

电子

2019 年 11 月 19 日

立讯精密 (002475)

——携零件/模组/系统三级能力，走向精密智造时代

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2019 年 11 月 18 日

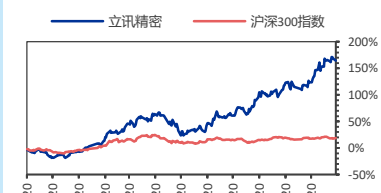
收盘价 (元)	34.31
一年内最高/最低 (元)	35.8/12.81
市净率	10.0
息率 (分红/股价)	0.15
流通 A 股市值 (百万元)	183340
上证指数/深证成指	2909.20/9715.28

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	3.42
资产负债率%	56.93
总股本/流通 A 股 (百万)	5349/5344
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

杨海燕 A0230518070003
yanghy@swsresearch.com

联系人

杨海燕
(8621)23297818×7467
yanghy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 根据成长驱动因素，将立讯精密的发展阶段分为连接器品类拓展阶段、消费电子模组化阶段、电子及通讯终端系统化阶段。立讯精密主营连接线、连接器、声学、无线充电、马达及天线等零组件、模组与配件类产品，广泛应用于电脑及周边、消费电子、通讯、汽车及医疗等领域。自上市以来，立讯精密营业收入 CAGR 达 50%，其中消费电子 CAGR 78.3%。
- 第一阶段：连接器时代，从电脑到手机。2010 年上市时，立讯以电脑连接器为最主要产品，并专注于生产附加值高的电脑内部连接器。上市后，并购江西博硕、昆山联滔和深圳科尔通，切入苹果 PC/iPad 供应链，并在 2013 年推出 Lightning 接线时加速进入智能手机供应链。立讯已成为中国大陆排名第一、世界排名第八的连接器生产商。
- 第二阶段：围绕终端创新趋势，拓展手机产品矩阵，提供零件的单机价值量约 28 美元。1) 在充电无线化进程中，成为 Apple Watch 及 iPhone 无线充电模组的主要供应商。2) 2016 年以来，苹果推进音频无线化趋势，零部件有增有减，立讯切入手机电声模组及 AirPods 配件。3) 无孔化趋势促进触控方案应用，马达触控反馈应用延伸替代 Home 键，有望进而取代 3D Touch。立讯有望成为线性马达及音圈马达供应链核心供应商之一。
- 第三阶段：从模组走向系统供应商，着重开发新型设备。智能手表、无线耳机是目前最具市场成长潜力的智能可穿戴产品，立讯已成为 AirPods 主力供应商。我们认为参与可穿戴设备、通讯等新型终端产品 EMS 业务会是立讯未来 5 年发展方向，但立讯拓展 EMS 业务不只是为了组装费，而是以组装业务带动立讯模组、结构件等多维度业务拓展。
- 立讯精密的核心策略之一围绕最优秀的客户开发新需求。2007-2009 年 PC 时代，立讯对富士康销售额占比为 45%-56%；2013 年成长动能切换，2015 年-2018 年，消费电子客户第一大客户销售额占比从 22%恢复至 45%。未来有望采用类似策略，围绕优秀的通讯设备商开发需求。此外，立讯上市以来重视同业收购，与被收购资产协同发展。2018 年，并购资产联滔净利润占公司总利润比重 41%，此外博硕、协讯也是重要的利润中心。
- 首次覆盖，给予“买入”评级。预测 2019/2020/2021 年立讯精密收入为 587/866/1201 亿元，归母净利润为 41/58/73 亿元。参考国内可比公司 PEG 均值 1.37X，对应目标市值 2213 亿元，目标价 41.36 元，上升空间 21%，给予买入评级。
- 风险提示：大客户产品销售不及预期，新产品拓展不及预期。

财务数据及盈利预测

	2018	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E
营业总收入 (百万元)	35,850	37,836	58,671	86,630	120,069
同比增长率 (%)	57.1	71.0	63.7	47.7	38.6
归母净利润 (百万元)	2,723	2,888	4,118	5,781	7,349
同比增长率 (%)	61.1	74.3	51.2	40.4	27.1
每股收益 (元/股)	0.66	0.54	0.77	1.08	1.37
毛利率 (%)	21.1	20.5	19.4	18.6	17.7
ROE (%)	17.6	15.8	21	22.8	22.4
市盈率	52		45	32	25

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖，给予“买入”评级。基于关键假设，预测 2019/2020/2021 年收入为 587/866/1201 亿元，归母净利润为 41/58/73 亿元。立讯精密 2018-2021 年归母净利润 CAGR 39.2%，当前 2019 年 PE 对应 PEG=1.14x，参考国内可比公司 PEG 均值 1.37X，对应目标市值 2213 亿元，目标价 41.36 元，上升空间 21%，给予买入评级。

关键假设点

1) 消费电子业务：假设公司将提升电声、马达等业务的供应比例，Airpods 维持主供地位，明年底开始参与 Apple Watch EMS 供应。预测 2019/2020/2021 年收入分别为 482/724/964 亿元；消费电子毛利率分别为 19%/19%/18%。2) 电脑互联产品：由于 PC 市场相对平稳，预计 2019/2020/2021 年维持 37 亿收入规模，毛利率维持 23%。3) 通讯互联产品：假设通讯连接器业务维持增长，基站天线组装、AAU 整机、CPE 产品于 2019 年底陆续确认订单，预测 2019/2020/2021 年收入分别为 31/60/144 亿元，毛利率分别为 21%/18%/14%。4) 汽车业务：汽车市场壁垒较高，预计业务进展相对较慢，2019/2020/2021 年收入分别为 22/29/38 亿元。

有别于大众的认识

1) 市场认为立讯产品拓展旨在增加单机价值量，我们认为其拓展逻辑符合消费电子连接无线化趋势，有助于提升其在无线创新供应链的重要性。立讯精密 2016 年以前主要产品为连接器，解决的是手机与电源、人耳及其他终端设备的有线连接问题，近年新拓展的无线充电模组、无线耳机本质上是连接方案的推陈出新，而电声器件、马达也是符合人机无线交互趋势。在无线替代有线连接的产业化进程中，立讯证明其具有预判并适应产业变革的能力，通过产品范围革新提升了在供应链的重要性。

2) 市场认为参与 EMS 有利于收入成长，但会拉低公司估值。我们认为 EMS 业务本身不是重点，依托 EMS 业务推销其零部件产品才是本质成长路径。我们认为立讯的产品能力已从模组延伸至系统，有望稳定零部件供应格局。

3) 市场认为消费电子进入微创新时代，不足以支撑立讯精密营收规模从 2018 年 358 亿翻番成长。我们认为下一阶段迎来 250 亿元智能手表市场、2 万亿元 5G 宏基站 AAU 市场、190 亿小基站市场、90 亿元 5G CPE 市场，立讯有望在可穿戴市场及通信设备领域重新演绎其发展经验。

股价表现的催化剂

主要客户终端销量超预期；通信业务发展进度超预期。

核心假设风险

主要客户产品销量不及预期，新产品市场拓展不及预期。

目录

1. 两阶段发展拓宽能力圈，从连接器走向模组	6
1.1 第一阶段：连接器时代，从电脑到手机	6
1.2 第二阶段：围绕苹果创新趋势，拓展模组产品矩阵.....	7
2. 从模组走向系统供应商，着重开发新型设备	10
2.1 从 AirPods 组装首次证明其系统组装能力	11
2.2 已具备 Apple Watch 类系统能力	12
2.3 以原创设计及精密加工思路切入万亿 5G 设备市场.....	13
3. 核心竞争力分析.....	17
3.1 围绕大客户需求，前瞻布局	17
3.2 重视研发及激励，使命必达	18
3.3 重视外延收购，培养协同效应.....	19
3.4 应对成本挑战，强化国际布局.....	20
4. 盈利预测与估值.....	22
4.1 关键假设	22
4.2 盈利预测与估值	23

图表目录

图 1：立讯精密连接器代表产品拓展路线图	6
图 2：立讯精密凭借 3C 连接器成为行业 Top 8 企业	7
图 3：苹果产品音频及充电无线化趋势演进图	8
图 4：Lightning to Audio 转接线将手机内部 DAC 移转接线中	8
图 5：Taptic Engine 结构图，工艺精度要求高	9
图 6：苹果按压触控功能演进	10
图 7：立讯精密在智能手机中能提供的模组产品及方案	10
图 8：Airpods 结构紧凑，组装难度高	11
图 9：AirPods 引领无线耳机市场（百万只）	12
图 10：无线耳机市场规模预测	12
图 11：Apple Watch 年出货量及市占率（单位：只，%）	12
图 12：立讯精密在 Apple Watch 中能提供的模组产品及方案	12
图 13：立讯精密通讯连接器业务高速增长	13
图 14：中兴 TDD Massive MIMO 2.0 基站	14
图 15：小基站产品 Lampsite 补充覆盖楼宇	14
图 16：5G 小基站设计新挑战例举	15
图 17：华为 5G CPE Pro 产品结构图	16
图 18：立讯精密对核心客户的销售额占比仅在成长动能切换时较低	17
图 19：安费诺在多行业均处领军地位	18
图 20：立讯精密业务主要集中在 3C	18
图 21：消费电子成为近年来立讯精密成长第一动力	18
图 22：研发投入、人员引进及人均研发费用	19
图 23：联滔、博硕、协讯成为立讯重要营收实体	20
图 24：联滔、博硕、协讯成为立讯重要利润中心	20
图 25：立讯精密并购历程	20
图 26：立讯精密海内外业务收入占比（百万元，%）	21
表 1：主要设备商抢先发布 5G CPE 产品	16

表 2 : 5G CPE 市场空间测算	16
表 3 : 立讯精密三次股权激励	19
表 4 : 立讯国际化布局有助于缓解关税成本	21
表 5 : 立讯精密主要业务收入及毛利预测 (百万元, %)	22
表 6 : 可比公司估值表(11 月 18 日)	23

立讯精密主要生产经营连接线、连接器、声学、无线充电、马达及天线等零组件、模组与配件类产品，产品广泛应用于电脑及周边、消费电子、通讯、汽车及医疗等领域。

自上市以来，立讯精密营业收入年复合增长率达 50%，其中消费电子 CAGR 78.3%¹。市场关心立讯精密进入消费电子模组化阶段后是否具有成长空间。根据成长驱动因素，我们将立讯精密的发展阶段分为三个阶段：**连接器品类拓展阶段、消费电子模组化阶段、电子及通讯终端系统化阶段**。本文着重分析立讯精密如何在消费电子供应链中脱颖而出，以及后续成长动能。

1. 两阶段发展拓宽能力圈，从连接器走向模组

1.1 第一阶段：连接器时代，从电脑到手机

创业十年，凭借连接器主业上市。立讯精密工业股份有限公司前身是深圳立讯精密，成立于 1999 年，由创始人王来春创立于深圳。2004 年，通过香港立讯投资设立立讯有限公司，王来春担任董事长。2009 年 2 月 26 日，立讯精密整体变更为股份公司。2010 年 9 月 15 日，立讯精密工业股份有限公司于在深圳证券交易所成功挂牌上市。

成长动力从 PC 切换至智能手机，做大做强连接器业务。2010 年上市时，立讯拥有近 2,000 种连接器产品以及年产 21,700 万套连接器，产品主要应用于 3C、汽车和通讯等领域，以电脑连接器为最主要产品，并专注于生产附加值高的电脑内部连接器。上市后，2011 年并购江西博硕、昆山联滔和深圳科尔通，其中联滔生产平板电脑和笔记本电脑用内部数据线，是全球笔记本电脑及平板电脑的高频信号连接线的主要供应商之一，也是 Apple 连接线的主要供应商之一；科尔通主要生产通讯设备类连接器，客户包括华为。由此，立讯成为苹果、华为以及艾默生等公司的供应商，2011 年为 Macbook 提供连接器，2013 年，生产苹果新型 lightning 连接器，开始加速进入智能手机供应链。

2010 年前后，笔记本是最主要的 3C 产品，彼时智能手机尚处于起步阶段。

图 1：立讯精密连接器代表产品拓展路线图

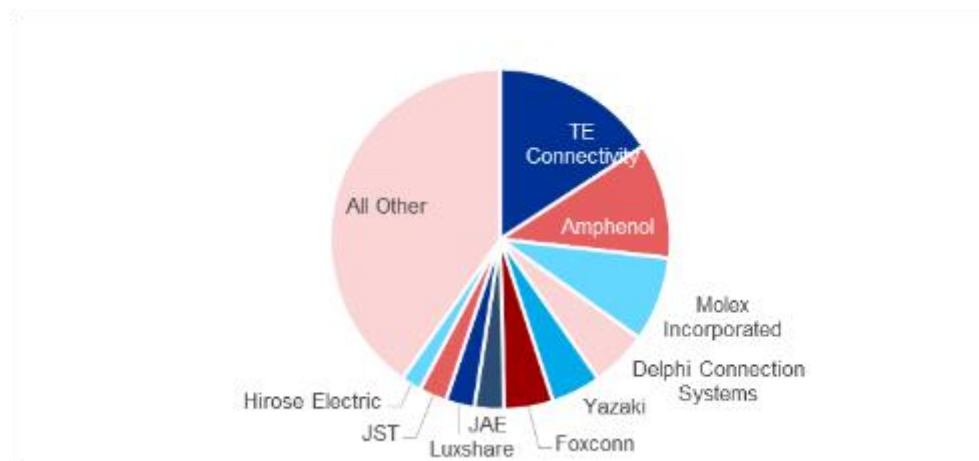


资料来源：立讯精密，申万宏源研究

¹ 2014-2018 年间。

立足消费电子连接器，立讯成为连接器行业领先企业。立讯精密深度参与 Type-C 标准的制定，是全球第一家取得 USB-C Connector 认证和 USB-C Cable Assembly 产品认证的制造企业，获得 TID 认证的 Cable 与 Connector 产品已逾 20 项。目前立讯精密是 USB Type-C 全球范围制定成员唯一的大陆公司，现已成为全球 Type-C 连接器的主力供应商。据 Bishop and Associates 公布的 2018 年全球连接器厂商排名，公司是中国大陆排名第一、世界排名第八的连接生产厂商。

图 2：立讯精密凭借 3C 连接器成为行业 Top 8 企业



资料来源：Bishop&Associates (2016)，申万宏源研究

1.2 第二阶段：围绕苹果创新趋势，拓展模组产品矩阵

Apple 消费电子产品呈现无线化、无孔化趋势：取消了有线耳机接口，使无线耳机 AirPods 取代有线 EarPods；增加了无线充电、天线材料；使用振动马达取代机械按钮触感。立讯成功把握发展机会，拓展其模组产品矩阵。

一、在充电无线化进程中，成为苹果无线充电模组的主要供应商。2014 年苹果秋季发布会，Apple Watch 首次亮相，2015 年 4 月正式发售。2014 年，立讯精密围绕 Apple Watch 展开了无线充电业务，成为 Apple Watch 无线充电模块的核心供应商，首次证明其模组能力。2017 年，三款新机 iPhone X/8/8 Plus 首次全线配备无线充电功能，2018 年苹果新手机由于将 FPC 线圈换成绕线线圈方案，立讯精密凭借优秀的绕线良率等优势成为其无线充电模组独家供应商。

电子终端充电无线化趋势仍有提升空间。目前，iPhone 无线充电手机的最高功率是 7.5W、华为 Mate 20 最高充电功率 15W，仍远不及有线充电 40W 以上功率（Mate 20，20W；iQOO Pro，44W）。发射端方面，苹果 2017 年 9 月展示的发射端 Air Power 已于 2019 年 3 月宣告流产，目前业内主要发射端方案均为一对一充电座，尚未出现一对多个终端全向充电的大尺寸无线充电解决方案。

无线充电接收端模组包括磁材、模切、线圈等材料，苹果无线充电供应链由线圈供应商交付模组，因此绕线/FPC 线圈供应商即为模组供应商。

图 3：苹果产品音频及充电无线化趋势演进图



资料来源：Apple，申万宏源研究

苹果手机无线化趋势：
2018 年，iPhone XS 和 iPhone XS Max 是第一款没有配备 3.5mm 音频适配器的 iPhone 机型，从 XS 系列发布后生产销售的 iPhone 7 和 iPhone 8 都不再提供。

二，2016 年以来，苹果推进音频无线化趋势，零部件有增有减，立讯从连接器切入手机电声模组及配件。苹果从 2016 年 iPhone 7 起，取消了手机上的 3.5mm 耳机插孔，随机原装配送一条 Lightning to 3.5mm Audio 的转接线，开启了手机耳机的无线化趋势。Audio Adapter 把手机内部的耳机 DAC 转移到 Lightning 接头里面，早期研发遭遇困难，立讯精密通过为苹果提供 Audio Adapter 方案证明其研发能力，为 2017 年供应 Speaker、Receiver 模组产品作了铺垫。同时，苹果推出了第一款无线耳机 AirPods，并成为苹果史上最成功的配件产品。2018 年，苹果移除了所有旧型号手机的 3.5mm 音频适配器，音频无线化进程加速。

2015 年，立讯精密通过控股整合苏州美特、惠州美律和上海美律切入电声业务。2017 年，随着美特进入 iPhone 8/X 的 Speaker/Receiver，其在电声器件供应链的地位有所提升。

图 4：Lightning to Audio 转接线将手机内部 DAC 移转接线中



资料来源：52 音频网，申万宏源研究

三，无孔化趋势促进触控方案应用，马达触控反馈应用延伸替代 Home 键。用户接收手机的反馈信息包括视觉、声音与触觉，手机无孔化趋势中，触控马达无需开孔，可以模

拟按键功能及代替部分声音反馈。苹果手机的震动马达方案几经变迁，直到 2015 年 iPhone 6s 搭配名为 Taptic Engine 的横向线性马达并一直沿用至今，是业内最成熟的消费电子马达方案。在 2016 年以来的 iPhone 7/7 Plus、iPhone 8/8 Plus/X，苹果以固态 Home 键替代（iPhone X 除外）机械按键，进一步增大了 Taptic Engine 的体积，提高振动性能，并以 Taptic Engine 振动模拟机械反馈力。全面屏趋势下，2017 年的 iPhone X 以及 2018 年的 iPhone xs/xs Max/XR 机型均取消了正面 Home 键。

图 5：Taptic Engine 结构图，工艺精度要求高



资料来源：Apple，申万宏源研究

Taptic Engine 有望进而取代 3D Touch，马达大有可为。2015 年，iPhone 6S 首次搭载 3D Touch，在屏下增加压力传感层，以实现基于按压操作的菜单等功能。但是在 2018 年新机 iPhone XR 已取消 3D Touch；在 2019 年 iOS13 测试版中，通过软件实现长按模拟 3D Touch 的效果，虽然最终是否会取消 3D Touch 仍不确定，但 Taptic Engine+软件有望替代 3D Touch 功能。

立讯切入苹果马达供应链。普通的转子马达达到满负荷一般需要 10 次振动，而线性马达加速度要比转子马达大得多，**Taptic Engine 只需振动一个来回就能达到输出峰值。线性马达在具有振动频率和振幅可控、响应速度快、低功耗、对电源干扰小等优异性能的同时，线性马达在振动时的噪音也明显小于转子马达**，可以控制在 40dB 以内。目前，安卓手机多使用转子马达，使用线性马达的机型仍较少。此外，线性马达在可穿戴终端的应用也有望得到进一步拓展。2018 年，立讯首次进入苹果马达供应链，有望成为线性马达及音圈马达供应链核心供应商之一。

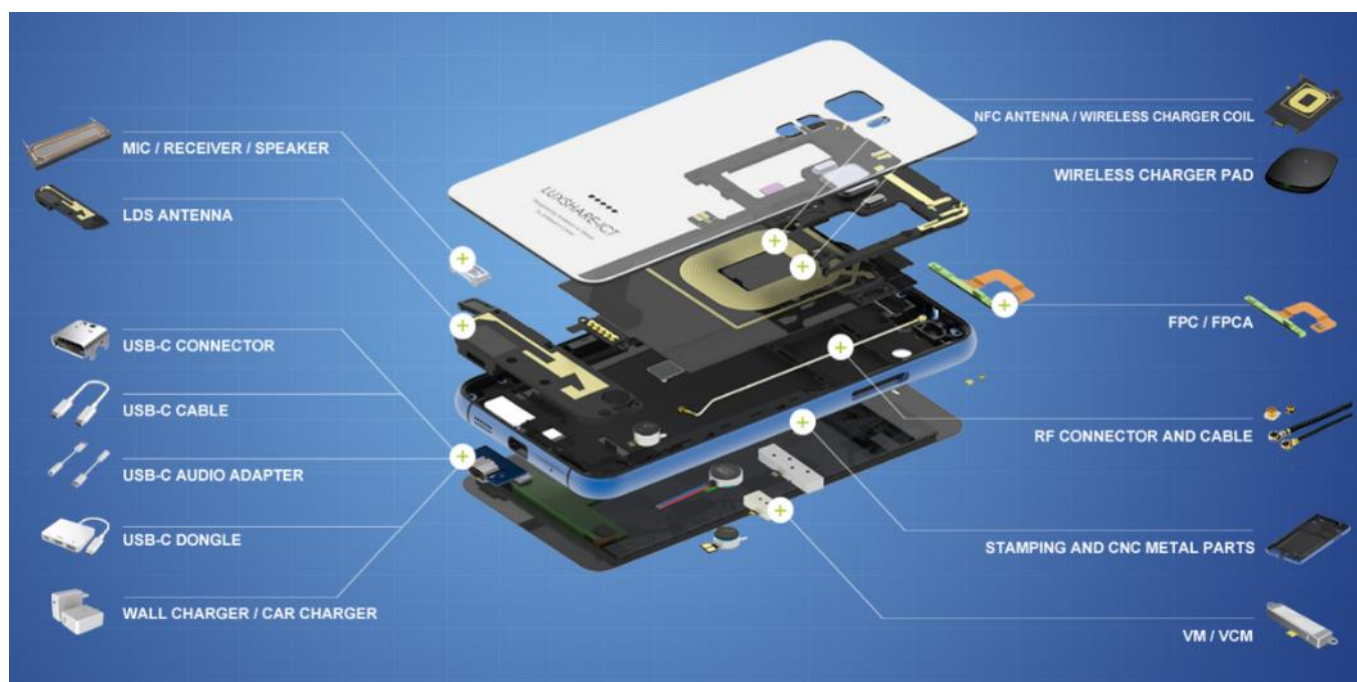
图 6：苹果按压触控功能演进



资料来源：Apple，申万宏源研究

立讯在手机中提供的零件数不断提升，单机价值量参考值 28 美元。立讯可供应的手机零部件包括：连接器配件（包括 USB Cable、充电线）约 7 美元、内部连接器（RF 连接器）、天线（包括 LDS、LCP、NFC 天线）约 1-7 美元、无线充电模组约 3 美元、线性马达及音圈马达约 10 美元，电声器件（MIC/Receiver/Speaker）约 4 美元，合计单机参考价值约 28 美元。

图 7：立讯精密在智能手机中能提供的模组产品及方案



资料来源：立讯精密官网，申万宏源研究

2. 从模组走向系统供应商，着重开发新型设备

智能手表、无线耳机是目前最具市场成长潜力的智能可穿戴产品，立讯已成为 AirPods 主力供应商。我们认为参与可穿戴设备、通讯等新型终端产品 EMS 业务会是立讯未来 5

年发展方向，但立讯拓展 EMS 业务不只是为了组装费，而是以组装业务带动立讯模组、结构件等多维度业务拓展。

2.1 从 AirPods 组装首次证明其系统组装能力

苹果无线耳机 AirPods 发布后一年内供不应求。2016 年 9 月苹果发布 AirPods，AirPods 具备快速配对、清晰稳定的音质、检测佩戴状态、超低功耗等特质，上市后市场表现优异，引领了 TWS 耳机趋势。根据 NPD 对耳机市场的最新分析表明，苹果 AirPods 无线耳机推动了无线耳机细分市场的增长，截止至 2017 年 9 月其销售额占到了该市场销售额总和的 85%，其消费者满意率高达 98%。AirPods 从 2016 年 12 月上市以后一直供不应求，直到 2017 年中，在线商店的发货时间仍需 6 个星期。

AirPods 组装难度高，立讯精密帮助解决产能瓶颈，组装业务能力首次得到证明。AirPods 零部件构成复杂，一条生产线有一百多个工作站，因为要在小小的耳机中装入几百个器件，因此 AirPods 产品早期良率较低。2016 年，英业达是 AirPods 独家代工厂。2017 年，立讯加入了 AirPods 组装，并导入自动化解决方案。2017 年 12 月 4 日，苹果 CEO 蒂姆·库克到访立讯专程参观了其 AirPods 产线，并且对公司的生产线给予高度认可。目前，公司的 AirPods 产品已度过爬坡期，良品率基本达标。直到 2017Q3 起，发货周期缩短为 4 个星期，到 2017 年底，发货周期缩短为 1-3 天。目前，立讯是 AirPods 主力供应商。

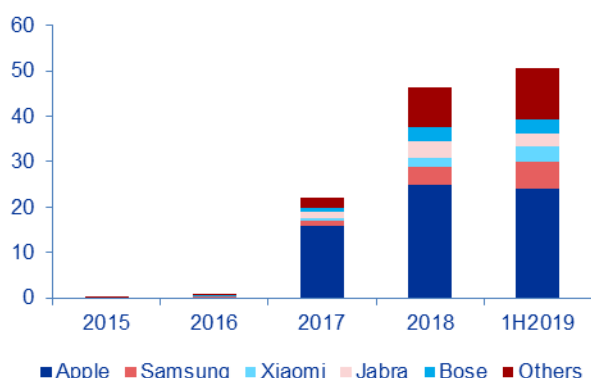
图 8：Airpods 结构紧凑，组装难度高



资料来源：iFixit，申万宏源研究

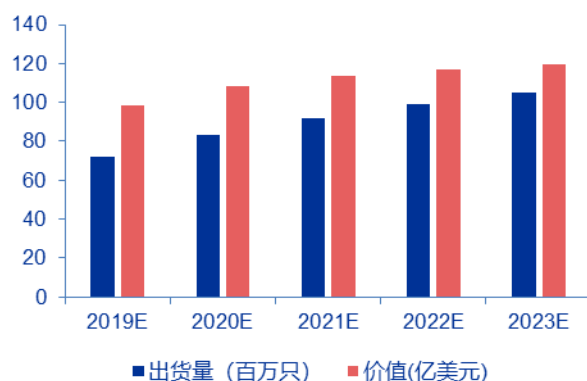
AirPods 成为立讯现阶段重要增长动力。2017 年底，立讯精密产线从 11 条拓张至 15 条，目前产能仍在有序布局中，预计到 2019 年底，立讯月产能有望提升至 750 万只，为明后年提前布局产能。此外，安卓品牌 TWS 耳机于 2018 年陆续推出，推动无线耳机成为消费刚需。市场调研机构 IDC 预计，2019-2023 年，无线耳机市场规模从 98 亿美元提升至 120 亿美元，出货量将从 7198 万只增长到 1.05 亿只，CAGR 10%，目前看来，实际市场增速有望超预期。

图 9：AirPods 引领无线耳机市场（百万只）



资料来源：IDC，申万宏源研究

图 10：无线耳机市场规模预测

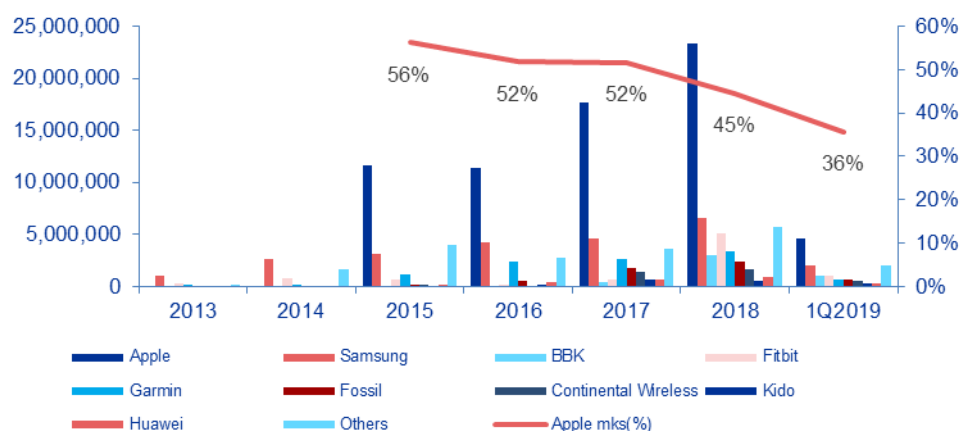


资料来源：IDC，申万宏源研究

2.2 已具备 Apple Watch 类系统能力

Apple Watch 是市占率最高的智能手表，用户粘性不断增强。自 2014 年 9 月发布、2015 年发售以来，Apple Watch 始终占据智能手表市场最主要份额，2015-2018 年在智能手表市场占有率位于 45%-56% 绝对主导地位。Series 3 以来，通过增加匹配 AirPods、eSIM 卡、摔倒检测等功能，年出货量不断攀升，2018 年出货量约达 2334 万只。

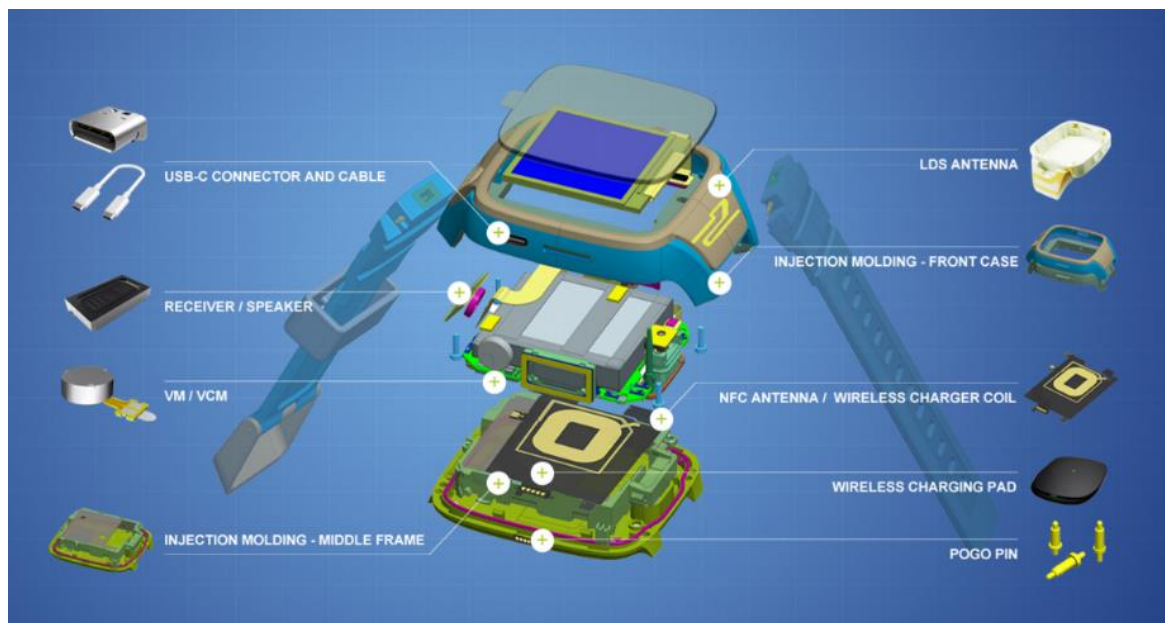
图 11：Apple Watch 年出货量及市占率（单位：只，%）



资料来源：IDC，申万宏源研究

立讯已具备类系统供应能力，有望成为 Apple Watch 组装及核心器件供应商。自 Apple Watch 发布以来，立讯是其无线充电发射端和接收端核心供应商。目前，立讯具有智能手表线缆、马达、LDS 天线、表壳、无线充电收发模组等零部件生产能力。基于类系统供应能力，立讯有望成为 Apple Watch EMS 供应商，并提升其核心模组供应比例。

图 12：立讯精密在 Apple Watch 中能提供的模组产品及方案

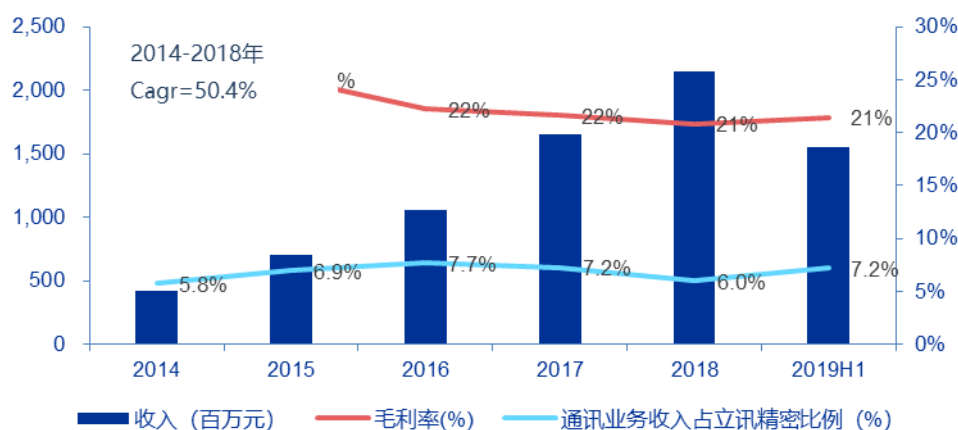


资料来源：立讯精密官网，申万宏源研究

2.3 以原创设计及精密加工思路切入万亿 5G 设备市场

立讯精密在通讯领域主要包括互联产品（高速连接器、高速电缆组件等）、射频产品（基站天线、滤波器等）及光电产品（有源光缆、光模块等），主要用于服务器/存储器、交换机/路由器、数据中心网络、5G 通讯领域。在通讯连接器领域，公司在上市前已取得中兴通讯的合格供应商资格认定，并在积极开发国际客户²。2014-2018 年，通讯业务通过扩充连接器/线缆类产品种类及客户，维持营收 CAGR 50.4%高增。

图 13：立讯精密通讯连接器业务高速增长



资料来源：立讯精密年报，申万宏源研究

5G MIMO 技术使基站天线及滤波器频率及密度提升，精密加工难度增加。6月6日，工信部正式颁发 5G 商用牌照后，我国 5G 产业的发展速度逐步加快。随着通信无线电波频率提升，路径损耗随之加大，传统天线方案无法达到 5G 的频谱效率，因而 5G 基站依赖 Massive MIMO 技术补偿高频路径损耗。通过在基站侧部署多根天线，在不增加频谱资源

² 201008，立讯精密 IPO 申报稿

和天线发射功率的情况下,可增加信道容量,提升信号质量,频谱效率是普通宏基站的 3-5 倍。随着天线数量的增加,制造工艺难度大幅提升:4G 天线通常是 4T4R,5G 天线 64T64R 对可靠性要求大幅提升,天线板参考尺寸到达 300mm*700mm,需要大尺寸 SMT 生产线,同时需要考虑变形量,对制造、安装、调试的一致性和可靠性要求高;另外,5G 天线端口数是 4G 端口数 8 倍以上,需要在整个系统及任意端口之间做数据补偿,对软硬件解决能力要求均有提升。

基于设计及精密加工工艺解决方案,立讯通讯业务能力延伸至基站天线、滤波器。立讯是业内少数同时拥有 5G 基站天线、滤波器综合设计能力的企业。在制造能力方面,立讯拥有第一条 5G 全自动生产线,SMT 可支持 1m 宽度,远大于行业普遍宽度 0.5m;在选择性波峰焊、脉冲加热回流焊接等电子精密加工领域拥有熟练经验;小型化金属加工方面,立讯亦拥有设计及制造能力。

5G 频率较高、波长短、衍射能力较小,相比 4G 宏基站 1-3 公里的覆盖半径,5G 宏基站的覆盖半径仅有 100-300 米,5G 宏基站应是 4G 基站的 1.2-1.5 倍。工信部数据显示,截至 2019 年 7 月,我国 4G 基站规模已经超过了 456 万;根据 2018 年德勤数据,海外 4G 基站数量约 160 万,即全球已有约 600 万个 4G 基站,5G 全球理论建设量为 720-900 万个。以单站 AAU 成本 25 万元计算,宏基站 AAU 市场空间为 1.8-2.25 万亿元。

图 14: 中兴 TDD Massive MIMO 2.0 基站



资料来源:中兴,申万宏源研究

图 15: 小基站产品 Lampsite 补充覆盖楼宇



资料来源:华为,申万宏源研究

小基站在 3G 时代就已经开始发展,对宏基站难以覆盖的区域以及高速率、高容量区域进行“补盲”,同时解决宏基站选址难的问题,降低综合布网成本。小基站是由运营商提供的低功耗无线接入点的总称,小基站发射功率低,一般在 100mW 到 5W 之间,重量轻,只有 2kg 到 10kg,通常的覆盖范围为 10 米到几百米,其类型包括微基站 microcells、皮基站 picocells 和飞基站 femtocells。

5G 小基站面临新设计难点,利好解决方案型企业。5G 小基站设计难度持续升级:1) 频段数增加。5G 频段数已增加到 52 个,频段也移动至超过 3GHz,且具有 n77、n78 和 n79 等新的 5G NR 频段。2) 更大带宽要求,对前端 PA、LNA 带宽要求也在提升。3) 小

基站集成更多频段、带宽、更高的线性度和效率，小基站制造商必须设计能够减少所有这些频段和标准（即 LTE、5G、Wi-Fi 等）之间的干扰的设备。4）输出功率在增加。5）尺寸、重量和功耗（SWaP）需要更高效的设备。这些变化给予了具体设计和精密加工能力的企业进入供应链的机会。

5G 小基站国内需求量预计将达千万只，市场规模达 190 亿。工信部通信科技委常务副主任、中国电信科技委主任韦乐平预测，5G 小基站数量预计中国市场应该有数千万量级。赛迪顾问在《2018 年 5G 产业与应用发展白皮书》中预测，5G 将会采取“宏站+小站”组网覆盖的模式，未来五年，在热点区域，中国小站建设数量将是宏站的两倍，将达 950 万个。以 950 万个小基站需求及 2000 元单价计算，小基站市场规模为 190 亿元。

图 16：5G 小基站设计新挑战例举



资料来源：Qorvo，申万宏源研究

5G CPE 比光纤有线入户更便捷，有望在 5G 时代取代部分传统路由器。CPE（全称 Customer Premise Equipment，客户终端设备）既可以通过连接光纤，也可以像手机一样通过插卡获得移动网络，直接充当有线网络接口，或者将其转化为 Wi-Fi 信号，供家庭或者办公等场景内设备进行连接。接入形式上，CPE 将原有的光纤+路由器入户模式，变成了 SIM 卡+CPE，简化入室连接设备、节省了光纤铺设成本，并将路由器的功能进行了集成，有望取代部分传统有线路由器产品。

领军通讯设备企业已率先推出产品。2018 年以来，三星、诺基亚、中兴、华为等设备商配合运营商频段，陆续推出 5G 室内外 CPE 产品。华为 5G CPE Pro 可将 5G 信号直接转化为高速 Wi-Fi 信号，是全球首款 5G 全网通智能路由器，配置 2 个全千兆网口，支持 5G/4G 或有线宽带上网，既能插卡上网、也能插网线上网，理论峰值下载速度高达 2.3Gbps。

若 5G CPE 替代光纤入户比例达 50%，估算市场空间 90 亿元。2018 年 10 月，市场研究公司 Point Topic 在宽带世界论坛 BBWF 上宣布，全球固网宽带用户已经突破 10 亿，其中 80% 是光纤连接用户。工信部数据显示，2019H1 我国固定互联网宽带接入用户总数达 4.35 亿户，上半年净增 2737 万户。在美国市场上，截至 2018 年，美国大型有线电视运营商和电信运营商的宽带互联网用户总和达到 9820 万，其中大型有线电视运营商拥有

CPE，通常指的是在通讯领域中，由客户/客户端连接到网络服务所需的各种硬件装置，如家庭常用的路由器、机顶盒等¹。

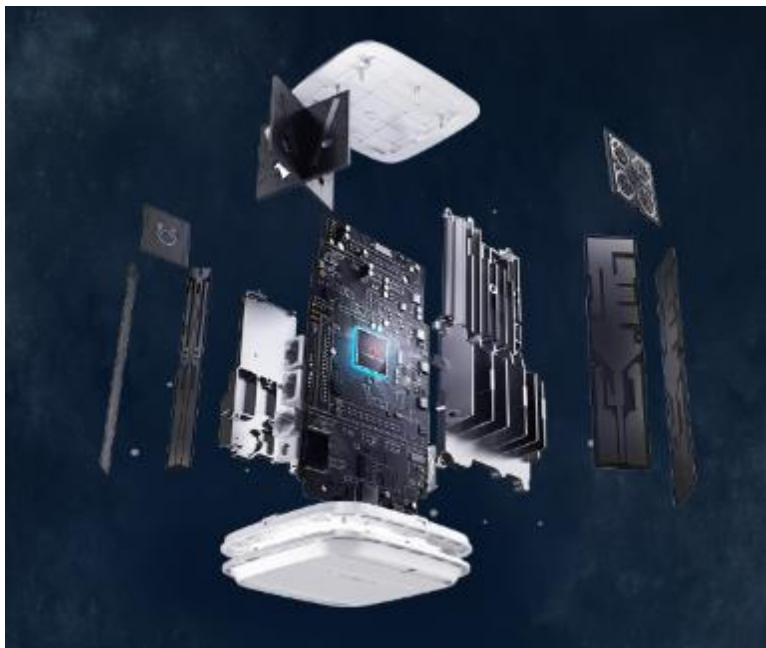
6430 万，大型电信运营商拥有 3390 万³。假设 3G/4G 宽带用户短期将达 12 亿户以及 5G CPE 单价 1500 元，分别以渗透率 20%、50%、70%估算，5G CPE 市场空间有望达 36、90、126 亿元。

表 1：主要设备商抢先发布 5G CPE 产品

发布时间	设备商及产品型号
2018H2	三星 SFG-D0100(室内 CPE)
2018/9/13	Inseego R1000 家庭路由器/MiFi IQ 5G(固定无线室内 CPE)
2019/1/24	华为 5G CPE Pro(室内 CPE)
2019/2/25	诺基亚 Fastmile 5G 网关 CPE(室内/室外 CPE)
2019/5/6	中兴 5G 室内 CPE MC801(室内 CPE)
2019/6/6	华为 5G CPE Win(户外及窗户 CPE)

资料来源：三星、华为、中兴、诺基亚、Inseego，申万宏源研究

图 17：华为 5G CPE Pro 产品结构图



资料来源：华为，申万宏源研究

表 2：5G CPE 市场空间测算

	悲观	中性	乐观
固网用户数 (亿)	12	12	12
CPE 渗透率 (%)	20%	50%	70%
5G CPE 用户数(亿)	2.4	6.0	8.4
单价 (元)	1,500	1,500	1,500
市场规模 (亿元)	3,600	9,000	12,600

资料来源：申万宏源研究

³ 资料来源：Leichtman Research 统计数据。

3. 核心竞争力分析

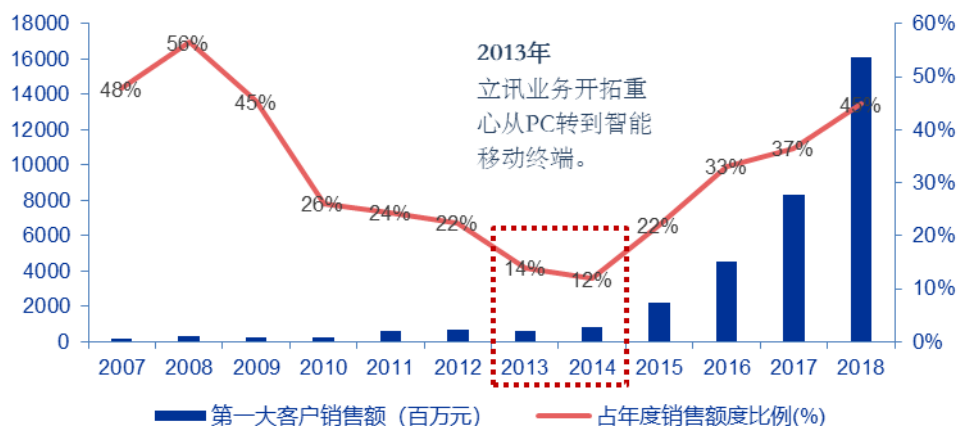
3.1 围绕大客户需求，前瞻布局

PC 时代到智能手机时代，立讯精密发展历史始终围绕消费电子领域一线品牌进行业务拓展。前 5 大客户销售占比维持高位，仅 2013-2015 年间位于 45-49% 相对低位，其余年份长期处于 57%-87% 区间。

从 PC 时代到智能手机时代，与第一大客户深度合作，开拓成长动能。在 PC 时代，富士康已成为全球最大的 EMS 厂商，其装配生产的台式电脑占到全球品牌机年产量的 50% 以上。立讯精密通过富士康为 HP、Dell、Acer 等品牌电脑客户提供连接器产品。2007-2009 年，立讯对第一大客户富士康销售额占比为 45%-56%，前五大客户销售占比 80%-87%。

2013 年起，立讯将开拓重心转到快速成长的智能移动终端市场，2013-2014 年间第一大客户收入占比回调至 14%、12%，Top 5 客户销售占比也于 2014 年降至历史最低位 45%。2014 年，立讯精密消费电子业务规模达 26.5 亿元，仅次于电脑连接器业务收入规模 33.3 亿元，消费电子客户成为立讯 2014 年以来的主要成长动能。2015 年-2018 年，第一大客户销售额占比从 22% 提升至 45%，带动前五大客户销售占比从 49% 回升至 68%。长期的深度合作不断递进着供需双方的默契感与信任度，公司也从中获得了良好的大客户示范效应，为公司多维度的业务拓展打下了坚实基础；另一方面，客户的严格要求也带动公司在生产制造、产品研发和内部管理方面水平不断提升⁴。

图 18：立讯精密对核心客户的销售额占比仅在成长动能切换时较低

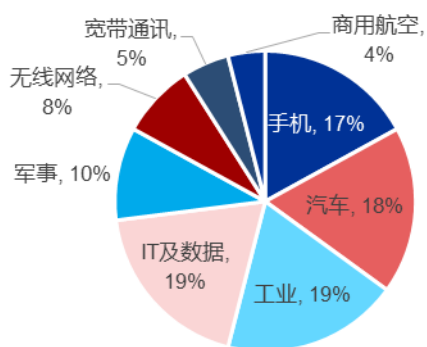


资料来源：立讯精密年报，申万宏源研究

立讯精密的核心策略之一就是围绕最优秀的客户，成功开发新需求。国际龙头企业安费诺不仅是消费电子连接器最大供应商，在汽车、宽带通信、商用航空、工业、军工等多行业连接器领域均具有重要地位。安费诺发展策略之一是追求市场、客户、应用与产品的多样化，把握任何有成长机会的市场。与国际巨头相比，立讯的产品面不够丰富，但其优势在于 PC 及智能手机领域。

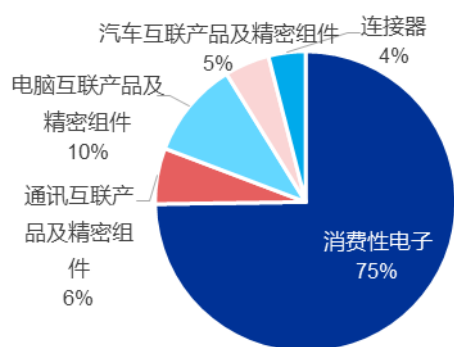
⁴ 资料来源：立讯精密 2019 年中报。

图 19：安费诺在多行业均处领军地位



资料来源：安费诺 2018 年报，申万宏源研究

图 20：立讯精密业务主要集中在 3C

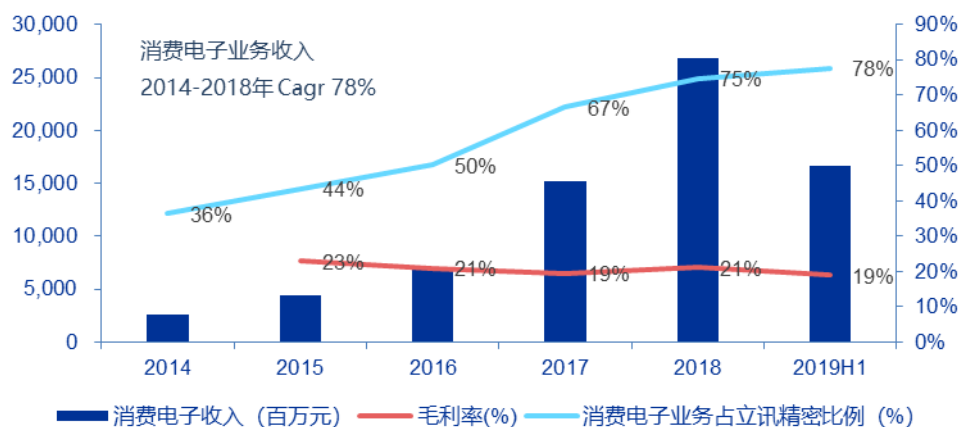


资料来源：立讯精密 2018 年报，申万宏源研究

立讯精密围绕“老客户、新产品”的方针深入布局，实现了在声学、无线充电、天线、马达等产品线的拓展及相关核心零部件的整合。**2014-2018 年，立讯精密消费电子业务收入从 26.5 亿提升至 268.1 亿元，CAGR 78%，消费电子业务营收占比从 36% 提升到 75%，为立讯近年成长主动力。**

围绕核心客户的另一优势体现在营收质量有保障。公司应收账款周转天数持续下降，从 2009 年的 122 天降至 2018 年 91 天，应收账款周转率从 2009 年 2.95 提升至 2018 年 3.94。

图 21：消费电子成为近年来立讯精密成长第一动力



资料来源：立讯精密年报，申万宏源研究

目前，立讯精密拥有苹果、联想、华为、惠普、戴尔、微软、谷歌、浪潮、日产、博世、亚马逊、贝尔金等世界知名的合作伙伴。**我们认为，立讯在发展通讯业务过程中，也将采用类似策略，围绕优秀的通讯设备商开发需求。**

3.2 重视研发及激励，使命必达

重视人才引入与激励，保障执行力。高度重视各梯队人才团队的搭建，始终坚持引入契合公司成长所需、认同也符合企业文化特质的优秀核心人才。上市以来，立讯实施了 3 次股权激励，共涉及 3361 员核心骨干。迅速累积研发人才，人数从 311 增至 7263。

表 3：立讯精密三次股权激励

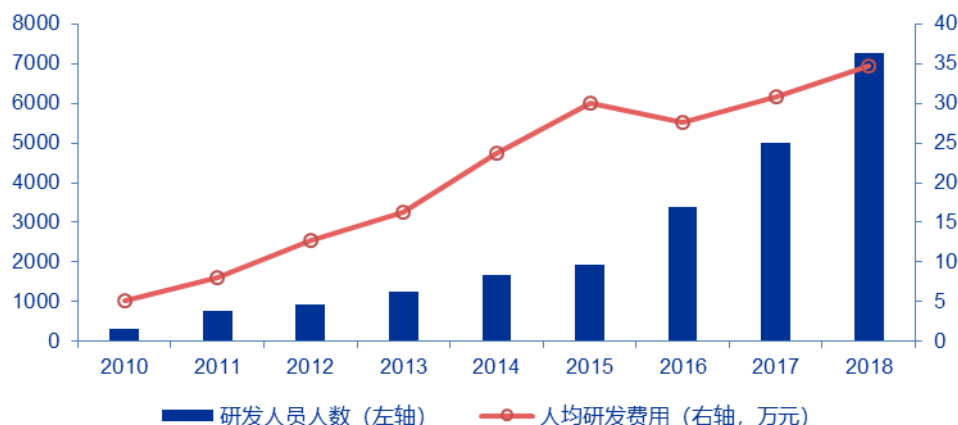
实施公告日	激励总数（万股）	有效期（年）	激励对象人数
2019.04.23	6,260	7	348
2018.11.27	9,730	6	1,870
2015.12.16	958	4	1,143

资料来源：立讯精密，申万宏源研究

持续的研发投入有助于保持竞争力及保障研发人员激励。由于消费电子产品设计及材料更新换代较快，同时还面临制造设备的自动化改进进程，因此研发投入也是执行力的重要保障。2010-2018 年间，立讯精密研发投入费用、人均研发费用均呈快速增加。年度研发投入从 16 百万元提升至 25.2 亿元 CAGR 58.9%，人均研发费用从 2010 年 5 万元提升至 2018 年 35 万元。截止 2018 年末，累计获授权专利数 1143 件。

研发投入与研发成果良性循环。核心人才的引入与稳定发展，保障了公司的执行力，屡次拓展新产品的高成功率，即为佐证。反之，立讯突出的高成长性也使公司能为人才提供动力和激励，实现良性内循环。

图 22：研发投入、人员引进及人均研发费用



资料来源：立讯精密年报，申万宏源研究

3.3 重视外延收购，培养协同效应

除内生成长外，连接器巨头均以外延收购为重要发展方式。全球连接器销售额最大的三家供应商为泰科电子、安费诺和莫仕，其研发水平高、产品种类齐全、应用领域广泛，业务布局面向全球，处于绝对领先优势。TE、安费诺、莫仕三家跨国巨头不仅在连接器市场排名位列前三，2017 年三家美欧厂商的市场份额约为 35%⁵，且市占率逐年增加，同时收购兼并更为迅速。

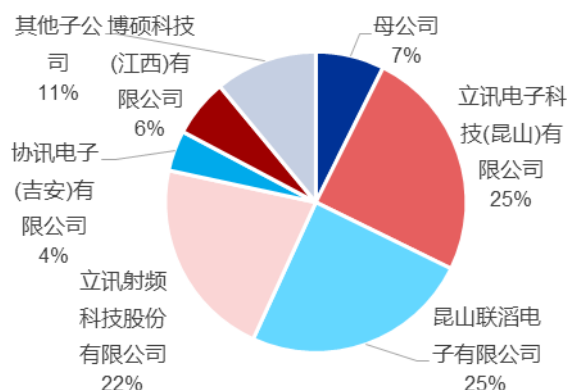
连接器巨头安费诺 2003 年以来外延收购频繁。以安费诺为例，1987 年从美国联合信号公司(Allied Signal)分拆出售独立发展，1991 年在纽约证券交易所上市。2003 年以来，几乎每年均有并购动作，至今合计收购了约 47 项资产。安费诺通过并购横向拓展连接器业

⁵ 资料来源：Prismark。

务领域，使得连接器业务快速提升，保持营业收入保持稳健成长，2005-2018 年安费诺收入 CAGR 12%。

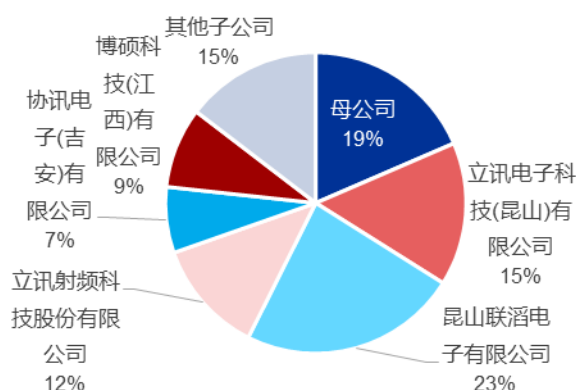
立讯上市以来，同样重视同业收购，与被收购资产达到 1+1 大于 2 的协同发展效果。如前文所述，收购帮助立讯进入新市场及客户，不断补强其在 3C 领域的竞争力。立讯精密最重要的子公司联滔并购后得到进一步发展，2018 年、2019 上半年联滔净利润占公司总利润比重分别为 41%、23%，此外博硕、协讯也是重要的利润中心。

图 23：联滔、博硕、协讯成为立讯重要营收实体



资料来源：立讯精密 2019 中报，申万宏源研究

图 24：联滔、博硕、协讯成为立讯重要利润中心



资料来源：立讯精密 2019 中报，申万宏源研究

立讯总部位于中国广东省东莞市，通过并购或新设方式扩张，目前制造基地主要分布在中国广东、江西、江苏、安徽、浙江、山西、河北、四川、台湾等地，海外主要位于德国、越南，并在广东东莞、江苏昆山、台湾及美国设有研发中心，在 5 个国家拥有 7.8 万名员工。

图 25：立讯精密并购历程



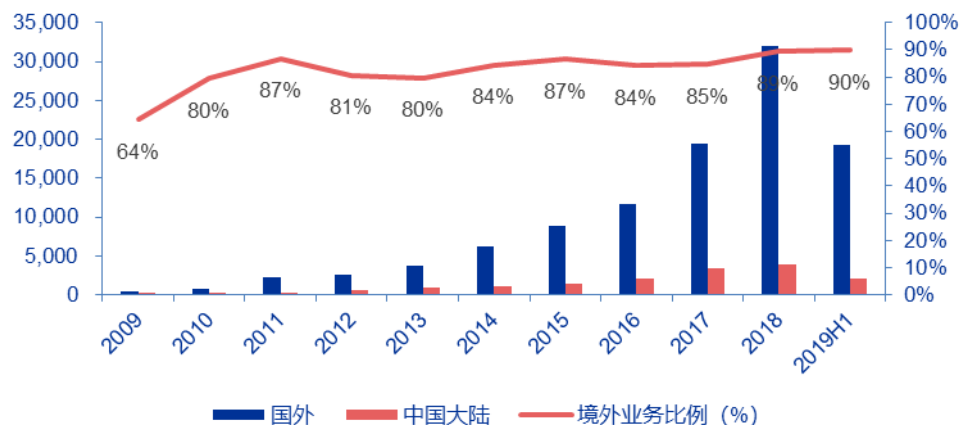
资料来源：立讯精密，申万宏源研究

3.4 应对成本挑战，强化国际布局

2B 业务模式下，直接出口业务占比远低于其国际业务占比。随着立讯精密与国际客户的业务拓展，国外业务占总收入比重从 2009 年 64% 提升至 1H2019 90%，国际业务占绝对

主要地位。由于立讯主要产品为电子零部件等中间品，体积小、便于运输，且直接下游多为 EMS 企业，因此直接出口比例较低。

图 26：立讯精密海内外业务收入占比（百万元，%）



资料来源：立讯精密年报，申万宏源研究

立讯前瞻布局印度和越南产能，规避风险的能力较强。考虑到中国制造业面临日益挑战的用工成本，同时印度越南本地市场及产业链需求渐起，立讯于 2016 年在越南设立立讯精密（越南）有限公司，追寻相对低成本的劳动力，开启国际化生产进程。目前，立讯精密具有立讯精密（越南）、台湾立讯海外加工据点，并在香港、美国、英国、荷兰、香港等地区具有行销业务子公司，具有全球布局经验。

零部件生产向海外转移需 3 年时间成熟，立讯拟基于需求加快海外产能布局。2018 年越南工厂产能利用率约为 80%，占公司产值及利润比例尚小。由于零部件向海外工厂转移，通常需要三年时间才能实现技术面、成本面、产品覆盖面的成熟，因此转移产能并非越多越好，按需转移才有助于整体经营效益最大化。受外部环境影响，立讯自 2018 年起加速海外工厂的培育：越南第二厂区预计在今年底完成基础建设，2020 年二季度投入使用；印度分部已于 2019 年初成立，已选好厂区，预计年底启动。

加征关税影响全行业，国际化布局有助于分担客户与消费者压力。据公司评估，受此前 2000 亿美元加税列表影响的业务规模约 2 亿美元，占 2018 年营收比例不到 4%⁶。USITC 将 3000 亿美元进口货物加税清单分两批执行，自 2019 年 9 月 1 日加税的产品主要为电机电气、机械设备、针织服装，这些产品总价值约 1100 亿美元，其余大部分拟于 12 月加税。9 月 1 日开始执行的加税清单中波及智能手表、健身追踪器、智能扬声器和蓝牙耳机品类，而智能手机、平板、笔记本电脑于第二批加征关税。若这些产品不能被许可豁免，可能会影响相关品牌厂商的销量及利润率，并通过出货量间接影响全部上游供应链。

表 4：立讯国际化布局有助于缓解关税成本

征税范围	波及立讯的产品及影响额	立讯的对策
2000 亿美元征税 10%	充电器等产品。2018 年不到 2 亿美金营收相关，影响额较小	生产向海外转移，与客户协商定价

⁶ 资料来源：201905 立讯精密投资者关系电话会议。

第一批 AirPods 以及类似可穿戴 加大越南二厂及印度一厂产能规划；加快建设计划，印度工
3000 亿美元征税 产品，第二批手机、PC、平板等 厂在 2019 年十月就可以投入营运，越南二厂 1H2020 投产

