



2020-07-01

公司点评报告

买入/维持

春秋电子(603890)

目标价: 20.3

昨收盘: 17.97

信息技术 技术硬件与设备

携手华勤，新一轮国产化替代增长的起点

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	384/190
总市值/流通(百万元)	6,893/3,409
12 个月最高/最低(元)	18.67/8.94

相关研究报告:

春秋电子(603890)《行业景气叠加结构改善，供应链本土替代拉动持续成长》——2020/06/22

春秋电子(603890)《产能扩增与需求成长共鸣，新一轮景气周期明确开启》——2020/04/22

春秋电子(603890)《疫情助力笔记本需求快速推升，结构件龙头成长弹性明确》——2020/03/18

证券分析师: 王凌涛

电话: 021-58502206

E-MAIL: wanglt@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519110001

证券分析师助理: 沈钱

电话: 021-58502206-8008

E-MAIL: shenqian@tpyzq.com

事件: 公司今日发布对外投资设立子公司公告，与上海摩勤智能技术有限公司签署《投资合作框架协议》，拟共同出资设立南昌春秋电子精密科技有限公司，拟注册资本为 2 亿元，约定春秋电子和上海摩勤的出资比例分别为 65%和 35%，且在增加注册资本时按同等比例增资。项目投资总规模为 6 亿元人民币，其中 3 亿元人民币以双方在目标公司的出资方式完成，其余 3 亿元人民币以目标公司实际经营情况进行再投资。

合资公司仍然将重点深耕智能终端结构件。从今天公告来看，投资标的公司主要业务仍然是“电子电器装配、塑胶件、金属件、模具、汽车配件、五金冲压件生产、加工与销售…等等”，我们判断合资公司仍将重点在智能终端结构件领域耕耘，这一领域从模具设计到产品生产都是春秋电子轻车熟路最为专精的领域，与上海摩勤的合作，将进一步扩大下游客户，有利于扩大公司业务布局，提高市场占有率，增强竞争力，符合公司长期的战略发展需要。

上海摩勤一直致力于为华勤整合优化手机、平板电脑、笔电、智能穿戴和 IOT 等智能终端产品的上游供应链能力，公开资料显示，上海摩勤目前几家子公司涉及业务已囊括 FPC、模具精密制造、集成电路板设计及制造和智能制造（自动化设备）等领域，此次与春秋合作属于进一步强化精密模具制造及结构件开发、生产和供应的能力。

华勤是列于国产智能终端 ODM 前二的龙头企业。近三年，华勤每年智能手机的出货量均处于 8000-8500 万部的水准，位居国产智能手机 ODM 领域前二，合作的客户囊括华为、小米、OPPO 和三星等全球核心智能手机品牌厂商。此外，公司一直致力于平板电脑、笔电和智能手表等非手机领域的开拓，在 2016 年便与英特尔达成了战略合作协议，并在 A 轮融资中获得了英特尔的入股，2019 年，非手机业务快速成长，平板电脑和笔记本电脑两类产品的出货量超过 2500 万部，合作客户包括华为、亚马逊等全球一线企业。

智能手机成长趋缓，笔记本是国产品牌商“开源”的重要突破口。自全球智能手机进入存量博弈阶段之后，叠加贸易战等诸多负面因素，小米、华为等一线品牌厂商出于自身角色定位考虑，不管是为了企业发展壮大，还是为了符合市场赋予的期冀，都需要不断寻求新的重要

执业资格证书编码：S1190119110024

的“开源”突破口，凭借单品价值量高、供应链体系与智能手机供应链重叠度高、存量市场巨大等特点，笔记本电脑成为非常合适的备选切入口，对手机品牌厂商销售额的拉动增量也是立竿见影的。

进军笔记本市场之后，华为、小米以及旗下子品牌荣耀、Redmi 已发布多款轻薄本和游戏本，在国内市场业已取得了斐然的成绩，但整体出货量方面，与联想、惠普和戴尔等一线笔电品牌商相比，当下的差距以及未来的上行增量空间都非常明确，当然，智能手机品牌商在外观设计、消费者应用习惯把握和与手机联动功能创新等方面的优势极为明显，这正是其横向切入笔记本电脑市场，尤其是注重使用体验的 2C 端的竞争利器。

华为、小米等智能手机品牌厂商在进入笔电领域之后，在 OMD 厂商的选择上会更加倾向于选择闻泰、华勤等已有多年合作经验、彼此熟悉的企业，并最终带动整个本土前道供应链逐渐侵蚀台系供应链厂商的市场份额，春秋电子作为国内排名前列的笔记本精密结构件供应厂商，将是这轮笔记本供应链本土化份额侵蚀与替代的明确受益方，此次春和华勤的合作，是对这一趋势的最佳诠释之一。

