

业绩快报体现经营向好，回购股份彰显长期信心

- 公司发布 20 年业绩快报，并公告回购股份方案。

核心观点

- **公司 20 年业绩快报亮眼：**20 年营收 576 亿元，同比增长 64%，归母净利润 28.5 亿元，同比大增 123%，位于此前预告区间 115-125%接近上限。其中 20Q4 单季营收 229 亿元，同比增长 108%，归母净利润 8.3 亿元，同比大增 181%。公司智能无线耳机、虚拟现实、精密零组件、智能家居等相关产品销售收入增长，盈利能力改善。
- **回购股份方案彰显长期信心：**公司拟以自有资金回购 5-10 亿元公司股份，回购价不超过 39 元，用于后期实施员工持股或股权激励计划，进一步完善公司长效激励机制，有望充分调动公司核心骨干人员积极性，有效将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，促进公司的长远发展。
- **保持健康经营，多点开花带来持续发展动能：**1) 成本管控效果进一步凸显，整体利润率持续提升，未来各项经营指标均有望持续改善，产品良率提升及快速交付将带来运营周期缩短、费用率降低、库存改善，同时公司在运营过程中更加注重经营现金流覆盖投资支出以及投资回报率提升。2) TWS 耳机推动业绩持续向好，公司在大客户中份额持续提升，利润率保持高水平，同时在安卓客户中保持领先地位，未来有望继续成为公司主要业绩助力。3) VR/AR 等新型智能硬件带来长期成长潜力：美国客户 VR 新产品销售火爆，伴随生态圈的完善及 5G 的推动，VR/AR 业务有望保持高速发展，同时国内外主要客户游戏机、智能音箱、头戴式耳机、可穿戴等新型智能硬件的热销有望推动公司整体营收规模的快速增长。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 20-22 年 EPS 分别为 0.86、1.23 和 1.62 元（原预测 20-22 年分别为 0.87、1.25 和 1.61 元，调整原因为可转债转股、耳机份额持续提升、VR 订单景气度高，同时根据业绩快报略作调整），根据可比公司，给予公司 21 年 40 倍 PE 估值，对应目标价为 49.2 元，维持买入评级。

风险提示

- TWS 耳机销量不达预期；VR/AR 发展不达预期；全球疫情恶化风险。

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	23,751	35,148	57,628	79,083	96,128
同比增长(%)	-7.0%	48.0%	64.0%	37.2%	21.6%
营业利润(百万元)	1,006	1,496	3,318	4,765	6,250
同比增长(%)	-59.7%	48.7%	121.8%	43.6%	31.2%
归属母公司净利润(百万元)	868	1,281	2,850	4,094	5,371
同比增长(%)	-59.4%	47.6%	122.5%	43.7%	31.2%
每股收益(元)	0.26	0.39	0.86	1.23	1.62
毛利率(%)	18.8%	15.4%	16.4%	16.1%	15.8%
净利率(%)	3.7%	3.6%	4.9%	5.2%	5.6%
净资产收益率(%)	5.8%	8.2%	15.4%	17.9%	19.5%
市盈率	127.1	86.1	38.7	26.9	20.5
市净率	7.3	6.8	5.3	4.4	3.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

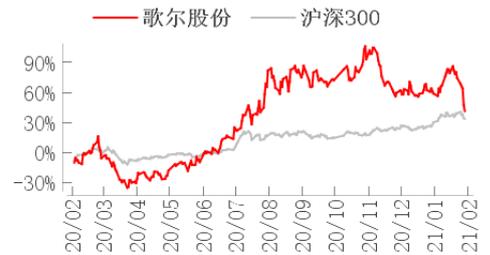


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年01月29日)	33.2元
目标价格	49.2元
52周最高价/最低价	50.23/14.74元
总股本/流通A股(万股)	332,164/288,255
A股市值(百万元)	95,701
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2021年01月31日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-18.91	-11.04	-26.81	41.35
相对表现	-14.96	-14.91	-44.13	33.86
沪深300	-3.95	3.87	17.32	7.49



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

蒯剑

021-63325888*8514

kuaijian@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514050005

香港证监会牌照：BPT856

证券分析师

马天翼

021-63325888*6115

matianyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518090001

联系人

唐权喜

021-63325888*6086

tangquanxi@orientsec.com.cn

联系人

李庭旭

litingxu@orientsec.com.cn

相关报告

季报与年报指引超预期，长期前景乐观	2020-10-25
半年报高速增长，季报指引超预期	2020-08-23
盈利能力持续改善，员工持股计划彰显长期信心	2020-04-24

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

盈利预测与投资建议

我们预测公司 20-22 年 EPS 分别为 0.86、1.23 和 1.62 元，根据可比公司，给予公司 21 年 40 倍 PE 估值，对应目标价为 49.2 元，维持买入评级。

图 1：可比公司估值情况

公司	代码	最新价格(元) 2021/1/29	每股收益(元)				市盈率			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
立讯精密	002475	53.10	0.67	1.03	1.46	1.91	79.11	51.34	36.31	27.86
水晶光电	002273	10.70	0.40	0.43	0.52	0.59	26.53	24.88	20.38	18.13
苏大维格	300331	21.83	0.45	0.48	0.71	0.89	48.91	45.48	30.75	24.53
兆易创新	603986	182.00	1.29	2.07	2.87	3.68	141.41	87.87	63.51	49.43
敏芯股份	688286	117.31	1.12	1.11	1.72	2.38	104.92	105.52	68.40	49.29
顺络电子	002138	30.61	0.50	0.73	0.98	1.26	61.44	42.12	31.28	24.23
	最大值						141.41	105.52	68.40	49.43
	最小值						26.53	24.88	20.38	18.13
	平均数						77.06	59.54	41.77	32.25
	调整后平均						73.60	56.70	40.46	31.48

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

风险提示

TWS 耳机销量不达预期：TWS 耳机为公司贡献主要营收及业绩增量，若销量不达预期则影响公司成长速度。

VR/AR 发展不达预期：VR/AR 产业发展存在不达预期的风险，对公司相关业务营收体量及增速将造成影响。

全球疫情恶化风险：全球疫情对消费电子终端销量及供应链生产运营将会造成影响，存在影响程度进一步恶化的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,392	3,613	5,763	7,908	9,613	营业收入	23,751	35,148	57,628	79,083	96,128
应收票据及应收账款	7,211	8,144	11,526	15,817	19,226	营业成本	19,282	29,726	48,190	66,335	80,950
预付账款	161	218	288	395	481	营业税金及附加	142	224	346	411	481
存货	3,549	5,296	7,229	9,950	12,142	营业费用	569	534	864	1,107	1,346
其他	508	432	483	569	637	管理费用及研发费用	2,374	2,645	4,553	6,010	6,633
流动资产合计	13,820	17,704	25,288	34,640	42,099	财务费用	318	364	457	554	569
长期股权投资	248	270	250	250	250	资产、信用减值损失	248	122	100	100	100
固定资产	11,117	11,502	13,375	14,754	15,799	公允价值变动收益	10	27	0	0	0
在建工程	1,320	1,433	867	584	443	投资净收益	(82)	(160)	0	0	0
无形资产	2,024	2,397	2,349	2,284	2,211	其他	261	97	200	200	200
其他	1,213	1,353	1,066	1,050	1,039	营业利润	1,006	1,496	3,318	4,765	6,250
非流动资产合计	15,922	16,957	17,907	18,923	19,741	营业外收入	10	15	15	15	15
资产总计	29,742	34,660	43,195	53,562	61,840	营业外支出	23	40	20	20	20
短期借款	5,852	6,154	8,145	9,930	9,222	利润总额	993	1,472	3,313	4,760	6,245
应付票据及应付账款	5,615	9,675	11,807	16,252	19,833	所得税	149	192	464	666	874
其他	1,986	1,729	1,569	1,612	1,646	净利润	844	1,279	2,850	4,094	5,371
流动负债合计	13,453	17,558	21,521	27,794	30,701	少数股东损益	(23)	(1)	0	0	0
长期借款	606	344	344	344	344	归属于母公司净利润	868	1,281	2,850	4,094	5,371
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.26	0.39	0.86	1.23	1.62
其他	494	630	500	500	500						
非流动负债合计	1,100	973	844	844	844	主要财务比率					
负债合计	14,553	18,531	22,364	28,638	31,545		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	(12)	22	22	22	22	成长能力					
股本	3,245	3,245	3,322	3,322	3,322	营业收入	-7.0%	48.0%	64.0%	37.2%	21.6%
资本公积	2,702	2,601	4,701	4,701	4,701	营业利润	-59.7%	48.7%	121.8%	43.6%	31.2%
留存收益	9,366	10,340	12,865	16,959	22,330	归属于母公司净利润	-59.4%	47.6%	122.5%	43.7%	31.2%
其他	(113)	(80)	(80)	(80)	(80)	获利能力					
股东权益合计	15,190	16,129	20,831	24,925	30,295	毛利率	18.8%	15.4%	16.4%	16.1%	15.8%
负债和股东权益总计	29,742	34,660	43,195	53,562	61,840	净利率	3.7%	3.6%	4.9%	5.2%	5.6%
						ROE	5.8%	8.2%	15.4%	17.9%	19.5%
						ROIC	5.2%	7.1%	12.3%	14.0%	15.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	48.9%	53.5%	51.8%	53.5%	51.0%
净利润	844	1,279	2,850	4,094	5,371	净负债率	33.6%	21.0%	15.5%	11.5%	1.5%
折旧摊销	1,512	1,767	1,275	1,505	1,719	流动比率	1.03	1.01	1.18	1.25	1.37
财务费用	318	364	457	554	569	速动比率	0.76	0.70	0.84	0.88	0.97
投资损失	82	160	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(985)	1,680	(3,401)	(2,749)	(2,165)	应收账款周转率	3.5	4.6	5.1	4.6	4.4
其它	505	202	346	32	26	存货周转率	5.8	6.6	7.6	7.6	7.2
经营活动现金流	2,276	5,451	1,526	3,435	5,519	总资产周转率	0.8	1.1	1.5	1.6	1.7
资本支出	(3,590)	(2,318)	(2,523)	(2,521)	(2,538)	每股指标(元)					
长期投资	35	306	(230)	0	0	每股收益	0.26	0.39	0.86	1.23	1.62
其他	(708)	(1,025)	6	0	0	每股经营现金流	0.70	1.68	0.46	1.03	1.66
投资活动现金流	(4,263)	(3,038)	(2,747)	(2,521)	(2,538)	每股净资产	4.58	4.85	6.26	7.50	9.11
债权融资	351	(796)	(15)	0	0	估值比率					
股权融资	(248)	(101)	2,177	0	0	市盈率	127.1	86.1	38.7	26.9	20.5
其他	527	(440)	1,209	1,231	(1,277)	市净率	7.3	6.8	5.3	4.4	3.6
筹资活动现金流	630	(1,337)	3,371	1,231	(1,277)	EV/EBITDA	40.1	31.3	22.5	16.6	13.3
汇率变动影响	6	10	-0	-0	-0	EV/EBIT	85.8	61.1	30.1	21.4	16.7
现金净增加额	(1,350)	1,087	2,150	2,146	1,704						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn