2020 年 08 月 25 日
证券研究报告•2020 年中报点评
立讯精密（002475）电子

买入（首次）
当前价：56.26 元
目标价：71.50 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

中报业绩超预期，长期成长清晰确定

投资要点

- **业绩总结：**公司披露 2020 年中报业绩，公司 2020H1 营收 364.5 亿元，同比增长 70.0%；归母净利润 25.4 亿元，同比增长 69.0%，超过中报业绩指引上限，业绩明显超预期。归母扣非净利润 23.4 亿元，同比增长 64.2%。

- **2020H1 业绩超预期，三季报指引业绩持续优秀。**公司 2020H1 营收 364.5 亿元，同比增长 70.0%；归母净利润 25.4 亿元，同比增长 69.0%，超出此前一季报披露时的中报业绩指引 40%~60%的上限；同时，公司披露前三季度业绩指引，预计 1-9 月归母净利润为 40.4~46.2 亿元，同比增长 40%-60%，对应 2020Q3 单季度归母净利润 15.1~20.8 亿元，预期公司 Q3 可能会持续超业绩指引上限。

- **消费电子端：**公司 2020H1 消费电子业务营收 311 亿元，同比增长 86.6%，1）手机：叠加 5G 换机潮，iphone 系列新款将支持 5G，公司具有垂直整合优势，天线/马达/声学等相关零组件份额将有望持续提升。2）智能硬件：Airpods 系列持续贡献营收增长，伴随苹果秋季硬件新品推出，预期公司将涉及其中更多品类的组装业务（iwatch），公司将持续受益苹果硬件产品品类扩张的机会。

- **通讯端：**当前通讯产业由 4G 转向 5G 的技术升级过程中，通讯硬件愈发向集成化、小型化发展趋势，公司前瞻布局 5G 通信（基站天线、滤波器等），精密制造能力及优势显著，未来通信业务板块业绩成长可期。

- **汽车端：**公司提前战略布局汽车端业务生态，预期将伴随汽车行业车联网、智能驾驶、电动化趋势，通过核心产品的布局，逐步完善从零件、模组至系统方案的发展架构，为公司后续业绩增长奠定基础

- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.95 元、1.30 元、1.72 元，未来三年归母净利润将保持 36.7%的复合增长率。考虑到通过品类扩充，份额提升，外延拓宽等方式实现业务增长，“机电声光”全方位发展公司成长逻辑清晰且确定性高，长期看好公司发展，给予公司 2021 年 55 倍 PE，目标价 71.5 元，首次覆盖，给予“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风险。

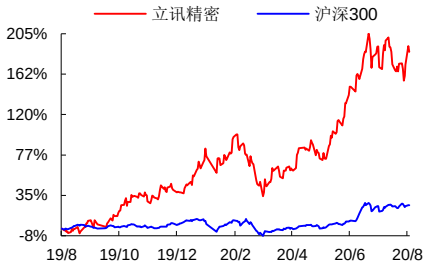
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	62516.31	95758.62	131573.00	169681.29
增长率	74.38%	53.17%	37.40%	28.96%
归属母公司净利润（百万元）	4713.82	6615.72	9109.80	12046.22
增长率	73.13%	40.35%	37.70%	32.23%
每股收益 EPS（元）	0.88	0.95	1.30	1.72
净资产收益率 ROE	22.66%	24.76%	26.12%	26.41%
PE	64	59	43	33
PB	14.83	15.05	11.48	8.75

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

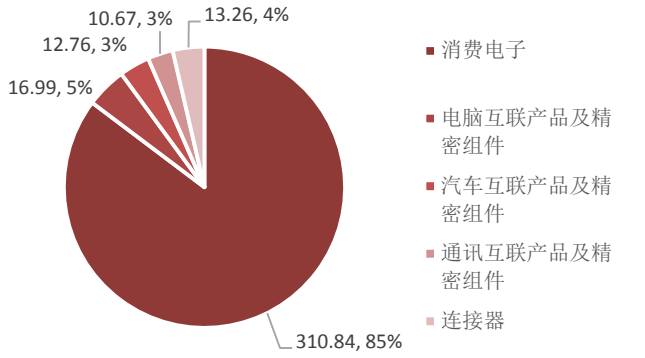
总股本(亿股)	69.84
流通 A 股(亿股)	69.84
52 周内股价区间(元)	24.37-60.0
总市值(亿元)	3,933.89
总资产(亿元)	536.81
每股净资产(元)	3.26

