

# 精密制造王者，未来成长不可限量

## ——立讯精密 (002475.SZ) 跟踪报告之一

公司动态

### ◆立讯精密：全球领先的电子精密制造巨头

立讯精密成立于2004年，并于2010年在深交所中小板上市。自成立以来，公司从PC连接器起家，通过收购昆山联滔进入苹果供应链，随后围绕大客户，开拓天线、无线充电、线性马达、声学器件等模组产品，并在2017年后进入整机制造，产品线不断扩张，逐步成长为电子制造巨头。公司营收从2007年的3.51亿元增长至2019年的625.16亿元，年均复合增速高达54.01%；归母净利润从2007年的0.32亿元增长至2019年的47.14亿元，年均复合增速高达51.60%。

### ◆发展历史：稳扎稳打奠定电子制造王者地位

公司自2004年成立以来，稳扎稳打步步为营，公司的发展历程大概可以分为三个阶段：1) 2004-2010年，公司专注于PC连接器领域，围绕最大客户富士康，产品规模不断扩大，并在2010年顺利上市；2) 2011-2016年，公司在2011年收购昆山联滔，成功进入苹果供应链，随后围绕大客户平台，在手机、平板、电脑、手表等多领域实现连接器产品的扩张；3) 2017年至今，公司进入丰收期，在无线充电、线性马达、射频天线、声学器件等模组，以及 AirPods 和 AppleWatch 整机组装均取得重大突破，业绩进入快速爆发期。

### ◆核心竞争力：三大能力铸就电子王者

富有远见的管理层、使命必达的公司文化、强大的精密制造能力是我们所归纳的公司核心竞争力。1、公司管理层对于行业发展趋势会有深刻的洞察力，提前多年进行研发布局，保证公司可以稳步成长；2、公司的文化就是使命必达，一定要优质地完成客户的要求，深受客户的信赖，也得到客户的众多支持；3、精密制造能力是公司开疆拓土的抓手，通过高质量地完成产品地设计、研发、生产、交付，公司保证了制造的高良率，也保证了公司的盈利能力。

◆盈利预测与评级：我们认为公司的核心竞争力在于富有远见而进取的管理层、使命必达的企业文化以及强大的精密制造能力。公司短期在手机模组份额提升+新品扩张，同时 AirPods 继续快速放量；中期 AppleWatch 有望复制 AirPods 的成功；长期则打造精密制造平台，向通信、汽车等多领域进军。我们维持公司2020-2022年EPS分别为1.27/1.70/2.11元，维持“买入”评级。

◆风险分析：客户产品需求低于预期、竞争加剧的风险、新产品导入不及预期。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	35,850	62,516	87,899	116,199	143,882
营业收入增长率	57.06%	74.38%	40.60%	32.20%	23.82%
净利润(百万元)	2,723	4,714	6,845	9,129	11,331
净利润增长率	61.05%	73.13%	45.21%	33.36%	24.12%
EPS(元)	0.66	0.88	1.27	1.70	2.11
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.57%	23.22%	25.15%	25.88%	25.07%
P/E	72	54	38	28	23
P/B	12.7	12.6	9.5	7.3	5.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年6月1日

### 买入(维持)

当前价：47.92元

### 分析师

刘凯(执业证书编号：S0930517100002)

021-52523849

[kailiu@ebsec.com](mailto:kailiu@ebsec.com)

### 联系人

王经纬

0755-23945524

[wangjingwei@ebsec.com](mailto:wangjingwei@ebsec.com)

### 市场数据

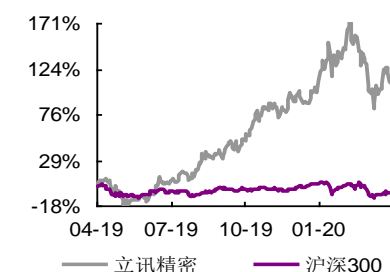
总股本(亿股)：53.72

总市值(亿元)：2254.55

一年最低/最高(元)：14.85/51.63

近3月换手率：100.11%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	9.00	-2.52	111.52
绝对	12.37	-7.04	109.81

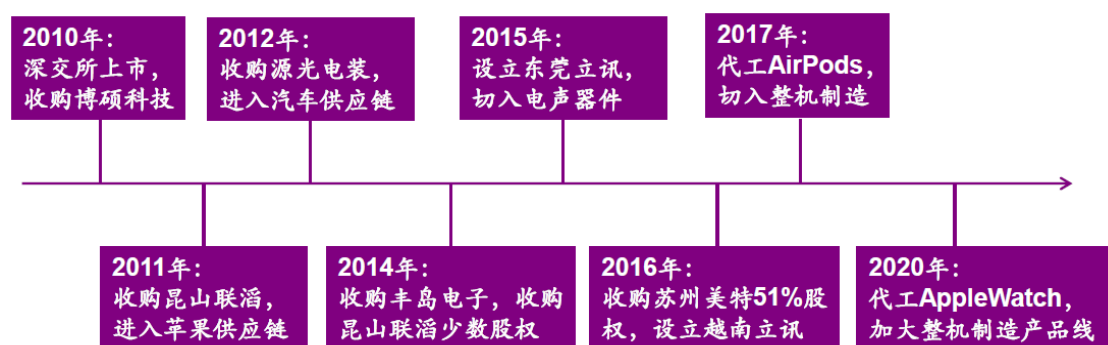
资料来源：Wind

# 1、立讯精密：全球领先的电子精密制造巨头

## 1.1、深耕消费电子，产品线不断扩张

立讯精密成立于2004年，并于2010年在深交所中小板上市。公司主要生产和销售连接线、连接器、射频天线、声学、无线充电、马达、蓝牙耳机等零组件、模组与系统产品。自成立以来，公司从PC连接器起家，通过收购昆山联滔进入苹果供应链，随后围绕大客户，不断开拓天线、无线充电、线性马达、声学器件等模组产品，并在2017年后进入整机制造领域，产品线不断扩张，逐步成长为电子制造巨头。除了消费电子产品，公司也不断加强在通讯和汽车的布局，打开未来长期成长空间。

图表 1：公司发展历史沿革



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

从应用领域来看，公司的产品分为消费电子产品、电脑互联产品、通讯互联产品及汽车互联产品。从产品的功能来看，主要包括零组件、模组以及系统类产品。公司的消费电子类产品包括连接器与连接线、线性马达、无线充电、天线、声学器件、AppleWatch、AirPods等；电脑互联产品主要是连接器、连接线、内部线；通讯互联产品包括高速连接器、高速电缆组件、基站天线、滤波器、光模块等；汽车互联产品主要包括线束、连接器、电子模块等。公司秉承“老客户、新产品；老产品、新客户、新市场”的发展思路，实现了产品线的不断扩张。

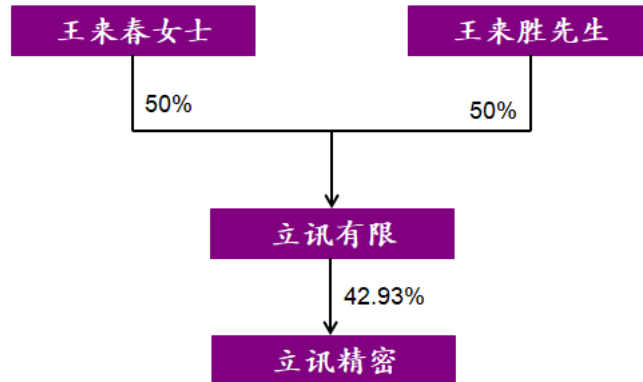
图表 2：公司的产品类别

消费电子产品	电脑互联产品	通讯互联产品	汽车互联产品
● 连接器	● 连接器	● 连接器	● 小型线束
● 无线充电	● 连接线	● 基站天线	● 整车线束
● 线性马达	● 内部线	● 基站滤波器	● 电子模块
● 射频天线		● 有源光缆	
● 声学器件		● 光模块	
● 整机代工			

资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

公司股权结构较为集中，控股股东为香港立讯有限公司，持股比例为42.93%。公司董事长王来春女士和副董事长王来胜先生各持有立讯有限50%股权，是公司的实际控制人。

图表 3：公司股权结构（时间：2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

自上市以来，公司共三次实施股权激励计划，绑定骨干员工。公司第一次股权激励是在 2015 年 10 月 22 日实施，共向 1023 名核心骨干员工定向发行 957.88 万股；公司第二次股权激励是在 2018 年 11 月 26 日实施，共向 1870 名核心骨干员工授予股票期权共 9730 万份；公司第三次股权激励是在 2019 年 4 月 23 日公告预案，将向 348 名核心骨干员工授予股票期权共 6259.5 万份。

通过实施三轮股权激励，公司中高层及核心骨干人员均拥有公司股权，使员工与公司利益得以绑定，保证了员工凝聚力和主人翁意识，有利于公司的稳定发展。

图表 4：公司第三次股权激励授予人员

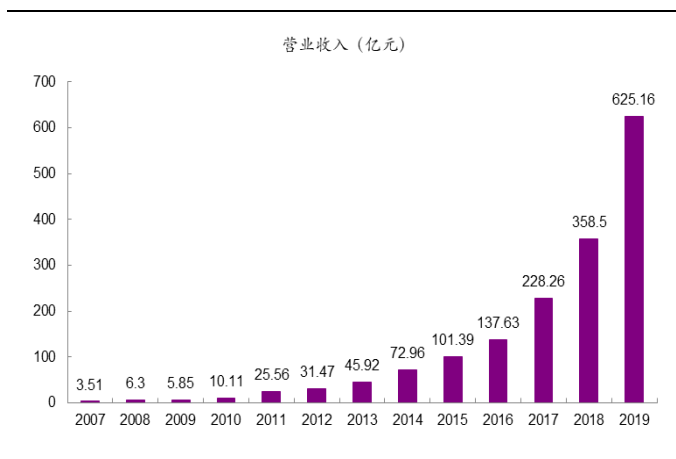
姓名	职位	获授的股票期权数量（万份）	获授总额占授予总额的比例	获授总额占当前总股本的比例
李斌	董事、副总经理	100.00	1.60%	0.02%
叶怡伶	董事、副总经理、财务总监	40.00	0.64%	0.01%
薛海皋	副总经理	100.00	1.60%	0.02%
熊藤芳	副总经理	80.00	1.28%	0.02%
中层管理人员、核心技术（业务）骨干（共 344 人）		4,687.60	74.88%	1.14%
预留部分		1,251.90	20.00%	0.31%
合计（共 348 人）		6,259.50	100.00%	1.52%

资料来源：公司公告

## 1.2、业绩持续高增长，报表质量不断改善

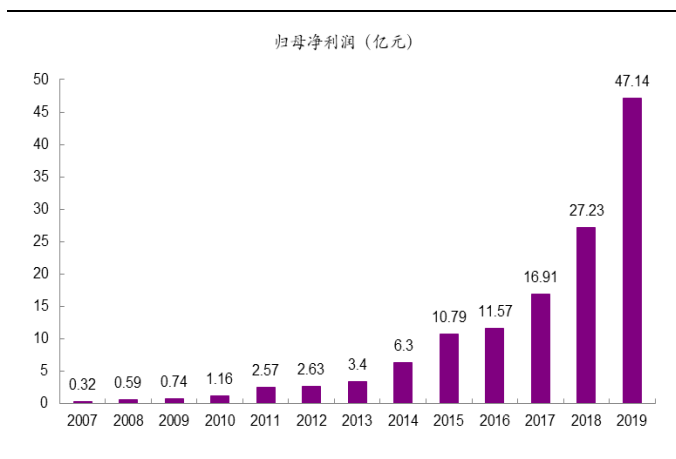
自成立以来，公司营业收入稳步增长。公司营收从2007年的3.51亿元增长至2019年的625.16亿元，年均复合增速高达54.01%；归母净利润从2007年的0.32亿元增长至2019年的47.14亿元，年均复合增速高达51.60%。公司在2020年继续保持着快速的增长势头，20Q1的营收达到165.13亿元，同比增长83.10%，实现归母净利润9.82亿元，同比增长59.40%。

图表5：公司历年营业收入



资料来源：Wind，光大证券研究所

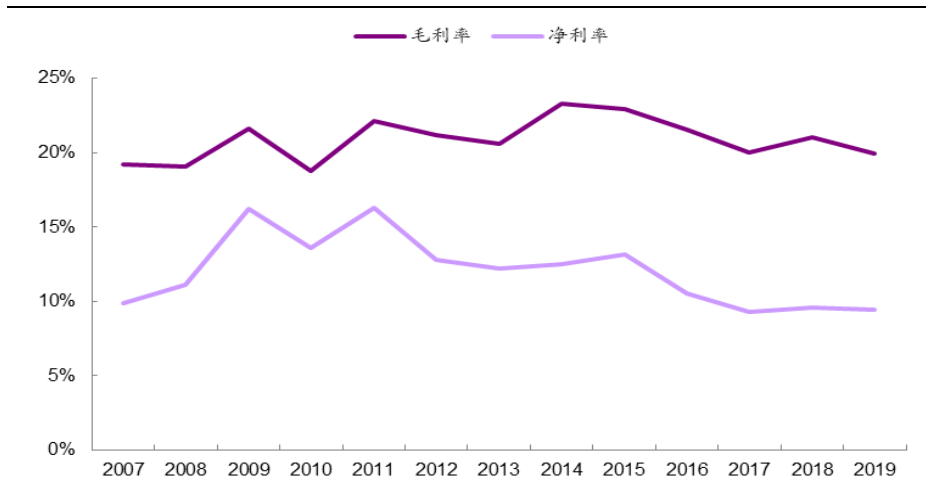
图表6：公司历年归母净利润



资料来源：Wind，光大证券研究所

公司上市后保持良好的盈利能力，毛利率保持在20%左右，净利率维持在10%左右。公司20Q1的毛利率为15.93%，净利率为6.21%。公司的毛利率和净利率在2015年之后出现了缓慢下降的趋势，主要是因为公司向模组和整机产品扩展，拉低了整体的盈利水平。随着整机产品在公司的比重已经接近50%，占比继续提升的空间已经不大，我们认为盈利能力将保持稳定。

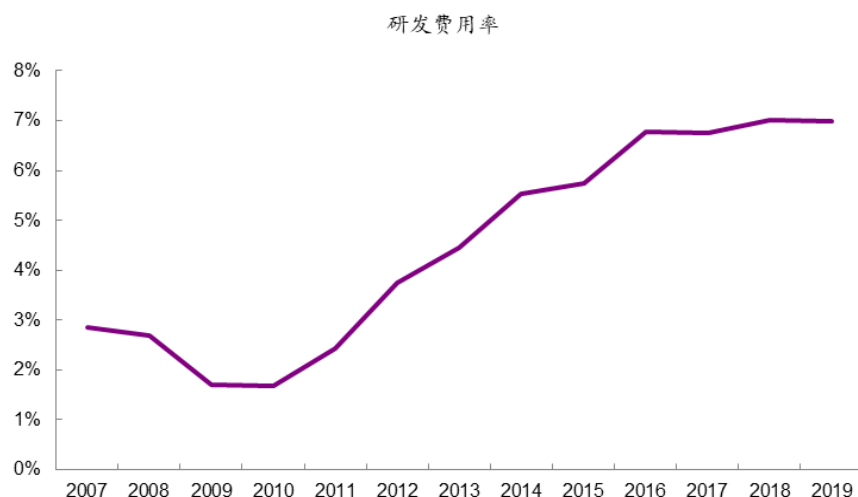
图表7：公司历年毛利率和净利率



资料来源：Wind，光大证券研究所

作为技术密集型企业，公司高度重视研发投入，与核心客户共同建立了数间先进技术开发实验室。同时公司围绕新产品、新技术、新领域不断加大研发投入，逐渐成为电子精密制造领域的全球标杆企业。公司的研发费用率也在不断提升，从2010年的2%左右提升到了2019年的7%左右。

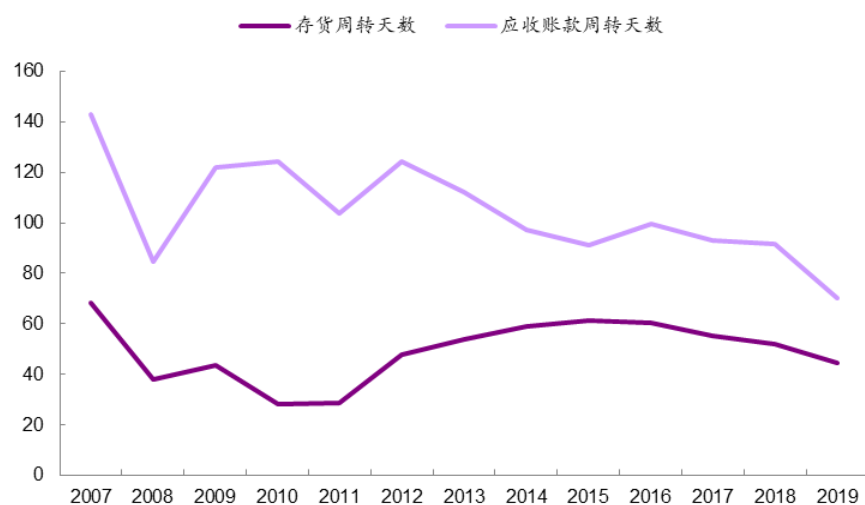
**图表 8：公司研发费用率不断提升**



资料来源：Wind，光大证券研究所

公司通过对整体财务管理体制的改善以及管控营运费用等方式降费增效，持续优化各财务指标。公司的营运能力在近五年也是不断改善，存货周转和应收账款周转速度在不断加快。

**图表 9：公司运营能力不断提升**



资料来源：Wind，光大证券研究所

## 2、发展历史：稳扎稳打奠定电子制造王者地位

### 2.1、2004-2010 年：服务富士康，专注 PC 连接器

2004 年 5 月 13 日，香港立讯在深圳设立外商独资公司立讯有限，并于 2008 年 11 月 19 日整体变更为股份有限公司，随后在 2010 年 10 月 11 日于深交所中小板上市。在此期间，公司始终专注于连接器的研发、生产和销售。公司连接器产品主要应用于电脑及周边设备，覆盖各类消费电子产品，并已进入汽车连接器、通讯连接器等领域。

连接器由接插件、线材等零配件组成，是一种借助电信号和机械力量使电路接通、断开或转换的功能元件，用作系统内的电信号连接。连接器是构成电路系统必需的基础元件之一，相当于系统的“神经”，通过对电信号“快速、稳定、低损耗、高保真”的传输，实现设备正常功能。

在 2010 年及以前，公司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，并专注于生产附加价值高的电脑内部连接器。公司台式电脑连接器已覆盖全球近 20% 的台式电脑，竞争优势明显；用于笔记本电脑连接器的 MCC、RF（Radio Frequency 射频）、DP 等系列均属于精密连接器产品，公司经过多年研发已掌握精密连接器设计和制造技术，并于 2009 年开始为国际客户批量供货，笔记本电脑连接器产品将逐步发展成为公司又一主力产品。

图表 10：公司台式电脑连接器产品



资料来源：公司招股说明书

图表 11：公司笔记本电脑连接器产品



资料来源：公司招股说明书

在此期间，精密连接器开发、制造技术的掌握，使公司有能力进入汽车连接器、通讯连接器和各类高端消费电子产品连接器领域，大大拓宽了公司业务的发展空间。在汽车连接器领域，公司开始为德尔福批量供应汽车连接器，使公司产品间接进入国际知名汽车品牌市场；在通讯连接器领域，公司取得中兴通讯的合格供应商资格认定，并在积极开发国际客户；在高端消费电子产品领域，公司开发用于液晶电视、各种新型便携式电子产品的精密连接器产品。

图表 12: 公司汽车连接器产品



资料来源: 公司招股说明书

图表 13: 公司通讯连接器产品



资料来源: 公司招股说明书

在客户方面, 2004 年立讯有限设立, 初期的客户开发均为内销客户, 公司的经营层将管理来料加工厂业务中形成的服务国际客户的综合能力应用在立讯有限的生产经营中, 公司迅速成为国内三大电脑品牌厂商——联想、同方、方正的主力供应商, 并开始承接了富士康国内订单。公司到 2007 年开始出口业务, 先后开发了富士康、伟创力、正崧精密、博硕科技、台湾光宝等国际知名客户, 外销收入大幅上升, 逐步成为公司主要的收入来源。

图表 14: 公司的 2008-2010H1 期间的前五大客户

年度	序号	客户名称	销售额 (万元)	占当期营业收入比例
2010 年 1-6 月份	1	Foxconn Group.	6,523.27	16.81%
	2	正崧精密	6,489.94	16.72%
	3	LAXUS INTERNATIONAL LIMITED	5,938.10	15.30%
	4	伟创力集团	4,690.64	12.09%
	5	联想集团	4,362.46	11.24%
		合计	<b>28,004.41</b>	<b>72.16%</b>
2009 年度	1	Foxconn Group.	26,532.97	45.38%
	2	联想集团	7,515.57	12.85%
	3	正崧精密	7,008.14	11.99%
	4	伟创力集团	2,946.63	5.04%
	5	田讯电子(烟台)有限公司	2,513.58	4.30%
		合计	<b>46,516.89</b>	<b>79.56%</b>
2008 年度	1	Foxconn Group.	35,587.80	56.46%
	2	香港立讯	8,185.81	12.99%
	3	联想集团	5,051.21	8.01%
	4	昆山全胜电子有限公司	2,586.89	4.10%
	5	东莞明鑫电子有限公司	2,200.63	3.49%
		合计	<b>53,612.34</b>	<b>85.05%</b>

资料来源: 公司招股说明书

在此期间, 富士康是公司的最大客户。将富士康关联公司合并计算, 报告期内的销售额及占当年的销售收入的比例如下:

图表 15: 富士康是公司在 2008-2010H1 期间的最主要客户

项目	2010 年 1-6 月	2009 年度	2008 年度	2007 年度
销售收入(万元)	6,523.27	26,532.97	35,587.80	16,757.83
收入占比	16.81%	45.38%	56.46%	47.73%

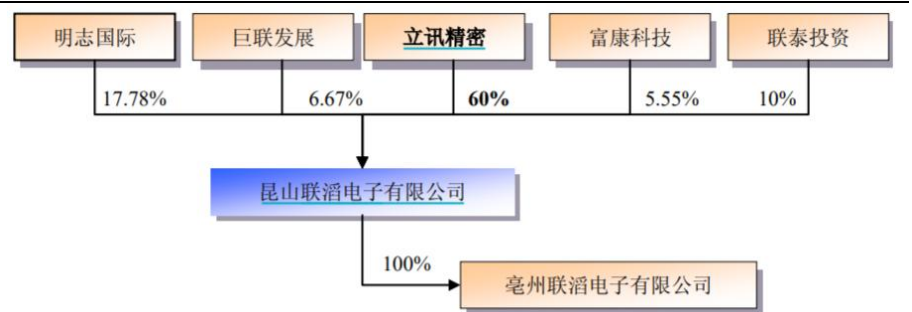
资料来源: 公司招股说明书

## 2.2、2011-2016 年：围绕苹果客户，多产品线扩张

2011 年 4 月 19 日，公司公告收购昆山联滔电子有限公司 60% 股权，成为昆山联滔的控股股东，并在 2014 年 3 月 5 日完成收购剩余 40% 少数股权，昆山联滔成为公司的全资子公司。

昆山联滔电子有限公司成立于 2004 年，主要从事各种精密连接器、高频信号连接线、新一代天线及机电整合的模组等产品产品的研发、制造及销售，产品广泛应用于笔记本电脑、平板电脑、台式电脑、通讯、服务器、存储器、消费性电子和汽车等领域，并为半导体行业领导厂商及协会提供其新介面所需设计验证之高频分析整体解决方案。产品系列及规格完整，可以满足客户各类型的需求，主要服务于 Quanta、Compal、Wistron、Foxconn 等 ODM/OEM 客户，其终端品牌为 Apple、Dell、Intel、Lenovo、Sony 和 Segate 等客户。

图表 16：公司收购昆山联滔 60% 股权后的股权结构



资料来源：公司公告

自成立以来，联滔电子良好的研发能力、品质保障和生产管理水平赢得了核心客户的高度认可和同业的广泛赞誉，公司核心产品优势地位明显，成为全球笔记本电脑及平板电脑的高频信号连接线的主要供应商之一，也是美国 Apple 公司连接线的主要供应商之一。

收购昆山联滔带给公司最大的价值是进入苹果供应链。随后公司凭借自身扎实的能力，在 2011-2014 年间不断拓展苹果产品的连接器产品。2011 年，公司获得 MacBook 内部线份额；2012 年，公司获得 iPad 内部线份额；2013 年，公司获得 MacBook 电源线和 iPhone/iPad Lighting 线份额；2014 年，公司获得 AppleWacth 无线充电/表带份额；2015 年，公司获得 MacBook Type-C 份额；2016 年，公司获得 iPhone 转接头份额。

图表 17：公司在苹果公司的产品线不断扩张

年份	在苹果客户的新品
2011	MacBook 内部线
2012	iPad 内部线
2013	MacBook 电源线、iPhone/iPad Lighting 线
2014	AppleWacth 无线充电/表带
2015	MacBook Type-C
2016	iPhone 转接头

资料来源：光大证券研究所梳理



## 2.3、2017 年至今：从模组到整机，规模体量再上新台阶

在模组方面，公司通过内生外延的方式快速扩张，在短时期内实现了多种模组产品的客户导入。

在天线方面，公司从 2015 年左右组建团队，短时间内突破 LDS 天线的各项难点，并于 2017 年进入 Mac 和 iPad 的 LDS 天线供应序列。随后在 2018 年，公司成功获得 LCP 天线的后道制造份额，成为 iPhone 的主天线供应商。目前公司已为北美大客户的天线核心供应商，包括协助大客户开发 5G 毫米波天线等下一代产品。

在声学器件方面，公司于 2016 年收购台湾美律的子公司苏州美特的 51% 股权，进入声学器件行业。苏州美特多年来致力于音频领域的持续投入，累积了深厚的研发及专利基础，并且已是苹果供应商。通过收购苏州美特，公司于 2017 年进入 iPhone 的声学器件供应序列，近几年份额不断提升。

在无线充电方面，公司早在 2014 年就已进入 AppleWatch 的无线充电供应链，并在 2018 年再次进入 iPhone 的无线充电接收端供应。目前公司已为大客户 iPhone、AirPods、AppleWatch 等产品的无线充电主力供应商。随着接收端布局的不断完善，我们预计苹果有望在 2021 年发布无线充电发射端，并形成与 iPhone 的标配。我们预计，公司届时将是无线充电发射端的主力供应商。

在线性马达方面，公司也是在短期内突破了产品的制造难点，良率快速提升，成本大幅下降，并在 2018 年进入 iPhone 的线性马达供应链。我们预计公司未来在大客户线性马达的份额仍将提升。

**图表 18：公司在苹果公司的模组产品线扩张历程**

年份	在苹果客户的模组新品
2014	Apple Watch 无线充电
2017	Mac/iPad 天线、声学器件
2018	LCP 天线后道、iPhone 无线充电、iPhone 线性马达

资料来源：光大证券研究所梳理

除了模组，公司在 2017 年进入 AirPods 组装供应链，成为公司近几年业绩持续增长的主力产品。

AirPods 的组装最开始是由英业达独家供应。英业达是 ODM 厂商龙头，提供 PC、服务器和手持设备/设备的 ODM 制造服务，公司的主要产品包括笔记本电脑、服务器、智能手机、可穿戴设备、无线音频等设备，主要客户包括惠普、苹果、小米、SONOS 等。

由于英业达在整机制造的良率始终不如人意，成为制约 AirPods 供应的瓶颈，苹果因此在 2017 年 7 月引入立讯精密作为第二家 AirPods 的整机制造商。凭借强大的精密制造能力，立讯精密的 AirPods 良率迅速达到较高水平，并快速成长为第一大供应商，产能也在快速扩充。

目前立讯精密在普通版 AirPods 的份额达到 60%-65% 左右，在降噪版的 AirPods Pro 的份额则达到了 100%。

立讯精密普通版 AirPods 的生产基地位于江苏昆山和江西吉安，分别有 6 条和 11 条产线。根据我们的测算，在产能利用率保持满载的情况下，立讯精密这 17 条产线的年产量将达到 4500 万台左右。由于降噪版的 AirPods Pro 更受市场欢迎，我们预计立讯精密将不再扩产普通版产线。

立讯精密降噪版 AirPods Pro 在昆山有 1 条产线，在吉安有 6 条产线。根据我们的测算，在产能利用率保持满载的情况下，立讯精密这 7 条产线的年产量将达到 2100 万台左右。立讯精密目前正在越南建设 2 条 AirPods Pro 的新产线，有望于年中正式投产，将为公司下半年的业绩带来确定性增量。

2017 年 12 月，苹果 CEO 库克到立讯精密的昆山工厂，看完 AirPods 生产线后，感到惊喜和意外：“超一流的工厂，将了不起的精良工艺和细思，融入 AirPods 的制造！我们很高兴可以跟他们合作！”

**图表 19：苹果公司 CEO 库克参观立讯昆山 AirPods 工厂**



资料来源：Tim Cook 官方微博

除了 AirPods，我们预计公司有望在 2020 年下半年切入 Apple Watch 的整机组装，复制公司在 AirPods 的成功之路。Apple Watch 尽管出货量不及 AirPods，但单机价值量约为 AirPods 的 2-3 倍，整体市场规模与 AirPods 旗鼓相当。同时公司能供应无线充电、表带、表冠、SiP 封装等模组，整体利润率水平将比 AirPods 更胜一筹。

我们预计 2020 年将是公司刚切入 Apple Watch 整机的年份，初始份额仍然不高，但相信未来在公司强大的良率、品质和交付能力支持下，未来获得的份额将持续增长，成为公司中期成长的重要动力。

### 3、核心竞争力：三大能力铸就电子王者

#### 3.1、富有远见的管理层

公司管理层时刻把握市场动态，顺应行业发展趋势，通过产业调研及内部研讨会议，检讨自身发展状况，分析当前产品及业务边界，持续探索企业多元化创新发展之路。公司向新产品、新领域的发展系基于核心管理层对行业及客户应用痛点的全方位梳理与详尽的沙盘推演。近年来，基于管理层正确的前瞻规划与业务布局，公司在各业务板块均实现了快速成长。

前瞻性战略布局的落地与核心技术的掌握及应用能力密不可分。上市以来，公司始终将研发创新放在企业发展的重要位置，持续坚持对研发技术的大力投入，努力革新传统制造工艺，不断提升自动化生产水平，将各段精密制造工艺平台化。此外，公司高度重视在底层材料及创新生产技术的长期耕耘，研发团队持续深入技术前沿国家和地区，学习探索先进精密制造工艺与产品应用，与核心客户共同建立了数间先进技术开发实验室，共同开发如最新点胶工艺、AOI 外观检查及激光焊接等前沿技术。公司先后在东莞、昆山、台湾及美国等地构建了先进的研发生产技术与制造工艺平台，并拥有业内领先的研发及智能制造团队。

公司研发投入主要分为先期投入和产品迭代投入。先期投入主要围绕公司中、长期的产品与业务规划布局，囊括了公司在未来新产品新领域的投入以及针对底层技术研究的相关投入，约占公司整体研发费用 30%；产品迭代投入则是围绕新方案、新产品从有概念到 NPI 过程中的研发投入。无论是先期投入或产品迭代投入，为减少企业未来资产摊销成本压力，公司均在当期进行了费用化处理。

持续、稳定的研发投入，不仅稳固了公司行业领先优势和地位，也能不断提高公司面对多变宏观环境的抗风险能力，为公司未来持续快速发展奠定了坚实基础。

#### 3.2、使命必达的公司文化

自成立以来，公司始终秉承“客户至上”理念，从响应速度、工程配合、服务质量、弹性交付及成本控制等方面全方位考虑，致力于为客户提供完整、极致的综合解决方案。领先的技术实力和优秀的品质保障能力为公司在业内树立了良好的品牌形象与口碑，同时也带来了优质的客户资源。经过多年的潜心耕耘，公司与一批国际领先的消费电子、通信及汽车领域品牌厂商建立了稳固的合作关系。长期的深度合作不断递进着供需双方的默契感与信任度，公司也从中获得了良好的大客户示范效应，为公司多维度的业务拓展打下了坚实基础。此外，核心客户的高标准、严要求也带动公司在生产制造、产品研发、内部管理及社会责任等方面持续进步。

企业核心竞争力，最后都体现为人才与企业文化的深度融合、相互滋养所形成的软实力。核心人才既是企业可持续发展的基石，也是培育企业所需人才的主力军。公司始终践行人才兴业战略，持续完善人才梯队建设体系和人才储备机制，一方面充分吸引契合公司成长所需、认同也符合企业文化特质的优秀人才，不断扩充骨干队伍；同时，搭建并持续完善人才培养体系，在务实进取、精益求精和使命必达的企业文化熏陶下，为核心人才提供充分

施展空间，有效激发其使命感、成就感及团队荣誉感，为公司可持续发展储备人才资源。公司为员工提供合适职业发展通道的同时，不断优化激励机制，通过平台与激励措施并行的方式积极回馈员工，使其分享公司经营成果、与公司共同成长。2019年，公司再度推出股权激励计划，向606名核心骨干授予公司股票期权8,134.05万份。公司深谙如何吸引与留住人才，使人才与企业文化深度融合，形成人造环境、环境造人的良性循环，这也是企业最核心的竞争力。受益于有效的人才机制，公司在确保传统优势领域人才充沛的同时，也为新领域、新业务储备了优质人才。

### 3.3、强大的精密制造能力

**质量是企业立足之本、固本之要，也是公司为客户提供的最重要核心价值之一。**自成立以来，公司将“品质第一”深入企业价值观，除了不断通过科学有效的质量管理方法，建立健全质量管理体系以外，更是将质量保证深度融入到产品的设计、制造、检验全链条流程中。凭借着出色的品质保障能力，公司持续赢得了客户赞誉，客户黏性不断增强。公司拥有一套完整、先进的NPI（新产品导入）管理流程，从产品的开发设计源头开始管控品质质量，为产品的顺利量产打下了坚实基础。在新产品的POC（概念验证）、Proto（模型验证）、EVT（开发初期验证测试）、DVT（设计验证测试）及PVT（小批量验证测试）等各个环节，公司均以该阶段所应满足的量产最高要求作为往下一阶段推进的核可标准。

**作为全球领先的多元化部件方案提供商，高质量的精密制造一直以来都是公司的核心竞争力。**从上市至今，公司精密制造能力已从“被动式定位的自动化”历经“主动式定位的自动化”，到今天的“全自动智能”超精密模块化制造。在产品自动化工艺方面，公司将产品设计与自动化制程设计无缝衔接，在确保关键工站制程能力保持业内领先的基础上，全面导入视觉机器人进行AOI全自动光学检测，以实现零件与治具的主动相互配合定位。同时，运用大数据与AI技术并配合自研的算法，将量测数据实时回馈，除了使产品本身具有可靠的品质保证与完整的可追溯性外，自动化产线也具备了深度学习的能力。此外，通过进一步导入智能物流与仓储，公司已从早期的“精密制造”、中期的“精密质造”正式迈入当前的“精密智造”。

## 4、未来布局：模组与整机继续高歌猛进

### 4.1、AirPods 仍为公司主要动能，产能将持续扩充

AirPods 是苹果在 2016 年 9 月推出的无线蓝牙耳机，由于其易用性以及时尚的外观，受到消费者的热烈欢迎，出货量保持快速增长，其在 2017/2018/2019 年的出货量分别达到了 1500 万/2800 万/6500 万台左右。

公司自 2017 年切入 AirPods 产品以来，整体良率、品质和交付保持极佳水准，得到客户的高度认可，市场份额不断扩大。2019-2020H1 公司在普通版 AirPods 的份额达到 60%-65% 左右，在降噪版的 AirPods Pro 的份额则达到了 100%。

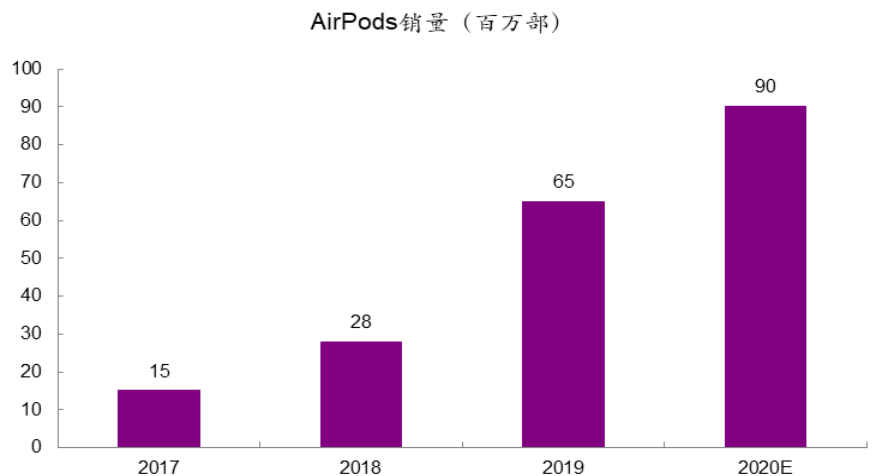
目前公司普通版 AirPods 的生产基地位于江苏昆山和江西吉安，分别有 6 条和 11 条产线。根据我们的测算，在产能利用率保持满载的情况下，公司这 17 条产线的年产量将达到 4500 万台左右。由于降噪版的 AirPods Pro 更受市场欢迎，我们预计公司将不再扩产普通版产线。

目前公司降噪版 AirPods Pro 在昆山有 1 条产线，在吉安有 6 条产线。根据我们的测算，在产能利用率保持满载的情况下，公司这 7 条产线的年产量将达到 2100 万台左右。公司目前正在越南建设 2 条 AirPods Pro 的新产线，有望于年中正式投产，将为公司下半年的业绩带来确定性增量。

由于 AirPods Pro 是 2019 年 10 月份发布的新品，目前的制造仍然自动化程度不高，良率仍有很大提升空间。随着公司未来进行自动化改造，公司的良率和盈利能力有望进一步提升。

尽管疫情的蔓延压制了需求，但我们仍预计 AirPods 全年销量有望达到 8000 万-9000 万台左右，继续保持快速增长。从长远来看，无孔化仍是苹果在产品方面的重要追求，我们认为 AirPods 将在未来成为 iPhone 的标配，带动总体出货量的大幅增长。公司作为 AirPods 的重要供应商，将是这一趋势的最主要受益者。

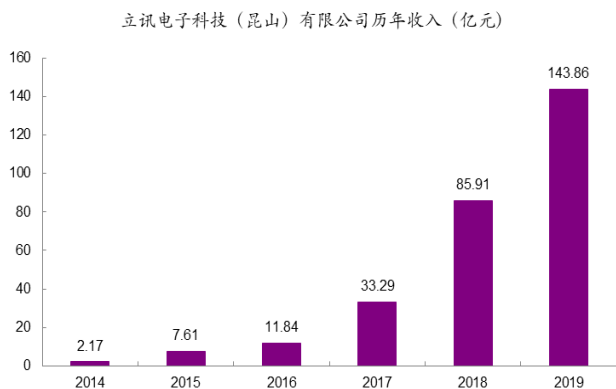
**图表 20：AirPods 销量持续高增长**



资料来源：IDC，光大证券研究所预测

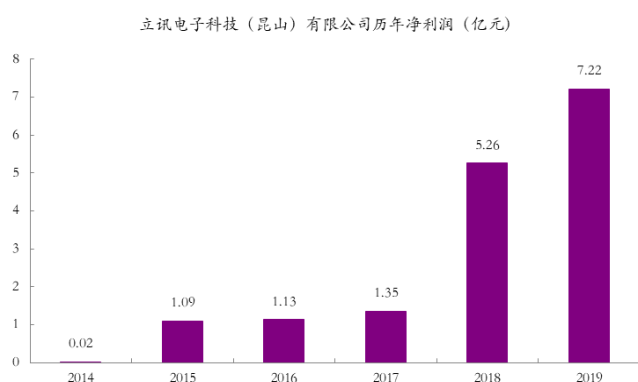
立讯精密在国内的 AirPods 业务主要由两家子公司负责,分别是立讯电子科技(昆山)有限公司和江西立讯智造有限公司。立讯电子科技(昆山)有限公司除了 AirPods 代工业务之外,还包含部分非 AirPods 业务,2019 年收入和净利润分别为 143.86 亿和 7.22 亿元,同比增长 67%和 37%,净利率约为 5.02%。江西立讯智造有限公司 2019 年收入和净利润分别为 193.61 亿和 11.48 亿元,同比增长 745%和 1391%,净利率约为 5.63%,较历史低点已大幅改善。我们预计 AirPods 业务有望在 2020 年为立讯精密贡献约 366 亿元收入,较 2019 年仍有 36%同比增长。

图表 21: 立讯电子科技(昆山)有限公司历年收入



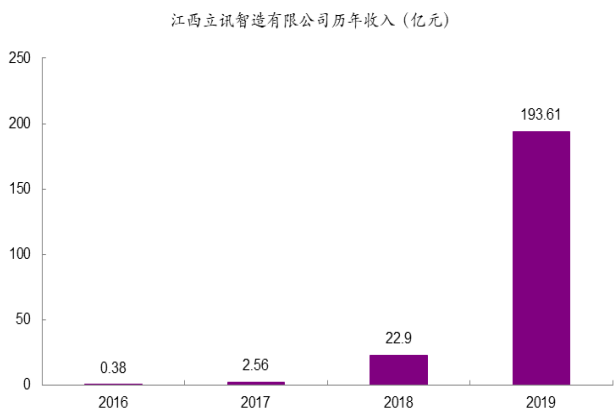
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 22: 立讯电子科技(昆山)有限公司历年净利润



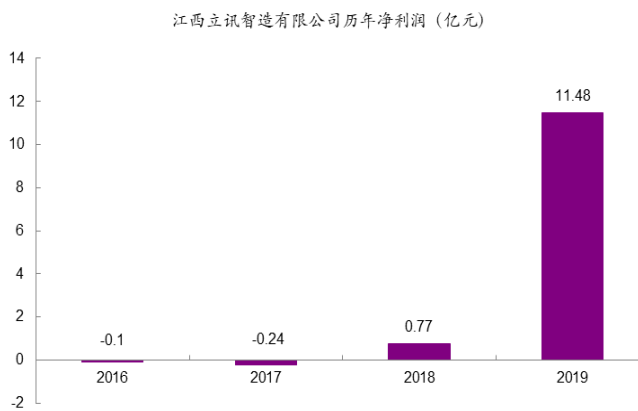
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 23: 江西立讯智造有限公司历年收入



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 24: 江西立讯智造有限公司历年净利润



资料来源: Wind, 光大证券研究所

## 4.2、切入 AppleWatch 整机产品, 奠定中期成长基础

AppleWatch 是苹果在 2014 年推出的可穿戴产品,随着苹果不断加入健康功能、改善设计,目前销量正稳步增长,2017/2018/2019 年的出货量分别达到了 1800 万/2300 万/3100 万部左右。

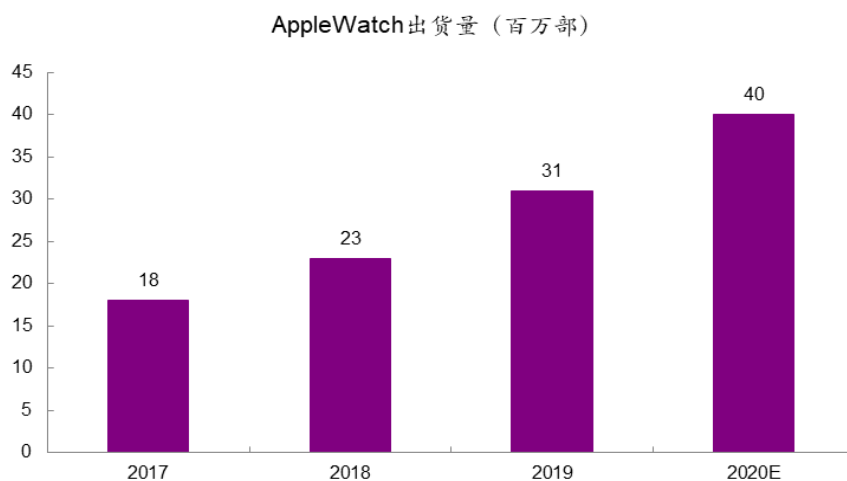
公司始终是 AppleWatch 零部件的重要供应商。公司从初代 AppleWatch 开始,即为其无线充电发射端和接收端的独家供应商,并保持至今。在表带方面,公司已经拥有 15%-20%的份额,未来有望持续提升。在表冠方面,

公司从 2018 年新品开始导入，在新品的份额达到 100%，未来整体份额也将持续提升。

除了模组的制造，我们预计公司有望从 2020 年开始切入 AppleWatch 整机的制造，复制公司在 AirPods 的成功之路。AppleWatch 尽管出货量不及 AirPods，但单机价值量约为 AirPods 的 2-3 倍，整体市场规模与 AirPods 旗鼓相当。同时公司能供应无线充电、表带、表冠、SiP 封装等模组，整体利润率水平将比 AirPods 更胜一筹。

我们预计 2020 年将是公司刚切入 AppleWatch 整机的年份，初始份额仍然不高，但相信未来在公司强大的良率、品质和交付能力支持下，未来获得的份额将持续增长，成为公司中期成长的重要动力。我们预计立讯精密在 2020-2022 年的 AppleWatch 收入为 110 亿、215 亿、332 亿元。

**图表 25：AppleWatch 销量持续高增长**



资料来源：IDC，光大证券研究所预测

### 4.3、手机模组产品保持份额提升+品类扩充

公司在手机模组产品将保持稳健的成长步伐，老品份额提升+新品品类扩充齐头并进，继续保持快速增长。我们预计立讯精密在 2020-2022 年的 iPhone 业务贡献的收入分别为 220 亿、329 亿、429 亿元。

在无线充电方面，公司已经在 iPhone 的接收端占据主要份额，并有望成为发射端的主力供应商。大客户曾在 2017 年发布过 AirPower 无线充电板，公司当时就是这款产品的独家供应商。后来由于性能有缺陷，大客户取消了这款产品。经过多年积累后，我们预计大客户将在 2020 年推出无线充电的发射端，进一步完善无线充电生态，公司也将成为这款产品的主力供应商。

在天线方面，公司已经是 iPhone 的 LCP 模组的主力供应商，份额大约在 50% 左右。5G 来临之后，客户对应 LCP 的使用将大幅增加，公司有望继续受益。在毫米波天线模组方面，公司始终配合客户研发，未来也将成为主力供应商。

在声学和马达方面，公司已经成功进入供应链，并有望凭借成本和交付的优势，未来持续提升份额。

**图表 26：正在无线充电的 iPhone**


资料来源：充电头网

## 5、盈利预测及投资建议

我们认为公司的核心竞争力在于富有远见而进取的管理层、使命必达的企业文化、强大的精密制造能力以及卓越的成本管控能力。公司短期在手机模组方面份额提升+新品扩张,同时 AirPods 继续快速放量;中期 AppleWatch 有望复制 AirPods 的成功;长期则打造精密制造平台,向通信、汽车等多领域进军。我们维持公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.27/1.70/2.11 元,维持“买入”评级。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	35,850	62,516	87,899	116,199	143,882
营业收入增长率	57.06%	74.38%	40.60%	32.20%	23.82%
净利润(百万元)	2,723	4,714	6,845	9,129	11,331
净利润增长率	61.05%	73.13%	45.21%	33.36%	24.12%
EPS(元)	0.66	0.88	1.27	1.70	2.11
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.57%	23.22%	25.15%	25.88%	25.07%
P/E	72	54	38	28	23
P/B	12.7	12.6	9.5	7.3	5.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 1 日

## 6、风险分析

**客户产品需求低于预期：**公司在客户产品均为主力供应商，如果客户产品需求低于预期，将影响公司的收入和盈利；

**竞争加剧的风险：**如果竞争加剧，将导致公司丢失在客户的供应份额，同时盈利能力面临压力；

**新产品导入不及预期：**如果新产品导入不及预期，可能影响公司在短期的业绩，以及与客户的关系。



## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	35,850	62,516	87,899	116,199	143,882
营业成本	28,304	50,068	70,345	93,016	115,195
折旧和摊销	1,008	1,518	1,802	2,125	2,541
税金及附加	163	303	439	581	719
销售费用	388	498	703	930	1,151
管理费用	900	1,525	2,197	2,905	3,597
研发费用	2,515	4,376	6,153	8,134	10,072
财务费用	302	330	427	439	494
投资收益	123	173	190	220	250
营业利润	3,294	5,745	8,131	10,821	13,407
利润总额	3,282	5,635	8,131	10,821	13,407
所得税	469	708	1,016	1,353	1,676
净利润	2,813	4,927	7,115	9,469	11,731
少数股东损益	91	214	270	340	400
归属母公司净利润	2,723	4,714	6,845	9,129	11,331
EPS(按最新股本计)	0.66	0.88	1.27	1.70	2.11

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,142	7,466	10,019	11,802	14,537
净利润	2,723	4,714	6,845	9,129	11,331
折旧摊销	1,008	1,518	1,802	2,125	2,541
净营运资金增加	2,943	-2,410	1,767	2,941	2,847
其他	-3,532	3,644	-394	-2,393	-2,182
投资活动产生现金流	-4,928	-6,298	-7,622	-7,380	-7,850
净资本支出	-5,114	-6,222	-7,050	-7,550	-8,050
长期投资变化	329	303	0	0	0
其他资产变化	-143	-379	-572	170	200
融资活动现金流	1,453	1,072	212	-1,592	-3,918
股本变化	942	1,234	22	0	0
债务净变化	1,976	-1,137	311	-369	-2,280
无息负债变化	4,830	8,999	8,873	9,913	9,729
净现金流	-185	2,338	2,609	2,830	2,768

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	21.0%	19.9%	20.0%	20.0%	19.9%
EBITDA 率	13.0%	12.4%	11.6%	11.3%	11.3%
EBIT 率	9.8%	9.7%	9.5%	9.5%	9.5%
税前净利润率	9.2%	9.0%	9.3%	9.3%	9.3%
归母净利润率	7.6%	7.5%	7.8%	7.9%	7.9%
ROA	7.7%	10.0%	10.8%	11.3%	11.6%
ROE (摊薄)	17.6%	23.2%	25.2%	25.9%	25.1%
经营性 ROIC	13.0%	20.5%	22.0%	23.4%	24.2%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	54%	56%	56%	55%	53%
流动比率	1.34	1.24	1.22	1.26	1.33
速动比率	1.07	0.93	0.91	0.93	0.98
归母权益/有息债务	2.14	3.33	4.25	5.84	12.03
有形资产/有息债务	4.84	7.76	9.93	13.51	26.42

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	36,441	49,378	65,751	83,697	101,456
货币资金	3,820	6,180	8,790	11,620	14,388
交易性金融资产	20	1,524	1,524	1,524	1,524
应收账款	11,131	13,244	17,580	23,240	28,776
应收票据	85	67	132	174	216
其他应收款(合计)	309	338	439	581	719
存货	4,735	7,701	10,552	13,952	17,279
其他流动资产	2,886	1,484	1,738	2,021	2,298
流动资产合计	23,078	30,751	41,107	53,578	65,778
其他权益工具	0	194	194	194	194
长期股权投资	329	303	303	303	303
固定资产	9,457	13,707	14,769	16,564	18,847
在建工程	1,220	866	4,324	7,181	9,585
无形资产	614	1,048	1,076	1,104	1,132
商誉	521	533	533	533	533
其他非流动资产	709	1,433	2,143	2,143	2,143
非流动资产合计	13,363	18,627	24,644	30,119	35,679
总负债	19,767	27,628	36,812	46,357	53,805
短期借款	5,664	4,166	4,554	4,065	1,635
应付账款	9,955	17,268	24,621	32,556	40,318
应付票据	282	206	0	0	0
预收账款	31	102	176	232	288
其他流动负债	49	645	1,279	1,987	2,679
流动负债合计	17,179	24,860	33,598	42,640	49,562
长期借款	1,499	1,563	1,653	1,773	1,923
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	663	607	861	1,144	1,421
非流动负债合计	2,588	2,768	3,214	3,717	4,244
股东权益	16,675	21,750	28,939	37,340	47,651
股本	4,115	5,349	5,371	5,371	5,371
公积金	3,884	3,017	4,396	5,309	6,034
未分配利润	7,336	11,765	17,284	24,432	33,617
归属母公司权益	15,498	20,297	27,216	35,277	45,188
少数股东权益	1,177	1,453	1,723	2,063	2,463

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	1.08%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%
管理费用率	2.51%	2.44%	2.50%	2.50%	2.50%
财务费用率	0.84%	0.53%	0.49%	0.38%	0.34%
研发费用率	7.01%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
所得税率	14.28%	12.56%	12.50%	12.50%	12.50%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.05	0.12	0.20	0.26	0.33
每股经营现金流	0.76	1.40	1.87	2.20	2.71
每股净资产	3.77	3.79	5.07	6.57	8.41
每股销售收入	8.71	11.69	16.37	21.63	26.79

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	63	48	33	25	20
PB	11.1	11.1	8.3	6.4	5.0
EV/EBITDA	40	31	23	18	14
股息率	0%	0%	0%	1%	1%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