



## 短期海外融资成本提升影响公司业绩增速

### 公司点评报告

#### 核心看点

公司22年收入2140亿元，同比+39%；实现归母净利润91亿元，同比+29.6%；实现扣非归母净利润84亿元，同比+40%。23Q1实现营业收入499亿元，同比+20%；实现归母净利润20亿元，同比+11.9%。

公司营收增长略超预期，大客户 pro max 手机组装业务给公司利润提供较好增量，但受到海外 AR 融资成本提高拖累，23Q1 归母净利润增速受到一定影响。后续期待公司定增落地或是美联储进入降息周期或能有效改善公司盈利能力。在融资成本大幅上升的情况下，公司通过产品结构提升和强有力的成本管控能力，保持较好的利润水平，实属不易。

从分应用领域来看，在22年同比21年的600亿收入增量中，约75%来自于消费电子业务的贡献，其中我们测算主要增量来自于模组业务的高速增长；从23年整体成长趋势看，我们预测大客户业务继续保持增长，其中包括大客户 MR 业务和 top module 业务收入增量较22年有望超过160亿，而零部件以及模组收入增量接近140亿，而 airpods 和 apple watch 组装业务保持平稳。公司业务结构在23年继续呈现改善趋势，组装业务上新的 MR 业务带来增量，而新增收入大部分为模组和组件，毛利率水平较组装更高，有利于公司 ROE 进一步向上成长。

在通信业务领域，公司22年收入同比+293%，主要受益于公司在电连接、光连接、光模块风冷/液冷散热部件等核心零组件的海外业务拓展，公司在这部分收入预计未来几年将保持每年30%以上的成长能力；在汽车业务领域，公司多年的布局开始逐渐发力，22年收入同比+48%；23年随着在汽车线束、连接器以及车载域控制器等业务的放量，公司营收有望突破100亿。而在电脑互联领域，公司收入也实现了同比+44%的快速增长，但23年受到电脑整机销量影响，该部分业务存在下滑风险。

在 iPhone 组装方面，公司持续受益于新机型拓展和份额提升，对利润贡献有较大弹性。我们测算立臻23年组装量在大客户占比有望超过20%，对公司归母净利润形成较大正面影响。

公司将在下半年迎来外部环境的明显回暖，我们测算全年收入仍能实现两位数增长。公司23年上半年受宏观经济较弱、iPhone 14 系列产品逐步进入平淡、消费者对 iPhone 15 推出等待而延缓购机、大客户在可穿戴方向新品较少等因素影响，预计23Q2 仍将面临一定压力，总体营收增速较22年同期将继续保持10%-20%区间。随下半年外部环境转暖，尤其是大客户在新型 MR/VR 相关产品以及 iPhone 15 系列开始进入销售期，公司有望进入新一轮的强势上升周期。

#### 投资建议

考虑财务费用部分的影响，我们调整公司23年-24年归母净利润预期126.5亿和167.6亿，当前股价对应23年和24年PE为14.71x和11.10x。结合公司实际盈利能力和成长性，按照公司24年盈利给15倍PE测算，公司目标价35.3元/股，维持“强烈推荐”评级。

#### 风险提示

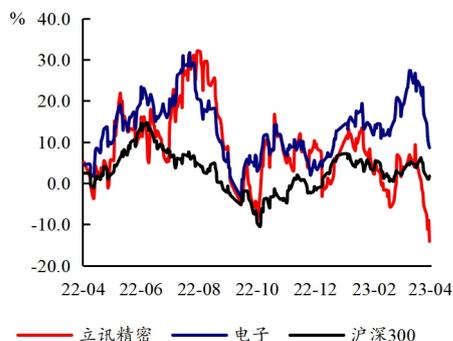
大客户销售情况波动风险，经济政治风险，业务扩张带来的内部管理的风险。

评级 强烈推荐（维持）

#### 报告作者

作者姓名 彭琦  
资格证书 S1710522060001  
电子邮箱 pengq887@easec.com.cn

#### 股价走势



#### 基础数据

总股本(百万股)	7130.39
流通A股/B股(百万股)	7130.39/0.00
资产负债率(%)	58.39
每股净资产(元)	6.58
市净率(倍)	3.82
净资产收益率(加权)	4.34
12个月内最高/最低价	38.70/25.15

#### 相关研究

- 《【电子】立讯精密(002475.SZ)：大客户库存修正进入尾声，订单下修影响有限\_20230105》2023.01.05
- 《【电子】立讯精密(002475.SZ)：股权激励助力公司进入发展新阶段\_20221114》2022.11.14
- 《【电子】立讯精密(002475.SZ)：盈利拐点向上势头明确，手机组装业务弹性逐步兑现\_20221029》2022.10.29
- 《【电子】立讯精密(002475.SZ)：iPhone 组装业务有增无减\_20221020》2022.10.20
- 《【电子】立讯精密(002475.SZ)：完成布局，静待新产品迭代周期\_20220828》2022.08.28

## 盈利预测

项目(单位:百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	214028.39	252319.73	291457.04	-
增长率 (%)	39.03	17.89	15.51	-
归母净利润	9163.10	12654.88	16761.78	-
增长率 (%)	29.60	38.11	32.45	-
EPS (元/股)	1.29	1.77	2.35	-
市盈率 (P/E)	24.61	14.71	11.10	-
市净率 (P/B)	4.98	3.21	2.49	-

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所预测, 基于 2023 年 4 月 28 日收盘价

## ● 核心观点

公司 22 年收入 2140 亿元, 同比+39%; 实现归母净利润 91 亿元, 同比+29.6%; 实现扣非归母净利润 84 亿元, 同比+40%。23Q1 实现营业收入 499 亿元, 同比+20%; 实现归母净利润 20 亿元, 同比+11.9%; 扣非归母净利润 17.7 亿元, 同比+16%。

从数据上看, 公司营收增长略超预期, 而大客户 pro max 手机组装业务给公司利润提供较好增量, 但受到海外 AR 融资成本提高拖累, 23Q1 归母净利润增速受到一定影响。根据财报数据, 公司 23Q1 实际整体盈利能力优于预期。但公司商业模式决定了公司需要大量的海外 AR 融资, 而美联储持续高利率形成该部分财务成本激增并影响公司盈利, 从一季度情况看, 直接影响单季度超过 2 亿元。后续期待公司定增落地或是美联储进入降息周期或能有效改善公司盈利能力。在融资成本大幅上升的情况下, 公司通过产品结构提升和强有力的成本管控能力, 保持较好的利润水平, 实属不易。

回溯公司 22 年年报以及展望 23 年, 从分应用领域来看, 在 22 年同比 21 年的 600 亿收入增量中, 约 75% 来自于消费电子业务的贡献, 其中我们测算主要增量来自于模组业务的高速增长; 从 23 年整体成长趋势看, 我们预测大客户业务继续保持增长, 其中包括大客户 MR 业务和 top module 业务收入增量较 22 年有望超过 160 亿, 而零组件 (Haptics, VCM, dongle, 声学) 以及模组 (SIP, 主体充电等) 收入增量接近 140 亿, 而 airpods 和 apple watch 组装业务保持平稳。公司业务结构在 23 年继续呈现改善趋势, 组装业务上新的 MR 业务带来增量, 而新增收入大部分为模组和组件, 毛利水平较组装更高, 有利于公司 ROE 进一步向上成长。

在通信业务领域, 公司 22 年收入同比+293%, 是增速最快的板块, 主要受益于公司在电连接、光连接、光模块风冷/液冷散热部件等核心零组件的海外业务拓展, 公司在这部分形成了深厚的技术积累, 在未来几年将保持每年 30% 以上的成长能力; 在汽车业务领域, 公司多年的布局开始逐渐发力, 22 年收入同比+48%; 23 年随着在汽车线束、连接器以及车载域控制器等业务的放量, 公司营收有望突破 100 亿。而在电脑互联领域, 公司收入也实现了同比+44% 的快速增长, 但 23 年受到电脑整机销量影响, 该部分业务存在下滑风险。

在 iphone 组装方面, 公司持续受益于新机型拓展和份额提升, 对利润贡献有较大弹性。我们测算立臻 23 年组装量在大客户占比有望超过 20%, 对公司归母利润形成较大正面影响。

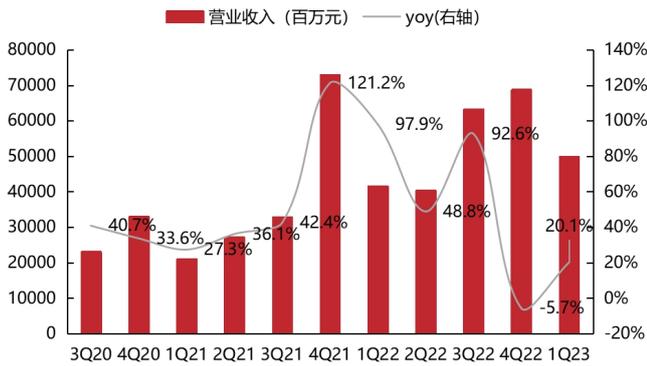
公司将在下半年迎来外部环境的明显回暖, 我们测算全年收入仍能实现两位数增长。公司 23 年上半年受宏观经济较弱、iPhone 14 系列产品逐步进入平淡、消费者对 iPhone 15 推出等待而延缓购机、大客户在可穿戴方向新品较少等因素影响, 预计 23Q2 仍将面临一定压力, 总体营收增速较 22 年同期将继续保持 10%-20% 区间。随下半年外部环境转暖, 尤其是大客户在新型 MR/VR 相关产品以及 Iphone15 系列开始进入销售期, 公司有望进入新一轮的强势上升周期。

公司海外融资业务财务费用的上升对公司盈利影响较大,如能通过定增以及其他融资方式降低该部分融资成本,则对公司盈利产生非常积极的影响。但我们认为目前这个问题并非是一个常态,也不会改变公司长期的业务成长能力。

考虑财务费用部分的影响,我们调整公司23年-24年归母净利润预期126.5亿和167.6亿,当前股价对应23年和24年PE为14.71x和11.10x。结合公司实际盈利能力和成长性,按照公司24年盈利给15倍PE测算,公司目标价35.3元/股,维持“强烈推荐”评级。

## ● 财务概要一览

图表 1. 公司 23Q1 收入同比增长



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 2. 公司单季度归母净利润变动



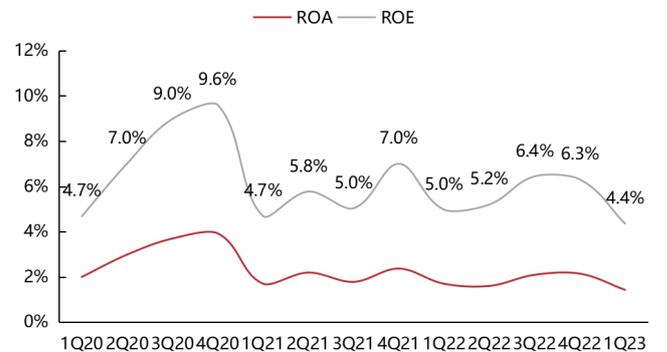
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 3. 公司毛利率/净利率变动



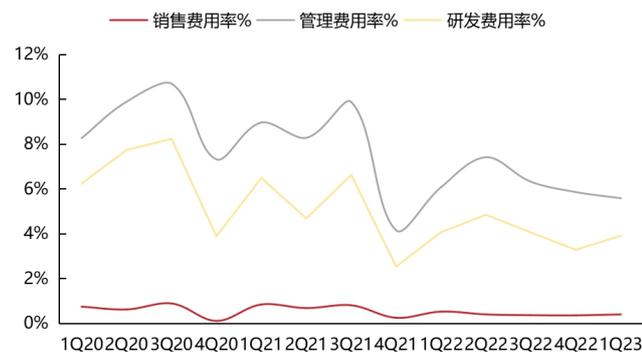
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 4. 公司 ROA/ROE 变动



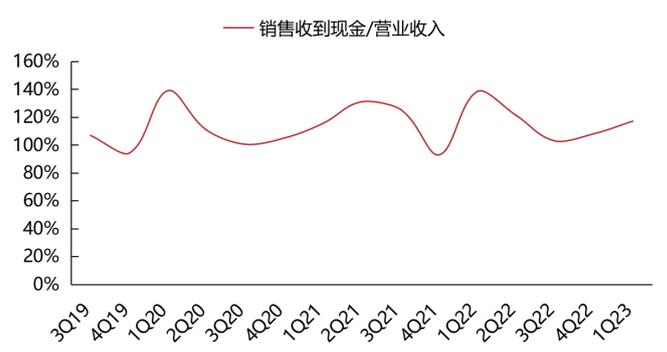
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 5. 公司费用率变动



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 6. 公司现金流情况



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

## ● 风险提示

大客户销售情况波动风险：公司下游客户相对集中，若紧密绑定的大客户的终端设备销量不佳或推出新品进度不及预期，则公司出货量将受到直接影响，进而使公司营收端产生一定的波动。

经济政治风险：全球经济低迷且未来形势不确定下，下游终端需求表现可能不佳，进而影响公司产品需求和公司业绩。同时，公司客户集中于海外，并在中国台湾、中国香港、美国、越南等地拥有多家子公司。未来政治环境受大国博弈等因素影响，或给公司盈利带来不确定性。

业务扩张带来的内部管理的风险：公司在消费电子领域经营规模迅速扩大的同时，也在汽车、通讯等领域有所涉足，经营领域相对分散。若在版图扩张过程中出现内部管理、市场开拓、生产管理等方面的问题，则可能影响公司扩张速度。

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	214028.39	252319.73	291457.04	-
%同比增速	39.03%	17.89%	15.51%	-
营业成本	187928.88	221543.22	254758.26	-
毛利	26099.51	30776.51	36698.77	-
%营业收入	12.19%	12.20%	12.59%	-
税金及附加	476.33	529.87	612.06	-
%营业收入	0.22%	0.21%	0.21%	-
销售费用	831.40	1034.51	1194.97	-
%营业收入	0.39%	0.41%	0.41%	-
管理费用	5075.67	6560.31	7286.43	-
%营业收入	2.37%	2.60%	2.50%	-
研发费用	8447.04	9966.63	11075.37	-
%营业收入	3.95%	3.95%	3.80%	-
财务费用	882.72	963.37	948.08	-
%营业收入	0.41%	0.38%	0.33%	-
资产减值损失	-846.82	0.00	0.00	-
信用减值损失	-47.18	0.00	0.00	-
其他收益	602.29	504.64	582.91	-
投资收益	998.28	2889.42	3643.04	-
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	-
公允价值变动收益	13.63	0.00	0.00	-
资产处置收益	47.93	0.00	0.00	-
营业利润	11154.49	15115.88	19807.82	-
%营业收入	5.21%	5.99%	6.80%	-
营业外收支	3.51	-30.00	-30.00	-
利润总额	11157.99	15085.88	19777.82	-
%营业收入	5.21%	5.98%	6.79%	-
所得税费用	667.32	1206.87	1582.23	-
净利润	10490.68	13879.01	18195.60	-
%营业收入	4.90%	5.50%	6.24%	-
归属于母公司的净利润	9163.10	12654.88	16761.78	-
%同比增速	29.60%	38.11%	32.45%	-
少数股东损益	1327.57	1224.13	1433.81	-
EPS (元/股)	1.29	1.77	2.35	-

基本指标	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	1.29	1.77	2.35	-
BVPS	6.37	8.13	10.48	-
PE	24.61	14.71	11.10	-
PEG	0.83	0.39	0.34	-
PB	4.98	3.21	2.49	-
EV/EBITDA	12.27	9.90	8.29	-
ROE	20%	22%	22%	-

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	19367	51958	45740	-
交易性金融资产	1353	1353	1353	-
应收账款及应收票据	26993	40370	37442	-
存货	37363	14330	45114	-
预付账款	587	443	510	-
其他流动资产	2628	3190	3011	-
流动资产合计	88292	111645	133169	-
长期股权投资	2000	2000	2000	-
投资性房地产	93	93	93	-
固定资产合计	44026	41422	38632	-
无形资产	2696	2696	2696	-
商誉	1730	4619	8263	-
递延所得税资产	1209	1209	1209	-
其他非流动资产	8339	7666	7160	-
资产总计	148384	171349	193220	-
短期借款	14912	14912	14912	-
应付票据及应付账款	50302	58932	62220	-
预收账款	0	0	0	-
应付职工薪酬	2368	2836	3083	-
应交税费	841	807	874	-
其他流动负债	6208	6231	6304	-
流动负债合计	74631	83717	87393	-
长期借款	9205	9205	9205	-
应付债券	2690	2690	2690	-
递延所得税负债	1607	1607	1607	-
其他非流动负债	1468	1468	1468	-
负债合计	89600	98686	102362	-
归属于母公司的所有者权益	45343	57998	74760	-
少数股东权益	13441	14665	16099	-
股东权益	58784	72663	90858	-
负债及股东权益	148384	171349	193220	-

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	12728	33875	-4961	-
投资	-1093	0	0	-
资本性支出	-13077	-2919	-3673	-
其他	844	2889	3643	-
投资活动现金流净额	-13326	-30	-30	-
债权融资	-58773	0	0	-
股权融资	1597	0	0	-
银行贷款增加(减少)	67740	0	0	-
筹资成本	-1797	-1254	-1227	-
其他	-611	0	0	-
筹资活动现金流净额	8156	-1254	-1227	-

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

## 分析师介绍

**彭琦**，近20年电子行业从业经验。曾担任intel和泰科电子等美资半导体和元器件公司市场和战略等相关工作。2010年起在券商从事电子和半导体行业证券研究工作，期间多次获得水晶球，IAMAC，金牛奖以及新财富相关奖项。后在大型PE和对冲基金有近4年买方经历。于2022年6月加入东亚前海担任电子行业首席分析师。

## 投资评级说明

### 东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300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。

## 免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

## 联系我们

### 东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>