

领益智造 (002600)

公司研究/点评报告

Q2 符合预期，全年成长先抑后扬

点评报告/电子

2020 年 07 月 09 日

一、事件概述

公司公告上半年归母净利润 5.8-6.68 亿元，其中归母经营性业绩为 6.16-7.04 亿元，同比下降 0.87%-13.26%，同时公告说明主体部分领益科技板块实现经营性净利润 8.96-9.22 亿元，同比增长 3%-5.99%。

二、分析与判断

➤ 领益科技板块依旧正增长，全年成长先抑后扬

公司报表业绩受非经营性的公允价值变动影响有所拖累，但是经营性业绩符合预期。我们认为主要是受 2 月份疫情影响，但公司应对得当，3 月份全面恢复生产，在二季度大客户手机业务低谷时期还配合客户降价的前提下，领益科技板块依旧实现了正增长，凸显公司成本把控能力。此外子公司赛尔康对经营性业绩略有拖累，主要是印度疫情影响，赛尔康上半年开工率不达预期，但目前复工有序进行，下半年有望贡献正的业绩。全年来看，Airpods pro 高增长，pro 版本全年出货占比有望超预期，领益作为核心供应商目前在手订单饱满，公司历来上半年利润占全年比重不高，疫情对全年影响更小。后续 iPhone se2 以及 5G 版 iPhone 发布，公司大客户订单全年成长趋势不变。

➤ 子公司东方亮彩扭亏为盈，彰显公司整合管理能力

一季度东方亮彩以及江粉磁材亏损幅度同比去年大幅收窄，二季度实现扭亏为盈，上半年实现 3000-3800 万利润，同比大增 123%-129%。公司内部整合到位，彰显管理层经营能力，预计今年东方亮彩受益国产机导入，全年有望持续盈利，江粉在无线充电时代与赛尔康一起发挥协同，带动江粉实现高成长。

➤ 展望未来，领益智造新一轮高成长确定

AirPods 持续火爆，国产机加速开拓、Salcomp 整合顺利，领益科技自身业绩有望持续超预期。短期受益 AirPods，下半年受益 iPhone 换机周期叠加国产客户份额提升。长期来看，领益模组化延伸目标清晰，公司从模切入手，整合上游材料并切入下游模组，成长空间进一步打开。

➤ 领益现有业务布局空间有多大？

目前公司重点开拓三大板块：无线充电、散热模组、马达。1) 无线充电目前已经成为旗舰机型标配，并且在加速往中低端机型渗透，随着充电功率增加以及发热量降低两大痛点问题逐渐解决，明后年发射端可能成为 in-box 标配，有望进一步点燃无线充电行情，我们预计到 2024 年无线充电整体市场空间达 150 亿美金；2) 散热模组：5G 时代射频前端功耗增加，并且随着无线充电功率提升，手机整体发热量提升，带来散热需求倍增，预计 2023 年 5G 手机将新增 50 亿散热模组需求，叠加存量 4G 手机，散热市场空间超百亿；3) 马达结构件：2019 年全球汽车产量为 9440 万辆，据此估算汽车马达结构件市场容量约为 30 亿个。我们预计 2022 年汽车马达结构件的市场空间达到 3108 亿元，2019-2022 年的 CAGR 为 22.47%。另一方面苹果领衔，安卓手机纷纷跟进线性马达，预计 2022 年手机线性马达结构件的市场空间为 228 亿元。整体看，领益现有产品布局面临着将近 5000 亿的市场空间。

推荐

维持评级

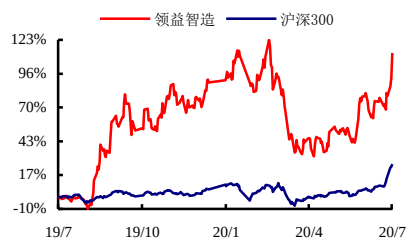
当前价格： 13.1 元

交易数据

2020-7-8

近 12 个月最高/最低(元)	13.73/5.57
总股本(百万股)	7,143
流通股本(百万股)	1,853
流通股比例(%)	25.94
总市值(亿元)	936
流通市值(亿元)	243

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：王芳

执业证号： S0100519090004

电话： 021-60876730

邮箱： wangfang@mszq.com

相关研究

- 1.【民生电子】领益智造：小件龙头延伸模组，千亿市场展翅翱翔
- 2.【民生电子】领益智造 (002600) 业绩预告点评：一季度前低后高，全年成长趋势不变

➤ 领益的长期想象空间有多大？

我们坚定认为领益消费电子平台型公司雏形已现，公司两条腿走路，近三年一方面从上游小件往中游模组领域切入，另一方面以江粉磁材为平台，整合上游材料，做到全制程打通。长期看，公司有望从大客户周边产品代工起步，逐渐对标台系龙头消费电子公司，领益面临的市场将是百亿的小件+千亿的模组与材料+万亿的代工市场

➤ 领益的竞争力如何？

公司在模切以及金属小件时代做到了龙头地位，我们认为公司具备“规模效应+成本把控+商务关系”三大核心竞争力。1) 规模效应，目前领益模切+小件产能处于绝对龙头地位，规模效应护城河足够宽，任何新竞争对手要扩产到领益目前规模起码需要3年左右的亏损时间；2) 成本把控，小件业务模式尽管天然比外观大件好，但一部 iPhone 内部上百个小件料号，需要厂商具备足够的业务对接以及成本把控能力，任何料号对接上的失误以及材料精细化管理上的疏漏都会对良率以及毛利率带来极大影响，领益过去在小件料号上25%的毛利率足以证明自己的成本把控能力；3) 商务关系，领益的做大靠的是自身的实力，领益的横向拓展甚至往下游的延伸一定需要跟大客户有着“互帮互助共同成长”的商务关系，我们坚定认为当前的领益与16年初的立讯非常类似，都处在与大客户商务关系突破的关键时点，领益配合苹果收购赛尔康以及今年二季度的主动降价，未来一定会看到大客户对领益更多的产品扶持，而领益从模组上游零部件往模组切入，凭借自身对零部件的技术积累，在模组领域展现身手水到渠成。

➤ 领益的管理层执行力如何？

我们认为500亿市值以内，公司领导的个人想法非常重要，要想成为千亿市值公司，除领导外还需要有一帮出色的中层，立讯的优秀一方面领导极其勤奋、战略决策到位，另一方面立讯的中层大多有台湾一线消费电子公司背景，对比领益和立讯管理层，我们认为都有着相当勤奋的领导，并且领益的中层同样具备优秀背景，优秀的管理层带来的管理经验在新产品导入良率爬坡上有着比友商更快的速度。我们看好领益在新产品拓展上的执行力与战斗力。

三、投资建议

预计20-22年公司收入300.5、395.0、450.0亿元，归母净利润28.01、36.35、43.63亿元，对应估值33.4、25.7、21.4倍。参考立讯精密、闻泰科技2020年Wind一致预期58.7、47.5倍，我们认为公司低估，给予“推荐”评级。

四、风险提示：中美贸易摩擦升级、疫情控制不达预期、消费降级

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	23,916	30,050	39,500	45,000
增长率（%）	6.3	25.6	31.4	13.9
归属母公司股东净利润（百万元）	1,894	2,801	3,635	4,363
增长率（%）	378.6	47.9	29.7	20.0
每股收益（元）	0.27	0.39	0.51	0.61
PE（现价）	49.4	33.4	25.7	21.4
PB	1.9	1.6	1.2	1.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	23,916	30,050	39,500	45,000
营业成本	18,474	23,740	31,600	36,000
营业税金及附加	177	223	293	334
销售费用	363	444	589	669
管理费用	959	1,352	1,580	1,800
研发费用	1,140	1,503	1,620	1,710
EBIT	2,803	2,789	3,819	4,487
财务费用	280	(87)	(70)	(150)
资产减值损失	(1,233)	0	0	0
投资收益	(18)	27	12	17
营业利润	2,220	3,011	4,007	4,762
营业外收支	(19)	0	0	0
利润总额	2,202	2,989	3,986	4,740
所得税	311	103	279	275
净利润	1,891	2,886	3,708	4,465
归属于母公司净利润	1,894	2,801	3,635	4,363
EBITDA	3,784	3,909	5,101	5,974
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3468	2791	3026	9395
应收账款及票据	6867	8801	11493	13122
预付款项	74	81	114	127
存货	3626	3284	6355	4459
其他流动资产	835	835	835	835
流动资产合计	16280	17297	23539	29590
长期股权投资	149	175	187	204
固定资产	6345	7852	9022	10305
无形资产	807	1016	1161	1319
非流动资产合计	10612	11201	11288	11283
资产合计	26892	28498	34827	40873
短期借款	4724	1312	342	0
应付账款及票据	7048	8734	11769	13354
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	13331	12049	14670	16251
长期借款	1161	1161	1161	1161
其他长期负债	583	583	583	583
非流动负债合计	2326	2326	2326	2326
负债合计	15658	14375	16996	18577
股本	7143	7143	7143	7143
少数股东权益	41	125	198	300
股东权益合计	11660	14546	18253	22718
负债和股东权益合计	26892	28498	34827	40873

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	6.3	25.6	31.4	13.9
EBIT 增长率	33.9	-0.5	36.9	17.5
净利润增长率	378.6	47.9	29.7	20.0
盈利能力				
毛利率	22.8	21.0	20.0	20.0
净利率	7.9	9.3	9.2	9.7
总资产收益率 ROA	6.9	9.7	10.3	10.6
净资产收益率 ROE	16.3	19.4	20.1	19.5
偿债能力				
流动比率	1.2	1.4	1.6	1.8
速动比率	0.9	1.2	1.2	1.5
现金比率	0.3	0.3	0.3	0.6
资产负债率	0.6	0.5	0.5	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	101.2	92.2	95.2	94.2
存货周转天数	59.9	52.4	54.9	54.1
总资产周转率	1.0	1.1	1.2	1.2
每股指标 (元)				
每股收益	0.3	0.4	0.5	0.6
每股净资产	6.8	8.4	10.6	13.1
每股经营现金流	1.7	2.6	1.5	4.8
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	49.4	33.4	25.7	21.4
PB	1.9	1.6	1.2	1.0
EV/EBITDA	19.5	17.3	13.7	11.1
股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.0
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,891	2,886	3,708	4,465
折旧和摊销	2,214	1,120	1,283	1,487
营运资金变动	(563)	435	(2,415)	2,240
经营活动现金流	2,886	4,437	2,584	8,197
资本开支	1,464	1,702	1,378	1,486
投资	(604)	0	0	0
投资活动现金流	(3,737)	(1,702)	(1,378)	(1,486)
股权募资	76	0	0	0
债务募资	2,316	0	0	0
筹资活动现金流	2,085	(3,412)	(970)	(342)
现金净流量	1,234	(677)	235	6,369

分析师简介

王芳，电子行业首席，曾供职于东方证券股份有限公司、一级市场私募股权投资有限公司，获得中国科学技术大学理学学士，上海交通大学上海高级金融学院硕士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。