

公司研究

2020年业绩符合预期，Watch和iPhone组装打开中长期成长空间

——立讯精密（002475.SZ）跟踪报告之四

买入（维持）

当前价：36.17元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsecn.com

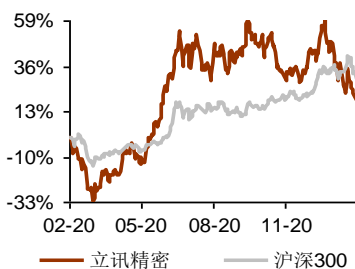
联系人：栾玉民

luanyumin@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	70.35
总市值(亿元)	2545.69
一年最低/最高(元)	30.92/63.88
近3月换手率	74.44%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.63	-30.01	-23.72
绝对	-0.11	-38.67	9.77

资料来源：Wind

要点

事件：

2021年4月20日，立讯精密发布2020年年报：公司2020年营业收入为925.01亿元，同比增长47.96%；实现归母净利润72.25亿元，同比增长53.28%；实现扣非归母净利润60.89亿元，同比增长37.26%。公司2020年经营活动净现金流为68.73亿元，净利润现金比率为0.95。

点评：

业绩符合预期，消费性电子业务高速增长。公司2020年归母净利润72.25亿元，同比增长53.28%，符合市场一致预期。公司2020Q4营业收入为329.73亿元，同比增长33.60%，环比增长42.89%；实现归母净利润25.46亿元，同比增长39.40%，环比增长18.86%。

2020Q4毛利率15.00%，环比下降7.35pcts，同比下降4.06pcts。2020Q4净利率8.08%，环比下降1.48pcts，同比增加0.36pct。

公司2020年非经常性损益约11.37亿元，较2019年2.77亿元增长310%，其中委托资产的损益贡献1.1亿元、有效套期保值业务等贡献的投资收益为8.4亿元、政府补助贡献约4.5亿元。我们估计立讯精密2020年Q1-Q4的汇兑损失分别为-3820万元、3585万元、2085万元和6.36亿元；2020年汇兑损失为6.54亿元，由于2020年汇率大幅波动，因此公司套保贡献的投资收益基本覆盖汇兑损失。

图表1：立讯精密2018-2020年非经常性损益（单位：元）

项目	2020年金额	2019年金额	2018年金额
非流动资产处置损益（包括已计提资产减值准备的冲销部分）	-35,503,173.93	-110,085,527.48	-17,424,350.63
计入当期损益的政府补助（与企业业务密切相关，按照国家统一标准定额或定量享受的政府补助除外）	450,749,695.89	232,311,428.35	123,984,003.37
委托他人投资或管理资产的损益	113,778,335.78	89,722,710.32	78,134,882.23
除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外，持有交易性金融资产、衍生金融资产、交易性金融负债、衍生金融负债产生的公允价值变动损益，以及处置交易性金融资产、衍生金融资产、交易性金融负债、衍生金融负债和其他债权投资取得的投资收益	837,100,369.42	131,736,631.37	49,088,345.36
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	30,554,498.37	-999,739.32	10,263,319.96
其他符合非经常性损益定义的损益项目			-45,901,431.11
减：所得税影响额	214,489,873.68	55,533,801.99	22,195,598.91
少数股东权益影响额（税后）	45,628,950.13	9,305,165.76	7,291,303.86
合计	1,136,560,901.72	277,846,535.49	168,657,866.41

资料来源：公司公告，光大证券研究所

收入拆分。公司 2020 年消费性电子收入为 818.18 亿元，同比增长 57.37%，毛利率为 17.85%。公司 2020 年电脑互联产品及精密组件收入为 35.21 亿元，同比下降 14.39%，毛利率为 21.45%。公司 2020 年汽车互联产品及精密组件收入为 28.44 亿元，同比增长 20.44%，毛利率为 16.52%。公司 2020 年通讯互联产品及精密组件收入为 22.65 亿元，同比增长 1.26%，毛利率为 19.73%。公司 2020 年其它连接器收入为 20.52 亿元，同比增长 13.13%，毛利率为 22.33%。

2021Q1 业绩符合预期。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。

1、垂直一体化布局消费电子、通信、汽车、医疗领域

公司研发、制造及销售的产品主要服务于消费电子、通信及数据中心、汽车电子和医疗等领域。公司产品、业务布局呈现多元化和垂直一体化的特点，综合覆盖零组件、模组与系统组装。

1、精密零组件业务是公司耕耘时间最长、沉淀最深的领域，主要制程包括精密模具设计与加工、智能自动化设计与实现、CNC、SMT、SiP、冲压、成型、电镀、导体抽引、裸线押出等完整的生产工艺能力，能够最大化确保产品品质及客户交付，同时，基础工艺能力的完整掌握也有助于公司在新工艺、新制程方面的不断创新。公司模组产品聚焦在声学、射频、触控、电源等功能领域，主要包括声学模块、天线、无线充电、震动马达等。

2、此外，在通信及数据中心领域，公司深度覆盖了包括高速互联、光模块、散热模块、基站天线、基站滤波器等产品，公司通过技术深耕与产学研一体化的开展，目前已在部分细分领域实现了全球领先。

3、在汽车领域，公司专注于整车“血管和神经系统”，具体产品包括整车线束、特种线束、新能源车高压线束和连接器、智能电气盒、RSU(路侧单元)、车载通讯单元(TCU)及中央网关等。

无论是通信或是汽车业务，均充分受益于早期公司在消费电子领域积累的强大制程、研发、品质及业务等综合能力，相关成熟经验及多种资源在不同领域之间产生充分协同，形成了相互滋养、相互促进的良性循环。

公司致力于底层技术的专精与优化，依循未来需求特别在声学、视觉、电源(有线/无线)、无线通信技术等领域深度布局，相关产品广泛应用于多类消费电子及汽车业务。基于对零组件、模组的综合掌握，以及在超精密制造环节的深度积累，公司充分发挥垂直一体化优势，近年来，在系统组装业务领域持续重构供应链，不断为客户创造更多价值，收获了客户的支持与信任。公司系统组装业务主要产品包括智能可穿戴、智能家居、智能显示等。

2、 苹果业务仍是公司核心成长动能

AirPods 业务：短期波动不改 2021 年核心收入利润贡献。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。我们预计全球 AirPods 2020 年出货量超过 9000 万只，2021 年悲观预期的出货量约 7000-8000 万只。展望未来，虽然 AirPods 出货出现下修和波动，考虑到海外疫情后的需求恢复、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下，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。

3、 60 亿元并购日铠卡位结构件业务

上市公司立讯精密及全资子公司立讯精密有限分别以自有资金人民币 576,006.22 万元和 23,993.78 万元与常熟立铠共同对日铠电脑进行投资。投资完成后，上市公司直接持有标的公司 48.013% 的股权，立讯精密有限持有标的公司 2.000% 的股权，故公司直接及间接累计持有标的公司 50.013% 股权，对标的公司形成控股；常熟立铠持有标的公司 3.500% 股权，投资金额 12,596.74 万元；标的公司原股东日丽国际将持有标的公司 46.487% 股权。

图表 2：日铠电脑配件有限公司财务数据（单位：万元）

项目	2019年12月31日	2020年10月31日
总资产	942,134.09	1,586,089.44
净资产	439,870.88	421,536.62
项目	2019年度	2020年1-10月
营业收入	689,660.29	984,864.15
净利润	-16,043.83	717.67

资料来源：公司公告，光大证券研究所

上市公司立讯精密与全资子公司立讯精密有限本次增资日铠电脑，旨在进一步完善公司在电脑及消费电子精密结构件模组领域的战略布局，并提升在电脑及消费电子产品的垂直整合与同步开发的协同效益，符合立讯精密作为全球领先的多元化部件方案提供商的长远规划和发展战略。

图表 3：日铠电脑配件有限公司股权结构

增资前			增资后		
股东名称	认缴出资金额	占股比例	股东名称	认缴出资金额	占股比例
日丽国际	291,209.36	100%	日丽国际	291,209.36	46.487%
			立讯精密	300,768.16	48.013%
			立讯精密有限	12,528.62	2.00%
			常熟立铠	21,925.09	3.50%
合计	291,209.36	100%	合计	626,431.23	100%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

4、汽车业务将迎来黄金十年

目前，汽车行业正处在由传统制造向科技制造转型的过程中，汽车逐渐由单纯的代步工具发展为集娱乐、办公、消费等于一体的“车轮上的互联空间”。汽车消费群体对智能化、个性化的需求被激发，让汽车向超级智能终端过渡。在 Tesla 的引领下，汽车以智能座舱为突破口，通过液晶仪表和中控大屏等创造了全新的人车交互体验，延展智能手机的功能到车机，和手机实现无缝连接。同时，随着 ADAS 和车联网的逐渐普及推动汽车智能化升级，加速汽车智能时代的来临。

图表 4：汽车向智能终端演进中将迎来黄金十年

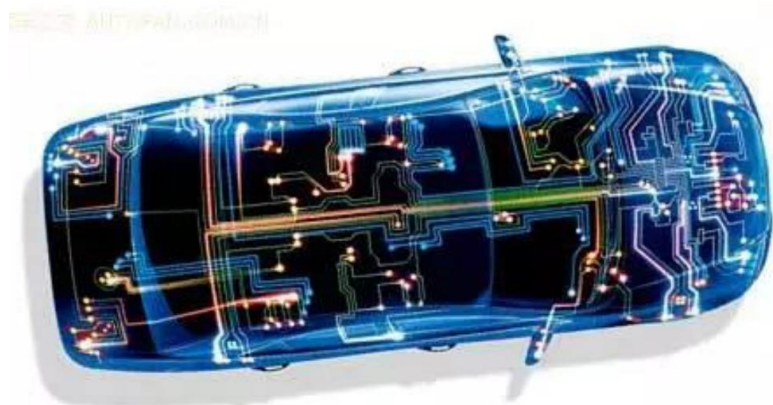


资料来源：公司公告

公司 2020 年汽车互联产品及精密组件收入为 28.44 亿元，同比增长 20.44%，毛利率为 16.52%。立讯精密在汽车产业已经深耕多年，目前的业务主要专注于“整车”血管和神经系统“的汽车电气以及智能网联，产品包括低压整车线束、特种线束、新能源车高压线束和连接器、高速连接器、智能电气盒、RSU (路侧单元)、车载通讯单元 (TCU) 及中央网关等。

线束是整车中不可缺失的系统级零部件，具有“柔、重、广”等特点，覆盖车辆所有配置，为所有电器提供稳定的电源、信号和数据，是车辆的“神经网络”和“动脉血管”。整车线束就像是主干电缆，是供给养料的“大动脉”，而特种线束就像是脐带电缆，从整车线束获取电力和信号，为不同的传感器或执行器等做转换和衔接，是形态各异的“末梢神经”。通过垂直整合，公司已成为集完整的整车线束、特种线束以及智能电气盒的设计、制造、验证于一体的供应商。

图表 5：汽车中的线束系统



资料来源：公司公告

随着全球智能电动汽车的迅猛增长趋势，在未来的汽车中，高压线束和连接器所占的比例会越来越高。目前公司已经设计和开发涵盖整车内所有高压线束和连接器，包括高压线束、充电连接器、高压连接器、母排等产品系列。

图表 6：汽车中的高压线束和连接器



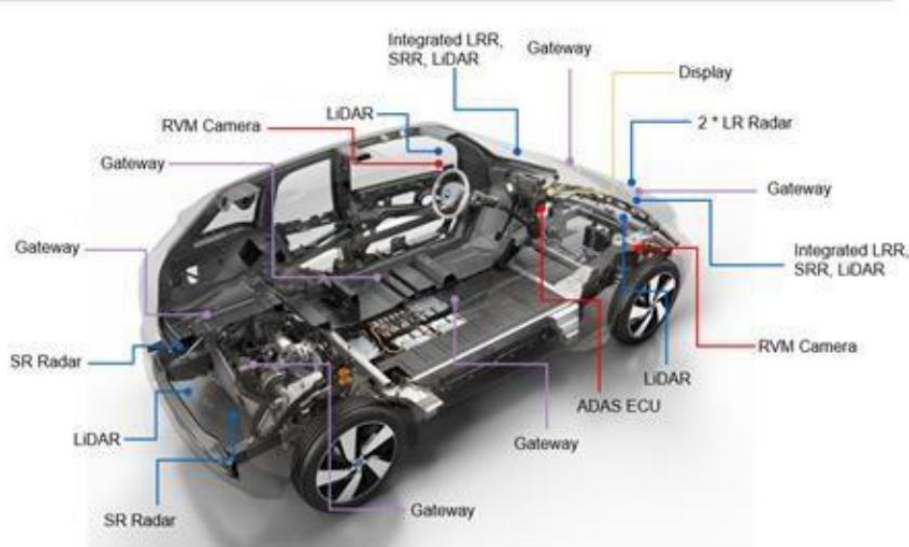
资料来源：公司公告

随着汽车电子架构集中化的演变，车内多样性的数据通讯模块及接口需求不断增长，实现更高速、更精准的通信，如集成了 LIN、CAN 以及百兆、千兆以太网传输等相关的网关和远程通讯等模块，而这些高速信号的传输面临着新的挑战。公司自主研发生产的千兆以太网连接器采用全屏蔽双绞线缆连接结构，可广泛的应用于 infotainment、ADAS、域控制器等产品。

