

无边界扩张的消费电子平台

投资要点

- **扩张势头迅猛, 实力不断提升。**领益智造自2012年成立以来, 先后收购了东莞领益、东台领益、苏州领胜科技、深圳领胜、东台富焱鑫和三达精密等生产性企业, 按照其重组前主营业务并入领益智造对应的业务板块, 扩大了领益智造模切、CNC、冲压产品的产能; 领益智造收购的TLG(BVI)在重组后仍承担其原有的海外贸易平台功能, 收购的LY(BVI)已注销; 领益智造收购的东莞鑫焱继续为领益智造及其子公司提供生产所需刀具; 领益智造出售的石家庄领略重组前后都没有实际经营业务。
- **业务发展潜力强劲, 收入增长迅速。**2017年公司营业收入达到160亿元, 较2016年上涨32.1%, 2018年公司营业收入为225亿元, 增幅为41.3%。2016年以前公司不断收购其他公司, 且不断增加注册资本, 使公司进入快速发展期, 增长较为强劲; 2017年股权转让以后, 公司进入稳定发展新常态, 营业收入呈现稳定上涨趋势。
- **智能终端需求旺盛, 业务前景良好。**从智能家电、平板电脑、智能手机, 到智能家居、车载导航等, 各种智能终端产品正逐步渗透到人们生活的方方面面。目前可穿戴设备呈现爆发式增长; 5G发展将再次引发全球智能手机出货量快速上升, 进而为精密功能器件行业带来广阔市场需求。
- **消费电子市场空间巨大, 潜力无限。**消费电子产品主要包括智能手机、平板电脑和以智能手表、智能手环为代表的可穿戴设备等, 这些产品中都含有大量精密功能器件。受5G入局、移动互联网、物联网、云计算等新兴技术高速发展, 未来全球消费电子市场持续活跃。产品性能的不断提高和产品外观的快速更新换代, 进一步促进了消费者需求的增长, 智能手机、智能穿戴市场将保持较快增长, 市场空间巨大。
- **盈利预测与投资建议。**预计2019-2021年EPS分别为0.32元、0.38元、0.44元。鉴于下游市场蓬勃发展, 公司又处于不断扩张时期, 给予公司2019年30倍估值, 对应目标价9.60元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:**行业及宏观经济波动的风险; 客户集中度较高的风险; 下游行业需求变化风险; 经营管理风险。

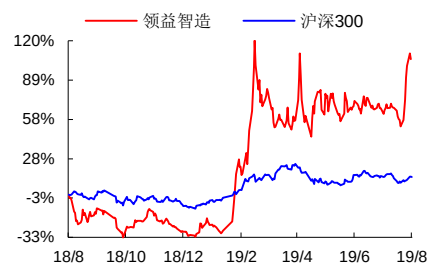
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	22499.66	24956.26	28410.58	32766.92
增长率	41.28%	10.92%	13.84%	15.33%
归属母公司净利润(百万元)	-679.90	2160.44	2578.72	3000.49
增长率	-148.40%	417.76%	19.36%	16.36%
每股收益EPS(元)	-0.10	0.32	0.38	0.44
净资产收益率ROE	-7.52%	14.41%	14.87%	14.94%
PE	-75	24	20	17
PB	5.17	2.97	2.61	2.30

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 陈杭
执业证号: S1250519060004
电话: 021-68415309
邮箱: chenhang@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	68.23
流通A股(亿股)	17.24
52周内股价区间(元)	2.43-7.99
总市值(亿元)	509.66
总资产(亿元)	218.04
每股净资产(元)	1.53

相关研究

目 录

1 扩张势头迅猛，实力不断提升	1
2 业务发展潜力强劲，收入增长迅速.....	4
3 智能终端需求旺盛，消费电子规模上升.....	5
4 盈利预测与估值.....	8
4.1 盈利预测	8
4.2 相对估值.....	9
5 风险提示	10

图 目 录

图 1: 公司历史沿革.....	1
图 2: 公司历年重大资产重组情况.....	2
图 3: 公司股权结构.....	2
图 4: 2014-2018 年公司营业收入及增长率.....	4
图 5: 2014-2018 年公司归母净利润及增长率.....	4
图 6: 2018 年公司主营业务收入构成占比.....	4
图 7: 2018 年公司主营业务毛利额构成占比.....	4
图 8: 2014-2018 年公司三费占营收比例.....	5
图 9: 2014-2018 年公司研发投入及占营收比例.....	5
图 10: 精密功能器件行业产业链关系.....	5
图 11: 智能终端产品分类.....	6
图 12: 智能终端产业链及智能终端部件生产厂商分类.....	6
图 13: 全球智能手机出货量.....	6
图 14: 全球平板电脑出货量.....	6
图 15: 全球智能可穿戴设备市场预测.....	7
图 16: 全球车联网市场规模及预测.....	7

表 目 录

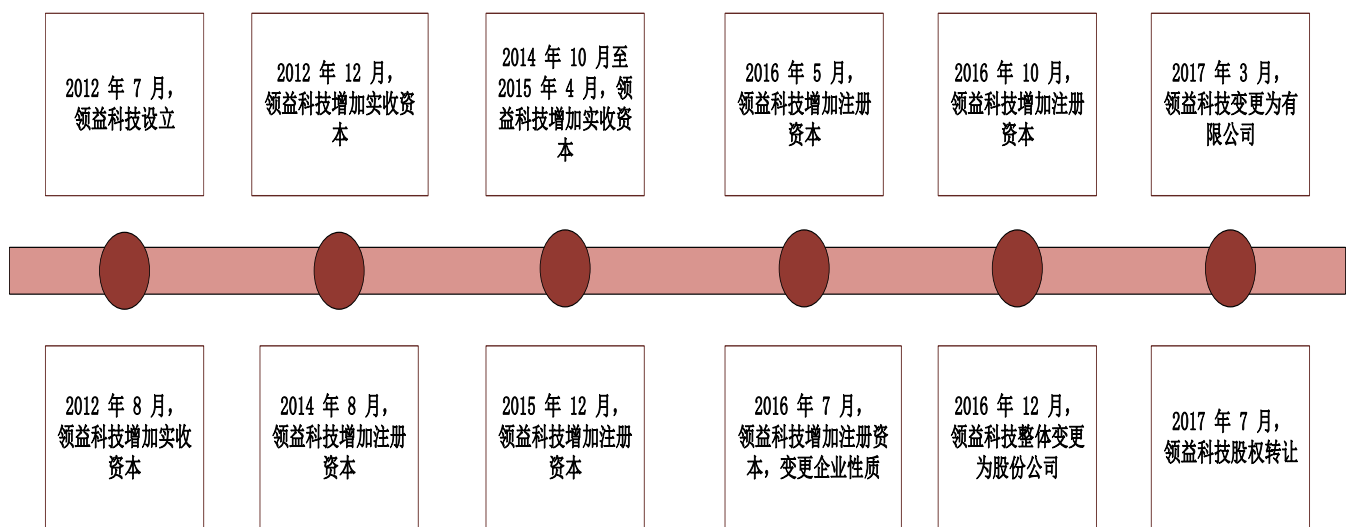
表 1: 公司主要产品.....	3
表 2: 行业主要竞争企业.....	7
表 3: 分业务收入及毛利率.....	9
表 4: 可比公司估值.....	9
附表: 财务预测与估值.....	11

1 扩张势头迅猛，实力不断提升

领益智造为消费电子产品精密功能器件供应商，专注于智能消费电子高精密功能器件的研发、生产和销售。

公司于 2012 年 6 月 29 日在香港设立，经营范围为“新型电子元器件、导电材料、导热绝缘材料、屏蔽防辐射材料的技术开发、生产经营新型电子元器件、手机及电脑配件，从事货物及技术进出口业务（不含分销）”；注册资本为 1000 万美元。

图 1：公司历史沿革



数据来源：公司官网，西南证券整理

领益智造于 2012 年 7 月进军新型电子元器件领域。2012 年 8 月，领益智造首次增加实收资本 700 万美元；2012 年 12 月，公司再次增加实收资本 300 万美元。2014 年 8 月 28 日，公司的投资总额由 1000 万美元变更为 8000 万美元，注册资本由 1000 万美元变更为 6000 万美元。在 2014 年 10 月至 2015 年 4 月期间，TLG (HK) 分 5 次缴纳完毕注册资本。2015 年 12 月，注册资本增加至 6243 万美元，2016 年 5 月 17 日，注册资本增加至 6300 万美元。2016 年 7 月，注册资本增加至 1.6 亿美元，变更企业性质投资总额增加至 2 亿美元，增资后领益智造变更为中外合资企业。2016 年 12 月，领益智造整体变更为股份公司。2017 年 3 月，领益智造变更为有限公司。2017 年 7 月 1 日，TLG (HK) 将其所持有的领益智造股权全部转让予领胜投资。

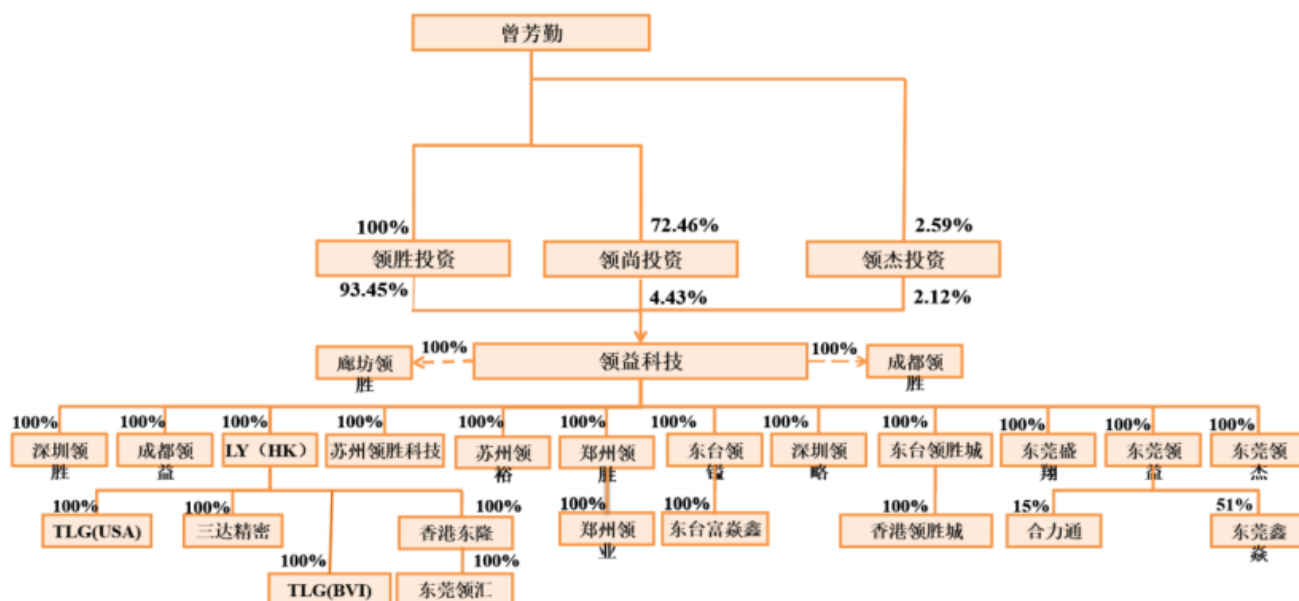
图 2：公司历年重大资产重组情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

领益智造收购的东莞领益、东台领镒、苏州领胜科技、深圳领胜、东台富焱鑫和三达精密等生产性企业按照其重组前主营业务并入领益智造对应的业务板块，扩大了领益智造模切、CNC、冲压产品的产能；领益智造收购的 TLG (BVI) 在重组后仍承担其原有的海外贸易平台功能，收购的 LY (BVI) 已注销；领益智造收购的东莞鑫焱继续为领益智造及其子公司提供生产所需刀具；领益智造出售的石家庄领略重组前后都没有实际经营业务。

图 3：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

领益智造的实际控制人为曾芳勤。曾芳勤通过控制领胜投资（深圳）有限公司间接持有领益智造 93.5%的股权，作为深圳市领尚投资合伙企业（有限合伙）的合伙人间接持有领益智造 3.2%的股权，作为深圳市领杰投资合伙企业（有限合伙）的合伙人间接持有领益智造 0.1%的股权。曾芳勤间接持有领益智造的股权合计 96.7%，是领益智造的实际控制人。

领益智造自设立以来，专注于消费电子产品精密功能器件产品的设计、研发、生产与销售，以自主研发的先进精密模具及生产设备为支撑，凭借多年的行业经验和技術积累与国内外众多知名终端品牌商保持一站式的密切合作，为客户提供高品质的精密功能器件产品，广泛应用于智能手机、平板电脑、可穿戴设备、笔记本电脑等消费类电子产品行业。

领益智造产品主要分为模切产品、CNC 产品、冲压件、紧固件和组装产品等五大类，共上万个细分型号。主要代表性产品有光学胶、泡棉、声学丝网、EMI、导热类产品、手机金属外观件、金属屏蔽罩、紧固件等产品。

表 1：公司主要产品

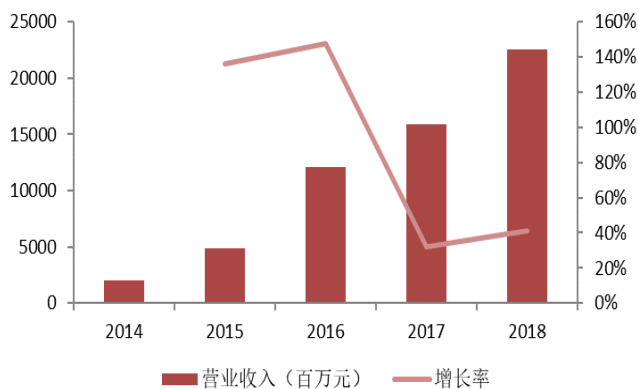
产品种类	具体产品	简介
模切产品	光学胶	用于粘贴手机的屏幕，加工和组装精度要求较高。尺寸及外观 CCD 全检，品质信息喷码在产品表面，自动化生产及检验设备全部自制。
	泡棉	用于手机内零件的密封和缓冲作用，可生产形状复杂产品，边缘最窄处可到 0.35mm。
	屏蔽片	用于手机内零件的导电和电磁屏蔽作用，产品材料层次最多到 13 层，工艺上同步 5 次套切且同时保证尺寸精度。
	声学丝网	属于手机喇叭配件，生产制程中对尺寸，外观及功能实现全检，给客户id提供高品质产品。
	电池胶	用于粘贴手机电池，胶材质特殊，自行开发专用圆刀设备和模具生产，达到材料最大化利用和生产在线检测。
	热熔胶	用于金属零件的粘贴，产品胶边窄，需要多步套切，公差要求 $\pm 0.05\text{mm}$ ，且要求自动化排布，开发超高精度模具和在线检测设备保证产品 100%检验合格。
	键盘胶	用于粘贴键盘，对尺寸要求高，实现上百个的尺寸数据 CPK 全部大于 1.33，产品结构多达 10 层以上。
	转轴布	用于粘贴转轴，提高转轴的使用寿命，产品结构复杂，层次较多，材料硬度和韧性高。
CNC 产品	按键系列	手机&平板电脑音量键、电源键、静音键
	镜头环系列	手机&平板电脑摄像头环装饰件
冲压产品	焊接工艺屏蔽罩、一体式屏蔽罩	屏蔽功能器件是指在消费电子产品内部用来完成电磁屏蔽功能的零部件。通常采用高导磁性材料及导热材料，以冲压工艺完成结构成型，辅以绝缘胶，绝缘漆或者导电泡棉，实现控制电场、磁场和电磁波由一个区域对另一个区域传导的功能。
	金属手机内置结构件	主要分为金属支撑零件和金属传导零件。金属支撑零件具有定位特性或者传动特性，防止消费电子产品的零部件在震动及跌落过程中出现接触不良的情形。金属传导零件直接参与电子信号传导，常见的有固定板、接地弹片、触点弹片、支撑板等。
组装类产品	指纹环模组	采用金属、玻璃与橡胶组合而成的小型模组化产品。
	支撑板	多种材料（金属与非金属）通过组装和热压合，组成 多层复合材料。外面包覆皮革后，可以实现不同形式的折叠支撑，甚至可作为电子产品的开关和熄屏控制。