相关研究

1 公司为“机电声光”全方位发展的精密制造龙头企业

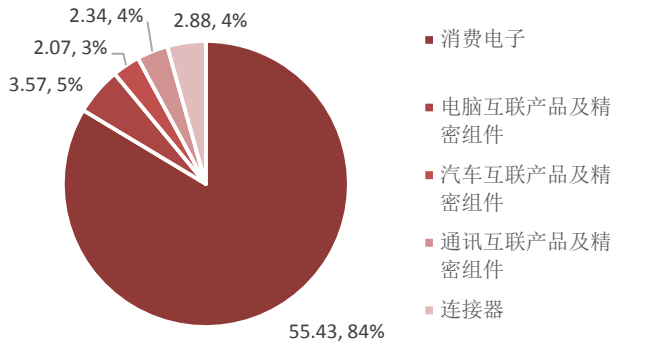
公司成立于 2004 年，于 2010 年 9 月在深圳交易所挂牌上市。公司以生产连接器为起点，多年来通过内在增长及外延并购，当前主营产品已包括：连接线、连接器、声学、无线充电、马达、天线、智能穿戴、智能配件等零组件、模组与系统类产品。产品广泛应用于电脑及周边、消费电子、通信、汽车及医疗等领域。公司从传统连接器业务向精密制造业务跨越，以精密互联技术为基础逐渐延伸到电声学、光学等精密制造领域，“机电声光”全方位发展，成为国内电子行业精密制造的龙头企业。

图 1：2020H1 公司各业务营收占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

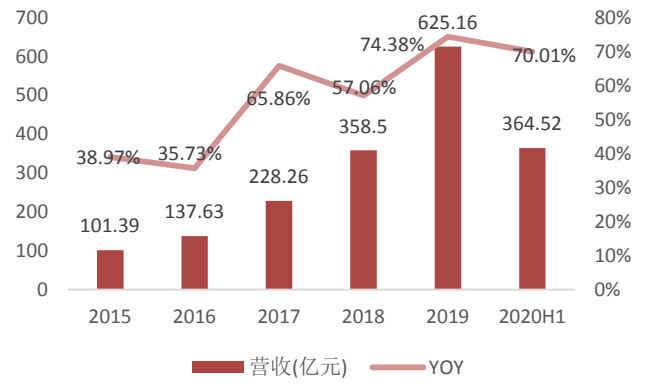
图 2：公司 2020H1 各业务毛利占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

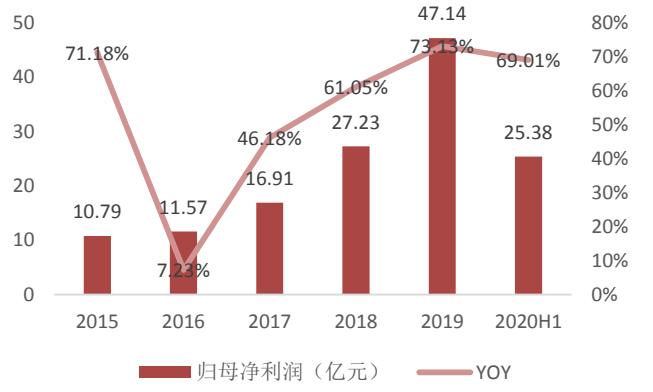
公司业务结构：公司当前营收主要为：消费电子业务板块。营收结构：2020H1 公司消费电子业务营收 310.8 亿元，同比增长 86.6%，营收占比为 85.3%，为营收大头；电脑互联产业及精密组件营收为 17.0 亿元，营收占比为 4.7%；汽车互联产品及精密组件营收为 12.8 亿元，营收占比为 3.5%；通讯互联产品及精密组件营收 10.7 亿元，营收占比为 2.9%；连接器营收为 13.3 亿元，营收占比为 3.6%。**毛利占比：**公司消费电子 2020H1 毛利为 55.4 亿元，毛利率水平为 17.8%，毛利占比为 83.6%，为主要毛利来源；由于公司营收主要为消费电子业务，且各项业务毛利率水平差距不大，因此毛利占比较营收占比差别不大。

图 3：公司 2015 年至今营收增长情况



数据来源：Wind、西南证券整理

图 4：公司 2015 年至今归母净利润增长情况



数据来源：Wind、西南证券整理

公司业绩情况：2015 以来，公司营收及归母利润整体保持增长态势。公司营收自 2015 年的 101.4 亿增长到 2019 年的 625.2 亿，CAGR 达到 57.6%，营收稳健提升。公司归母净利润从 2015 年的 10.8 亿元增长到 2019 年的 47.1 亿元，CAGR 为 44.6%，增长迅速。期间 2018 年消费电子产品市场整体需求，行业竞争有所加剧，公司仍保持营收及归母净利润双双高速增长。

2 盈利预测及估值

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板块的增长，预期消费电子 2020-2022 年订单额增速将保持 60%/40%/30%，毛利率水平将均保持 20%。

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%	20.00%	20.00%	20.00%
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%

