

光机电能力全面，精密制造平台持续拓展新业务

买入（维持）

2018 年 06 月 28 日

证券分析师 谢恒

执业证号：S0600518020001

021-60199793

xieh@dwzq.com.cn

投资要点

■ **前言：**公司从连接器起家，依托强大精密制造能力实现了持续高速增长，在这个时点，我们对公司的成长逻辑有了更为深刻的认识：1) 手机大厂自身拥有强大的研发能力和整合能力，对零部件的功能和工艺的理解较供应商更胜一筹，而立讯精密出众的配合和管理能力，成为客户对硬件的理解到落地的抓手；2) 从产品的维度来看，公司不仅成功实现多产品的横向拓展，在核心零件自制和储备上面也获得持续突破。

■ **精密制造能力积淀深厚，多品类成功拓展：**公司围绕“老客户、新产品”的战略，实现产品品类持续拓宽：1) 无线耳机、无线充电等无线交互产品通过解放双手，持续替代有线，顺应终端产品发展趋势。2) 5G 和全面屏推广之际，LCP 天线在高频、空间利用方面更有优势，有望全面推广，同时价值量大幅提升；3) 集团公司收购光宝，光学有望成为公司新赛道。

■ **切入上游核心器件，强化产品竞争力与成本管控能力：**产品线不断丰富的时候，公司积极切入 SPK box、Mic、线性马达等上游核心器件，原材料自制率不断提升，成本改善后盈利能力有望持续增强。同时，深入上游核心器件的布局能大幅提升产品竞争力，从而更有力地支撑苹果丰富的产品储备。

■ **汽车电子、通讯基站、可穿戴等多元化终端为未来发展注入强劲动能：**1) 新能源汽车高压大电流系统部件取得突破，整车线束、机构件、变压器继续快速增长，母公司收购采埃孚下 TRW 的 BCS，拥有 tier1 供应商以后汽车电子平台整合能力再上新台阶；2) 基站天线、介质滤波器、光通信模块业务培育成熟，受益 5G 即将迎来开花结果。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 18-20 年净利润 24.3、34.2、44.2 亿元，实现 EPS 为 0.77、1.08、1.39 元，对应 PE 为 27.1、19.3、14.9 倍。基于公司近两年较快的业绩增长预期，历史估值中枢为 47.2 倍，18 年估值仍有提升空间，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**大客户销量不及预期；无线充电、无线耳机渗透不及预期；汽车电子进展缓慢。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.75
一年最低/最高价	18.51/28.08
市净率(倍)	4.92
流通 A 股市值(百万元)	65609.78

基础数据

每股净资产(元)	4.22
资产负债率(%)	45.44
总股本(百万股)	3172.96
流通 A 股(百万股)	3161.92

相关研究

1、《Q2 展望优于 Q1，下半年新品导入将迎来全面爆发》

2018-04-25

2、《全年业绩高速增长，18 年将继续多点开花》2018-04-21

3、《新品持续导入，18 年精密制造龙头继续高增长》2018-02-28

内容目录

1. 立讯精密：高速成长的消费电子行业龙头	5
1.1. 公司是国内消费电子领域龙头，发展持续向好	5
1.2. 终端客户对硬件的理解，较供应商更胜一筹	5
1.3. 公司的执行力和管理能力是品类持续扩张的保证	7
2. 模组制造实力积淀深厚，持续受益产品品类拓宽	8
2.1. AirPods 引领无线耳机趋势，复杂设计提升精密制造附加值	8
2.2. 凭借强大模组实力切入无线充电，充分受益行业爆发	10
2.2.1. 无线充电迎来快速渗透期，产业链各环节争相布局	11
2.2.2. 公司凭借强大模组实力切入，充分受益行业爆发	12
2.3. 全面屏、5G 驱动天线升级，价值量大幅提升	14
2.3.1. LCP 天线具备高频和柔性优势，5G 和全面屏下加速推广	14
2.3.2. 公司切入苹果 LCP 天线产业链，充分受益价值量提升	16
2.4. 集团收购光宝相机模组业务，有望开拓光学新赛道	17
3. 切入上游核心器件，强化产品竞争力与成本管控能力	18
3.1. 声学产品持续升级，元件自制率提升成本有望改善	18
3.2. 线性马达前景广阔，全面屏时代有望加速渗透	21
3.2.1. 从转子马达到线性马达，追求最丰富的触控反馈	21
3.2.2. 苹果引领线性马达升级潮流，受益全面屏时代加速渗透	22
4. 汽车电子、通讯基站、可穿戴等多元化终端为未来发展注入强劲动能	23
4.1. 新能源车业务取得突破，汽车电子扬帆起航	23
4.2. 受益 5G 通信，基站业务成长空间广阔	26
4.3. 可穿戴设备需求稳定，有望继续保持增长态势	27
5. 盈利预测与投资建议	28
6. 风险提示	30

图表目录

图 1: 公司近年来收入快速增长	5
图 2: 公司近年来净利润快速增长	5
图 3: 苹果与村田合作开发的 LCP 天线设计	6
图 4: 苹果自行开发的扬声器防水设计	6
图 5: iPhone X 实现 3D Sensing 结构十分复杂	6
图 6: 立讯精密产品线持续拓宽	7
图 7: 与立讯合作后美律营收大幅好转	7
图 8: AirPods 一个月拿下 26% 的市场份额	8
图 9: 无线耳机出货量将快速增长 (单位: 百万)	8
图 10: 苹果新专利用于心率检测	9
图 11: 苹果新专利使用耳机上的麦克风进行降噪	9
图 12: AirPods 耳机拆解图	10
图 13: AirPods 耳机中含有多个传感器	10
图 14: AirPods 充电盒拆解图	10
图 15: X 光照射下充电盒内部集成度也非常高	10
图 16: 无线充电接收端模组	11
图 17: 无线充电发射端模组	11
图 18: 无线充电产业链各环节利润占比	11
图 19: 三代无线充电接收端芯片设计	11
图 20: 各种磁性材料性能对比	12
图 21: 各线圈方案性能对比	12
图 22: 立讯精密是 Apple Watch 无线充电模组主供	13
图 23: 信维通信的三合一模组	13
图 24: 领益智造的模切工艺流程	13
图 25: LCP 拥有较低的介电常数	14
图 26: LCP 的高频损耗小	14
图 27: iPhone 7Plus 的 PI 天线弯折较少	14
图 28: iPhone X 上下 LCP 天线多处弯折	14
图 29: LCP 软板传输损耗性能略优于同轴线缆	15
图 30: iPhone 8/8P/X 用 LCP 传输线代替射频同轴电缆	15
图 31: iPhone X 主板使用 LCP 软板作为射频连接器	16
图 32: 18 年全面屏渗透率将快速提升	16
图 33: LCP 天线制造流程	16
图 34: 2018 年苹果 LCP 天线供应链预测	17
图 35: 手机摄像头升级路径	17
图 36: 2018Q1 光宝各部门营收占比	18
图 37: 16 年 1-11 月光宝摄像头模组出货量第五	18
图 38: 2017 上半年双摄模组市场格局	18
图 39: 光宝为华为三摄模组主力供应商	18
图 40: 手机声学产品升级趋势	19
图 41: 通过 SLS 结构可以提高低频的最大振幅	19
图 42: 尺寸不变情况下 SLS 结构可以提升中低频	19

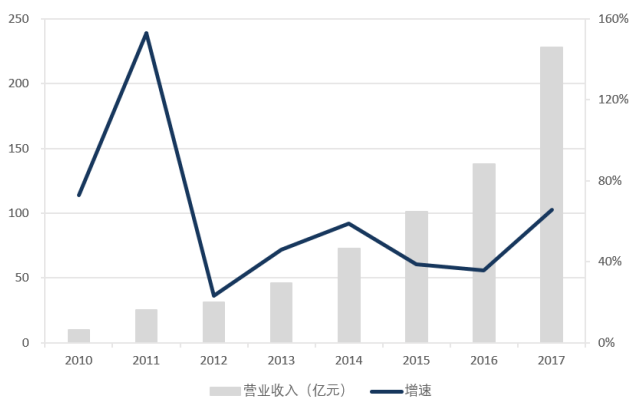
图 43: 新型扬声器音膜组件	20
图 44: 公司部分 AirPods 原材料可以自制	20
图 45: 公司在蓝牙天线和结构件上也有充分的储备	20
图 46: 不同的触控定位对马达有不同的要求	21
图 47: 丰富的触感需要驱动 IC 和信号设计的配合	21
图 48: 定制化触觉反馈还需要其他传感器的配合	21
图 49: Apple Watch 的线性马达	22
图 50: Watch 4 将采用固定按钮替代按压式按钮	22
图 51: 小米 6 搭载 Z 轴向线性马达	23
图 52: 魅族 15 搭载 XY 向线性马达	23
图 53: 主要手机马达供应商	23
图 54: 全球新能源汽车销量快速增长	24
图 55: 全球汽车电子市场保持较快增长 (单位: 亿美元)	24
图 56: 公司为一线汽车零部件厂商供应线束	24
图 57: 新能源汽车高压大电流系统部件	25
图 58: 汽车车身控制系统	25
图 59: 移动通信标准每十年更新一代	26
图 60: 5G 宏基站建设数目数目为 4G 的 1.5 倍以上	26
图 61: Massive MIMO 天线原理示意图	26
图 62: 介质滤波器	27
图 63: 光通信模块	27
图 64: 可穿戴设备市场快速增长	27
图 65: Apple Watch 销量快速增长 (单位: 百万台)	27
图 66: Apple Watch 推出符合春天色彩与风格的全新表带	28
图 67: 公司营业收入 (单位: 亿元)	29
图 68: 公司 PE Band	29
图 69: 可比公司估值	30

1. 立讯精密：高速成长的消费电子行业龙头

1.1. 公司是国内消费电子领域龙头，发展持续向好

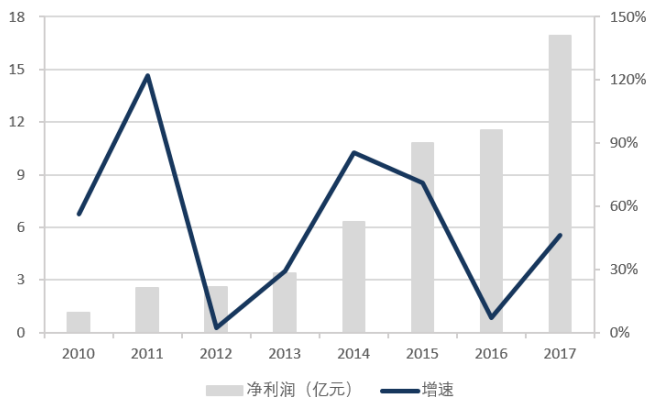
立讯精密成立于 2004 年，2010 年上市，从电脑连接器起家，经历了 PC 的辉煌时代之后，业务重心迅速向消费电子转移。随着产品品类的扩张，即使在 17 年智能机出货增长停滞的情况下，公司收入和利润也分别实现了 66% 和 46% 的高速增长。

图 1：公司近年来收入快速增长



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 2：公司近年来净利润快速增长



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

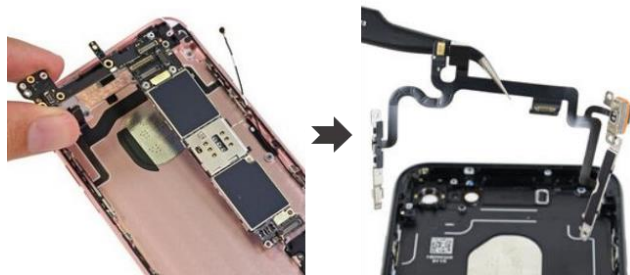
公司依托强大的精密制造能力已经成长为消费电子行业龙头，在这个时点，我们对公司的成长逻辑有了更为深刻的认识：1) 手机大厂自身拥有强大的研发能力和整合能力，对零部件的功能和工艺的理解较供应商更胜一筹，而立讯精密出众的配合和管理能力，成为客户对硬件的理解到落地的抓手；2) 从产品的维度来看，公司不仅成功实现多产品的横向拓展，在核心零件自制和储备上面也获得持续突破。

1.2. 终端客户对硬件的理解，较供应商更胜一筹

手机大厂对于硬件能力有很强的技术储备，大部分硬件创新，都是手机大厂提出要求，然后再供应商的通力配合下实现成功的研发。其核心在于手机大厂更多从产品角度来定位硬件，然后再从丰富的专利、技术储备中寻找合理的技术路径，这种自上而下的方式，更容易跳出普通硬件供应商的局限性。以摄像头为例，用户对于拍照的需求一直没有上限，所以推动了摄像头模组像素持续提升，单摄到双摄到三摄，通过摄像头个数增加来变相调教，甚至完全可以替代单反的功能，而这在 5 年前，对摄像头模组厂都是难以想象的。

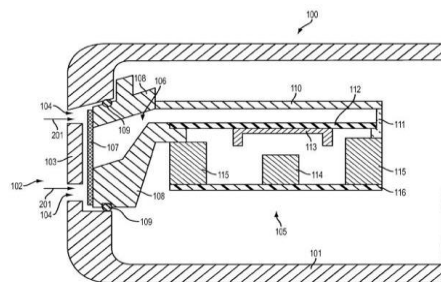
虽然手机大厂不直接进行零部件的生产，但凭借在材料和工艺方面充分的储备，往往能够给出领先产业的技术方案。以 17 年推出的 LCP 天线为例，由于全面屏的设计挤压了手机内部净空区域，天线信号受到影响，苹果与村田合作采用 LCP 基材替换传统的 PI 基材，首次推出 LCP 天线设计，这一切其实是以苹果在材料领域深厚的积累为基础的。

图 3：苹果与村田合作开发的 LCP 天线设计



数据来源：Ifixit，东吴证券研究所

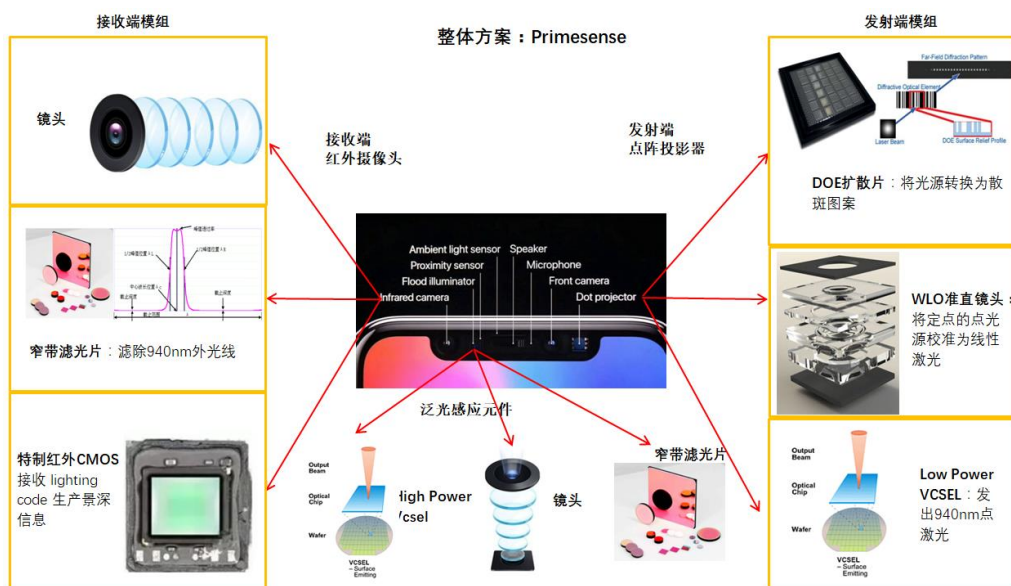
图 4：苹果自行开发的扬声器防水设计



数据来源：Patently Apple，东吴证券研究所

另外，苹果在 3D Sensing 的布局也能为其强大的硬件实力提供佐证。17 年苹果将收购的 PrimeSense 的结构光方案应用在 iPhone X 上，由于结构十分复杂，需使用 VCSEL 芯片、光学元件、CMOS 传感器等近 10 个关键零部件来实现，而每个零部件最终方案和工艺的选择都是苹果与供应商经过无数次测试的结果，这也是苹果 3D 供应链浮出水面一年多以来其他品牌依旧在寻求可靠成熟的软硬件方案的原因。

图 5：iPhone X 实现 3D Sensing 结构十分复杂

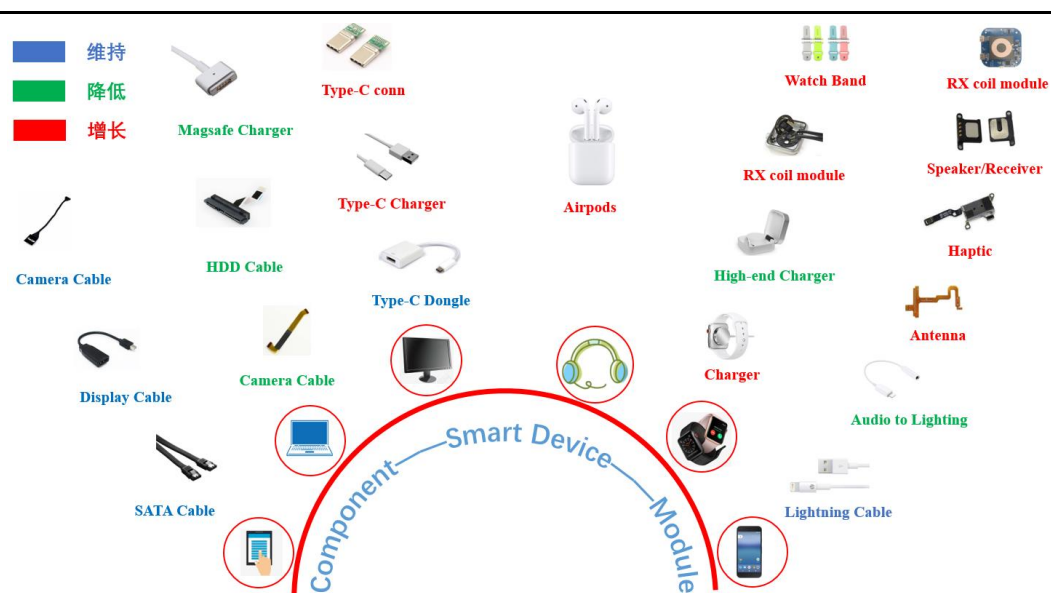


数据来源：电子发烧友，东吴证券研究所

1.3. 公司的执行力和管理能力是品类持续扩张的保证

立讯精密出众的配合和管理能力，成为客户对硬件的理解到落地的抓手，能快速响应客户的多样化需求，上市以来新品培育有节奏展开，产品线持续拓宽。以 lightning 线为例，公司 13 年开始为苹果供应 lightning 线，当时苹果 lightning 线主要由富士康和正崧提供，立讯通过提高产线的自动化程度以及严格管控成本，份额持续提升，成为苹果 lightning 线的主供应商之一。

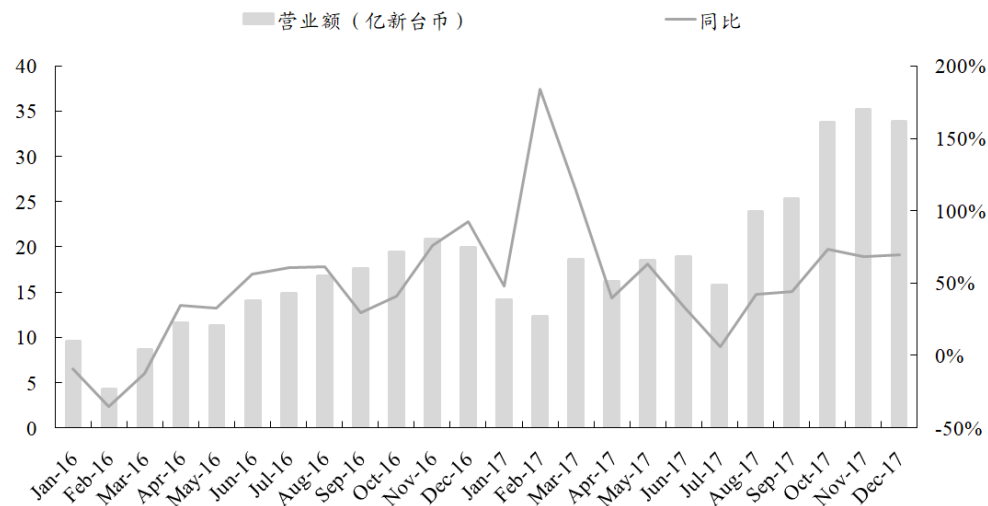
图 6：立讯精密产品线持续拓宽



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

声学和美特的整合也是一个例证，美特拥有深厚的技术积累和完善的声学供应链体系，与瑞声科技、歌尔股份、楼氏电子均为苹果供应商，但份额一直较小。立讯入主后，凭借强大的执行力和管理能力，声学产品良率快速提升，规模迅速扩大，同时伴随着楼氏退出，公司 17 年整体份额在 10% 左右，我们预计 18 年有望超过 20%。

图 7：与立讯合作后美律营收大幅好转



数据来源：美律官网，东吴证券研究所

我们认为，公司作为一个精密制造平台型公司，沿着模组制造实力不断强化、上游核心器件布局持续深入的路径成长，精选优质赛道，在产品品类、份额的持续扩张能力保证了未来数年穿越终端销量周期、继续高速增长。18 年下半年在客户 LCD 款 iPhone 的带动下，无线充电、声学、无线耳机、LCP 天线和线性马达等业务将为公司提供强劲增长动能，Type-C 的快速渗透也将给传统连接器产品注入新活力，同时布局已久的汽车电子、通信业务有望开花结果。

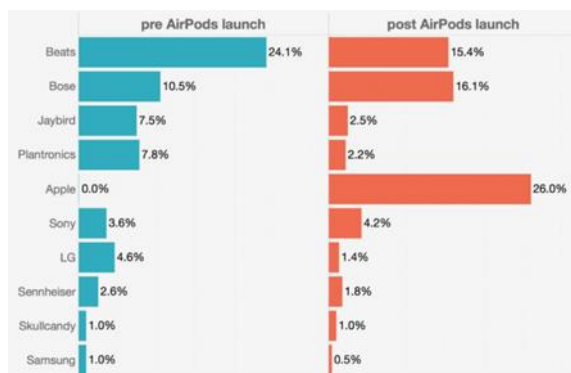
2. 模组制造实力积淀深厚，持续受益产品品类拓宽

2.1. AirPods 引领无线耳机趋势，复杂设计提升精密制造附加值

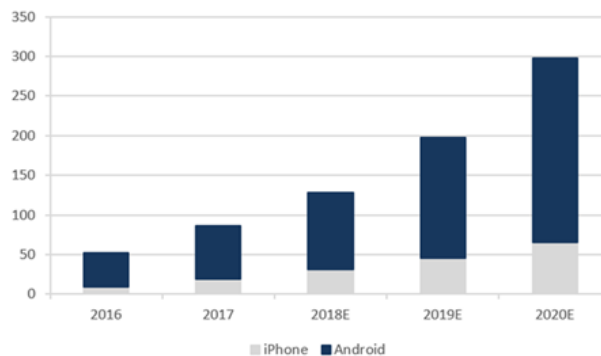
2016 年 9 月苹果在新品发布会上推出了其第一款真正意义上的无线耳机 AirPods，大受市场欢迎。根据 Slice Intelligence 的数据，AirPods 上市一个月就拿下了美国无线耳机网销市场 26% 的市场份额，2017 年 AirPods 出货量大约 1300 万，成为苹果有史以来最畅销的配件。

图 8: AirPods 一个月拿下 26% 的市场份额

图 9: 无线耳机出货量将快速增长（单位：百万）



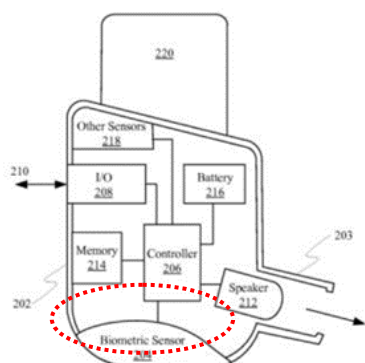
数据来源：Slice Intelligence，东吴证券研究所



数据来源：WiFore Consulting，东吴证券研究所

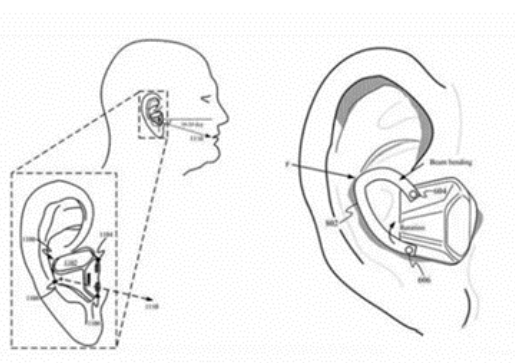
除了使用便捷外，无线耳机还能与语音识别、健康监测结合，随着音质的进一步提升，有望实现快速渗透。苹果的 AirPods 可以用 Siri 进行语音控制，同时在新专利中也曝光了 Bioemtric Sensor 用来进行心率监测。根据 WiFore Consulting 的数据，整个耳机行业市场规模在 2020 年有望超过 400 亿美元，增长的主要动力来自于无线耳机。

图 10：苹果新专利用于心率检测



数据来源：OFweek，东吴证券研究所

图 11：苹果新专利使用耳机上的麦克风进行降噪



数据来源：OFweek，东吴证券研究所

为了实现音乐播放、无线通信、控制等功能，无线耳机较小的体积内需要容纳包括主板、芯片、天线、传感器、电池在内的大量零部件，元器件数目高达数百个，非常考验模组厂商的精密制造实力，同时能够带来较高的附加值。

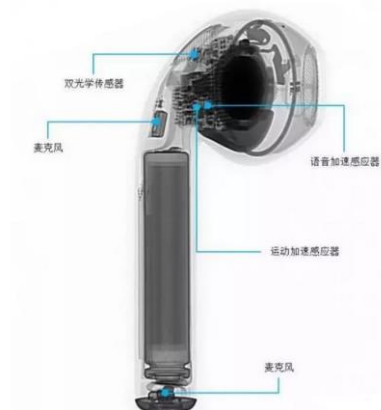
以 AirPods 拆解为例，单个尺寸仅为 16.5 mm × 18.0 mm × 40.5 mm，拥有很高的集成度，主芯片 W1 为无线通讯芯片，配备了 6 颗传感器：Bosch 的加速度计、ST 的加速度计、2 颗光学传感器和 2 颗 MEMS 麦克风，进行入耳检测和过滤外界噪音。

图 12: AirPods 耳机拆解图



数据来源: iFixit, 东吴证券研究所

图 13: AirPods 耳机中含有多个传感器



数据来源: SITRI, 东吴证券研究所

充电盒的尺寸为 44.3 mm × 21.3 mm × 53.5 mm, 使用 Lightning 接口, 主要芯片有 ST 的 MCU、NXP 的充电 IC 和 TI 的电源管理 IC, 同时包含一块 3.81V, 1.52 瓦时的锂电池, 电池容量大约是 AirPods 耳机的 16 倍, 可供两个耳机充满 8 次电。

图 14: AirPods 充电盒拆解图



数据来源: iFixit, 东吴证券研究所

图 15: X 光照射下充电盒内部集成度也非常高



数据来源: iFixit, 东吴证券研究所

由于 AirPods 是苹果至今为止工序最复杂的产品之一, 初期良率较低, 经过爬坡公司目前良率已经处于较高水平。凭借强大的精密制造实力, 公司 AirPods 的份额逐渐提升, 目前已经成为 AirPods 第一供应商, 随着 AirPods 出货量持续增长, 以及公司在产品良率上的改善, 我们预计 18 年 AirPods 的代工业务将为公司带来较大的业绩增量。

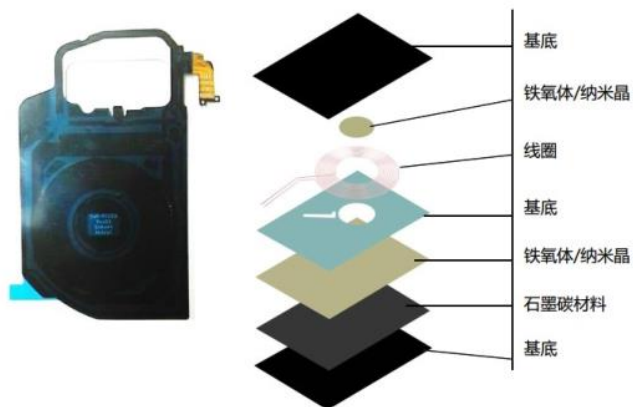
2.2. 凭借强大模组实力切入无线充电, 充分受益行业爆发

2.2.1. 无线充电迎来快速渗透期，产业链各环节争相布局

在三星、苹果带动下，随着发射底座等基础设施的逐渐完善，以及用户习惯进一步养成，无线充电逐渐成为旗舰手机的标配。从上半年国产新机的发布情况来看，小米和华为均有旗舰机型搭载，OPPO、vivo 也都有相应的开发计划，我们判断下半年国产旗舰无线充电有望加速渗透。

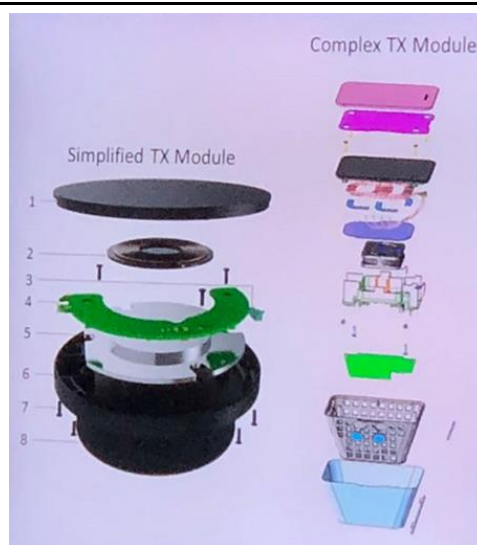
无线充电需要发射端和接收端进行配合，整个无线充电产业链主要由方案设计、电源芯片、磁性材料、传输线圈和模组制造构成。

图 16：无线充电接收端模组



数据来源：易冲无线，东吴证券研究所

图 17：无线充电发射端模组

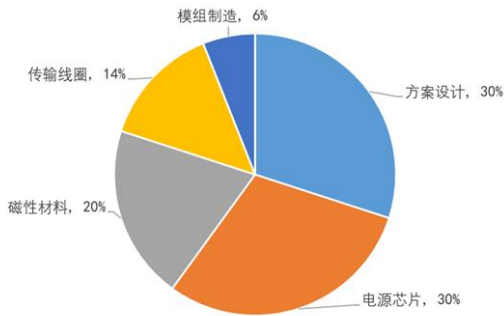


数据来源：三星官网，东吴证券研究所

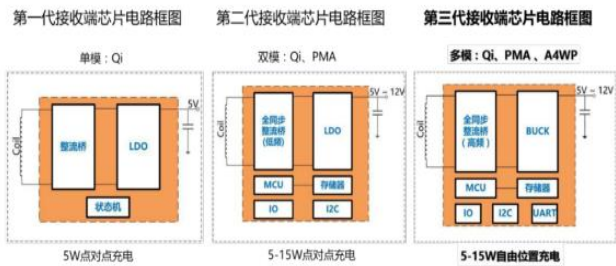
1) 方案设计和电源芯片占据了无线充电的主要利润环节，高达 60%，这两个环节主要以苹果、三星、高通、TI、IDT 等终端品牌和芯片厂商为主。其中，IDT 针对单模 (Qi)、双模 (Qi/PMA)、多模 (Qi/PMA/A4WP) 均有成熟的解决方案和芯片设计，2017 年无线充电芯片出货超过 1 亿颗，市场份额领先，我们判断国产手机也将主要采用 IDT 的芯片。另外，国内的易冲无线在无线充电方案和芯片都有较为完善的布局，其提出的 SoC 方案已经通过 Qi 认证。

图 18：无线充电产业链各环节利润占比

图 19：三代无线充电接收端芯片设计



数据来源：国际电子商情，东吴证券研究所



数据来源：易冲无线，东吴证券研究所

2) 国内上市公司主要参与材料、线圈绕线以及模组制造这三个环节。目前采用的磁性材料有铁氧体和纳米晶两种，苹果采用了铁氧体，三星采用纳米晶。纳米晶的屏蔽效果更好、充电效率更高，不过成本也更高，同时性能更好的复合材料也在开发中。国内信维通信、合力泰、天通股份、横店东磁和安泰科技在磁性材料领域有较充足的储备。

图 20：各种磁性材料性能对比

	铁氧体		铁基非晶	铁基纳米晶
成分	镍锌	锰锌	铁基非晶	铁基纳米晶
应用	接收端	接收端和发射端	接收端和发射端	接收端和发射端
磁导率	130-200H/m	130-250H/m	200-800H/m	200-1000H/m
效率	60%-65%	66%-70%	70-73%	70-74%
优势	高阻 能带宽 适应水平高	技术成熟 受市场欢迎程度	柔软超薄 高饱和磁感应强度	柔软超薄 高饱和磁感应强度 频率带宽
不足	易脆较厚 难制造	易脆较厚 难制造	难穿孔	难穿孔

数据来源：易冲无线，东吴证券研究所

图 21：各线圈方案性能对比

	WPC密绕线圈	FPC线圈	MQPRF扁平线圈
示意图			
制作工艺	铜线绕制	铜箔蚀刻	扁平线圈绕制
厚度	较厚	厚度可变化范围小，较薄	厚度可变化范围大，超薄
效率	较低	适中	集肤效应最低，效率较高
成本	适中	较高	较低

数据来源：易冲无线，东吴证券研究所

3) 传输线圈方面，发射端主要是绕线，接收端主要有 FPC 刻蚀铜线圈和绕线两种。FPC 方案优势在于厚度较薄，绕线方案优势在于充电效率较高。苹果和三星目前的方案都是 FPC，我们预计未来将逐渐采用绕线方式提高充电效率。国内的立讯精密、信维通信和顺络电子都有较强的竞争力。

2.2.2. 公司凭借强大模组实力切入，充分受益行业爆发

模组制造环节的参与者相对较多，立讯精密主要是凭借强大的模组制造实力以及传输线圈的配套能力参与，早在 2015 年立讯精密就是苹果 Apple Watch 的无线充电模组主力。

供应商，在发射、接收端都有较好卡位。

图 22：立讯精密是 Apple Watch 无线充电模组主供



数据来源：iFixit，东吴证券研究所

图 23：信维通信的三合一模组



数据来源：快科技，东吴证券研究所

另外，无线充电模组需要将传输线圈、磁性材料、石墨碳材料、基底等进行贴合，领益智造凭借在模切产品领域积累的深厚的贴合工艺切入无线充电模组制造环节，同时也能提供铁氧体等磁性材料。

图 24：领益智造的模切工艺流程

序号	主要工序	内容
1	分切	将整支材料加工为所需宽度的材料，分切精度可达 $\pm 0.1\text{mm}$
2	复合	将两种或两种以上材料粘接在一起
3	精密模切	将指定的材料切出所需形状，以配合客户在装配时的需求。共有平板模切（Flat）、轮转模切（Rotary）、激光切割（Laser）、水刀切割（Water Jet）、自动装贴（Auto Assemble）等方式，针对不同材料、不同产品需求、不同精密度要求选择不同的模切方式
4	检验	按客户标准，通过 CCD 在线检测及后制程检验，将超出标准的不良品挑选出来
5	包装	将良品按要求进行包装

数据来源：领益智造公司公告，东吴证券研究所

我们认为，立讯精密在模组制造环节深厚的积累以及线圈加工能力是公司在无线充电领域竞争力的重要保证。18 年苹果将发售无线充电底座，公司在发射端线圈基本独家供应。同时也切入了大客户下半年新品的接收端，单机价值量在 3 美金左右。不仅如此，公司还是国内品牌客户的无线充电供应商，随着国产旗舰陆续搭载，公司无线充电业务有望加速增长。

2.3. 全面屏、5G 驱动天线升级，价值量大幅提升

2.3.1. LCP 天线具备高频和柔性优势，5G 和全面屏下加速推广

17 年苹果在 iPhone X 中采用了新一代天线设计：LCP 天线，LCP 天线其实也属于软板天线的一种，由铜箔、绝缘基材、覆盖层等构成，不过目前主流的软板基材是聚酰亚胺（PI），而 LCP 天线的基材为液晶聚合物（LCP），那么用 LCP 替代 PI 绝缘基材有什么优势呢？

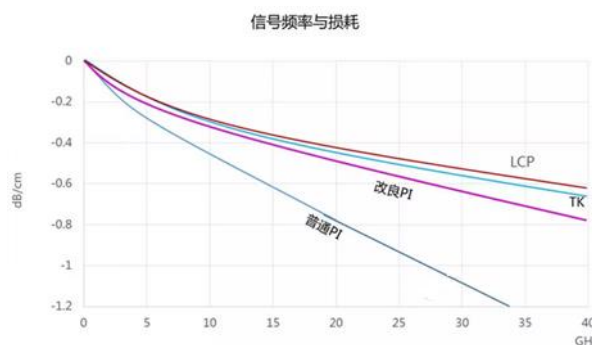
首先，LCP 基材的介电常数比 PI 更低，介电损耗就更低。同时，经过测试，随着频率升高，普通的 PI 基材的损耗急剧升高，而 LCP 的损耗变化相对较小。另外，LCP 基材在高温、酸碱环境下也有较好的表现。因此，LCP 更适合作为高频传输的基材，随着 5G 逐渐到来，我们认为 LCP 软板天线的普及率将会进一步提升。

图 25：LCP 拥有较低的介电常数

基板材料	射频参数		
	介电常数	损耗正切角	操作频段
FR-4	3.9-4.3	0.02-0.025	<10GHz
PTFE	2.17-3.20	0.0013-0.009	<20GHz
LTCC	5.7-9.1	0.0012-0.0063	<12GHz
PI	4.0	0.004-0.007	<10GHz
LCP	2.9-3.16	0.002-0.0045	<110GHz

数据来源：艾邦高分子，东吴证券研究所

图 26：LCP 的高频损耗小



数据来源：光通信，东吴证券研究所

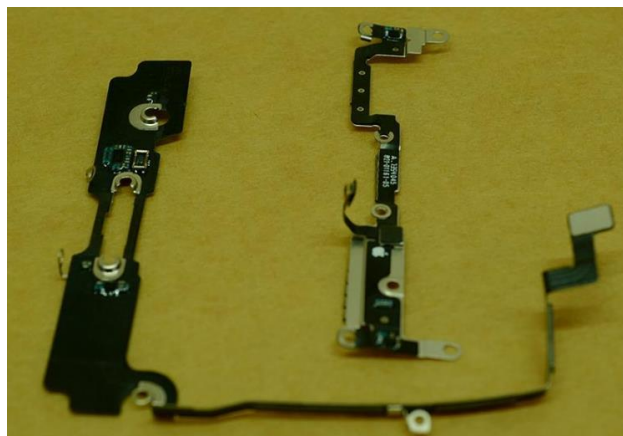
其次，LCP 基材的柔性能要优于 PI 基材，能提高手机内部空间利用率：1）柔性性能更好的天线可以多次弯折而不回弹，同等条件下 LCP 软板比 PI 软板可以耐受更多的弯折次数和更小的弯折半径，便于制作附着于载体表面的 3D 共形天线，从而可以节省空间，使得天线和手机内部的设计更加灵活。

图 27：iPhone 7Plus 的 PI 天线弯折较少

图 28：iPhone X 上下 LCP 天线多处弯折



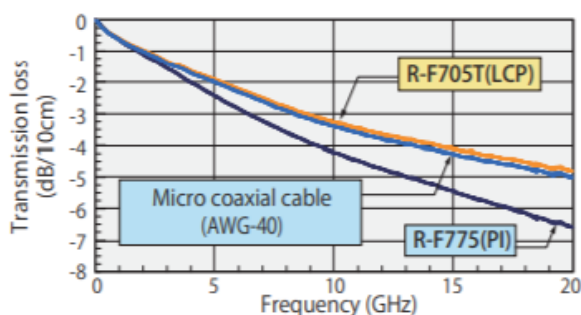
数据来源：iFixit, 东吴证券研究所



数据来源：RF sister, 东吴证券研究所

2) LCP 软板可以替代射频同轴电缆, 进一步节省空间。在 iPhone8/8P/X 之前, 苹果主要采用射频同轴电缆进行天线信号数据传输, 同轴电缆优点在于能够进行低损耗的大容量数据传输, 缺点是厚度较大。而 LCP 软板损耗特性略优于同轴电缆, 通过多层设计, 也能达到大容量数据传输的要求。最重要的是, 3 层结构的 LCP 软板厚度仅仅 0.2mm, 相比射频同轴电缆减少 65%。同时, iPhone X 主板的射频连接器也由中继 LCP 软板替代。

图 29: LCP 软板传输损耗性能略优于同轴线缆



数据来源：松下电工, 东吴证券研究所

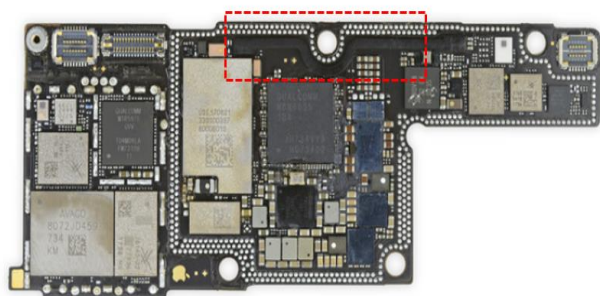
图 30: iPhone 8/8P/X 用 LCP 传输线代替射频同轴电缆



数据来源：iFixit, 东吴证券研究所

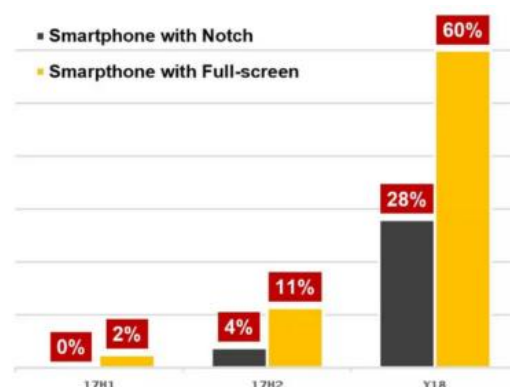
由于全面屏的设计对手机内部天线净空形成了挤压, 天线信号受到影响, LCP 软板天线凭借柔性性能优势便于小型化设计, 随着全面屏的快速渗透有望得到推广。在天线设计外, 由于手机功能模块越来越丰富, 手机内部空间紧张化也将加速 LCP 软板在信号传输领域的推广。

图 31: iPhone X 主板使用 LCP 软板作为射频连接器



数据来源: iFixit, 东吴证券研究所

图 32: 18 年全面屏渗透率将快速提升

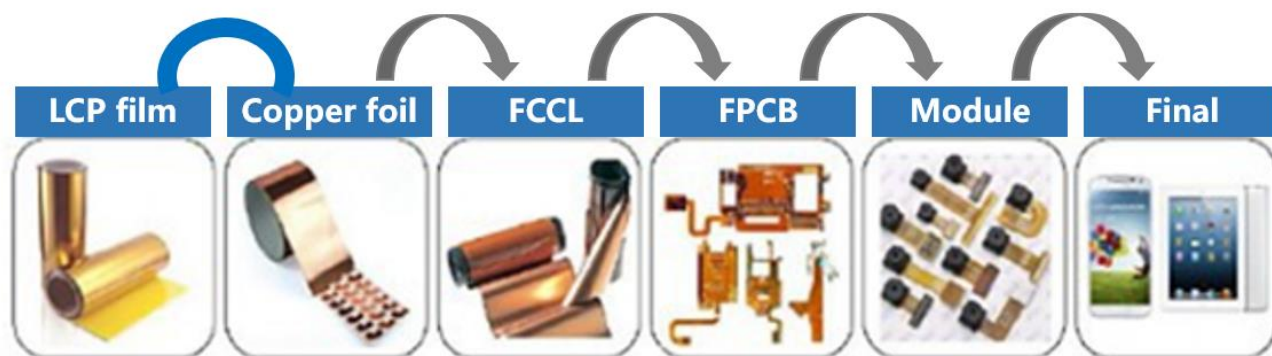


数据来源: 群智咨询, 东吴证券研究所

2.3.2. 公司切入苹果 LCP 天线产业链, 充分受益价值量提升

在工艺流程上, LCP 天线与传统 PI 天线类似, 其产业链环节主要包括由前段原材料厂商、FCCL (柔性覆铜板) 制造, 中段的软板制造和后段的模组制造构成。前段的原材料 LCP 粒子、LCP 薄膜, LCP FCCL, 中段的 LCP 软板主要由日美台厂商供应, 安费诺和国内的信维通信、立讯精密主要能够参与后段模组制造。

图 33: LCP 天线制造流程



数据来源: Civen Metal, 东吴证券研究所

2017 年苹果在 iPhone 8 和 8P 上采用了 LCP 软板替代了天线的射频同轴电缆, 在 iPhone X 上采用了 4 片 LCP 软板: 上下两个天线 (包括射频同轴电缆)、主板上中继板和 3D 摄像头用软板, 主要供应商为日本村田, 负责包括前段材料、中段软板、后段模组的整体方案, 同时选取了嘉联益和安费诺分别承担部分软板、模组环节。

由于 18 年苹果秋季三款机型均为全面屏设计, 我们判断都将采用 LCP 天线方案,

需求量将大幅增加。前段材料环节难度较大，将继续由村田负责；中段软板嘉联益的份额有望提升；由于村田的优势在于前段，将逐渐退出后段模组环节，安费诺的份额有望提升。同时，根据产业链调研结果，立讯精密凭借在模组环节的强大实力和丰富经验（LCP 天线弯折对 SMT 要求非常高），已经切入大客户 LCP 天线的模组环节。之前 PI 基材的天线单机价值量不到 1 美金，而上下两根 LCP 天线价值量在 10 美金左右，公司有望受益 LCP 天线带来的价值量大幅提升。

图 34：2018 年苹果 LCP 天线供应链预测

供应链	LCP树脂/膜	LCP FCCL	LCP软板	LCP天线设计/模组
2018供应链	村田制造所			安费诺、立讯精密
	村田制造所		嘉联益	
	村田制造所		臻鼎（潜在进入）	

数据来源：艾邦高分子，东吴证券研究所

2.4. 集团收购光宝相机模组业务，有望开拓光学新赛道

18 年 3 月，立讯集团旗下立景创新使用 3.6 亿美元收购光宝集团的相机模组业务。从单摄到双摄、三摄，以及 3D Sensing，光学一直是消费电子行业创新最为密集的细分领域之一，市场空间持续被打开。

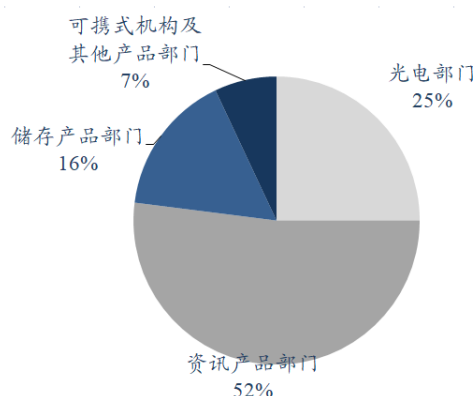
图 35：手机摄像头升级路径



数据来源：中关村在线，东吴证券研究所

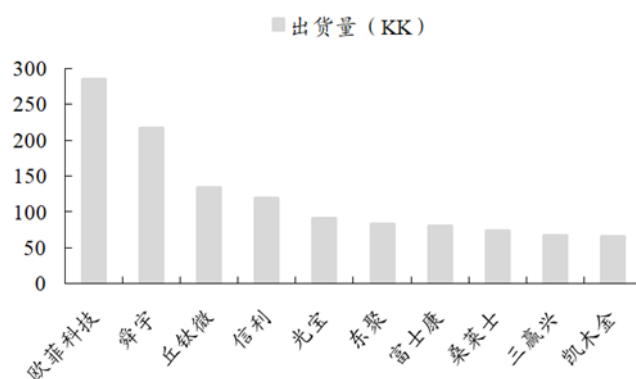
摄像头模组属于光宝的光电部门，光电部门营收占比在 25% 左右。光宝作为业内领先的摄像头模组厂商实力强劲，主要致力于高端摄像头模组的开发，根据旭日大数据，2017 年上半年光宝双摄模组出货排名第五，和大客户华为配合密切，是华为 Mate10、P10、麦芒 6 等双摄机型的供应商。

图 36：2018Q1 光宝各部门营收占比



数据来源：光宝官网，东吴证券研究所

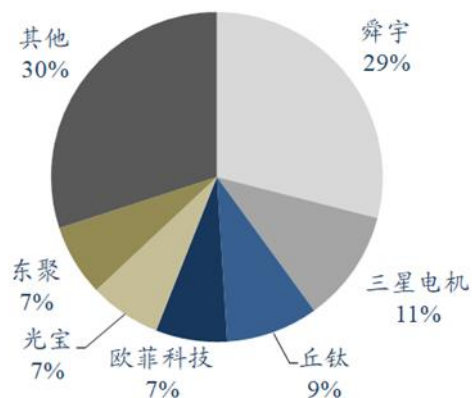
图 37：16 年 1-11 月光宝摄像头模组出货量第五



数据来源：旭日大数据，东吴证券研究所

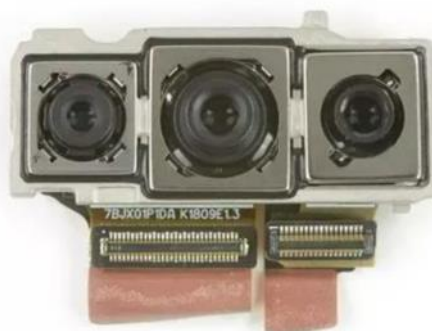
同时光宝也是 18 年华为畅销的 P20 系列三摄模组的主力供应商。华为首次在旗舰机 P20 Pro 和 Mate RS 上采用“彩色+黑白+长焦”的三摄像头，拍照性能大幅提升，十分受消费者喜爱，P20 系列上市以来 2.5 个月销量已经达到 6KK，我们判断一年 15KK 的出货目标有望突破。相比于双摄，三摄模组对精度的要求更高，制造工艺也更加复杂，光宝的主供地位也表明了其在高端摄像头模组领域的深厚积累。通过集团对光宝摄像头模组业务的收购，未来公司在 CCM 领域的拓展十分值得期待。

图 38：2017 上半年双摄模组市场格局



数据来源：旭日大数据，东吴证券研究所

图 39：光宝为华为三摄模组主力供应商



数据来源：iFixit，东吴证券研究所

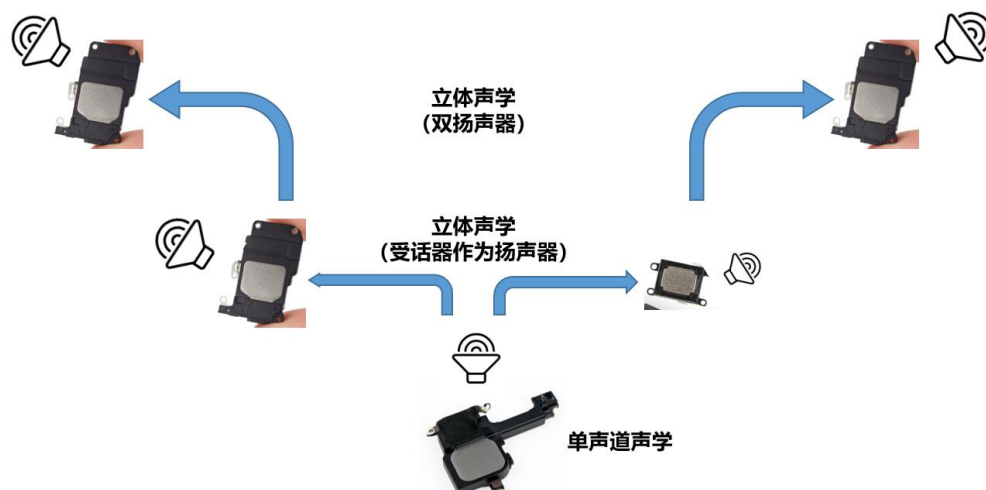
3. 切入上游核心器件，强化产品竞争力与成本管控能力

3.1. 声学产品持续升级，元件自制率提升成本有望改善

智能机各零部件中，声学的升级趋势一直较为明显。从最初的 Speaker 单体升级为 Speaker Box，体积缩小的同时音效得到改善。iPhone 7 发布后，增加防水功能，Receiver

也模组化，充当第二个扬声器，产生立体声效果。17 年 iPhone X 发布后，手机上方的 Receiver 性能基本已经和下方的 Speaker Box 一致。与此同时，我们可以看到很明显的价值量提升，最初 Spk+Rec 仅 2 美金左右，17 年 iPhone X 声学产品价值量已经达到 12 美金左右。

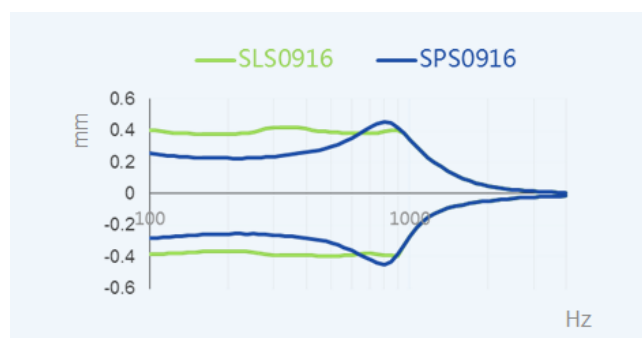
图 40：手机声学产品升级趋势



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

我们认为，未来围绕音质的声学性能提升仍将持续，主要是在低频方面。以瑞声科技为例，新开发出的 SLS 结构能够提高低频的最大振幅和一致性，由于扬声器尺寸会影响声音输出，SLS 结构在尺寸不变的情况下能较大幅度提升中低频，加电压时可以达到更好的性能。随着性能的加强，产品价值量也有望继续提升。

图 41：通过 SLS 结构可以提高低频的最大振幅



数据来源：瑞声科技，东吴证券研究所

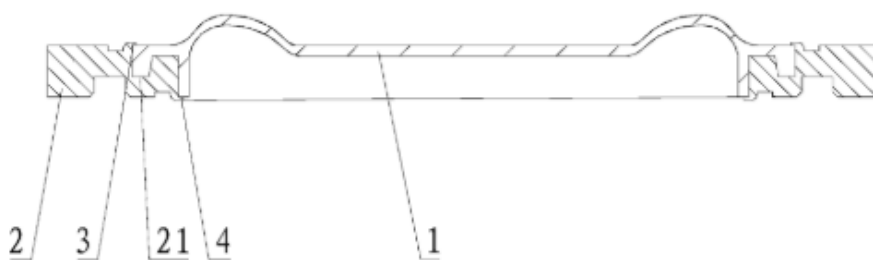
图 42：尺寸不变情况下 SLS 结构可以提升中低频



数据来源：瑞声科技，东吴证券研究所

公司收购苏州美特后，将美特在声学领域的深厚技术底蕴与自身强大的执行力和管理能力相结合，大规模导入柔性模组化/自动化生产，声学产品良率快速提升，规模迅速扩大，在大客户的份额也得到了提升。同时，公司采用硅胶音膜替代传统音膜，硅胶材料流动性较强，并且具有较宽的温度适应范围，当扬声器工作时，音膜不容易因温度变化而发生变形，能够更好地保证扬声器的性能，产品竞争力得到增强。

图 43：新型扬声器音膜组件



数据来源：中国专利网，东吴证券研究所

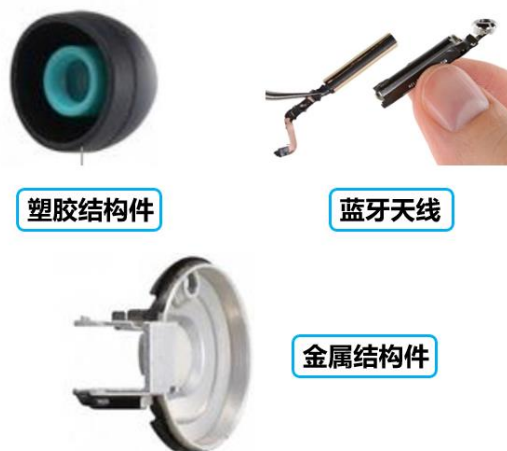
另外，随着公司声学业务的持续增长，AirPods 核心器件的自制率也有望提升，根据 iFixit 的拆解，单个 AirPods 需要 1 个 Spk 和 2 个 Mic，公司目前均有配套能力。同时公司在蓝牙天线、部分结构件上也有充分的储备，随着原材料自制率不断提升，成本改善后盈利能力有望持续增强。并且，深入上游核心器件的布局能大幅提升产品竞争力，从而更有力地支撑苹果丰富的产品储备。

图 44：公司部分 AirPods 原材料可以自制



数据来源：iFixit，东吴证券研究所

图 45：公司在蓝牙天线和结构件上也有充分的储备



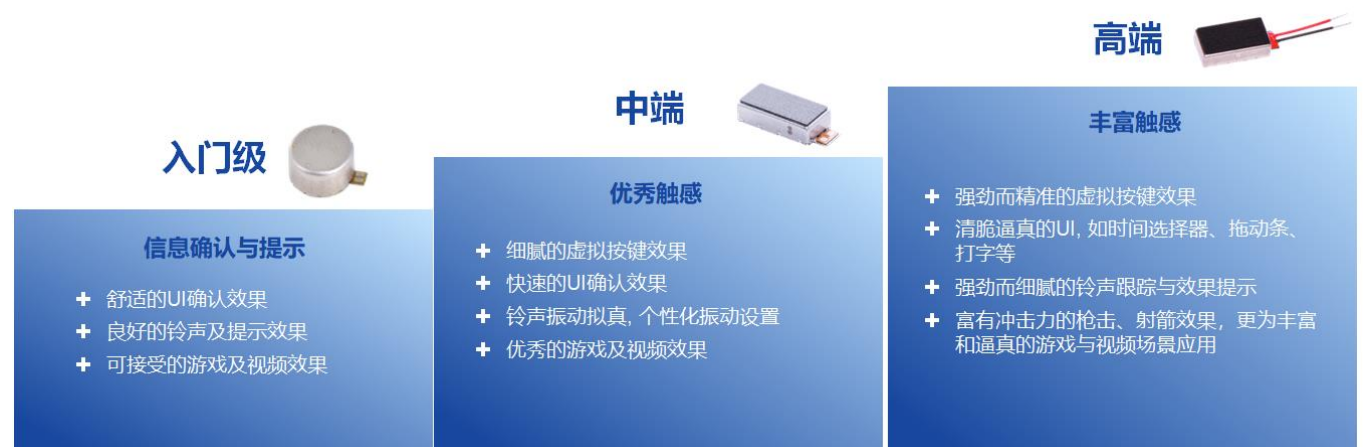
数据来源：立讯官网，东吴证券研究所

3.2. 线性马达前景广阔，全面屏时代有望加速渗透

3.2.1. 从转子马达到线性马达，追求最丰富的触控反馈

手机进入触屏时代后，触控反馈便成为人机交互中重要的一环，直接影响消费者的使用体验。手机的触控反馈主要通过马达来实现，目前主要有偏心转子马达和线性马达两种，前者成本较低，但响应慢、震感弱、厚度较大，线性马达则是响应快、震动体验细腻、功耗低、但成本较高，目前主要应用在高端手机上。

图 46：不同的触控定位对马达有不同的要求



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

线性马达也分 Z 轴向振动和 XY 轴向振动，Z 轴向一般为圆形，振动距离 3mm 左右，XY 轴向通常为直线型，振动距离可以达到 10mm 以上。除了高性能马达的选取外，要实现丰富的触感，需要触控 IC 以及信号设计进行配合，如果要实现定制化的触觉反馈，甚至需要其他传感器进行配合。

图 47：丰富的触感需要驱动 IC 和信号设计的配合

图 48：定制化触觉反馈还需要其他传感器的配合



数据来源：OFweek，东吴证券研究所



数据来源：OFweek，东吴证券研究所

3.2.2. 苹果引领线性马达升级潮流，受益全面屏时代加速渗透

其实早在 2014 年 9 月，苹果的第一代 Apple Watch 就使用了 Taptic Engine 触觉反馈引擎。根据供应链调研结果，苹果在下一代 Apple Watch4 的设计上，除了采用更大的显示屏外，还将用类似 iPhone 7 的固定按钮取代之前的按压式物理按钮，我们预计 Watch 中的线性马达将进一步升级。

图 49：Apple Watch 的线性马达



数据来源：iFixit，东吴证券研究所

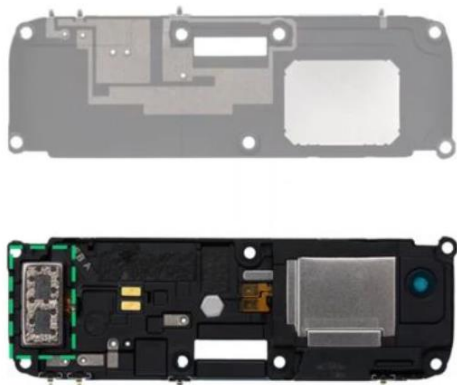
图 50：Watch 4 将采用固定按钮替代按压式按钮



数据来源：苹果汇，东吴证券研究所

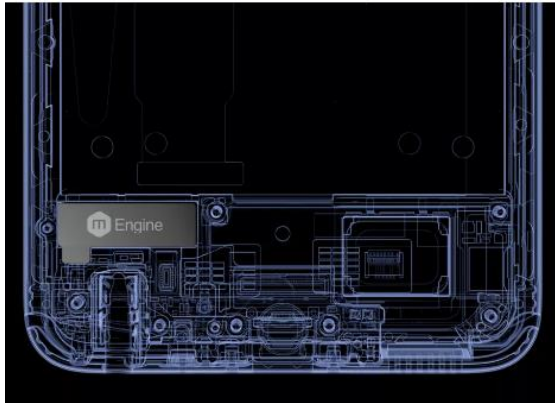
随着全面屏的渗透，物理按压式 Home 键逐渐被取消，以及手机品牌对触控反馈越来越重视，线性马达在安卓机型中也逐渐开始普及。17 年发布的小米 6、华为 P10 等多款旗舰手机均采用 Z 轴向线性马达，18 年的魅族 15、HTC U12+、锤子 R1 三款旗舰搭载了 XY 轴向的线性马达，我们判断未来在安卓手机的渗透有望加速。

图 51：小米 6 搭载 Z 轴向线性马达



数据来源：iFixit，东吴证券研究所

图 52：魅族 15 搭载 XY 向线性马达



数据来源：iFixit，东吴证券研究所

目前高端线性马达主要被苹果采用，供应商主要为 Nidec、ALPS、瑞声科技三家。公司的线性马达业务已经培育多年，根据供应链调研结果，公司 18 年已经切入北美大客户一款主力机型的线性马达制造环节。同时，现阶段大部分安卓旗舰机已经搭载 Z 轴向线性马达，随着技术的进步以及成本的改善，我们预计未来 XY 轴向线性马达将被广泛采用，公司有望持续受益手机马达向 XY 轴向线性马达的升级。

图 53：主要手机马达供应商

公司	产品	客户
立讯精密	线性马达	苹果
瑞声科技	线性马达	苹果
金龙机电	转子马达，线性马达	苹果、华为、小米、OPPO、vivo
Nidec	转子马达，线性马达	苹果、三星、索尼
三星机电	转子马达，线性马达	三星

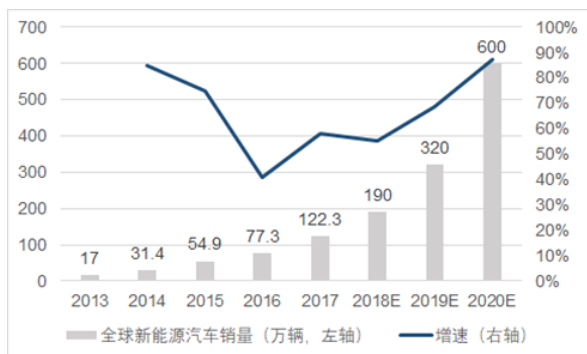
数据来源：国际电子商情，东吴证券研究所

4. 汽车电子、通讯基站、可穿戴等多元化终端为未来发展注入强劲动能

4.1. 新能源车业务取得突破，汽车电子扬帆起航

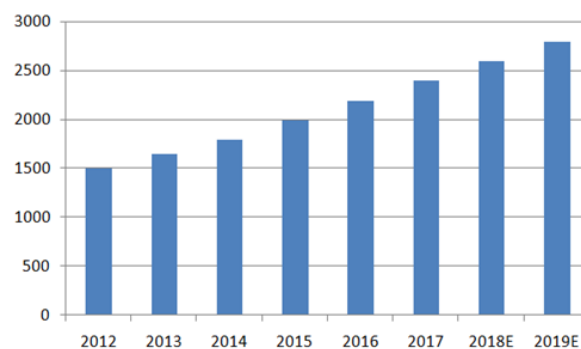
受益于新能源车销量的快速增长以及 ADAS 渗透率不断提升,全球汽车电子市场规模保持了快速增长,我们预计 2019 年将达到 2800 亿美元,2012-2019 年复合增长率约为 9%。

图 54: 全球新能源汽车销量快速增长



数据来源: EV sales, 东吴证券研究所

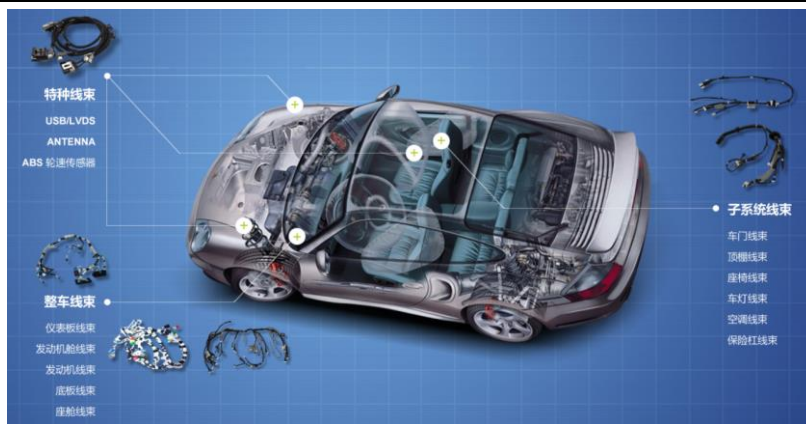
图 55: 全球汽车电子市场保持较快增长 (单位: 亿美元)



数据来源: 佐思产研, 东吴证券研究所

公司 2011 年成立昆山立讯进入汽车电子领域,之后陆续收购了福建 FJK、德国 SUK,主要生产汽车整车线束和机构件产品,能提供完备的解决方案,随着国内外重要品牌客户的逐渐导入,有望继续保持快速增长。

图 56: 公司为一线汽车零部件厂商供应线束



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

同时,18 年公司在新能源汽车领域也将取得突破。新能源汽车由于使用大容量锂电池,工作电压范围从传统汽车的 14V 上升至 400~600V,因而需要汽车电子电气架构的全面改进,采用高电压大电流设计,价值量更高。公司 17 年设立晋江立讯,切入新能源汽车高压连接系统,包括连接器、高压线束总成、充电连接器、复合母排等产品,

18 年开始有望贡献收入增量。

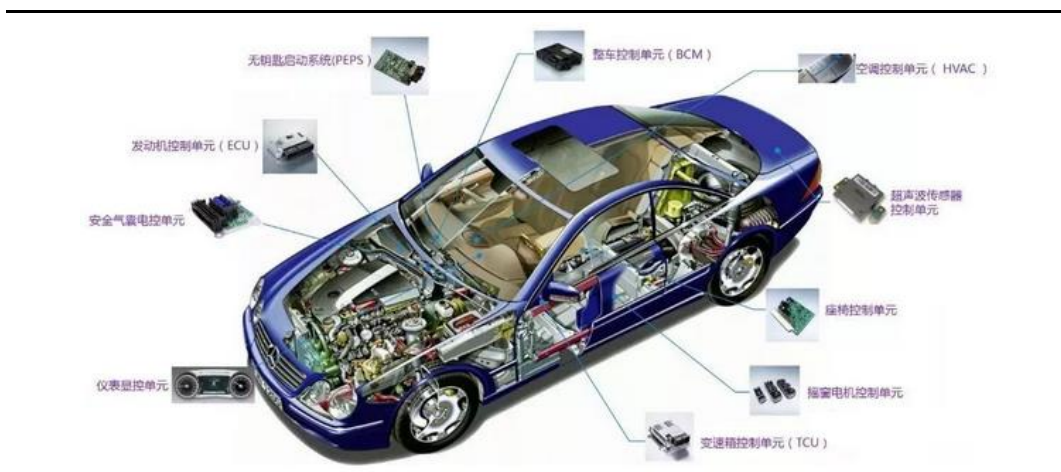
图 57：新能源汽车高压大电流系统部件



数据来源：电动汽车资源网，东吴证券研究所

另外，17 年公司控股股东香港立讯收购了德国采埃孚子公司 TRW 的全球车身控制系统事业部，产品包括复杂开关，转向控制模块，电子仪表板，空调控制器，无钥匙进入系统，遥控钥匙，胎压监测系统以及雨量阳光传感器等。16 年采埃孚在全球汽车零部件制造商收入里排行第二，TRW 在车身电子方面也拥有强大的技术积累。此次收购虽没有进入上市公司体系，但有望为公司导入更多的优质客户资源，与现有汽车电子业务形成互补，产生较好的协同效应。

图 58：汽车车身控制系统

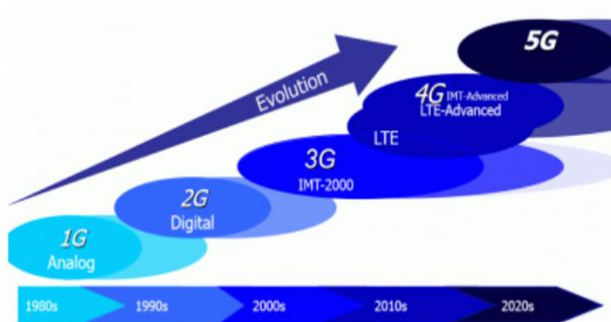


数据来源：电动汽车资源网，东吴证券研究所

4.2. 受益 5G 通信，基站业务成长空间广阔

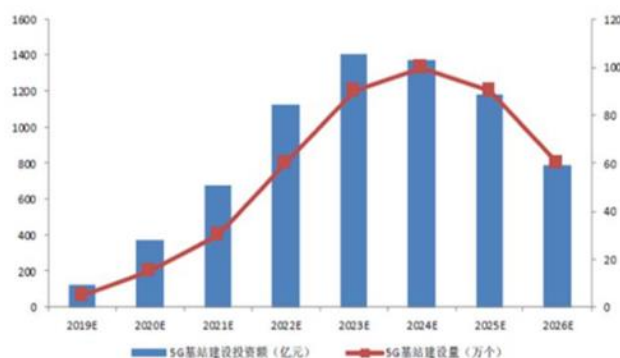
5G 作为第五代移动通信技术,与 4G 相比具有更高的速率、可靠性和更低的时延性,将在 2020 年商用。近期,3GPP 全会批准了第五代移动通信技术标准(5G NR)独立组网功能冻结,至此 5G 已经完成第一阶段全功能标准化工作,进入了产业全面冲刺新阶段,5G 离我们又更近了一步。

图 59: 移动通信标准每十年更新一代



数据来源: LivePad, 东吴证券研究所

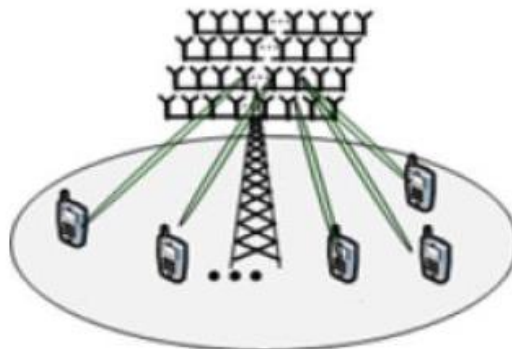
图 60: 5G 宏基站建设数目数目为 4G 的 1.5 倍以上



数据来源: 中国产业信息网, 东吴证券研究所

由于需要完成海量的连接,5G 基站数目将大幅增长,我们预计在 4G 基站数目的 1.5 倍以上,届时基站天线、光通信模块、光纤等都将迎来大量的需求。公司在基站通信领域培育的基站天线、光模块、介质滤波器等产品都逐渐成熟。

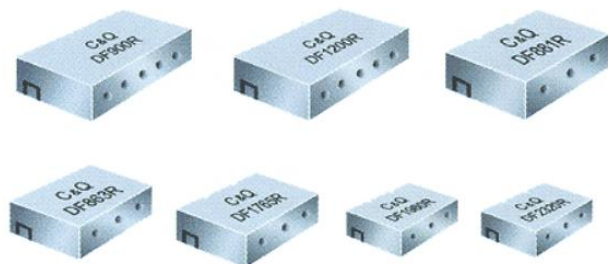
图 61: Massive MIMO 天线原理示意图



数据来源: 中国移动, 东吴证券研究所

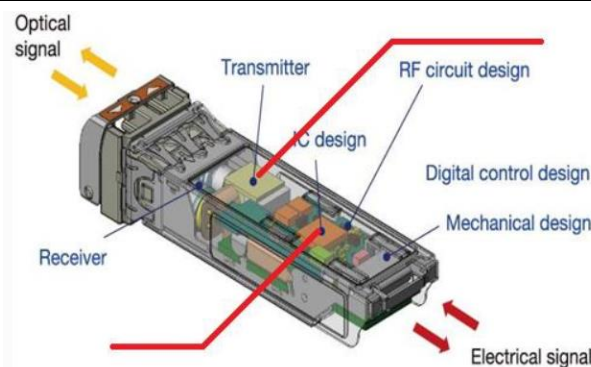
基站天线方面，5G 时代将广泛采用 Massive MIMO 技术，天线用量达到 64、128 个，能提供多个独立无线信道，实现更高、更远、更深的覆盖。同时，由于介质滤波器由于能将体积做的更小、损耗更低，十分符合 5G 毫米波传输的特点，考虑到每个天线需要配置两个滤波器，介质滤波器的需求量将十分庞大。

图 62：介质滤波器



数据来源：艾福电子官网，东吴证券研究所

图 63：光通信模块



数据来源：鑫澈电子官网，东吴证券研究所

光通信模块主要是实现光信号和电信号之间的高速转换的一种光器件，由光接收、光发送、激光器、检测器等模块组成是完成“电-光-电”传递的核心部件。目前 4G 基站主要采用 10G 光模块，5G 将会选择 25G/100G 的光模块，每个基站的光模块用量为 12 个，我们判断 5G 基站的大规模建设有望刺激光模块的需求。

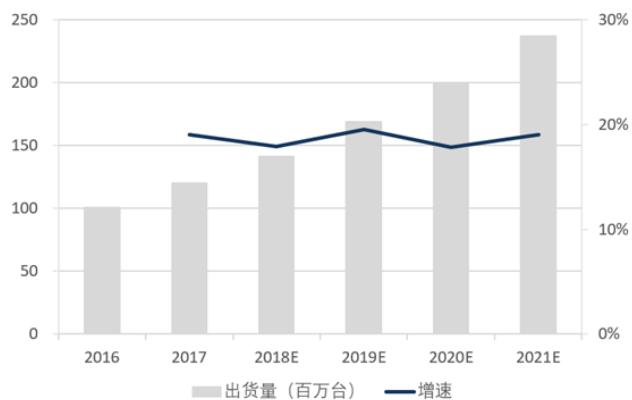
在 2018 年 OFC 上，立讯精密展示了 100G QSFP56 DR 光模块和高速光互联线缆产品，我们认为，随着 5G 建设的持续推进，公司布局的包括光模块、基站天线、介质滤波器等通讯业务有望放量。

4.3. 可穿戴设备需求稳定，有望继续保持增长态势

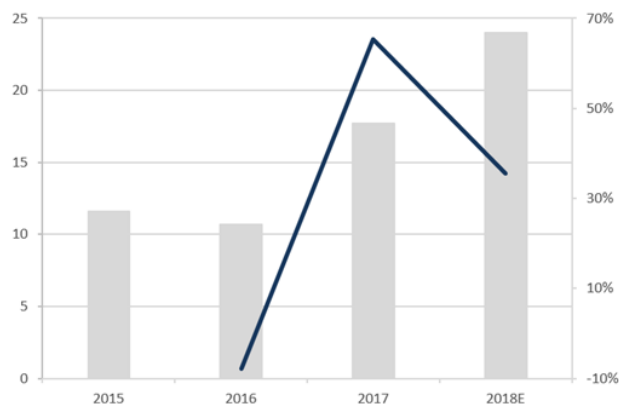
可穿戴设备也有着良好的市场表现，根据 IDC 的数据，全球可穿戴设备的出货量将从 2016 年的 1 亿增加至 2021 年的 2.38 亿，年复合增长率为 18.3%。

图 64：可穿戴设备市场快速增长

图 65：Apple Watch 销量快速增长（单位：百万台）



数据来源：电子发烧友，东吴证券研究所



数据来源：IDC，东吴证券研究所

公司早在 2014 年就全资收购了苏州丰岛，切入可穿戴设备和智能家居领域，并给 Apple Watch 供应表带，根据 IDC 的数据，2017 年 Apple Watch 出货量 1770 万，同比增长 55.9%，我们预计 18 年出货量在 2500 万左右，将继续保持快速增长。

图 66: Apple Watch 推出符合春天色彩与风格的全新表带



数据来源：爱范儿，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

1) 消费电子产品：公司的消费电子产品主要包括消费电子连接器、无线耳机、声学、无线充电、LCP 天线和线性马达等。公司 18 年消费电子连接器增长稳健，无线耳机有望保持高增长，声学在北美大客户供应链份额有望提升至 20% 以上，无线充电、LCP 天线和线性马达开始放量，我们预计公司 2018-2020 消费电子产品收入增速分别为

59.10%、39.11%、25.2%。

2) 电脑互联产品及精密组件：电脑连接器产品营收规模基本保持稳定，我们预计 2018-2020 年收入增速分别为-9.94%、-2.2%、-2.74%。

3) 通讯互联产品及精密组件：通讯互联产品增长稳定，未来随着 5G 的商用，将贡献更强的增长动能，我们预计 2018-2020 年收入增速分别为 28.57%、22.22%、27.27%。

4) 汽车互联产品及精密组件：随着汽车电子市场发展持续向好，汽车电子连接器需求旺盛，我们预计 2018-2020 年收入增速分别为 36.36%、40%、33.33%。

基于以上假设，我们预计公司 2018 年、2019 年、2020 年的营业收入分别为 322.58 亿元、427.35 亿元、525 亿元，分别同比增长 41.3%、32.5%、22.9%，综合毛利率分别为 20.6%、21.1%、21.6%，保持稳定上升。

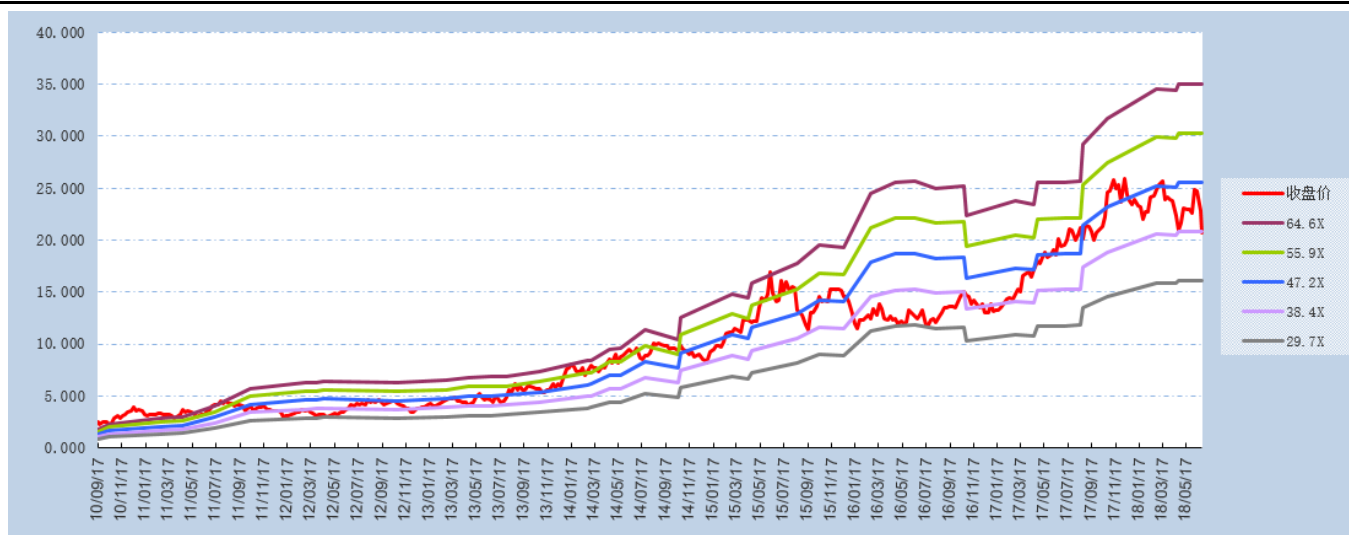
图 67：公司营业收入（单位：亿元）

	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	224.46	318.79	423.57	521.21
YoY		42.03%	32.87%	23.05%
毛利率	19.91%	20.55%	21.08%	21.55%
消费电子产品	153.74	244.59	340.26	425.99
YoY		59.10%	39.11%	25.20%
毛利率	19.11%	20%	21%	22%
电脑互联产品及精密组件	45.52	41.00	40.10	39.00
YoY		-9.94%	-2.20%	-2.74%
毛利率	23%	23%	23%	23%
通讯互联产品及精密组件	14.00	18.00	22.00	28.00
YoY		28.57%	22.22%	27.27%
毛利率	22%	22%	23%	24%
汽车互联产品及精密组件	11.00	15.00	21.00	28.00
YoY		36.36%	40.00%	33.33%
毛利率	16%	17%	17%	18%

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

我们预计公司 18-20 年净利润 24.3、34.2、44.2 亿元，实现 EPS 为 0.77、1.08、1.39 元，对应 PE 为 27.1、19.3、14.9 倍。公司精选优质赛道，在无线耳机、无线充电、声学、LCP 天线和线性马达等带动下，有望继续保持高速增长。基于公司近两年较快的业绩增长预期，历史估值中枢为 47.2 倍，18 年估值仍有提升空间，维持“买入”评级。

图 68：公司 PE Band



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 69：可比公司估值

公司	总市值	收盘价	EPS			P/E			P/B
			18E	19E	20E	18E	19E	20E	
立讯精密	658.39	20.75	0.77	1.08	1.39	27.06	19.28	14.91	4.92
工业富联	3598.33	18.27	0.78	0.89	1.01	23.42	20.53	18.09	10.56
合力泰	247.14	7.90	0.58	0.81	1.10	13.62	9.75	7.18	2.39
长盈精密	104.54	11.49	0.92	1.20	1.43	12.49	9.58	8.03	2.34
歌尔股份	320.29	9.87	0.82	1.05	1.28	12.04	9.40	7.71	2.13
信维通信	283.35	28.83	1.45	2.32	3.36	19.88	12.43	8.58	9.55
顺络电子	124.53	15.25	0.62	0.83	1.08	24.60	18.37	14.12	3.16

数据来源：Wind 资讯（除立讯精密、信维通信、顺络电子外均为 Wind 一致预期），东吴证券研究所

6. 风险提示

大客户销量不及预期：公司目前是大客户多款产品的主力供应商，产品的出货量取决于大客户的销量，可能存在大客户销量不及预期的风险。

无线充电、无线耳机渗透不如预期：公司无线充电、无线耳机产能爬坡进展顺利，但后期渗透率的提升还取决于消费者对新技术的接受程度。

汽车电子进展缓慢：汽车电子的发展受到新能源汽车销量影响，如果新能源汽车销量增长不及预期，汽车电子进展缓慢，公司订单将会受到影响。

立讯精密三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	17372	19877	23050	27444	营业收入	22826	32258	42735	52500
现金	4008	2855	1453	2775	减:营业成本	18260	25616	33710	41171
应收账款	7080	9597	12497	14645	营业税金及附加	119	173	226	279
存货	3474	4376	5954	6662	营业费用	315	530	693	837
其他流动资产	2810	3049	3146	3363	管理费用	2118	2903	3996	4909
非流动资产	9514	12061	14574	16562	财务费用	203	71	34	-21
长期股权投资	58	78	100	124	资产减值损失	112	62	76	111
固定资产	6369	8675	11001	12874	加:投资净收益	184	55	64	81
在建工程	877	1072	1226	1308	其他收益	52	5	16	20
无形资产	555	607	648	701	营业利润	2052	2963	4082	5315
其他非流动资产	1655	1630	1600	1555	加:营业外净收支	-14	55	53	45
资产总计	26886	31938	37624	44006	利润总额	2039	3017	4135	5360
流动负债	11712	14378	16817	18972	减:所得税费用	291	423	575	765
短期借款	4524	4524	4524	4524	少数股东损益	57	161	145	181
应付账款	6103	8286	10649	12477	归属母公司净利润	1691	2433	3415	4415
其他流动负债	1085	1568	1644	1971	EBIT	2239	3211	4366	5589
非流动负债	1249	1231	1164	1041	EBITDA	2957	3946	5377	6879
长期借款	706	688	621	497					
其他非流动负债	543	543	543	543					
负债合计	12961	15609	17981	20012	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	987	1148	1293	1474	每股收益(元)	0.53	0.77	1.08	1.39
					每股净资产(元)	4.08	4.78	5.78	7.10
归属母公司股东权益	12938	15181	18350	22520	发行在外股份(百万股)	3173	3173	3173	3173
负债和股东权益	26886	31938	37624	44006	ROIC(%)	10.3%	13.1%	15.6%	17.0%
					ROE(%)	12.6%	15.9%	18.1%	19.2%
					毛利率(%)	20.0%	20.6%	21.1%	21.6%
现金流量表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	7.4%	7.5%	8.0%	8.4%
经营活动现金流	169	2203	2361	4827	资产负债率(%)	48.2%	48.9%	47.8%	45.5%
投资活动现金流	-2596	-3222	-3443	-3177	收入增长率(%)	65.9%	41.3%	32.5%	22.9%
筹资活动现金流	1875	-135	-320	-328	净利润增长率(%)	46.2%	43.9%	40.3%	29.3%
现金净增加额	-624	-1153	-1402	1322	P/E	38.94	27.06	19.28	14.91
折旧和摊销	718	735	1011	1290	P/B	5.09	4.34	3.59	2.92
资本开支	3527	2527	2491	1964	EV/EBITDA	23.16	17.72	13.29	10.20
营运资本变动	-2402	-1136	-2163	-937					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>