

立讯精密 (002475.SZ)

半年报发布, 高速成长同时经营质量持续改善

核心观点:

● 上半年延续快速增长势头, 全年成长动能不减

公司发布半年报, 上半年实现营收 214.4 亿元, 同比增长 78%, 归母净利润 15 亿元, 同比增长 82%, 延续了快速增长势头。同时公司对 2019 年 1-9 月经营业绩做出指引, 预计 2019Q3 实现净利润 9.8-11.5 亿元, 同比增长 18.4%-38.3%, 尽管去年同期基数较高, 但仍保持了中值 28% 的高增速, 成长动能不减。

● 以消费电子为核心, 通信、汽车等业务助力, 成长动能充足

AirPods 仍旧是公司业绩成长的最大推动力, 公司仍在进行积极的产线扩张规划, 未来 2 年将进一步填充需求缺口; Apple Watch 业务有望成为新的增长极, 公司发行转债布局可穿戴相关业务, 依托于组装业务出海口, 有利于各业务条线之间形成有效的协同; 通信业务有望成长为仅次于消费电子业务体量的细分业务领域, 借势于 5G 通信基础设施建设浪潮与国产替代需求, 公司通信业务有望再上新台阶; 智能手机业务将进一步实现份额成长, 公司 2018 年实现了 iPhone 内部产品线的快速扩宽, 马达等产品则进一步实现全方位导入, 依托份额提升推动业务成长。

● 搭建精密制造大平台, 维持“买入”评级

我们看好公司成长远景, 预计公司 19-21 年 EPS 分别为 0.71/1.01/1.33 元, 按最新收盘价计算对应 19-21 年 PE 分别为 35.0/24.6/18.8 倍, 近 3 年公司估值中枢位于 40 倍 PE (TTM), 公司产业链龙头地位稳固, 业绩保持快速成长, 考虑可比公司估值与公司的龙头估值溢价, 以 40 倍 PE 对应 19 年 EPS 计算, 合理价值为 28.4 元/股, 维持“买入”评级。

● 风险提示

下游市场成长不及预期, 行业竞争加剧风险。

盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	22,826	35,850	50,300	71,215	92,200
增长率 (%)	65.9	57.1	40.3	41.6	29.5
EBITDA (百万元)	2,731	4,736	4,979	6,822	8,884
净利润 (百万元)	1,691	2,723	3,813	5,410	7,089
增长率 (%)	46.2	61.0	40.1	41.9	31.0
EPS (元/股)	0.53	0.66	0.71	1.01	1.33
市盈率 (P/E)	43.99	21.25	34.96	24.64	18.80
市净率 (P/B)	5.75	3.73	6.54	5.17	4.05
EV/EBITDA	27.69	12.94	26.89	19.25	14.21

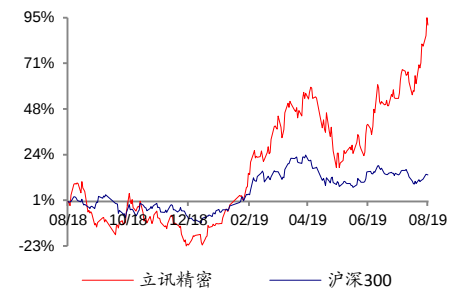
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	24.92 元
合理价值	28.4 元
前次评级	买入
报告日期	2019-08-21

相对市场表现



分析师:

许兴军



SAC 执证号: S0260514050002

SFC CE No. BOI544



021-60750532



xuxingjun@gf.com.cn

分析师:

王亮



SAC 执证号: S0260519060001



021-60750632



gfwangliang@gf.com.cn

分析师:

王帅



SAC 执证号: S0260519080004



0755-23953620



wshuai@gf.com.cn

请注意, 王亮, 王帅并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

立讯精密 (002475.SZ): 发行可转债助力成长, 增资越南发力海外布局	2019-07-14
立讯精密 (002475.SZ): 产业龙头地位稳固, 延续快速增长势头	2019-04-25
立讯精密 (002475.SZ): 2018 年业绩表现优异, 有望保持快速成长势头	2019-03-01

目录索引

上半年收入延续快速增长势头，全年成长动能不减.....	4
盈利质量改善，造血能力提高步入良性自循环.....	5
运营水平提高，供应链地位持续提升	5
展望未来，公司业务多点开花成长可期.....	6
投资建议	6
风险提示	7