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
	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%
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%	19.99%	19.97%	19.95%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取同为精密制造行业的蓝思科技、领益智造、歌尔股份、信维通信作为可比公司，可比公司 2020 年平均 PE 为 46 倍，由于立讯精密在精密制造行业龙头地位稳固，通过品类扩充，份额提升，外延拓宽等方式实现业务增长，通过提升财务及运营水平进一步实现精细化管理能力，理应享受行业龙头的估值溢价。

预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.95 元、1.30 元、1.72 元，未来三年归母净利润将保持 36.7%的复合增长率，对应 PE 分别为 59/43/33 倍。考虑到公司上下游不断延伸，产业链布局逐渐完善、协同效应逐渐加强，“机电声光”全方位发展，公司成长逻辑清晰且确定性高，长期看好公司发展，给予公司 2021 年 55 倍 PE，目标价 71.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值（取 8 月 24 日公司收盘价,）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E
300433.SZ	蓝思科技	35.42	0.58	0.91	1.13	24	39	31
002600.SZ	领益智造	12.17	0.27	0.33	0.51	39	37	24
300136.SZ	信维通信	64.60	1.05	1.45.	1.99	43	45	32
002241.SZ	歌尔股份	43.26	0.39	0.69	0.99	50	63	44
平均							46	33

数据来源：Wind，西南证券整理

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	76612.41	105296.31	135832.95
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	626.19	915.74	920.30
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	7916.12	10877.33	14383.16
其他非经营损益	-109.51	5.00	30.00	40.00
利润总额	5635.18	7921.12	10907.33	14423.16
所得税	707.75	1029.75	1417.95	1875.01
净利润	4927.42	6891.38	9489.38	12548.15
少数股东损益	213.60	275.66	379.58	501.93
归属母公司股东净利润	4713.82	6615.72	9109.80	12046.22

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	4927.42	6891.38	9489.38	12548.15
折旧与摊销	1671.02	997.48	1232.18	1423.12
财务费用	330.07	626.19	915.74	920.30
资产减值损失	-80.64	200.00	300.00	400.00
经营营运资本变动	4894.46	-7770.98	-1184.93	-4348.41
其他	-4276.35	-222.71	-319.10	-420.30
经营活动现金流净额	7465.99	721.36	10433.27	10522.85
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	9273.95	1510.83	-2193.09
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	-992.36	-1366.47
其他	2418.43	-1157.44	-914.74	-918.90
筹资活动现金流净额	1072.36	7471.66	-396.27	-4478.46
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	24619.43	32302.02	42260.76
存货	7700.86	12676.76	17131.35	22085.06
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	74929.63	96589.83	117886.06
短期借款	4166.30	13440.26	14951.09	12758.00
应付和预收款项	19327.38	29711.96	40761.22	52620.73
长期借款	1562.91	1562.91	1562.91	1562.91
其他负债	2571.62	2383.88	2986.97	3435.09
负债合计	27628.21	47099.01	60262.18	70376.73
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	18098.19	26215.64	36895.39
归属母公司股东权益	20296.62	26101.89	34219.33	44899.09
少数股东权益	1453.08	1728.74	2108.31	2610.24
股东权益合计	21749.70	27830.63	36327.65	47509.33
负债和股东权益合计	49377.91	74929.63	96589.83	117886.06

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%	37.80%	37.41%	32.23%
营业利润增长率	75.14%	39.86%	37.70%	32.23%
净利润增长率	63.01%	23.16%	36.54%	28.42%
EBITDA 增长率				
获利能力	19.91%	19.99%	19.97%	19.95%
毛利率	3.76%	11.12%	11.05%	10.80%
三费率	7.88%	7.20%	7.21%	7.40%
净利率	22.66%	24.76%	26.12%	26.41%
ROE	9.98%	9.20%	9.82%	10.64%
ROA	22.82%	23.23%	22.98%	24.61%
ROIC	12.39%	9.96%	9.90%	9.86%
EBITDA/销售收入				
营运能力	1.46	1.54	1.53	1.58
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	7.45	7.02	6.90
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%	62.86%	62.39%	59.70%
资产负债率	20.74%	31.86%	27.41%	20.35%
带息债务/总负债	1.24	1.17	1.19	1.32
流动比率	0.93	0.89	0.89	0.99
速动比率	4.36%	9.75%	10.89%	11.34%
股利支付率				
每股指标	0.88	0.95	1.30	1.72
每股收益	3.79	3.74	4.90	6.43
每股净资产	1.40	0.10	1.49	1.51
每股经营现金	0.04	0.09	0.14	0.20
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	9539.80	13025.25	16726.58
PE	63.84	59.39	43.13	32.62
PB	14.83	15.05	11.48	8.75
PS	4.81	4.10	2.99	2.32
EV/EBITDA	38.40	41.44	30.18	23.15
股息率	0.07%	0.16%	0.25%	0.35%

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
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@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