

中报业绩再创新高，稳固优势多面布局

投资要点

- 业绩总结:**公司披露2020年中报业绩，公司2020H1营收170.2亿元，同比增长16.5%；归母净利润5.1亿元，同比增长29.8%。扣非归母净利润4.3亿元，同比增长69.8%。与此前披露的业绩快报一致，符合预期。
- 2020H1业绩增长靓丽，Q2同比及环比均有显著提升。营收:**公司2020H1实现营收170.17亿元，其中Q2单季营收94.04亿元，同比增长35.7%，环比增长23.5%；**归母净利润:**2020H1归母净利润5.06亿元，其中Q2单季3.15亿元，同比增长89.8%，环比增长16.5%。公司Q2营收及归母净利润同比及环比增长提升显著，且2020H1归母利润增长高于营收增长，公司盈利质量提升。
- 多因素共振，助推公司盈利强劲增长。**公司2020H1业绩增长靓丽，我们认为主要为以下因素共同作用：1) **外部订单需求:**SiP模组订单增加直接带动营收增加，同时伴随着产能利用率的提升与毛利率的提升，订单综合毛利率同比增长0.23个百分点。2) **内部运营提升:**公司期间费用营收占比下降0.76个百分点，三费总计5.9亿元，营收占比下降至6.3%，运营效率提升明显。
- 消费电子和进军声学领域，多面布局将持续带动公司增长。****消费电子端:**公司在SiP领域深耕多年，随着5G时代的到来和智能硬件的越发普及，智能产品对微小化SiP技术需求和AiP封装天线将增多；同时，公司为全球首家量产UWB模块的厂商；随着自iPhone 11开始对UWB模块的使用，未来在物联网领域，UWB模块使用也会增多。**进军声学领域:**公司与美律实业签署了《共同投资契约》成立合资公司，公司持股占比49%。美律为电声产品设计制造大厂，合资公司将来组建独立的研发和业务团队，专注于音频模块综合业务。公司未来在SiP、UWB、音频模块等业务领域，借助5G、万物互联之时代大趋势，有机会实现多种业务的业绩腾飞。
- 盈利预测与投资建议。**预计2020-2022年EPS分别为0.76元、0.93元、1.10元，未来三年归母净利润将保持24%的复合增长率。考虑到公司在SiP领域的行业领先实力、受益苹果产业链带来的成长及健康医疗的关注提升，我们看好公司当前业务发展态势，给予公司2020年40倍PE，目标价30.4元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:**中美贸易摩擦影响下需求下降及订单递延风险；市场竞争加剧及产品销量不稳定风险；SiP需求不及预期；手机及AIoT增长不及预期。

西南证券研究发展中心

分析师: 常潇雅
执业证号: S1250517050002
电话: 021-58351932
邮箱: cxya@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)	21.81
流通A股(亿股)	21.81
52周内股价区间(元)	12.9-27.0
总市值(亿元)	515.44
总资产(亿元)	228.06
每股净资产(元)	4.81

相关研究

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	37204.19	44555.11	55596.21	66294.78
增长率	10.89%	19.76%	24.78%	19.24%
归属母公司净利润(百万元)	1262.10	1664.65	2022.34	2402.58
增长率	6.98%	31.90%	21.49%	18.80%
每股收益EPS(元)	0.58	0.76	0.93	1.10
净资产收益率ROE	12.23%	14.31%	15.37%	16.07%
PE	41	31	25	21
PB	5.01	4.45	3.93	3.46

数据来源: Wind, 西南证券

1 全球 EMS 领先企业，受益通讯及消费电子增长

公司创始于 2003 年，总部位于上海，于 2012 年上交所挂牌上市。公司是全球 D(MS)2 领导厂商，通过为品牌客户提供更有附加值的设计制造及相关服务，更多参与到整个产业链的应用型解决方案，提升产品制造及整体服务的附加值。公司从 2014 年第一代 Apple Watch 开始就为苹果公司提供 SiP 封装服务，同时目前新款 Airpods pro 也开始使用 SiP 封装服务。此外，公司在消费电子—UWB 模块也在未来会给公司带来持续增长的盈利和收入。5G 时代的到来会给先进封装和 UWB 模块业务带来可预期与可展望的增长潜力，公司未来业绩可期。

