

立讯精密(002475.CH): 消费电子业务扩张无惧手机需求下滑, 汽车电子支撑长期增量市场

我们下调立讯精密(002475.CH)的目标价至 43.7 人民币, 潜在升幅 29.8%, 并重申“买入”评级。

- 立讯精密长期和短期业务扩张战略清晰, 执行到位; 电子行业基本面预期与估值下行空间有限, 重申“买入”评级。年初至今公司股价下滑超过 30%。不仅受智能手机一季度需求较弱, 出货量同比环比均承压影响, 也受二级市场大环境剧烈波动的情绪影响。我们认为, 市场对今年智能手机出货量的预期已在较低水位, 基本面预期继续下行风险较小。我们维持 2022 科技展望中今年手机出货量同比增长 4% 的预测和季度出货量同比先下后上的形态判断, 期待二季度起手机出货量环比同比向上改善。立讯作为苹果供应链龙头, 在一季度疲弱的情况下, 预计实现净利润同比 25%-30% 的增长实属不易。但无论是中短期在苹果供应链、非手机等制造平台的稳步扩张, 还是在汽车电子、汽车 ODM 等长期布局, 都有助于立讯业绩的递增(参考公司首次覆盖)。我们重申“买入”评级, 公司有望从二季度开始享受基本面改善和估值提升的双重利好。
- 2021 年及 1Q22 业绩稳步增长。立讯 4Q21 净利润同比下降 6%, 1Q22 净利润预告中位数同比增长 28%, 都略低于市场一致预测。我们认为 2021 年利润下降主因 AirPods 出货量下降及整合立铠业务过程中的高投入。而 1Q22 较强劲的净利润同比增速指引, 充分体现了立讯在手机需求疲软、疫情反复、供应链缺货等艰难的外部环境下, 实现利润增长的能力。因此, 虽然我们对立讯收入和费用率有所调整, 但基本维持 2022 年和 2023 年每股盈利预测大体不变。
- 长期业务拓展稳步推进: 1) 公司与奇瑞新能源成立合资公司, 有望借助汽车制造代工模式, 为汽车品牌造好新能源汽车, 并向头部一级供应商方向发展。2) 拟增发募投不超过 135 亿人民币, 用于拓展智能可穿戴、智能终端零部件、新能源汽车高压连接系统、半导体先进封装、智能移动终端显示模组及智能汽车连接系统。我们认为立讯对未来五年的战略规划清晰, 管理层执行力较高, 推动公司长期增长的确定性较高。
- 投资风险: 智能手机行业需求复苏不及预期。地缘风险加剧供应链“缺芯”的状况。行业竞争加剧致毛利率下滑。高速扩张影响费用率和现金流表现。长期战略执行有所反复, 资源投入不够集中。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2019-2023E)

人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营收	62,516	92,501	154,106	211,277	245,516
营收同比增速	74.4%	48.0%	66.6%	37.1%	16.2%
毛利率	19.9%	18.1%	13.5%	10.9%	11.0%
净利润	4,714	7,225	6,973	8,843	11,177
净利润增速	73%	53%	(3%)	27%	26%
基本每股收益(元)	0.68	1.03	0.99	1.20	1.49
目标市盈率	64.3	42.3	44.0	36.5	29.3

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、浦银国际

沈岱

科技分析师

tony_shen@spdbi.com

(852) 2808 6435

童钰枫

助理分析师

carrie_tong@spdbi.com

(852) 2808 6447

2022 年 3 月 17 日

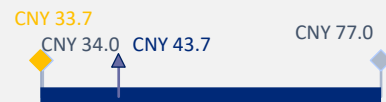
评级

买入

目标价(人民币)	43.7
潜在升幅/降幅	29.8%
目前股价(人民币)	33.7
52 周内股价区间(人民币)	31.9-51.3
总市值(百万人民币)	238,304
近 3 月日均成交额(百万人民币)	2,738

注: 截至 2022 年 3 月 15 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	62,516	92,501	154,106	211,277	245,516
营业成本	(50,068)	(75,770)	(133,332)	(188,280)	(218,459)
毛利	12,448	16,731	20,775	22,997	27,057
经营支出	(6,399)	(8,686)	(13,670)	(14,401)	(16,400)
销售费用	(498)	(477)	(961)	(1,042)	(1,186)
管理费用	(1,525)	(2,464)	(5,073)	(5,737)	(6,531)
研发费用	(4,376)	(5,745)	(7,636)	(7,623)	(8,683)
经营利润	6,049	8,045	7,105	8,596	10,657
非经营收入	(414)	90	554	976	1,234
财务费用	(330)	(905)	(1,006)	(1,006)	(1,006)
投资收益	174	977	1,263	1,390	1,529
其他	(258)	18	297	593	712
税前利润	5,635	8,136	7,659	9,572	11,891
税务费用	(708)	(645)	(17)	40	56
税后利润含少数股东权益	4,927	7,491	7,642	9,613	11,947
少数股东权益	214	266	670	769	769
净利润	4,714	7,225	6,973	8,843	11,177
基本股数 (百万)	6,934	6,987	7,013	7,377	7,477
摊销股数 (百万)	6,934	6,987	7,013	7,377	7,477
基本每股收益 (元)	0.68	1.03	0.99	1.20	1.49
摊销每股收益 (元)	0.68	1.03	0.99	1.20	1.49

资产负债表

人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	6,180	10,528	8,932	6,401	5,150
短期投资	1,524	3,160	5,265	7,218	8,387
应收账款和应收票据	13,310	14,100	23,491	32,206	37,425
存货	7,701	13,211	23,247	32,828	38,090
其他流动资产	2,035	2,396	3,992	5,473	6,360
流动资产合计	30,751	43,396	64,927	84,126	95,413
物业、厂房及设备	14,573	21,357	30,438	42,712	55,860
使用权资产	-	-	-	-	-
无形资产	1,048	1,265	1,018	820	660
长期投资收益	303	1,209	1,329	1,462	1,609
商誉	533	533	533	533	533
其他非流动资产	2,171	2,253	2,253	2,253	2,253
总资产	49,378	70,013	100,499	131,906	156,327
短期借贷	4,166	7,577	12,623	17,306	20,111
应付账款和应付票据	17,475	23,180	40,790	57,600	66,833
其他流动负债	3,219	2,836	3,403	4,083	4,900
流动负债合计	24,860	33,593	56,816	78,989	91,843
长期借款	1,563	3,971	3,971	3,971	3,971
其他非流动负债	1,206	1,543	1,543	1,543	1,543
总负债	27,628	39,106	62,329	84,503	97,357
股本	5,349	7,000	7,000	7,000	7,000
储备	2,655	1,890	9,153	18,386	29,954
少数股东权益	1,453	2,805	2,805	2,805	2,805
其他	12,293	19,212	19,212	19,212	19,212
股东权益总额	21,750	30,907	38,170	47,403	58,970
总负债和股东权益	49,378	70,013	100,499	131,906	156,327

现金流量表

人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	7,466	6,873	8,680	12,541	17,667
税前利润	4,927	7,491	7,642	9,613	11,947
折旧	1,486	2,212	3,242	4,621	6,484
摊销	185	204	247	199	160
营运资金变动	2,293	(483)	(2,846)	(2,286)	(1,319)
应收账款减少 (增加)	(2,095)	(790)	(9,391)	(8,715)	(5,219)
库存减少 (增加)	(2,974)	(5,550)	(10,036)	(9,581)	(5,262)
应付账款增加 (减少)	7,237	5,705	17,610	16,810	9,233
其他经营资金变动	125	152	(1,029)	(801)	(70)
利息收入 (支出)	365	395	395	395	395
其他	(1,605)	(2,742)	-	-	-
投资活动现金流	(6,298)	(9,148)	(14,549)	(18,981)	(20,949)
资本支出	(6,222)	(7,397)	(12,323)	(16,895)	(19,633)
取得或购买长期投资	(29)	(21)	(121)	(133)	(146)
短期投资	(1,504)	(1,636)	(2,105)	(1,953)	(1,170)
其他	1,458	(94)	-	-	-
融资活动现金流	1,072	6,786	4,272	3,909	2,031
借款	1,121	1,771	5,046	4,683	2,805
发行股份	98	-	-	-	-
发行债券	-	-	-	-	-
现金股利	(206)	(645)	(774)	(774)	(774)
其他	59	5,660	-	-	-
外汇损益	97	(195)	-	-	-
现金及现金等价物净流量	2,338	4,317	(1,596)	(2,531)	(1,251)
期初现金及现金等价物	3,810	6,147	10,465	8,868	6,338
期末现金及现金等价物	6,147	10,465	8,868	6,338	5,087

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营运指标增速					
营业收入增速	74.4%	48.0%	66.6%	37.1%	16.2%
毛利增速	65.0%	34.4%	24.2%	10.7%	17.7%
营业利润增速	61.6%	33.0%	(11.7%)	21.0%	24.0%
净利润增速	73.1%	53.3%	(3.5%)	26.8%	26.4%
盈利能力					
净资产收益率	24.5%	27.4%	20.2%	20.7%	21.0%
总资产报酬率	11.0%	12.1%	8.2%	7.6%	7.8%
投入资本回报率	19.2%	17.4%	12.9%	12.6%	12.9%
利润率					
毛利率	19.9%	18.1%	13.5%	10.9%	11.0%
毛利润利率	9.7%	8.7%	4.6%	4.1%	4.3%
净利率	7.5%	7.8%	4.5%	4.2%	4.6%
营运能力					
现金循环周期	16	7	7	7	7
应收账款周转天数	72	54	45	48	52
存货周转天数	45	50	50	54	59
应付账款周转天数	101	98	88	95	104
净债务 (净现金)	(451)	1,019	7,662	14,876	18,931
自由现金流	3,031	1,945	(4,591)	(5,729)	(3,600)

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、Wind、浦银国际预测

立讯精密 (002475.CH, 买入, 目标价 43.7 人民币)

- **业务更新及展望：消费电子依然有强劲动能，汽车电子有望成为长期动力支撑**

成立合资公司，为进入汽车 ODM 奠定基础

今年 2 月，立讯精密发布公告，通过签署战略合作框架协议，布局汽车业务的长期发展。在该公告中，立讯精密的控股股东立讯有限拟以 100.54 亿人民币购买青岛五道口持有的奇瑞控股 19.88% 股权、奇瑞股份 7.87% 股权和奇瑞新能源 6.24% 股权。同时，立讯精密和奇瑞新能源拟分别认缴 5 亿人民币和 11.67 亿人民币，按照 30% 和 70% 的注册资本比例，成立合资子公司。

我们认为，此次战略合作对于立讯和奇瑞是双赢的战略。

- 首先，立讯精密控股股东通过置换部分国资资金，为奇瑞提供立讯的民企活力。而奇瑞的国资背景也为合资公司提供强有力的资金和技术等后盾。
- 其次，立讯精密和奇瑞新能源成立合资公司，以开拓汽车 ODM (Original Design Manufacturer, 原始设计制造商) 业务，目标打造中国汽车 Tier-1 (一级供应商) 头部企业。
- 奇瑞的优势在于对车规级标准的深度理解、汽车制造能力以及经销渠道的构建。而立讯的优势，在于汽车电子具备强有力的零部件产品，包括整车线束、摄像头模组等，都可以应用于新能源汽车的整车架构、智能座舱、自动驾驶等方面。

我们认为，此次立讯与奇瑞成立合资公司，并不会局限于奇瑞自身品牌的汽车 ODM，而是作为 ODM 协助包括奇瑞在内的其他汽车品牌造好新能源汽车，从而向头部 Tier-1 公司的方向发展。而且，合资公司作为 ODM，有望借助中国更加成熟的智能电动车的发展，为海外传统车厂提供产品和服务。

