世纪证券 CENTURY SECURITIES

证券研究报告

电子制造

收购纬创涉足组装业务，未来成长路径清晰

2020 年 7 月 21 日

——立讯精密（002475.SZ）公司点评报告

公司评级：增持（维持）

分析师：陈建生

执业证书号：S1030519080002

联系电话：0755-23602373

邮箱：chenjs2@csco.com.cn

研究助理：魏大千

联系电话：0755-83199535

邮箱：weidq@csco.com.cn

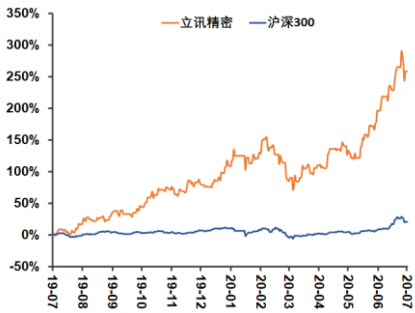
公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告：

1、立讯精密深度研究报告-布局多领域精密制造，高成长动能不减-190417

2、立讯精密半年报点评-单品爆发带动高增长，未来看点十足-190821

立讯精密 002475.SZ 与沪深 300 对比表现



公司数据与预测	Wind 资讯
总市值（亿）	3,852.30
流通市值（亿）	3,847.45
总股本（亿股）	69.84
流通股本（亿股）	69.75
日均成交额（亿）	29.03
近一月换手率（%）	27.23
第一大股东	立讯有限公司

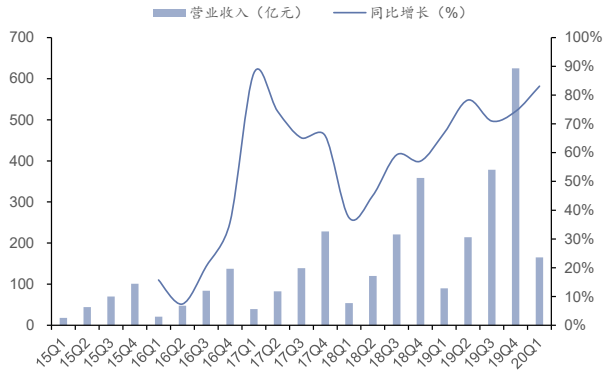
请务必阅读文后重要声明及免责条款

核心观点：

1. **立讯精密与母公司携手收购纬创资通子公司。**立讯精密发布拟收购公告，与母公司立讯有限公司共同出资收购纬创资通子公司江苏纬创 100%股权和昆山纬新 21.88%股权，以及由目标资产相关业务而派生的相关权益。股权交易方为 WIN SMART CO.，LTD.。目标资产的初步确定交易价格约为人民币 33 亿元，立讯精密计划出资不超过 6 亿元。
2. **收购标的为 iPhone 全球三大组装厂之一。**纬创与富士康、和硕同是三家 iPhone 代工制造商，是全球最大的 ODM 代工厂之一。2017 年起，纬创接收到新款 iPhone 订单，与此同时斥资两亿在昆山扩厂。从过往订单来看，富士康订单量在 50%以上，和硕 30%左右，纬创约为 10%。纬创昆山厂 2019 营收 767.5 亿新台币，折合人民币 182 亿，净利润 6081 万新台币，折合人民币 1444 万。
3. **内生外延扩大业务范围，有望进一步增厚公司利润。**若此次收购顺利完成，公司有望切入 iPhone 的组装，本次收购将拓宽公司现有业务范围，提升公司市场竞争力。未来两方面有望进一步增厚公司业绩：更多享有 iPhone 制造利润以及爆款 TWS 充足的订单。根据海外媒体披露，台积电今年或将为苹果生产 8000 万片支持 mmWave（毫米波）5G 技术的 A14 芯片组，Airpods 第三代新品有望在今年顺利上市，TWS 渗透率提升趋势有望延续。目前 TWS 渗透率约为 40%，Airpods 市占率约为 45%，2020 年 Airpods 出货量有望达到 1 亿台以上。公司多年专注消费电子产品，并不断布局汽车、通信领域，切入组装业务后，公司长期成长路径清晰，有望持续扩大核心优势。
4. **风险提示。**大客户集中风险，新品导入不及预期。