图表索引

图 1: 立讯精密半年度收入及增速	4
图 2: 立讯精密半年度净利润及增速	4
图 3: 立讯精密消费电子业务半年度营收及增速	4
图 4: 立讯精密通讯业务半年度营收及增速	4
图 5: 立讯精密汽车业务半年度营收及增速	5
图 6: 立讯精密分业务毛利率	5
图 7: 立讯精密 ROE	5
图 8: 立讯精密经营活动产生的现金流量净额	5
图 9: 立讯精密可比公司估值	7

上半年收入延续快速增长势头，全年成长动能不减

公司披露2019年半年报，上半年公司实现营收214.4亿元，同比增长78%，归母净利润15亿元，同比增长82%，延续了快速增长势头。同时对2019年1-9月经营业绩做出指引，预计2019Q3实现净利润9.8-11.5亿元，同比增长18.4%-38.3%，尽管去年同期基数较高，但今年预计仍保持中值28%的高增速，成长动能不减。

图 1：立讯精密半年度收入及增速

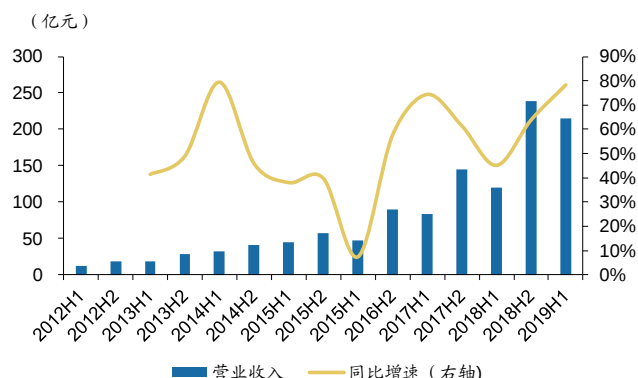
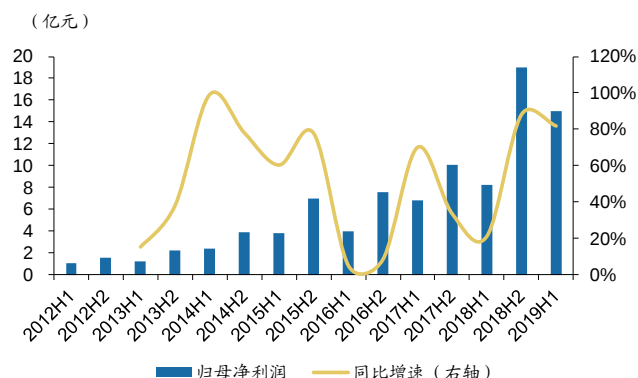


图 2：立讯精密半年度净利润及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

分业务来看，公司的主要成长动力来自于消费电子，营业收入达到167亿元，同比增长99%，同时尽管 AirPods 营收体量的不断成长，但公司毛利率仍旧维持了18.93%，表明了公司盈利能力的提升。通信和汽车业务也都保持了快速成长，毛利率均小幅改善（通信业务营收15.5亿，同比增52%，毛利率21.4%；汽车业务营收10.7亿，同比增46%，毛利率16.4%）。

图 3：立讯精密消费电子业务半年度营收及增速

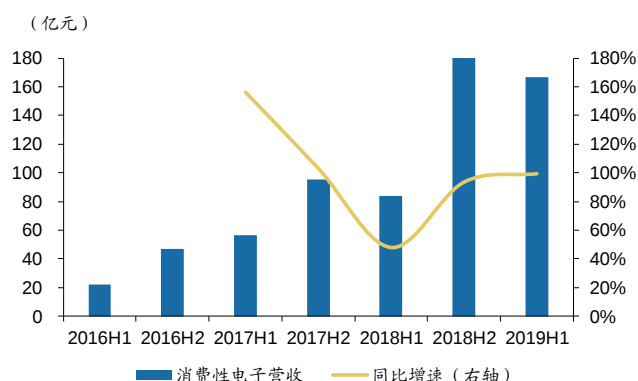
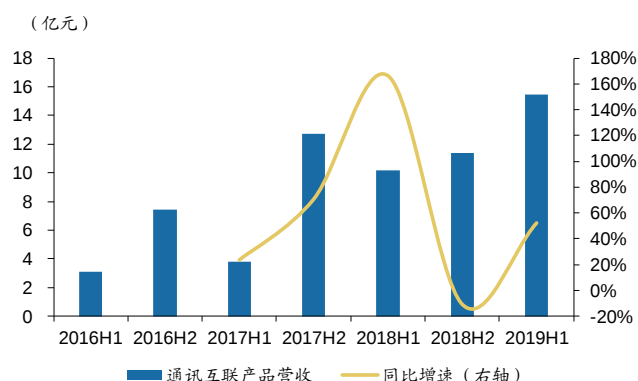