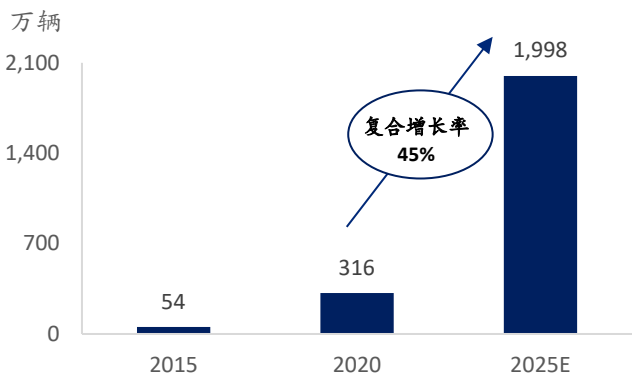
在去年的[智能手机与新能源汽车深度比较报告](#)中，我们表达过，智能手机对于电子元件的高性能、低功耗、微型化的较高要求，都会给新能源汽车智能化带来强大的助力。而且，智能手机供应链和规模化和较快的响应速度，也是对于原有汽车供应链的补充和推动。这也是立讯与奇瑞合作共赢的行业基础。

与此同时，全球新能源汽车正处于高速发展的阶段。根据 IEA 的预测，2020 年至 2025 年的全球新能源汽车销量复合增长率将达到 45%。而中国是全球新能源汽车市场最重要的推动力。在 2021 年，中国贡献了全球 53% 的新能源汽车销量。我们预测，2022 年和 2023 年，中国新能源乘用车销量将达到 505 万辆和 656 万辆，同比增长 52% 和 30%，对应渗透率 22.6% 和 30.1%。

此外，汽车的制造代工模式（ODM 模式）在中国应有较好的基础。其中，以蔚来和江淮为代表的汽车 ODM 模式取得较大的成功。蔚来不仅仅借助江淮的汽车制造能力实现快速的汽车量产，而且在 3Q21，汽车销售的毛利率已经达到较高的 18.0%。

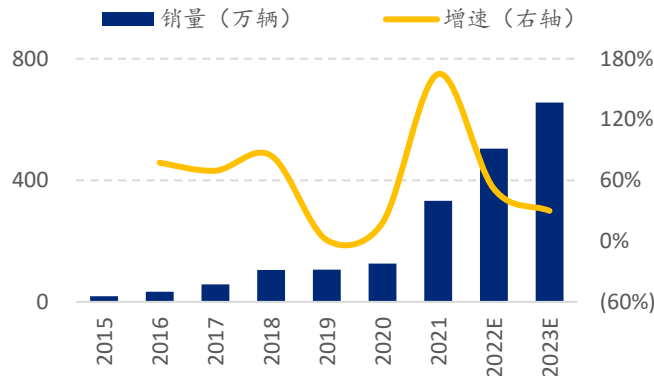
因此，长期来看，合资公司有助于立讯打开行业规模较高的 ODM 市场，为立讯的下一个五年打下坚实的基础。从今明两年来看，立讯精密现有的汽车电子相关业务依然保持较为高速的发展。我们预计今年立讯的汽车相关业务收入有望达到 40-50 亿人民币。

图表 2: 全球新能源汽车销量预测



E=IEA 预测；资料来源：EV Volumes、IEA、浦银国际

图表 3: 中国新能源乘用车销量及增速预测



E=浦银国际预测；资料来源：中汽协、浦银国际

图表 4: 智能手机和新能源汽车供应链比较

	智能手机	新能源汽车	传统燃油车
零部件要求	消费级	车规级	
零部件数量	约 200	1-2 万	约 3 万
供应商数量	苹果：700 家以上	-	大众：约 4 万家
供应链管理	水平化管理，把控重要零部件	分层分级管理，主机厂与一级供应商联系更加紧密	
生产模式	代工模式为主流	少量代工模式	搭建架构，自建工厂
核心性能部件	主芯片	三电系统、芯片	发动机
核心部件要求	微型化 快速升级迭代 快速爬坡上量	安全第一 升级迭代 快速爬坡上量	安全第一 不断改进 快速爬坡上量
核心部件国产化程度	主芯片：较低	三电系统：较高 芯片：较低	发动机：中等
电子零部件价值量 (美元) (单机/单车)	200	13,000	3,000
电子零部件价值量占比	90%-100%	60%-70%	10%-20%
半导体价值量 (美元) (单机/单车)	70	800	400
半导体价值量占比	20%-40%	3%-4%	1%-2%
系统软件要求	快速迭代 适应用户需求	安全第一 升级迭代	安全第一

注：电子零部件价值量、电子零部件价值量占比、半导体价值量、半导体价值量占比为浦银国际估算。

资料来源：IHS、Statista、IDC、IBISWorld、罗兰贝格、公开资料整理、浦银国际

增发募投，为五年发展提供资金弹药

2月11日，立讯精密发布公告，拟通过非公开发行募集资金不超过135亿元，用来推动六个具体的业务项目。这六个项目包括：智能可穿戴、智能终端零部件、新能源汽车高压连接系统、半导体先进封装、智能移动终端显示模组、智能汽车连接系统。

其中，四个项目是消费电子项目。立讯凭借海外大客户的零部件和组装能力，已经初步完成综合型组装平台的搭建。我们认为，立讯有能力围绕智能手机的零部件和组装，向外延伸至非手机产品和前沿新技术，有较强的拓展能力。从这些项目拟定的投资总额来看，消费电子相关项目占到总投资额的62%，依然是立讯未来五年的发力重点。

募投项目中，有两个是汽车相关的项目。两个项目合计拟投入的资金总额为20亿人民币。通过强化自身较有竞争力的汽车线束、连接线等产品领域，立讯逐步向Tier-1的地位迈进。我们相信，立讯的下一个五年将有望见证其汽车业务的大踏步发展。

最后，根据公司的公告，本次非公开发行股票的数量不超过本次发行前公司股本总数的30%。若按3月15日的33.7元的收盘价计算，135亿募集资金的总额所需要的股本对原有股权的稀释在5.7%，稀释程度不高。

图表 5: 立讯精密募投项目速览

项目名称	拟投资总额 (亿元)	拟投入募集资金 金额 (亿元)	项目基本情况	项目重要性
智能可穿戴设备产品生产线建设及技术升级项目	35	35	项目建设周期为2年。公司测算，项目税后内部收益率为19.48%，税后静态投资回收期（不含建设期）为5.17年。	智能可穿戴设备全球出货量稳步增长，技术门槛不断提高。
智能移动终端精密零部件产品生产线建设项目	27	27	相关产品主要应用于消费电子和汽车领域。项目建设周期为2年。公司测算，项目税后内部收益率为24.33%，税后静态投资回收期（不含建设期）为4.91年。	伴随5G时代的到来，全球手机市场规模呈现上升趋势，相应精密电子器件及组件的需求亦逐年增长。
新能源汽车高压连接系统产品生产线建设项目	15	15	相关产品不涉及新能源整车的研发、生产和销售。项目建设周期2年。公司测算，项目税后内部收益率为30.47%，税后静态投资回收期（不含建设期）为4.03年。	新能源汽车的逐渐普及带动上游产业发展。
半导体先进封装及测试产品生产线建设项目	9.5	9.5	相关产品主要应用于消费性电子移动终端领域。项目建设周期为2年。公司测算，项目税后内部收益率为16.57%，税后静态投资回收期（不含建设期）为5.06年。	国家政策支持叠加下游客户需求快速上升，半导体封装测试行业未来市场空间广阔。
智能移动终端显示模组产品生产线建设项目	20.5	8	项目建设周期为2年。公司测算，项目税后内部收益率为14.56%，税后静态投资回收期（不含建设期）为5.82年。	下游应用商业化落地驱动行业增长，Mini LED产业化进程加速。
智能汽车连接系统产品生产线建设项目	5	5	项目建设周期为2年。公司测算，项目税后内部收益率为25.97%，税后静态投资回收期（不含建设期）为4.82年。	汽车行业的智能化转型带动上游产业发展。
补充流动资金	35.5	35.5	旨在满足公司业务发展对流动资金的需求、优化资本结构。	
合计	147.5	135		

资料来源：公司公告、浦银国际

电子行业已经隐含较为悲观的基本面预期

在 [2022 年的科技展望报告](#) 中，我们认为，今年全球智能手机季度出货量同比会呈现前低后高的形态。这个观点没有变化。因而，一季度的基本面，即智能手机出货量环比和同比都有压力，也符合我们的预期。同时，我们也预期从二季度开始，智能手机出货量同比和环比将有所改善，只是改善的程度仍然需密切观察。

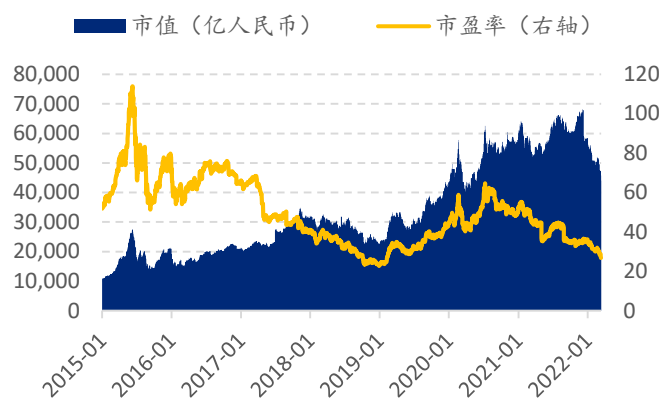
但是，近期市场的情绪波动的剧烈程度超出我们的预想。年初至今，A 股的电子指数下降 25%（图表 6），A 股电子行业的市盈率也从年初的 36.1x 下降到目前的 26.7x（图表 7）。因此，我们认为，目前市场已经对今年智能手机的需求持有较为悲观的预期。此时的电子市场比较适合布局。

首先，市场对于基本面的预期下调空间已经非常有限。我们预测的 2022 年全球智能手机出货量同比增长 4%，依然有希望达成。

其次，电子行业的估值已经接近 2015 年以来的低点，仅仅比 2018 年年底，即中美贸易摩擦升级之年的低谷估值稍高。因此，行业估值的下行空间较少。

最后，回归到立讯，作为中国大陆的智能手机供应链龙头，有较高的确定性交出远高于行业增速的业绩增长。而且，立讯的近期沪深港通持股比例也维持在相对高位，并没有随着股价下行而进一步下降（图表 8）。因此，我们认为立讯精密的股价弹性较高。

图表 6: A 股电子指数市值及市盈率



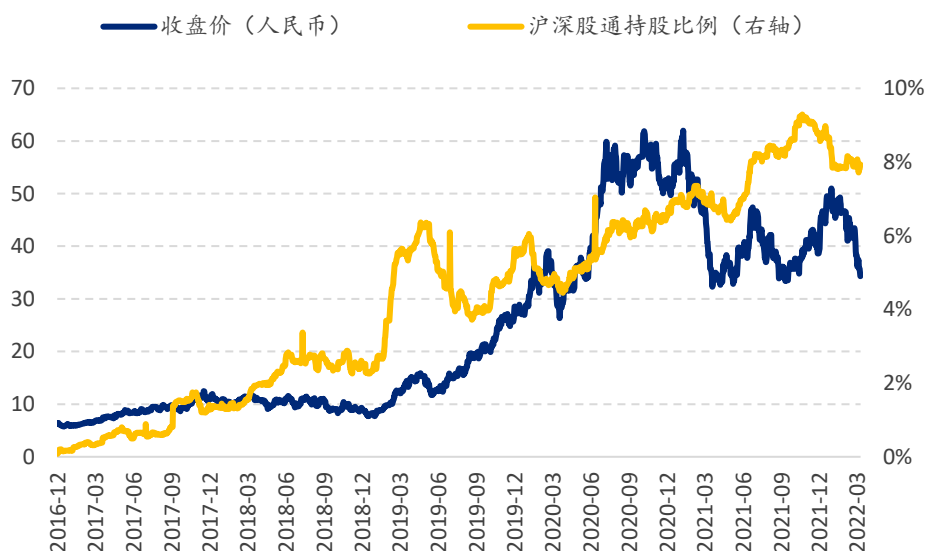
注：截至 2022 年 3 月 15 日收盘价，市盈率取自过去 12 个月滚动市盈率；
资料来源：Wind、浦银国际

图表 7: A 股电子指数市盈率



注：市盈率取自过去 12 个月滚动市盈率，历史均值取自 2015 年 1 月 5 日至今；
资料来源：Wind、浦银国际

图表 8: 立讯精密沪深股通持股比



注：截至 2022 年 3 月 15 日收盘价；
资料来源：Wind、浦银国际

● 业绩回顾及预测调整

立讯精密 2021 财务表现：

- 收入录得 1,541.1 亿人民币，同比增长 67%，高于市场一致预测。营收超预期，主要因为 2021 年年初收购的立铠在去年四季度迎来放量。
- 净利润为 70.7 亿人民币，同比下降 2%；对应 2021 净利率为 4.6%，同比下降 3.2 个百分点。净利润略低于市场一致预测。
- 净利润和净利率同比下降，主要原因包括：
 - 1) 声学可穿戴产品出货情况在 2021 年出现较大幅回调，对该业务营收和净利润同比均有较大影响；
 - 2) 立铠精密手机精密显示结构模组产品尚处于前期投入阶段，较高物料成本影响立铠精密整体利润率以及立讯精密整体净利润和净利率；
 - 3) 外部环境的缺芯、原材料和运输成本单边上扬、产品量产与出货递延造成的营业成本上升。

立讯精密 4Q21 财务表现：

- 营业收入为 730.9 亿人民币，同比、环比增长 122%，高于市场一致预测。
- 净利润为 23.8 亿人民币，同比下降 6%，环比增长 49%，低于市场一致预测。净利率 3.3%，同比下降 4.5 个百分点，环比下降 1.6 个百分点。

1Q22 业绩预告：

- 净利润最低值为 16.9 亿人民币，同比增长 25%，环比下降 29%。
- 净利润最高值为 17.5 亿人民币，同比增长 30%，环比下降 26%。
- 净利润均值为 17.2 亿人民币，同比增长 28%，环比下降 28%。虽然略低于市场一致预测，但是仍然实现较为强劲的成长。
- 公司通过提升管理效率、增加多元化产品、精进核心技术，因而，在疫情不断反复影响了货物通关速度、部分物料供应商出现停工现象、全球芯片严重紧缺等严峻外部环境中，依然实现强劲增长。

图表 9: 立讯精密 2021 及 4Q21 业绩快报

人民币百万	2021	同比/ 百分点	4Q21	同比	环比/ 百分点
营业收入	154,106	67%	73,094	122%	122%
净利润	7,072	(2%)	2,383	(6%)	49%
净利率	4.6%	(3.2)	3.3%	(4.5)	(1.6)

资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 10: 立讯精密 1Q22 业绩预告

人民币百万	1Q22E	1Q21	同比	4Q21	环比
净利润 (最低)	1,687	1,350	25%	2,383	(29%)
净利润 (最高)	1,754	1,350	30%	2,383	(26%)
净利润 (均值)	1,721	1,350	28%	2,383	(28%)

E=公司预测 资料来源: 公司公告、浦银国际

立讯精密预测调整:

- 我们大幅上调 2022 年、2023 年收入, 主要考虑收购的立铠业务放量之后会显著推动营收的大幅成长;
- 大幅下调毛利率, 但略微上调毛利。我们下调综合毛利率, 以反映立铠业务体量增加带来的产品组合的变化, 但是略微上调毛利绝对值;
- 营业利润略微下调, 主要考虑立讯在大踏步扩张业务的过程中, 需要兼顾持续的投入, 以提供长期增长动力, 因而上调今明两年的费用率;
- 略微上调净利润, 主要反映收购的大客户手机组装业务在营业外收入的利润贡献;
- 每股盈利持平或略微下调, 主要考虑增发之后带来的股权稀释。

图表 11: 立讯精密财务预测: 新预测 vs 前预测

2021E				2022E			2023E		
人民币百万	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
营业收入	154,106	97,836	58%	211,277	112,101	88%	245,516	126,341	94%
毛利润	20,775	18,300	14%	22,997	21,329	8%	27,057	24,475	11%
营业利润	7,105	7,646	(7%)	8,596	9,405	(9%)	10,657	11,626	(8%)
净利润	6,973	6,785	3%	8,843	8,521	4%	11,177	10,674	5%
基本每股收益 (元)	0.99	0.97	3%	1.20	1.21	(1%)	1.49	1.52	(1%)

利润率			百分点			百分点			
毛利率	13.5%	18.7%	(5.2)	10.9%	19.0%	(8.1)	11.0%	19.4%	(8.4)
营业费用率	8.9%	10.9%	(2.0)	6.8%	10.6%	(3.8)	6.7%	10.2%	(3.5)
营业利润率	4.6%	7.8%	(3.2)	4.1%	8.4%	(4.3)	4.3%	9.2%	(4.9)
净利率	4.5%	6.9%	(2.4)	4.2%	7.6%	(3.4)	4.6%	8.4%	(3.9)

资料来源: 浦银国际预测

● 估值

我们首先采用 SOTP 法 (Sum of Total Parts, 分部加总法), 得到立讯精密 2022 年目标价为 43.7 人民币, 对应 2022 年市盈率为 36.5x。当前, 立讯精密市盈率为 20.9x, 低于历史均值以下一个标准差。

根据立讯精密的消费性电子、电脑互联产品及精密组件、汽车互联产品及精密组件、通讯互联产品及精密组件、工业拆分, 预计净利润增速分别为 28%、-9%、50%、24%、32%, 分别给予 37x、20x、45x、32x、32x 的市盈率。最终得到立讯精密目标价为 43.7 人民币, 维持“买入”评级, 潜在升幅 29.8%。

图表 12: 立讯精密分部加总估值法 (2022 年)

人民币百万	收入	毛利率	净利润	净利润 增速	目标市 盈率 (x)	估值
消费性电子	194,523	10.2%	7,766	28%	37.0	287,340
电脑互联产品及精密组件	4,547	18.7%	281	(9%)	20.0	5,615
汽车互联产品及精密组件	5,560	16.9%	324	50%	45.0	14,593
通讯互联产品及精密组件	3,274	18.5%	221	24%	32.0	7,074
工业	3,373	21.0%	251	32%	32.0	8,037
合计	211,277	10.9%	8,843	27%	36.5	322,659
股数 (百万)						7,377
目标价 (人民币元)						43.7

资料来源: 浦银国际预测

图表 13: 立讯精密历史市盈率: 2015 年以来均值 27.7x



注: 数据截至 2022 年 3 月 15 日 资料来源: Bloomberg, 浦银国际

我们也采用 DCF（Discounted Cash Flow，现金流量贴现法）估值方法作为参考对比。我们假设立讯 2026 年-2030 年的成长率为 13%，永久增长率为 3%。另外，我们假设 WACC（Weighted Average Cost of Capital，加权平均资金成本）是 8.8%。其他基本假设可以参考下方两个表格。我们得到立讯 2022 年的目标价为 43.6 人民币，与我们分部加总法得到的目标价类似。

图表 14：立讯精密 WACC 假设

WACC 计算			
Beta	1.2	债务成本	6.6%
无风险利率	3.1%	债务股本比	(31.4%)
股权风险溢价	4.2%	所得税率	(0.4%)
股本成本	8.3%	WACC	8.8%

注：WACC，Weighted Average Cost of Capital，加权平均资金成本
资料来源：浦银国际预测

图表 15：立讯精密自由现金流预测

人民币百万	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031 往后
营业收入	211,277	245,516	290,648	327,103	369,627	417,678	471,976	533,333	602,666	
营收增速	37%	16%	18%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	
经营利润	8,596	10,657	12,911	15,791	19,960	22,555	27,375	30,933	36,160	
经营利润率	4.1%	4.3%	4.4%	4.8%	5.4%	5.4%	5.8%	5.8%	6.0%	
加：折旧及摊销	4,820	6,644	8,609	10,825	12,233	13,823	15,620	17,650	19,945	
EBITDA	13,416	17,301	21,520	26,616	32,192	36,377	42,994	48,584	56,105	
EBITDA 率	6.3%	7.0%	7.4%	8.1%	8.7%	8.7%	9.1%	9.1%	9.3%	
所得税率	(0.4%)	(0.5%)	(0.5%)	(0.5%)	(0.5%)	(0.5%)	(0.5%)	(0.5%)	(0.5%)	
资本支出	(16,895)	(19,633)	(23,242)	(26,157)	(24,326)	(22,866)	(22,409)	(21,961)	(21,522)	
资本支出占营收比	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	6.6%	5.5%	4.7%	4.1%	3.6%	
净营运资本变动	(2,286)	(1,319)	(1,890)	(1,237)	(1,397)	(1,579)	(1,784)	(2,016)	(2,278)	
自由现金流	(5,729)	(3,600)	(3,551)	(703)	6,563	12,038	18,930	24,752	32,475	629,474
永续增长率										3.0%

资料来源：浦银国际预测

图表 16：立讯精密 DCF 估值预测

WACC	自由现金流现值 (人民币百万)	净现金(百万)	权益价值(百万)	股数(百万)	每股价值 (人民币)
8.8%	336,860	-14,876	321,985	7,377	43.6

资料来源：浦银国际预测

图表 17：立讯精密可比公司估值比较

股票代码	公司名称	市值	股价	股价变动	EPS同比增长			P/E (市盈率)			P/B (市净率)		
		(美元百万)	(当地货币)	年初至今 (%)	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
组装													
002475 CH Equity	立讯精密	37,361	33.7	(32%)	8%	39%	24%	30.2	21.6	17.5	6.7	5.2	4.2
2317 TT Equity	鸿海精密	48,993	101.0	(3%)	28%	8%	13%	10.1	9.4	8.3	1.0	0.9	0.9
002241 CH Equity	歌尔股份	18,505	34.6	(36%)	49%	34%	24%	26.8	20.0	16.1	4.7	3.9	3.2
300433 CH Equity	蓝思科技	8,998	11.5	(50%)	(12%)	38%	25%	12.4	9.0	7.2	1.3	1.1	1.0
285 HK Equity	比亚迪电子	4,652	16.2	(43%)	(47%)	42%	32%	10.2	7.2	5.4	1.2	1.0	0.9
601231 CH Equity	环旭电子	4,113	11.9	(26%)	11%	18%	16%	14.0	11.8	10.2	2.0	1.8	1.6
平均								17.3	13.2	10.8	2.8	2.3	2.0
声学													
002475 CH Equity	立讯精密	37,361	33.7	(32%)	8%	39%	24%	30.2	21.6	17.5	6.7	5.2	4.2
002241 CH Equity	歌尔股份	18,505	34.6	(36%)	49%	34%	24%	26.8	20.0	16.1	4.7	3.9	3.2
2018 HK Equity	瑞声科技	2,458	15.9	(48%)	(5%)	28%	26%	10.8	8.4	6.7	0.7	0.7	0.6
KN US Equity	Knowles	1,948	21.1	(10%)	138%	11%	10%	14.1	12.7	11.6	N/A	N/A	N/A
平均								20.5	15.7	13.0	4.0	3.2	2.7
结构件													
002475 CH Equity	立讯精密	37,361	33.7	(32%)	8%	39%	24%	30.2	21.6	17.5	6.7	5.2	4.2
300433 CH Equity	蓝思科技	8,998	11.5	(50%)	(12%)	38%	25%	12.4	9.0	7.2	1.3	1.1	1.0
285 HK Equity	比亚迪电子	4,652	16.2	(43%)	(47%)	42%	32%	10.2	7.2	5.4	1.2	1.0	0.9
300115 CH Equity	长盈精密	1,838	9.8	(51%)	(56%)	320%	33%	42.4	10.1	7.6	1.8	1.6	1.4
平均								23.8	12.0	9.4	2.7	2.2	1.9
汽车电子													
002475 CH Equity	立讯精密	37,361	33.7	(32%)	8%	39%	24%	30.2	21.6	17.5	6.7	5.2	4.2
2382 HK Equity	舜宇光学科技	16,789	119.8	(51%)	24%	24%	24%	19.8	15.9	12.9	5.1	4.0	3.2
002920 CH Equity	德赛西威	10,464	120.2	(15%)	61%	40%	37%	84.2	60.2	43.9	12.6	10.7	9.0
300433 CH Equity	蓝思科技	8,998	11.5	(50%)	(12%)	38%	25%	12.4	9.0	7.2	1.3	1.1	1.0
300496 CH Equity	中科创达	6,320	94.8	(31%)	56%	38%	37%	60.9	44.0	32.1	8.3	6.6	5.6
285 HK Equity	比亚迪电子	4,652	16.2	(43%)	(47%)	42%	32%	10.2	7.2	5.4	1.2	1.0	0.9
600699 CH Equity	均胜电子	3,181	14.8	(32%)	(151%)	(798%)	44%	N/A	18.5	12.8	1.4	1.3	1.2
平均								36.3	25.2	18.8	5.2	4.3	3.6
其他零部件													
300207 CH Equity	欣旺达	7,204	26.7	(37%)	26%	83%	32%	44.8	24.5	18.6	5.5	4.6	3.7
002600 CH Equity	领益智造	5,595	5.1	(31%)	(4%)	38%	32%	15.8	11.5	8.7	0.9	0.8	0.7
300136 CH Equity	信维通信	2,688	17.7	(30%)	(15%)	35%	22%	19.1	14.2	11.6	2.7	2.2	1.9
000049 CH Equity	德赛电池	1,660	35.3	(40%)	52%	(2%)	16%	11.0	11.3	9.8	3.0	2.5	2.0
平均								22.7	15.4	12.2	3.0	2.5	2.1
光学镜头													
2382 HK Equity	舜宇光学科技	16,789	119.8	(51%)	24%	24%	24%	19.8	15.9	12.9	5.1	4.0	3.2
3008 TT Equity	大立光	9,223	1,965	(20%)	(25%)	5%	7%	14.1	13.5	12.6	1.8	1.7	1.6
002456 CH Equity	欧菲光	3,662	7.2	(26%)	3%	(10%)	9%	18.5	20.6	18.8	2.1	2.2	2.0
2018 HK Equity	瑞声科技	2,458	15.9	(48%)	(5%)	28%	26%	10.8	8.4	6.7	0.7	0.7	0.6
3406 TT Equity	玉晶光	1,596	406.5	(23%)	(27%)	25%	22%	19.6	15.7	12.9	2.7	2.4	2.1
053450 KS Equity	SEKONIX	112	9,390.0	4%	(146%)	45%	57%	11.1	7.7	4.9	1.3	1.1	0.9
平均								15.7	13.6	11.5	2.3	2.0	1.7
光学模组													
2382 HK Equity	舜宇光学科技	16,789	119.8	(51%)	24%	24%	24%	19.8	15.9	12.9	5.1	4.0	3.2
011070 KS Equity	LG INNOTEK	6,495	341,000	(6%)	196%	6%	10%	9.0	8.5	7.7	2.4	1.9	1.6
002456 CH Equity	欧菲光	3,662	7.2	(26%)	3%	(10%)	9%	18.5	20.6	18.8	2.1	2.2	2.0
2018 HK Equity	瑞声科技	2,458	15.9	(48%)	(5%)	28%	26%	10.8	8.4	6.7	0.7	0.7	0.6
1478 HK Equity	丘钛科技	915	6.1	(40%)	43%	19%	18%	5.1	4.3	3.6	1.2	1.0	0.8
平均								12.6	11.5	9.9	2.3	1.9	1.6
盖板面板													
000725 CH Equity	京东方	24,598	4.1	(18%)	363%	(6%)	14%	6.4	6.8	6.0	1.2	1.1	0.9
000100 CH Equity	TCL科技	10,339	4.7	(24%)	176%	(4%)	24%	6.0	6.2	5.0	1.5	1.3	1.1
300433 CH Equity	蓝思科技	8,998	11.5	(50%)	(12%)	38%	25%	12.4	9.0	7.2	1.3	1.1	1.0
285 HK Equity	比亚迪电子	4,652	16.2	(43%)	(47%)	42%	32%	10.2	7.2	5.4	1.2	1.0	0.9
000050 CH Equity	深天马	3,915	10.2	(22%)	18%	14%	23%	13.2	11.6	9.4	0.7	0.7	0.6
平均								9.6	8.2	6.6	1.2	1.0	0.9

注：E=Bloomberg 一致预测，数据截至 2022 年 3 月 15 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 18: SPDBI 目标价: 立讯精密



注: 截至 2022 年 3 月 15 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 19: SPDBI 科技行业覆盖公司

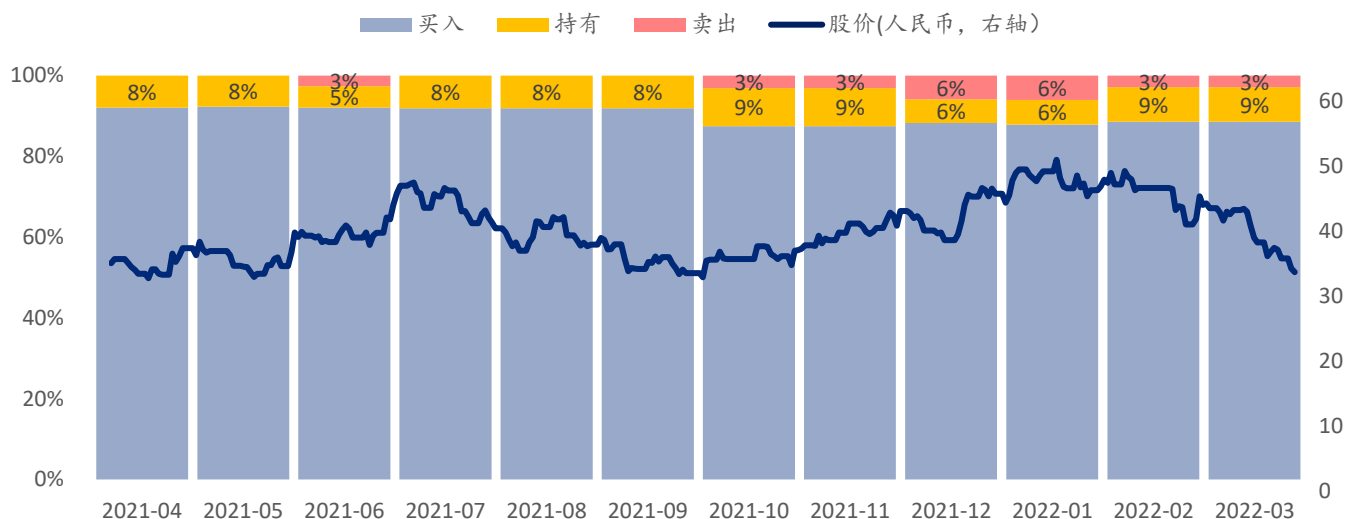
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	11.5	买入	29.0	2021/8/31	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	97.1	买入	179.1	2021/8/31	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	16.2	买入	36.0	2021/12/16	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	99.8	买入	146.9	2022/1/19	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	33.7	买入	43.7	2022/3/16	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	11.5	买入	28.0	2021/12/16	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	15.9	买入	38.2	2021/12/16	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	119.8	买入	253.8	2021/8/31	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	6.1	买入	15.9	2021/8/31	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	195.0	买入	305.9	2021/8/31	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	14.1	买入	53.9	2021/6/25	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	19.8	买入	48.3	2021/7/14	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	73.7	买入	187.6	2021/7/14	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	17.6	买入	37.7	2022/2/28	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车	69.1	买入	150.4	2022/2/28	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	766.4	卖出	638.3	2021/9/6	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	166.9	买入	307.7	2021/9/6	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	212.8	买入	320.3	2021/9/6	新能源汽车

注: 港股、A 股截至 2022 年 3 月 15 日收盘价, 美股截至 2022 年 3 月 14 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

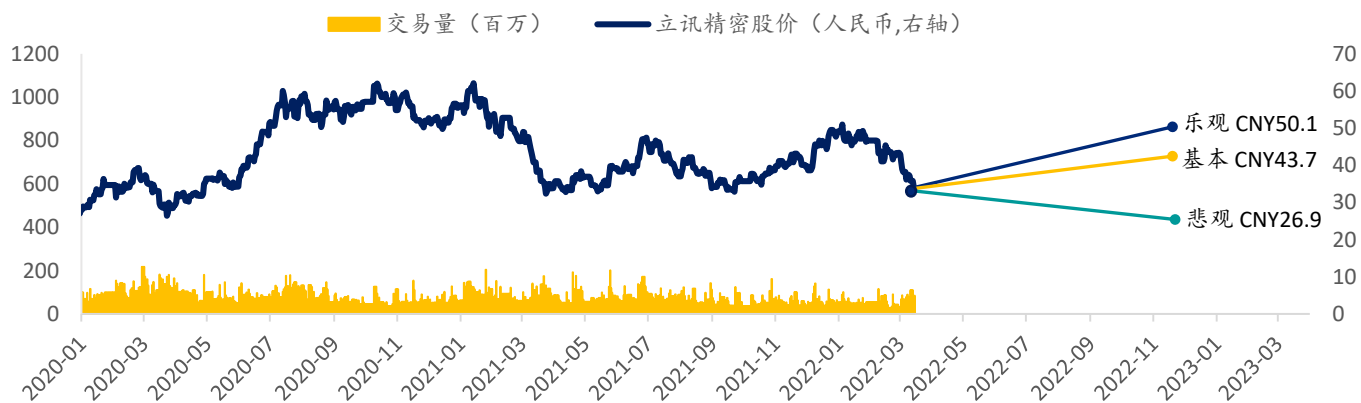
● SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 20：立讯精密市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 21：立讯精密 SPDBI 情景假设



乐观情景（概率：20%）

目标价：50.1 人民币，对应 38x 的 2022 年 PE

- 苹果的手机、手表、笔记本等业务发展增速高于预期，推动立讯整体快速增长；
- 公司新业务扩张顺利，如触控显示模组、MiniLED 等份额提升速度较快，高于基本情景假设；
- 立讯的业务放量后，利润率改善明显；
- 立讯在手机组装的份额提升高于预期，带动该业务利润率上升。

悲观情景（概率：15%）

目标价：26.9 人民币，对应 28x 的 2022 年 PE

- 全球智能手机需求持续走弱，拖累 iPhone 出货量走弱；
- 公司新业务毛利率提升不及预期，公司毛利率压力较大；
- iPhone 组装份额和盈亏平衡点不及预期；
- 新品拓展影响公司费用率上升，拖累盈利能力。

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