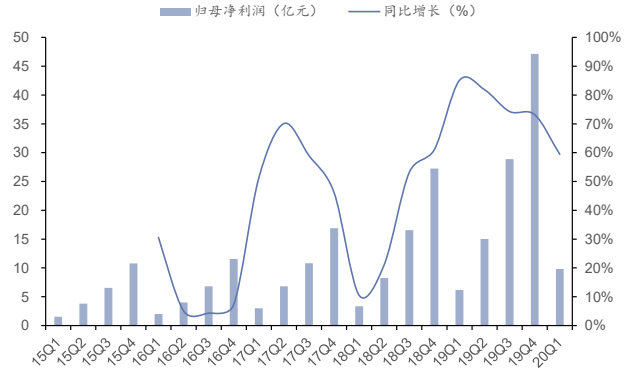
预测指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（亿元）	625.16	1064.81	1657.41	2449.62
收入同比	74.38%	70.32%	55.65%	47.80%
归母净利润（亿元）	47.14	77.94	113.47	166.62
归母净利润同比	73.13%	65.35%	45.58%	46.84%
毛利率	19.91%	19.98%	19.98%	19.97%
净利率	7.88%	7.65%	7.21%	7.20%
EPS（元）	0.675	1.116	1.625	2.386
PE（倍）	83	50	34	23

Figure 1 公司营业收入变化



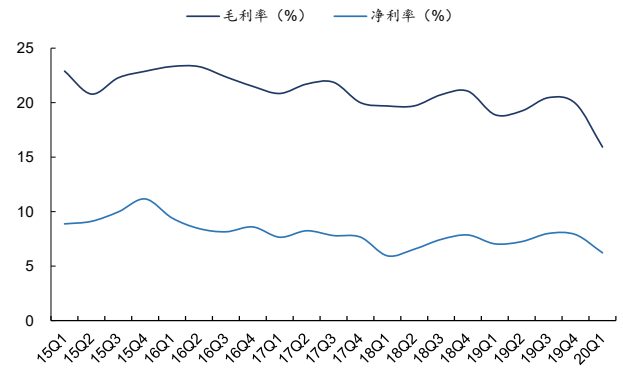
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 2 公司归母净利润变化



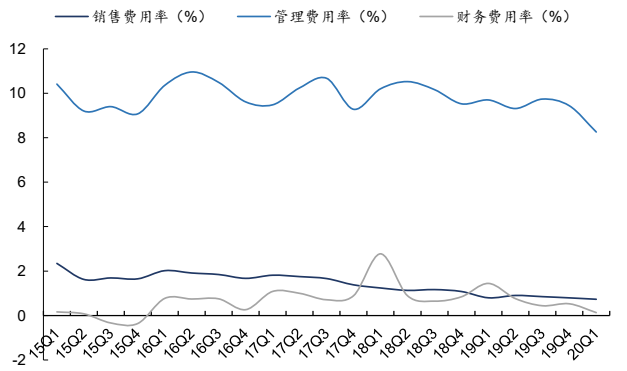
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 3 毛利率及净利率变化情况



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 4 三项费用变化情况



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 5 立讯精密 PE-Band



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

关键假设与盈利预测

关键假设

消费性电子

消费性电子业务方面，爆款 Airpods pro 持续放量，20 年新款 Airpods 与 iphone 新品按期上市是大概率事件，随智能设备升级更新及产品良率提升，消费电子营业收入稳步上升。声学、射频、马达、光学等新品拓展符合预期，预计 2020-2021 年相关产品渗透率及市占率进一步提升。给予 2020E-2022E 三年增长率分别为 80%、60%、50%。考虑公司经营规模及成本控制能力，毛利率保持平稳，预计 2020E-2022E 三年毛利率为 20%。

电脑互联产品及精密组件

电脑互联产品及精密组件是公司 PC 端的早期业务，随智能终端转变，公司业务重心有所转变，该项业务占主营份额有所下降，预计未来该业务营业收入保持平稳略降，是公司经营战略的体现。我们预计 2020E-2022E 三年该业务收入增长速度为-5%，毛利率保持稳定，预计 2020E-2022E 三年保持 21%。

通讯互联产品及精密组件

公司布局的连接器、天线等产品部分进入到核心厂商的供应链体系，随着 5G 投资加速，预计公司通讯业务在 20 年有所放量。预计 2020E-2022E 该业务三年营业收入增长速度均为 30%，2020E-2022E 该业务毛利率保持稳定为 20%。

汽车互联产品及精密组件

公司在汽车互联领域持续投入研发力度，近年该项业务增长迅速，随汽车电子化程度及新能源汽车保有量提升，该项业务有望保持高增长。汽车新产品验证周期较长，相关产品短期毛利率略低于其他业务。预计 2020E-2022E 该业务三年营业收入增速为 50%、40%、40%；预计 2020E-2022E 三年毛为 17%。

其他连接器业务

其他连接器业务为除去上述主要细分领域的连接器产品，占比相对较小。预计 2020E-2022E 该业务三年营业收入增长速度保持 40%，2020E-2022E 该

业务毛利率保持为 22%。

Figure 6 立讯精密收入及毛利率预测（亿元）

项目 \ 年份		2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
消费电子	收入	151.88	268.07	519.90	935.82	1,497.31	2,245.97
	YoY	120.08%	76.50%	93.94%	80.00%	60.00%	50.00%
	占总营收比例	66.54%	74.77%	83.16%	87.89%	90.34%	91.69%
	毛利率	19.45%	21.19%	19.99%	20.00%	20.00%	20.00%
电脑互联产品及精密组件	收入	43.48	37.33	41.13	39.07	37.12	35.26
	YoY	-5.72%	-14.14%	10.18%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
	占总营收比例	19.05%	10.41%	6.58%	3.67%	2.24%	1.44%
	毛利率	21.96%	21.54%	21.24%	21.00%	21.00%	21.00%
通讯互联产品及精密组件	收入	16.55	21.52	22.37	29.08	37.81	49.15
	YoY	56.87%	30.03%	3.95%	30.00%	30.00%	30.00%
	占总营收比例	7.25%	6.00%	3.58%	2.73%	2.28%	2.01%
	毛利率	21.63%	20.82%	17.33%	20.00%	20.00%	20.00%
汽车互联产品及精密组件	收入	11.30	17.28	23.61	35.42	49.58	69.41
	YoY	25.00%	52.92%	36.63%	50.00%	40.00%	40.00%
	占总营收比例	4.95%	4.82%	3.78%	3.33%	2.99%	2.83%
	毛利率	16.49%	16.72%	16.46%	17.00%	17.00%	17.00%
其他业务	收入	5.04	14.31	18.14	25.40	35.55	49.78
	YoY	73.20%	183.93%	26.76%	40.00%	40.00%	40.00%
	占总营收比例	2.21%	3.99%	2.90%	2.39%	2.15%	2.03%
	毛利率	22.20%	22.70%	22.28%	22.00%	22.00%	22.00%
总营业收入		228.25	358.51	625.15	1,064.79	1,657.37	2,449.57
YoY		65.84%	57.07%	74.37%	70.32%	55.65%	47.80%
综合毛利率		20.00%	21.05%	19.91%	19.98%	19.98%	19.97%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

依据假设条件，预测 2020E-2022E 公司实现的营业收入分别为 1,064.79 亿元、1,657.37 亿元、2,449.57 亿元，同比增长 70.32%、55.65%、47.80%；2020E-2022E 归母公司净利润分别为 77.94 亿元、113.47 亿元、166.62 亿元，同比增长 65.35%、45.58%、46.84%。2020E-2022E 年 EPS 为 1.116、1.625、2.386 元，对应 PE 为 50、34、23 倍。立讯精密是国内电子制造龙头企业，随大客户新品持续放量，有望进一步提升公司业绩，维持增持评级。

风险提示：大客户集中风险，新品导入不及预期。

附表

附表 1 利润表（亿元）

利润表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（亿元）	228.26	358.50	625.16	1064.81	1657.41	2449.62
减:营业成本	182.60	283.04	500.68	852.01	1326.33	1960.43
营业税金及附加	1.19	1.63	3.03	5.16	8.04	11.88
营业费用	3.15	3.88	4.98	8.52	14.92	24.50
管理费用	21.18	9.00	15.25	25.97	40.43	59.75
财务费用	2.03	3.02	3.30	5.06	5.17	4.22
资产减值损失	1.12	2.04	-0.81	0.78	0.78	0.78
加:投资收益	1.84	1.23	1.73	1.50	1.50	1.50
公允价值变动损益	0.52	-0.32	0.01	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	-25.15	-45.44	-74.54	-124.31	-183.72
营业利润（亿元）	19.35	31.65	55.03	94.27	138.93	205.84
加:其他非经营损益	1.04	1.17	1.33	1.33	1.33	1.33
利润总额（亿元）	20.39	32.82	56.35	95.59	140.26	207.17
减:所得税	2.91	4.69	7.08	14.11	20.81	30.85
净利润（亿元）	17.48	28.13	49.27	81.48	119.44	176.32
减:少数股东损益	0.57	0.91	2.14	3.54	5.97	9.70
归属母公司股东净利润(亿元)	16.91	27.23	47.14	77.94	113.47	166.62

资料来源：Wind、世纪证券研究所

附表 2 财务比率分析

财务分析	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收益率						
毛利率	20.00%	21.05%	19.91%	19.98%	19.98%	19.97%
三费/销售收入	11.55%	4.43%	3.76%	3.71%	3.65%	3.61%
EBIT/销售收入	9.26%	9.60%	9.44%	9.35%	8.67%	8.52%
EBITDA/销售收入	12.41%	12.83%	12.11%	9.59%	8.83%	8.56%
销售净利率	7.66%	7.85%	7.88%	7.65%	7.21%	7.20%
资产获利率						
ROE	13.07%	17.57%	23.22%	28.19%	29.59%	30.82%
ROA	8.12%	9.90%	12.67%	12.86%	14.90%	14.81%
ROIC	13.39%	16.12%	21.39%	32.25%	28.29%	36.39%
增长率						
销售收入增长率	65.86%	57.06%	74.38%	70.32%	55.65%	47.80%
EBIT 增长率	45.85%	62.87%	71.37%	68.71%	44.37%	45.32%
EBITDA 增长率	45.23%	62.40%	64.63%	34.94%	43.23%	43.30%
净利润增长率	47.86%	60.97%	75.14%	65.36%	46.59%	47.62%
总资产增长率	27.76%	33.65%	33.87%	66.18%	24.63%	46.22%
股东权益增长率	14.99%	19.78%	30.96%	36.22%	38.71%	40.98%

经营营运资本增长率	45.99%	36.58%	-15.93%	140.42%	23.50%	69.79%
资本结构						
资产负债率	46.51%	52.07%	53.72%	62.19%	57.95%	59.41%
投资资本/总资产	68.70%	67.98%	55.73%	55.38%	50.30%	49.62%
带息债务/总负债	43.20%	39.54%	22.90%	31.01%	16.62%	16.78%
流动比率	1.49	1.33	1.22	1.28	1.46	1.50
速动比率	0.97	0.86	0.83	0.90	1.04	1.07
股利支付率	10.03%	6.99%	0.00%	5.67%	5.67%	5.67%
收益留存率	89.97%	93.01%	100.00%	94.33%	94.33%	94.33%
资产管理效率						
总资产周转率	0.88	1.03	1.34	1.38	1.72	1.74
固定资产周转率	3.58	3.79	4.56	7.39	11.64	17.40
应收账款周转率	3.17	3.20	4.70	3.74	4.53	4.11
存货周转率	5.26	5.98	6.50	5.29	6.33	5.80

资料来源：Wind、世纪证券研究所

附表 3 业绩和估值指标

业绩和估值指标	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
EBIT（亿元）	2113.78	3442.65	5899.71	9953.32	14369.52	20881.76
EBITDA（亿元）	2831.61	4598.66	7570.73	10215.90	14632.09	20968.31
NOPLAT（亿元）	1671.21	2882.33	5038.83	8370.18	12123.95	17659.35
净利润（亿元）	1690.57	2722.63	4713.82	7794.36	11347.21	16662.04
EPS（元）	0.242	0.390	0.675	1.116	1.625	2.386
BPS（元）	1.853	2.219	2.906	3.959	5.491	7.742
PE（倍）	230.06	142.85	82.51	49.90	34.28	23.34
PB（倍）	30.06	25.10	19.16	14.07	10.14	7.19
PS（倍）	17.04	10.85	6.22	3.65	2.35	1.59
PCF（倍）	1310.10	118.45	51.64	-253.54	31.27	93.75
EV/EBIT（倍）	85.94	68.93	51.45	31.46	21.44	15.03
EV/EBITDA（倍）	64.15	51.60	40.09	30.65	21.05	14.97
EV/NOPLAT（倍）	108.69	82.33	60.24	37.41	25.41	17.77
EV/IC（倍）	10.16	10.03	11.69	7.31	6.35	4.48
ROIC-WACC	13.39%	16.12%	21.31%	30.38%	27.26%	35.32%
股息率	0.000	0.000	0.000	0.001	0.002	0.002

资料来源：Wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买　　入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上； 增　　持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间； 中　　性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间； 卖　　出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上； 中　　性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间； 弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本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。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。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。