图表 7：汽车中的高压连接器应用

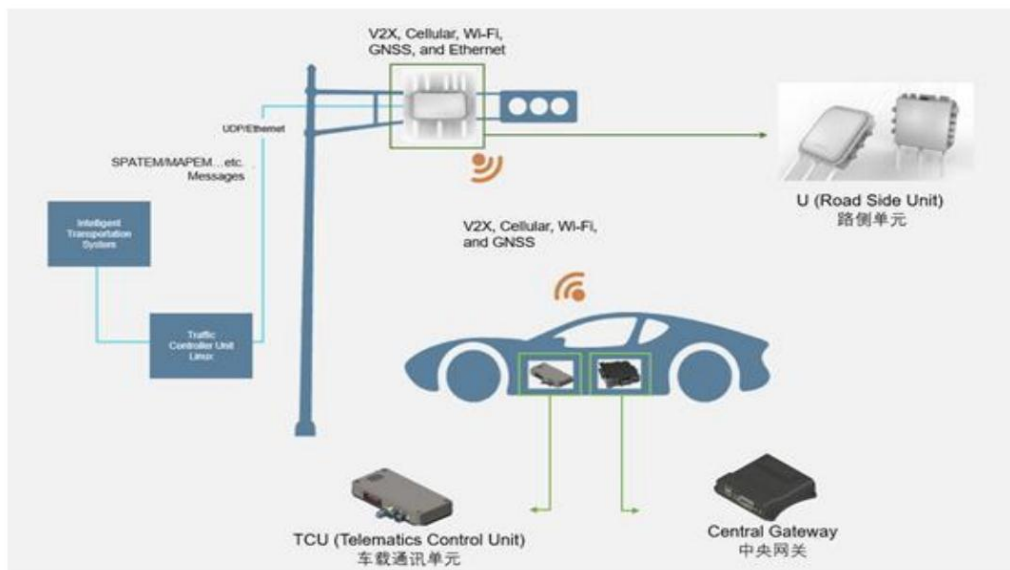
高速连接器应用

物理接口及连接类型



资料来源：公司公告

图表 8：汽车中的高压连接器应用



资料来源：公司公告

车联网借助新一代信息通信技术,以行驶中的车辆为信息感知对象,实现车与车、车与人、车与路、车与服务平台之间的网络连接,可以在车辆安全,交通控制,信息服务以及智能城市与智能交通方面发挥重要作用。目前车联网应用是政府与OEM的重点项目,需要多项装置相互配合,如将环境、路况、交通标志等信息收集后再传至车辆的RSU(路侧单元)、车辆与外部网络互相沟通的TCU(车载通讯单元)、串接车内各电子装置的CGW(中央网关)等产品。公司致力于无线通信与车用电子产品,目前产品线已涵盖上述RSU、TCU及CGW等。

依托公司精密制造平台和良好的客户渠道,低压、高压、高速的线束和连接器,智能网联等产品得以迅速的进入国内外一线客户供应链,积累了丰富的应用案例和客户认可。同时,公司跟海内外优质客户前进步伐,准确把握技术和行业发展方向,积极推动产品技术升级和技术降本,为客户持续提供技术和商务双指标竞争力的产品和方案。

5、投资建议

盈利预测、估值与评级：考虑到 AirPods 和 iPhone 业务增速放缓,我们下调立讯精密 2021-2022 年归母净利润为 92.38 亿元 (-2.8%)、120.63 亿元 (-4.0%),预计 2023 年归母净利润为 150.84 亿元,当前约 2500 亿市值对应 PE 为 28x、21x、17x。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 9：公司盈利预测与估值简表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	62,516	92,501	141,015	178,297	223,322
营业收入增长率	74.38%	47.96%	52.45%	26.44%	25.25%
净利润 (百万元)	4,714	7,225	9,238	12,063	15,084
净利润增长率	73.13%	53.28%	27.86%	30.57%	25.04%
EPS (元)	0.88	1.03	1.31	1.71	2.14
ROE (归属母公司) (摊薄)	23.22%	25.71%	25.26%	25.55%	24.96%
P/E	41	35	28	21	17
P/B	9.5	9.0	7.0	5.4	4.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-21。

图表 10：立讯精密主要业务市场空间

公司主要业务发展情况				
业务领域	业务/产品类别	2020年市场容量 (人民币 亿元)	市场容量 年复合增长率	资料来源
消费电子业务	Smartphone	27,915	3.60%	IDC, Statista
	PC	11,010	0.20%	Gartner, IDC, Statista
	AR/VR	782	56.90%	IDC
	TWS	3,731	18.60%	Markets and Markets
	Smart Watch	1,605	19.60%	Allied Market research
	Wireless Charging	820	14.50%	Global Market Insights
	UAV	668	14%	East Money, Interactive analysis
	Dock/Dongle	434	2.50%	Industry report, internal analysis
小计		46,964	-	
通信业务	ICT Equipment	11,137	5%	IDC
	Cable/Connector	2,110	8%	Bishop
	Optical Products	716	10%	LightCounting
小计		13,964	-	
汽车业务	Wire Harness	2908	3.10%	Markets and Markets
	Connector	1265	5%	Research and Markets
	ADAS	2358	20.7%	Markets and Markets
	Smart Cabin	3486	11%	Allied Market Research; Straterview; Statista Research Department
	Smart Connectivity	45	44.20%	Markets and Markets
小计		10,061	-	
累计		70,990	-	

资料来源：公司公告，光大证券研究所

立讯精密历史报告汇总

公司点评与跟踪

- 1、《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》2021-03-22
- 2、《AirPods 波动提供买入良机, Apple Watch 和 iPhone 代工业务空间广阔——立讯精密 (002475.SZ) 跟踪报告之二》2020-11-30
- 3、《组装代工龙头稳健成长, 全球化布局日趋完善——立讯精密 (002475.SZ) 2020 年第三季度报告点评》2020-10-28
- 4、《AirPods 驱动业绩高速增长, 进军 iPhone 组装打开广阔空间——立讯精密 (002475.SZ) 2020 年半年度报告点评》2020-08-25
- 5、《成功收购纬创资产, 业务布局不断延伸——立讯精密 (002475.SZ) 签署收购框架协议公告点评》2020-07-20
- 6、《精密制造王者, 未来成长不可限量——立讯精密 (002475.SZ) 跟踪报告之一》2020-06-02
- 7、《践行使命必达公司文化, 精密制造龙头全面扩张——立讯精密 (002475.SZ) 2020 年一季报点评》2020-04-28

行业深度报告

- 8、《一个世界两套系统, 创新重启加速替代——电子行业 2021 年春季策略》2021-03-08
- 9、《一个世界两套系统, 创新重启加速替代——电子行业 2020 年下半年投资策略》2020-06-23

行业点评与跟踪

- 10、《苹果供应链回顾与展望, 2021 加速成长, 组装代工趋势渐起——消费电子行业跟踪报告之四》2021-01-10
- 11、《半导体产业高景气, 面板价格持续上涨——电子行业景气数据跟踪报告之二 (2020 年 12 月)》2020-12-20
- 12、《iPhone12 全系列支持 5G, 取消 in-box 打造无线充电生态——消费电子跟踪报告三之苹果 iPhone12 特别发布会点评》2020-10-14
- 13、《首发 5nm A14 最强芯, 新款 iPad 及 Watch 创新不止——消费电子跟踪报告二之苹果 2020 年秋季新品发布会点评》2020-09-16
- 14、《军工、红外和苹果产业链持续高景气——电子行业 2020 年半年度总结和 9 月投资策略》2020-09-01
- 15、《消费电子拐点已现, 智能创新永不眠——消费电子行业跟踪报告之一》2020-06-03
- 16、《半导体、AirPods 和光学业绩靓丽——电子行业 2019 年年报和 2020 年一季报总结》2020-05-02
- 17、《蓝牙 LE Audio 标准发布, 为 TWS 而生——TWS 耳机行业跟踪报告》2020-01-07

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	62,516	92,501	141,015	178,297	223,322
营业成本	50,068	75,770	116,092	145,195	181,897
折旧和摊销	1,518	2,279	2,540	2,878	3,305
税金及附加	303	251	705	891	1,117
销售费用	498	477	1,156	1,605	1,831
管理费用	1,525	2,464	3,507	4,457	5,873
财务费用	330	905	480	336	306
研发费用	4,376	5,745	8,919	12,481	15,633
投资收益	173	648	190	220	250
营业利润	5,745	8,168	10,867	14,175	17,696
利润总额	5,635	8,136	10,867	14,175	17,696
所得税	708	645	1,358	1,772	2,212
净利润	4,927	7,491	9,508	12,403	15,484
少数股东损益	214	266	270	340	400
归属母公司净利润	4,714	7,225	9,238	12,063	15,084
EPS(按最新股本计, 元)	0.88	1.03	1.31	1.71	2.14

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	7,466	6,873	15,449	16,977	20,470
净利润	4,714	7,225	9,238	12,063	15,084
折旧摊销	1,518	2,279	2,540	2,878	3,305
净营运资金增加	-2,410	4,249	1,819	2,249	2,979
其他	3,644	-6,880	1,851	-213	-898
投资活动产生现金流	-6,298	-9,148	-8,268	-7,380	-7,850
净资本支出	-6,222	-7,397	-7,050	-7,550	-8,050
长期投资变化	303	1,209	0	0	0
其他资产变化	-379	-2,959	-1,218	170	200
融资活动现金流	1,072	6,786	-3,607	-5,869	-1,691
股本变化	1,234	1,651	36	0	0
债务净变化	-1,137	5,730	-2,842	-4,479	26
无息负债变化	8,999	5,747	16,975	7,236	7,873
净现金流	2,338	4,317	3,573	3,728	10,929

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	19.9%	18.1%	17.7%	18.6%	18.5%
EBITDA 率	12.4%	11.7%	9.7%	9.6%	9.4%
EBIT 率	9.7%	9.1%	7.9%	8.0%	7.9%
税前净利润率	9.0%	8.8%	7.7%	8.0%	7.9%
归母净利润率	7.5%	7.8%	6.6%	6.8%	6.8%
ROA	10.0%	10.7%	10.2%	11.6%	12.1%
ROE (摊薄)	23.2%	25.7%	25.3%	25.6%	25.0%
经营性 ROIC	20.5%	20.9%	22.1%	24.7%	26.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	56%	56%	57%	53%	50%
流动比率	1.24	1.29	1.28	1.41	1.52
速动比率	0.93	0.90	0.95	1.05	1.17
归母权益/有息债务	3.33	2.38	4.07	10.48	13.34
有形资产/有息债务	7.76	5.70	10.08	23.15	27.76

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	49,378	70,013	92,884	106,618	128,140
货币资金	6,180	10,528	14,101	17,830	28,759
交易性金融资产	1,524	3,160	3,160	3,160	3,160
应收帐款	13,244	13,839	23,973	26,744	29,032
应收票据	67	261	212	267	335
其他应收款 (合计)	338	408	705	891	1,117
存货	7,701	13,211	15,672	17,423	20,009
其他流动资产	1,484	1,804	2,290	2,662	3,113
流动资产合计	30,751	43,396	60,693	69,705	86,433
其他权益工具	194	138	138	138	138
长期股权投资	303	1,209	1,209	1,209	1,209
固定资产	13,707	19,761	20,272	21,454	23,079
在建工程	866	1,596	4,872	7,592	9,894
无形资产	1,048	1,265	1,289	1,313	1,336
商誉	533	533	533	533	533
其他非流动资产	1,433	1,223	2,582	2,582	2,582
非流动资产合计	18,627	26,617	32,191	36,913	41,707
总负债	27,628	39,106	53,239	55,996	63,895
短期借款	4,166	7,577	4,723	124	0
应付账款	17,268	23,052	35,988	40,655	45,474
应付票据	206	129	0	0	0
预收账款	102	0	282	357	447
其他流动负债	645	622	1,835	2,767	3,892
流动负债合计	24,860	33,593	47,416	49,580	56,779
长期借款	1,563	1,495	1,585	1,705	1,855
应付债券	0	2,475	2,475	2,475	2,475
其他非流动负债	607	577	1,062	1,435	1,885
非流动负债合计	2,768	5,513	5,822	6,415	7,116
股东权益	21,750	30,907	39,645	50,622	64,246
股本	5,349	7,000	7,036	7,036	7,036
公积金	3,017	2,623	3,511	4,717	5,372
未分配利润	11,765	17,996	25,541	34,971	47,540
归属母公司权益	20,297	28,102	36,570	47,207	60,431
少数股东权益	1,453	2,805	3,075	3,415	3,815

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.80%	0.52%	0.82%	0.90%	0.82%
管理费用率	2.44%	2.66%	2.49%	2.50%	2.63%
财务费用率	0.53%	0.98%	0.34%	0.19%	0.14%
研发费用率	7.00%	6.21%	6.33%	7.00%	7.00%
所得税率	12.56%	7.93%	12.50%	12.50%	12.50%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.12	0.11	0.20	0.26	0.33
每股经营现金流	1.40	0.98	2.20	2.41	2.91
每股净资产	3.79	4.01	5.20	6.71	8.59
每股销售收入	11.69	13.21	20.04	25.34	31.74

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	41	35	28	21	17
PB	9.5	9.0	7.0	5.4	4.2
EV/EBITDA	26.5	24.8	19.4	15.2	12.1
股息率	0.33%	0.30%	0.56%	0.73%	0.91%

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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE