占据主要地位，公司有望凭借优秀的成本管理能力及优秀的质量品控，继续开拓代工品类及代工份额。**海外：**公司发布公告拟以不超过 9200 万美元增资立讯印度有限公司，用于满足印度立讯厂房扩建及产能提升等相关需求。是公司继越南工厂之后，紧跟大客户产能布局，以提升公司整体业务发展的稳定性。
- **盈利预测与投资建议。**考虑到公司盈利能力持续提升，小幅上调 2020-2022 年归母净利润至 73.2/104.2/140.5 亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**客户销售不及预期；新产品导入不及预期；行业竞争加剧导致产品价格下滑等。

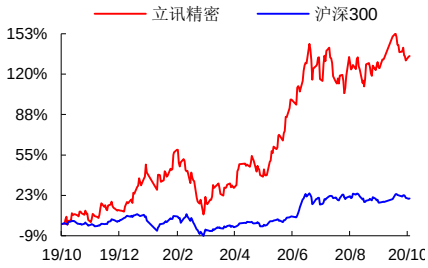
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	62516.31	95758.62	131573.00	169681.29
增长率	74.38%	53.17%	37.40%	28.96%
归属母公司净利润（百万元）	4713.82	7321.95	10420.16	14047.60
增长率	73.13%	55.33%	42.31%	34.81%
每股收益 EPS（元）	0.88	1.05	1.49	2.01
净资产收益率 ROE	22.66%	26.70%	28.32%	28.47%
PE	65	55	39	29
PB	15.19	15.01	11.14	8.28

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：常潇雅
执业证号：S1250517050002
电话：021-58351932
邮箱：cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	69.84
流通 A 股(亿股)	69.75
52 周内股价区间(元)	31.81-62.0
总市值(亿元)	4,031.55
总资产(亿元)	657.77
每股净资产(元)	3.56

相关研究

1. 立讯精密（002475）：中报业绩超预期，长期成长清晰确定 (2020-08-25)

关键假设：

假设 1：消费电子： 公司目前主要供应产品包括 TWS 耳机、扬声器与受话机、Lighting 连接线/音频转接线、无线充电模组/马达/天线等整件及零组件产品，受益无线耳机替代有线耳机整体趋势，参考 Counterpoint Research 预测，2020 年全球 TWS 耳机规模将达 2.3 亿部，2019-2022 年全球 TWS 耳机设备市场将按照约 80%的复合增速增长。TWS 耳机等替苹果代工产品快速增长将直接带动消费电子版块的增长，预期消费电子 2020-2022 年订单额增速将保持 60%/40%/30%,毛利率水平分别为 21%/21.3%/21.5%。

假设 2：电脑互联产品及精密组件：根据调研公司 Canalys 发布的全球 PC 出货量报告，预期 2020 年 PC 出货量将下降 7%，2021 年将保持平稳，2022 年将恢复增长。预期公司将受益存量市场下集中度的进一步提升，结合预期公司 2020-2022 年电脑互联产品及精密组件业务订单额均保持 10%的增长，毛利率水平维持在 21%左右。

假设 3：通讯互联产品及精密组件：主要涵盖互联产品（高速连接器等）、基站射频产品（基站天线、滤波器等）及光电产品（有源光缆及光模块等），将持续受益 5G 基站建设，预期 2020-2022 年订单额将保持 20%左右的增速，毛利率维持 21%左右。

假设 4：汽车互联产品及精密组件：主要涵盖连接器、电子模块、嵌件注塑功能件等完整零组件产品，EV Sales 的数据预测 2025 年全球新能源乘用车将达 1150 万辆，基于 2019 年 221 万辆，CAGR 将达 32%，我们预期公司汽车电子业务订单量将大致与行业销量持平，预期 2020-2022 订单额将保持 35%的增长，由于汽车电子类产品验证周期较长，准入壁垒较高，毛利率水平预期下降将较缓慢，预期为 16.2%/16%/15.8%。

假设 5：其他连接器及其他业务：据智研咨询数据显示，2011-2019 年我国连接器市场规模 CAGR 为 10.5%，作为行业龙头公司，预期公司将受益集中度进一步提升，营收增速将超越行业整体历史平均水平，预期公司其他连接器 2020-2022 年订单额均保持 20%增长，毛利率水平维持在 22%的水平。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
消费电子	收入	51990.38	83184.61	116458.45	151395.99
	增速		60.00%	40.00%	30.00%
	毛利率	19.99%	21.00%	21.30%	21.50%
电脑互联产品及精密组件	收入	4113.23	4524.55	4977.01	5474.71
	增速		10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	21.24%	21.00%	21.00%	21.00%
通讯互联产品及精密组件	收入	2237.14	2684.57	3221.48	3865.78
	增速		20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	17.33%	21.00%	21.00%	21.00%
汽车互联产品及精密组件	收入	2,361.41	3187.90	4303.67	5809.95
	增速		35.00%	35.00%	35.00%
	毛利率	16.46%	16.20%	16.00%	15.80%

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
其他连接器及其他业务	收入	1,814.15	2176.98	2612.38	3134.85
	增速		20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	22.28%	22.00%	22.00%	22.00%
合计	收入	62,516.31	95,758.61	131,572.99	169,681.28
	增速		53.17%	37.40%	28.96%
	毛利率	19.91%	20.86%	21.12%	21.29%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	62516.31	95758.62	131573.00	169681.29
营业成本	50067.83	75780.56	103782.35	133562.01
营业税金及附加	303.19	454.75	629.26	809.61
销售费用	498.27	7660.69	10394.27	13235.14
管理费用	1524.84	2358.46	3230.09	4170.13
财务费用	330.07	612.46	860.79	794.96
资产减值损失	-80.64	200.00	300.00	400.00
投资收益	172.82	20.00	20.00	20.00
公允价值变动损益	0.80	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	50.00	50.00	50.00
营业利润	5744.69	8761.70	12446.24	16779.44
其他非经营损益	-109.51	5.00	30.00	40.00
利润总额	5635.18	8766.70	12476.24	16819.44
所得税	707.75	1139.67	1621.91	2186.53
净利润	4927.42	7627.03	10854.33	14632.92
少数股东损益	213.60	305.08	434.17	585.32
归属母公司股东净利润	4713.82	7321.95	10420.16	14047.60

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	4927.42	7627.03	10854.33	14632.92
折旧与摊销	1671.02	997.48	1232.18	1423.12
财务费用	330.07	612.46	860.79	794.96
资产减值损失	-80.64	200.00	300.00	400.00
经营营运资本变动	4894.46	-7957.51	-1343.98	-4521.12
其他	-4276.35	-222.71	-319.10	-420.30
经营活动现金流净额	7465.99	1256.75	11584.22	12309.57
资本支出	-3986.32	-5300.00	-6300.00	-2300.00
其他	-2311.30	502.37	-155.56	66.43
投资活动现金流净额	-6297.62	-4797.63	-6455.56	-2233.57
短期借款	-1497.59	8724.84	410.86	-3908.59
长期借款	63.61	0.00	0.00	0.00
股权融资	293.64	0.00	0.00	0.00
支付股利	-205.73	-644.85	-1098.29	-1563.02
其他	2418.43	-1143.71	-859.79	-793.56
筹资活动现金流净额	1072.36	6936.28	-1547.22	-6265.17
现金流量净额	2337.82	3395.40	3581.44	3810.83

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	6180.47	9575.86	13157.30	16968.13
应收和预付款项	13860.76	24615.81	32295.77	42251.18
存货	7700.86	12538.17	16883.77	21714.36
其他流动资产	3008.82	5108.98	5974.32	7661.10
长期股权投资	303.05	303.05	303.05	303.05
投资性房地产	52.66	61.73	60.14	59.43
固定资产和在建工程	14572.85	18691.40	23575.25	24268.16
无形资产和开发支出	1580.42	1799.60	2018.77	2237.95
其他非流动资产	2118.03	2092.83	2067.63	2042.42
资产总计	49377.91	74787.43	96335.99	117505.78
短期借款	4166.30	12891.14	13302.00	9393.41
应付和预收款项	19327.38	29396.01	40187.38	51759.37
长期借款	1562.91	1562.91	1562.91	1562.91
其他负债	2571.62	2371.09	2961.38	3397.87
负债合计	27628.21	46221.15	58013.67	66113.56
股本	5349.00	6983.75	6983.75	6983.75
资本公积	2654.69	1019.94	1019.94	1019.94
留存收益	12127.32	18804.42	28126.28	40610.86
归属母公司股东权益	20296.62	26808.11	36129.98	48614.55
少数股东权益	1453.08	1758.17	2192.34	2777.66
股东权益合计	21749.70	28566.28	38322.32	51392.21
负债和股东权益合计	49377.91	74787.43	96335.99	117505.78

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力	74.38%	53.17%	37.40%	28.96%
销售收入增长率	74.41%	52.52%	42.05%	34.82%
营业利润增长率	75.14%	54.79%	42.31%	34.81%
净利润增长率	63.01%	33.90%	40.18%	30.66%
EBITDA 增长率				
获利能力	19.91%	20.86%	21.12%	21.29%
毛利率	3.76%	11.10%	11.01%	10.73%
三费率	7.88%	7.96%	8.25%	8.62%
净利率	22.66%	26.70%	28.32%	28.47%
ROE	9.98%	10.20%	11.27%	12.45%
ROA	22.82%	25.42%	25.78%	28.03%
ROIC	12.39%	10.83%	11.05%	11.20%
EBITDA/销售收入				
营运能力	1.46	1.54	1.54	1.59
总资产周转率	5.40	6.13	6.64	7.42
固定资产周转率	5.13	5.22	4.86	4.78
应收账款周转率	7.94	7.42	7.01	6.89
存货周转率	94.15%	—	—	—
销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
资本结构	55.95%	61.80%	60.22%	56.26%
资产负债率	20.74%	31.27%	25.63%	16.58%
带息债务/总负债	1.24	1.19	1.24	1.40
流动比率	0.93	0.90	0.93	1.06
速动比率	4.36%	8.81%	10.54%	11.13%
股利支付率				
每股指标	0.88	1.05	1.49	2.01
每股收益	3.79	3.84	5.17	6.96
每股净资产	1.40	0.18	1.66	1.76
每股经营现金	0.04	0.09	0.16	0.22
每股股利	74.38%	53.17%	37.40%	28.96%

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	7745.78	10371.64	14539.21	18997.52
PE	65.38	54.96	38.62	28.65
PB	15.19	15.01	11.14	8.28
PS	4.93	4.20	3.06	2.37
EV/EBITDA	39.33	38.98	27.58	20.70
股息率	0.07%	0.16%	0.27%	0.39%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn