

# 立讯精密 (002475.SZ)

## 平台型成长，高研发投入科技龙头

**事件：**公司 2018 年实现营业收入 358.5 亿元，同比增长 57.06%；实现归母净利润 27.23 亿元，同比增长 61.05%，第四季度实现营收 137.19 亿元，同比增长 53.67%；四季度实现归母净利润 10.66 亿元，同比增长 75.15%。公司 2018 年毛利率为 21.05%，净利率为 7.85%，分别同比增长 1.05、0.19 个百分点。其中，消费电子业务毛利率达到 21.19%，同比提升 1.73 个百分点。公司主要财务指标改善，ROE、ROA 快速提升，应收账款天数和库存周转天数得到优化，最大限度提高现金使用效率。公司注重研发投入，18 年研发费用达到 25 亿，约占营收的 7%。

**2019 年公司继续提高产品份额，airpods 成为重要的成长动能。**2018 年公司切入大客户线性马达供应，并进入 LCP 后端加工和无线充电接收端等新品，为公司带来新的营收增长点。同时，AirPods 作为引领无线耳机市场的一款产品，受到市场的广泛欢迎，目前市场上供不应求，公司作为主要供应商 2019 年还将继续受益 AirPods 的份额继续提升和上量，公司持续秉承“老客户、新产品；老产品、新客户、新市场”的发展思路，在消费电子领域不断扩大产品线以及提升自身的市场份额。公司与大客户合作多年，产品技术以及服务都受到了客户的认可，未来份额也有望继续提升。

**公司在通信和汽车等长线业务取得进展。**公司多年来在通信、数据中心、工业及汽车电子市场提前布局的产品，也成为公司发展和业绩贡献新动力。另一方面，公司持续优化内部经营系统平台、不断精进智能制造，充分发挥核心竞争力，不断巩固市场地位，与客户形成良好持久的合作关系。通信业务全面布局有线、无线和光模块业务，已经在海外几家主力设备客户中取得积极进展，5G 时代有望迎来新的增长点。光模块方面，基站侧目前以 6G/10G 为主，未来有望逐渐升级到 25G/100G。公司 5G 基站用滤波器产品已有部分产品小批量出货。在新能源汽车领域，公司与国内客户新产品线进展顺利。随着新能源汽车持续放量，国内外客户逐渐导入，有望成为新的增长动力。

**估值和投资建议：**立讯在新产品的切入以及市场份额的扩张有望持续保持增长，立讯作为精密制造的龙头供应商将充分受益。因此我们预计 2019E/2020E/2021E 年实现营收 503.32/656.63/864.45 亿元，同比增长 40.4%/30.5%/31.6%；归母净利润 39.46/52.01/69.89 亿元，目前股价对应 PE 为 27.2x/20.6x/15.3x，维持“买入”评级。

**风险提示：**下游需求不及预期、行业竞争加剧、汇率政策风险、国际形势的影响。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	22,826	35,850	50,332	65,663	86,445
增长率 yoy (%)	65.9	57.1	40.4	30.5	31.6
归母净利润(百万元)	1,691	2,723	3,946	5,201	6,989
增长率 yoy (%)	46.2	61.0	44.9	31.8	34.4
EPS 最新摊薄(元/股)	0.41	0.66	0.96	1.26	1.70
净资产收益率(%)	12.6	16.9	19.7	20.9	22.3
P/E(倍)	63.5	39.4	27.2	20.6	15.3
P/B(倍)	8.3	6.9	5.6	4.5	3.5

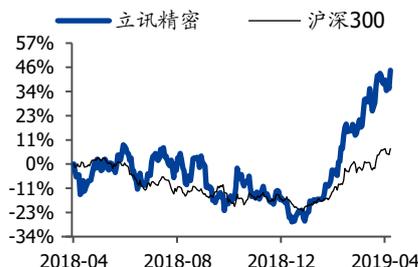
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(维持)

### 股票信息

行业	电子制造
前次评级	买入
最新收盘价	26.07
总市值(百万元)	107,268.06
总股本(百万股)	4,114.62
其中自由流通股(%)	99.90
30 日日均成交量(百万股)	23.98

### 股价走势



### 作者

分析师 郑震湘

执业证书编号：S0680518120002

邮箱：zhengzhenxiang@gszq.com

### 相关研究

- 1、《立讯精密(002475.SZ)：一季度预告超预期，继续看好全年成长动能》2019-03-29
- 2、《立讯精密(002475.SZ)：受益于新产品的放量，全年继续实现高速增长》2019-02-26
- 3、《立讯精密(002475.SZ)：多面发力，打造精密制造龙头》2019-02-24



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	17,372	23,078	33,506	41,444	54,963
现金	4,008	3,820	8,298	10,826	14,252
应收账款	7,080	11,131	14,437	18,919	24,994
其他应收款	149	0	209	64	295
预付账款	124	93	211	186	337
存货	3,474	4,735	6,753	8,072	11,382
其他流动资产	2,537	3,299	3,598	3,378	3,703
<b>非流动资产</b>	9,514	13,363	17,234	20,637	25,309
长期投资	58	329	610	893	1,176
固定投资	6,369	9,457	12,793	15,938	20,204
无形资产	555	614	651	700	761
其他非流动资产	2,532	2,963	3,179	3,106	3,168
<b>资产总计</b>	26,886	36,441	50,740	62,081	80,272
<b>流动负债</b>	11,712	17,179	27,751	34,353	45,843
短期借款	4,524	5,664	12,964	15,687	21,475
应付账款	6,103	9,955	12,518	16,484	21,574
其他流动负债	1,085	1,559	2,269	2,182	2,794
<b>非流动负债</b>	1,249	2,588	2,473	2,279	2,131
长期借款	706	1,499	1,384	1,191	1,042
其他非流动负债	543	1,089	1,089	1,089	1,089
<b>负债合计</b>	12,961	19,767	30,224	36,632	47,974
少数股东权益	987	1,177	1,278	1,384	1,593
股本	3,173	4,115	5,349	5,349	5,349
资本公积	4,538	3,595	2,361	2,361	2,361
留存收益	5,093	7,625	11,227	15,944	22,405
归属母公司股东收益	12,938	15,498	19,238	24,065	30,706
<b>负债和股东权益</b>	26,886	36,441	50,740	62,081	80,272

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	169	3,142	2,606	5,845	5,443
净利润	1,748	2,813	4,047	5,307	7,198
折旧摊销	718	1,156	1,145	1,562	1,997
财务费用	203	302	455	657	830
投资损失	-184	-123	-81	-102	-122
营运资金变动	-2,402	-1,617	-2,953	-1,570	-4,450
其他经营现金流	86	611	-7	-8	-9
<b>投资活动现金流</b>	-2,596	-4,928	-4,928	-4,855	-6,538
资本支出	3,527	5,156	3,590	3,120	4,389
长期投资	768	22	-281	-282	-283
其他投资现金流	1,699	250	-1,619	-2,017	-2,432
<b>筹资活动现金流</b>	1,875	1,453	-500	-1,186	-1,267
短期借款	1,472	1,140	0	0	0
长期借款	622	793	-115	-193	-149
普通股增加	1,053	942	1,234	0	0
资本公积增加	-1,120	-942	-1,234	0	0
其他筹资现金流	-151	-480	-385	-993	-1,119
<b>现金净增加额</b>	-624	-185	-2,822	-195	-2,362

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	22,826	35,850	50,332	65,663	86,445
营业成本	18,260	28,304	39,612	51,119	67,082
营业税金及附加	119	163	257	334	432
营业费用	315	388	654	1,182	1,556
管理费用	2,118	900	4,681	6,238	8,212
财务费用	203	302	455	657	830
资产减值损失	112	204	50	66	86
公允价值变动收益	52	-32	7	8	9
投资净收益	184	123	81	102	122
<b>营业利润</b>	2,052	3,294	4,710	6,178	8,379
营业外收入	16	24	16	17	18
营业外支出	29	36	21	24	28
<b>利润总额</b>	2,039	3,282	4,706	6,171	8,369
所得税	291	469	659	864	1,172
<b>净利润</b>	1,748	2,813	4,047	5,307	7,198
少数股东收益	57	91	101	106	209
<b>归属母公司净利润</b>	1,691	2,723	3,946	5,201	6,989
EBITDA	2,957	4,766	6,281	8,357	11,153
EPS (元/股)	0.41	0.66	0.96	1.26	1.70

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	65.9	57.1	40.4	30.5	31.6
营业利润 (%)	57.5	60.5	43.0	31.2	35.6
归属母公司净利润 (%)	46.2	61.0	44.9	31.8	34.4
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	20.0	21.0	21.3	22.2	22.4
净利率 (%)	7.4	7.6	7.8	7.9	8.1
ROE (%)	12.6	16.9	19.7	20.9	22.3
ROIC	10.3	13.2	12.8	13.9	14.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	48.2	54.2	59.6	59.0	59.8
净负债比率 (%)	9.0	20.5	31.2	25.3	27.0
流动比率	1.5	1.3	1.2	1.2	1.2
速动比率	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.95	1.13	1.15	1.16	1.21
应收账款周转率	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
应付账款周转率	3.6	3.5	3.5	3.5	3.5
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.41	0.66	0.96	1.26	1.70
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.16	0.70	0.63	1.42	1.32
每股净资产 (最新摊薄)	3.14	3.77	4.68	5.85	7.46
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	63.5	39.4	27.2	20.6	15.3
P/B	8.3	6.9	5.6	4.5	3.5
EV/EBITDA	48.1	30.4	23.5	17.7	13.5

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

一、平台型成长，打造精密制造龙头 .....	4
二、多面发力，全方位布局 .....	9
2.1 消费电子业务：新产品的扩张为主要成长动能 .....	9
2.2 积极布局高速发展的通信和汽车电子业务 .....	12
三、公司成长逻辑清晰，核心优势显著，继续强烈推荐！ .....	12
风险提示 .....	13

## 图表目录

图表 1: 公司营业收入以及同比增长率 .....	4
图表 2: 公司季度营业收入以及同比增长率 .....	4
图表 3: 公司归母净利润以及同比增长率 .....	5
图表 4: 公司季度归母净利润以及同比增长率 .....	5
图表 5: 公司研发情况 .....	5
图表 6: 盈利能力及营运能力指标持续改善 .....	6
图表 7: 公司毛利率与净利率情况 .....	6
图表 8: 公司三费情况 .....	7
图表 9: 各业务部门营业收入（亿元） .....	7
图表 10: 各业务部门营业占比（%） .....	7
图表 11: 各部门毛利率（单位%） .....	8
图表 12: 公司库存水位健康 .....	8
图表 13: 公司存货周转率以及存货周转天数 .....	8
图表 14: 公司 2019 年股权激励计划 .....	9
图表 15: 公司 2019 年一季度业绩预告 .....	9
图表 16: airpods 拆解 .....	10
图表 17: 无线充电渗透率增加 .....	11
图表 18: 各类反馈马达参数对比 .....	11
图表 19: 业务范围垂直拓展逻辑 .....	13
图表 20: 营收拆分（单位：百万元） .....	13

## 一、平台型成长，打造精密制造龙头

公司持续秉承“老客户、新产品；老产品、新客户、新市场”的发展思路，在消费电子领域不断扩大产品线以及提升自身的市场份额。同时，公司多年来在通信、数据中心、工业及汽车电子市场提前布局的产品，也成为公司发展和业绩贡献新动力。另一方面，公司持续优化内部经营系统平台、不断精进智能质造，充分发挥核心竞争力，不断巩固市场地位，与客户形成良好持久的合作关系。

**2019年公司继续提高产品份额，airpods成为重要的成长动能。**2018年公司切入大客户线性马达供应，并进入LCP后端加工和无线充电接收端等新品，为公司带来新的营收增长点。同时，AirPods作为引领无线耳机市场的一款产品，受到市场的广泛欢迎，目前市场上供不应求，公司作为主要供应商2019年还将继续受益AirPods的份额持续提升和上量，公司与大客户合作多年，产品技术以及服务都受到了客户的认可，未来份额也有望持续提升。

公司在通信和汽车的长线业务取得进展。通信业务全面布局有线、无线和光模块业务，已经在海外几家主力设备客户中取得积极进展。**5G时代有望迎来新的增长点。**光模块方面，基站侧目前以6G/10G为主，未来有望逐渐升级到25G/100G。公司5G基站用滤波器产品已有部分产品小批量出货。在新能源汽车领域，公司与国内客户新产品线进展顺利。随着新能源汽车持续放量，国内外客户逐渐导入，有望成为新的增长动力。

**立讯精密2018年年报正式发布，我们详细解读公司年报，提炼财报核心亮点如下：**

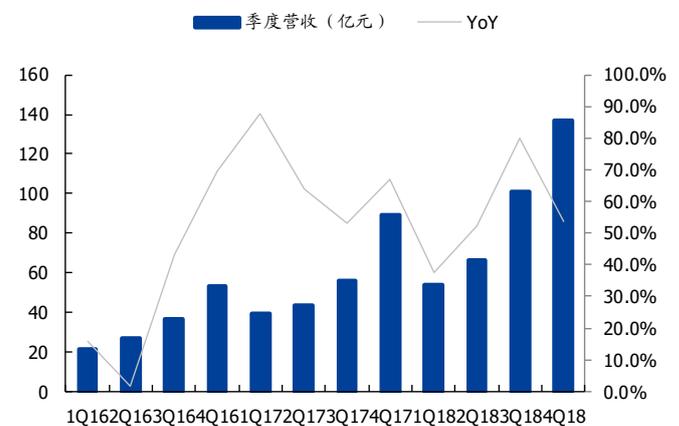
**1) 营收和净利润同比均实现大幅增长，公司2018年实现营业收入358.5亿元，同比增长57.06%；实现归母净利润27.23亿元，同比增长61.05%。**第四季度实现营收137.19亿元，同比增长53.67%；四季度实现归母净利润10.66亿元，同比增长75.15%。2018年在全球智能手机出货量下滑的情况下，公司仍然实现了营收的大幅增长，主要得益于公司不断切入新产品并提高市场份额，如今智能手机进入存量时代，手机品牌的集中带来了供应链的进一步集中，产业链龙头厂商由于规模、技术及服务优于中小厂商，与客户的关系更加稳定和长久。立讯作为A股消费电子产业链核心供应商，将持续受益于集中度提升。

图表1：公司营业收入以及同比增长率



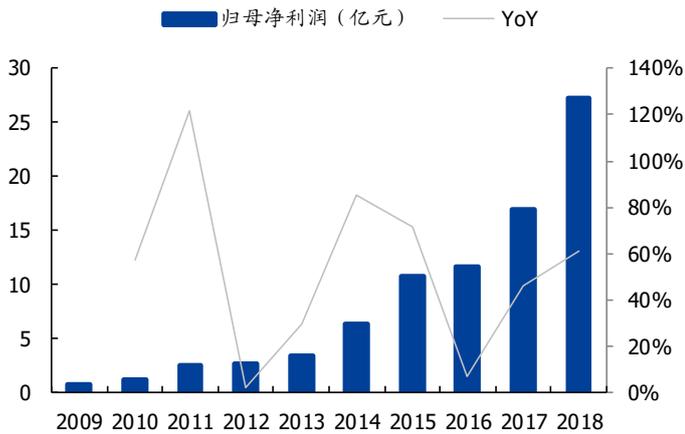
资料来源：公司财报、国盛证券研究所

图表2：公司季度营业收入以及同比增长率



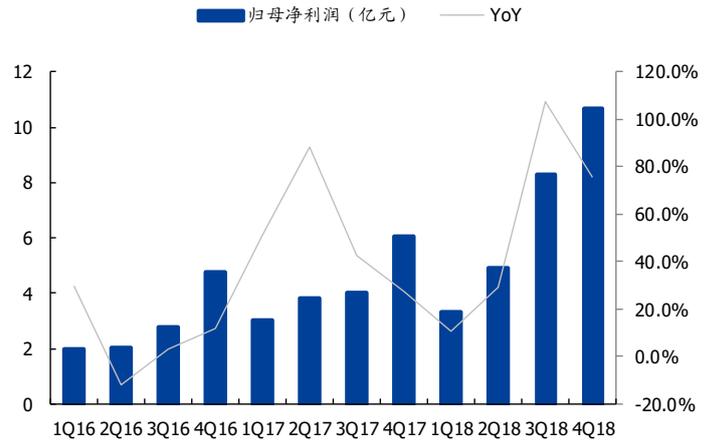
资料来源：公司财报、国盛证券研究所

图表 3: 公司归母净利润以及同比增长率



资料来源: 公司财报、国盛证券研究所

图表 4: 公司季度归母净利润以及同比增长率



资料来源: 公司财报、国盛证券研究所

**2) 公司坚持对研发技术的大量投入和创新, 近三年公司共累计研发投入 50 亿元, 研发投入占营业收入比重持续上升, 17 年研发费用为 15 亿, 占总营收的 6.6%, 18 年研发费用达到 25 亿, 同比增长 63%, 约占总营收的 7%。**立讯始终立足于产品的研发和技术储备, 不断顺应市场发展趋势。公司 2018 年研发人员由 2017 年的 5005 人增加到 7263 人, 研发人员占比提升至 9.3%。

图表 5: 公司研发情况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
研发费用 (亿元)	2.04	4.04	5.82	9.32	15.41	25.14
研发人员数量	1,249	1,685	1,940	3,382	5,005	7,263
研发人员占比	4.8%	5.0%	5.1%	7.5%	9.2%	9.3%
研发费用/营业收入	4.4%	5.5%	5.7%	6.8%	6.8%	7.0%

资料来源: 公司财报、国盛证券研究所

**3) 公司主要财务指标得到改善, ROE、ROA 快速提升, 应收账款天数和库存周转天数得到优化, 最大限度提高现金使用效率。**公司 18 年资本开支为 51 亿, 17 年资本开支为 35 亿, 在研发和资本双轮驱动下, 立讯维持在各领域的优势地位, 并在多项新业务不断取得突破。

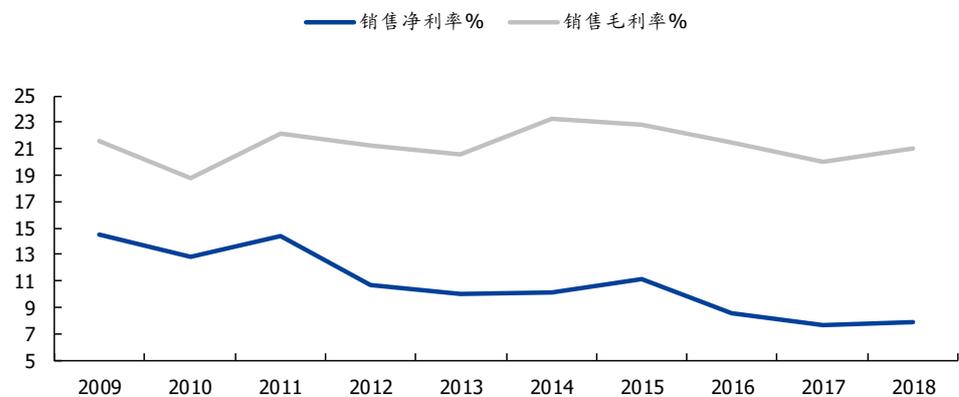
图表 6: 盈利能力及营运能力指标持续改善

	2014	2015	2016	2017	2018
<b>盈利能力</b>					
净资产收益率(摊薄)	13.72	19.51	10.28	13.07	17.57
总资产净利率	9.32	10.64	7.26	7.31	8.89
<b>营运能力</b>					
营业周期	156.52	152.74	160.17	148.22	143.64
存货周转天数	59.16	61.46	60.48	55.16	52.20
应收账款周转天数	97.37	91.28	99.69	93.06	91.44
存货周转率	6.09	5.86	5.95	6.53	6.90
应收账款周转率	3.70	3.94	3.61	3.87	3.94

资料来源: wind, 国盛证券研究所

**4) 公司毛利率和净利率双双增长。**公司 2018 年销售毛利率为 21.05%，同比增长 1.05%，销售净利率为 7.85%，较去年上升 19 个基点，主要受益于消费性电子良率和生产效率的改善，消费性电子、电脑互联产品及精密组件、通讯互联产品及精密组件、汽车互联、连接器业务毛利率分别为 21.2%、21.5%、20.8%、16.72%、22.70%，其中消费电子毛利率同比增加了 1.73%，马达、LCP 天线、无线充电等产品利润率超预期，Airpods 的获利能力也在不断得到改善。

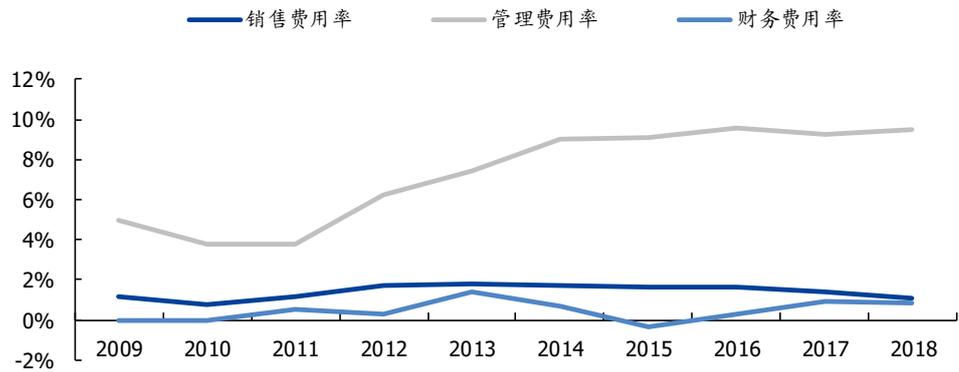
图表 7: 公司毛利率与净利率情况



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

**5) 公司费用管理能力持续提高。**公司 2018 年销售费用为 3.87 亿，同比上升 23.10%，销售费用率为 1.1%，较上期下降 0.3%。管理费用（含研发费用）为 34.15 亿，同比上升 61.3%，主要是受到研发投入提高的影响。管理费用率为 9.5%，较去年上升 0.2 个百分点。财务费用为 3.01 亿，同比上升 48.51%，主要是由于借款利息增加及汇率变动所致，财务费用率为 0.8%，同比下降 0.1%。三费占比在费用上升时稳中有降，体现了公司良好的费用管理能力和持续的业绩增长趋势。

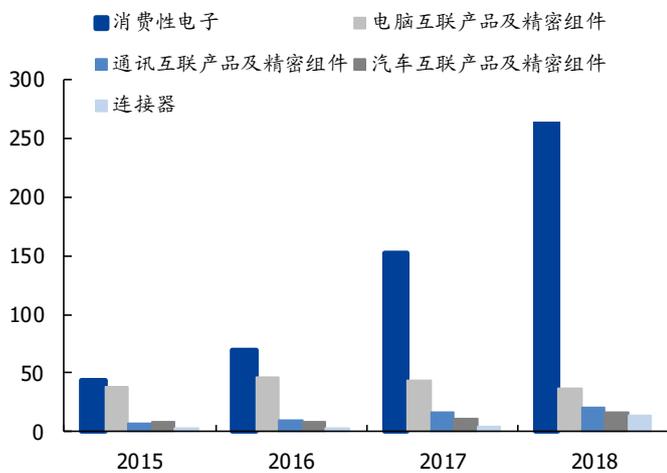
图表 8: 公司三费情况



资料来源: 公司财报、国盛证券研究所

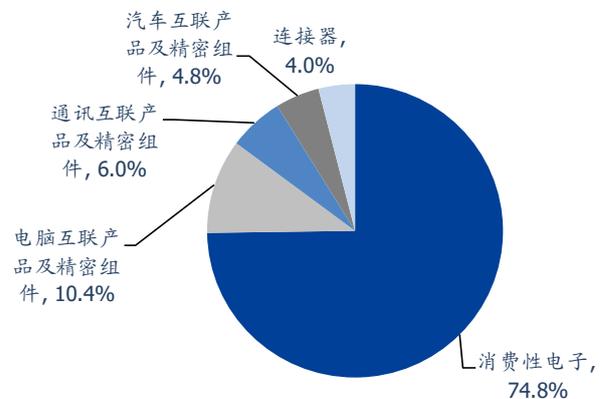
6) 消费电子业务为主要的营收贡献来源, 带动了公司业绩快速增长。分部门来看, 消费电子是公司营业收入的主要来源, 2018年消费电子部门收入为 268.1 亿, 营收占比为 74.8%, 同比增长 77%。电脑互联产品及精密组件营业收入为 37.3 亿, 营收占比为 10.4%。通讯互联产品及精密组件营业收入为 21.5 亿, 营收占比为 6%。汽车互联产品及精密组件营业收入为 17.3 亿, 营收占比为 4.8%。连接器营业收入为 14.3 亿, 营收占比为 4%。

图表 9: 各业务部门营业收入 (亿元)



资料来源: 公司财报、国盛证券研究所

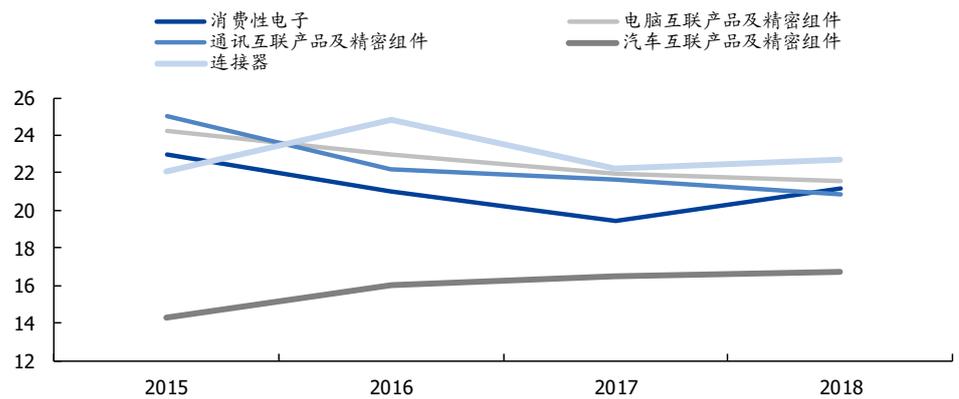
图表 10: 各业务部门营业占比 (%)



资料来源: 公司财报、国盛证券研究所

消费性电子、电脑互联产品及精密组件、通讯互联产品及精密组件、汽车互联、连接器业务毛利率分别为 21.2%、21.5%、20.8%、16.72%、22.70%，其中消费电子毛利率同比增加了 1.73%。

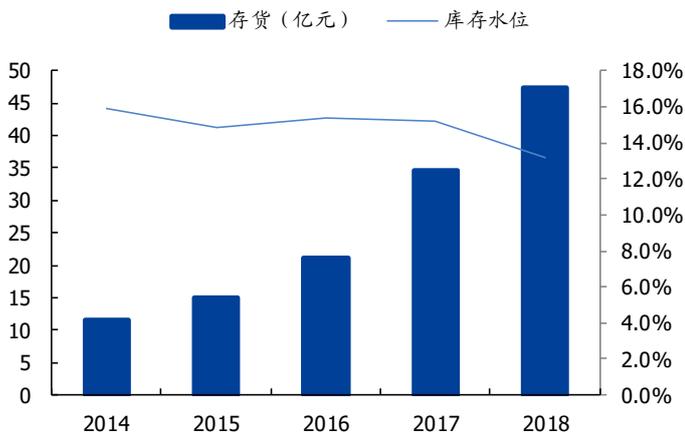
图表 11: 各部门毛利率 (单位%)



资料来源: 公司财报、国盛证券研究所

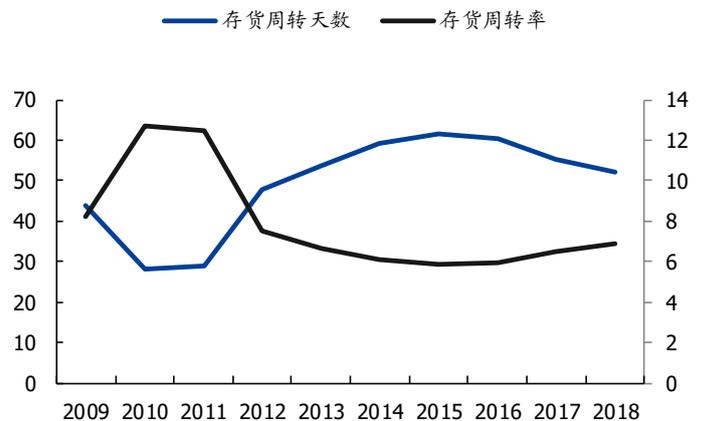
7) 公司库存水位健康, 占营收比重逐年改善。公司 2018 年存货为 47.35 亿元, 占总营收的比重为 13%, 较去年的 15% 下降了两个百分点。公司不断加强对库存的管理, 2018 年存货周转率由 6.53 提升至 6.90, 存货周转天数亦得到改善。

图表 12: 公司库存水位健康



资料来源: 公司财报、国盛证券研究所

图表 13: 公司存货周转率以及存货周转天数



资料来源: 公司财报、国盛证券研究所

8) 公司 2018 年度利润分配预案: 每股派息 0.5 元 (含税), 共派发现金红利约 2 亿元, 同时以资本公积转增股本, 每 10 股转增 3 股, 转增股本后公司总股本拟变更为 5,349,001,738 股。

9) 股权激励计划彰显领导层对未来发展信心。公司 2018 年推出授予 1899 人共 9750 万股股票期权计划, 行权价在 17.58 元, 行权条件为 18~22 年营业收入分别不低于 300/350/410/470/540 亿元, 19 年公司拟授予 348 位中高层股票期权 6259.5 万份, 行权价格 23.26 元, 19 年股权激励的行权条件上调至 19~23 年营业收入分别不低于 455/500/550/600/650 亿元, 体现了公司管理层对公司未来发展的信心, 股权激励政策也增加了员工的积极性, 增加对公司的使命感和责任感。

图表 14: 公司 2019 年股权激励计划

姓名	职位	获授的股票期权数	获授总额占	授予总	获授总额占当前总
		量 (万份)	额的比例	额	股本的比例
李斌	董事、副总经理	100.00	1.60%		0.02%
叶怡伶	董事、副总经理、财务总监	40.00	0.64%		0.01%
薛海皋	副总经理	100.00	1.60%		0.02%
熊藤芳	副总经理	80.00	1.28%		0.02%
中层管理人员、核心技术 (业务) 骨干 (共 344 人)		4,687.60	74.88%		1.14%
预留部分		1,251.90	20.00%		0.31%
合计 (共 348 人)		6,259.50	100.00%		1.52%

资料来源: 公司财报、国盛证券研究所

**10) 立讯精密一季度业绩预告超市场预期。**立讯发布 2019 年第一季度业绩预告, 预计 Q1 实现归母净利润 5.66~6.32 亿元, **同比增加 70%~90%!** 公司在新产品、新客户上均取得突破, 19 年凭借 AirPods、声学、天线、马达等业务的扩张, 业绩有望迎来快速增长。

图表 15: 公司 2019 年一季度业绩预告

项目	本报告期	上年同期
归属于上市公司股东的净利润	比上年同期增长: 70% - 90%	盈利: 33,288.42 万元
	盈利: 56,590.32 万元~63,248.00 万元	

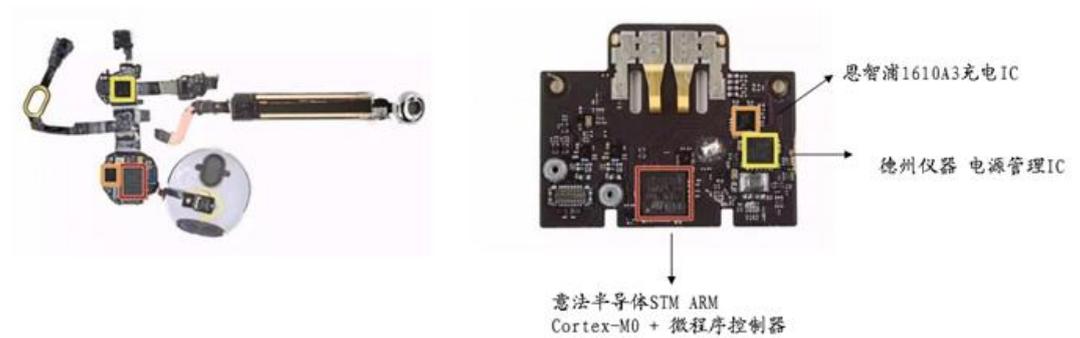
资料来源: 公司财报、国盛证券研究所

## 二、多面发力, 全方位布局

### 2.1 消费电子业务: 新产品的扩张为主要成长动能

**AirPods 引领无线耳机潮流。**随着智能机外观功能的不断进化, 不断有厂商为了将手机做轻做薄而不断省去一些传统的手机功能, 比如取消了 3.5mm 耳机孔, 但消费者反映需要用转接线转接耳机来插入充电接口听歌, 而且还不能一边听歌一边充电。因此无线耳机开始在市场变得越来越流行。

图表 16: airpods 拆解



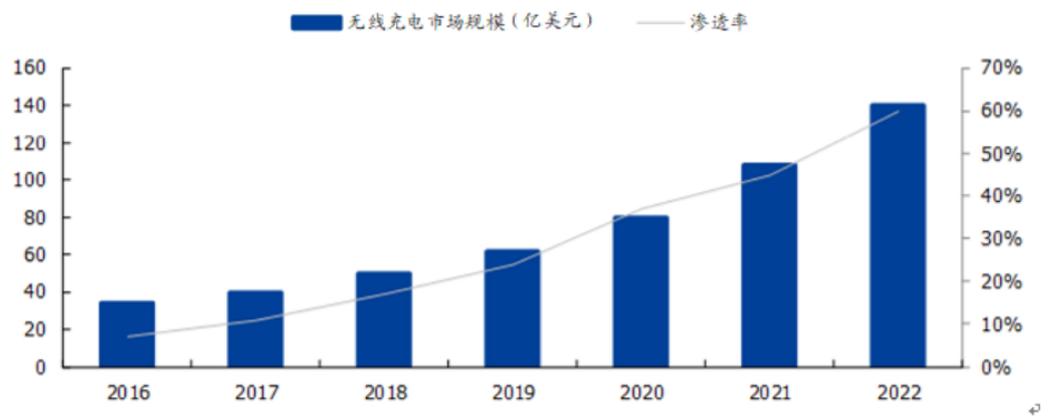
资料来源：公司财报、国盛证券研究所

根据 GFK 数据，2016 年无线耳机出货量仅 918 万台，市场规模不足 20 亿元。GFK 预计 2018 年无线耳机出货量同比增加 41%，市场规模将达 63 亿元。我们预计随着无线耳机音质以及功能性持续改善，未来无线耳机的渗透率有望继续提升。

当前竞争格局：初始组装供应商为中国台湾的英业达，歌尔 18 年导入，当前产能和良率仍有待改善；立讯 17 年导入供应链，目前为主要供应商，整体占到了超过一半的份额，我们预计 2018E/2019E/2020E AirPods 的出货量为 0.26/0.5/0.7 亿台，到了 2021 年有望达到 1 亿台。

**无线充电：主流厂商不断推进。**近几年随着智能手机的普及率越来越高，手机也越来越智能化，消费者使用的时间也越来越长，因此消费者越来越关心到电量的重要性，在此基础上衍生出了快充和无线充两个功能。各大终端厂商搭载无线充电功能的手机陆续发布，三星、华为、小米、索尼、LG、诺基亚等手机大厂纷纷在其最新发布旗舰机上搭载了无线充电技术。

图表 17: 无线充电渗透率增加



资料来源: 智研咨询、国盛证券研究所

立讯精密作为无线充电模块主力供应商，在无线充电发射端和接收端具有先发优势，同时公司也受益无线充电趋势在安卓阵营的爆发，如小米无线充电板、华为保时捷无线充电、华为 mate 20 发射端、Google 无线充电板等。立讯由于长期工艺改进成本远低于其他厂商，未来主供地位也有望继续保持。

**震动马达：高端零组件的制造竞争优势显现。**在智能手机领域，震动马达从结构上可以划分为“转子马达”和“线性马达”两大类。目前线性马达又可以细分为横向线性马达（XY 轴）和圆形线性马达（Z 轴）两类。圆形线性马达行程较短，振动力量较弱，持续时间较短，而且普遍体积较大，占据了很大空间，对器件的设计布局要求更高。根据快科技网的数据，转子马达单颗成本约 1 美元，而最高品质的横向线性马达的单颗成本则高达 8 到 10 美元，圆形线性马达的成本居中。

图表 18: 各类反馈马达参数对比

	ERM 振动马达	LRA 线性马达	压电马达
图片			
表现	一般	较好	最好
反应时间	50ms	30ms	0.6ms
能量消耗	高	中	低
成本	低	中	高

资料来源: 快科技、国盛证券研究所

2018 年之前，苹果的马达供应高度集中于顶级制造商，立讯精密通过四年的积累，从 2018 年开始切入了苹果的马达供应链，由于成本和技术优势，我们预计立讯 2018 年在 iPhone Xs 获得大部分的份额，并且 2019 年、2020 年马达出货量占整体 iPhone 出货的份额将继续提升。

**声学器件：与美律合资迅速扩张。**在声学领域，立讯与美律合作，迅速扩张。17 年立讯进入大客户 Receiver 供应链，预计立讯 2018 年声学份额得到提升，而到了 2019 年声学领域则呈现三足鼎立的局面，AAC、立讯和歌尔三家平分蛋糕。对于立讯来说，切入

大客户声学供应链可以获得声学赛道制造工艺的积累，为上下游一体化打下基础；对于苹果来说，引入立讯可以进一步优化供应链结构。

**手机天线：制造优势下受益高频时代的来临。**2013年以前，单机天线数量为6-8个，包括通信主天线、无线、收音机、GPS、蓝牙等，此后随着智能手机功能的延展，单机的天线数量可以达到10-15个。随着5G时代的到来，公司作为大客户LCP天线主要供应商将充分受益。

立讯精密在FPC领域积累多年，去年九月份，立讯跟PCB龙头厂商景旺电子合作，实现强强联合，两家公司在客户合作开发、产品技术研发、高端产品制造等领域创造了更多的机会，实现两家上市企业之间的强强联合，公司将深度受益5G时代终端天线升级趋势。

## 2.2 积极布局高速发展的通信和汽车电子业务

随着云计算、5G、以及大数据的普及对数据中心的网络传输速度、数据存储要求提到了一个新的高速。更高密度、更高速度、更大电流和更加小型化成为了连接器行业技术发展的趋势。公司在通信业务的产品主要包括互联产品（高速连接器、高速电缆组件等）、射频产品（基站天线、滤波器等）及光电产品（有源光缆、光模块等）。目前公司的基站天线和滤波器产品与国内国外重要客户在5G领域的合作进展顺利，公司5G基站用滤波器产品是国内许多设备商首选方案之一，目前已经有部分产品小批量出货。公司互联及光电产品的下游客户主要包括艾默生、浪潮、HP、Dell、Amazon等厂商。未来随着5G的发展，公司通信业务有望成为未来业绩增长的主要动能。

立讯从2011年开始布局汽车电子业务，主要客户包括：日产、长城、众泰、蔚来、BMW、Benz等整车厂以及博世、大陆等零部件厂商。公司产品主要由公司本部、立讯精密昆山、源光电装和德国SUK四个（子）公司生产。受制于汽车行业特性，认证时间较长，汽车电子业务初期营收较低，但后期深度积累迅速。初期主要服务于国内客户，当前主要锁定大客户，目前已获得Global Tier 1所有客户认证。

## 三、公司成长逻辑清晰，核心优势显著，继续强烈推荐！

公司拥有低成本生产基地和优质的精密制造劳动力，学习曲线短，能有效的将研发费用转化为技术储备，管理层拥有有效的管理经验，公司坚持自动化、标准化的生产，并严格把控成本，横向不断拓宽产品种类，纵向不断增加产品的价值量。我们坚定看好立讯精密在2019年的成长，继续强烈推荐！

公司的业绩成长动力主要来自于在消费电子产品品类扩张，提前布局通讯和汽车领域，为公司长期成长打开空间。在横向扩展方面，通过一系列的并购获取了电子精密零部件的制造技术并不断通过自身研发完善公司的技术体系。在垂直拓展方面，公司从最初的零部件，逐渐增加了模组类产品，增加产品价值量，提高自身的竞争优势。因此我们预计2019E/2020E/2021E年实现营收503.32/656.63/864.45亿元，同比增长40.4%/30.5%/31.6%；归母净利润39.46/52.01/69.89亿元，目前股价对应PE为27.2x/20.6x/15.3x，维持“买入”评级。

图表 19: 业务范围垂直拓展逻辑

	零部件	模组类	精密终端
价值量	0.5-10 USD	10-30 USD	30-300 USD
线缆	Lighting 头、Type-C 等	Lighting Cable Charger、Type-C Cable Charger 等	USB/Type-C dongles 等
无线充电	TX/RX 线圈	无线充电模组	
声学	Speaker、Receiver		Airpods
天线		天线模组	
马达	线性马达		
光学		摄像头模组	

资料来源: 电子发烧友、国盛证券研究所

图表 20: 营收拆分 (单位: 百万元)

营业收入	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
电脑互联产品及精密组件	4611.76	4348.33	3732.88	3359.59	3023.63	2721.27
增长率	18.55%	-5.71%	-14.15%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
汽车互联产品及精密组件	903.91	1130.77	1727.94	1987.13	2285.20	2742.24
增长率	7.40%	25.10%	52.81%	15.00%	15.00%	20.00%
通讯互联产品及精密组件	1055.29	1654.57	2151.64	3270.49	4415.17	5960.47
增长率	50.20%	56.79%	30.04%	52.00%	35.00%	35.00%
消费性电子	6900.72	15188.04	26806.74	40210.11	54283.65	73282.93
增长率	56.25%	120.09%	76.50%	50.00%	35.00%	35.00%
其他连接器及其他业务	290.92	504.40	1430.76	1505.16	1655.67	1738.46
增长率	0.80%	73.38%	183.66%	5.20%	10.00%	5.00%
<b>合计</b>	<b>13,762.60</b>	<b>22,826.10</b>	<b>35,849.96</b>	<b>50,332.49</b>	<b>65,663.33</b>	<b>86,445.38</b>

资料来源: Wind、国盛证券研究所

## 风险提示

**下游需求不及预期:** 由于受到外部环境的影响,若手机市场的增速不及预期,手机供应链公司的经营业绩将受到不利影响。

**行业竞争加剧:** 随着各零部件市场的不断扩大,行业竞争将会更加激烈。

**汇率政策风险:** 以外币计价的金融资产和金融负债产生的外汇风险可能对公司的经营业绩产生的不利影响。

**国际形势的影响:** 中美贸易摩擦的影响导致市场的负面情绪。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com