图 1：公司当前业务板块主要产品面向对象



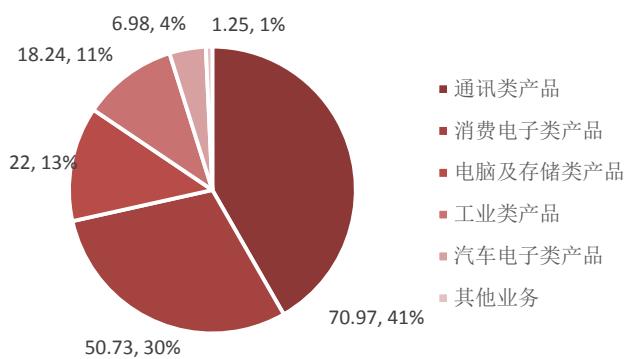
数据来源：公司官网，西南证券整理

公司当前业务主要聚焦通讯产品、电脑及存储类产品、工业电子产品、消费电子及汽车电子五类。其中：

- 1) 通讯产品：主要包括无线通信 SiP 模块、系统级物联网模块、物联网模块、远距通讯低功耗模块、企业级无线路由器等。
- 2) 电脑及存储类产品：电脑周边产品主要包括笔记本电脑的扩展坞(Docking Station)、外接适配器(Dongle)产品，拓展笔记本电脑外接其他设备的功能的产品；存储和互连产品主要包括消费型产品固态硬盘(SSD)和企业高阶交换机、网络适配卡。
- 3) 工业电子产品：主要包括销售点终端机(POS 机)和智能手持终端机(SHD)。
- 4) 消费电子产品：包括智能穿戴 SiP 模组、视讯产品、连接装置、健康医疗等；智能穿戴 SiP 模组产品涵盖智能手表 SiP 模组、真无线蓝牙耳机(TWS)模组、光学心率模块等。其他消费电子产品主要包括 LED 灯条、时序控制板、源级驱动板、智慧手写笔、电磁感测板、除毛机等。

5) 汽车电子产品：主要包括稳压器、整流器、电机控制器、外部 LED 照明、IEPB（集成电动驻车制动）、车载信息及娱乐讯息的控制单元或控制面板等。

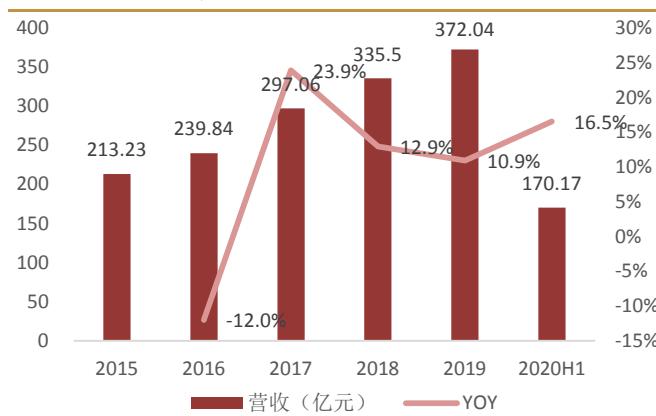
图 2：2020H1 公司各业务营收占比情况（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业务结构：公司当前营收主要四大块为：通讯类产品、消费电子类产品、工业类产品、电脑及存储类产品。**营收结构：**2020H1 公司通讯类产品业务收入为 71.0 亿元，同比增长 42.9%，占总营收 41.7%；消费电子类产品收入为 50.7 亿元，同比增长 8.9%，营收占比为 29.8%；工业类产品收入达 18.2 亿元，同比下降 11.6%，营收占比为 10.7%；电脑及存储类产品业务收入为 22.0 亿元，同比增长 14.4%，营收占比为 12.9%。**毛利占比：**公司 2019 年通讯类产品毛利为 9.4 亿元，毛利率水平为 6.8%，毛利占比 25.6%；消费类电子业务毛利为 10.0 亿元，毛利率水平为 7.8%，毛利占比 27.0%；工业类产品毛利为 8.2 亿元，毛利率水平为 19.4%，毛利占比为 22.2%；电脑及存储类产品毛利为 7.7 亿元，毛利率水平为 18.4%，毛利占比为 21.0%；此四大块业务贡献毛利占比 95.8%。

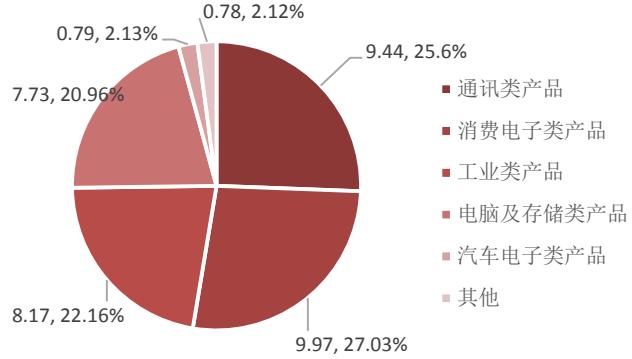
图 4：公司 2015 年至今营收增长情况



数据来源：Wind、西南证券整理

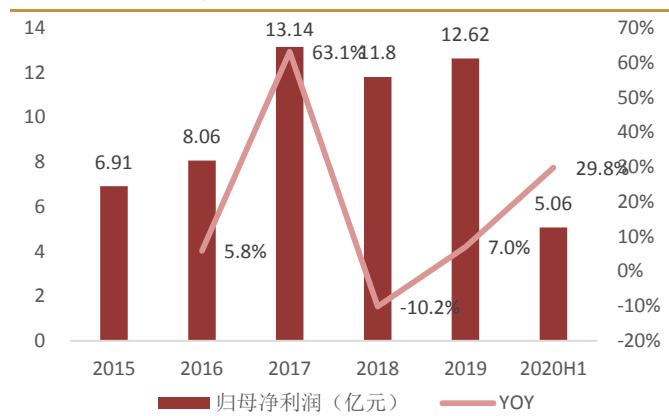
公司业绩情况：2015 以来，公司营收及归母净利润整体保持增长态势，2018 年归母利润短期下滑主要系受公允价值变动和投资收益等影响。公司营收自 2015 年的 213.2 亿到 2019 年的 372.0 亿，CAGR 达到 14.9%，营收稳健提升。公司归母净利润从 2015 年的 6.9 亿元到 2019 年的 12.6 亿元，CAGR 为 16.3%，增长稳健。

图 3：公司 2019 年各业务毛利占比（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司 2015 年至今归母净利润增长情况



数据来源：Wind、西南证券整理

图 6：公司 2015 年至今毛利率及净利率情况


数据来源：Wind、西南证券整理

公司盈利能力：自 2015 年来公司毛利率及净利率水平整体保持稳定，略有下降。2019 年来略有下降主要系受原材料成本上升影响所致，除通讯类产品外，其他四大类产品毛利率均有下降，带动综合毛利率水平略有下降。从三费率来看，公司三费比率整体保持相对稳定状态，显示公司经营管控水平较为稳定良好。

图 8：公司 2015 年至今研发支出情况（合并报表）


数据来源：Wind、西南证券整理

公司持续维持研发投入，引领公司长期成长。公司一直重视技术研发工作，自 2015 年来公司研发费用投入整体保持增长趋势，自 2015 年 9.1 亿元增长至 2019 年 13.7 亿元，研发费用占比大致保持在 4% 左右。公司技术人员数量也从 2015 年 3133 人增长至 2019 年 3596 人。

图 7：公司 2015 年至今三费占比情况


数据来源：Wind、西南证券整理

图 9：公司 2015 年至今研发人员及占比情况


数据来源：Wind、西南证券整理

2 盈利预测及估值

关键假设：

假设 1：通讯类产品：SiP 业务是公司当前的主要增长业务，随着 5G 换机潮和未来物联网对于硬件升级要求的驱动，我们预期公司 2020-2022 年通讯类产品业务仍将保持一个较为理想的增速 25%/30%/20% 左右。假设 2020-2022 年毛利率水平维持 7.0%/7.2%/7.3%。

假设 2：消费电子类产品：消费电子类业务部分是受益通讯类产品业务延伸，另一部分是受益于智能穿戴硬件和健康医疗等，同样受到 5G 手机换机潮、TWS 耳机普及潮及智能终端健康检测的普及，我们预期公司 2020-2022 年消费电子类产品仍将保持 25%/25%/20% 增长。假设 2020-2022 年毛利率水平维持在 8.3%/8.5%/8.7%。

假设 3：电脑及存储类产品：公司电脑及存储类产品主要包括服务器、主板、工作站主板、笔记本和平板电脑的 SipSet 模块等。根据调研公司 Canalys 发布的全球 PC 出货量报告，预期 2020 年 PC 出货量将下降 7%，2021 年将保持平稳，2022 年将恢复增长。预期国内市场增速将略超全球增速，因此我们预期 2020-2022 年订单额保持 5%/10%/10%，毛利率维持在 20% 左右。

假设 4：工业类产品：公司工业类产品主要包括销售点管理系统（POS）、手持式行动应用装置（SHD）等。看好 5G 物联网趋势下工业自动、智能化发展带动下游客户新增订单的持续性，且考虑 2020 年新冠疫情及贸易摩擦影响相对疲软，预期 2020-2022 年订单额将保持 10%/25%/25% 增长，毛利率维持在 20% 左右。

假设 5：汽车电子类产品：凭借多年汽车行业服务经验及提供完整 DMS 解决方案制造服务能力，预期将伴随智能驾驶的普及重新迎来持续增长，同时考虑 2020 年受疫情影响需求相对疲软，预期 2020-2022 年订单额保持 0%/10%/10% 的增长，伴随新订单价值量提升，预期毛利率将回升并保持 6%/6.5%/7% 水平。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
通讯类产品	收入	13921.44	17401.80	22622.34	27146.81
	增速	16.5%	25.00%	30.00%	20.00%
	毛利率	6.78%	7.00%	7.20%	7.30%
消费电子类产品	收入	12861.93	16077.41	20096.77	24116.12
	增速	10.1%	25.00%	25.00%	20.00%
	毛利率	7.75%	8.30%	8.50%	8.70%
工业类产品	收入	4,203.79	4624.17	5780.21	7225.26
	增速	26.3%	10.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	19.44%	20.00%	20.00%	20.00%
电脑及存储类产品	收入	4193.51	4403.19	4843.50	5327.85
	增速	-9.5%	5.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	18.43%	20.00%	20.00%	20.00%

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
汽车电子类产品	收入	1773.30	1773.30	1950.63	2145.69
	增速	-20.0%	0.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	4.44%	6.00%	6.50%	7.00%
其他业务	收入	250.22	275.24	302.77	333.04
	增速	-	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	38.08%	40.00%	40.00%	40.00%
合计	收入	37,204.19	44,555.11	55,596.22	66,294.78
	增速		19.76%	24.78%	19.24%
	毛利率	9.96%	10.27%	10.27%	10.37%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取同为精密制造行业的立讯精密、领益智造、歌尔股份作为可比公司，可比公司2020年平均PE为50倍，我们认为公司当前具有一定的估值优势。

预计2020-2022年公司EPS分别为0.76、0.93、1.10元，对应PE分别为31、25、21倍，未来三年归母净利润将保持24%的复合增长率。考虑到公司在SIP领域的行业领先实力、受益苹果产业链带来的成长及健康医疗的关注提升，我们看好公司当前业务发展态势，给予公司2020年40倍PE，目标价30.4元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表2：可比公司估值（取8月27日公司收盘价）

证券代码	可比公司	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E
300433.SZ	蓝思科技	34.16	0.58	0.91	1.13	24	38	30
002600.SZ	领益智造	11.72	0.27	0.33	0.51	39	35	23
002475.SZ	立讯精密	55.20	0.88	0.95	1.27	41	58	44
002241.SZ	歌尔股份	42.25	0.39	0.61	0.84	50	69	50
平均							50	37

数据来源：Wind，西南证券整理。注：可比公司数据取wind一致预期

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	37204.19	44555.11	55596.21	66294.78	净利润	1260.11	1660.50	2017.30	2396.59
营业成本	33499.41	39980.59	49886.54	59420.92	折旧与摊销	498.55	294.22	320.05	351.31
营业税金及附加	38.58	48.86	59.86	71.82	财务费用	26.23	-72.13	-63.44	-26.27
销售费用	320.48	1960.42	2446.23	2916.97	资产减值损失	2.95	0.00	0.00	0.00
管理费用	777.65	846.55	1056.33	1259.60	经营营运资本变动	638.74	-1054.34	-1474.44	-1221.87
财务费用	26.23	-72.13	-63.44	-26.27	其他	-0.80	-79.36	-80.21	-79.93
资产减值损失	2.95	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2425.77	748.89	719.25	1419.84
投资收益	78.72	80.00	80.00	80.00	资本支出	-334.27	-550.00	-750.00	-950.00
公允价值变动损益	111.78	0.00	0.00	0.00	其他	-260.51	-77.43	119.30	53.57
其他经营损益	0.00	50.00	50.00	50.00	投资活动现金流净额	-594.78	-627.43	-630.70	-896.43
营业利润	1422.15	1920.82	2340.70	2781.74	短期借款	292.60	-1374.12	1450.51	1125.48
其他非经营损益	10.61	10.00	5.00	5.00	长期借款	30.71	0.00	0.00	0.00
利润总额	1432.76	1930.82	2345.70	2786.74	股权融资	66.05	22.19	0.00	0.00
所得税	172.66	270.31	328.40	390.14	支付股利	-356.85	-378.63	-499.40	-606.70
净利润	1260.11	1660.50	2017.30	2396.59	其他	-416.82	-31.23	64.44	27.67
少数股东损益	-2.00	-4.15	-5.04	-5.99	筹资活动现金流净额	-384.31	-1761.80	1015.56	546.45
归属母公司股东净利润	1262.10	1664.65	2022.34	2402.58	现金流量净额	1475.95	-1640.34	1104.11	1069.86
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	6095.85	4455.51	5559.62	6629.48	成长能力				
应收和预付款项	7417.67	8941.09	11521.18	13790.99	销售收入增长率	10.89%	19.76%	24.78%	19.24%
存货	4298.19	5414.23	6812.66	8191.96	营业利润增长率	2.56%	35.06%	21.86%	18.84%
其他流动资产	374.14	590.40	652.84	775.10	净利润增长率	6.79%	31.77%	21.49%	18.80%
长期股权投资	487.36	487.36	487.36	487.36	EBITDA 增长率	9.17%	10.07%	21.20%	19.62%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1893.72	2045.69	2371.83	2866.71	毛利率	9.96%	10.27%	10.27%	10.37%
无形资产和开发支出	165.84	298.26	430.68	563.10	三费率	3.02%	6.14%	6.19%	6.26%
其他非流动资产	1179.09	1160.48	1141.88	1123.27	净利率	3.39%	3.73%	3.63%	3.62%
资产总计	21911.85	23393.02	28978.04	34427.96	ROE	12.23%	14.31%	15.37%	16.07%
短期借款	1764.38	390.26	1840.77	2966.25	ROA	5.75%	7.10%	6.96%	6.96%
应付和预收款项	8485.25	10203.69	12710.75	15137.03	ROIC	14.73%	16.77%	16.27%	15.78%
长期借款	30.71	30.71	30.71	30.71	EBITDA/销售收入	5.23%	4.81%	4.67%	4.69%
其他负债	1324.66	1164.39	1273.93	1382.20	营运能力				
负债合计	11604.99	11789.05	15856.16	19516.19	总资产周转率	1.77	1.97	2.12	2.09
股本	2179.09	2181.28	2181.28	2181.28	固定资产周转率	23.16	24.55	26.13	26.17
资本公积	1719.12	1739.12	1739.12	1739.12	应收账款周转率	5.01	5.57	5.56	5.36
留存收益	6525.44	7811.47	9334.41	11130.29	存货周转率	7.25	8.08	8.04	7.82
归属母公司股东权益	10275.62	11576.88	13099.83	14895.71	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.13%	—	—	—
少数股东权益	31.24	27.09	22.05	16.06	资本结构				
股东权益合计	10306.86	11603.98	13121.88	14911.77	资产负债率	52.96%	50.40%	54.72%	56.69%
负债和股东权益合计	21911.85	23393.02	28978.04	34427.96	带息债务/总负债	15.47%	3.58%	11.81%	15.37%
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E	流动比率	1.68	1.76	1.62	1.57
EBITDA	1946.93	2142.91	2597.30	3106.78	速动比率	1.28	1.27	1.17	1.13
PE	40.80	30.96	25.49	21.45	股利支付率	28.27%	22.75%	24.69%	25.25%
PB	5.01	4.45	3.93	3.46	每股指标				
PS	1.38	1.16	0.93	0.78	每股收益	0.58	0.76	0.93	1.10
EV/EBITDA	23.83	21.68	18.04	15.09	每股净资产	4.72	5.31	6.01	6.83
股息率	0.69%	0.73%	0.97%	1.18%	每股经营现金	1.11	0.34	0.33	0.65
					每股股利	0.16	0.17	0.23	0.28

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

持有：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指数涨幅介于-20%与-10%之间

卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下

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

行业评级

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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@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
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌嵒	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn