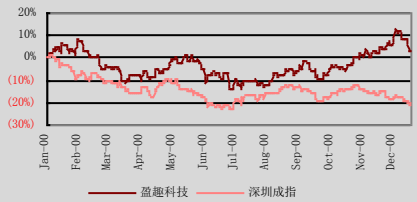
002511.SZ

增持

市场价格：人民币 47.6

板块评级：中性

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	10.9	(19.1)	11.1	(35.8)
相对深证成指	(30.8)	(22.1)	(24.5)	(30.3)

发行股数 (百万)	459
流通股 (%)	36
总市值 (人民币 百万)	21,826
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	280
净负债比率 (%)(2019E)	净现金
主要股东(%)	
深圳万利达电子工业有限公司	49

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券

以 2019 年 4 月 12 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电子：电子制造

杨志威
(8621)20328510
zhiwei1.yang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300515060001

**刘凯娜为本报告重要贡献者*

盈趣科技

IQOS 将恢复增长，业绩拐点将现

公司是 IQOS 精密塑胶部件二级供应商，2018 年 IQOS 受去库存及竞品影响，出货量增速下滑，公司业绩随之受损。2019 年 IQOS 大概率通过 FAD 审核进入美国市场，叠加 IQOS3.0 新品放量，售价提高，有望实现量价齐升。公司作为 IQOS 二级供应商，有望实现量价齐升，业绩拐点向上。

支撑评级的要点

- **产品迭代，美国市场开放在望，IQOS 预计加速放量。**IQOS 在 2017 下半年及 2018Q1 备货较多，2018 年受集中去库存与 Glo 等竞品影响，出货量增速下滑。2018 年 11 月，IQOS 3.0 及 IQOS 3.0 MULTI 新品上市；2019 年 2 月，IQOS 在美国 FDA 的 MRTPA 公众评论阶段关闭，进入最终审核阶段。奥驰亚在投资者交流会提及已开始在美国筹建 IQOS 线下渠道，组建市场团队，对今年过审进入美国市场表示乐观态度。产品迭代致销量与库存双增长，美国市场开放预期强烈，IQOS 销量有望高增长。
- **IQOS 量价回升，增厚公司业绩。**公司研发实力强劲，2014 年已与 PMI 达成研发合作，参与设计了 IQOS2.4 及 IQOS3 代产品，并通过 Venture 和伟创力成为 IQOS 塑胶部件二级供应商。2018 年 受 IQOS 库存影响，公司业绩出现下滑，但今年随着 IQOS 3 代产品提价及放量，公司对应订单有望实现量价齐升，外加新品产能与良率逐渐爬坡，将增厚公司业绩。
- **UDM 业务拓展顺利。**2018 年公司 UDM 业务新增博世、霍尼韦尔等多家全球知名客户，顺利通过博世的供应商考核，虽然目前合作规模较小，且部分项目处前期研发阶段，但长期来看有利于公司供应链能力提升，客户结构优化，从而衍生更多业务机会，助公司业务多面开花。

估值

- 公司将受益于 IQOS 产品迭代与美国市场开放在望，实现 IQOS 订单量价回升，业绩有望企稳回暖。另外，公司 UDM 业务新客户开拓顺利，客户结构优化，有望衍生更多业务机会。我们预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 2.22/2.75/3.43，同比增长 24.9%/24.2%/24.5%，对应当前股价 2019PE22X，给予***增持***评级。

评级面临的主要风险

- IQOS 美国 FDA 过审受阻；毛利率下滑；新客户开拓低于预期。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入 (人民币 百万)	3,267	2,779	3,749	4,785	5,926
变动 (%)	n.a.	(15)	35	28	24
净利润 (人民币 百万)	953	814	1,016	1,262	1,571
全面摊薄每股收益 (人民币)	2.079	1.775	2.216	2.753	3.427
变动 (%)	n.a.	(14.6)	24.9	24.2	24.5
全面摊薄市盈率(倍)	22.9	26.8	21.5	17.3	13.9
价格/每股现金流量(倍)	23.2	29.7	59.3	15.5	68.1
每股现金流量 (人民币)	2.06	1.60	0.80	3.07	0.70
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.4	22.8	17.4	13.2	10.7
每股股息 (人民币)	0.026	0.663	0.665	0.826	1.027
股息率(%)	0.1	1.4	1.4	1.7	2.2

