

立讯精密 (002475)

多产品线齐头并进，精密制造龙头强者恒强

推荐 (首次)

现价: 15.26 元

主要数据

行业	电子
公司网址	www.luxshare-ict.com
大股东/持股	立讯有限公司/46.99%
实际控制人	王来春
总股本(百万股)	4,115
流通 A 股(百万股)	4,110
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	627.89
流通 A 股市值(亿元)	627.26
每股净资产(元)	3.35
资产负债率(%)	48.62

行情走势图



证券分析师

刘舜逢 投资咨询资格编号
S1060514060002
0755-22625254
LIUSHUNFENG669@PINGAN.COM.
CN

研究助理

徐勇 一般从业资格编号
S1060117080022
0755-33547378
XUYONG318@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

平安观点:

- **立足连接器，“机、电、声、光”全面发展：**公司设立之初主要生产电脑连接器产品，及时切入苹果产业链使公司在消费电子快速放量之际尽享行业爆发红利，如今公司在消费电子领域已是当之无愧的龙头，成功完成从 PC 连接器龙头到消费电子龙头的转变。一方面，公司不断拓展连接器下游应用领域，通过对昆山联滔、深圳科尔通、福建源光电装、德国 SUK 和苏州丰岛的并购，公司陆续进入国内、国际大客户产业链。另一方面，公司积极布局新兴领域，通过并购博硕科技（江西）、珠海双赢（转让 51% 的股权给景旺电子）、美特科技（苏州）、美律电子（惠州）、美律电子（上海）及光宝摄像头模组事业部成功卡位 FPC、电声器件、音视频模组及光学领域，实现产业链横向拓展，为未来业绩增长创造新动能。
- **存量市场老树新花，精密制造龙头强者恒强：**以智能手机为代表的消费电子产业链经过过去几年的快速增长目前已进入了存量时代，智能手机厂商需要依靠自身的创新、产品与竞品相比的显著优势以及差异化来增加消费者的购买意愿。公司坚持“老客户、新产品；老产品、新客户”的思想，围绕客户加大研发，持续提升公司技术及服务能力，不断在新、老客户上突破。公司围绕 A 客户产业链全方位布局，从最初的 Lightning/转接头、Apple Watch 无线充电进一步新导入 AirPods 无线耳机、声学 SPK/RVC 等领域说明自身以技术为导向的战略得到了客户的认可。目前公司已导入 A 客户 Lightning/转接头、Apple Watch 无线充电、Airpods 无线耳机、LCP 天线、无线充电接收端、线性马达等领域，伴随着苹果新机发售，公司的全年业绩可期。
- **积极布局优势领域，卡位未来高增板块：**公司在巩固、增强自身消费电子产业龙头地位的同时，积极布局通信及汽车等新兴优质领域。2018 年上半年通信和汽车业务分别大增 166% 和 76%，两项业务占总收入比重也达到 8.5% 和 6.1%。光模块方面，基站侧目前 LTE 基站 BBU 和 RRU 相连（移

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	13763	22826	32071	41852	52943
YoY(%)	35.7	65.9	40.5	30.5	26.5
净利润(百万元)	1156.5	1691	2306	3134	4144
YoY(%)	7.2	46.2	36.4	36.0	32.2
毛利率(%)	21.5	20.0	20.1	20.4	20.8
净利率(%)	8.4	7.4	7.2	7.5	7.8
ROE(%)	9.7	12.6	15.2	17.1	18.7
EPS(摊薄/元)	0.28	0.41	0.56	0.76	1.01
P/E(倍)	54.3	37.1	27.2	20.0	15.2
P/B(倍)	5.58	4.9	4.2	3.5	2.9

动前传)的光模块以 6G/10G 为主,未来有望逐渐升级到 25G/100G,而速率更高的光模块有着更高的附加值。公司 5G 基站用滤波器产品是国内外许多设备商首选方案之一,且已有部分产品小批量出货。高频、高速、大电流及光电产品拥有较高的附加值及较强的获利能力,公司已与部分设备厂商展开业务合作。在新能源汽车领域,公司能够为客户提供高压、大电流等汽车电源解决方案以及相关汽车线束、电子模块等产品服务。目前,公司在新能源汽车领域与国内品牌客户新产品线进展顺利。未来随着新能源汽车持续放量,国内外客户逐渐导入,公司新能源汽车业务有望成为业绩增长新引擎。

- **投资策略:** 公司设立之初主要生产电脑连接器产品,后成功完成从 PC 连接器龙头到消费电子龙头的转变。一方面,公司不断拓展连接器下游应用领域,通过对昆山联滔、深圳科尔通、福建源光电装、德国 SUK 和苏州丰岛的并购,公司陆续进入国内、国际大客户产业链。另一方面,公司积极布局新兴领域,通过并购成功卡位 FPC、电声器件、音视频模组及光学领域,实现产业链横向拓展,为未来业绩增长创造新动能。预计公司 2018-2020 年营收分别为 320.71/418.52/529.43 亿元,对应的归母净利分别为 23.06/31.34/41.44 亿元,对应的 PE 分别为 27/20/15 倍,首次覆盖,给予“推荐”评级。
- **风险提示:** 1) 汇率风险: 目前公司境外收入占营业收入比重较大,,主要以美元结算。截止 2018H1 公司境外收入占主营业务收入 86.26%。当汇率出现较大波动时,汇兑损益会对公司业绩产生一定的影响。2) 客户相对集中风险: 公司客户集中度相对较高,截止 2018H1,公司前五大客户销售额占比为 65.30%,大客户变动或销售情况不佳将影响公司业绩。3) 下游应用领域增速不及预期风险: 公司下游应用领域包括消费电子、汽车等,当宏观经济出现波动时,下游应用领域增速不及预期会对公司业绩产生一定影响。4) 技术更替风险: 随着科技的发展,技术更替速度与日俱增,公司若不能较好的做好技术储备会对公司业绩产生一定的影响。

正文目录

一、	立足连接器，“机、电、声、光”全面发展	6
1.1	立足连接器，外延式并购积极拓展新兴领域	6
1.2	并购战略成效显著，产品结构优化布局优质领域	7
1.3	专注技术研发，收入利润快速增长	9
二、	存量市场老树新花，精密制造龙头强者恒强	10
2.1	5G 时代渐行渐近，天线净空减少驱动升级	10
2.2	无线充电大势所趋，AirPods 引领无线耳机潮流	13
三、	积极布局优势领域，卡位未来高增板块	19
3.1	全面屏刺激线性马达应用，收购光宝事业部有望切入光学优质赛道	19
3.2	通信、汽车业务进入高成长通道，业绩增长注入新动能	21
四、	投资策略	25
五、	风险提示	26

图表目录

图表 1	公司 2017 年年报前十大股东	6
图表 2	公司产品展示	6
图表 3	公司外延式并购历程	7
图表 4	公司产品主要客户	7
图表 5	全球 PC 出货量连年下滑	8
图表 6	公司持续降低电脑连接器业务占比	8
图表 7	全球智能手机出货量增速放缓	9
图表 8	全球智能手机 CR5 市场份额提升	9
图表 9	中国智能手机 CR5 市场份额提升	9
图表 10	公司产品结构优化，积极布局新兴优质领域	9
图表 11	公司研发投入逐年增加	10
图表 12	公司研发人员比例快速提升	10
图表 13	公司营收快速增长	10
图表 14	公司归母净利润逐年攀升	10
图表 15	Massive MIMO 示意图	11
图表 16	宏基站到小基站天线数急剧增加	11
图表 17	LTE 到 5G 演进的主要技术参数	12
图表 18	LDS 工艺流程	12
图表 19	iPhone X 采用 LCP 天线工艺	12
图表 20	5G 带动天线量价齐升逻辑图	13
图表 21	无线充电应用场景形成，渗透率有望快速提升	13
图表 22	无线充电产业链各环节及参与厂商	14
图表 23	无线充电各环节利润占比	14
图表 24	无线充电接收端模组	14
图表 25	无线充电各种磁性材料对比	15
图表 26	无线充电线圈方案对比	15
图表 27	无线充电接收端市场规模（手机端）	16
图表 28	无线充电接收端市场规模（穿戴类）	16
图表 29	无线耳机关注度提升	17
图表 30	无线耳机市场规模及出货量逐年增加	17
图表 31	无线耳机产品升级较为明显	17
图表 32	AirPods 发布前后市场份额变化	18
图表 33	AirPods 及充电盒内部 IC 组件及数量	18
图表 34	AirPods 拆解及主板部分元器件	19
图表 35	充电盒拆解及主板部分元器件	19
图表 36	转子马达结构	20

图表 37	Apple Watch、iPhone 线性马达	20
图表 38	双摄渗透率及预计 (%)	20
图表 39	2017 品牌双摄手机占其总出货量情况 (%)	20
图表 40	收购博硕科技后其业绩持续向好	21
图表 41	收购 SuK 后其扭亏为盈	21
图表 42	通信业务大增 166%	21
图表 43	汽车业务大增 76%	21
图表 44	4G 基站数增速较快	22
图表 45	基站天线市场规模预计	22
图表 46	5G 宏基站及小基站数量预测 (万个)	23
图表 47	5G 光模块年度市场空间预测 (亿美元)	23
图表 48	汽车电子成本占比迅速提升	24
图表 49	新能源汽车销量增速迅猛	24
图表 50	纯电动汽车电子成本占比最高	24
图表 51	全球汽车电子规模稳步提升 (亿美元)	24
图表 52	公司汽车类产品	25

一、立足连接器，“机、电、声、光”全面发展

立讯精密成立于 2004 年 5 月，于 2010 年 9 月在深圳证券交易所成功挂牌上市，公司是国内领先的互联解决方案供应商。公司大股东为立讯有限公司，截至 2018 年中报持股比例为 46.99%。公司实际控制人为董事长王来春女士和副董事长王来胜先生。

图表1 公司 2017 年年报前十大股东

排名	股东名称	持股数量 (亿股)	占总股本比 例(%)	股本性质
1	立讯有限公司	14.91	46.99	A 股流通股
2	华能贵诚信托有限公司-华能信托·博远鸿诚 2 号集合资金信托计划	0.91	2.87	A 股流通股
3	香港中央结算有限公司(陆股通)	0.83	2.61	A 股流通股
4	华能贵诚信托有限公司-华能信托·博远鸿诚集合资金信托计划	0.61	1.92	A 股流通股
5	华润深国投信托有限公司-华润信托·增利 38 号单一资金信托	0.56	1.77	A 股流通股
6	中央汇金资产管理有限责任公司	0.44	1.39	A 股流通股
7	中国证券金融股份有限公司	0.42	1.32	A 股流通股
8	金鹰基金-浙商银行-西藏信托-西藏信托-顺景 26 号单一资金信托计划	0.41	1.29	A 股流通股
9	招商银行股份有限公司-东方红睿丰灵活配置混合型证券投资基金(LOF)	0.40	1.25	A 股流通股
10	长安国际信托股份有限公司-长安信托-长安投资 610 号证券投资单一资金信托	0.37	1.18	A 股流通股
	合计	19.86	62.59	

资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.1 立足连接器，外延式并购积极拓展新兴领域

公司目前主营连接线及连接器，同时经营线性马达、无线充电、天线、声学射频器件、FPC 和电子模块等产品，产品广泛应用于电脑及周边、消费电子、通讯、汽车及医疗等领域。

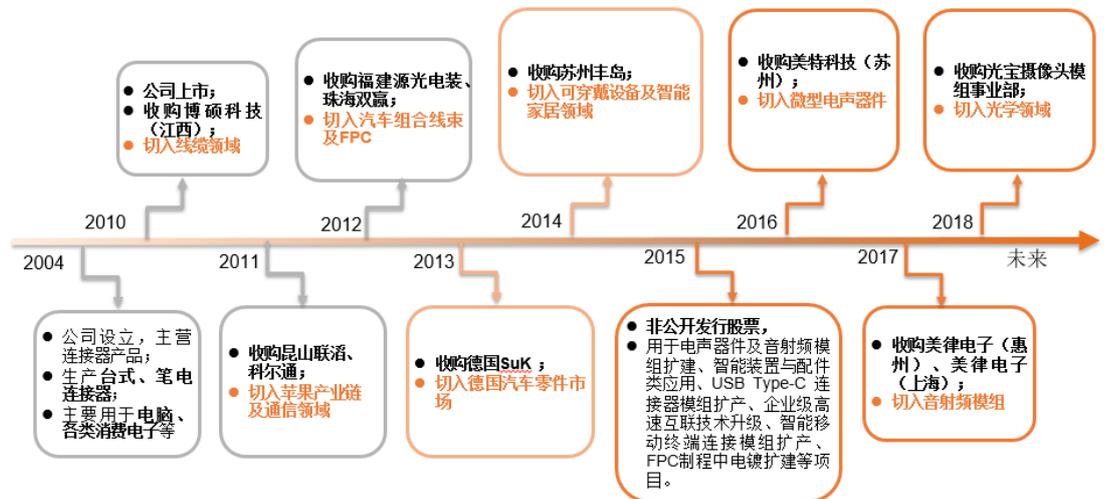
图表2 公司产品展示



资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

公司设立之初主要生产电脑连接器产品，包括台式电脑连接器及笔记本电脑连接器，并专注于生产附加值高的电脑内部连接器，受益于 PC 行业的快速放量，公司台式电脑连接器占据全球 20% 份额。公司上市之后，不断通过定增和外延并购的方式积极拓展业务，布局新兴领域。一方面，公司不断拓展连接器下游应用领域，通过对昆山联滔、深圳科尔通、福建源光电装、德国 SUK 和苏州丰岛的并购，公司陆续进入国内、国际大客户产业链。在外延并购的历史中，收购昆山联滔首次切入苹果产业链是公司发展历程上浓墨重彩的一笔。进入苹果产业链后，公司不断提升自身实力，产品及服务不断获得大客户认可，目前公司已导入 A 客户 Lightning/转接头、Apple Watch 无线充电、Airpods 无线耳机、LCP 天线、无线充电接收端、线性马达等领域。另一方面，公司积极布局新兴领域，通过并购博硕科技（江西）、珠海双赢（2018 年 9 月 20 日转让 51% 的股权给景旺电子）、美特科技（苏州）、美律电子（惠州）、美律电子（上海）及光宝摄像头模组事业部成功卡位 FPC、电声器件、音视频模组及光学领域，实现产业链横向拓展，为未来业绩增长创造新动能。

图表3 公司外延式并购历程



资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2 并购战略成效显著，产品结构优化布局优质领域

并购战略成效显著，下游客户高质稳定

经过近十年的快速发展，公司依托外延式并购的战略成效显著，下游客户高质且稳定。公司各个产品领域主要客户均是行业领军企业，按照产品应用类别，主要客户情况如下：（1）电脑互联产品及精密组件：苹果、联想、戴尔、惠普、华硕、微软、宏碁等；（2）消费性电子：苹果、华为、索尼、谷歌、微软、三星等；（3）通讯互联产品及精密组件：华为、惠普、思科、浪潮、华三、戴尔等；（4）汽车互联产品及精密组件：日产、英菲尼迪、蔚来、众泰、长城、博世等；（5）其他连接器及其他业务：美敦力、迈瑞、亚马逊、贝尔金、百思买等。

图表4 公司产品主要客户

产品应用类别	主要客户
电脑互联产品及精密组件	苹果、联想、戴尔、惠普、华硕、微软、宏碁
消费性电子	苹果、华为、索尼、谷歌、微软、三星
通讯互联产品及精密组件	华为、惠普、思科、浪潮、华三、戴尔

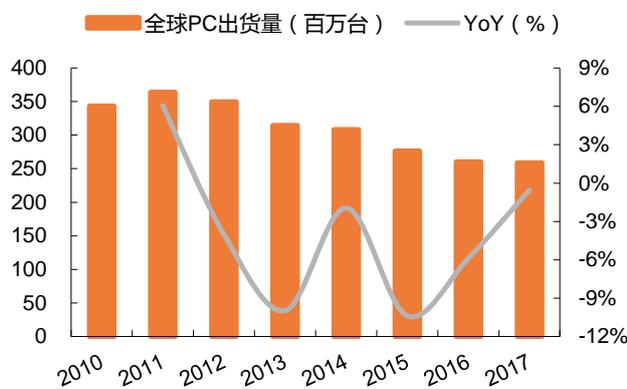
产品应用类别	主要客户
汽车互联产品及精密组件	日产、英菲尼迪、蔚来、众泰、长城、博世
其他连接器及其他业务	美敦力、迈瑞、亚马逊、贝尔金、百思买

资料来源：公司公告，平安证券研究所整理

产品结构不断优化，积极布局新兴优质领域

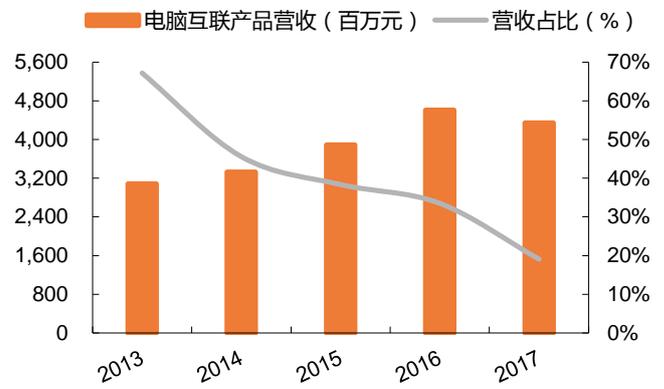
公司最初主营电脑连接器业务，但 PC 需求自 2012 年起已开始疲软，全球 PC 出货量于 2012 年达到顶峰的 3.6 亿台后连年下滑，2017 年出货量已不足 2.6 亿台。公司在 PC 业务需求疲软、业绩增长缓慢时及时转向，通过并购切入消费电子及苹果产业链，不断降低电脑连接器业务占比。2017 年公司电脑连接器业务营收占比为 19.05%，较 2013 年的 67.22% 下降了 48.17pct。及时切入苹果产业链使公司在消费电子快速放量之际尽享行业爆发红利，如今公司在消费电子领域已是当之无愧的龙头，成功完成从 PC 连接器龙头到消费电子龙头的转变。

图表5 全球 PC 出货量连年下滑



资料来源：IDC，平安证券研究所

图表6 公司持续降低电脑连接器业务占比

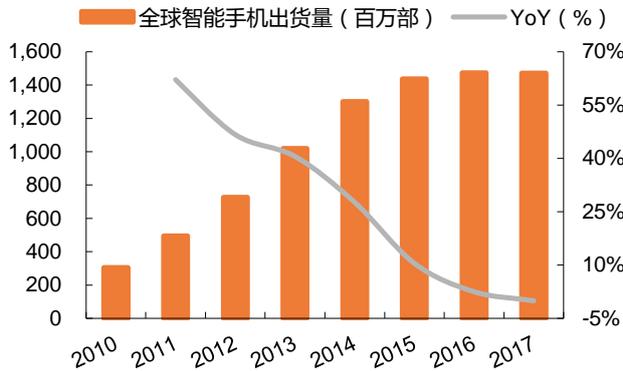


资料来源：IDC，平安证券研究所

现如今，以智能手机为代表的消费电子产业链出现了与当年 PC 产业相同的疲软期。目前智能手机产业创新不足、出货下滑以及消费者换机需求下降无一不预示着消费电子产业链正从增量时代转为存量时代。存量时代，智能手机行业集中度将显著提升。据 Counterpoint 数据，中国智能手机 CR5 厂商市场份额由 2016 年的 67% 增加至 2017 年的 77%，份额增长了 10pct。存量时代，产业链龙头厂商由于产品、技术及服务远胜于中小厂商，核心大客户无疑会选择与龙头厂商长期合作，公司作为苹果产业链核心供应商、国内智能机领军品牌供应商，将持续受益于集中度提升。

公司在巩固、增强自身消费电子产业龙头地位的同时，积极布局通信及汽车等新兴优质领域。通信产品领域，公司 5G 基站用滤波器产品是国内外许多设备商首选方案之一，且已有部分产品小批量出货。高频、高速、大电流及光电产品拥有较高的附加值及较强的获利能力，公司已与部分设备厂商展开业务合作，未来有望成为公司增长的新动能。汽车产品领域，公司在传统燃油汽车和新能源汽车领域均有相关布局。其中，传统汽车产品主要包括小型线束产品、整车线束产品、汽车电子模块产品及连接器类产品；在新能源汽车领域，公司能够为客户提供高压、大电流等汽车电源解决方案以及相关汽车线束、电子模块等产品服务。目前公司已为部分国内品牌客户提供整车线束类产品，新能源汽车领域也进展迅速，未来汽车产品业务也有望成为业绩持续增长的源动力。

图表7 全球智能手机出货量增速放缓



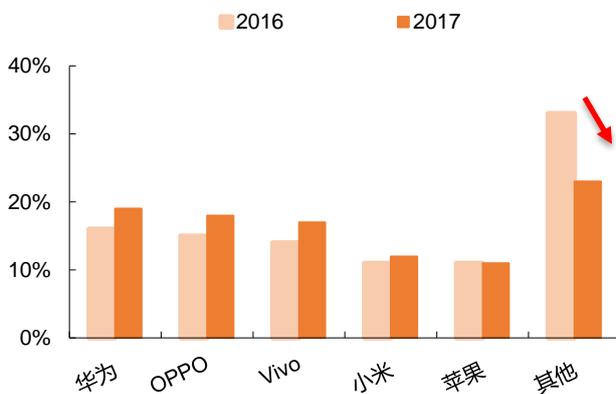
资料来源: IDC, 平安证券研究所

图表8 全球智能手机 CR5 市场份额提升



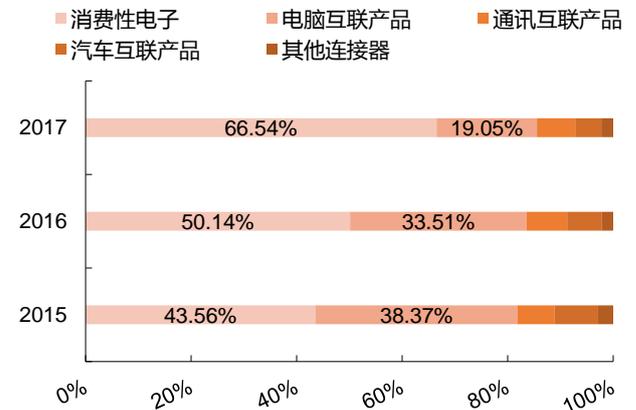
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 中国智能手机 CR5 市场份额提升



资料来源: Counterpoint, 平安证券研究所

图表10 公司产品结构优化, 积极布局新兴优质领域



资料来源: Wind, 平安证券研究所

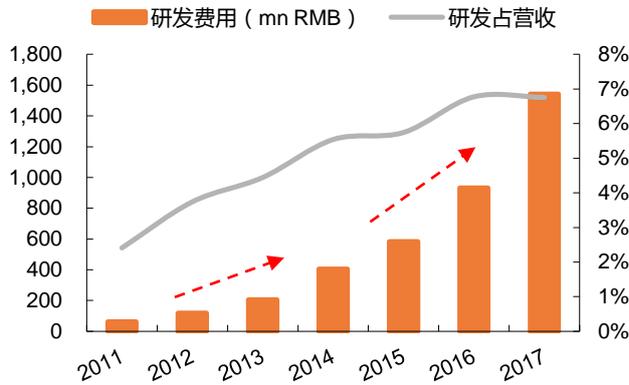
1.3 专注技术研发, 收入利润快速增长

公司始终坚持以技术导向为核心, 研发投入逐年增加, 占营收比例呈持续上升趋势。2017 年公司研发投入 15.42 亿元, 占营收比例近 7%。研发人员方面, 公司一直加大研发人员比例, 2017 年公司研发人员已占员工总数的 9.16%。

公司持续专注研发不仅为营收及净利的快速提升提供动力, 也为公司巩固、增强其在核心客户及产业链的领先地位打下坚实的基础。营收方面, 由于公司始终专注于主业, 不断提高研发投入比例, 外加纵向的垂直整合与横向的业务拓展占领市场先机, 公司营收与归母净利润持续快速增长。2008-2017 年, 公司营收与归母净利润年复合增速分别为 43.18%和 39.90%。2018 年上半年公司实现营收 120.26 亿元, 同比增速 45%, 实现归母净利 8.26 亿元, 同比增速 21%, 同时公司预告 2018 年前三季度净利润 13.53 亿元-14.61 亿元, 同比增速在 25%-35%之间。

核心客户方面, 公司坚持“老客户、新产品; 老产品、新客户”的思想, 围绕客户加大研发, 持续提升公司技术及服务能力, 不断在新、老客户上突破。公司从最初的 Lightning/转接头、Apple Watch 无线充电进一步新导入 AirPods 无线耳机、声学 SPK/RVC 等领域说明自身以技术为导向的战略得到了客户的认可, 并且相关业务未来在客户的份额有望进一步提升。

图表11 公司研发投入逐年增加



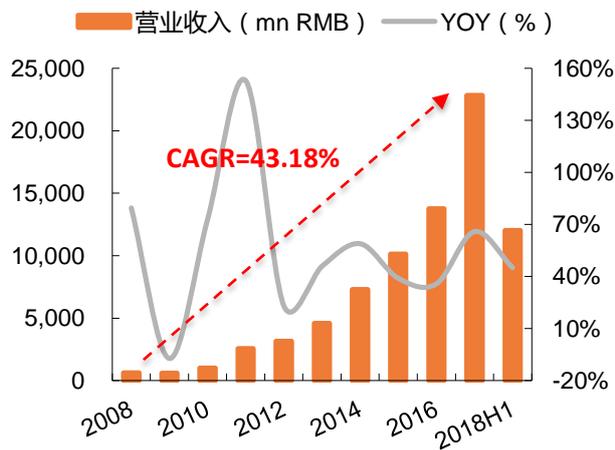
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 公司研发人员比例快速提升



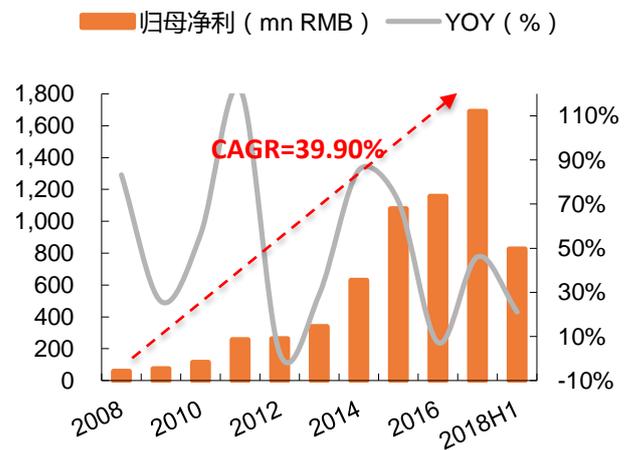
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 公司营收快速增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表14 公司归母净利润逐年攀升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、 存量市场老树新花，精密制造龙头强者恒强

以智能手机为代表的消费电子产业链经过过去几年的快速增长目前已进入了存量时代，智能手机厂商需要依靠自身的创新、产品与竞品相比的显著优势以及差异化来增加消费者的购买意愿。A 客户作为智能手机行业的领军厂商，每年的创新都作为行业的风向标引领行业的发展方向。公司围绕 A 客户产业链全方位布局，涉及连接器、天线、无线充电、声学、线性马达及光学等多个领域，技术实力得到 A 客户的认可，相应份额逐渐提升，新业务也逐渐导入。未来存量市场的竞争中，行业其中度提升，A 客户的创新将引来国内厂商的追逐效仿，这一部分也是公司业绩增长的动能。

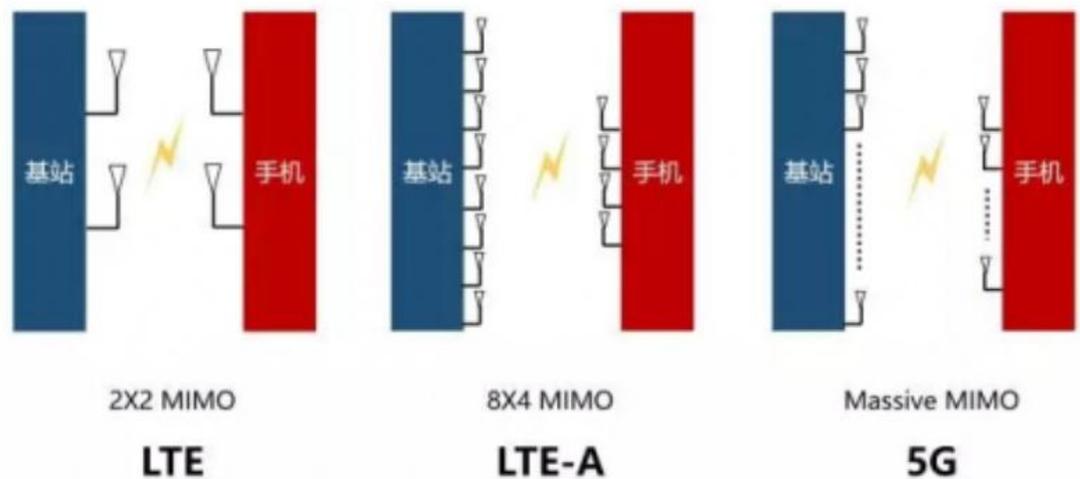
2.1 5G 时代渐行渐近，天线净空减少驱动升级

5G 渐行渐近，MIMO 技术带动天线数量增加

5G 技术上主要体现在毫米波、小基站、Massive MIMO、束波成型等，尤其 Massive MIMO 是实现高频高速的关键。Massive MIMO 指在发射端和接收端采用多天线阵列，使信号通过多个天线传输

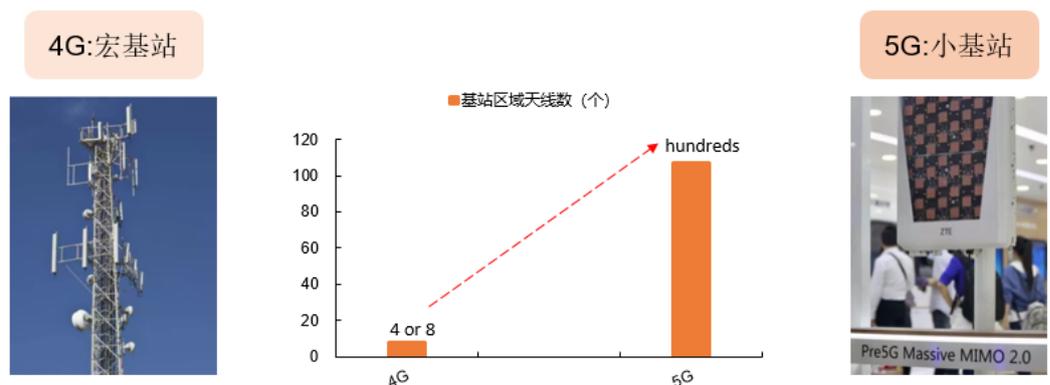
与接收，通过该技术能够显著提升数据信号传输质量与速度。5G 使用的频段为 26.5-300GHz，以 28GHz 为例，其可用频谱带宽达到 1GHz，波长为 10.7mm，因此 5G 的一项技术便被称为毫米波。但毫米波的穿透力差并且在空气中的衰减很大，因此在高楼林立的城市中要完成信号的传输，小基站就必不可少。在超密集组网场景下，小基站间隔将缩小到 10-20 米（相比宏基站间距至少 500 米的间距），小基站数量会大幅提升，**预计 5G 深度覆盖小基站的数目需要达到数千万个**。小基站同样需要多天线阵列，**单个小基站的的天线数量也需要达到上百个**，因此 5G 时代基站天线的数量将会大幅增加。除基站天线需大幅增加外，**移动终端采用的天线阵列需要至少 8 或 16 根**，比目前主流的 MIMO 2×2 技术天线量翻了数倍。公司在消费类天线与基站天线方面均有布局，公司消费类天线团队成立时间不长，但在一年时间内，天线产品已获得 A 客户认可并产生营业收入。基站天线属于公司在通讯领域的布局，公司正积极为 5G 时代做相关技术储备，有望共享行业快速增长红利。

图表15 Massive MIMO 示意图



资料来源：知乎，平安证券研究所

图表16 宏基站到小基站天线数急剧增加



资料来源：知乎，平安证券研究所

图表17 LTE 到 5G 演进的主要技术参数

技术参数	2014	2016	2018	2020E
通讯协议	LTE Rel-11	LTE Rel-12	LTE Rel-12	5G
MIMO	2×2	2×2	4×4	64×8
峰值下载速率	1.2Gbps	3Gbps	5Gbps	18Gbps
CA 频段组合数	25	75	150	300

资料来源：知乎，平安证券研究所

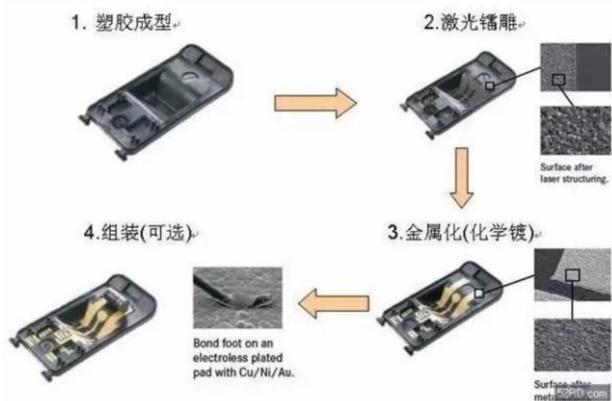
终端天线净空减少，技术创新价值量提升明显

由于阵列天线数量增加，以 5G 时代最基础的 8 根天线来计算，由于天线单元之间需要留出波长的 1/2 的空隙，因此粗略计算天线阵列的长度至少是 4cm。而智能手机轻薄化趋势并未改变，并且需要做的越来越薄，因此手机内部留给天线的净空减少，对天线的集成度、轻薄度也提出了更高的要求。目前激光直接成型技术 (Laser-Direct-structuring, LDS) 因其：1) 性能稳定，一致性好；2) 精度高；3) 制造流程短，无需电路图型模具较为环保；4) 较小的体积等优势成为当前各终端产品天线的主流方案。由于 LDS 是将天线镭射在手机外壳上，能够避免了手机内部元器件的干扰，保证信号的稳定。由于种种优势，5G 时代 LDS 工艺有望继续使用。

A 客户在 10 周年款 iPhone X 中创新地采用了 LCP 天线工艺，LCP 天线也属于 FPC 天线的一种，主要区别在于与 FPC 天线所采用的 PI(聚酰亚胺) 基材不同，iPhone X 的天线采用的基材为 LCP。LCP (液晶聚合物材料) 作为一种新型材料，非常适合用于微波、毫米波设备及其射频前端电路集成和封装。苹果采用 LCP 天线的理由主要有：1) 未来向 5G 高频高速发展，LCP 相较 PI 基材具有低介电常数(Dk=2.9)、低介电损耗(Df=0.001-0.002)、低吸湿率 (吸湿率约 0.01-0.02%，PI 基材吸水率 2%) 的特质，并且在高频的情况下信号损耗较小，更适用于高频传输；2) iPhone X 全面屏之后，天线净空减少，LCP 天线由于其轻薄化可以很好的解决这个问题；LCP 拥有优秀的传输损耗，可在仅 0.2 毫米的 3 层结构中携带若干根传输线，并将多个射频线一并引出，从而取代肥厚的天线传输线和同轴连接器，并减小 65% 的厚度，具有更高的空间效率；3) LCP 天线有着与 FPC 天线相似的柔软性，能够制作 3D 共形天线，整机天线设计难度降低。

由于 LCP 材质的优异特性，5G 时代 LCP 工艺的天线有非常光明的应用前景。对于 A 客户而言，短期内 LCP 天线仍是 A 客户首选方案。LCP 天线的单机价值大概 7-10 美金，而 iPhone 7 的独立 PI 天线单机价值仅为 0.4 美金，价值量上升数十倍。公司切入 A 客户 LCP 天线供应链，并且在 LDS 有所布局，因此 5G 时代公司天线业务有望成为业绩亮点。

图表18 LDS 工艺流程



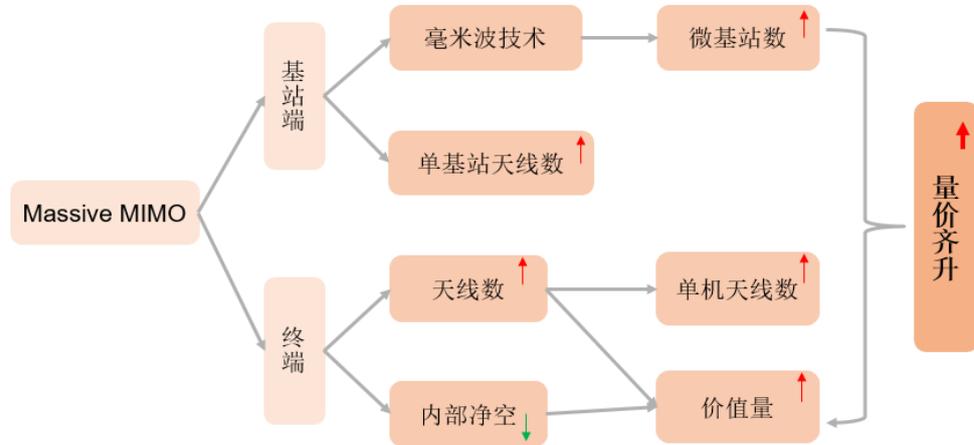
资料来源：电子发烧友，平安证券研究所

图表19 iPhone X 采用 LCP 天线工艺



资料来源：百度，平安证券研究所

图表20 5G 带动天线量价齐升逻辑图



资料来源：知乎，平安证券研究所

2.2 无线充电大势所趋，AirPods 引领无线耳机潮流

2.2.1 无线充电大势所趋，公司积极布局

无线充电迎来上升期，渗透率有望提升

无线充电在智能手机上应用并非近年才出现，早在 2012 年，诺基亚就发布了支持无线充电的手机，同年与欧洲知名奢侈品家居 fatboy 合作推出无线充电枕头，将无线充电作为家居必备来推广。但受制于充电效率低下，技术还不够成熟，无线充电并没有成为潮流。现如今在电池技术未明显突破的情况下，智能手机的续航仍是消费者十分关心的问题。目前大部分的智能手机电池只能坚持一天，电量焦虑一直是消费者心中的痛点。无线充电在办公桌、床头柜、汽车等应用场景有显著优势，目前无线充电发射端普及度大大提升，星巴克的吧台、宜家台灯、奔驰宝马等传统汽车与新能源汽车均有配备无线充电发射端。接收端方面，在苹果和三星的推动下，越来越多的智能手机搭载着无线充电接收端，无线充电正式迎来上升期，渗透率有望快速提升。

图表21 无线充电应用场景形成，渗透率有望快速提升



资料来源：知乎，平安证券研究所

除应用场景外，无线充电早年刚推出时被诟病的另一点就是充电效率低下，手机充满所需的时间可能达到有线充电 2 倍以上。目前行业内普遍使用的无线充电标准为 Qi，其最大充电功率为 15W，与高通 QC2.0 快充功率相差不多，但目前高通的快充技术已经发展到了 QC4+，最大功率可以达到 60W。但目前无线充电的效率稳步提升，苹果在 iOS 11.2 中解锁了 7.5W 无线充电，充电效率相当于目前 5W 充电器的 60%左右，未来还有较大改善空间。鉴于在无线充电有充分优势的如办公室、咖啡厅及汽车等应用场景，消费者并不需要快速充电，只需要使用时可以保持充盈的电量，因此无线充电仍可以很好的解决手机电池的续航焦虑。除此之外，可穿戴设备由于防水性及体积的要求，必须使用无线充电，由此我们预计未来无线充电的渗透率将进一步提升。

公司切入 A 客户多项产品无线充电供应链，有望受益行业增长

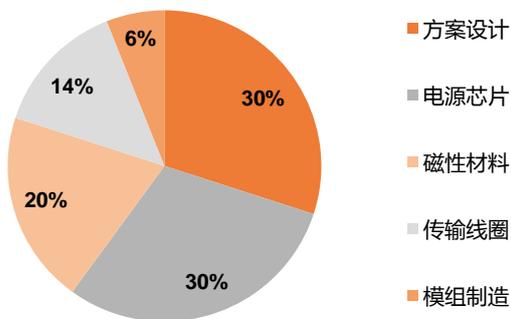
无线充电产业链主要由方案设计、电源芯片、磁性材料、传输线圈及模组制造组成。其中方案设计和电源芯片环节技术壁垒较高、相应利润也较高（大概各占无线充电产业链利润的 30%），基本被国外企业垄断。磁性材料和传输线圈环节技术壁垒相对较低，内资及外资厂商均有涉及，利润占比各为 20%和 14%。模组制造环节技术壁垒和利润最低，主要参与者为国内厂商，利润占比仅为 6%。

图表22 无线充电产业链各环节及参与厂商



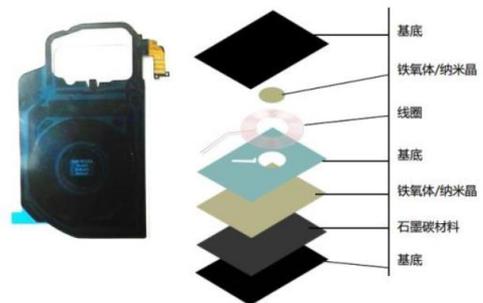
资料来源：电子发烧友网，平安证券研究所

图表23 无线充电各环节利润占比



资料来源：半导体行业观察，平安证券研究所

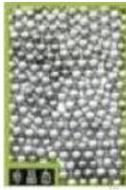
图表24 无线充电接收端模组



资料来源：易冲无线，平安证券研究所

从产业链各环节来看，(1) 方案设计：目前以苹果、高通、特斯拉等国外厂商为主，国内企业具有一定的竞争力；(2) 电源芯片：无线充电中的芯片包括无线充电接收器 (Rx) 芯片和无线充电发送器 (Tx) 芯片，目前不断向高集成度、高充电效率、低功耗发展。无线充电电源芯片厂商包括高通、博通、TI、IDT、NXP、MTK 等。目前这个环节国内厂商目前竞争力较弱；(3) 磁性材料：无线充电目前主流的磁性材料包括铁氧体、非晶、纳米晶，三星一直采用的是纳米晶方案，A 客户现阶段仍采用的是铁氧体方案。纳米晶相对而言，屏蔽效果更好，充电效率更高，但成本也相应更高。目前国内外企业在磁性材料领域均占据一定市场份额；(4) 传输线圈：发射端一般采用绕线方案，接收端主要有 FPC 和绕线方案两种，传输线圈方面，国内公司技术沉淀已久，立讯精密、信维通信、顺络电子、硕贝德等均具备一定的竞争力；(5) 模组制造：无线充电接收端模组可分为基底、磁性材料、线圈、石墨碳材料等。模组的封装制造环节技术壁垒相对较低，利润也很低，主要由国内零组件厂商参与。

图表25 无线充电各种磁性材料对比

	铁氧体	非晶	纳米晶	
示意图				
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 频带宽 适应水平高	技术成熟 受市场欢迎	柔软超薄 高饱和磁感应强度	柔软超薄 高导磁率 宽频带宽
不足	易脆较厚、难制造	易脆较厚、难制造	难穿孔	难穿孔

资料来源：易冲无线，平安证券研究所

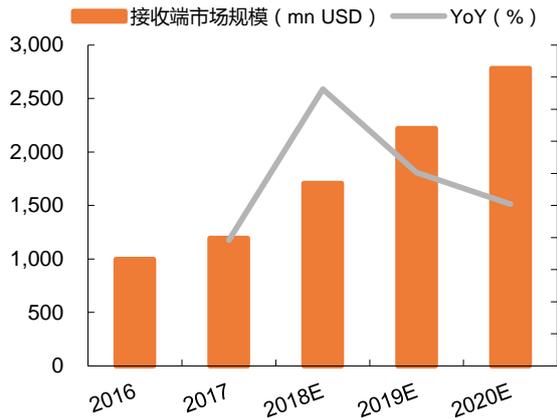
图表26 无线充电线圈方案对比

	WPC 密绕线圈	FPC 线圈	MQPRF 扁平线圈
示意图			
制作工艺	铜股密集绕线	铜箔蚀刻	扁平线间距绕线
厚度	较厚	厚度可变范围小，较薄	厚度可变范围大，超薄
效率	较低	适中	集肤效应最低，效率最高
成本	适中	较高	较低

资料来源：易冲无线，平安证券研究所

2011 年开始，三星电子、LG、诺基亚、高通、飞利浦等纷纷加入，无线充电技术逐渐在消费电子类产品领域开始商用。据 IHS 数据显示，2015 年搭载无线充电的智能手机约为 1 亿部，占智能手机比例为 7%，预计 2018 年该数据将达到 4.5 亿部，占比为 30%，而到了 2020 年，搭载无线充电的智能手机将达到 8 亿部以上，市占率有望达到 50%。据统计，2018 年全球无线充电接收端（包含手机和可穿戴设备）市场将达 13.96 亿美元，2019 年无线充电接收端市场规模将达到 30.78 亿美元，三星、苹果和华为的使用会带动其他品牌跟进，未来无线充电将呈现广阔市场空间。

图表27 无线充电接收端市场规模（手机端）



资料来源：IDC，平安证券研究所

图表28 无线充电接收端市场规模（穿戴类）



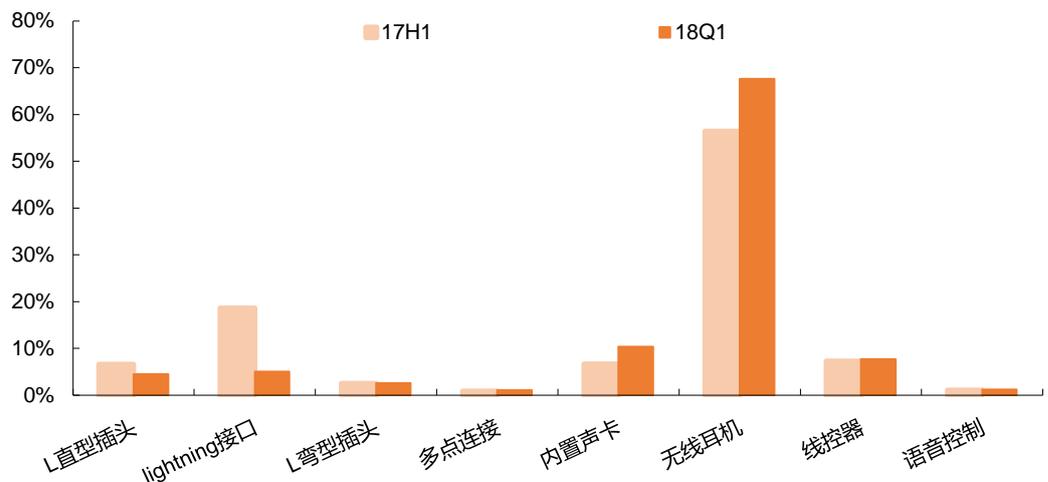
资料来源：IDC，平安证券研究所

公司在无线充电布局较深，较早便是 Apple Watch 无线充电主供，从 2017 年开始切入 A 客户手机产品中，今年为 A 客户 18 年发售的无线充电底座发射端线圈供应商，并且份额较大。同时公司也切入了 A 客户下半年的新品的无线充电接收端。除此之外，公司未来有望在国内知名品牌上有所斩获，未来无线充电渗透率逐渐提升情况下，公司该业务有望加速增长。

2.2.2 无线耳机关注度增加，设计复杂提升精密制造附加值 多因素推动无线耳机需求，渗透率有望持续提升

近年无线耳机开始进入大众视野，主要原因有：（1）便携；（2）个性，贴合年轻一代的需求；（3）手机内部净空减少，接口正逐渐减少，如 iPhone7 开始取消 3.5mm 耳机孔，上述因素都推动了无线耳机的发展。最初上市无线耳机没有得到消费者青睐的原因主要有音质不佳，续航时间短及价格偏贵等。近年来无线耳机的音质、续航时间有所改善，便携度进一步提升后，无线耳机关注度持续增加。据 ZDC 数据，17H1 无线耳机关注度达到 56.4%，18Q1 达到 67.6%，由此可以反映出消费者对无线耳机的需求正逐渐上升。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 年无线耳机出货量达 1918 万台，同增 41%，市场规模将达 63 亿元。我们预计随着无线耳机音质、便携度、功能性持续改善、手机净空持续减少以及大众对无线耳机关注度逐渐提高，未来无线耳机的渗透率有望持续提升。

图表29 无线耳机关注度提升



资料来源: ZDC, 平安证券研究所

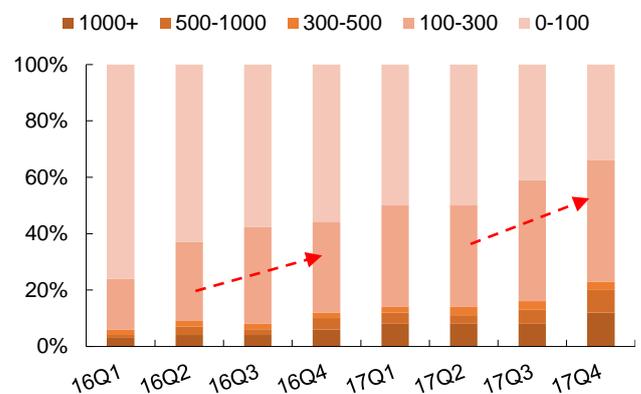
除出货量及大众接受度走高以外, 大众对于无线耳机价格的敏感度也在逐渐下降。目前来看, 无线耳机的主力市场仍是 300 左右价位, 但无线耳机市场的产品升级趋势较为明显, 低价位耳机占比快速减少, 高价位耳机的占比逐步提升。由此可见, 在渗透率逐渐提升的情况下, 消费者对于无线耳机的品质也有一定的需求, 愿意为高价高品质的无线耳机付费, 因此我们预计未来无线耳机市场将迎来量价齐升的局面, 前景明朗。

图表30 无线耳机市场规模及出货量逐年增加



资料来源: GFK, 平安证券研究所

图表31 无线耳机产品升级较为明显

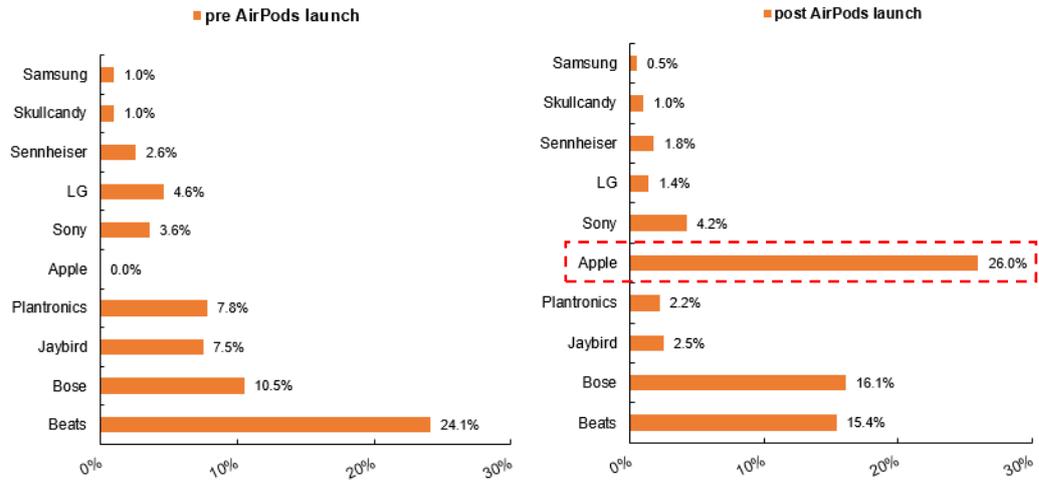


资料来源: GFK, 平安证券研究所

Airpods 引领无线耳机潮流, 设计复杂提升精密制造附加值

2016 年 9 月, 苹果推出无线耳机 AirPods, 凭借小巧的外观、超长的续航时间、联动 Siri 的智能交互等一系列优势快速崛起。据 Slice Intelligence 数据, AirPods 仅用了一个月的时间便占据了 26% 的市场份额, 由初出茅庐一跃成为市场龙头。(注: Slice Intelligence 数据仅统计了线上销售的部分, 实际市占率可能更高)

图表32 AirPods 发布前后市场份额变化



资料来源: Slice Intelligence, 平安证券研究所

为了实现音乐播放、通信、语音识别、智能交互甚至健康监测的功能,无线耳机需要将体积做到更小的同时还需要集成更多的主板、芯片、天线、传感器等,元器件数目达数十个,由此对精密制造厂商实力提出了更高的要求,相应附加值也会更高。

以 AirPods 为例,每只 AirPods 重 4 克,尺寸为 16.5 mm × 18.0 mm × 40.5 mm,一对耳机内部共有 20 个 IC 组件,采用 Apple W1 芯片,配备加速度计、MEMES 等多个传感器。充电盒重 38 克,尺寸为 44.3 mm × 21.3 mm × 53.5 mm,内部共有 7 个 IC 组件,包括 ST 超低功耗微控制器、ST LDO 稳压器、电池管理 IC 等。充电盒电池容量大约为 AirPods 的电池的 16 倍,这意味着其能为 AirPods 充满 8 次电,大大提升了续航时间。

图表33 AirPods 及充电盒内部 IC 组件及数量

AirPods		充电盒	
IC 组件及数量	数量	IC 组件	数量
Apple W1 处理器	2	3.81V、1.52Wh 锂离子电池充电器	1
Cypress SoC	2	ST 超低功耗微控制器	1
Maxim 音讯编解码器	2	ST LDO 稳压器	1
Bosch BMA280 加速度计	2	Fairchild 充电控制与保护电路	2
ST 超低功耗 3 轴加速度计	2	TI 电池管理 IC	1
ST LDO 稳压器	2	TI DC-DC 转换器	1
TI 资料转换器	2		
Goertek MEMS 麦克风	4		
耳机电池	2		
总计	20		7