资料来源：申万宏源研究

4. 盈利预测与估值

4.1 关键假设

- 1) 消费电子业务：假设公司将提升电声、马达等业务的供应比例，维持 AirPods 主要供应商地位不变，并于明年底开始参与 Apple Watch EMS 供应。预测 2019/2020/2021 年收入分别为 482/724/964 亿元；由于组装业绩比重上升，将消费电子毛利率调整为 19%/19%/18%。
- 2) 电脑互联产品：由于 PC 市场相对平稳，客户创新节奏较为平缓，因此，预计 2019/2020/2021 年电脑产品维持 37 亿收入规模，毛利率维持 23%。
- 3) 通讯互联产品：假设通讯连接器业务维持增长，基站天线组装、AAU 整机、CPE 产品于 2019 年底陆续确认订单，并释放业绩。预测 2019/2020/2021 年收入分别为 31/60/144 亿元，毛利率分别为 21%/18%/14%。若公司核心部件配套能力提升，毛利率仍有上升空间。
- 4) 汽车业务：由于汽车市场壁垒较高，预计汽车业务进展相对较慢。预测 2019/2020/2021 年收入分别为 22/29/38 亿元。
- 5) 期间费用率：由于公司成长依赖研发投入及核心人才的激励等因素，研发投入将持续成长；由于公司较为盈利成长及股东回报，期间费用中管理费用率、财务费用率有望下降。

表 5：立讯精密主要业务收入及毛利预测（百万元，%）

		2018	2019E	2020E	2021E
消费电子	收入	26,807	48,182	72,382	96,382
	毛利	5,680	9,201	13,397	17,345
	毛利率(%)	21%	19%	19%	18%
电脑互联	收入	3,733	3,733	3,733	3,733
	毛利	804	859	859	859
	毛利率(%)	22%	23%	23%	23%
通讯互联	收入	2,152	3,079	6,021	14,427
	毛利	448	647	1,084	2,020
	毛利率(%)	21%	21%	18%	14%
汽车	收入	1,728	2,246	2,920	3,796
	毛利	289	359	467	607
	毛利率(%)	17%	16%	16%	16%

资料来源：立讯精密年报，申万宏源研究

4.2 盈利预测与估值

可比公司选择：立讯起家于连接器，美股可比公司包括泰科电子、安费诺，美股与 A 股大多处于不同发展阶段，PE 及 PEG 估值水平差异均较大。A 股连接器可比公司包括中航光电、德润电子、永贵电器、电连技术、长盈精密等，其中德润电子/永贵电器等处于不同发展阶段，长盈精密消费电子机壳及内部连接件为主，中航光电及电连技术均以 5G 为未来成长领域，与立讯精密的市场标签类似。此外，由于立讯精密连接器产品业务占比仅约 1/3，消费电子零部件业务占比不断提升，从业务结构、成长性角度，立讯可比公司较少，与歌尔股份在电声及 AirPods 业务有共性，与信维通信在无线充电模组有共性。

中航光电、电连技术、信维通信、歌尔股份在 5G 领域均有所涉足，市场关注度均较高，考虑市值规模差异，2019/2020 年加权平均 PE 分别为 43/31x，略低于立讯的 45/32x。市场给予立讯高于同业的 PE 水平主要考虑其供应链地位、成长性、盈利质量等方面，因此需考虑 PEG 估值法。

首次覆盖，给予“买入”评级。基于关键假设，预测 2019/2020/2021 年立讯精密收入为 587/866/1201 亿元，归母净利润为 41/58/73 亿元。立讯精密 2018-2021 年归母净利润 CAGR 39.2%，当前 2019 年 PE 对应 PEG=1.14x，参考国内可比公司 PEG 均值 1.37X，对应目标市值 2213 亿元，目标价 41.36 元，上升空间 21%，给予买入评级。

表 6：可比公司估值表(11 月 18 日)

公司代码	公司名称	总市值（亿元）	归母净利润			PE			PEG
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
002179.SZ	中航光电	414	11.8	14.6	17.8	35	28	23	1.52
300679.SZ	电连技术	109	2.9	4.1	5.7	38	27	19	1.12
300136.SZ	信维通信	387	10.9	14.6	19.0	36	26	20	1.46
002241.SZ	歌尔股份	671	12.7	18.1	22.9	53	37	29	1.39
简单平均值						40	30	23	1.37
加权平均值						43	31	25	
002475.SZ	立讯精密	1,835	41.2	57.8	73.5	45	32	25	1.14

资料来源：wind，申万宏源研究

注：中航光电净利润预测来自申万宏源，其余公司净利润采用 wind 一致预期

财务摘要

合并损益表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	22,826	35,850	58,671	86,630	120,069
营业收入	22,826	35,850	58,671	86,630	120,069
营业总成本	21,127	32,776	53,948	79,888	111,425
营业成本	18,260	28,304	47,287	70,473	98,854
税金及附加	119	163	267	394	546
销售费用	315	388	635	937	1,299
管理费用	576	900	1,291	1,819	2,401
研发费用	1,542	2,515	4,107	5,891	7,925
财务费用	203	302	307	333	360
资产减值损失	112	204	54	40	40
信用减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	117	124	124	124	124
投资收益	184	123	123	123	123
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	52	-32	0	0	0
资产处置收益	1	5	5	5	5
营业利润	2,052	3,294	4,975	6,993	8,896
营业外收支	-14	-12	0	0	0
利润总额	2,039	3,282	4,975	6,993	8,896
所得税	291	469	720	1,019	1,301
净利润	1,748	2,813	4,255	5,974	7,594
少数股东损益	57	91	137	193	245
归母净利润	1,691	2,723	4,118	5,781	7,349

资料来源：申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	17,372	23,078	29,565	38,360	49,112
现金及等价物	4,055	3,840	4,014	4,014	4,014
应收款项	7,479	11,617	19,291	27,658	38,288
存货净额	3,474	4,735	3,373	3,802	3,924
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	2,364	2,886	2,886	2,886	2,886
长期投资	337	500	500	500	500
固定资产	7,246	10,677	12,782	13,945	15,108
无形资产及其他资产	1,931	2,186	2,182	2,177	2,172
资产总计	26,886	36,441	45,029	54,982	66,893
流动负债	11,712	17,179	20,718	23,904	27,427
短期借款	4,551	5,733	9,273	12,459	15,982
应付款项	6,971	11,270	11,270	11,270	11,270
其它流动负债	190	175	175	175	175
非流动负债	1,249	2,588	3,381	4,175	4,968
负债合计	12,961	19,767	24,099	28,078	32,395
股本	3,173	4,115	5,349	5,349	5,349
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	4,487	3,595	2,361	2,361	2,361
其他综合收益	186	163	163	163	163
盈余公积	265	289	324	373	436
未分配利润	4,827	7,336	11,418	17,150	24,437
少数股东权益	987	1,177	1,314	1,507	1,752
股东权益	13,925	16,675	20,930	26,904	34,498
负债和股东权益合计	26,886	36,441	45,029	54,982	66,893

资料来源：申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,748	2,813	4,255	5,974	7,594
加：折旧摊销减值	829	1,360	1,938	2,361	2,861
财务费用	215	307	307	333	360
非经营损失	-242	253	-127	-127	-127
营运资本变动	-2,402	-1,617	-6,350	-8,815	-10,772
其它	20	27	0	0	0
经营活动现金流	169	3,142	22	-274	-84
资本开支	3,519	5,114	3,995	3,495	3,995
其它投资现金流	923	185	123	123	123
投资活动现金流	-2,596	-4,928	-3,873	-3,373	-3,873
吸收投资	16	98	0	0	0
负债净变化	2,225	1,812	4,332	3,979	4,316
支付股利、利息	316	390	307	333	360
其它融资现金流	-50	-67	0	0	0
融资活动现金流	1,875	1,453	4,025	3,646	3,956
净现金流	-624	-185	175	0	0

资料来源：申万宏源研究

重要财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标(元)	-	-	-	-	-
每股收益	0.32	0.51	0.77	1.08	1.37
每股经营现金流	0.03	0.59	-	-0.05	-0.02
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	2.42	2.90	3.67	4.75	6.12
关键运营指标(%)	-	-	-	-	-
ROIC	13.3	15.5	15.3	15.9	15.4
ROE	13.1	17.6	21.0	22.8	22.4
毛利率	20.0	21.1	19.4	18.6	17.7
EBITDA Margin	13.0	13.2	12.2	11.1	10.1
EBIT Margin	9.8	10.0	9.0	8.5	7.7
营业总收入同比增长	65.9	57.1	63.7	47.7	38.6
归母净利润同比增长	46.2	61.1	51.2	40.4	27.1
资产负债率	48.2	54.2	53.5	51.1	48.4
净资产周转率	1.76	2.31	2.99	3.41	3.67
总资产周转率	0.85	0.98	1.30	1.58	1.79
有效税率	15.7	14.8	14.8	14.8	14.8
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)	-	-	-	-	-
P/E	108.6	67.4	44.6	31.7	25.0
P/B	14.2	11.8	9.4	7.2	5.6
EV/Sale	8.2	5.3	3.3	2.3	1.7
EV/EBITDA	62.8	39.9	27.0	20.5	16.7
股本	3,173	4,115	5,349	5,349	5,349

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swsresearch.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swsresearch.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。