

20 年业绩符合预期，长期价值逐渐凸显

投资要点

- **业绩总结:** 公司披露 2020 年年报，2020 年公司实现营收 925.0 亿元，同比增长 48.0%；2020 年实现归母净利润 72.3 亿元，同比增长 53.3%；2020 年实现扣非归母净利润 60.1 亿元，同比增长 37.3%。此前公司发布 21Q1 业绩预告，预计实现归母净利润 13.3-13.8 亿元，同比增长 35%-40%。
- **2020 年业绩基本符合预期，21 年业绩仍将稳定增长。** 公司 20Q3 的业绩指引 2020 年全年预期实现净利润 70.7-73.1 亿元，同比增长 50%-55%，实际业绩增长 53.4%，位于指引上沿，基本符合预期；此前业绩快报预期实现营收 918 亿元，实际实现营收 925 亿元，略高于业绩快报指引。公司 21Q1 业绩预告预期实现归母净利润 13.3-13.8 亿元，同比增长 35%-40%，公司受益苹果新品推出，预期仍将保持稳定增长。
- **受益果链品类扩充及单机价值量持续提升，成长空间持续可期。** 公司主要营收利润增长当前仍主要由消费电子业务 1) iPhone 手机端：公司 2020 年收购纬创昆山，切入 iPhone 组装业务。后又增资控股日铠切入金属结构件业务。通过组装业务进一步整合零部件及模组、金属结构件的份额占比及单机价值量提升。2) TWS 耳机部分仍为苹果主要核心供应商，多价位覆盖广用户人群策略预期将进一步驱动 AirPods 系列销量提升，长期看渗透率仍有较大提升空间。3) 其他智能配件等：iwatch 及 magsafe 产品将伴随苹果产品生态体系建立持续放量，带动公司业绩增长。
- **平台型制造已成型，消费电子+汽车电子驱动公司中长期持续增长。** 公司通过外延并购扩展形式逐步形成“零组件+模组+组装”一体的平台型制造公司，包括收购纬创昆山，收购高伟电子，增资控股日铠等持续拓展增长空间。短期看公司消费电子仍将持续带动增长，中长期看，以汽车电子、5G 通信等增量业务将提供长期增长动能。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2021-2023 年归母净利润为 93.8/122.5/153.9 亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 客户销售不及预期；新产品导入不及预期；行业竞争加剧导致产品价格下滑等。

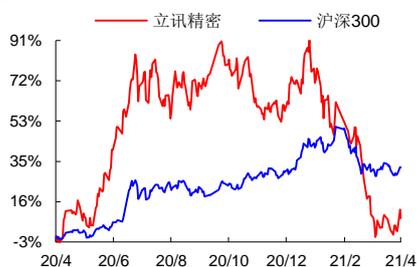
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	92501.26	127439.61	162855.65	194372.00
增长率	47.96%	37.77%	27.79%	19.35%
归属母公司净利润 (百万元)	7225.46	9381.96	12254.34	15389.35
增长率	53.28%	29.85%	30.62%	25.58%
每股收益 EPS (元)	1.03	1.33	1.74	2.19
净资产收益率 ROE	24.24%	24.90%	25.23%	24.55%
PE	34	26	20	16
PB	8.78	6.88	5.29	4.10

数据来源: Wind, 西南证券

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)	70.35
流通 A 股(亿股)	70.26
52 周内股价区间(元)	32.4-62.11
总市值(亿元)	2,480.69
总资产(亿元)	700.13
每股净资产(元)	3.94

相关研究

1. 立讯精密 (002475): Q3 业绩再超指引上限, 内外并举持续成长 (2020-10-28)
2. 立讯精密 (002475): 中报业绩超预期, 长期成长清晰确定 (2020-08-25)

关键假设：

假设 1：消费电子：公司消费电子业务将后续包括组装及零组件业务，预期消费电子 2021-2023 年订单额增速将保持 40%/28%/18%，毛利率水平分别为 19.7%/19.6%/19.6%。

假设 2：电脑互联产品及精密组件：伴随全球 PC 出货量转暖。我们预期公司将受益存量市场下集中度的进一步提升，结合预期公司 2021-2023 年电脑互联产品及精密组件业务订单额均保持 10% 的增长，毛利率水平维持在 22% 左右。

假设 3：通讯互联产品及精密组件：公司通信业务当前布局整机+核心零部件（电连接器/光连接器/热管理），将持续受益 5G、大数据、及边缘计算的推动，预期 21-23 年将保持 20% 的增长，毛利率维持 20% 左右。

假设 4：汽车互联产品及精密组件：受益智能汽车浪潮带动，我们预期 2021-2023 年订单额将保持 35%/50%/60% 的快速增长，由于汽车电子类产品验证周期较长，准入壁垒较高，毛利率水平预期下降将较缓慢，预期为 16.5%/16.2%/16%。

假设 5：其他连接器及其他业务：据智研咨询数据显示，2011-2019 年我国连接器市场规模 CAGR 为 10.5%，作为行业龙头公司，预期公司将受益集中度进一步提升，营收增速将超越行业整体历史平均水平，预期公司其他连接器 2021-2023 年订单额均保持 20% 增长，毛利率水平维持在 23% 的水平。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 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		2020A	2021E	2022E	2023E
消费电子	收入	81818.16	114545.42	146618.14	173009.41
	增速	57.00%	40.00%	28.00%	18.00%
	毛利率	17.85%	19.70%	19.60%	19.60%
电脑互联产品及精密组件	收入	3521.36	3873.50	4260.85	4686.93
	增速	-14%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	21.45%	22.00%	22.00%	22.00%
通讯互联产品及精密组件	收入	2265.42	2718.50	3262.20	3914.65
	增速	1.26%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	19.73%	20.00%	20.00%	20.00%
汽车互联产品及精密组件	收入	2,844.03	3839.44	5759.16	9214.66
	增速	20.4%	35.00%	50.00%	60.00%
	毛利率	16.52%	16.50%	16.20%	16.00%
其他连接器及其他业务	收入	2,052.29	2462.75	2955.30	3546.36
	增速	13%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	22.33%	23.00%	23.00%	23.00%
合计	收入	92,501.26	127,439.61	162,855.65	194,372.00
	增速	47.96	37.77%	27.79%	19.35%
	毛利率	18.09%	19.74%	19.61%	19.56%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	92501.26	127439.61	162855.65	194372.00	净利润	7491.01	9772.88	12764.94	15865.31
营业成本	75770.01	102278.35	130915.96	156358.09	折旧与摊销	2416.82	1109.34	1244.62	1325.67
营业税金及附加	250.78	436.35	518.91	634.73	财务费用	904.83	382.32	407.14	388.74
销售费用	477.05	9812.85	12051.32	14189.16	资产减值损失	-139.29	200.00	300.00	300.00
管理费用	2463.95	3299.20	4256.70	4684.37	经营营运资本变动	-1297.42	-3298.48	-1144.92	-2130.30
财务费用	904.83	382.32	407.14	388.74	其他	-2502.74	-189.98	-330.01	-320.01
资产减值损失	-139.29	200.00	300.00	300.00	经营活动现金流净额	6873.21	7976.09	13241.77	15429.42
投资收益	648.36	20.00	20.00	20.00	资本支出	-7243.13	-3300.00	-2300.00	-1300.00
公允价值变动损益	329.04	0.00	0.00	0.00	其他	-1904.60	549.75	-169.85	70.55
其他经营损益	0.00	50.00	50.00	50.00	投资活动现金流净额	-9147.73	-2750.25	-2469.85	-1229.45
营业利润	8167.80	11100.54	14475.62	17886.91	短期借款	3410.77	-913.65	-5416.89	-1243.53
其他非经营损益	-32.02	5.00	30.00	40.00	长期借款	-67.71	0.00	0.00	0.00
利润总额	8135.78	11105.54	14505.62	17926.91	股权融资	886.17	34.66	0.00	0.00
所得税	644.76	1332.67	1740.67	2061.59	支付股利	0.00	-988.44	-1407.29	-1838.15
净利润	7491.01	9772.88	12764.94	15865.31	其他	2557.26	-1142.69	-406.14	-387.34
少数股东损益	265.55	390.92	510.60	475.96	筹资活动现金流净额	6786.49	-3010.12	-7230.32	-3469.03
归属母公司股东净利润	7225.46	9381.96	12254.34	15389.35	现金流量净额	4317.46	2215.72	3541.60	10730.94
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	10528.25	12743.96	16285.57	27016.51	成长能力				
应收和预付款项	14692.24	23003.49	28210.89	34123.06	销售收入增长率	47.96%	37.77%	27.79%	19.35%
存货	13211.01	17092.39	21942.24	26364.17	营业利润增长率	42.18%	35.91%	30.40%	23.57%
其他流动资产	4964.55	5280.89	6126.86	6741.27	净利润增长率	52.03%	30.46%	30.62%	24.29%
长期股权投资	1208.54	1208.54	1208.54	1208.54	EBITDA 增长率	48.33%	9.60%	28.07%	21.54%
投资性房地产	47.59	53.07	51.18	51.21	获利能力				
固定资产和在建工程	21357.08	23385.10	24277.85	24089.55	毛利率	18.09%	19.74%	19.61%	19.56%
无形资产和开发支出	1798.30	2009.74	2221.18	2432.62	三费率	4.16%	10.59%	10.26%	9.91%
其他非流动资产	2205.20	2166.39	2127.58	2088.77	净利率	8.10%	7.67%	7.84%	8.16%
资产总计	70012.75	86943.57	102451.89	124115.70	ROE	24.24%	24.90%	25.23%	24.55%
短期借款	7577.07	6663.42	1246.53	3.00	ROA	10.70%	11.24%	12.46%	12.78%
应付和预收款项	24815.18	34149.86	43474.65	51982.83	ROIC	28.04%	25.38%	27.73%	30.65%
长期借款	1495.20	1495.20	1495.20	1495.20	EBITDA/销售收入	12.42%	9.88%	9.90%	10.08%
其他负债	5218.70	5392.13	5634.89	6006.90	营运能力				
负债合计	39106.15	47700.61	51851.28	59487.93	总资产周转率	1.55	1.62	1.72	1.72
股本	6999.77	7034.43	7034.43	7034.43	固定资产周转率	5.53	6.04	7.06	8.19
资本公积	1890.10	1890.10	1890.10	1890.10	应收账款周转率	6.83	7.17	6.74	6.61
留存收益	18729.22	27122.74	37969.79	51520.99	存货周转率	7.22	6.74	6.70	6.47
归属母公司股东权益	28101.82	36047.26	46894.31	60445.52	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.93%	—	—	—
少数股东权益	2804.78	3195.70	3706.30	4182.26	资本结构				
股东权益合计	30906.60	39242.96	50600.61	64627.77	资产负债率	55.86%	54.86%	50.61%	47.93%
负债和股东权益合计	70012.75	86943.57	102451.89	124115.70	带息债务/总负债	29.53%	22.30%	10.07%	6.69%
					流动比率	1.29	1.38	1.57	1.75
					速动比率	0.90	0.97	1.09	1.26
					股利支付率	0.00%	10.54%	11.48%	11.94%
					每股指标				
					每股收益	1.03	1.33	1.74	2.19
					每股净资产	4.01	5.12	6.67	8.59
					每股经营现金	0.98	1.13	1.88	2.19
					每股股利	0.00	0.14	0.20	0.26
业绩和估值指标									
EBITDA	11489.45	12592.21	16127.38	19601.33					
PE	34.16	26.44	20.24	16.12					
PB	8.78	6.88	5.29	4.10					
PS	2.67	1.95	1.52	1.28					
EV/EBITDA	21.16	19.17	14.40	11.24					
股息率	0.00%	0.40%	0.57%	0.74%					

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
行业评级	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
	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
	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
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	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
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn