

个股评级：买入

站在巨人的肩膀上开疆拓土 ——立讯精密深度报告

研 究 员 高宏
投资咨询证书号 S0620522070001
联 系 方 式 025-58159175
邮 箱 hgao@njzq.com.cn

目录

Contents

01

公司发展轨迹及业务板块

02

三大业务板块概述

03

公司经营情况

04

公司估值与评价

01

公司发展轨迹及业务板块



立讯精密发展路径

消费电子

汽车

通信

消费电子

汽车

通信

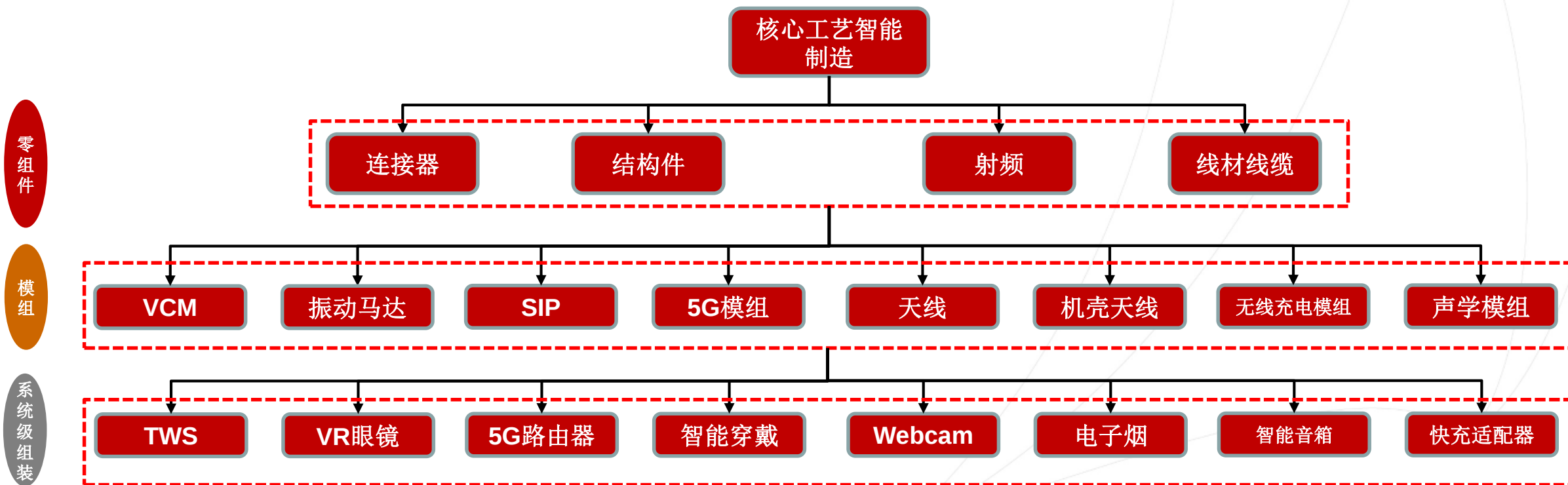
收购江西博硕75%股权：线束业务	收购昆山联滔60%股权：苹果PC和iPad连接器	收购珠海双赢柔软电路：切入柔性线路板	收购江西博硕剩余25%股权：切入索尼PS4业务	收购苏州丰岛100%股权：可穿戴设备和智能家居领域；收购吉安协讯：巩固连接器业务	持股台湾宜德科技：切入台湾电子连接器市场	投资控股苏州美特51%股权：苹果声学组件	收购惠州美律/上海美律51%股权：国内声学组件	大股东收购光宝摄像头模组事业部：开拓手机和PC摄像头模组		大股东收购江苏纬创和昆山纬新100%股权：进入苹果整机代工；收购高伟电子45%股权：进入苹果手机摄像头模组	收购立铠电脑（原日铠）：金属结构件/Top Module业务	收购光宝影像事业部，加强光学能力
		收购源光电装55%股权：切入汽车线束	收购德国SuK100%股权：汽车配件领域、德系车企					大股东收购采埃孚车身控制系统事业部（BCS）：切入汽车电子业务			合作速腾聚创：围绕汽车产业领域激光雷达实现深度协同	与奇瑞成立合资子公司（立讯30%，奇瑞70%）：加速公司Tier1业务扩张
	收购科尔通实业75%股权：切入通讯市场		收购科尔通实业剩余25%股权								收购汇聚科技70.92%股权：完善公司产品布局	
2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
笔记本电脑、上网本、一体机、游戏机连接器	MacBook内部线、平板电脑市场高速线组件	iPad内部线、FFC、FPC、天线	可穿戴装置、智能家居、云端网络；iPhone/iPad lighting线、MacBook电源线	Apple Watch无线充电/表带、新型仪表元器件、光电器件	Type-C产品（公司参与标准定制）	iPhone转接头、苹果声学组件	无线立体耳机、iPhone/Mac声学组件、Mac天线、马达、无线充电	手机马达、手机LCP天线后段、手机无线充电接收端、摄像头模组	手机Type-C线、手表及天线、马达等、Air Pods独家代理权	iPhone整机代工	形成声学产品、智能生活类品、计算机配件；类产品及各类零售PC/NB手机品牌的有线与无线高瓦数快充配件	
汽车连接器、音/视频接口和数字接口		汽车线束、汽车特殊功能塑胶件、汽车电子装置制造	汽车配件领域	进入欧洲汽车市场、汽车领域热塑产品及模具	进入新能源汽车领域			形成了线束、连接器、电子模块、嵌件注塑功能件等较为完整的零组件产品线	跨足智能网联、自动驾驶类产品	ADAS、智能电气盒、RSU(路测单元)、车载通讯单元(TCU)及中央网关	线束、连接系统、新能源、智能网联、智能驾舱及智能制造	进军车载光学领域（车载摄像头模组、激光雷达）
	高频、高速连接器及组件	通讯器材、通讯产业内部连接线	通讯及资讯产业的仪器和配件		基站天线			射频基站、数据中心、形成围绕“云、管、端”全链路产品及解决方案		形成整机+核心零部件（电连接器/光连接器/热管理）布局	在原有电连接、广连接、射频通信产品基础上，增加了热管理和工业连接等产品	

外延并购

内生研发

➤ 经过“外延并购”+“内生研发”，公司形成完整的底层生产能力

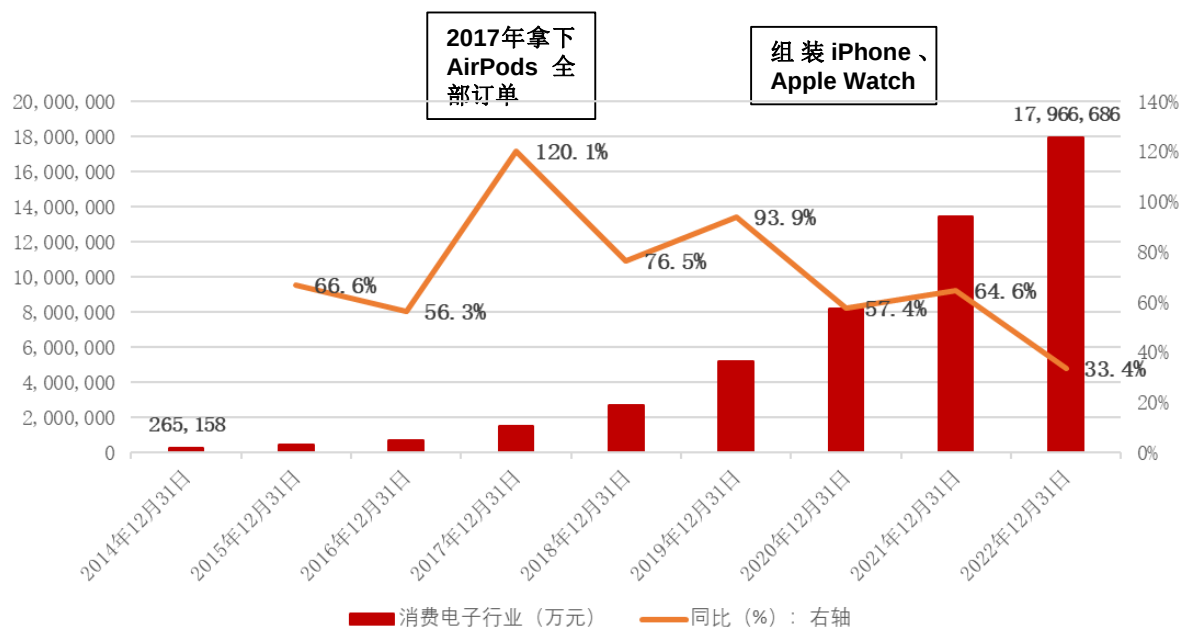
- ❑ 公司最为核心的基础是智能制造能力，由四大板块组成：连接器、结构件、射频、线材线缆，只要涉及到相关电子元器件的部分，公司都能迅速、高效地切入。由此，形成了零组件→模组→系统级组装的垂直整合能力；
- ❑ 公司目前已经形成了消费电子品类完整（83.9%）、汽车领域持续扩张（2.9%）、通信领域稳定发展（6.0%）的产品布局，未来有望把握智能终端、汽车“四化”和 5G 大数据的发展机遇实现业绩的持续增长。



➤ 立讯精密业务板块组成（消费电子产品类）

- 从2011年收购昆山联滔电子开始，立讯获得了苹果的MacBook内部连接线业务，顺利切入苹果供应链。自此开始，立讯精密在苹果的业务不断扩张，内部连接线覆盖的产品从MacBook到iPad，再到iPhone，随后产品品类从连接线扩张到电源线、lightning线、无线充电、天线、声学器件甚至TWS耳机，消费电子业务的飞速增长，离不开苹果的大力扶持；
- 立讯精密2014年消费电子业务收入26.52亿元，占比为36.3%，至2022年该部分业务收入为1796.67亿元，占比83.9%。2014年至2022年期间年化复合增速为69.4%。

● 消费电子产品营业收入变化



数据来源：公司各年年报、同花顺、南京证券研究所



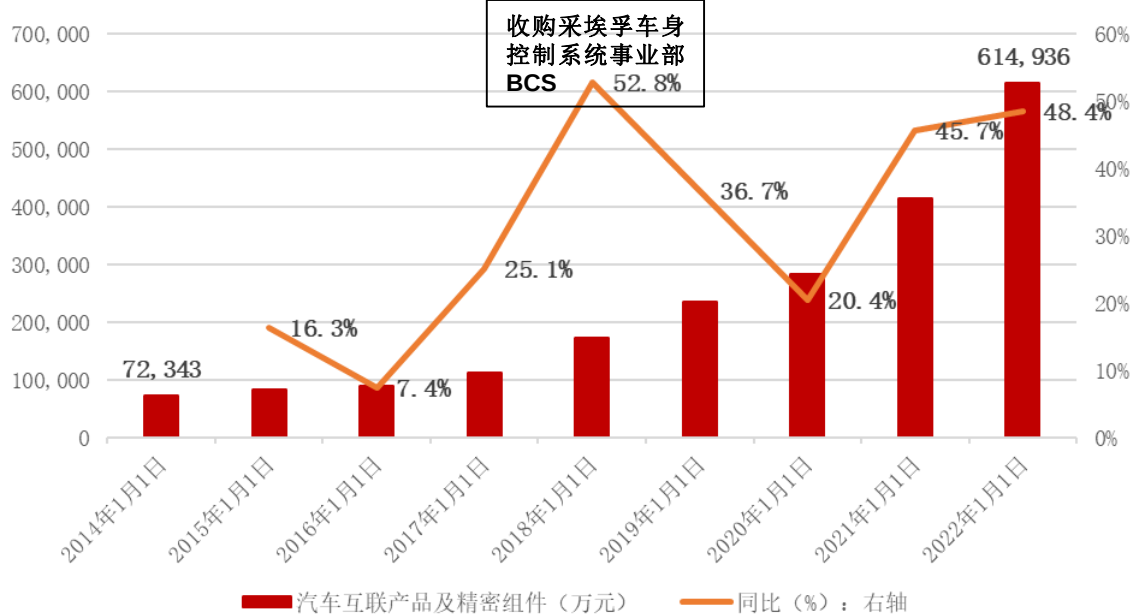
数据来源：民生证券《汽车赛道新成长，精密制造龙头再启航》

➤ 立讯精密业务板块组成（汽车业务品类）

❑ 公司于2008年开始布局汽车线束（USB数据线），2012年收购源光电装，切入汽车电子领域；2013年收购德国Suk，进入汽车配件领域；2018年大股东收购采埃孚车身控制事业部，协同公司进入智能汽车领域；2021年合作速腾聚创，共研汽车激光雷达；2022年与奇瑞成立合资子公司，加速公司Tier 1业务扩张；公司的产品主要分为四大部分：汽车神经系统、汽车智能驾驶、汽车动力系统及汽车智能驾舱，包含汽车线束、连接器、智能驾驶域控制器、毫米波雷达、充电枪、AR-HUD、多连屏等多品类、多规格产品。

❑ 立讯精密2014年汽车业务收入7.23亿元，占比为9.9%，至2022年该部分业务收入为61.49亿元，占比2.9%。2014-2022年年化复合增长率为30.7%。

● 汽车业务品类营业收入变化



数据来源：公司各年年报、同花顺、南京证券研究所

结合集团优势资源·丰富产品系列·铸就汽车tier 1业务的成长动力

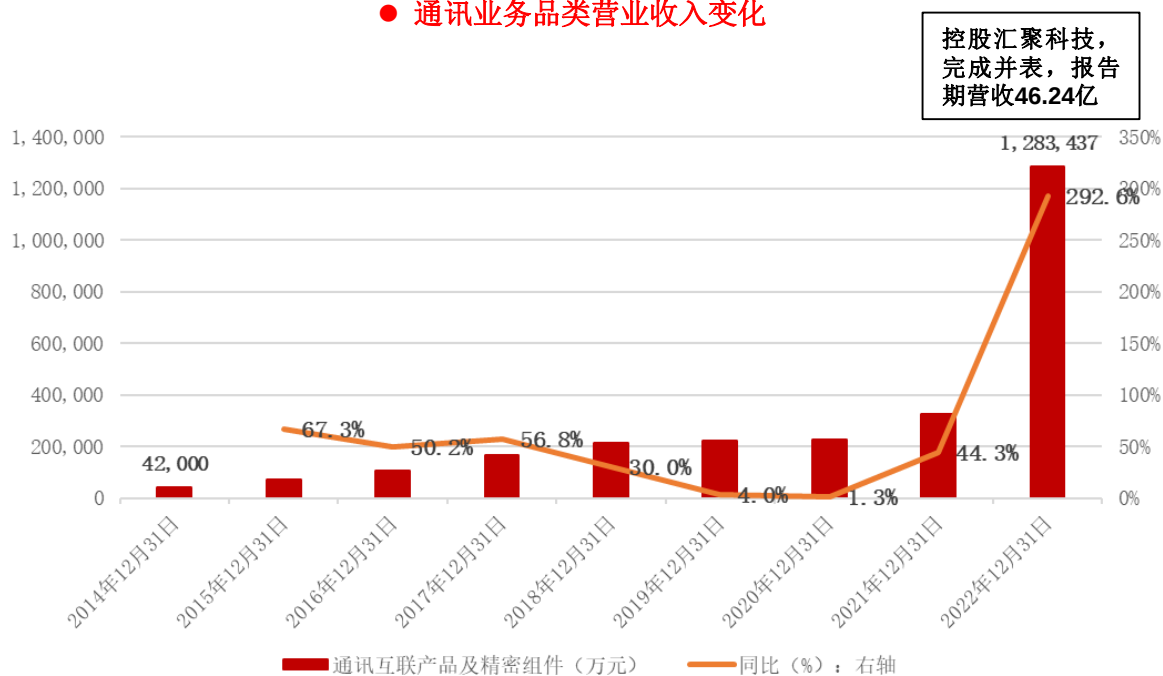


数据来源：公司2021年年报、南京证券研究所

➤ 立讯精密业务板块组成（通讯业务品类）

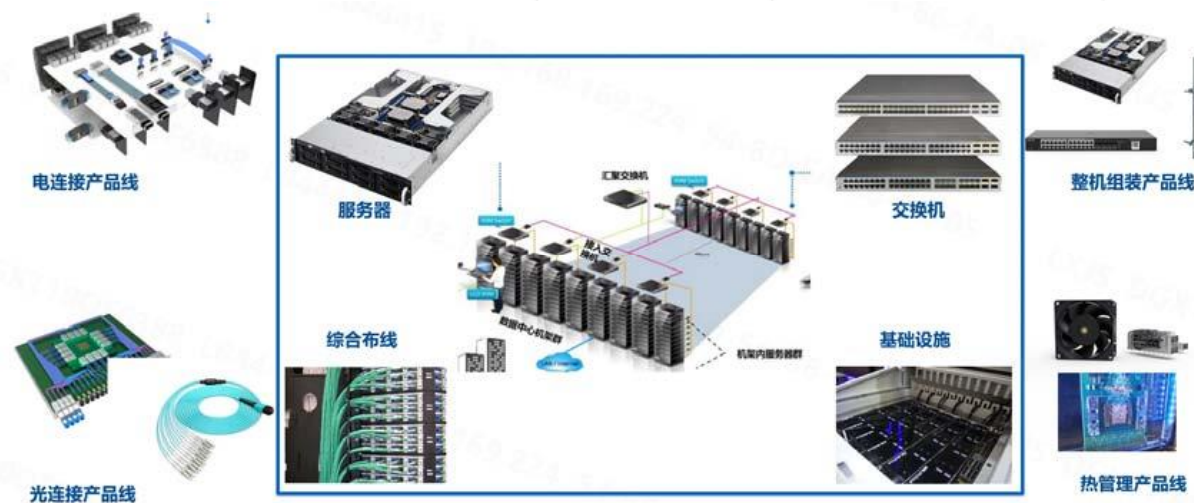
- 公司高超算力团队成立大概2年，拥有关键的高速光电传输解决方案、热处理方案，也有电源模块团队。目前400G光模块有量产出货，800G选择硅光技术路线，目前客户测试阶段。AI高超算力服务器中，深入布局了其中两个核心部件，分别是**高速传输线束与连接器**、以及**散热部件**；
- 立讯精密2014年通讯业务收入4.20亿元，占比为5.8%，至2022年该部分业务收入为128.34亿元，占比6.0%，其中包含46.24亿收购汇聚科技并表的收入，汇聚科技主要做定制电线组件；另外还并表了深圳华荣科技，主要客户为华为，提供传输、网络拼装等EMS业务。2014-2022年年化复合增长率为53.3%。（剔除汇聚科技46.24亿，华荣科技24.27亿计算，之后年化复合增长为38.8%）

● 通讯业务品类营业收入变化



数据来源：公司各年年报、同花顺、南京证券研究所

● 通讯业务品类主要产品



数据来源：公司2021年年报、南京证券研究所

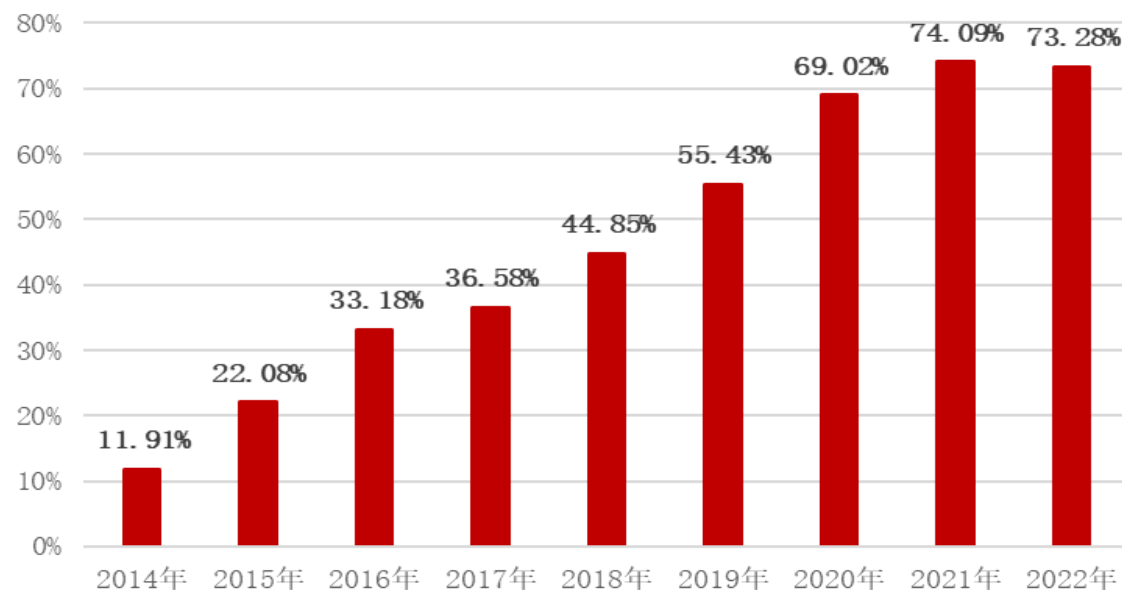
02

三大业务板块概述

➤ “去苹果化”难以实现，消费电子业务与苹果息息相关

- ❑ **立讯精密离不开苹果：**根据公司各年财报显示，公司第一大客户占销售额比重，从2014年的11.91%一路飙升至最高74.09%，2022年有所回落至73.28%，但仍然处于非常高的位置。可以说，公司的成长与辉煌离不开苹果的助力，近年来公司一直培育新业务增长极，但目前，仍然任重道远；
- ❑ **苹果离不开立讯精密？三大代工企业：**以往来说，鸿海（70%）负责高端机型（Pro及Pro Max系列）、和硕（20%）、纬创（10%）。自2020年公司收购江苏纬创/昆山纬新，切入iPhone组装，份额逐年增长。预计2023年将反超和硕，iPhone 15代工份额在20%-25%。

● 第一大客户占销售总额比重



数据来源：公司各年年报、南京证券研究所

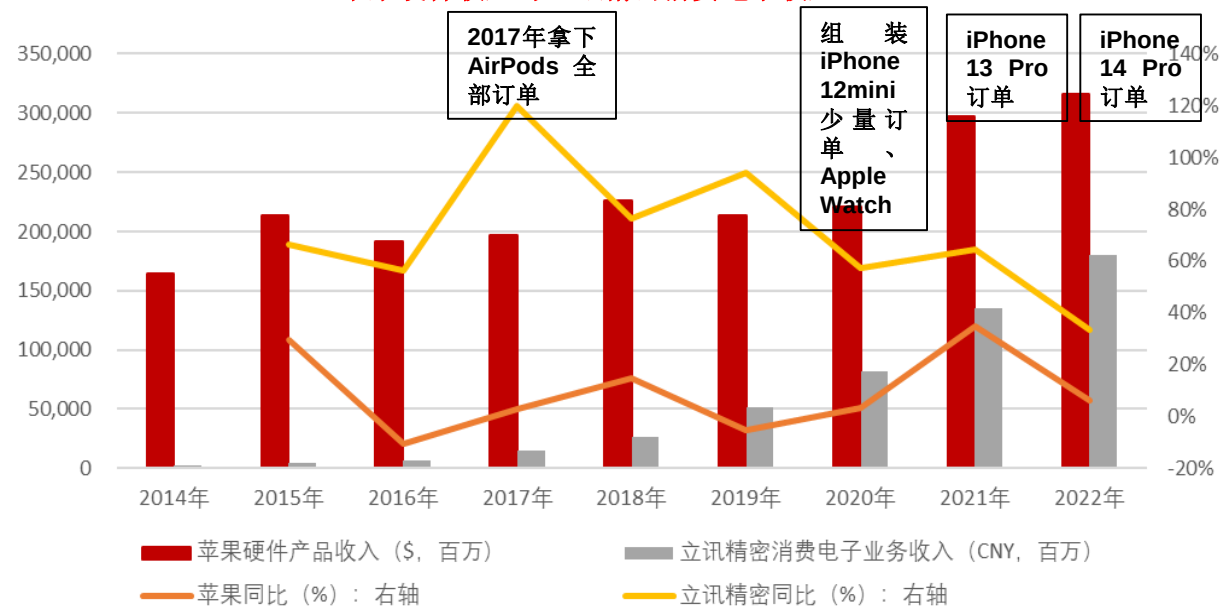
时间	使用产品	供货产品
2011年	MacBook	连接线
2012年	iPad	连接线
2013年	MacBook、iPad、iPhone	Lightening线、MacBook电源线
2014年	Apple Watch	无线充电/表带
2015年	MacBook	Type-C
2016年	iPhone	转接头
2017年	iPhone	声学器件、LCP天线、无线充电发射端
	AirPods/AirPods pro	组装
2018年	iPhone	无线充电接收端
2019年	AirPower	无线充电模组/组装
2020年	iPhone 12 mini	组装
	Apple Watch AirPods/AirPods pro	组装
2021年	iPhone 13 Pro Apple Watch AirPods/AirPods pro	组装
2022年	iPad iPhone 14 Pro Max Apple Watch AirPods/AirPods pro	组装
2023年	iPad iPhone 15 Plus Pro Max Apple Watch AirPods/AirPods pro	组装

数据来源：金融时报、第一财经、天风国际等、南京证券研究所

➤ 消费电子业务市场规模&营收规模

- 立讯精密的消费电子业务与苹果的硬件收入密切相关，历史上立讯精密代工苹果产品有三次重要的时点：1) 2017年拿下AirPods订单，业绩增速达到近年来最高的120.1%；2) 2020年代工少量iPhone 12 mini订单，尝试进入苹果手机组装；3) 拿到一定份额iPhone 13 Pro订单，奠定苹果手机组装厂地位；未来2023年公司基本确定苹果手机组装份额继续提升至20%-25%。
- 公司消费电子业务自2017年增速达到顶点后，不断下滑。即使在这期间，苹果硬件收入出现明显增长的2021年，公司该部分业务增速仅维持小幅增长（57.4%→64.6%）。结合公司财务情况，基本可以确认立讯精密代工业务在不断降价抢份额（消费电子行业毛利率2018年至2022年分别为21.19%，19.99%，17.85%，11.36%，11.47%）。

● 苹果硬件收入与立讯精密消费电子收入



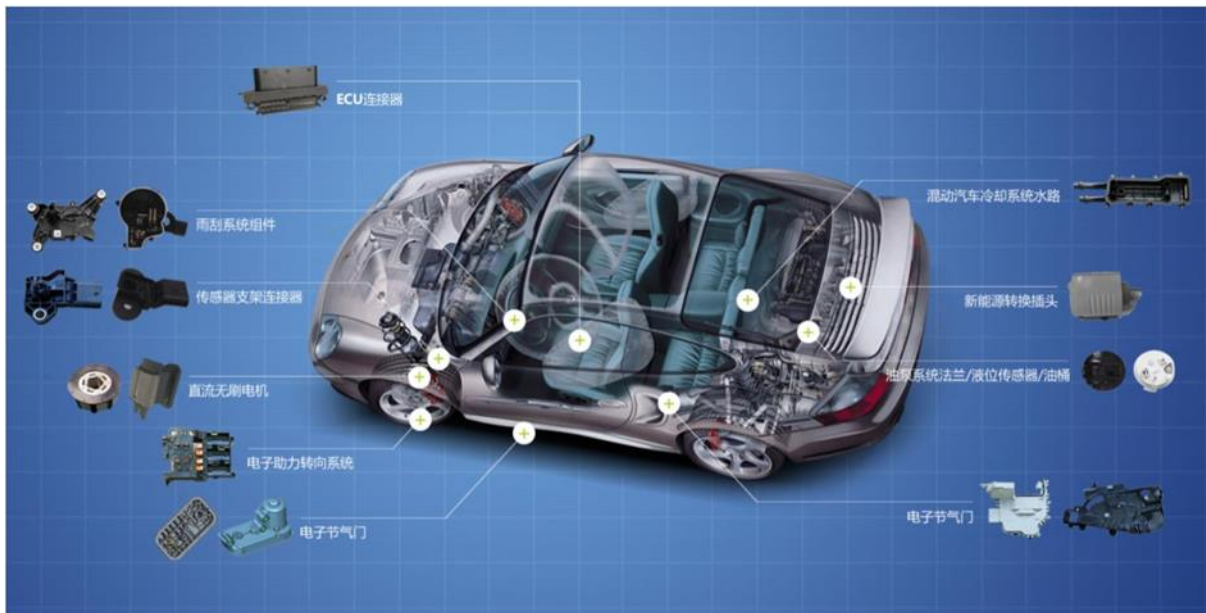
数据来源：苹果财报、立讯精密各年年报、南京证券研究所

统计口径	厂商	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
拆机型	鸿海	8P (45%) / X (100%)	XR (25%) / XS (100%) / XS MAX (85%)	11 Pro (100%) / 11 Pro Max (100%)	SE2 (45%) / 12 mini (20%) / 12 (超50%) / 12 Pro (70%) / 12 Pro Max (100%)	13 (98%) / 13 Pro (60%) / 13 Pro Max (100%)	14 / 14 Pro / 14 Pro Max (高阶版)	15 / 15 Pro / 15 Ultra (15%)
	和硕	8 (100%)	XR (60%) / XS MAX (15%)	11 (80%)	SE2 (50%) / 12 mini (80%) / 12 (部分) / 12 Pro (30%)	13 mini (100%) / 13 (32%)	14 / 14 Plus (中低阶)	15 Plus / 15 Pro (12%)
	纬创	8P (55%)	XR (15%)	11 (20%)	SE2 (5%) / 12 (部分)			
	立讯				SE2、12 mini (少量)	13 Pro (40%)	14 Pro	15 / 15 Pro / 15 Ultra (15%)
整体情况	鸿海	50%-55%	65%-70%	65%-70%	65%-70%	65%-70%		55%-60%
	和硕	30%-35%	20%-25%	20%-25%	20%-25%	15%-20%		15%-20%
	纬创	10%-15%	5%-10%	5-10%	<5%	<5%		
	立讯				<5%	5%	15%-20%	20%-25%

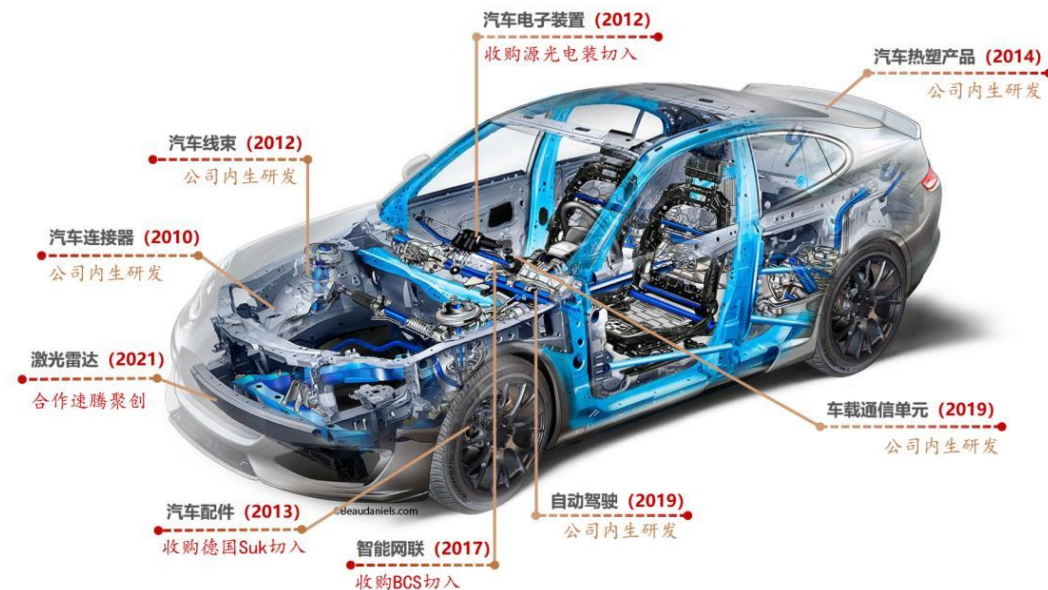
数据来源：快科技、中信证券研究所

➤ 汽车电子是公司开辟新发展路线的重中之重

- 公司与奇瑞的合作，本质目的在于凭借奇瑞在海外的业务布局，在海外市场建立起生产经营经验。然后等待苹果造车的最终落地，以最快的速度切入苹果造车产业链。公司在2023年5月24日投资者交流活动中表述：公司在A点（需要3-4年）、B点（1年半）产品有一定的业务量，且与客户配合默契，所以未来的三、五年，公司在汽车业务上将有不低于30%的增长，甚至达到50%的复合增长目标；
- 公司主要涉及产品：**线束、连接器、充电枪、域控制器、一机多屏、无线充电模块**等智能座舱及其周边的产品领域，所有产品单车价值大概3/4万人民币，按3/4万一台，全球做到1500万台由公司来配套目标计算，在公司的三个五年计划里，公司布局的这些产品能达到2000亿上下的规模。2022年全球新能源汽车销量为1082.4万辆，同比+60.36%，根据EV Tank，2030年，全球新能源汽车销量有望达到5212万辆，CAGR8为21.71%。



数据来源：公司官网、南京证券研究所



数据来源：民生证券《汽车赛道新成长，精密制造龙头再启航》

➤ 汽车电子业务市场规模&营收规模

- 线束产品方面：**据华经产研院数据，低/中/高档传统燃油车单车线束价值分别为2500/3500和4500元，新能源车单车线束价值达5000元，根据EV WIRE的数据，新能源车中单车高压线束价值约为2500元，占整车线束价值的50%左右。公司交付的案例最高单车价值超1万元。2021年全球汽车线束市场中，矢崎、住友、安波福三大厂商市占率合计达71%。中国汽车线束2021年市场规模为628亿元（汽车销量2627.5万量），同比+15.13%；
- 连接器产品方面：**汽车连接器主要可以分为低压/高压/换电/高频高速连接器。传统燃油车以低压连接器为主，单车价值量在400-500元；新能源车单一车型使用连接器数量达600-1000个，单车连接器价值量达3000-4500元，其中高压连接器价值为1000-2000元，高速连接器价值量为2000元。根据Bishop&Associate数据，2021年全球连接器市场规模779.91亿美元，其中通信连接器占比23.47%，排名第一，汽车连接器占比21.86%（170.5亿美元）。2021年中国市场规模不到400亿人民币，预计在2030年将达到1,000亿人民币，以泰科、安波福、安费诺、莫仕以及罗森伯格为代表的外资品牌连接器公司，占据了乘用车95%以上、商用车85%以上的份额。

● 汽车线束类别介绍

类别	类型	主要用途	线束平均售价
传统车 用线束	低压线束为主	低档传统乘用车（10万元车型）	2000-2500元
		低档传统乘用车（20万元车型）	3000元
		高档传统乘用车	5000-6000元
新能源 车用线束	高压线束	低压线束	2500元
		高压连接器	700-3500元
		高压线缆	800元
		交联聚乙烯绝缘电缆	1000元
		硅橡胶电缆	200元/个
		交流充电插座	300-400元/个
		直流电充电插座	

数据来源：华经产业研究院、南京证券研究所

● 汽车连接器类别介绍

类别	介绍	应用场景	价值量
低压连接器	电压不高于60V	传统油车BMS、空调系统、车灯	400-500元
高压连接器	60V-380V电压传输、10A-30A电流传输	新能源汽车电池、PBU（）高压配电箱）、OBC（车载充电机）、直/交流充电接口、DC/DC、空调、PTC加热	1000-2000元
高速连接器	Fakra射频连接器 Mini-Fakra连接器 HSD连接器 以太网连接器	信息娱乐系统、导航与驾驶辅助系统、摄像头、传感器、广播天线、GPS、蓝牙、WiFi、无钥匙进入、信息娱乐系统	约2000元

数据来源：华经产业研究院、线束技术、EV 汽车邦、民生证券《汽车赛道新成长，精密制造龙头再启航》

➤ 通信业务是否能乘上AI之风

- ❑ 电连接是公司最早产品线，积累也最深，是唯一进入该领域第一梯队的供应商；光连接产品线专注于高速大带宽和硅光高端产品的研发；通信产品有核心模组和整机产品两个方向，模组产品拥有**滤波器、天线、塔放、合路器**等，整机产品有**小基站、RRU、微波定点传输产品**等。工业产品以**工业连接器和线缆组件**为基础，逐步拓展模组和整机产品。2022年进入热管理领域，包括**散热模组、水冷产品、风扇产品**以及**系统温控产品**；
- ❑ 目前，公司目前400G光模块已有量产出货，订单持续向好，**800G硅光模块**在多家客户完成测试，小批量交付正在准备中（2023年5月5日投资者交流）。当前全球十大光模块厂商有5家中国企业，中际旭创（并列第一），华为（3），海信宽带（5），新易盛（7），光迅科技（8）。按照以往厂商经验，从400G到800G，最快1.5-2年时间。

● 全球前十大光模块厂商

2010	2016		2018	2021
Finisar	Finisar	1	Finisar	II-VI & Innolight(中际旭创)
Opnext	Hisense 海信宽带	2	Innolight 中际旭创	Innolight(中际旭创)
Sumitomo	Accelink 光迅科技	3	Hisense 海信宽带	Huawei(HiSilicon 华为)
Avago	Acacia	4	Accelink 光迅科技	Cisco(Acacia)
Source Photonics	FOIT(Avago)	5	FOIT(Avago)	Hisense 海信宽带
Fujitsu	Oclaro	6	Lumentum/Oclaro	Broadcom(Avago)
JDSU	Innolight 中际旭创	7	Acacia	Eoptolink 新易盛
Emcore	Sumitomo	8	Intel	Accelink 光迅科技
WTD	Lumentum	9	AOI	Molex
NeoPhotonics	Source Photonics	10	Sumitomo	Intel

数据来源：中际旭创2022年年报引用Light Counting、南京证券研究所

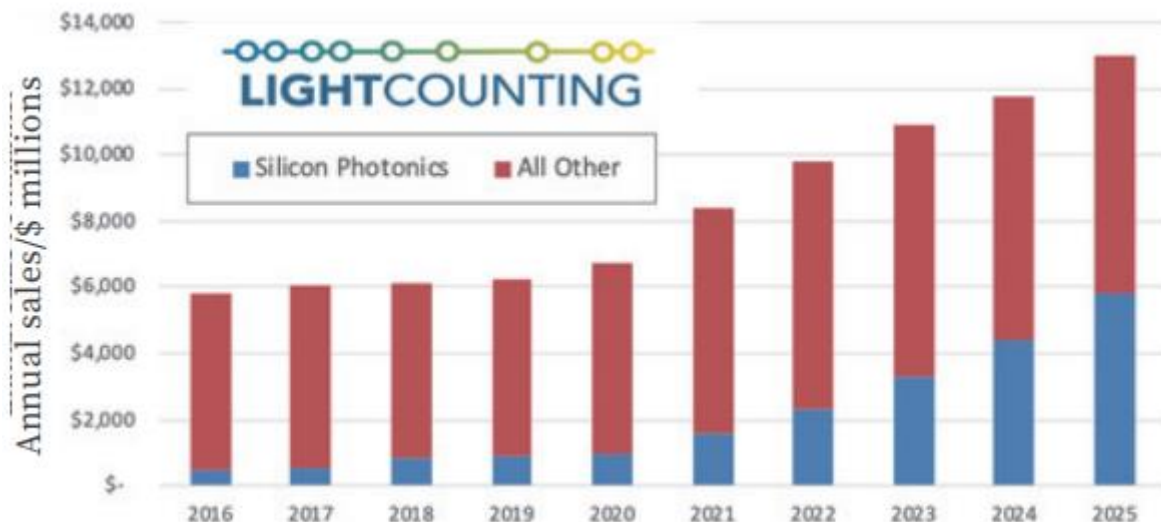
厂商	P/N	架构方案	描述	带宽	Transmitter	Receiver	功耗	传输距离
中际旭创	T-OM8CNT-H00	4×100G×2	OSFP 2x FR4	800G	EML CWDM	PIN	16W	2km
	T-OP8CNH-N00	8×100G	OSFP DR8	800G	1310nm EML	PIN	16W	500m
	C-OS8CNSxxx-N00	8×100G	OSFP AOC	800G	Siph Based	PIN	16W	100m
新易盛	EOL0-138HG-5H-XMX	8×100G	OSFP DR8	800G	1310nm	PIN		500m
	EOL0-168HG-02-XX	2×400G	OSFP FR4	800G	CWDM	PIN		2km
	EOL0-138HG-E-5H-D	4×200G	OSFP 800G DR4	800G	1311nm	PIN		500m
	EOL0-13T-02-M	8×200G	OSFP-XD 1.6T DR8	1.6T	1311nm	PIN		2km
光迅科技	RTXM600-201	8×100G	OSFP DR8	800G	1310nm EML	PIN	16W	500m
	RTXM600-400	8×100G	QSFP-DD800 DR8	800G	1310nm EML	PIN	16W	500m
立讯精密	PA0BDSB01-NC-R	4×100G	QSFP-DD DR4	400G	1310nm EML	PIN	10W	500m

数据来源：各大公司官网、南京证券研究所

➤ 光模块业务未来前景？（硅光模块）

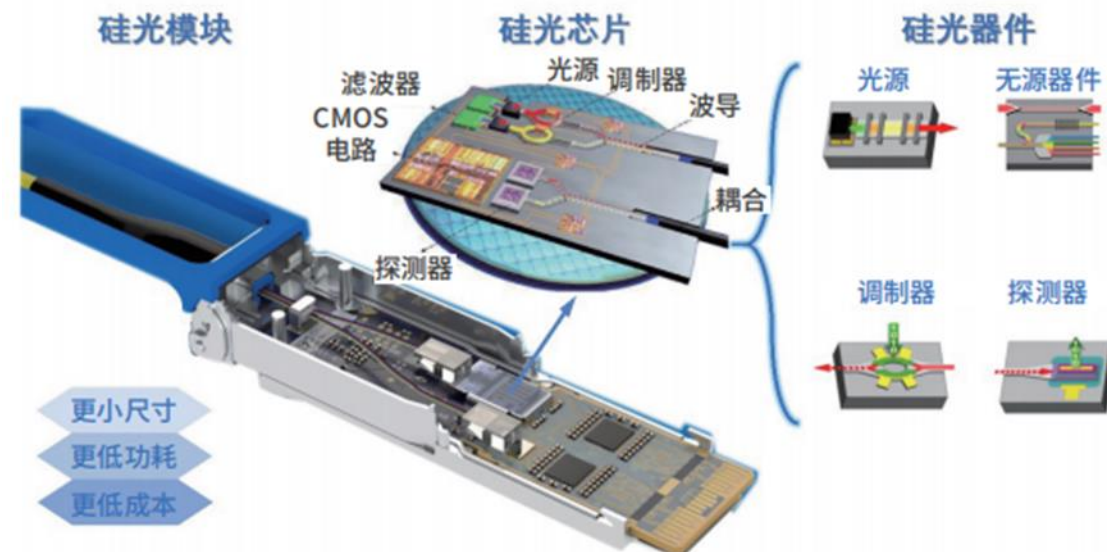
- ❑ 从公司投资者交流纪要中显示，公司800G光模块选择的技术路径是硅光技术。是基于硅和硅基衬底材料(如SiGe/Si、SOI等)，利用现有CMOS工艺进行光器件开发和集成的新一代技术。硅光模块产生的核心理念是“以光代电”，即利用激光束代替电子信号进行数据传输；
- ❑ 当前，中际旭创做到了800G硅光模块的量产，该技术不足在于良率和损耗，难点在于全光信号的话，就不仅仅需要探测光的强度一个指标（直接探测），而需要相干探测（光波的振幅、频率、相位等等），这样可以显著提高单通道的传输速率；
- ❑ 传统光模块使用的激光器，以InP为衬底的集成光芯片，缺点是In贵，通信光波在InP光芯片中损耗比较大。

● 硅光模块在总光模块市场份额占比



数据来源：中际旭创2022年年报引用Light Counting、南京证券研究所

● 硅光模块结构



数据来源：今日广电（徐芳露/司马朝坦/沈力 华中科技大学武汉光电国家研究中心，光学与电子信息学院著）、南京证券研究所

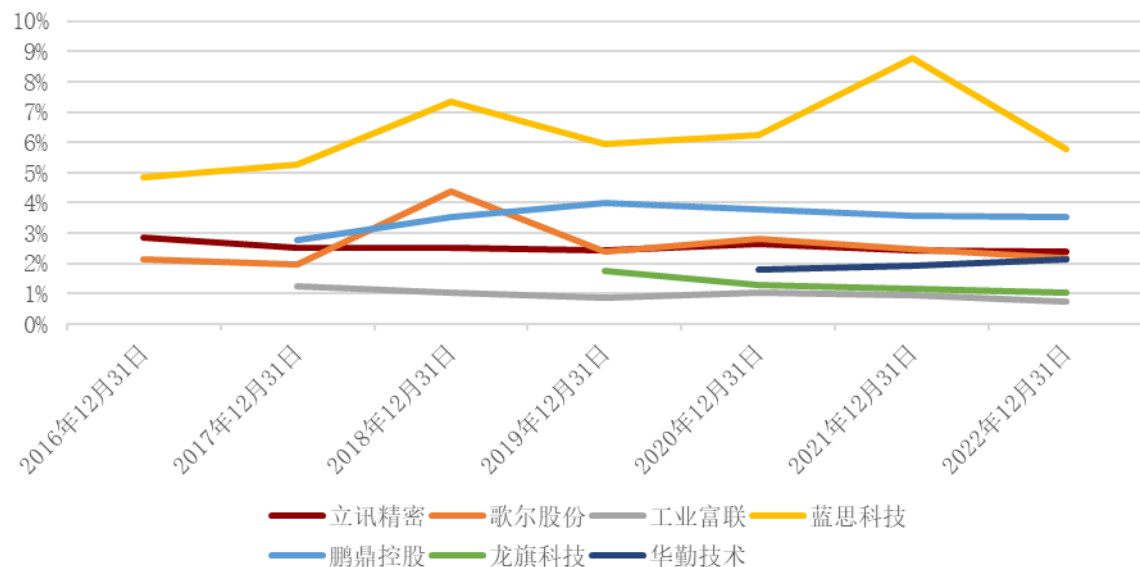
03

公司经营情况

➤ 人的管理：经过多年持续并购，公司管理费并未出现异常上升

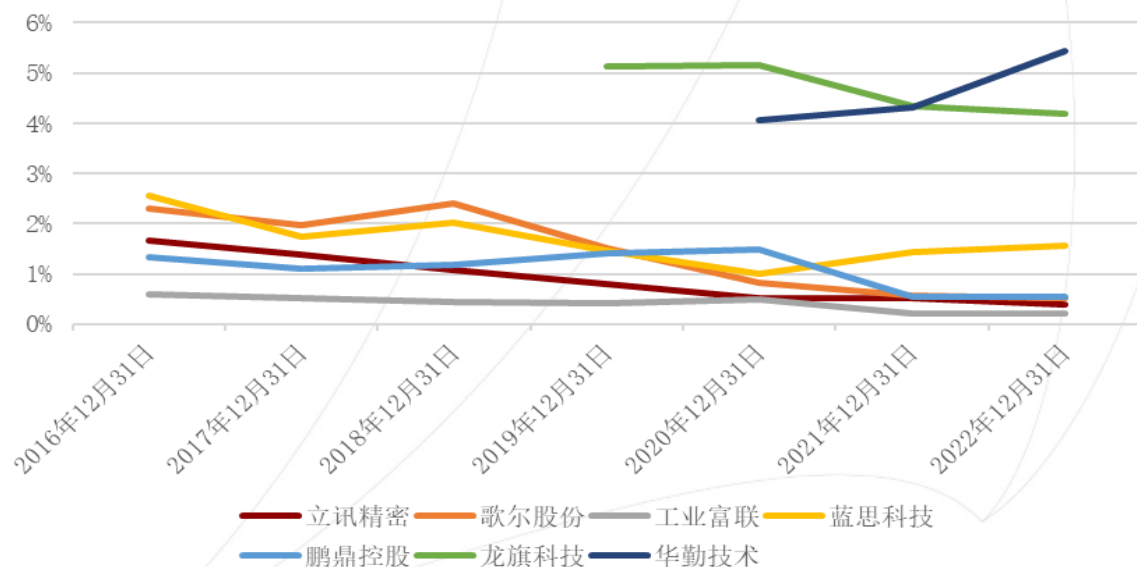
- 公司自上市开始，并购整合较为频繁。但是，好的一面是公司管理费用率依然保持逐年下降的趋势，从2016年的2.84%，降低至2022年的2.37%。同类可比公司中，工业富联最低，0.75%左右，待上市的龙旗科技、华勤技术分别为1.02%，2.12%。于此同时，逐步切入苹果链后，产品销售其实容易很多，这也是苹果链企业的共同趋势，销售费用率明显下降。（2016年1.67%，2022年0.39%）
- 频繁并购整合的背景下，还能够保持有效且低成本的管理，主要原因有两个：1）公司并购的目的大多是为了扩充产能，与公司原有业务并不冲突。管理基层员工的经验可以移植应用；2）2010年王来春43岁，王来胜46岁，可以精力与体力完全支持公司不断扩张的业务。2023年两人分别56岁和59岁。

● 与可比公司管理费率变化情况（单位：%）



数据来源：同花顺、龙旗科技招股说明书、华勤技术招股说明书、南京证券研究所

● 与可比公司销售费率变化情况（单位：%）

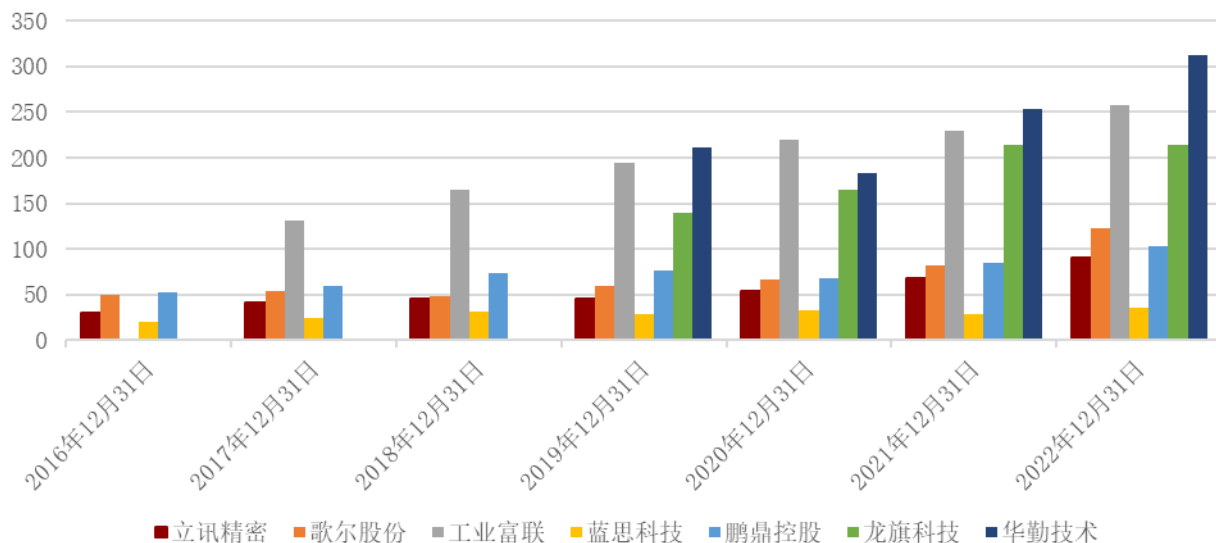


数据来源：同花顺、龙旗科技招股说明书、华勤技术招股说明书、南京证券研究所

➤ 人的管理：人均创收增长明显，但绝对量仍处可比公司中低位

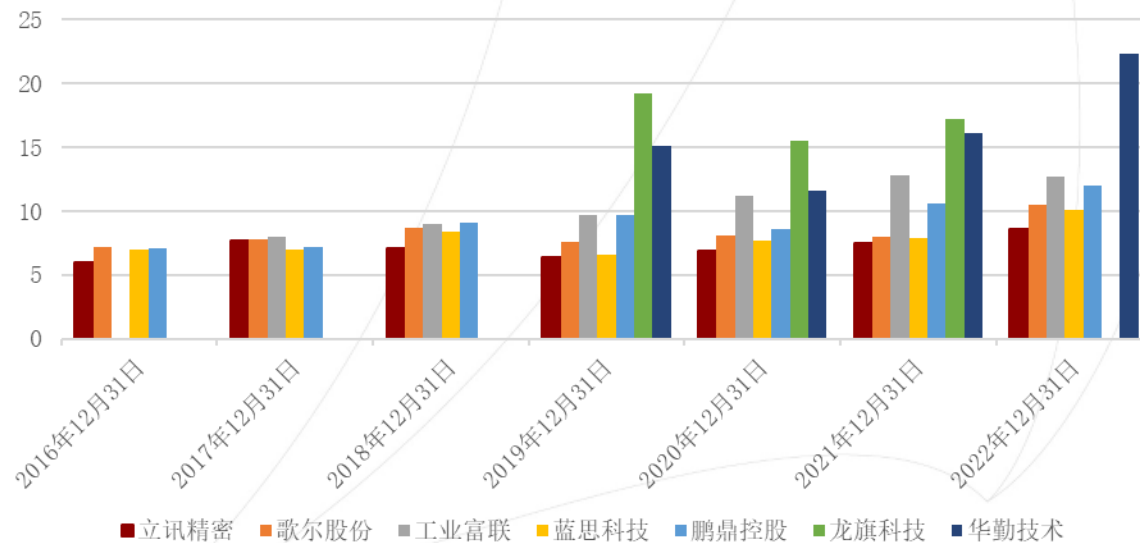
- 公司的人均创收情况一直在不断提高，2016年30.53万，2022年90.33万，增长了近3倍，歌尔股份49.04万→122.89万，工业富联131.78万→257.12万，蓝思科技20.54万→36.21万，鹏鼎控股52.15万→102.45万，客观来说，公司人均创收在同类公司中不高，但增速非常迅猛；
- 与之相对应地，立讯精密人均薪酬（扣除关键管理人员）一直都不是很高，处于可比公司垫底水平，2016年5.96万，2022年8.59万，7年增幅仅44%，歌尔股份7.15万→10.55万，工业富联8.00万→12.74万，蓝思科技7.03万→10.12万，鹏鼎控股7.08万→11.97万。龙旗科技、华勤技术远高于同类公司，不是很可信；
- 立讯精密最为显著的优势就是员工的管理能力，从而转化为抢单子的价格优势。人均创收处于较低位置，应该是公司有意为之。

● 与可比公司人均创收变化情况（单位：万元）



数据来源：同花顺、龙旗科技招股说明书、华勤技术招股说明书、南京证券研究所

● 与可比公司人均薪酬（扣除关键管理人员）变化情况（单位：万元）

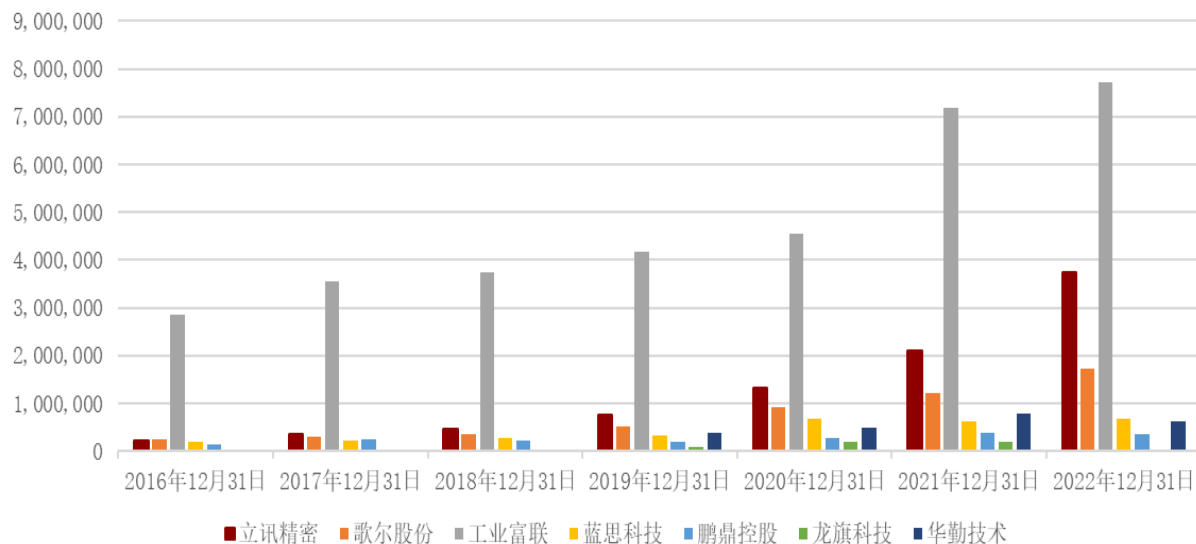


数据来源：同花顺、龙旗科技招股说明书、华勤技术招股说明书、南京证券研究所

物的管理：存货规模大幅上涨，帮大客户消化库存风险

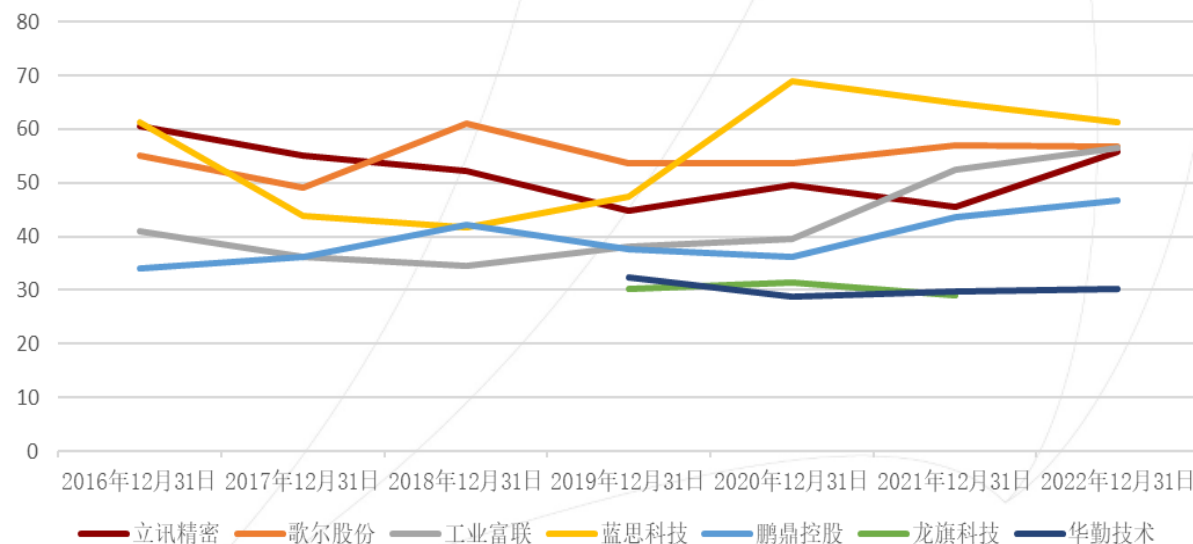
- 公司的存货伴随着果链业务的深入，快速增加，2016年21.2亿，2022年373.6亿，增长了17.6倍，与此同时，营业收入增长15.6倍。歌尔股份24.3亿→173.5万（7.1倍，营收5.4倍），工业富联285.6亿→773.2亿（2.7倍，营收1.9倍），蓝思科技19.6亿→66.9亿（3.4倍，营收3.1倍），鹏鼎控股15.2亿→34.4亿（2.3倍，营收2.1倍），行业共性问题；
- 与之相对应地，立讯精密存货周转保持行业前列水平，2016年60.48天，2022年55.81天，果链可比公司中仅落后鹏鼎控股；
- 立讯精密伴随存货的大规模增加，每年存货跌价准备逐年增高，2016年当期发生额为1,776.4万，至2022年飙升至4.08亿。未来随着代工份额持续增长，这部分金额仍将继续走高。

● 与可比公司存货变化情况（单位：万元）



数据来源：同花顺、龙旗科技招股说明书、华勤技术招股说明书、南京证券研究所

● 与可比公司存货周转率变化情况（单位：天）

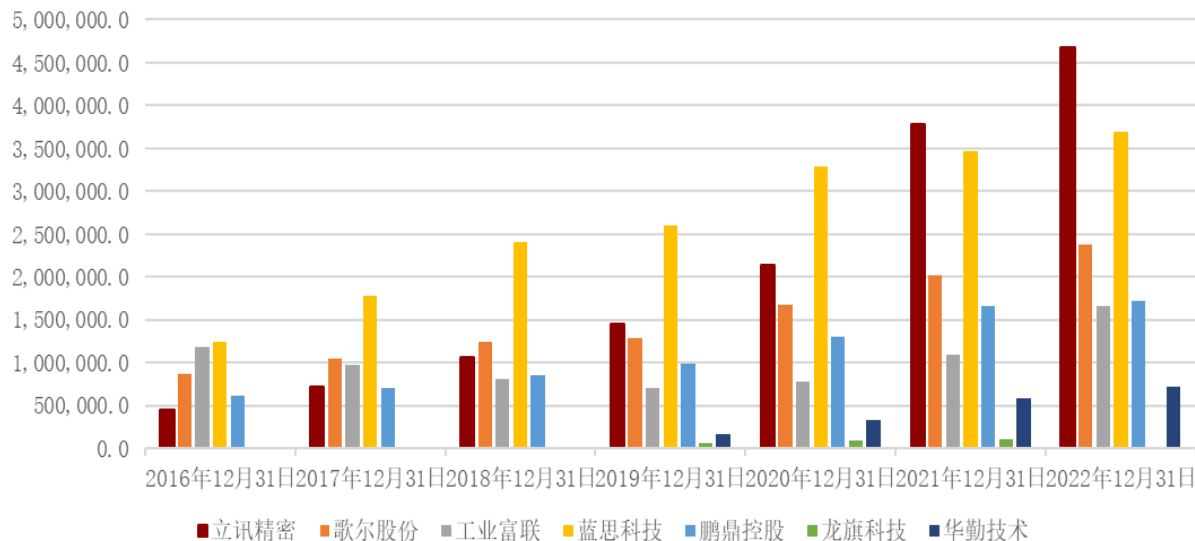


数据来源：同花顺、龙旗科技招股说明书、华勤技术招股说明书、南京证券研究所

➤ 物的管理：固定资产的扩张仍然高歌猛进

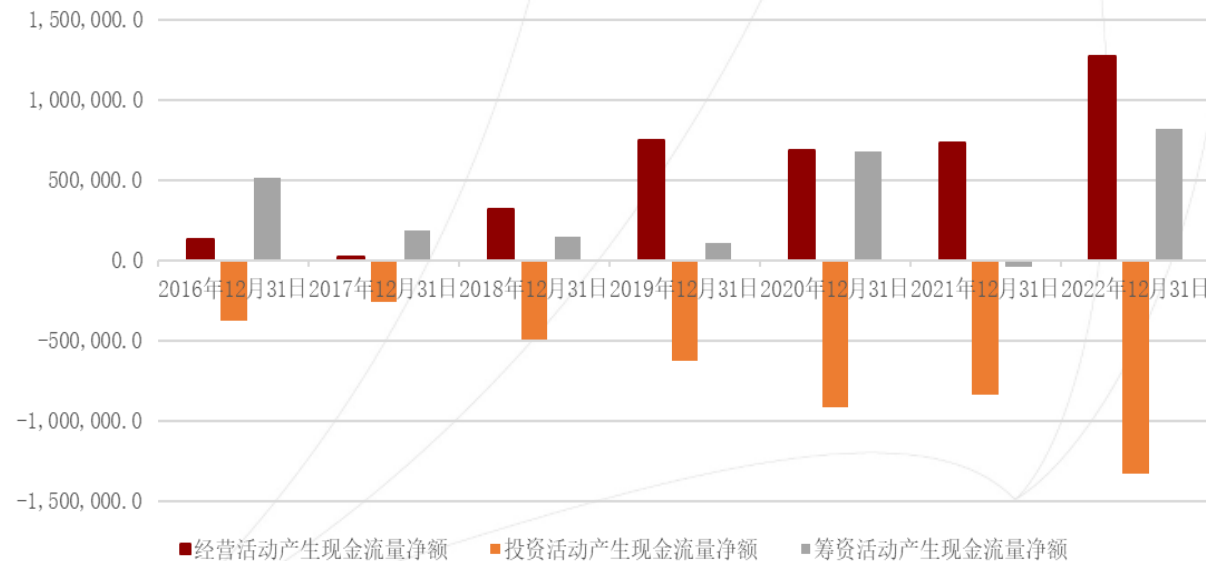
- ❑ 公司固定资产+在建工程高居可比公司第一，2016年45.6亿，2022年467.2亿，7年时间增加了421.6亿。另一方面，从现金流量表可以佐证，2016至2022年公司购建固定资产、无形资产和长期资产的累积金额为502.6亿；歌尔股份87.6亿→237.4亿，工业富联119.0亿→166.4亿，蓝思科技123.7亿→369.2亿，鹏鼎控股61.7亿→172.2亿；
- ❑ 相对应地，2016年至2022年公司累积获取净利润337.4亿（经营活动累积获取389.7亿），基本上可以确认把转来的钱几乎全部投入到固定资产和产能扩建上；
- ❑ 1) 公司仍然处于高速扩张期，如果没有特殊情况，业务的增长仍然可期；2) 公司是比较“听话”的，去苹果化与实际行动并不相符；

● 与可比公司固定资产+在建工程变化情况（单位：万元）



数据来源：同花顺、龙旗科技招股说明书、华勤技术招股说明书、南京证券研究所

● 公司现金流量变化情况（单位：万）

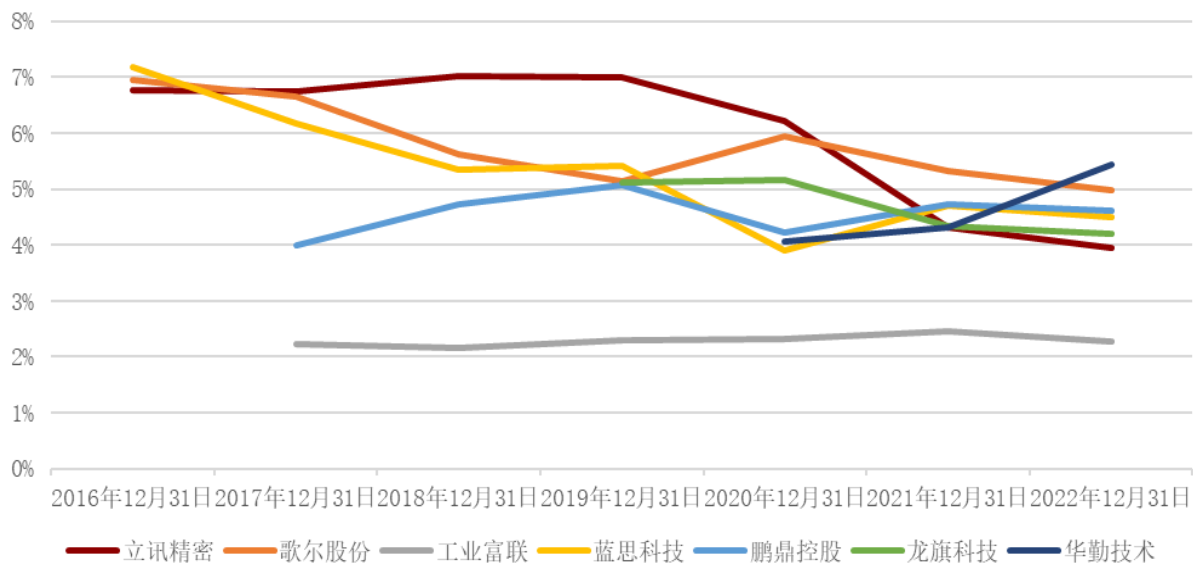


数据来源：同花顺、龙旗科技招股说明书、华勤技术招股说明书、南京证券研究所

技术的拓展：研发投入强度逐年下降，汽车/通信研发项目较多

- 智能可穿戴领域研发**14**项，涉及摄像头马达、智能手表低压注塑、TWS耳机等方向，多数研发目的为了提高产品性能；汽车业务相关研发**11**项，主要集中在**线束、壳体、智能座舱、连接器**方向。线束产品大多已完成量产；通信相关研发项目**13**项，主要集中在**光模块（5G通信、QSFP112 MSA产品）**，高速光模块技术集中在硅光平台的单通道**112G**高速信号传输，以及**PCB/线缆/散热**等配套件。项目大多处于测试验证阶段；
- 从研发进度来看，新能源车线束、二次电枪、5G通信光模块、5G边缘智能网关、5G滤波器有望较快贡献收入。

● 与可比公司研发费用率变化情况（单位：%）



数据来源：同花顺、龙旗科技招股说明书、华勤技术招股说明书、南京证券研究所

项目名称	项目进展	项目目的
高精度光学与传感器复合防抖摄像头马达的研发智能手表高精度低压注塑成型技术的研发	已完成并量产	加入新的结构设计方式，并在关键制程中导入自动化生产设备，提高生产效率及稳定度
智能手表高精度低压注塑成型技术的研发	已完成量产	
一体式VR眼镜/VR一体机的研发	研发项目已通过设计、调试和验证阶段	新品开发
汽车 FAKA 线束的研发	已完成并量产	新品开发
新能源汽车高压线束的研发	已完成并量产	新品开发
新能源汽车模式二充电枪的研发	已完成并量产	新品开发
QSFP112 MSA 产品系列	测试验证	开发下一代 112G Pam4 高速以太网 I/O 连接器，AOC 及线缆产品
基于四通道 QSFP-112外形的热插拔 400G 光收发模块的研究与开发	研发项目完成	开发满足市场需求的小封装单通道 112G光模块，扩展技术平台，同时向下一代技术平台扩充产品序列
5G 轻型一体化滤波器研发	小批量量产	减小5G滤波器体积、减轻重量、提高生产效率，提升5G滤波器产品竞争力

数据来源：立讯精密2022年年报、南京证券研究所

04

公司估值与评价

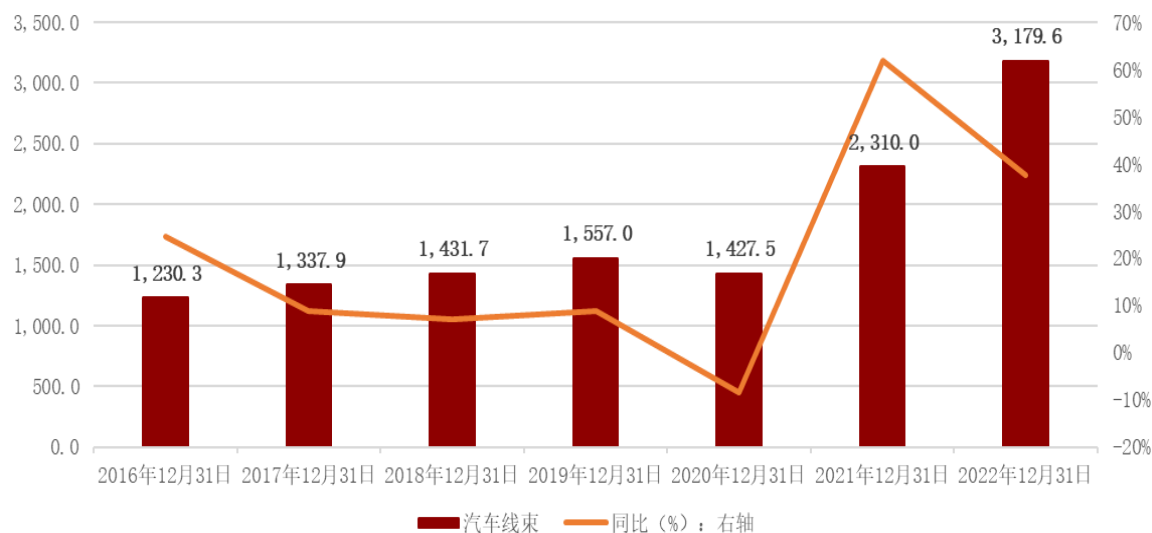
➤ 消费电子业务拆分与预测

单位：百万人民币		2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
消费电子业务收入		26,806.74	51,990.38	81,818.16	134,638.00	179,666.86	216,307.02	262,183.17	294,219.09
YoY (%)			93.9%	57.4%	64.6%	33.4%	20.4%	21.2%	12.2%
A客户	营业收入（百万）	12,022.82	28,818.27	56,470.89	99,753.29	131,659.87	153,897.94	187,292.27	211,839.10
	YoY (%)	116.4%	139.7%	96.0%	76.6%	32.0%	16.9%	21.7%	13.1%
iPhone									
出货量（百万）		206.26	195.60	201.10	237.90	224.70	222.45	220.23	218.03
YoY (%)		-4.4%	-5.2%	2.8%	18.3%	-5.5%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
BOM ASP 平均（美元）				310	351	366	383.0	402.2	422.3
代工份额 (%)				2%	5%	10%	12%	17%	20%
代工规模（百万¥）				8,353.69	27,973.47	55,100.93	71,567.58	105,392.21	128,888.47
Airpods									
出货量（百万）		35.00	58.70	99.40	92.70	91.40	90.49	89.58	88.69
YoY (%)			67.7%	69.3%	-6.7%	-1.4%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
BOM ASP 平均（美元）		70	93	94	94	96	94	95	96
代工份额 (%)		70%	66%	63%	65%	65%	68%	65%	65%
代工规模（百万¥）		11,490.50	24,140.14	39,439.34	37,948.60	38,212.51	40,487.06	38,721.45	38,737.75
Apple Watch									
出货量（百万）		18.0	27.3	35.2	39.4	41.4	42.64	43.49	43.93
YoY (%)			51.7%	28.9%	11.9%	5.1%	3.0%	2.0%	1.0%
BOM ASP 平均（美元）				136	150	170	170	170	170
代工份额 (%)				10.0%	30.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
代工规模（百万¥）				3,207.42	11,879.10	18,861.84	20,297.59	20,703.54	20,910.58
非A客户	营业收入（百万）	14,783.92	23,172.11	25,347.27	34,884.70	48,006.98	62,409.08	74,890.90	82,379.99
	YoY (%)	53.5%	56.7%	9.4%	37.6%	37.6%	30%	20%	10%

➤ 汽车电子业务估值与评价（全球连接器厂商排名第6）

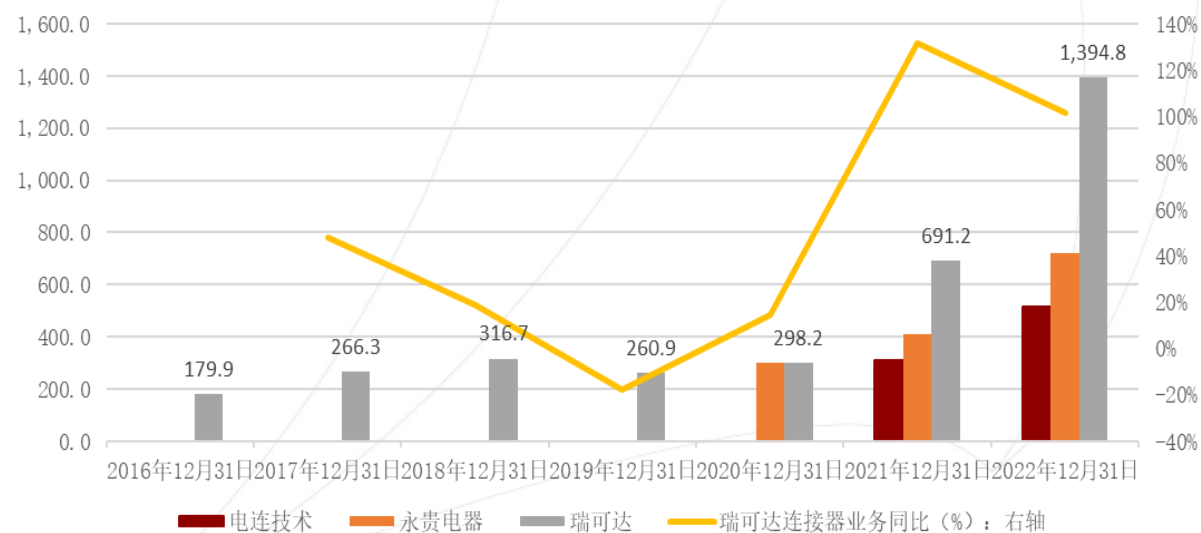
- ❑ 汽车线束：2021年沪光股份（研发人员681人）募资5.49亿投资汽车线束部分生产项目，2022年立讯精密拟募资135亿，其中20亿资金投向新能源汽车生产线项目。假设资金使用效率大致相同，且立讯精密使用一半资金投向汽车线束产能建设，公司披露汽车技术团队4000人，每个产品线大致1000人，大致上公司汽车线束项目的未来预期营收能达到沪光股份的2倍，也就是60亿左右，立讯精密产线建设项目的周期大概是4年；
- ❑ 汽车连接器：2月26日投资者交流纪要提到全球连接器市场2021年780亿美金，预计2025年约1,000亿美金；通讯和汽车是在连接器上两个最大的细分市场，其中汽车连接器占23%份额，即171亿美金的市场规模，到2030年预估会达到330亿美金的规模，成长接近一倍，公司的目标是2030年达到全球市占率的3%，或者国内10%的份额，也就是30亿美金的营收；
- ❑ 故假设2025年汽车线束业务做到60亿、汽车连接器做到86亿，合计146亿左右，复合增长率在35%左右，符合公司年化增长30%~50%的战略。

● 沪光股份汽车线束业务变化情况（单位：百万）



数据来源：同花顺、南京证券研究所

● 汽车连接器行业国内企业业务变化情况（单位：百万）



数据来源：同花顺、南京证券研究所

➤ 通信业务估值与评价

- ❑ 2022年收购汇聚科技（特种、定制线缆）、华荣科技（天馈、企业网、能基、传输、网络、无线总装业务。业务模块几乎覆盖整个华为技术通信设备的总装产品，是目前华为技术的所有EMS厂商中业务类型最全的一家核心供应商）；
- ❑ 2022年通信业务收入受到上述两家公司并表影响（汇聚科技46.24亿，华荣科技24.27亿计算），扣除并表影响，该部分业务2022年营收大致为57.84亿，同比增长76.90%；
- ❑ 汇聚科技2022年营收增长60%，该年新增服务器销售业务，金额为24.99亿港币，剔除新增业务，公司2022年营收32.37亿港币，同比下滑9.83%。
- ❑ 立讯剔除汇聚科技、华荣科技后业务主要为通信连接器、高速传输线以及散热管理，该部分较为受益于数据中心建设的快速扩张，因此假设该部分业务营收增长50%、30%、10%。通信业务未来三年营收为161.15亿、191.06亿、207.73亿，同比25.6%、18.6%、8.7%。

单位：百万人民币	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
通信业务收入	2,151.64	2,237.14	2,265.42	3,269.48	12,834.37	16,114.68	19,106.20	20,772.64
YoY (%)		4.0%	1.3%	44.3%	292.6%	26%	19%	9%
汇聚科技营收（百万）	1,127.52	1,314.76	2,543.79	2,914.30	5,051.15	4,818.10	4,944.87	5,137.51
港币兑人民币	0.86	0.91	0.85	0.81	0.88	0.90	0.90	0.90
汇聚科技营收（百万港币）	1314.44	1438.94	3,009.76	3,593.42	5,770.04	5,353.44	5,494.30	5,708.34
YoY (%)		9.5%	109.2%	19.4%	60.6%	-7.2%	2.6%	3.9%
华荣科技营收（百万）					2,426.98	2,621.14	2,883.26	3,229.25
YoY (%)					6.1%	8.0%	10.0%	12.0%
剔除后营收（百万）					5,783.63	8,675.44	11,278.07	12,405.88
YoY (%)					76.9%	50.0%	30.0%	10.0%

注：汇聚科技、华荣科技并表影响收入数据来源于立讯精密2022年年报，与汇聚科技年报营收有小额偏差，华荣科技可查的营收数据为2017年大致17亿，按此计算，至2022年，年化复合增速为6.1%

标红部分为假设数据

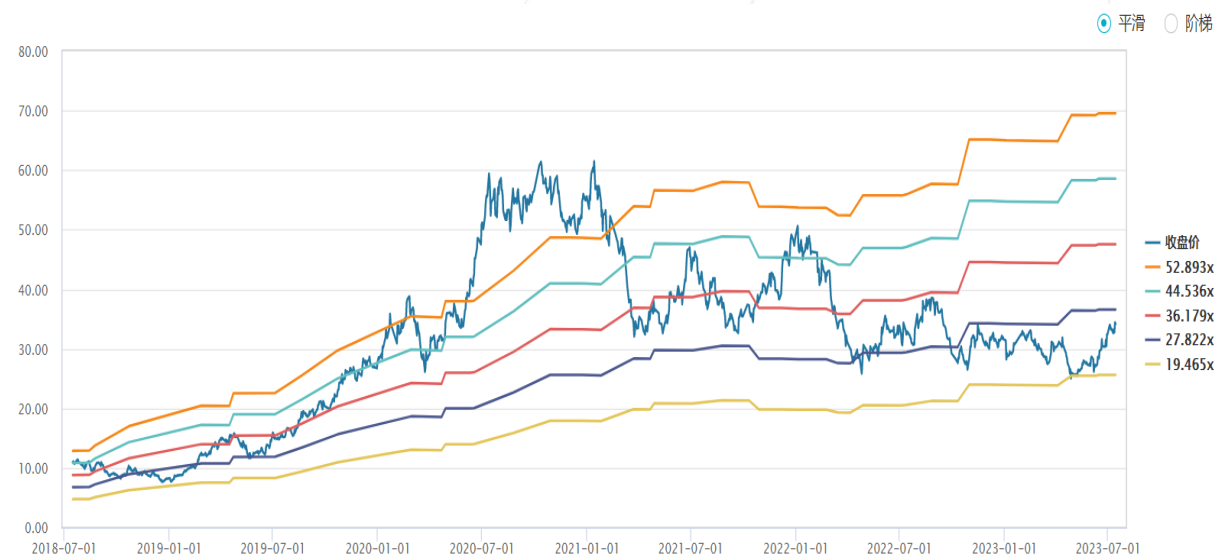
➤ 同类可比公司比较（截至2023年7月14日）

公司代码	公司名称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
601138.SH	工业富联	5,416	238.52	269.85	305.95	22.70	20.07	17.70
002241.SZ	歌尔股份	628	23.83	32.39	41.35	26.36	19.40	15.20
300433.SZ	蓝思科技	613	29.41	41.89	51.11	20.83	14.63	11.99
002938.SZ	鹏鼎股份	576	51.70	60.15	66.11	11.14	9.57	8.71
平均值						20.26	15.92	13.40
002475.SZ	立讯精密	2,437	105.95	127.17	145.26	20.9	17.5	15.5

数据来源：同花顺、Wind、南京证券研究院；注：可比公司数据采用Wind一致预期，股价时间为2023年7月14日



数据来源：同花顺、南京证券研究所



数据来源：Wind、南京证券研究所

财务报表预测：

利润表

年（百万元，百万股）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	153,946.1	214,028.4	257,577.6	310,492.5	348,527.3
营业成本	135,048.3	187,928.9	227,959.5	274,932.1	308,613.9
营业税金及附加	193.8	476.3	531.9	574.4	713.4
销售费用	789.9	831.4	1,030.3	1,347.1	1,420.0
管理费用	3,741.9	5,075.7	6,053.1	7,402.3	8,254.9
研发费用	6,642.3	8,447.0	10,045.5	11,954.0	13,244.0
财务费用	554.7	882.7	1,030.3	1,213.7	1,398.0
资产减值损失	162.8	846.8	127.6	143.2	144.5
信用减值损失	26.9	47.2	22.3	26.2	30.6
其他经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	689.4	998.3	778.7	822.1	866.4
公允价值变动损益	-115.7	13.6	0.0	0.0	0.0
资产处置收益	-45.3	47.9	0.0	0.0	0.0
其他收益	853.5	602.3	635.5	697.1	645.0
营业利润	8,167.4	11,154.5	12,191.2	14,418.6	16,219.3
营业外收入	21.1	34.3	25.8	27.1	29.1
营业外支出	45.7	30.8	38.2	34.5	36.4
其他非经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	8,142.8	11,158.0	12,178.8	14,411.2	16,211.9
所得税	322.2	667.3	544.8	511.4	574.5
净利润	7,820.6	10,490.7	11,634.0	13,899.7	15,637.4
少数股东损益	750.1	1,327.6	1,038.8	1,183.2	1,111.0
归属母公司股东净利润	7,070.5	9,163.1	10,595.2	12,716.5	14,526.4
总股本	7,071.3	7,115.5	7,115.5	7,115.5	7,115.5

风险提示

- 数据中心建设不及预期
- 经济复苏不及预期
- 中美贸易摩擦加剧
- 大客户出货量不及预期

分析师声明

- 作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

- 本报告仅供南京证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。
- 本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对投资者私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。
- 本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。
- 本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“南京证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

投资评级说明

南京证券行业投资评级标准：

推 荐：预计6个月内该行业指数相对沪深300指数涨幅在10%以上；
中 性：预计6个月内该行业指数相对沪深300指数涨幅在-10%~10%之间；
回 避：预计6个月内该行业指数相对沪深300指数跌幅在10%以上。

南京证券上市公司投资评级标准：

买 入：预计6个月内该上市公司股价相对沪深300指数涨幅在15%以上；
增 持：预计6个月内该上市公司股价相对沪深300指数涨幅在5%~15%之间；
中 性：预计6个月内该上市公司股价相对沪深300指数涨幅在-10%~5%之间；
回 避：预计6个月内该上市公司股价相对沪深300指数跌幅在10%以上。