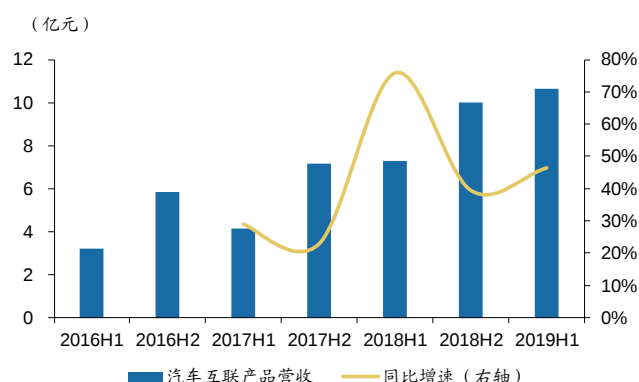
图 4：立讯精密通讯业务半年度营收及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

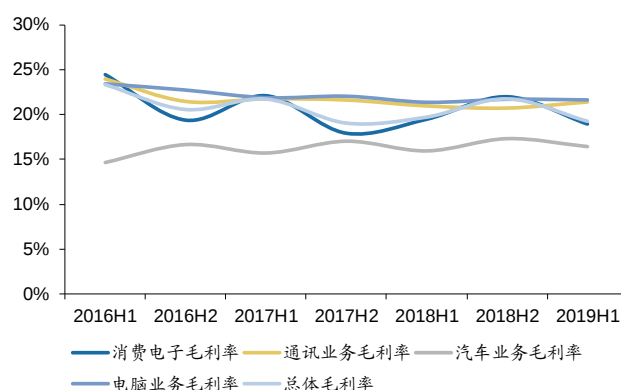
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 5：立讯精密汽车业务半年度营收及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 6：立讯精密分业务毛利率

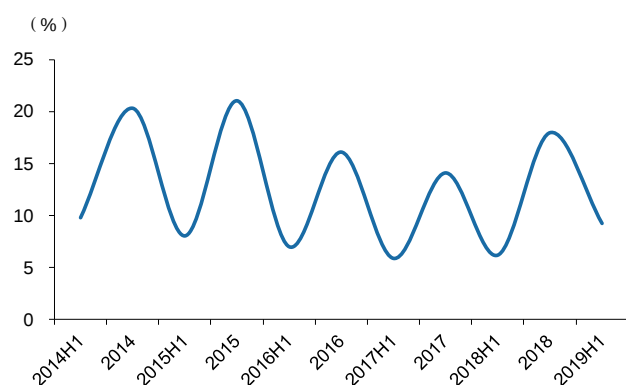


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

盈利质量改善，造血能力提高步入良性自循环

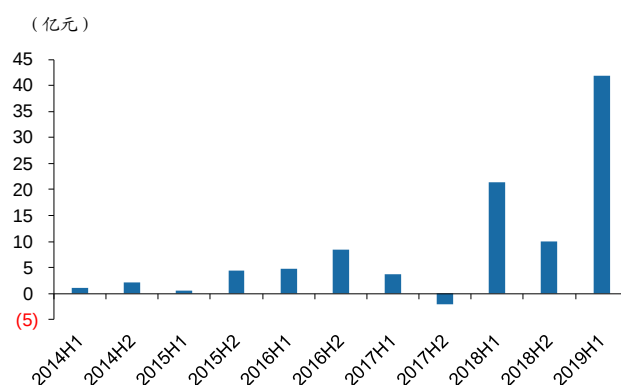
从盈利质量上看，公司ROE为9.24%，较去年同期上升3.05%，经营活动产生的现金流量净额为41.88亿元，较去年同期增长95.51%，超出2018年全年水平，同时超出市场预期，现金及现金等价物净增加额为16.4亿元，同比增长107%。此前市场对于转债规模30亿元认为偏少，根据财报数据，从公司目前的经营状况来看，公司正逐渐摆脱资金需求型的商业模式，领先同行业进入到良性自循环。

图 7：立讯精密ROE



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 8：立讯精密经营活动产生的现金流量净额



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

运营水平提高，供应链地位持续提升

从运营角度来看，公司固定资产周转率为3.36次，较上年同期增长0.54次，公司应收账款余额为88.71亿元，较上年期末减少20.30%，存货周转天数仅55天、应收账款周转天数为84天，均为5年以来最快水平，推动公司营运用率下滑，报告期内公司营运用率为10.69%，较去年同期下降1.52%。反映了公司运营质量的持续改

善。公司的业务在快速成长的同时能够保持了持续的运营水平的提升，充分说明公司管理半径延伸并未遇到瓶颈以及供应链地位的持续提升。

展望未来，公司业务多点开花成长可期

立足当前时点，我们认为公司的布局很好地兼顾了短期成长与长期趋势，多业务成长可期：

- 1) AirPods仍旧是公司业绩成长的最大推动力，公司上半年实现AirPods约1300万部，Q2环比增加约300万部，我们预计全年有望突破3200万部，成为年内推动公司业绩成长的重要动力，同时公司仍在进行积极的产线扩张规划，未来2年将进一步填充需求缺口；
- 2) Apple Watch业务有望成为新的增长极，公司发行转债布局可穿戴相关业务，我们认为公司将立足系统级产品组装业务，同时全面导入天线、马达、声学、表冠、表带以及无线充电等现有产品线产品，同时立足制程能力有望整合更多内部元器件，依托于组装业务出海口，形成有效的业务间协同；
- 3) 通信业务有望成长为仅次于消费电子业务体量的细分业务领域，公司在天线与滤波器、光模块以及内部连接器等领域精准卡位，借势于5G通信基础设施建设浪潮与国产替代需求，公司通信业务有望再上新台阶；
- 4) 智能手机业务将进一步实现份额成长，公司2018年实现了iPhone内部产品线的快速扩宽，今年则实现了全年供货，马达等产品则进一步实现全方位导入，依托份额提升推动业务成长。

投资建议

公司的快速成长势头得到延续，年内成长动力不减，公司业务符合预期，同时公司经营质地持续改善，财务数据亮点较多。我们认为公司产业链龙头地位不断巩固，在消费电子处于低迷的外部环境下，逆势不断优化经营质地。展望未来，公司成长动力清晰，非手机终端（AirPods、Apple Watch等）推动公司业绩持续成长，消费电子、通信业务以及汽车业务多点开花，精密制造平台帮助公司持续提升制程能力和产业链地位，远期成长可期。

我们看好公司成长远景，预计公司19-21年EPS分别为0.71/1.01/1.33元，按最新收盘价计算对应19-21年PE分别为35.0/24.6/18.8倍，近3年公司估值中枢位于40倍PE（TTM），公司产业链龙头地位稳固，业绩保持快速成长，考虑可比公司估值与公司的龙头估值溢价，以40倍PE对应19年EPS计算，合理价值为28.4元/股，维持“买入”评级。

图 9：立讯精密可比公司估值

证券代码	证券简称	单位 (除PE外)	市值	净利润			PE估值水平		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
300136.SZ	信维通信	亿元	321.01	9.88	12.28	16.05	21.34	26.61	20.36
002241.SZ	歌尔股份	亿元	427.38	8.68	12.25	16.50	25.73	37.11	27.31
300679.SZ	电连技术	亿元	113.08	2.40	2.94	4.12	24.56	38.57	27.51

数据来源：广发证券发展研究中心

注：市值为2019/08/20数据，盈利预测来自Wind一致预期

风险提示

竞争格局恶化风险；下游市场需求不及预期风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	17,372	23,078	23,419	34,010	47,028	经营活动现金流	169	3,142	3,316	3,555	5,892
货币资金	4,008	3,820	1,176	3,841	8,991	净利润	1,748	2,813	3,813	5,410	7,089
应收及预付	7,330	11,309	13,235	18,740	24,274	折旧摊销	718	1,156	200	320	420
存货	3,474	4,735	5,831	8,138	10,357	营运资金变动	-2,402	-1,617	-1,070	-2,364	-1,809
其他流动资产	2,560	3,215	3,176	3,291	3,406	其它	105	790	373	189	192
非流动资产	9,514	13,363	14,463	15,043	15,323	投资活动现金流	-2,596	-4,928	-1,317	-900	-700
长期股权投资	58	329	329	329	329	资本支出	-3,519	-5,114	-1,369	-900	-700
固定资产	6,369	9,457	10,257	10,537	10,617	投资变动	726	100	6	0	0
在建工程	877	1,220	1,520	1,820	2,020	其他	197	85	46	0	0
无形资产	555	614	614	614	614	筹资活动现金流	1,875	1,453	-4,643	11	-42
其他长期资产	1,655	1,743	1,743	1,743	1,743	银行借款	2,225	1,812	-5,464	100	50
资产总计	26,886	36,441	37,882	49,054	62,351	股权融资	16	98	1,234	0	0
流动负债	11,712	17,179	13,635	19,297	25,456	其他	-366	-457	-414	-89	-92
短期借款	4,524	5,664	100	100	100	现金净增加额	-552	-333	-2,644	2,666	5,150
应付及预收	6,363	10,269	11,663	16,589	21,956	期初现金余额	4,619	3,994	3,820	1,176	3,841
其他流动负债	824	1,246	1,872	2,608	3,399	期末现金余额	3,994	3,810	1,176	3,841	8,991
非流动负债	1,249	2,588	2,688	2,788	2,838						
长期借款	706	1,499	1,599	1,699	1,749						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	543	1,089	1,089	1,089	1,089						
负债合计	12,961	19,767	16,323	22,085	28,294						
股本	3,173	4,115	5,349	5,349	5,349						
资本公积	4,538	3,595	3,595	3,595	3,595						
留存收益	5,093	7,625	11,438	16,848	23,936						
归属母公司股东权益	12,938	15,498	20,382	25,792	32,881						
少数股东权益	987	1,177	1,177	1,177	1,177						
负债和股东权益	26,886	36,441	37,882	49,054	62,351						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	22,826	35,850	50,300	71,215	92,200
营业成本	18,260	28,304	40,159	57,122	75,604
营业税金及附加	119	163	262	370	479
销售费用	315	388	724	1,025	922
管理费用	576	900	1,358	1,923	2,121
研发费用	1542	2515	3018	4273	4610
财务费用	203	302	250	89	92
资产减值损失	112	204	100	100	100
公允价值变动收益	52	-32	-6	0	0
投资净收益	184	123	52	0	0
营业利润	2,052	3,294	4,522	6,312	8,272
营业外收支	-14	-12	-73	0	0
利润总额	2,039	3,282	4,450	6,312	8,272
所得税	291	469	636	903	1,183
净利润	1,748	2,813	3,813	5,410	7,089
少数股东损益	57	91	0	0	0
归属母公司净利润	1,691	2,723	3,813	5,410	7,089
EBITDA	2731.46	4735.86	4978.81	6821.66	8883.96
EPS (元)	0.53	0.66	0.71	1.01	1.33

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	65.9	57.1	40.3	41.6	29.5
营业利润增长	55.6	60.5	37.3	39.6	31.0
归母净利润增长	46.2	61.0	40.1	41.9	31.0
获利能力					
毛利率	20.0	21.0	20.2	19.8	18.0
净利率	7.7	7.8	7.6	7.6	7.7
ROE	13.1	17.6	18.7	21.0	21.6
ROIC	11.6	15.4	18.6	22.5	27.1
偿债能力(%)					
资产负债率	48.2	54.2	43.1	45.0	45.4
净负债比率	19.6	19.9	4.7	3.8	3.1
流动比率	1.48	1.34	1.72	1.76	1.85
速动比率	1.18	1.06	1.27	1.32	1.42
营运能力					
总资产周转率	0.95	1.13	1.35	1.64	1.66
应收账款周转率	3.78	3.89	3.88	3.88	3.88
存货周转率	6.53	6.90	6.89	7.02	7.30
每股指标 (元)					
每股收益	0.53	0.66	0.71	1.01	1.33
每股经营现金流	0.05	0.76	0.62	0.66	1.10
每股净资产	4.08	3.77	3.81	4.82	6.15
估值比率					
P/E	43.99	21.25	34.96	24.64	18.80
P/B	5.75	3.73	6.54	5.17	4.05
EV/EBITDA	27.69	12.94	26.89	19.25	14.21

广发证券电子元器件和半导体研究小组

许 兴 军：首席分析师，浙江大学系统科学与工程学士，浙江大学系统分析与集成硕士，2012 年加入广发证券发展研究中心。

王 亮：资深分析师，复旦大学经济学硕士，2014 年加入广发证券发展研究中心。

王 璐：资深分析师，复旦大学微电子与固体电子学硕士，2015 年加入广发证券发展研究中心。

余 高：资深分析师，复旦大学物理学学士，复旦大学国际贸易学硕士，2015 年加入广发证券发展研究中心。

彭 雾：资深分析师，复旦大学微电子与固体电子学硕士，2016 年加入广发证券发展研究中心。

王 帅：资深分析师，上海交通大学机械与动力工程学院学士、安泰经济与管理学院硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

王 昭 光：研究助理，浙江大学材料科学与工程学士，上海交通大学材料科学与工程硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

蔡 锐 帆：研究助理，北京大学汇丰商学院硕士，2019 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大 道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究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。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。