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	**3,267**	**2,779**	**3,749**	**4,785**	**5,926**
销售成本	(1,668)	(1,583)	(2,123)	(2,695)	(3,305)
经营费用	(384)	(284)	(428)	(584)	(742)
息税折旧前利润	**1,215**	**911**	**1,198**	**1,505**	**1,879**
折旧及摊销	(24)	(35)	(50)	(76)	(99)
经营利润 (息税前利润)	**1,191**	**876**	**1,148**	**1,429**	**1,780**
净利息收入/(费用)	0	16	25	31	43
其他收益/(损失)	(94)	6	(51)	(77)	(102)
税前利润	**1,121**	**925**	**1,160**	**1,444**	**1,798**
所得税	(170)	(113)	(146)	(184)	(231)
少数股东权益	2	2	2	3	3
净利润	**953**	**814**	**1,016**	**1,262**	**1,571**
核心净利润	**952**	**807**	**1,012**	**1,259**	**1,567**
每股收益 (人民币)	2.079	1.775	2.216	2.753	3.427
核心每股收益 (人民币)	2.077	1.761	2.208	2.745	3.417
每股股息 (人民币)	0.026	0.663	0.665	0.826	1.027
收入增长(%)	n.a.	(15)	35	28	24
息税前利润增长(%)	n.a.	(26)	31	24	25
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(25)	32	26	25
每股收益增长(%)	n.a.	(15)	25	24	24
核心每股收益增长(%)	n.a.	(15)	25	24	24

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	1,121	925	1,160	1,444	1,798
折旧与摊销	24	35	50	76	98
净利息费用	0	(8)	(13)	(15)	(21)
运营资本变动	(265)	(58)	0	0	0
税金	170	113	146	184	231
其他经营现金流	(108)	(273)	(975)	(283)	(1,785)
经营活动产生的现金流	**943**	**736**	**368**	**1,407**	**321**
购买固定资产净值	(54)	(118)	(200)	(200)	(200)
投资减少/增加	1	1	7	1	56
其他投资现金流	(463)	(1,508)	168	(0)	(56)
投资活动产生的现金流	**(517)**	**(1,625)**	**(25)**	**(199)**	**(201)**
净增权益	143	78	0	0	(1)
净增债务	0	3	0	0	0
支付股息	(12)	(304)	(305)	(379)	(471)
其他融资现金流	(331)	1,548	(146)	85	106
融资活动产生的现金流	**(201)**	**1,326**	**(451)**	**(294)**	**(365)**
现金变动	225	437	(108)	914	(245)
期初现金	433	623	1,077	970	1,884
公司自由现金流	426	(881)	356	1,223	141
权益自由现金流	426	(878)	356	1,223	141

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	623	1,077	970	1,884	1,640
应收帐款	820	725	964	1,214	1,517
库存	312	333	393	479	603
其他流动资产	455	1,755	2,374	2,240	3,423
流动资产总计	**2,209**	**3,891**	**4,700**	**5,816**	**7,182**
固定资产	164	246	404	534	642
无形资产	43	47	42	38	33
其他长期资产	140	529	390	417	442
长期资产总计	**361**	**837**	**851**	**1,004**	**1,132**
总资产	**2,571**	**4,727**	**5,551**	**6,821**	**8,314**
应付帐款	624	563	755	975	1,183
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	211	322	398	493	590
流动负债总计	**835**	**885**	**1,154**	**1,468**	**1,773**
长期借款	0	3	3	3	3
其他长期负债	53	91	91	91	91
股本	380	459	459	459	459
储备	1,288	3,263	3,820	4,778	5,969
股东权益	**1,668**	**3,721**	**4,279**	**5,236**	**6,428**
少数股东权益	15	27	25	23	19
总负债及权益	**2,571**	**4,727**	**5,551**	**6,821**	**8,314**
每股帐面价值 (人民币)	3.64	8.12	9.33	11.42	14.02
每股有形资产 (人民币)	4.28	8.01	9.24	11.34	13.92
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.64)	(2.34)	(2.11)	(4.10)	(3.57)

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

主要比率 (%)

年结日：12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	37.2	32.8	32.0	31.5	31.7
息税前利润率(%)	36.5	31.5	30.6	29.9	30.0
税前利润率(%)	34.3	33.3	30.9	30.2	30.3
净利率(%)	29.2	29.3	27.1	26.4	26.5
流动性					
流动比率(倍)	2.6	4.4	4.1	4.0	4.1
利息覆盖率(倍)	2,065.5	12,086.3	7,921.5	9,859.9	12,278.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.3	4.0	3.7	3.6	3.7
估值					
市盈率 (倍)	22.9	26.8	21.5	17.3	13.9
核心业务市盈率(倍)	22.9	27.0	21.6	17.3	13.9
市净率 (倍)	13.1	5.9	5.1	4.2	3.4
价格/现金流 (倍)	23.2	29.7	59.3	15.5	68.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.4	22.8	17.4	13.2	10.7
周转率					
存货周转天数	n.a.	74.4	62.4	59.0	59.7
应收帐款周转天数	91.6	101.4	82.2	83.1	84.1
应付帐款周转天数	69.7	77.9	64.2	66.0	66.5
回报率					
股息支付率(%)	1.2	37.4	30.0	30.0	30.0
净资产收益率 (%)	57.1	30.2	25.4	26.5	26.9
资产收益率 (%)	39.3	21.1	19.5	20.2	20.5
已运用资本收益率(%)	70.8	32.5	28.8	30.2	30.8

资料来源：公司公告，中银国际证券预测