

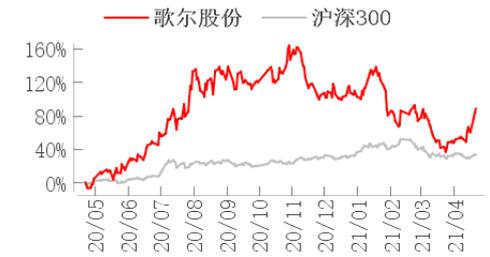
一季报高增长，中报预告继续向上势头



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月21日)	34.6元
目标价格	42.84元
52周最高价/最低价	50.23/16.77元
总股本/流通A股(万股)	341,632/297,723
A股市值(百万元)	118,205
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2021年04月21日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	13.22	32.67	-18.24	88.72
相对表现	14.19	33.94	-13.88	68.43
沪深300	-0.97	-1.27	-4.36	20.29



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

20年经营指标全面向好，一季报继续高增长 2021-03-28

业绩快报体现经营向好，回购股份彰显长期信心 2021-01-31

三季报与年报指引超预期，长期前景乐观 2020-10-25

- 公司发布2020年报并发布2021年一季报预告。

核心观点

- **一季度继续高增长:** 公司20Q1营收140亿元，同比大增117%，归母9.7亿元，同比增长228%（位于此前预告180-230%上限），扣非6.0亿元，同比增长101%。一季度毛利率、净利率分别为14.6%/7.0%（去年同期为18.2%/4.5%）。业绩表现原因：1）TWS耳机份额提升，整体保持高盈利水平，推动智能声学整机营收61亿元、同比增长127%；2）Oculus Quest 2 VR订单充足，保持满产满销并持续提升盈利能力，推动智能硬件营收45亿元、同比增长268%；3）持续健康经营，整机组装业务占比提高影响整体毛利率，但公司持续致力于管控改善及资源优化带来净利率显著提升，同时各项经营指标均保持健康（Q1存货与20年底水平相当，并维持良性循环运营）。4）公司持有Kopin权益性投资存在公允价值正向变动（Q1美股KOPN涨幅较大带来约4亿元非经）。
- **中报指引体现持续向上势头:** 公司预告21H1业绩同比增长100-130%，对应利润为15.6-18.0亿元，其中Q2单季利润6.0-8.3亿元，同比增长23-71%。我们认为在耳机业务阶段性转淡（但同比仍有显著增长）的情况下公司经营业绩仍有望环比提升，体现了VR等新型智能硬件的高景气度，以及管控优化带来的盈利能力持续提升，同时伴随游戏机、可穿戴、智能声学等产品的全面开花，公司长期成长逻辑正逐步兑现！
- **多点开花带来持续发展动能:** 1）市场对公司关注重点逐渐转向VR，北美客户今年销量高增长、明年伴随主要客户新产品迭代持续贡献收入增量，同时公司规模出货带来利润率水平和利润贡献占比持续提升，未来科技巨头布局也有望加速VR产业生态成熟。2）TWS耳机下半年有望随新品上市环比改善，公司全年出货量伴随份额提升仍有望同比增长，且通过改善成本保持较高盈利水平。3）“4+4战略”持续兑现收益，游戏机、可穿戴、声学整机等多类智能硬件有望带来营收弹性、精密零组件拓展市场的同时拉动整机利润率提升。4）分拆微电子子公司创业板上市，拓宽融资途径、加速MEMS相关产品拓展，同时持续提升母公司业绩弹性和整机盈利能力。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司21-23年EPS分别为1.19、1.60和1.95元，根据可比公司，给予公司21年36倍PE估值，对应目标价为42.84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

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	35,148	57,743	78,433	99,380	116,826
同比增长(%)	48.0%	64.3%	35.8%	26.7%	17.6%
营业利润(百万元)	1,496	3,261	4,745	6,357	7,755
同比增长(%)	48.7%	117.9%	45.5%	34.0%	22.0%
归属母公司净利润(百万元)	1,281	2,848	4,077	5,463	6,665
同比增长(%)	47.6%	122.4%	43.1%	34.0%	22.0%
每股收益(元)	0.37	0.83	1.19	1.60	1.95
毛利率(%)	15.4%	16.0%	15.7%	15.4%	15.2%
净利率(%)	3.6%	4.9%	5.2%	5.5%	5.7%
净资产收益率(%)	8.2%	15.9%	17.5%	18.5%	18.7%
市盈率	72.7	32.7	22.8	17.0	14.0
市净率	5.8	4.7	3.5	2.9	2.4

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 21-23 年 EPS 分别为 1.19、1.60 和 1.95 元，根据可比公司，给予公司 21 年 36 倍 PE 估值，对应目标价为 42.84 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) 2021/4/21	每股收益(元)			市盈率		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
立讯精密	002475	36.17	0.67	1.02	1.38	53.99	35.31	26.17
水晶光电	002273	12.21	0.40	0.36	0.49	30.28	33.53	24.72
苏大维格	300331	21.66	0.45	0.19	0.71	48.53	113.94	30.51
敏芯股份	688286	90.44	1.12	0.78	0.98	80.89	115.56	92.29
顺络电子	002138	36.36	0.50	0.73	1.01	72.98	49.82	35.98
和林微纳	688661	59.28	0.16	0.77	1.18	365.70	77.24	50.24
	最大值					365.70	115.56	92.29
	最小值					30.28	33.53	24.72
	平均数					108.73	70.90	43.32
	调整后平均					64.10	69.08	35.72

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 耳机是公司业绩的主要构成之一，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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,613	7,788	12,087	15,949	21,475	营业收入	35,148	57,743	78,433	99,380	116,826
应收票据、账款及款项融资	8,147	10,045	11,922	15,106	17,757	营业成本	29,726	48,484	66,093	84,124	99,110
预付账款	218	296	392	497	584	营业税金及附加	224	200	275	398	467
存货	5,296	9,171	9,914	12,619	14,866	营业费用	534	476	784	994	1,168
其他	429	830	814	898	967	管理费用及研发费用	2,645	5,056	6,196	7,255	8,119
流动资产合计	17,704	28,129	35,129	45,067	55,650	财务费用	364	491	440	353	306
长期股权投资	270	337	250	250	250	资产、信用减值损失	122	236	100	100	100
固定资产	11,502	14,675	17,641	19,739	21,240	公允价值变动收益	27	160	0	0	0
在建工程	1,433	2,079	1,194	752	531	投资净收益	(160)	139	0	0	0
无形资产	2,397	2,730	2,464	2,174	1,839	其他	97	162	200	200	200
其他	1,353	1,167	232	202	170	营业利润	1,496	3,261	4,745	6,357	7,755
非流动资产合计	16,957	20,989	21,781	23,117	24,029	营业外收入	15	19	15	15	15
资产总计	34,660	49,118	56,909	68,184	79,679	营业外支出	40	58	20	20	20
短期借款	6,154	3,190	5,000	5,000	5,000	利润总额	1,472	3,222	4,740	6,352	7,750
应付票据及应付账款	9,675	17,324	21,150	26,920	31,715	所得税	192	370	664	889	1,085
其他	1,729	2,222	1,104	1,146	1,180	净利润	1,279	2,852	4,077	5,463	6,665
流动负债合计	17,558	22,736	27,253	33,065	37,896	少数股东损益	(1)	4	0	0	0
长期借款	344	2,754	2,754	2,754	2,754	归属于母公司净利润	1,281	2,848	4,077	5,463	6,665
应付债券	0	3,031	0	0	0	每股收益(元)	0.37	0.83	1.19	1.60	1.95
其他	630	862	0	0	0						
非流动负债合计	973	6,648	2,754	2,754	2,754	主要财务比率					
负债合计	18,531	29,384	30,008	35,819	40,650		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	22	80	80	80	80	成长能力					
实收资本(或股本)	3,245	3,275	3,416	3,416	3,416	营业收入	48.0%	64.3%	35.8%	26.7%	17.6%
资本公积	2,601	3,296	6,949	6,949	6,949	营业利润	48.7%	117.9%	45.5%	34.0%	22.0%
留存收益	10,340	12,870	16,456	21,919	28,583	归属于母公司净利润	47.6%	122.4%	43.1%	34.0%	22.0%
其他	(80)	212	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	16,129	19,734	26,902	32,365	39,029	毛利率	15.4%	16.0%	15.7%	15.4%	15.2%
负债和股东权益总计	34,660	49,118	56,909	68,184	79,679	净利率	3.6%	4.9%	5.2%	5.5%	5.7%
						ROE	8.2%	15.9%	17.5%	18.5%	18.7%
						ROIC	7.1%	12.8%	14.1%	15.4%	16.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	53.5%	59.8%	52.7%	52.5%	51.0%
净利润	1,279	2,852	4,077	5,463	6,665	净负债率	21.0%	6.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	1,767	1,776	750	1,210	1,623	流动比率	1.01	1.24	1.29	1.36	1.47
财务费用	364	491	440	353	306	速动比率	0.70	0.83	0.92	0.98	1.07
投资损失	160	(139)	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	1,677	2,613	250	(303)	(257)	应收账款周转率	4.6	6.4	7.2	7.5	7.2
其它	205	89	145	38	31	存货周转率	6.6	6.6	6.8	7.4	7.1
经营活动现金流	5,451	7,682	5,662	6,761	8,368	总资产周转率	1.1	1.4	1.5	1.6	1.6
资本支出	(2,318)	(5,273)	(2,529)	(2,546)	(2,535)	每股指标(元)					
长期投资	306	(67)	87	0	0	每股收益	0.37	0.83	1.19	1.60	1.95
其他	(1,025)	39	(559)	0	0	每股经营现金流	1.68	2.35	1.66	1.98	2.45
投资活动现金流	(3,038)	(5,301)	(3,000)	(2,546)	(2,535)	每股净资产	4.71	5.75	7.85	9.45	11.40
债权融资	(796)	4,932	(3,036)	0	0	估值比率					
股权融资	(101)	725	3,794	0	0	市盈率	72.7	32.7	22.8	17.0	14.0
其他	(440)	(4,014)	879	(353)	(306)	市净率	5.8	4.7	3.5	2.9	2.4
筹资活动现金流	(1,337)	1,642	1,637	(353)	(306)	EV/EBITDA	25.9	17.0	15.8	11.9	9.7
汇率变动影响	10	(205)	-0	-0	-0	EV/EBIT	50.5	25.1	18.1	14.0	11.7
现金净增加额	1,087	3,819	4,299	3,862	5,526						

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