资料来源: 国际电子商情, 平安证券研究所

图表34 AirPods 拆解及主板部分元器件



红 | 苹果343500130 (W1无线芯片)
橙 | 赛普拉斯 CY8C4146FN 可编程SoC
黄 | 美信 98730EWJ 低功耗立体声音频编解码器
绿 | 德州仪器 TPS743

资料来源: ifixit, 野玩儿, 平安证券研究所

图表35 充电盒拆解及主板部分元器件



红 | 意法半导体 STM32L072 ARM Cortex-M0+ 微程序控制器
橙 | 恩智浦 1610A3 充电 IC
黄 | 德州仪器 BQ24232 电源管理 IC

资料来源: ifixit, 野玩儿, 平安证券研究所

由于无线耳机需要体积小, 功能丰富, 续航长久等特性, AirPods 及集成多项功能的无线耳机将成为消费电子类产品中最复杂的产品之一。公司凭借强大的精密制造实力切入 AirPods 供应链, 并且份额逐渐提升, 未来随着 AirPods 及无线耳机的放量, 公司该块业务将带来一定的业绩增量。

三、积极布局优势领域, 卡位未来高增板块

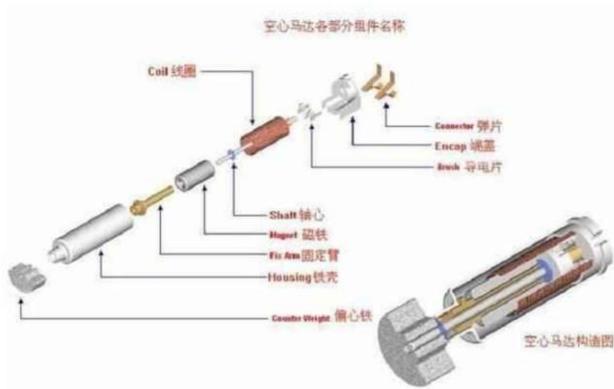
3.1 全面屏刺激线性马达应用, 收购光宝事业部有望切入光学优质赛道

线性马达优势明显, 全面屏手势操作催生需求

出于对用户体验的重视, A 客户在触觉反馈方面一直处于全球领先的地位。目前手机普遍用的是转子马达, 转子马达用电驱动转子转动, 带动偏心锤转从而产生振动, 因而转子马达的响应速度较慢、触觉反馈较为粗糙。除此之外, 转子马达的机械结构占据额空间较大, 功耗也较高, 越来越不适应手机轻薄化的趋势。手机线性马达则是一个以线性形式运动的弹簧质量块, 能够将电能直接转换成直线运动机械, 不需通过任何转换装置。由于弹簧常量的原因, 线性马达必须围绕共振频率在窄带($\pm 2\text{Hz}$)范围内驱动。另外, 在共振状态下驱动时, 电源电流可锐降 50%, 因此在共振状态下驱动可以大幅节省系统功耗。因此, 相比于目前传统的转子马达, 线性马达优势在于: (1) 响应速度较快, 反馈细腻; (2) 功耗低; (3) 对电源的干扰小等。

A 客户产品优异的触觉体验与 Taptic Engine 密不可分, A 客户产品采用高端线性马达也引来了安卓的一致效仿。在 A 客户的带动之下, 线性马达作为手机新一代马达技术逐渐被厂商所认可, 小米 6、一加 5、魅族 15 等手机均先后搭载线性马达。

图表36 转子马达结构



资料来源：搜狐科技，平安证券研究所

图表37 Apple Watch、iPhone 线性马达



资料来源：威锋网，搜狐科技，平安证券研究所

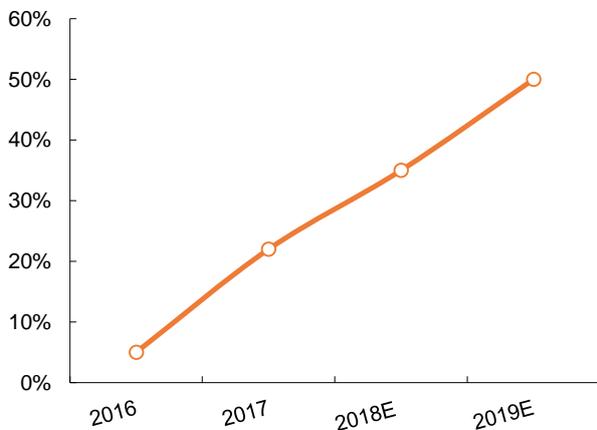
我们预计随着全面屏的持续推进，手势操作及游戏应用触觉反馈的需求将增加，未来手机内将会有不止一个线性马达。公司在线性马达领域已有布局，马达产品的相关表现也得到了主要客户的高度认可，已有国内、外客户少量出货。未来随着线性马达应用的增加，公司有望受益。

集团收购光宝相机模组事业部，有望切入光学优质赛道

2018年3月，立讯集团旗下立景创新以3.6亿美元（约合人民币22亿）收购光宝集团的相机模组部门，其中包括事业部的存货、机器设备、员工团队、技术及IP、客户供应商关系以及产品保证责任。

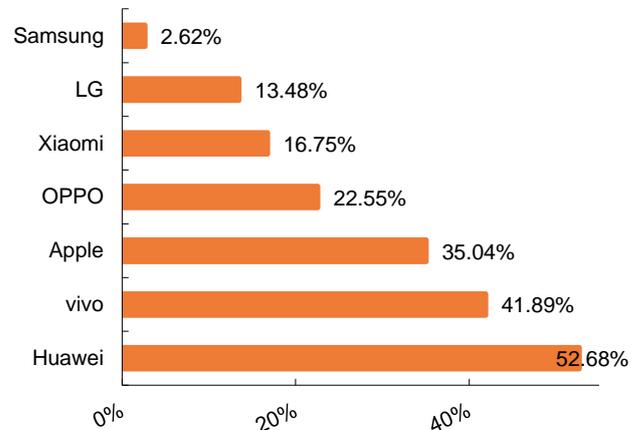
从单摄到双摄、3D sensing 及三摄，光学领域一直是消费电子创新的集聚地。以双摄为例，据旭日大数据统计，2017年双摄渗透率超20%，预计2018年双摄渗透率将达35%。从2017年手机品牌双摄手机总出货量情况看，双摄主要集中在苹果，HOV及小米等品牌厂商身上，其中华为是双摄的主要推动者，也是全球双摄手机渗透率最大的手机品牌厂商，高达52.68%。展望未来，三摄、3D摄像头、隐藏式前置摄像头均是未来的爆发点，光学镜头业务有望继续保持增长。光宝相机模组事业部属于光宝核心部门，与华为合作密切，是P20 pro的摄像头模组供应商，实力得到大客户的长期认可。

图表38 双摄渗透率及预计 (%)



资料来源：旭日大数据，平安证券研究所（注：19年数据来自平安研究所）

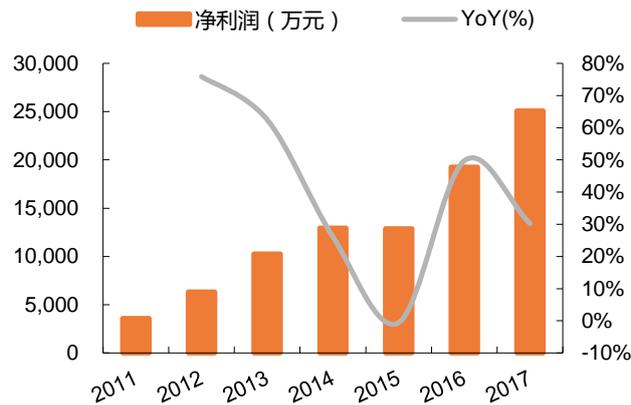
图表39 2017 品牌双摄手机占其总出货量情况 (%)



资料来源：旭日大数据，平安证券研究所

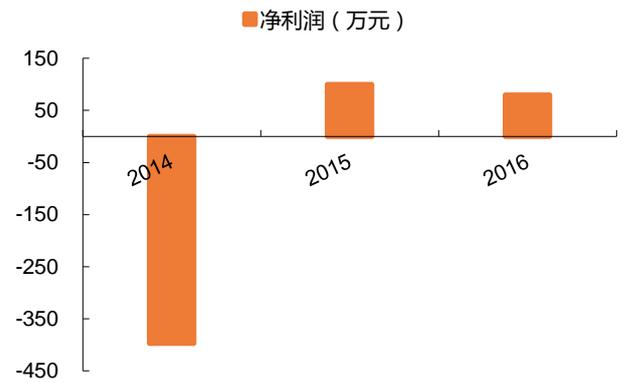
立讯通过外延式并购的整合效果优异，能够较好地发挥产业链协同作用，将被收购公司业绩快速提升。以江西博硕及德国 SuK 为例，公司 2010 年收购博硕科技（江西）75%股权、2013 年收购 SuK Kunststofftechnik GmbH 100%股权，自收购后博硕经营持续向好，SuK 迅速扭亏为盈。我们预计集团收购光宝相机模组事业部后，能够较好结合光宝及立讯各自优势，发挥产业链协同效应，切入光学优质赛道有望带来一定的业绩增长。

图表40 收购博硕科技后其业绩持续向好



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表41 收购 SuK 后其扭亏为盈



资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.2 通信、汽车业务进入高成长通道，业绩增长注入新动能

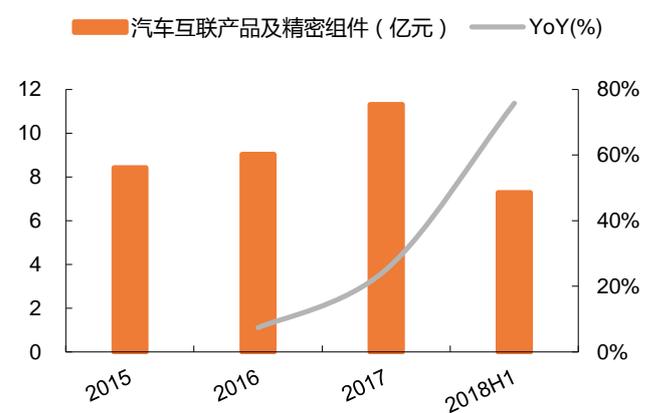
18H1 公司上半年通信和汽车业务分别大增 166%和 76%，相较前两年增速提升非常明显，宣告公司业务正式进入高成长通道，两项业务占总收入比重也达到 8.5%和 6.1%。通信业务我们预计随着 5G 时代来临该块业务有望维持高速增长，增长动力主要来自通信用高速线束、基站天线/滤波器。汽车业务增量我们预计主要来自国内客户的新能源汽车业务，未来新能源汽车产能持续释放成为未来业绩增长的有力支撑。

图表42 通信业务大增 166%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表43 汽车业务大增 76%



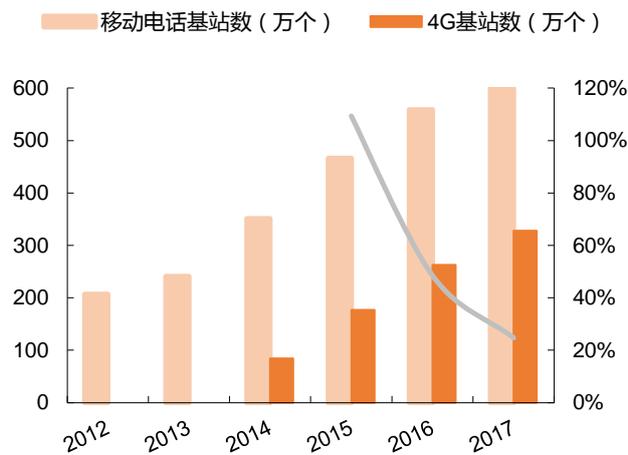
资料来源: Wind, 平安证券研究所

5G 持续推进，通信业务有望维持高增长

通信领域，5G 将会是下一个可预计的风口。5G 作为通信行业未来发展的聚焦的热点，通信设备生产商及电信运营商早已开始布局下一代通信技术。工信部此前发布的《信息通信行业发展规划（2016-2020 年）》明确提出，2020 年启动 5G 商用服务。根据工信部提出的 5G 推进工作部署以及三大运营商的 5G 商用计划，我国将于 2017 年展开 5G 网络第二阶段测试，2018 年进行大规模试验组网，并在此基础上于 2019 年启动 5G 网络建设，最快 2020 年正式推出商用服务。在近期的 2018 中国国际智能产业博览会上，中国信通院表示，计划今年 9 月正式发布 5G 频谱资源的最终许可方案，这预示着 5G 时代将离我们越来越近。

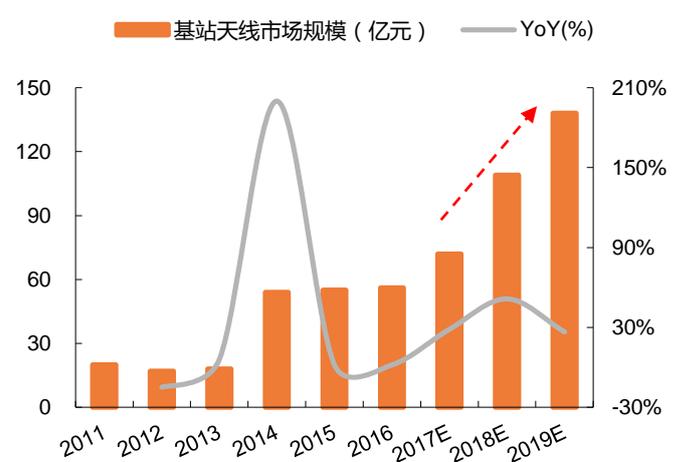
基站数量方面，从过往 4G 推进过程来看，据工信部数据，2014 年 4G 基站数 84.6 万个，2017 年达到 328 万个，增长率达 387.7%。而 5G 宏基站，据中国产业信息网预计，5G 宏站约为 450 万个。此外，在小基站建设方面，5G 小基站将达数百万规模，投资额在百亿级。**单基站价值量方面**，由于 5G 基站将大幅增加射频器件及天线使用量，预计单基站的平均成本将是 4G 的 1.25 倍，约为 15.67 万元。**就基站天线而言**，据观研天下预计，2019 年基站天线市场规模将达 138 亿元，市场规模及价值量均提升明显，主要原因有：1) Massive MIMO 带来单基站天线数量的上升；2) 新建基站数量上升带来天线数量的进一步增加；3) 5G 高速高频天线技术壁垒增加，价值量提升。**就基站滤波器而言**，随着天线数量的增加，基站相应的配套设备滤波器等数量及市场规模也得到相应的提升，并且由于频率变高，滤波器的附加值也将随之进一步增加。

图表44 4G 基站数增速较快



资料来源：工信部，平安证券研究所

图表45 基站天线市场规模预计



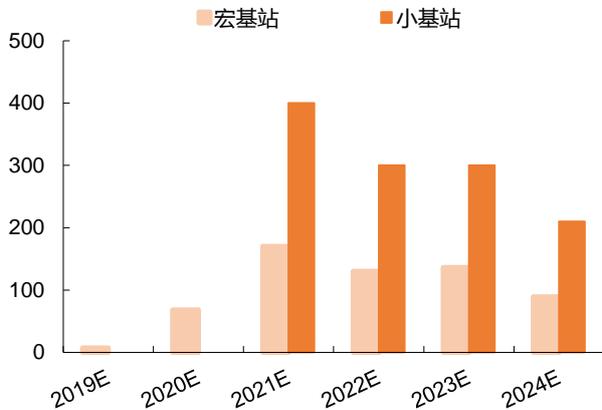
资料来源：观研天下，平安证券研究所

光模块方面，基站侧，目前 LTE 基站 BBU 和 RRU 相连（移动前传）的光模块以 6G/10G 为主，未来有望逐渐升级到 25G/100G，而速率更高的光模块有着更高的附加值。**从价值量来看**，根据 3GPP 有关前传带宽测算 CPRI 的带宽计算方式，传统 LTE 前传网络中 CPRI 接口难以支持未来 5G 无线需求。CU/DU 架构下，DU 到 RRU 带宽约为 20Gbps，因此 25G 模块有望部署，而 25G 光模块需要高规格的 25G 芯片，单价相较 6G/10G 光模块或有较大提升。**从数量上来看**，5G 大概在 3.5GHZ 附近左右规模部署，频率较 4G 显著提升，基站数有望大幅增长，驱动光模块需求大幅增长。据中国产业信息网测算，5G 光模块总市场空间为 55.12 亿美元。

传输网侧，根据中国移动的 SPN 新传输网规划，50G PAM4 光模块或成为主要端口光模块。单端口光模块数量=单端口带宽/50G；据中国产业信息网预测，5G 时期 50G PAM4 模块总需求达到 6478

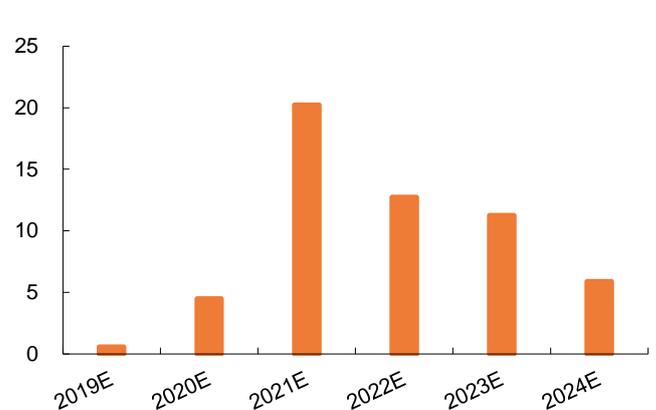
万个。假定 50G PAM4 光模块大规模商用的价格为 65 美元,则 5G 传输网光模块市场空间为 42.11 亿美元。

图表46 5G 宏基站及小基站数量预测 (万个)



资料来源: 中国产业信息网, 平安证券研究所

图表47 5G 光模块年度市场空间预测 (亿美元)



资料来源: 中国产业信息网, 平安证券研究所

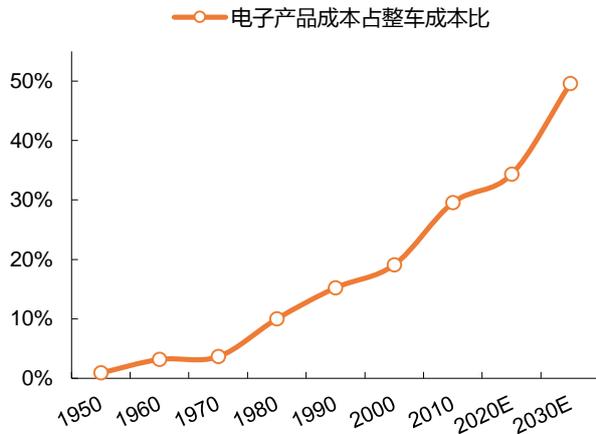
公司在通信领域主要包括互联产品 (高速连接器、高速电缆组件等)、射频产品 (基站天线、滤波器) 及光电产品 (有源光缆、光模块等), 能够在第一时间为客户提供完整的信号、能源传输解决方案。目前公司基站天线和滤波器产品与国内、外重要客户在 5G 领域的合作进展顺利, 公司 5G 基站用滤波器产品是国内外许多设备商首选方案之一, 且已有部分产品小批量出货。未来随着 5G 投资逐步放量, 公司通信业务有望成为未来业绩增长的支撑。

新能源汽车持续渗透, 汽车业务未来可期

受益于新能源汽车、ADAS 的推进, 汽车电子占整车成本比快速提升。随着汽车产业的逐步发展, 汽车不再只是代步工具, 消费者对汽车功能多样性的需求在提高。汽车电子最重要的作用就是提高汽车的安全性、舒适性、经济性和娱乐性。据智研咨询, 电子产品成本占整车成本比例由 1950 年的 0.91% 上升至 2010 年的 29.55%, 预计在 2030 年电子产品成本占比将达到整车成本的 50%。而各类型汽车中, 纯电动汽车电子成本占比最高, 达到 65%, 混合动力轿车及中高档轿车占比分别为 47% 和 28%。

随着污染治理的逐步深入, 新能源汽车成为我国未来发展的战略性产业之一, 工信部加大新能源汽车推广力度, 力争在 2020 年实现产销量 200 万辆的目标, 汽车产业初步实现电动化转型。受益于行业景气及政策支持, 新能源车尤其是纯电动汽车迎来了空前的发展。据中国汽车工业协会, 2015 年我国新能源汽车销量为 33 万辆, 同比增长 340%, 其中纯电动汽车销量为 24.7 万辆, 同比增长 450%。2018 年上半年, 我国新能源汽车销量 41.2 万辆, 同比增长 111.5%, 其中纯电动汽车销量为 31.3 万辆, 同比增长 96%。新能源汽车打开了汽车电子成长的空间, 据中国产业信息网预测, 全球汽车电子市场规模将在 2019 年达到 2800 亿美元。

图表48 汽车电子成本占比迅速提升



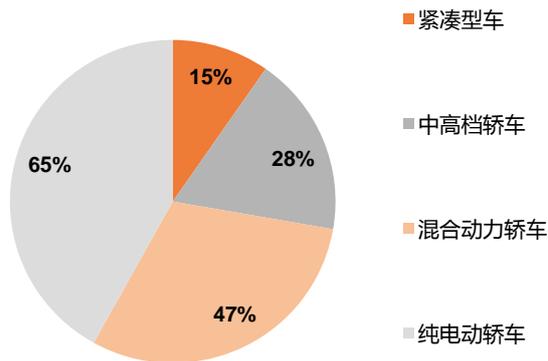
资料来源：智研咨询，平安证券研究所

图表49 新能源汽车销量增速迅猛



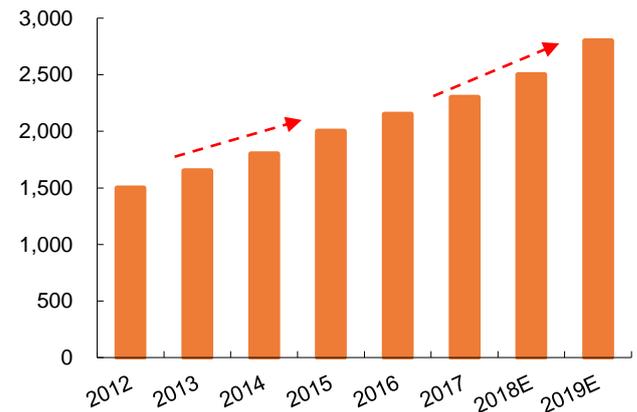
资料来源：中国汽车工业协会，平安证券研究所

图表50 纯电动汽车电子成本占比最高



资料来源：中国产业信息网，平安证券研究所

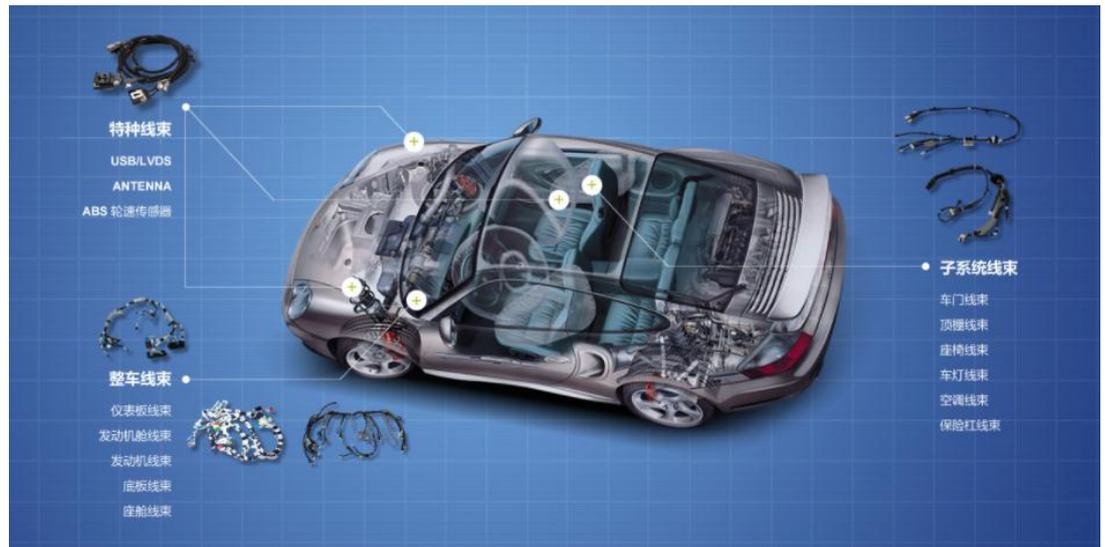
图表51 全球汽车电子规模稳步提升（亿美元）



资料来源：中国产业信息网，平安证券研究所

公司在传统燃油汽车和新能源汽车领域均有相关布局。其中，传统汽车产品主要包括小型线束产品、整车线束产品、汽车电子模块产品及连接器类产品，公司为部分国内品牌客户提供整车线束类产品，并能提供完备的解决方案，随着国内外大客户的逐渐导入，公司传统汽车产品业务有望稳定增长。

图表52 公司汽车类产品



资料来源：公司官网，平安证券研究所

一般而言，新能源乘用车动力电池的电压一般为 200V-400V，大型新能源汽车如电动公交车等，电压在 500-1000V，相较传统汽车 50V 以下的工作电压，新能源汽车的工作电压大幅提升。高压线束将高压系统上各个部件相连，作为高压电源传输的媒介，新能源汽车对高压线束的稳定性及安全性提出了更高的要求，因而其价值量也更大。在新能源汽车领域，公司能够为客户提供高压、大电流等汽车电源解决方案以及相关汽车线束、电子模块等产品服务。目前，公司在新能源汽车领域与国内知名品牌客户进展顺利。未来随着新能源汽车持续放量，国内外客户逐渐导入，公司新能源汽车业务有望成为业绩增长新引擎。

四、 投资策略

公司设立之初主要生产电脑连接器产品，及时切入苹果产业链使公司在消费电子快速放量之际尽享行业爆发红利，如今公司在消费电子领域已是当之无愧的龙头，成功完成从 PC 连接器龙头到消费电子龙头的转变。一方面，公司不断拓展连接器下游应用领域，通过对昆山联滔、深圳科尔通、福建源光电装、德国 SUK 和苏州丰岛的并购，公司陆续进入国内、国际大客户产业链。另一方面，公司积极布局新兴领域，通过并购博硕科技（江西）、珠海双赢（转让 51% 的股权给景旺电子）、美特科技（苏州）、美律电子（惠州）、美律电子（上海）及光宝摄像头模组事业部成功卡位 FPC、电声器件、音视频模组及光学领域，实现产业链横向拓展，为未来业绩增长创造新动能。

18H1 公司上半年通信和汽车业务分别大增 166% 和 76%，相较前两年增速提升非常明显，宣告公司业务正式进入高成长通道，两项业务占总收入比重也达到 8.5% 和 6.1%。通信领域：公司在通信领域主要包括互联产品（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），能够在第一时间为客户提供完整的信号、能源传输解决方案。目前公司基站天线和滤波器产品与国内、外重要客户在 5G 领域的合作进展顺利，且已有部分产品小批量出货。汽车领域：作为高压电源传输的媒介，新能源汽车对高压线束的稳定性及安全性提出了更高的要求，因而其价值量也更大。在新能源汽车领域，公司能够为客户提供高压、大电流等汽车电源解决方案以及相关汽车线束、电子模块等产品服务。未来随着新能源汽车持续放量，国内外客户逐渐导入，公司新能源汽车业务有望成为业绩增长新引擎。预计公司 2018-2020 年营收分别为

320.71/418.52/529.43 亿元，对应的归母净利分别为 23.06/31.34/41.44 亿元，对应的 PE 分别为 27/20/15 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

五、 风险提示

- 1) 汇率风险：目前公司境外收入占营业收入比重较大，，主要以美元结算。截止 2018H1 公司境外收入占主营业务收入 86.26%。当汇率出现较大波动时，汇兑损益会对公司业绩产生一定的影响。
- 2) 客户相对集中风险：公司客户集中度相对较高，截止 2018H1，公司前五大客户销售额占比为 65.30%，大客户变动或销售情况不佳将影响公司业绩。
- 3) 下游应用领域增速不及预期风险：公司下游应用领域包括消费电子、汽车等，当宏观经济出现波动时，下游应用领域增速不及预期会对公司业绩产生一定影响。
- 4) 技术更替风险：随着科技的发展，技术更替速度与日俱增，公司若不能较好的做好技术储备会对公司业绩产生一定的影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	17372	23180	29247	35980
现金	4008	6254	8161	10324
应收账款	7080	9500	12137	15234
其他应收款	149	224	263	353
预付账款	124	146	206	240
存货	3474	4383	5825	7023
其他流动资产	2537	2673	2656	2807
非流动资产	9514	12001	14301	16722
长期投资	58	78	100	124
固定资产	6369	8622	10758	13016
无形资产	555	607	648	701
其他非流动资产	2532	2695	2796	2882
资产总计	26886	35181	43549	52703
流动负债	11712	17771	23264	28525
短期借款	4524	7902	11230	13357
应付账款	6103	8300	10413	13139
其他流动负债	1085	1569	1621	2029
非流动负债	1249	1228	1153	1049
长期借款	706	685	610	505
其他非流动负债	543	543	543	543
负债合计	12961	18999	24417	29574
少数股东权益	987	1139	1273	1442
股本	3173	4115	4115	4115
资本公积	4538	3586	3586	3586
留存收益	5093	7262	10136	13914
归属母公司股东权益	12938	15043	17859	21687
负债和股东权益	26886	35181	43549	52703

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	169	2353	2556	4530
净利润	1748	2458	3268	4314
折旧摊销	718	732	998	1284
财务费用	203	249	389	491
投资损失	-184	-55	-64	-81
营运资金变动	-2402	-1026	-2019	-1459
其他经营现金流	86	-5	-16	-20
投资活动现金流	-2596	-3160	-3218	-3604
资本支出	3527	2467	2278	2397
长期投资	768	-20	-22	-24
其他投资现金流	1699	-712	-961	-1231
筹资活动现金流	1875	-326	-759	-889
短期借款	1472	0	0	0
长期借款	622	-21	-75	-104
普通股增加	1053	942	0	0
资本公积增加	-1120	-952	0	0
其他筹资现金流	-151	-295	-684	-785
现金净增加额	-624	-1133	-1421	36

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	22826	32071	41852	52943
营业成本	18260	25641	33314	41931
营业税金及附加	119	169	222	281
营业费用	315	385	502	635
管理费用	2118	2883	3763	4717
财务费用	203	249	389	491
资产减值损失	112	0	0	0
公允价值变动收益	52	5	16	20
投资净收益	184	55	64	81
营业利润	2052	2804	3743	4987
营业外收入	16	68	68	62
营业外支出	29	13	15	17
利润总额	2039	2859	3796	5032
所得税	291	401	528	718
净利润	1748	2458	3268	4314
少数股东损益	57	153	133	170
归属母公司净利润	1691	2306	3134	4144
EBITDA	2957	3837	5178	6802
EPS (元)	0.41	0.56	0.76	1.01

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	65.9	40.5	30.5	26.5
营业利润(%)	57.5	36.6	33.5	33.3
归属于母公司净利润(%)	46.2	36.4	36.0	32.2
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	20.0	20.1	20.4	20.8
净利率(%)	7.4	7.2	7.5	7.8
ROE(%)	12.6	15.2	17.1	18.7
ROIC(%)	10.3	11.0	11.9	13.1
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	48.2	54.0	56.1	56.1
净负债比率(%)	9.0	15.5	20.3	16.2
流动比率	1.5	1.3	1.3	1.3
速动比率	1.2	1.1	1.0	1.0
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	3.9	3.9	3.9	3.9
应付账款周转率	3.6	3.6	3.6	3.6
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.56	0.76	1.01
每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	0.57	0.62	1.10
每股净资产(最新摊薄)	3.14	3.66	4.34	5.27
估值比率	-	-	-	-
P/E	37.14	27.23	20.03	15.15
P/B	4.85	4.17	3.52	2.90
EV/EBITDA	22.1	17.4	13.2	10.1

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PINGAN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033