数据来源：公司官网，西南证券整理

2 业务发展潜力强劲，收入增长迅速

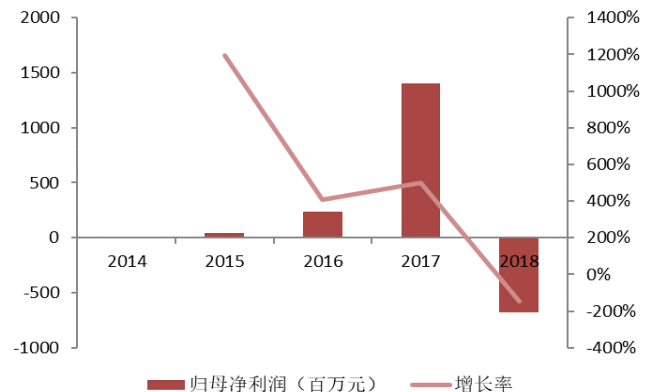
公司营业收入持续上涨，营业收入增速强劲。2014 年公司营业收入为 20.6 亿元，2015 年营业收入达到 48.7 亿元，增幅高达 136.3%；2016 年公司营业收入为 120.5 亿元，较 2015 年上涨 147.5%；2017 年公司营业收入达到 159.3 亿元，较 2016 年上涨 32.1%，2018 年公司营业收入为 225 亿元，增幅为 41.3%。2016 年以前公司不断收购其他公司，且不断增加注册资本，使公司进入快速发展期，增长较为强劲；2017 年股权转让以后，公司进入稳定发展新常态，营业收入呈现稳定上涨趋势。

图 4：2014-2018 年公司营业收入及增长率



数据来源：Wind，西南证券整理

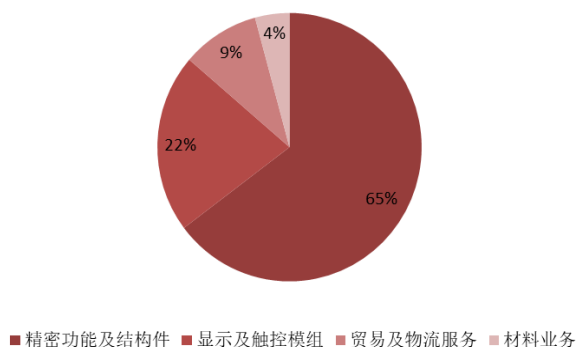
图 5：2014-2018 年公司归母净利润及增长率



数据来源：Wind，西南证券整理

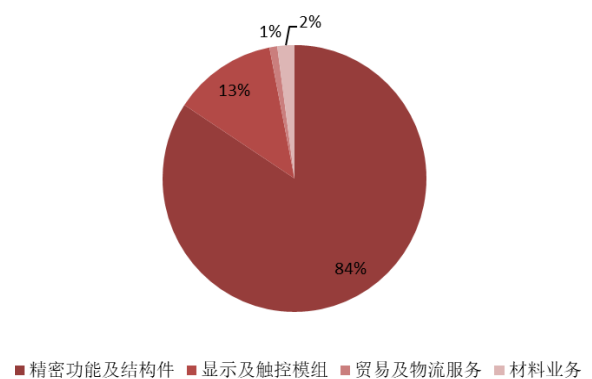
公司 2017 年实现归母净利润 14 亿元，为 2016 年 2.3 亿元的 6 倍之多，主要原因是东方亮彩原股东未完成业绩承诺而进行的业绩补偿所致，合计 16.2 亿元，扣非后归母净利润 -2.2 亿元，为亏损。2018 年公司归母净利润大额为负，主要原因是公司发生反向收购，原上市公司退出过程中，形成了资产减值损失 18 亿和公允价值变动损失 8.8 亿元，这些项目引起当期净利润减少，但并未导致经营活动的实际流入或流出。

图 6：2018 年公司主营业务收入构成占比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：2018 年公司主营业务毛利额构成占比

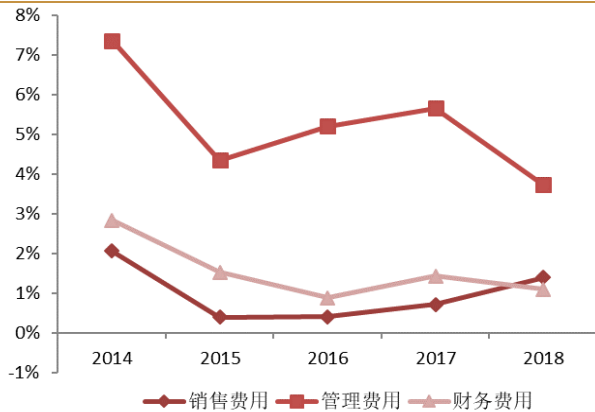


数据来源：Wind，西南证券整理

精密功能及结构件作为公司第一主营业务表现突出。从 2018 年分产品类别营收看，精密功能及结构件营收占总营收比例达到 65.1%，显示及触控模组营收占比为 22%，贸易及物流服务营收占比为 9%，材料业务营收占比为 4.1%。从 2018 年主营业务毛利额占比情况来看，精密功能及结构件毛利额占总毛利额比例达到 84%，显示及触控模组毛利额占比为 13%，

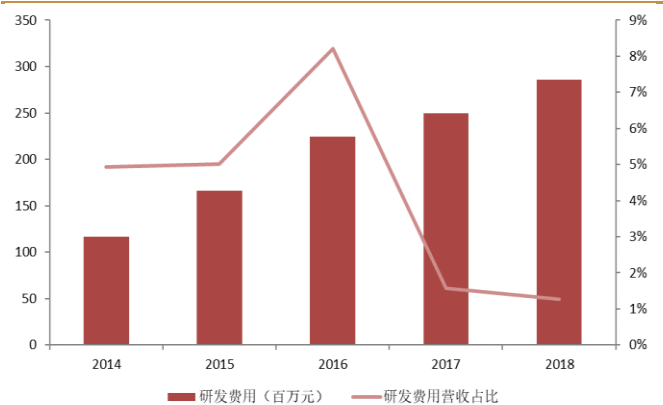
材料业务毛利额占比为 2%，贸易及物流服务毛利额占比仅为 1%。2018 年精密功能及结构件成为公司主营业务收入及主营业务毛利额的主要来源。

