

## 公司研究

## 21Q1 业绩 35-40%增长, AirPods 短期波动不改长期向好趋势

## ——立讯精密 (002475.SZ) 跟踪报告之三

## 买入 (维持)

当前价: 35.30 元

## 作者

分析师: 刘凯

执业证书编号: S0930517100002

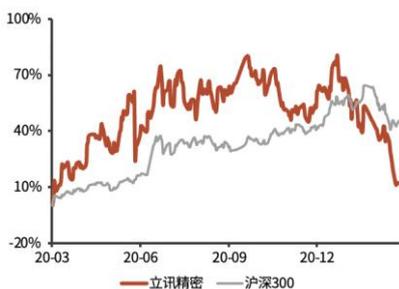
021-52523849

kailiu@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	70.23
总市值(亿元):	2478.97
一年最低/最高(元):	32.81/63.88
近3月换手率:	300.05%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-34.01	-40.15	12.15
绝对	-18.59	-43.67	-33.50

资料来源: Wind

## 相关研报

光大证券通信电子行业周观点第5期: AirPods 波动不改立讯歌尔长期向好趋势 (2021-03-21)

立讯精密 (002475.SZ) 跟踪报告之二: AirPods 波动提供买入良机, Apple Watch 和 iPhone 代工业务空间广阔 (2020-11-30)

立讯精密 (002475.SZ): 2020 年第三季度报告点评, 组装代工龙头稳健成长, 全球化布局日趋完善 (2020-10-28)

## 要点

**2020和2021Q1业绩符合预期。**公司于2021年3月22日发布2020年业绩快报和2021年第一季度业绩预告: (1) 公司2020年实现营业总收入918.7亿元, 同比增长46.95%; 实现归属于上市公司股东净利润72.3亿元, 同比增长53.44%。2020年业绩处于业绩预告70.7~73.1亿元的中上区间, 符合市场预期。2020Q4归母净利润25.53亿元, 环比增长19%、同比增长40%。(2) 立讯精密2021Q1实现净利润13.3-13.8亿元, 相较2020Q1约9.82亿元同比增长35%-40%, 符合市场预期。我们测算AirPods在2021Q1和2020Q1分别为立讯精密贡献约5亿元净利润, 剔除AirPods业绩贡献之后, 2021Q1归母净利润约同比增长约70%, 彰显立讯精密非耳机类业务强大的成长动能。

**AirPods业务: 短期波动不改长期向好趋势。**2020Q4由于海外疫情影响, AirPods提货速度趋于放缓, 立讯AirPods的生产速度也随之放缓。我们估计全球AirPods 2020年出货量超过9000万只, 2021年出货量虽然出现波动, 但是考虑到海外疫情逐步缓和且AirPods的新机发布, AirPods的需求有望恢复, 立讯也将于2021Q2-Q3开始备货新款AirPods。展望未来, 考虑到海外疫情后的需求恢复、越南生产占比提升后带来的成本降低、SiP和其它零组件自供的可能性, 我们认为AirPods代工仍将在2021年为立讯精密贡献主要盈利。

**Apple Watch业务: 切入整机代工, 2021-2022年有望大幅增厚营收和利润。**Apple Watch运动、医疗、健康创新不止, 2017/2018/2019/2020出货量约1800、2300、3100、3350万台。立讯作为Apple Watch零组件的重要供应商, 已在2020年切入Apple Watch整机制造, 作为核心代工厂, 立讯嘉善工厂从2020H1开始生产至今, 2020Q3已快速起量。我们预计2021年Apple Watch销量约4000万只, 同比约20%增长, 立讯在份额不断提升的背景下, 考虑到较高的单机价值量, 有望新增数百亿元的代工营收。此外由于立讯供应Apple Watch的无线充电、表带、表冠、SiP模组等零组件, 在Apple Watch组装收入快速增长的背景, 利润率相较AirPods有望实现进一步的跃升。

**iPhone组装代工业务将打开立讯精密的长期广阔成长空间, 立讯利用大股东杠杆资金并购后将享有纬创iPhone代工厂大部分利润, 行业未来有望演变为富士康与“立讯精密+台湾纬创+台湾和硕”的竞争格局。**2020年7月17日, 立讯精密拟与立讯有限共同出资以人民币33亿元现金收购台湾纬创iPhone代工厂江苏纬创和昆山纬新100%股权, 其中, 立讯精密和控股子公司立讯实业合计出资6亿元, 对标的资产不构成控股, 但根据协议安排上市公司将享有大部分利润。富士康、和硕、纬创是苹果iPhone的三家主要代工厂。2019年昆山纬新收入约318亿元, 净利润约1.33亿元, 净利率约0.4%。立讯精密和母公司在并购纬创之后, 一方面切入iPhone组装代工业务, 另一方面有望进一步提升iPhone连接器、无线充电、声学、天线等零组件的垂直整合。此外, 纬创 (3231.TW)、和硕 (4938.TW) 2020年7月22日公告分别以约30亿元和约6亿元的总金额受让立讯精密股票, 转让价为53.20元/股。我们预计立讯精密将从2021年起大幅提高自身的iPhone组装代工出货量, iPhone组装代工业务一方面有望增厚立讯精密的盈利能力, 另一方面有望进一步提升和保持自身马达、天线、无线充电、连接器、声学等iPhone零组件的份额。

**投资建议。**考虑到 AirPods 和 iPhone 业务波动，参考 2020 年业绩快报，我们将立讯精密 2020-2022 年归母净利润下调为 72.33（下调 3.9%）、95.27（下调 14.4%）、126.33（下调 18.1%）亿元，当前 2480 亿市值对应 PE 为 34x、26x、20x。未来苹果 iPhone、Apple Watch、iPad、Mac 等有望持续高景气，立讯精密“零件+成品”的发展战略有望驱动公司步入高速成长通道，Apple Watch 组装和 iPhone 组装有望成为立讯精密收入成长的核心驱动力，因此我们维持立讯精密“买入”评级。

**风险提示：**下游需求不及预期风险、行业竞争加剧风险。

**图表 1：公司盈利预测与估值简表**

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	35,850	62,516	91,870	123,244	168,807
营业收入增长率	57.06%	74.38%	46.95%	34.15%	36.97%
净利润（百万元）	2,723	4,714	7,233	9,527	12,633
净利润增长率	61.05%	73.13%	53.44%	31.72%	32.61%
EPS（元）	0.66	0.88	1.04	1.36	1.81
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.57%	23.22%	25.54%	25.94%	26.39%
P/E	53	40	34	26	20
P/B	9.4	9.3	8.7	6.7	5.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-22-

## 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	91,870	123,244	168,807
营业成本	28,304	50,068	73,521	98,965	136,143
折旧和摊销	1,008	1,518	1,802	2,125	2,541
税金及附加	163	303	459	616	844
销售费用	388	498	735	986	1,350
管理费用	900	1,525	2,285	3,081	4,220
研发费用	302	330	395	344	379
财务费用	2,515	4,376	6,431	8,627	11,817
投资收益	123	173	190	220	250
营业利润	3,294	5,745	8,575	11,276	14,895
利润总额	3,282	5,635	8,575	11,276	14,895
所得税	469	708	1,072	1,410	1,862
净利润	2,813	4,927	7,503	9,867	13,033
少数股东损益	91	214	270	340	400
归属母公司净利润	2,723	4,714	7,233	9,527	12,633
EPS(按最新股本计)	0.66	0.88	1.04	1.36	1.81

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,142	7,466	11,275	13,447	17,244
净利润	2,723	4,714	7,233	9,527	12,633
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	1,264	1,906	3,115
其他	-3,532	3,644	976	-111	-1,045
投资活动产生现金流	-4,928	-6,298	-7,733	-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	-683	170	200
融资活动现金流	1,453	1,072	-535	-2,930	-2,377
股本变化	942	1,234	1,635	0	0
债务净变化	1,976	-1,137	-1,224	-1,774	-974
无息负债变化	4,830	8,999	7,306	7,109	9,493
净现金流	-185	2,338	3,007	3,137	7,016

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	21.0%	19.9%	20.0%	19.7%	19.4%
EBITDA 率	13.0%	12.4%	11.5%	11.0%	10.4%
EBIT 率	9.8%	9.7%	9.6%	9.3%	8.9%
税前净利润率	9.2%	9.0%	9.3%	9.1%	8.8%
归母净利润率	7.6%	7.5%	7.9%	7.7%	7.5%
ROA	7.7%	10.0%	11.8%	12.7%	13.3%
ROE (摊薄)	17.6%	23.2%	25.5%	25.9%	26.4%
经营性 ROIC	13.0%	20.5%	23.4%	25.1%	27.4%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	54%	56%	53%	50%	49%
流动比率	1.34	1.24	1.28	1.35	1.44
速动比率	1.07	0.93	0.95	1.01	1.09
归母权益/有息债务	2.14	3.33	5.81	11.86	22.55
有形资产/有息债务	4.84	7.76	12.65	24.44	45.10

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	63,753	77,829	97,901
货币资金	3,820	6,180	9,187	12,324	19,341
交易性金融资产	20	1,524	1,524	1,524	1,524
应收帐款	11,131	13,244	15,618	18,487	21,945
应收票据	85	67	138	185	253
其他应收款 (合计)	309	338	459	616	844
存货	4,735	7,701	9,925	11,876	14,976
其他流动资产	2,886	1,484	1,778	2,092	2,547
流动资产合计	23,078	30,751	38,997	47,599	62,111
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	2,254	2,254	2,254
非流动资产合计	13,363	18,627	24,755	30,230	35,790
总负债	19,767	27,628	33,710	39,045	47,563
短期借款	5,664	4,166	3,019	1,124	0
应付账款	9,955	17,268	22,791	27,710	34,036
应付票据	282	206	0	0	0
预收账款	31	102	184	246	338
其他流动负债	49	645	1,379	2,163	3,302
流动负债合计	17,179	24,860	30,456	35,257	43,070
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	901	1,215	1,670
非流动负债合计	2,588	2,768	3,254	3,788	4,493
股东权益	16,675	21,750	30,043	38,784	50,338
股本	4,115	5,349	69.84	70.23	70.23
公积金	3,884	3,017	3,538	4,490	5,754
未分配利润	7,336	11,765	17,633	25,081	34,971
归属母公司权益	15,498	20,297	28,320	36,721	47,874
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%	2.49%	2.50%	2.50%
财务费用率	0.84%	0.53%	0.43%	0.28%	0.22%
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	0.16	0.21	0.28
每股经营现金流	0.76	1.40	1.61	1.93	2.47
每股净资产	3.77	3.79	4.06	5.26	6.86
每股销售收入	8.71	11.69	13.15	17.65	24.17

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	53	40	34	26	20
PB	9.4	9.3	8.7	6.7	5.1
EV/EBITDA	34.2	25.9	23.9	18.6	14.2
股息率	0.14%	0.34%	0.46%	0.60%	0.79%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------