投资建议：维持公司买入评级。在之前发布的公司深度研究以及多篇报告中，我们已经多次强调春秋的成长逻辑并非仅仅是单一的行业景气周期。事实上，A 股笔记本电脑行业相关的标的不少，为什么这轮只有春秋的利润弹性最大？这其实本质上还加成了公司自身产品结构与下游客户份额的正向变化，而这些是独立于行业景气周期之外的。这次公司与华勤的合作，很明显将为公司在华为、小米等国内品牌客户中打开新的渠道增量，春秋电子当下的全球市占率只有 8% 左右，本土化替代和下游客户的新增导入，能为公司带来的持续增量空间仍然很大，我们预测公司 2020-2021 年净利润有望达到 2.78、3.42、4.17 亿，当前股价对应 PE 24.82、20.13 和 16.54 倍，维持公司买入评级

风险提示：（1）笔记本全球供应链因疫情再度抬头导致封禁卡顿出现供给受阻；（2）全球笔记本电脑行业复苏程度低于预期；（3）国内本土品牌华为、小米、Oppo 等品牌在笔记本领域的成长拉动不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2019	2751	3574	4128
(+/-%)	13.75	36.26	29.92	15.50
净利润(百万元)	156	278	342	417
(+/-%)	43.40	78.20	23.30	21.60
摊薄每股收益(元)	0.41	0.72	0.89	1.09
市盈率(PE)	44.23	24.82	20.13	16.54

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	550	474	626	758	1,188
应收和预付款项	699	819	914	1,229	1,247
存货	303	449	513	599	619
其他流动资产	206	89	90	102	98
流动资产合计	1,757	1,831	2,144	2,688	3,152
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	501	804	920	1,033	1,150
在建工程	151	143	157	179	190
无形资产	46	78	78	78	78
长期待摊费用	5	11	8	2	2
其他非流动资产	84	32	45	52	40
资产总计	2,543	2,898	3,352	4,033	4,611
短期借款	426	425	468	489	521
应付和预收款项	655	895	1,007	1,320	1,461
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	52	52	73	77	67
负债合计	1,132	1,372	1,548	1,887	2,049
股本	192	274	274	274	274
资本公积	820	745	745	745	745
留存收益	399	507	785	1,127	1,544
归母公司股东权益	1,411	1,526	1,804	2,146	2,563
少数股东权益	0	0	0	(0)	(0)
股东权益合计	1,411	1,526	1,804	2,146	2,562
负债和股东权益	2,543	2,898	3,352	4,033	4,611

现金流量表(百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	33	168	220	299	588
投资性现金流	(684)	(214)	(110)	(179)	(182)
融资性现金流	91	62	43	12	24
现金增加额	(556)	25	153	132	430

利润表(百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,775	2,019	2,751	3,574	4,128
营业成本	1,451	1,623	2,195	2,848	3,284
营业税金及附加	13	7	17	28	28
销售费用	32	31	40	63	68
管理费用	67	77	167	223	235
财务费用	(4)	6	15	26	26
资产减值损失	14	(11)	12	14	14
投资收益	6	2	0	0	0
公允价值变动	(0)	2	0	0	0
营业利润	135	180	323	395	482
其他非经营损益	4	(5)	4	8	8
利润总额	139	175	326	403	490
所得税	31	19	49	60	73
净利润	109	156	278	342	416
少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
归母股东净利润	109	156	278	342	417

预测指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	18.2%	19.6%	20.2%	20.3%	20.5%
销售净利率	6.1%	7.7%	10.1%	9.6%	10.1%
销售收入增长率	2.0%	13.8%	36.2%	29.9%	15.5%
EBIT 增长率	(31.1%)	25.2%	80.7%	22.1%	19.9%
净利润增长率	(32.1%)	43.4%	78.2%	23.3%	21.6%
ROE	0.08	0.10	0.15	0.16	0.16
ROA	0.06	0.06	0.10	0.10	0.11
ROIC	0.20	0.13	0.20	0.21	0.22
EPS (X)	0.28	0.41	0.72	0.89	1.09
PE (X)	63.46	44.23	24.82	20.13	16.54
PB (X)	4.89	4.52	3.82	3.21	2.69
PS (X)	3.88	3.41	2.51	1.93	1.67
EV/EBITDA (X)	17.81	19.03	13.33	10.38	7.86

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。