图 8：2014-2018 年公司三费占营收比例



数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：2014-2018 年公司研发投入及占营收比例



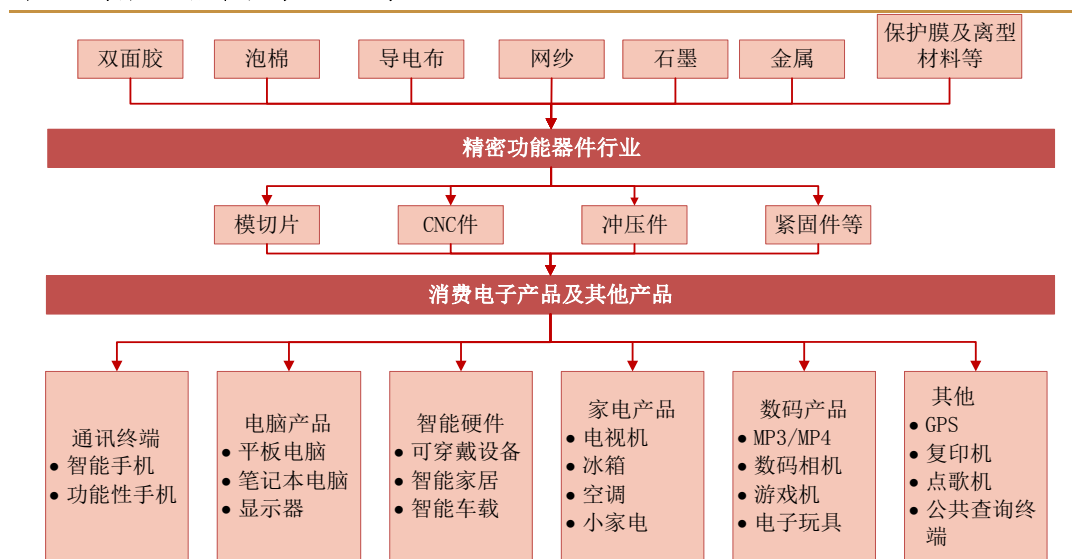
数据来源：Wind，西南证券整理

公司的期间费用控制良好，研发支出保持稳健增长趋势。公司专注于智能消费电子高精精密功能器件的研发，2014 年公司的研发费用为 1.2 亿元，2014 年上涨至 1.7 亿元，增幅为 5%；2018 年末，公司投入产品研发的研发费用已达到 2.9 亿元。2014-2018 年间，公司期间费用率逐步下降，其中管理费用率下降最为明显，2014 年公司的管理费用率为 7.4%，而 2018 年管理费用率下降到了 3.7%，降幅高达 49%。

3 智能终端需求旺盛，消费电子规模上升

精密功能器件产品行业包括上游原材料（金属、双面胶、泡棉、热熔胶、导电布、网纱、石墨、保护膜及离型材料等）和下游消费电子行业（手机、平板电脑、笔记本电脑、可穿戴设备等）。精密功能器件行业属于资本、技术密集型行业，其市场容量取决于下游终端消费电子产品的产量。

图 10：精密功能器件行业产业链关系



数据来源：公司官网，西南证券整理

具体而言,精密功能器件包含单双面胶、保护膜、电磁屏蔽器件、导热器件、防尘网、绝缘片、标识产品、紧固件、功能按键等器件,实现通讯设备、计算机、手机、汽车电子等产品各功能模块或部件之间粘接、保护、防干扰、导热、防尘、绝缘、标识等功能。

下游产品中智能终端作为人机交互的重要工具,从智能家电、ATM机、平板电脑、智能手机,到智能家居、车载导航、多媒体播放设备等,正逐步渗透到人们生活的方方面面。智能终端行业产业链的上游为智能终端设计厂商、智能终端操作系统厂商、智能终端部件生产厂商和整机厂商,分别提供智能终端所需的设计方案、操作系统、各种部件,以及通过贴片与整机的组装提供智能终端整机;产业链的下游主要为各类智能终端用户。

图 11: 智能终端产品分类



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 12: 智能终端产业链及智能终端部件生产厂商分类

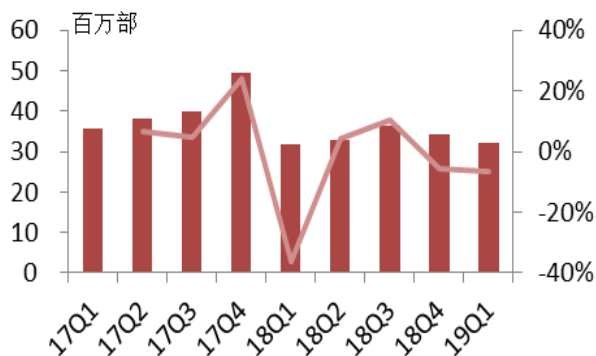


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

消费电子产品主要包括智能手机、平板电脑和以智能手表、智能手环为代表的可穿戴设备等,这些产品中都含有大量精密功能器件。受 5G 入局、移动互联网、物联网、云计算等新兴技术高速发展,未来全球消费电子市场持续活跃。产品性能的不提高和产品外观的快速更新换代,进一步促进了消费者需求的增长,智能手机、智能穿戴市场将保持较快增长。

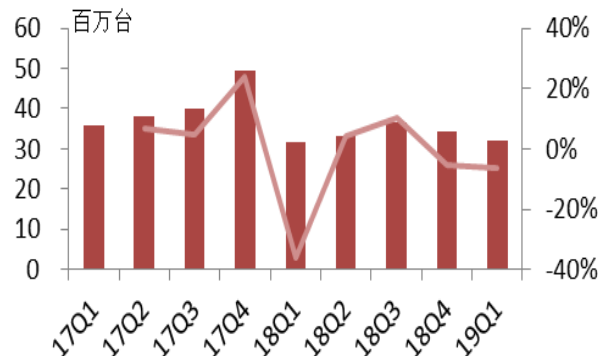
智能手机市场规模的扩大将为精密功能器件行业带来广阔的市场需求。而平板电脑市场出现下滑趋势,主要是受大屏手机的冲击、市场趋于饱和、产品生命周期长以及可替代性产品增多等因素影响。

图 13: 全球智能手机出货量



数据来源: Wind, 西南证券整理

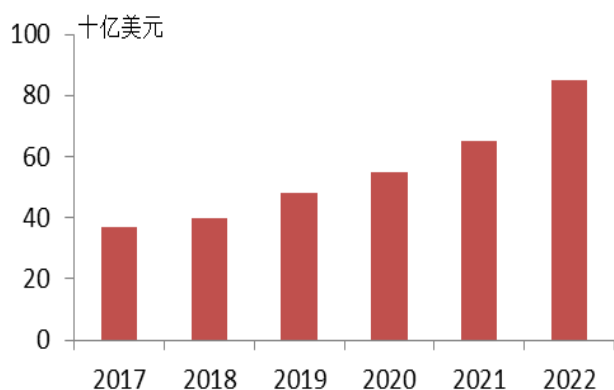
图 14: 全球平板电脑出货量



数据来源: Wind, 西南证券整理

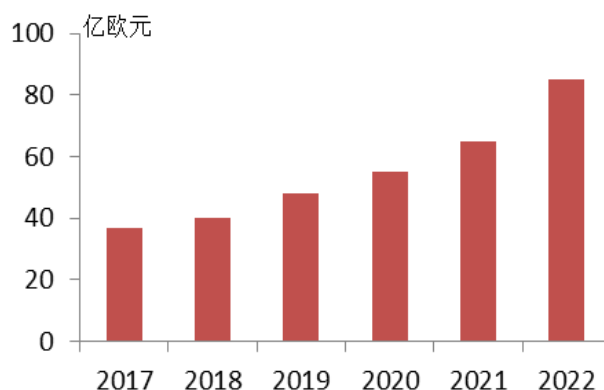
可穿戴设备是被研究机构誉为最有前景的消费电子产品之一，2014 年是智能可穿戴设备的元年，随着 Google Glass、Apple Watch 和 Android Wear 等产品问世，可穿戴设备出现爆发式的增长。目前车联网在全球市场的渗透率仍然处于较低水平，但是预计到 2020 年车联网渗透率将突破 20%，2013-2018 年的复合增长将达到 24.5%，车载智能终端的普及率也将随之提升。

图 15：全球智能可穿戴设备市场预测



数据来源：IDTechEX，西南证券整理

图 16：全球车联网市场规模及预测



数据来源：GSMA，西南证券整理

公司产品主要应用在通讯设备、计算机、手机终端、汽车电子、医疗器械、家用电器等多个领域。与行业内主要竞争对手相比，凭借优质稳定的客户资源、多年的研发生产积累、规模化供应与生产成本优势，叠加终端市场发展迅速、需求旺盛，公司有望切入行业更大市场份额。

领益智造伴随着全球智能手机的浪潮迅速成长，凭借良好的行业口碑、较强的技术研发及生产能力，与一批著名国内外消费电子品牌建立了稳固的合作关系。领益智造已经进入苹果、华为、OPPO、VIVO 等著名手机品牌厂商的供应链，2014 年至 2016 年期间，领益智造向这四家终端客户的销售收入占其各期营业收入的比重均在 92% 以上。优质的客户资源，一方面体现了领益智造的产品具有广阔的下市场空间，另一方面，可以通过与下游领先的客户共同进行产品研发、批量供货，把握市场节奏，不断增强研发、制造能力。

精密功能器件为定制化产品，领益智造已建成深圳、东莞、东台、苏州、成都、郑州、无锡等多个完整的研发生产基地并已相继实现量产，具有较大的生产规模和较强的持续供货能力，能及时满足单个客户对不同型号产品和众多客户的订单需求，巩固了客户与领益智造的合作关系。

表 2：行业主要竞争企业

行业主要竞争企业	简介
赫比国际	赫比国际有限公司于1980年成立于新加坡，是一家世界领先的精密塑胶模具及整机制造厂商。主要与国际性跨国公司合作制造无线通讯、家用电器、电子设备、数据储存、医疗设备和自动化设备等。赫比国际有限公司分别在亚洲和欧洲设有制造工厂，包括新加坡、中国（上海、成都、厦门、青岛、天津、苏州等地）及墨西哥、波兰、泰国等，全球共有23家公司。与领益同属苹果重要模切供应商。
安洁科技 (002635.SZ)	一家专业从事各种特殊电子绝缘材料、缓冲材料等专业功能性材料的整体方案设计供应商，2018年实现总营收 35.5 亿元。与领益智造同为苹果重要模切产品供应商，国内终端品牌领域也属于存在相互竞争状况。

行业主要竞争企业	简介
英国莱尔德集团 (代码: LARD)	伦敦股票交易所上市公司, 是设计和制造电磁屏蔽材料、导热材料的世界著名公司, 主要产品为电磁屏蔽材料、导热界面材料和无线天线。产品广泛应用于电信、数字通讯、手机、计算机、通用电子装置、网络设备、航空、国防、汽车以及医疗设备等领域。2017年营收82.2亿元。 与领益智造同属苹果重要模切供应商。
智动力 (300686.SZ)	主营业务为手机等消费电子功能性器件的研发、生产和销售, 为客户提供功能性器件的设计、生产、检测等全方位服务。其产品应用于手机、平板电脑、可穿戴设备、影音设备等消费电子产品及其组件, 应用品牌包括三星、华为、小米、联想、OPPO等知名手机及其他消费电子品牌。 与领益智造在国内终端品牌领域相互竞争。
长盈精密 (300115.SZ)	一家专业从事移动通信终端、数码及光电产品等配套精密手机金属外观件、手机金属边框、精密电磁屏蔽件、微型精密连接器、手机滑轨、表面贴装式 LED精密封装支架等产品研发、生产、经营的企业。2018年实现营业收入86.3亿元。 与领益智造同为苹果供应链中的重要金属件产品供应商, 国内终端品牌领域也属于存在相互竞争状况。
飞荣达 (300602.SZ)	2017年在深圳证券交易所创业板上市, 主要从事电磁屏蔽及导热器件的研发、设计、生产与销售, 能够为客户提供电磁屏蔽及导热应用解决方案。2018年实现营业收入13.3亿元。 与领益智造在国内终端品牌领域相互竞争。
劲胜智能 (300083.SZ)	是国内消费电子精密结构件产品和服务的领先供应商, 主要为消费电子产品中的手机、平板电脑、智能穿戴设备、虚拟现实VR等提供精密结构件, 2018年实现营业收入 55.1亿元。主要服务终端品牌华为、OPPO和三星等。
米亚精密	隶属于香港联丰商业集团旗下的全资子公司, 成立于2007年11月, 办公地址为东莞凤岗镇玉泉工业区。2008年6月正式投入生产, 总投资近40亿港元, 建筑面积约30万平方米, 现有员工近5000余人。米亚科技公司主要为Apple、特斯拉等提供精密五金配件。

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设:

作为以智能手机为代表的智能终端未来数年的主流发展趋势, OLED 屏、无线充电等技术对制造工艺、器件及新型材料提出了较高的要求; 而由 5G 技术引发的智能终端升级潮将大力带动相关上游工艺及材料制造商的销量及单体价格。

假设 1: 精密功能及结构件: 精密功能及结构件作为典型的高精密器件, 受益于行业爆发带来的持续利好, 预计未来出货量将实现快速增长。参考行业平均增速, 假设 2019-2021 年出货量增长率分别为 17%、17%、17%, 假设该业务毛利率保持稳定, 预计 2019-2021 年保持在 26%。

假设 2: 显示及触控模组: 显示及触控模组同样作为关键材料, 预计出货量也将实现快速增长。假设出货量增速在 2019-2021 年分别为 17%、17%、17%, 假设该业务毛利率稳定, 预计 2019-2021 年保持在 12%。

假设 3: 贸易及物流服务: 2018 年公司对贸易及物流服务业务投入大幅度削减, 导致其增速为-69%, 预计未来几年公司将进一步削减该业务。假设出货量增速在 2019-2021 年分别为-45%, 毛利率保持在 3%。

假设 4: 材料业务: 参考过去几年材料业务行业平均增速, 假设出货量增速在 2019-2021 年分别为 12%, 假设该业务毛利率稳定, 在 2019-2021 年保持为 10%。

假设 5：其他业务：预计公司其他业务出货量增长率及毛利率保持稳定。假设出货量增速在 2019-2021 年分别为 12%，毛利率在 2019-2021 年保持为 12%。

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
精密功能及结构件	收入	14356.43	16797.02	19652.52	22993.44
	增速	-	17.00%	17.00%	17.00%
	毛利率	25.97%	26.00%	26.00%	26.00%
显示及触控模组	收入	4786.31	5599.98	6551.98	7665.82
	增速	-	17.00%	17.00%	17.00%
	毛利率	11.97%	12.00%	12.00%	12.00%
贸易及物流服务	收入	2106.15	1158.38	637.11	350.41
	增速	-69.00%	-45.00%	-45.00%	-45.00%
	毛利率	2.70%	3.00%	3.00%	3.00%
材料业务	收入	933.10	1045.07	1170.48	1310.94
	增速	-	12.00%	12.00%	12.00%
	毛利率	9.93%	10.00%	10.00%	10.00%
其他	收入	317.68	355.80	398.50	446.32
	增速	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
	毛利率	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
合计	收入	22,499.67	24,956.26	28,410.58	32,766.92
	增速	-	10.92%	13.84%	15.33%
	毛利率	21.19%	22.18%	22.63%	22.85%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取了公司所在电子行业的相关公司作为估值参考，分别飞荣达、立讯精密、安洁科技，行业 2019 年 PE 平均值为 32.15 倍，预计公司 2019 年 EPS 为 0.32 元。考虑到下游市场蓬勃发展，公司又处于不断扩张时期，我们给予公司 2019 年 30 倍 PE 估值，目标价 9.6 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
300602	飞荣达	42.39	0.80	0.89	1.21	1.54	52.99	47.63	35.03	27.53
002475	立讯精密	24.92	0.66	0.71	0.95	1.21	37.76	35.10	26.23	20.60
002635	安洁科技	15.08	0.74	1.10	1.29	1.54	20.38	13.71	11.69	9.79
平均值							37.04	32.15	24.32	19.30

