



高增长验证成长逻辑，看好公司商业模式新业态

2019.08.21

肖明亮(分析师)	李峥嵘(研究助理)
电话: 020-88832290	020-88832290
邮箱: xiaoml@gzgzhs.com.cn	li.zhengrong@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310517070001	A1310118080006

事件:

2019年8月20日，公司发布2018年上年度业绩状况，营收214.41亿元，同比增长78.29%，归母净利润15.02亿元，同比增长81.82%，经营活动产生的现金流量净额41.88亿元，同比增长95.51%。

点评:

● **盈利能力持续验证，消费电子、汽车及通讯业务高速增长**

我们在上两篇报告提出公司多项新业务处在盈利释放期，公司持续优化的财务指标进一步验证。2018Q1-2019Q2公司季度经营利润率（营业利润率减去投资收益和公允价值变动净收益率）分别为5.55%、8.51%、10.25%、9.5%、7.26%、9.33%，可见2019Q1、2019Q2同比提升1.71pct、0.82pct，经营盈利能力改善明显。进一步拆分，公司2019H1毛利率略微下降0.46pct，可见2019H1盈利改善很大程度上来自营收增长（2019H1 YoY 78.29%）带动费用端改善（2019H1 销售费用率+管理费用率+研发费用率同比下降1.48pct），相比历史毛利率状况，成本端优化空间仍有约2pct。再进一步拆分公司营收增长情况，公司5大业务结构中，消费电子业务营收进一步增长，YoY 99.32%，营收占比提升8.2pct至77.71%；通讯业务同比增长52.21%，营收占比为7.22%；汽车业务同比增长46.32%，营收占比为4.97%；在整体智能手机饱和情况下，公司消费电子业务表现依旧优异，表明公司围绕A客户的业务拓展较为顺利。消费电子业务侧，我们认为公司Airpods业务地位稳固，且具有足够产能支撑终端AirPods销售量，预计今年营收占比将会增至38.21%。同时，天线、声学、马达业务也会持续受益在大客户份额的提升。通讯业务侧，我们认为公司将会受益通信设备国产化的利好，公司连接器及连接线业务有望迎来突破增长，基站天线滤波器业务也有望受益5G基站的建设。

● **运营能力经营持续增强，高研发投入看好公司新业务拓展**

公司2018年营业周期为143.64天，存货及应收账款周转率分别为6.90、3.94，相比过去三年持续向好，表明公司运营能力持续增强。同时，上半年公司研发支出15.78亿元，同比增长69.13%，结合公司高精密系统集成经验和学习能力，我们看好公司Airpods及SPK/RCV、天线、无线充电等多元业务发展状况。5G时代下，超密集组网、Massive MIMO以及毫米波通等三大关键技术均使得手机及基站侧天线架构及材质发展变化，我们认为公司目前有充足的技术储备来把握这次行业性机会。

● **控制型投资驱动，子公司经营状况大幅改善**

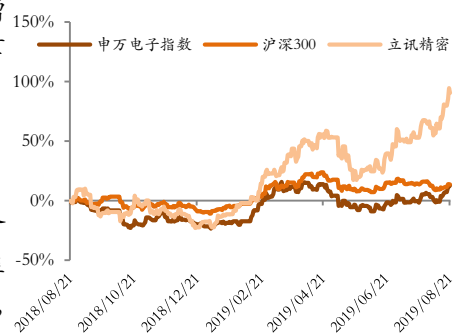
公司属于控制投资型企业，即子公司贡献整体大部分营收利润，依据母公司报表数据，母公司长期股权投资94.32亿元，驱动总资产增长253.88亿元，资产增值2.7倍，可见子公司经营效益较好，依据中报子公司财务数据，吉安市立讯射频科技有限公司、昆山联滔电子有限公司、联滔电子有限公司、立讯精密有限公司、立讯电子科技（昆山）有限公司营收和利润均大幅改善。主要子公司营收及增长状况见表1。

强烈推荐 (维持)

现价:	24.92
目标价:	32.64
股价空间:	30.98%

电子行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
立讯精密	24.60	52.70	77.89
电子	13.40	17.10	16.81
沪深300	-0.69	3.63	9.75

基本资料

总市值(亿元)	1332.9712
总股本(亿股)	53.49
流通股比例	99.90%
资产负债率	54.24%
大股东	立讯有限公司
大股东持股比例	45.11%

相关报告

广证恒生-立讯精密(002475)-公司深度-多业务齐发力，打造商业模式新生态-20190415
20190417-广证恒生-立讯精密(002475.SZ): 业绩高增长，看好公司商业模式新生态



● 高效并购打造“组件→模组→终端”产品模式的正反馈系统。

公司在消费电子连接器具有较强的市场地位及研发技术经验,并可将其作为扩展到连接器,扬声器和天线等其他业务的基础。凭借高精密系统集成经验和学习能力,公司首先围绕 A 客户拓展产品品类,然后拓展至国内外其他大客户。我们认为公司围绕大客户,以高效并购为手段,将产品模式转变为“组件→模组→终端”,同时从消费电子端横向拓展至通信及汽车端,逐渐形成正反馈生态系统。这种正反馈系统在给予公司成长空间的同时,有效降低公司经营及技术迭代风险。

图表 1: 子公司经营状况大幅改善

序号	被参股公司	直接持股比例	2018H1 营业收入	2018H1 净利润	2019H1 营业收入	2019H1 净利润	2019H1 净利润率	营收YoY	净利润YoY
1	东莞讯滔电子有限公司	86.97%	40410.71	3975.43	86273.65	5573.61	6.46%	113%	40%
2	立讯电子科技(昆山)有限公司	100.00%	316988.14	18668.04	576173.72	28398.77	4.93%	82%	52%
3	昆山联滔电子有限公司	100.00%	234503.42	(22970.98)	569012.27	43272.80	7.60%	433%	9729%
4	西安市立讯射频科技股份有限公司	70.00%	25142.27	1275.16	499171.86	22536.05	4.51%	1885%	1667%
5	东莞立讯精密工业有限公司	100.00%	39897.06	2519.53	70768.53	754.25	1.07%	77%	-70%
6	立讯精密工业(惠州)有限公司	100.00%	141398.58	6454.26	93364.53	3634.93	3.89%	-34%	-44%
8	联滔电子有限公司	100.00%	106758.86	(449.40)	284867.13	3872.24	1.36%	167%	962%
9	立讯精密工业(昆山)有限公司	100.00%	36034.43	821.12	43110.72	1986.54	4.61%	20%	142%
10	协讯电子(吉安)有限公司	100.00%	168273.60	8898.70	100833.69	13043.78	12.94%	-40%	47%
11	博硕科技(江西)有限公司	100.00%	127932.30	9547.27	144113.81	15961.71	11.08%	13%	67%
12	立讯精密科技有限公司	100.00%	9862.07	536.99	13406.43	523.16	3.90%	36%	-3%
14	福建源光电装有限公司	55.00%	17889.40	315.04	18860.55	745.11	3.95%	5%	137%
15	立讯精密有限公司	100.00%	969156.08	33902.33	1928030.66	10133.61	0.53%	99%	-70%
16	深圳立讯智能生活股份有限公司	70.00%	54818.73	2091.91	10631.94	93.27	0.88%	-81%	-96%
17	江苏立讯机器人有限公司	70.00%	15761.61	2026.92	12135.28	647.05	5.33%	-23%	-68%
18	深圳立讯电声科技有限公司	100.00%	10930.93	(74.98)	17354.18	1676.86	9.66%	59%	2336%
22	兴宁立讯精密工业有限公司	100.00%	11431.37	256.03	11051.74	319.76	2.89%	-3%	-25%

资料来源: Wind、公司公告、广证恒生

注: 2018H1 利润为负, 2019H1 扭亏为盈的企业, 再计算同比增长率时, 为体现其增长情况, 取绝对值, 以红色标识

● 盈利预测与估值:

基于公司现有业务状况,我们上调公司 2019/2020/2021 年 EPS 为 0.72、1.02、1.32 元,当前股价对应 PE 为 34.56/24.39/18.81 倍。鉴于公司未来处在盈利释放期,我们采用 PEG 给予公司估值。鉴于公司多元化布局及龙头地位,我们给予公司 PEG 为 0.9,结合未来 2 年公司平均增速 35.68%,给予公司 32 倍 PE,基于 2020 年预期 EPS1.02,给予目标价 32.64,对应合理估值上涨空间为 30.98%。维持公司“强烈推荐”评级。

● 风险提示: AirPods 销量、苹果手机销量及 Type C 渗透不及预期,大客户技术方案变更、汇率政策变化、行业竞争加剧风险。

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	35849.96	50792.23	70555.49	86218.80
同比(%)	57.06%	41.68%	38.91%	22.20%
归属母公司净利润	2722.63	3857.44	5465.88	7086.20
同比(%)	61.05%	41.68%	41.70%	29.64%
每股收益-摊薄(元)	0.51	0.72	1.02	1.32
P/E	48.96	34.56	24.39	18.81
P/B	8.60	7.04	5.60	4.43
EV/EBITDA	23.30	20.15	17.70	16.18



附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3819.61	5079.22	7055.55	8621.88	营业收入	35849.96	50792.23	70555.49	86218.80
应收票据及账款	11215.51	16668.63	23154.39	28294.66	营业成本	28304.43	40049.67	55386.06	67250.67
预付账款	93.22	429.60	596.75	729.23	营业税金及附加	163.02	265.38	368.64	450.48
其他应收款	308.62	439.61	610.67	746.24	销售费用	387.88	772.04	1030.11	1138.09
存货	4734.78	7611.08	10525.62	12780.38	管理费用	3414.79	4799.87	6808.60	8345.98
其他流动资产	2906.34	3872.92	5372.08	6560.24	财务费用	301.79	(15.57)	(21.24)	(27.44)
流动资产总计	23078.07	34101.06	47315.06	57732.63	其他经营损益	(203.86)	(58.81)	(58.81)	(58.81)
长期股权投资	328.80	328.80	328.80	328.80	投资收益	122.77	0.00	0.00	0.00
固定资产	9457.34	8931.41	9037.54	8872.65	公允价值变动损益	(31.76)	0.00	0.00	0.00
在建工程	1219.63	1971.36	1798.09	1632.31	营业利润	3165.21	4862.03	6924.50	9002.21
无形资产	614.30	532.75	467.87	394.65	其他非经营损益	116.82	84.29	84.29	84.29
长期待摊费用	180.47	140.24	50.00	50.00	利润总额	3282.03	4946.32	7008.79	9086.50
其他非流动资产	1562.82	1600.16	1630.84	1654.89	所得税	468.69	703.25	996.48	1291.88
非流动资产合计	13363.37	13504.72	13313.15	12933.31	净利润	2813.34	4243.07	6012.31	7794.62
资产总计	36441.44	47605.77	60628.20	70665.94	少数股东损益	90.71	385.63	546.43	708.41
短期借款	5663.90	7180.53	8159.43	6201.22	归属母公司股东净利润	2722.63	3857.44	5465.88	7086.20
应付票据及账款	10237.52	13605.71	18815.79	22846.45	EBITDA	4739.83	6849.40	9299.12	11633.90
其他流动负债	1277.16	3261.43	4510.50	5458.51	NOPLAT	2999.12	4157.41	5921.79	7698.78
流动负债合计	17178.57	24047.67	31485.72	34506.18	EPS(元)	0.51	0.72	1.02	1.32
长期借款	1499.30	1974.61	2146.27	2146.27					
其他非流动负债	1088.74	1088.74	1088.74	1088.74	主要财务比率				
非流动负债合计	2588.03	3063.34	3235.01	3235.01	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	19766.60	27111.02	34720.73	37741.19	成长能力				
股本	4114.62	5114.62	6114.62	7114.62	营收增长率	57.06%	41.68%	38.91%	22.20%
资本公积	3595.44	2595.44	1595.44	595.44	EBIT增长率	59.86%	37.58%	41.71%	29.65%
留存收益	7787.89	11222.18	16088.46	22397.33	EBITDA增长率	60.15%	44.51%	35.77%	25.11%
归属母公司权益	15497.94	18932.23	23798.52	30107.39	净利润增长率	60.97%	50.82%	41.70%	29.64%
少数股东权益	1176.89	1562.52	2108.95	2817.37	盈利能力				
股东权益合计	16674.84	20494.76	25907.47	32924.76	毛利率	21.05%	21.15%	21.50%	22.00%
负债和股东权益合计	36441.44	47605.77	60628.20	70665.94	净利率	7.85%	8.35%	8.52%	9.04%
					ROE	17.57%	20.37%	22.97%	23.54%
					ROA	7.47%	8.10%	9.02%	10.03%
					ROIC	17.54%	17.75%	20.10%	21.37%
					估值倍数				
					P/E	48.96	34.56	24.39	18.81
					P/S	3.72	2.62	1.89	1.55
					P/B	8.60	7.04	5.60	4.43
					股息率	0.00	0.00	0.00	0.01
					EV/EBIT	30.82	27.98	23.56	20.78
					EV/EBITDA	23.30	20.15	17.70	16.18
					EV/NOPLAT	36.83	33.19	27.80	24.45

数据来源：同花顺、公司公告，广证恒生



团队成员介绍：

肖明亮：江西高安人，武汉大学会计学硕士，目前担任广证恒生 TMT 团队负责人，传媒和教育行业负责人，5 年传媒行业研究经验。持续跟踪覆盖文化传媒和教育领域，在文娱、教育、营销服务、出版发行等细分领域积累了较丰富的研究经验，重视产业链研究分析，致力于从产业供需分析以及产业链的边际变化挖掘投资价值。

李嵘嵘：华北电力大学工科学士，上海国家会计学院硕士，拥有知名券商研究经验。目前担任电子行业研究员，持续跟踪覆盖电子产业领域

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。