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

行业及宏观经济波动的风险；客户集中度较高的风险；下游行业需求变化风险；经营管理风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	22499.66	24956.26	28410.58	32766.92	净利润	-745.66	2541.69	3033.79	3529.98
营业成本	17959.39	19421.97	21980.03	25280.80	折旧与摊销	869.79	459.87	464.78	467.69
营业税金及附加	167.16	124.78	142.05	163.83	财务费用	246.06	57.24	-123.64	-192.68
销售费用	313.94	174.69	198.87	229.37	资产减值损失	1806.14	1800.00	1800.00	1800.00
管理费用	838.49	374.34	284.11	327.67	经营营运资本变动	-1311.10	1601.28	60.76	-82.07
财务费用	246.06	57.24	-123.64	-192.68	其他	667.06	-1896.01	-1231.99	-805.84
资产减值损失	1806.14	1800.00	1800.00	1800.00	经营活动现金流净额	1532.29	4564.07	4003.70	4717.08
投资收益	116.90	2.00	5.00	10.00	资本支出	-3112.89	-320.00	-320.00	-320.00
公允价值变动损益	-878.81	0.00	-550.00	-1000.00	其他	2940.05	-417.73	-405.67	-1049.78
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-172.83	-737.73	-725.67	-1369.78
营业利润	-603.81	3005.22	3584.16	4167.92	短期借款	955.67	-3457.82	1.00	1.00
其他非经营损益	-28.63	-15.00	-15.00	-15.00	长期借款	-446.48	0.00	0.00	0.00
利润总额	-632.45	2990.22	3569.16	4152.92	股权融资	8787.71	-2.55	0.00	0.00
所得税	113.21	448.53	535.37	622.94	支付股利	0.00	81.59	-259.25	-309.45
净利润	-745.66	2541.69	3033.79	3529.98	其他	-9746.99	4626.89	124.64	194.08
少数股东损益	-65.76	381.25	455.07	529.50	筹资活动现金流净额	-450.08	1248.11	-133.61	-114.37
归属母公司股东净利润	-679.90	2160.44	2578.72	3000.49	现金流量净额	915.47	5074.44	3144.42	3232.94
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2014.33	7088.77	10233.19	13466.13	成长能力				
应收和预付款项	7245.43	6749.95	7476.09	8495.55	销售收入增长率	41.28%	10.92%	13.84%	15.33%
存货	2524.54	3660.90	4149.50	4805.49	营业利润增长率	-141.09%	397.71%	19.26%	16.29%
其他流动资产	607.25	1111.58	1006.07	1123.28	净利润增长率	-152.96%	240.87%	19.36%	16.36%
长期股权投资	153.39	153.39	153.39	153.39	EBITDA 增长率	-74.12%	587.90%	11.44%	13.19%
投资性房地产	38.26	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	6104.36	5742.34	5375.41	5005.57	毛利率	20.18%	22.18%	22.63%	22.85%
无形资产和开发支出	2443.15	2687.35	2931.54	3175.73	三费率	6.22%	2.43%	1.26%	1.11%
其他非流动资产	991.46	979.42	967.38	955.33	净利率	-3.31%	10.18%	10.68%	10.77%
资产总计	22122.17	28173.69	32292.56	37180.47	ROE	-7.52%	14.41%	14.87%	14.94%
短期借款	3458.82	1.00	2.00	3.00	ROA	-3.37%	9.02%	9.39%	9.49%
应付和预收款项	6930.58	9477.70	10781.66	12397.13	ROIC	-4.59%	23.79%	28.92%	33.00%
长期借款	43.75	43.75	43.75	43.75	EBITDA/销售收入	2.28%	14.11%	13.82%	13.56%
其他负债	1767.67	1018.13	1057.50	1108.41	营运能力				
负债合计	12200.81	10540.58	11884.91	13552.29	总资产周转率	1.22	0.99	0.94	0.94
股本	6825.26	6822.71	6822.71	6822.71	固定资产周转率	5.51	4.36	5.21	6.39
资本公积	6865.43	6865.43	6865.43	6865.43	应收账款周转率	4.86	4.28	5.32	5.36
留存收益	1415.79	3657.81	5977.28	8668.32	存货周转率	8.52	5.77	5.31	5.35
归属母公司股东权益	9848.98	17179.49	19498.95	22189.99	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.86%	—	—	—
少数股东权益	72.37	453.62	908.69	1438.19	资本结构				
股东权益合计	9921.35	17633.11	20407.65	23628.18	资产负债率	55.15%	37.41%	36.80%	36.45%
负债和股东权益合计	22122.17	28173.69	32292.56	37180.47	带息债务/总负债	28.71%	0.43%	0.40%	0.37%
					流动比率	1.08	1.90	2.06	2.18
					速动比率	0.86	1.53	1.68	1.81
					股利支付率	0.00%	-3.78%	10.05%	10.31%
					每股指标				
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	每股收益	-0.10	0.32	0.38	0.44
EBITDA	512.04	3522.33	3925.30	4442.93	每股净资产	1.44	2.52	2.86	3.25
PE	-74.96	23.59	19.76	16.99	每股经营现金	0.22	0.67	0.59	0.69
PB	5.17	2.97	2.61	2.30	每股股利	0.00	-0.01	0.04	0.05
PS	2.27	2.04	1.79	1.56					
EV/EBITDA	100.98	12.04	10.04	8.13					
股息率	0.00%	—	0.51%	0.61%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn