



立讯精密 (002475.SZ): 完成布局, 静待新产品迭代周期

——公司首次覆盖及半年报点评报告

核心观点

决定立讯精密股价趋势性波动的核心指标, 在收入保持趋势性向上增长前提下, 将更多的来自于 ROE, 而非毛利率, 这是公司商业模式决定的。我们认为, 2022 年随着立讯在大客户的业务趋于完善, 公司在大客户业务不是进入瓶颈阶段, 反而是迈上一个新台阶的初始阶段。根据我们的测算, 到 2030 年立讯在大客户的 TAM(有效目标空间)总计能达到 1.33 万亿, 而至 2025 年公司在在大客户的收入预计达到 4880 亿元, 较 2021 年 1140 亿收入, 实现 36% 的 CAGR 成长, 消费电子业务仍具备高成长预期。从收入结构上, 更高占比的 module (模组) 和 System assembly (系统级组装) 业务, 构成公司 ROE 持续上升的基础。

关于立讯的底层商业战略逻辑, 我们总结为“公司会战略性预判技术迭代周期加速的行业, 并用最有效的方式实现蛋糕最大化”。公司过去的成功, 均在于此底层逻辑的实施。下游需求驱动技术迭代周期加速的行业, 将呈现出几个特点。其一、技术升级加速下, 原有供应链格局将重新洗牌。其二、技术迭代带动的产品更新速度加快, 产业蛋糕迅速扩大。从当前时点看, 电动汽车和 MR 均在其列。公司目前在 MR 和汽车领域进行的布局趋于完成, 这将逐步给公司在未来十年甚至更久的时间跨度带来丰厚的收益回报机会。

新能源车: 最大逻辑在于公司主体产业卡位已近完成, 进而实现从组装-Tire1.5-重要组件为主体的黄金三角架构, 未来几年将迎来汽车业务的高速发展时期。

元宇宙和 XR: 绑定大客户 MR 业务, 强化同 Google, Sony, Meta, Microsoft 等公司在 XR 上的战略合作关系。预计相关 XR 产品在未来 2 年陆续进入市场。

投资建议

从中期数据和三季度预测数据来看, 公司自 2021 年上半年到 2022 年 5 月, 因为疫情、产线良率、原料成本和人力等诸多因素形成的业绩压制因素在逐步消除, 公司业绩向上弹性开始呈现。根据我们的模型测算, 我们预判公司 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 104/149/207 亿元, 基于 2022 年 8 月 26 日收盘价 38.70 元, 对应 PE 为 26/18/13 倍, 首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示

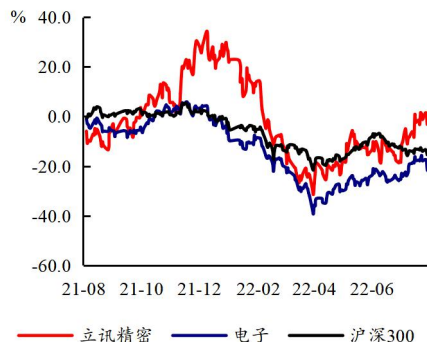
大客户销售情况波动风险, 经济政治风险, 业务扩张带来的内部管理的风险。

评级 推荐 (首次覆盖)

报告作者

作者姓名 彭琦
 资格证书 S1710522060001
 电子邮箱 pengq887@easec.com.cn
 联系人 沈晓涵
 电子邮箱 shenxh@easec.com.cn
 联系人 傅昌鑫
 电子邮箱 fucx907@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	7035.43
流通 A 股/B 股(百万股)	7035.43/0.00
资产负债率(%)	61.83
每股净资产(元)	4.31
市净率(倍)	8.97
净资产收益率(加权)	10.38
12 个月内最高/最低价	51.00/26.05

相关研究

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	153946.10	209945.74	271139.67	329667.54
增长率 (%)	66.43	36.38	29.15	21.59
归母净利润	7070.52	10382.44	14930.93	20670.90
增长率 (%)	-2.14	46.84	43.81	38.44
EPS (元/股)	1.01	1.47	2.11	2.92
市盈率 (P/E)	48.71	26.41	18.37	13.27
市净率 (P/B)	9.86	6.11	4.58	3.41

资料来源: 同花顺 iFinD, 东亚前海证券研究所, 股价为 2022 年 8 月 26 日收盘价 38.70 元

正文目录

1. 核心观点.....	5
2. ROE 更能反映公司的价值趋势.....	6
2.1. 我们为什么更关注 ROE 而不是毛利率.....	6
2.2. 立讯商业模式需要关注的两个核心前提.....	9
2.3. 系统组装和模组带动公司 ROE 重回上升通道.....	11
3. 立讯的底层商业逻辑.....	18
3.1. 用最有效的方式收获智能手机迭代红利.....	18
3.2. 电动汽车：整体战略布局初步完成.....	21
3.3. XR 领域：绑定大客户，以点及面.....	35
4. 半年报业绩，拐点已显.....	39
5. 估值与盈利预测.....	41
6. 风险提示.....	41

图表目录

图表 1. 2012-2021 年公司 ROE 及毛利率.....	7
图表 2. 到 2021 年公司消费电子业务各子板块规模比例.....	7
图表 3. 公司股价走势与 ROE 高度相关.....	9
图表 4. 2016 年后 ROE 提升主要来自于杠杆提高及资产运营效率提升.....	10
图表 5. 公司历次融资情况梳理.....	11
图表 6. 台企陆续退出大客户产业链.....	12
图表 7. 大陆企业逐步承接大客户产业链更多份额.....	12
图表 8. 大客户产业链各公司 ROE 变化.....	13
图表 9. 歌尔与立讯期间 ROE 对比.....	14
图表 10. 立讯各个产品线营业收入在大客户成长趋势（单位：百万元）.....	14
图表 11. 2021 年产品线销售收入对应大客户 2030 年市场（单位：百万元）.....	14
图表 12. 立讯在大客户零组件营业收入发展趋势（单位：百万元）.....	15
图表 13. 立讯手机组装归母净利润预测（单位：百万元）.....	15
图表 14. 2022 年大客户秋季新品发布会 iPhone14 系列前瞻.....	16
图表 15. 立臻股权结构图（截至 2020.11.13）.....	17
图表 16. 立臻手机组装业务利润分配.....	17
图表 17. iPhone 组装份额及供应商份额预测（百万台）.....	17
图表 18. 立讯布局多个零部件及模组.....	18
图表 19. 部分模组业务收入的成长(单位：百万元).....	18
图表 20. 立讯绑定大客户策略在快速迭代周期中的手机产业中获利.....	19
图表 21. 公司消费电子领域替代厂商及竞争对手.....	20
图表 22. 公司基于底层商业逻辑不断实现版图扩张.....	20
图表 23. 公司在汽车业务整体布局回顾.....	22
图表 24. 汽车电子电气架构演变情况.....	23
图表 25. 公司对于汽车互联业务布局的铁三角.....	25
图表 26. 高压线束连接示意图.....	26
图表 27. 全球市场主要汽车线束企业.....	26
图表 28. 汽车在线束及连接器领域的布局.....	27
图表 29. 公司汽车连接器产品实物图.....	28
图表 30. 公司线束及连接器业务未来收入预测（单位：百万元）.....	28
图表 31. 公司其他零部件业务未来收入预测（单位：百万元）.....	30
图表 32. 华为进军汽车产业的路径图.....	31
图表 33. 华为三大域控制器.....	32

图表 34. 2015-2024E 全球电动车、特斯拉销量及年增长率（单位：万辆）	33
图表 35. 2021 年特斯拉全球销售产品结构.....	33
图表 36. Tesla CCM 域控制器的自动驾驶和娱乐系统升级.....	34
图表 37. 全球 VR 年度出货量（万台）	35
图表 38. 全球 AR 年度出货量（万台）	35
图表 39. 2022Q1VR 出货量及市场份额（单位：万台）	35
图表 40. 2022H1AR 出货量市场份额.....	35
图表 41. 头显企业产品发布进展.....	36
图表 42. 苹果在 XR 领域的深耕与布局.....	37
图表 43. 苹果 MR 一体机供应链.....	37
图表 44. 大客户 VR/MR 出货量预测（百万元）	38
图表 45. 营收按季度营收同比变动（百万元）	39
图表 46. 归母净利润按季度营收同比变动（百万元）	39
图表 47. Q2 ROE 环比提高.....	40
图表 48. Q2 毛利率及净利率环比改善.....	40

1. 核心观点

(1) 首先我们认为，决定立讯精密股价趋势性波动的核心指标，在收入保持趋势性向上增长前提下，将更多的来自于 ROE，而并非毛利率，这是公司商业模式决定的。

我们认为，进入 2022 年，随着立讯在大客户的业务趋于完善，公司在大客户业务不是进入瓶颈阶段，反而是迈上一个新台阶的初始阶段。根据我们的测算，到 2030 年立讯在大客户的 TAM(有效目标空间)总计能达到 1.33 万亿，而至 2025 年公司在大客户的收入预计达到 4880 亿元，较 2021 年 1140 亿收入，实现 36% 的 CAGR 成长，消费电子业务仍具备高成长预期。

从收入结构上，更高占比的 Module（模组）和 System assembly（系统级组装）业务，构成公司 ROE 持续上升的基础。

(2) 其次，关于立讯的底层商业战略逻辑，我们总结为“公司会战略性预判技术迭代周期加速的行业，并用最有效的方式实现蛋糕最大化”。公司过去的成功，均在于此底层逻辑的实施。

下游需求驱动技术迭代周期加速的行业，将呈现出几个特点。其一、技术升级加速下，原有供应链格局将重新洗牌。其二、技术迭代带动的产品更新速度加快，产业蛋糕迅速扩大。现在看，电动汽车和 MR 均在其列。公司目前在 MR 和汽车领域进行的布局趋于完成，这将逐步给公司在未来十年甚至更久的时间跨度带来丰厚的收益回报机会。

新能源车：最大逻辑在于公司主体产业卡位已近完成，进而实现从组装-Tire1.5-重要组件为主体的黄金三角架构，未来几年将迎来汽车业务的高速发展时期。

元宇宙和 XR: 绑定大客户 MR 业务，强化同 Google, Sony, Meta, Microsoft 等公司在 XR 上的战略合作关系。预计相关 XR 产品在未来 2 年陆续进入市场。

(1) 关于中报和估值

从中期数据和三季度预测数据来看，公司自 2021 年上半年到 2022 年 5 月，因为疫情、产线良率、原料成本和人力等诸多因素形成的业绩压制因素在逐步消除，公司业绩向上弹性开始呈现。根据我们的模型测算，我们预判公司 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 106/150/207 亿元，基于 2022

年8月26日收盘价38.70元，对应PE为25/18/13倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

2. ROE 更能反映公司的价值趋势

我们认为，决定立讯精密股价趋势性波动的核心指标，在收入保持趋势性向上增长前提下，将更多的来自于ROE，而并非毛利率。这是公司商业模式决定的。

2.1. 我们为什么更关注 ROE 而不是毛利率

● 立讯精密的毛利率下降不等于盈利能力下降

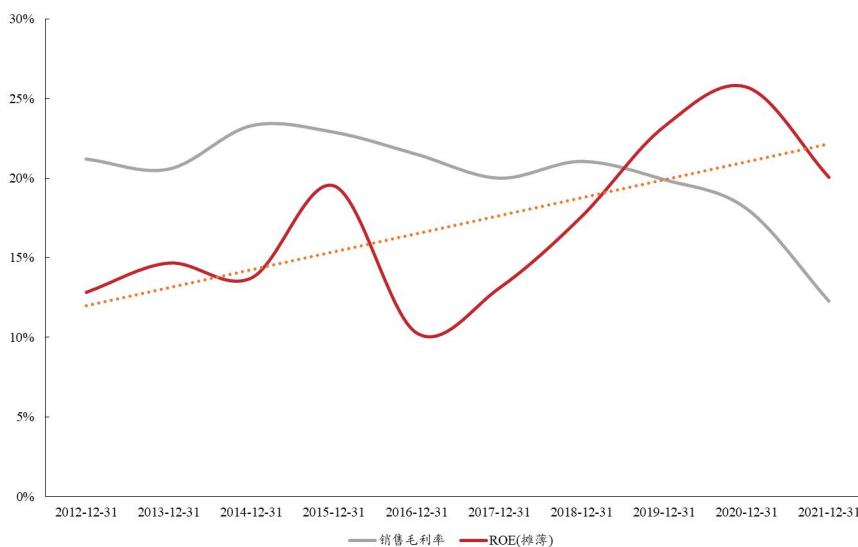
从财务报表简单看，公司近年来ROE与毛利率出现背离。毛利率自2018年后就逐年下滑并不是来自于业务的盈利能力下降，而是来自于产品结构的变化以及随之而来的良率和产线爬坡等因素。

在产品结构上，公司由零部件为主的经营逐步切入到了系统级组装以及模组。单看毛利率，组件业务毛利比系统组装和模组高一些，是因为涉及到不同的成本结构。但从赚钱角度，系统组装和模组的盈利能力却又远大于零组件。系统组装和模组在达到一定良率水平和产能利用率的情况下，对于公司赚钱效应的放大，远非组件业务可以相比。

根据我们对公司业务的拆分及测算，模组/系统组装/整机组装板块毛利率与零部件板块毛利率预计相差8-12pct不等。但公司自2016年开始逐步切入到Airpods的系统组装以及相关模组业务，公司净资产盈利能力一路走强。直到2021年才有些许回调，主要是因为疫情反复影响原材料成本的上升、供应链阶段性停工及物流受阻，以及大体量Top Module业务的良率和产能爬坡开始。

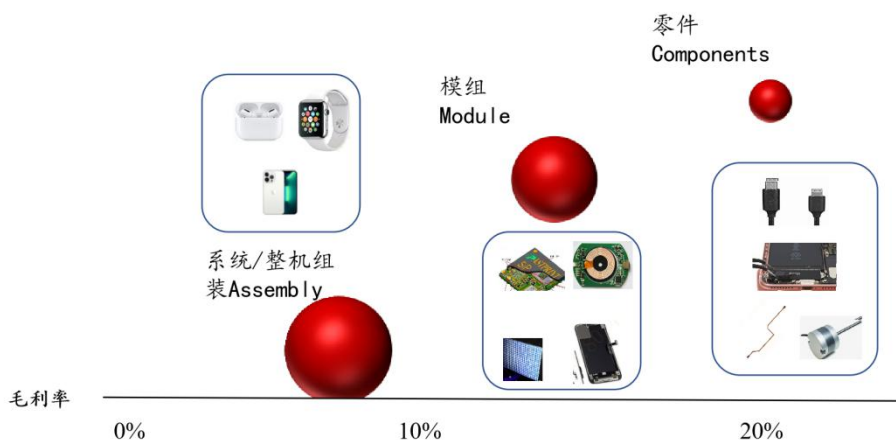
所以，立讯在2015年以前，一直通过扩大零组件和客户群体来实现做大，在2015年以后，则开始从“做大”策略转入“既大更要强”的策略。在这种产品结构发生较大变化的情况下，单纯从毛利率变化判断企业经营前景容易形成较大判断误差。

图表 1. 2012-2021 年公司 ROE 及毛利率



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表 2. 到 2021 年公司消费电子业务各子板块规模比例



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

注：球形面积大小代表我们估算的 2021 年各子板块营收规模

公司正在不断切入更大体量空间的市场，并获取更多的份额。根据我们的模型测算，以立讯当前已涉足的零组件，模组业务和系统组装业务，相应的市场空间分别为 607 亿、3005 亿和 1.1 万亿。各细分零组件业务立讯的份额占比天花板在 30% 左右，少数在 50%-60%。但在模组和系统组装中，份额占比天花板均做到 50% 的水平。但在产品结构升级的过程中，就可能会出现类似 2021 年毛利率和 ROE 下滑问题，这是阶段性阵痛，而不是长痛。随着阶段性结构升级完成，公司 ROE 向上弹性将较毛利率变化更

为明显，成长性也将得到进一步的体现。

● ROE 同公司股价关联性高

通过对公司历史股价、毛利率与 ROE 关系的梳理，我们发现公司历史股价与 ROE 联动性更强。回顾整体股价波动情况（为更能反映当期股价的反映能力，我们采取除权股价），基本上可以得到两个结论。其一，公司 ROE 波动同在大客户的业务结构升级有密切关系。其二，ROE 波动同股价高低也有很强拟合，当 ROE 处于底部向上呈反转时，股价往往呈现阶段性见底趋势。

公司上市以来有三次较大幅度的回撤，对应的 ROE 也有一定的下行。第一次回撤（2011H2-2012H2）：公司在收购昆山联滔进入大客户产业链后，遭遇 LVDS 线束被 FPC 取代的挑战，但通过收购联滔拿到大客户直接的供应商资格以及同正崧建立的战略合作关系，在大客户多条产品线上进行了拓展，包括 Macbook 用的 magsafe 电源磁吸线束、手机的 lightning 线和 dongle 等产品，期间设备投入、产线自动化和良率爬坡等拉低 ROE，但随后大客户订单落地和良率提升带动 ROE 大幅上升趋势，股价见底并创出新高。第二次较大回撤（2016H1-2017H2）：在这个阶段公司已经准备从组件进入系统组装（主要是 AirPods），且为了提升在声学上的技术能力收购了美律。系统组装相较于零组件的产线扩充，是全新的一个领域。公司为此也付出了巨大的代价，但随着在 AirPods 上成为系统主力供应商以及产品的热卖，公司在 2020 年 Q3 股价达到了历史新高，市值超过了 4000 亿。

图表 3. 公司股价走势与 ROE 高度相关



资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，IT 之家，东亚前海证券研究所

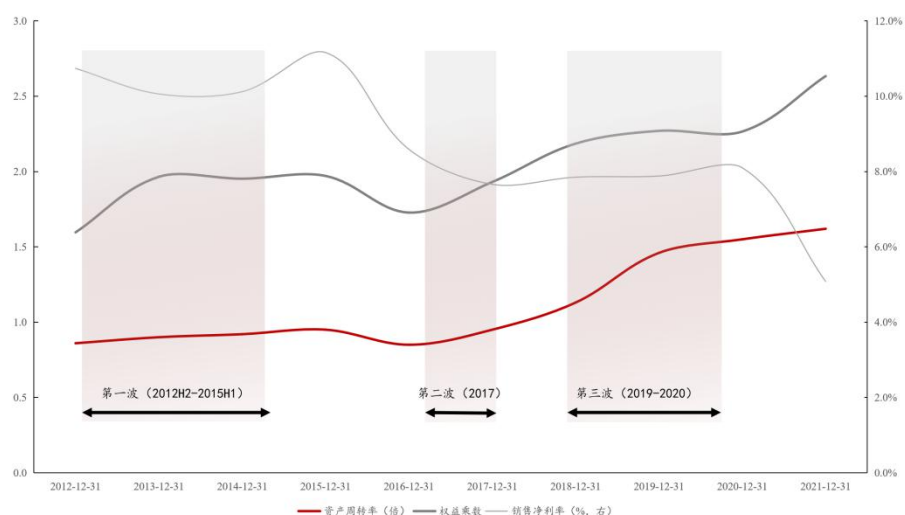
第三波回撤发生在(2021H1-2022H1)：公司进一步切入到 Apple Watch 系统组装以及整机组装领域，模组领域进入了 Top Module，数个项目都在启动的同时，又遭遇了疫情、物流、零部件短缺等众多挑战，对公司毛利和 ROE 带来巨大压力，但随着我们看到新增业务线良率和稼动率逐步提升，我们预计公司 ROE 将在明年见底提升，并有望在未来两年内达到更高水平。

2.2. 立讯商业模式需要关注的两个核心前提

我们认为，以 2015 年作为分水岭，立讯的商业模式发生了重大的变化。以零组件横向扩展为主要方向的战略开始向以模组和系统为主的战略方向转变，进而提升其净资产盈利能力。立讯的商业模式也相应出现调整，即加大资本杠杆，加深与大客户战略绑定。

这种商业模式的变化，能给公司带来快速成长的动力，但必须保证两个核心前提。一个是目标市场空间够大，一个是客户质地够好。两个核心前提，缺一不可。

图表 4. 2016 年后 ROE 提升主要来自于杠杆提高及资产运营效率提升



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

ROE 更能反映公司“高杠杆”驱动的模式。从公司 ROE 拆解中可以看到，2016 年后 ROE 提升动力主要来自于负债率及资产运营效率的提升。公司的大客户作为全球消费电子行业龙头，为公司收入持续性、回款稳定性提供一定的保障。此外，大客户庞大的下游需求量和持续的产品创新能力，保证了公司目标市场的巨大体量。正是基于这一点，公司一方面通过自身技术和管理能力提升达到大客户要求，另一方面开始敢于采取高杠杆的运营模式，撬动更大体量业务，成就公司业务的持续高成长。

公司以发行债券和短期借债的融资方式为主，同时兼以定向增发等多种融资途径，实现“高杠杆、高增长”。而 2022 年 2 月公司发布定向增发预案，并于 8 月份得到证监会受理。本次增发募集不超过 135 亿元，拟投入项目包括 SIP 封装、手机精密电子器件、智能可穿戴设备、汽车电子等多个领域，并实现补充流动资金，优化资本结构、降低资产负债率并提高公司抗风险能力的作用。可以看到，除汽车业务外，本次融资主体方向仍在消费电子上，核心目的就是在对系统级组装以及模组方向上的关键部分进行战略投入。

图表 5. 公司历次融资情况梳理

融资时间	融资方式	募集总金额 (百万元)	募集用途
直接融资			
2016-2022 年 7 月 合计 18 次	短期融资券	12900	
2020-10-30	可转债	3000	
2016-10-21	定向增发	4600	电声器件及音射频模组扩建项目,智能装置与配件类应用项目,USBType-C 连接器模组扩产项目,企业级高速互联技术升级项目,智能移动终端连接模组扩产项目,FPC 制程中电镀扩建项目,补充流动资金,节余募集资金永久补充流动资金
2014-10-15	定向增发	2031	收购昆山联滔少数股东的股权,增资昆山联滔并进行智能移动终端连接组件产品扩产及技术改造项目,增资苏州丰岛并进行复合制程机构件及机电模组扩建项目,增资珠海双赢并进行柔性印刷电路板技术升级及扩产项目,永久补充公司流动资金
2010-8-31	IPO	1261	内部连接器组件生产项目,收购昆山联滔电子有限公司部分股权,新设立讯精密工业(东莞)有限公司,连接器生产项目,线缆加工生产项目,技术中心扩建项目,收购深圳市科尔通实业有限公司 75%股权,收购福建源光电装有限公司 55%股权,新设立讯精密有限公司,购买 ICT-LANTOLIMITED100%股权
间接融资			
上市以来	累计新增短期借款	24244	
上市以来	累计新增长期借款	7541	

资料来源:公司公告,东亚前海证券研究所

我们认为,目前立讯同大客户的合作,并不是进入瓶颈阶段,反而是迈上一个新台阶的初始阶段。根据我们的测算,到 2030 年立讯在大客户的 TAM(有效目标空间)总计能达到 1.33 万亿,而至 2025 年公司在大客户的收入预计达到 4880 亿元,较 2021 年 1140 亿收入,实现 36%的 CAGR 成长,消费电子业务仍具备高成长预期。

2.3. 系统组装和模组带动公司 ROE 重回上升通道

自 2018 年后,立讯能有机会在大客户系统组装和模组业务上突飞猛进,也同台系主要厂商撤退趋势有关。

近几年,台系企业在大客户产业链中呈现出逐步退出态势。这里面的背景因素有几点。第一,大客户持续性更高的成本管控要求。一方面供应商技术和自动化能力需要继续提升,而另一方面也要求成本能够持续下降,

势必形成供应商趋于集中的态势；第二，大陆厂商制造能力强、成本低，且考虑到大陆市场的强大消费能力，大客户从经济角度也有意愿给予大陆厂商更多份额倾斜，导致台系企业手中份额进一步流失，在规模缩小后部分台系企业在资金压力下无法持续维系高企的研发投入，形成退出趋势。这种趋势在最近几年发展的愈发明显。

图表 6. 台企陆续退出大客户产业链

台企	退出时间	业务板块	退出原因	备注
仁宝	2022.6	Apple Watch、Ipad	增长和利润空间有限, 毛利率仅有 3%-4%	
纬创	2020 年	iPhone	为提高 iPhone 组装良率, 违规采用不在大客户供应商名单列的防水机构件	纬创苏州 2020 年卖给立讯精密, 仅保留印度厂代工 iPhone
可成	2020 年	iPhone 机壳	毛利率空间有限	将业务板块售予蓝思科技
正隆	2020 年	包装	退出供应商名单	
和硕	2020 年	iPhone 组装	退出供应商名单	将 iPhone 组装业务出售立讯
英业达	2020 年	Airpods	2020 年后退出	
广达	2019 年	Apple Watch	赚少赔多, 造成利润很低; 大客户意愿引入大陆厂商	

资料来源: 券商中国, 半导体行业观察, 东亚前海证券研究所

图表 7. 大陆企业逐步承接大客户产业链更多份额

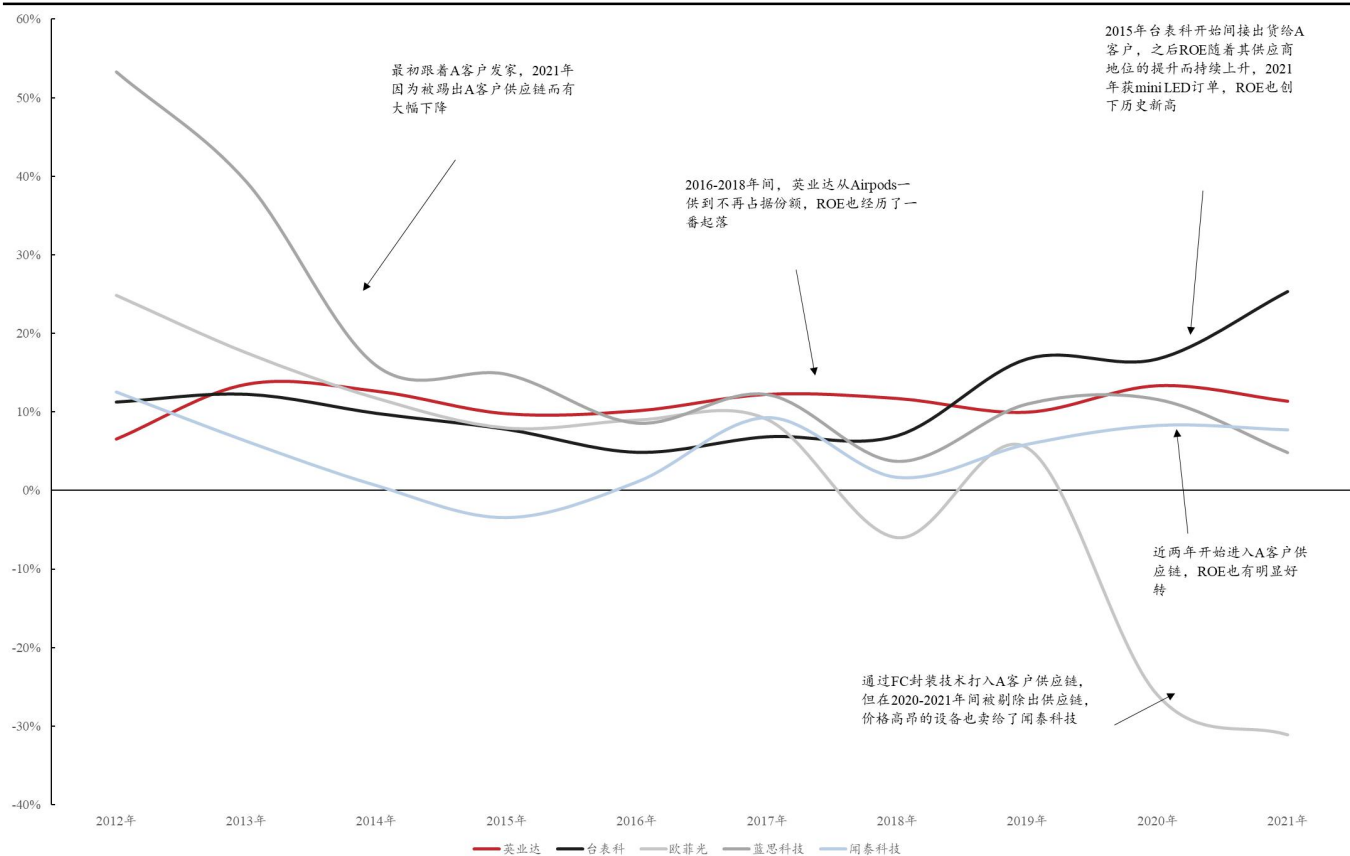
大陆企业	进入时间	业务板块	部分替代
舜宇光学	2022 年	iPhone 14/Pro 系列 7P 广角镜头供应商	大立光、玉晶光
比亚迪	2021 年	iPad Air 代工	
闻泰科技	2021 年	MacBook Air 代工	广达、富士康
深天马 A	2020 年	OLED 供应商	
精研科技	2020 年	金属注射成型 (MIM) 产品	
兆易创新	2020 年	Airpods 的 NorFlash 供应	华邦电子
长盈精密	2020 年	大客户 AR/VR 产品结构件	
蓝思科技	2019 年	收购可胜进入智能手机金属机壳产业	

资料来源: 爱集微, IT 之家, 东亚前海证券研究所

与之相反, 当前大陆企业逐步承接更多的大客户产业链份额的趋势也越发明显。大客户也有意扶持更多大陆企业进入产业链。根据大客户披露的主要供应商名单, 2020 年大陆企业 96 家供应商进入名单, 占据近半席。比如 2021 年闻泰从广达及富士康手中接过部分 MacBook Air 代工业务, 2022 年舜宇也从大立光、玉晶光手中接手了一部分镜头供应份额。而高伟也进入了大客户手机的镜头模组业务。

尽管台系厂商从大客户呈现退出状态，但对于大陆厂商而言，大客户的业务仍然具有良好的盈利能力。从消费电子产业链来看，尽管大客户的生意做起来并不轻松，但如果在技术和管理上跟得上，客观上来讲，其给企业带来的发展机遇以及财务回报等方面，仍是非常出色。

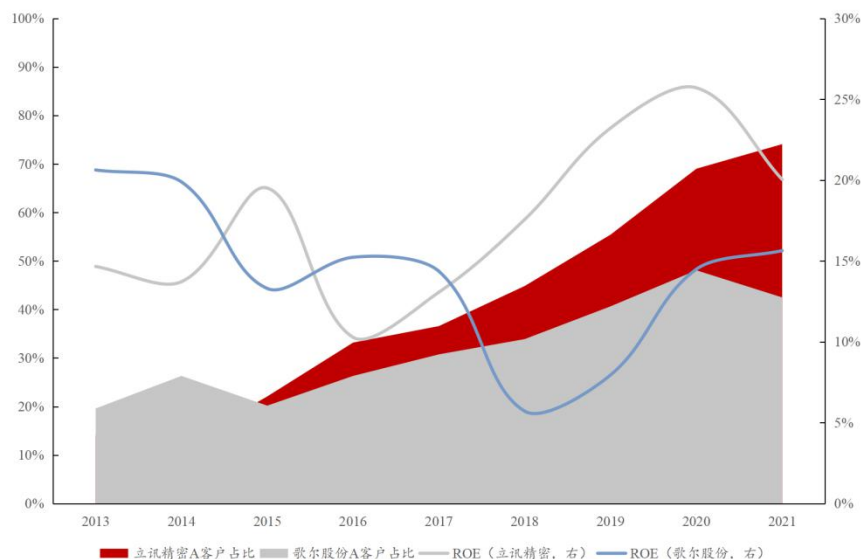
图表 8. 大客户产业链各公司 ROE 变化



资料来源：威锋网，松鼠财经，东亚前海证券研究所

作为大客户的供应商，立讯和歌尔在大客户战略上于2013-2014年发生分歧。歌尔当时出于一些考虑，采取多元化客户结构发展战略，而后一直到2016年在战略上做调整后，才回归大客户为重心策略上，并于2018年获Airpods的代工份额。而立讯一直保持不断向大客户更核心业务领域深入态势。

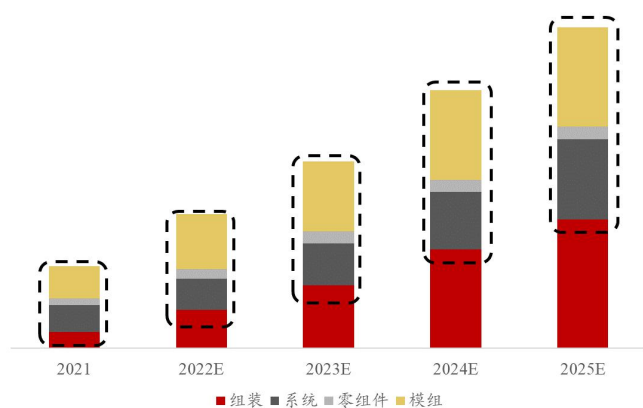
图表 9. 歌尔与立讯期间 ROE 对比



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

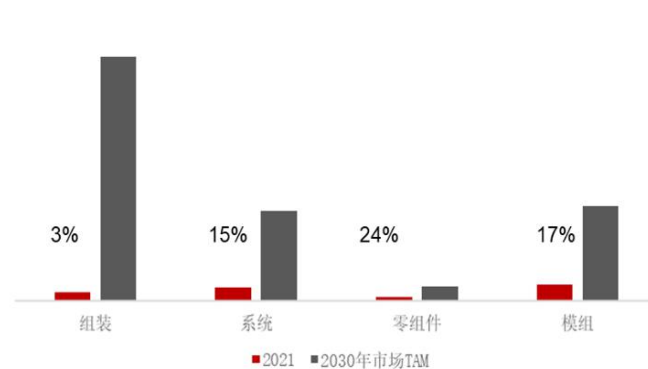
对于立讯而言，不论是在零组件、模组和系统组装方面，立讯均有很大的上升空间。公司目前在大客户产业链中增长较快且整体占比不高。根据我们对公司各业务条线的拆分和测算，2021 年公司零部件/系统/组装/模组板块在大客户产业链中占比分别为 24%/15%/3%/17%，距我们预测的理想远期稳态比例还有较大距离。

图表 10. 立讯各个产品线营业收入在大客户成长趋势（单位：百万元）



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所预测

图表 11. 2021 年产品线销售收入对应大客户 2030 年市场（单位：百万元）

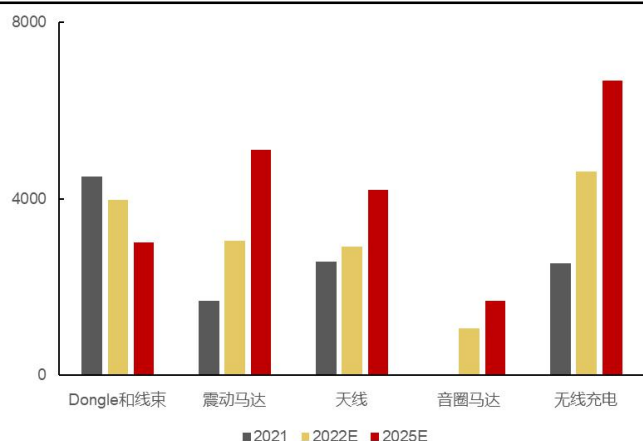


资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所预测

从公司产品线结构来看，iPhone 的系统组装是在上市公司体外，利润以投资收益呈现。而包括 AirPods、apple watch 以及 Module、零组件业务，均在上市公司体内。未来几年随着公司在 AirPods、apple watch 以及 MR 产品系统组装业务份额提升，公司在系统组装上将保持快速增长态势，预计收入到 25 年能够实现 CAGR 32%。而对于模组，包括 SIP、Top Module 以

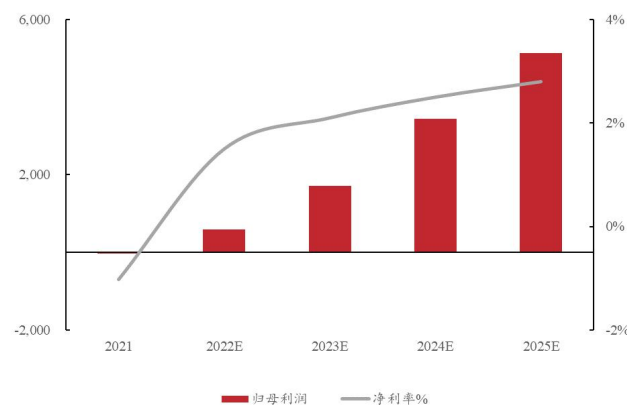
及 mini LED Module 的收入放量, 预计到 25 年能够实现 34% 的 CAGR。

图表 12. 立讯在大客户零组件营业收入发展趋势(单位: 百万元)



资料来源: 同花顺 iFinD, 东亚前海证券研究所预测

图表 13. 立讯手机组装归母净利润预测(单位: 百万元)



资料来源: 同花顺 iFinD, 东亚前海证券研究所预测

而对于零组件部分, 随着大客户在手机等产品技术上的考虑, 将出现一些结构性变化。比如手机的 lightning 和 dongle, 随着手机 lightning 接口被 Type-C 接口替代, 将逐步减少, 而新增在整机内部 type-C 接口模组机会。

大客户将增加机体震动马达的需求, 带动该部件增长。随着前摄镜头增加自动变焦功能, 立讯有望在 AF 相关的 VCM 音圈马达组件上获得份额。而笔记本和 Pad 的无线充电功能有望带动这部分组件的成长。我们预判公司在组件业务收入上在 2025 年有望实现 15% 的 CAGR 成长。

图表 14. 2022 年大客户秋季新品发布会 iPhone14 系列前瞻

产品名称	iPhone 14	iPhone 14 Max	iPhone 14 Pro	iPhone 14 Pro Max
				
处理器	A15	A15	A16	A16
内存	6GB			
ROM容量	128G/256G/512G		128G/256G/512G/1TB	
电池	3279mAh	4325mAh	3200mAh	4323mAh
机身材质	钛金属框架，超瓷晶面板			
屏幕尺寸	6.1英寸	6.7英寸	6.1英寸	6.7英寸
屏幕材质	OLED			
屏幕刷新率	60Hz	60Hz	120HzLTPO	120HzLTPO
扬声器	立体声双扬声器			
摄像头总数	后二前一		后三前一	
前置镜头	12MP 自动对焦+f1.9			
后置镜头	12MP+4K视频录制		48MP+8K视频录制	
传感器类型	CMOS			
闪光灯	后置：原彩闪光灯；前置：视网膜屏闪光灯			
SIM卡类型	双卡			
机身接口	Lightning接口			
无线充电	支持			
面部识别	支持			
三防功能	IP68等级			
感应器	激光雷达扫描仪，气压计，三轴陀螺仪，加速感应器，距离感应器，环境光传感器	气压计，三轴陀螺仪，加速感应器，距离感应器，环境光传感器	激光雷达扫描仪，气压计，三轴陀螺仪，加速感应器，距离感应器，环境光传感器	

资料来源：东亚前海证券研究所预测

大客户秋季新品发布会将于北京时间 2022 年 9 月 8 日举办，举办时间为 2011 年以来最早的一次。我们预计 2022 年 iPhone14 系列销量约 8350 万台，而 iPhone14 以 iPhone 14 plus（或 iPhone 14 max）和 iPhone 14 Pro 有望成为热卖机型。

公司手机组装业务今年迎来扭亏为盈，目前该部分业务在体外，以经常性投资收益计入公司利润表。手机组装业务主要通过与大股东共同成立的合资公司常熟立臻进行布局，立臻出资 33 亿元收购江苏伟创及昆山伟新的全部股权切入了 iPhone 手机组装业务。手机组装业务盈利将以常熟立臻的投资收益计入。

图表 15. 立讯股权结构图（截至 2020.11.13）



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 16. 立讯手机组装业务利润分配

立讯净利润情况	收益分配
净利润≤1.8 亿	按照实缴出资比例划分给各方
1.8 亿<净利润≤3 亿	1/3 划分给立讯企业服务；2/3 划分给立讯实业（5%）和立讯精密（95%）
净利润>3 亿	10%划分给立讯企业服务；90%划分给立讯实业（5%）和立讯精密（95%）

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

而对于手机组装业务，公司不仅扭亏为盈，同时份额占比保持快速上升趋势。预计 2022 年，公司在大客户手机组装业务上，有望获得约 10-12% 的份额。其中，立讯将获得 iPhone 13 Pro/iPhone14/iPhone14 plus 的整机组装业务份额，预计总出货数量，超过 2200 万部。而进入 2023 年，立讯有望实现包括 iPhone 14 pro 系列在内全系列机型的组装能力。

根据中报数据来看，公司手机组装业务在上半年形成拐点，实现净利润 4.27 亿，归母净利润 2.13 亿。相较于去年，良率提升进而带动手机组装业务利润实现快速增长。我们预计公司 2022 年在手机上的归母净利润为 8.18 亿元，同时从 2022 年到 2025 年有望实现 84% 的 CAGR 成长。手机组装业务将成为公司非常具有弹性的业务板块。

图表 17. iPhone 组装份额及供应商份额预测（百万台）

主流产品序列 mn units	1Q22e	2Q22e	3Q22e	4Q22	Y2022	供应商	立讯占比
iPhone 13 (6.1")	14.0	9.0	10.0	7.0	40.0	鸿海，和硕	-
iPhone 13 Pro (6.1")	12.0	7.0	3.5	1.5	24.0	鸿海，立讯	约40%
iPhone 13 Pro Max (6.7")	11.0	6.0	2.5	1.0	20.5	鸿海	-
iPhone 14 (6.1")	-	-	10.0	23.0	33.0	鸿海（65%），立讯/和硕	约25%-35%
iPhone 14 Plus (6.7")	-	-	5.5	11.0	16.5	和硕（65%）、立讯（35%）	约35%
iPhone 14 Pro (6.1")	-	-	4.0	15.0	19.0	鸿海	-
iPhone 14 Pro Max (6.7")	-	-	3.0	12.0	15.0	鸿海	-
预计整体出货量	52.5	41.0	52.0	80.5	226.0		10%-12%

资料来源：东亚前海证券研究所预测

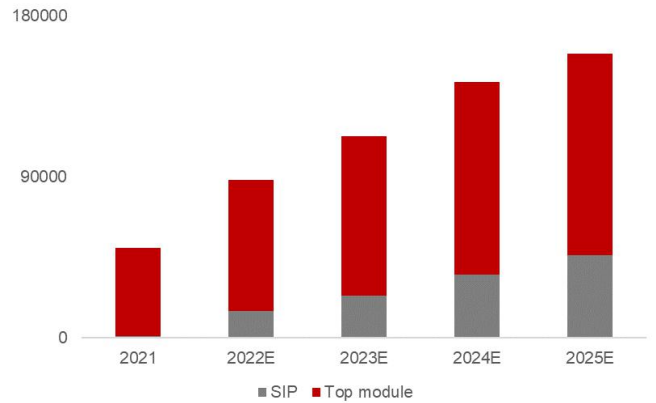
总体看来，随着公司未来更高占比的 Module（模组）和 System assembly（系统级组装）业务，公司 ROE 将呈现持续上升态势。从战略上看，公司对组装业务的涉足一方面拓宽了产品线，与现有业务产生协同效应；另一方面也使得立讯在大客户供应链中的地位进一步提升。公司掌握新机组装业务后，凭借自身强大的研发制造能力及业务间的协同效应，有望接手更多高附加值的模组及 VCM 等核心零部件订单，并在智能手机和可穿戴设备的 SIP 封装领域有所突破。

图表 18. 立讯布局多个零部件及模组



资料来源：腾讯新闻，东亚前海证券研究所

图表 19. 部分模组业务收入的成长(单位：百万元)



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所预测

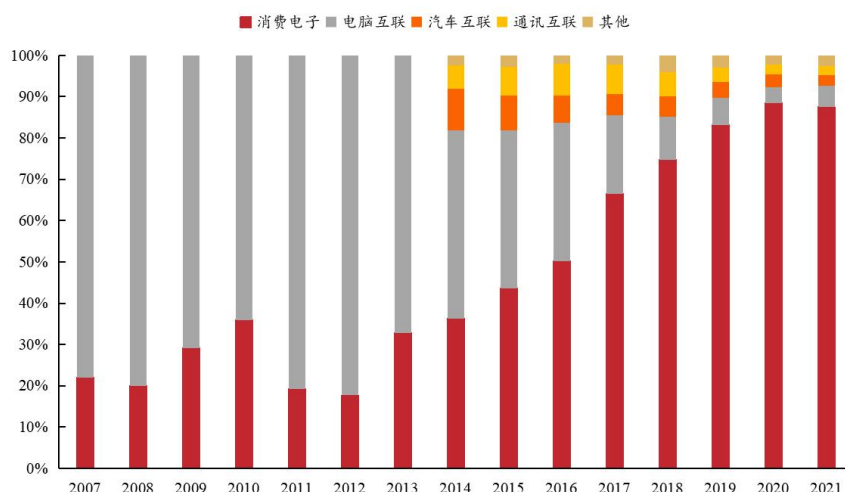
3. 立讯的底层商业逻辑

我们认为，立讯的底层商业战略逻辑为“公司会战略性预判技术迭代周期加速的行业，并用最有效的方式实现蛋糕最大化”。下游需求驱动的技术迭代周期加速的行业，将呈现出两个特点。其一、技术升级加速下，原有供应链格局将重新洗牌。其二、技术迭代带动的产品更新速度加快，产业蛋糕迅速扩大。公司着眼于在这样的行业中寻找可以发力的最大市场，并以寻求最有效的方式获取更多市场份额。

3.1. 用最有效的方式收获智能手机迭代红利

公司在成立初期主要通过做笔记本电脑中的连接器和线束起家，在笔记本快速技术迭代周期阶段，公司通过给富士康从事代工业务，取得了电脑线束和连接器上取得较快的成长，后期进入联想的 PC 供应链，进而在 2010 年实现上市。当时智能手机在苹果 iPhone 的推动下已经开始形成趋势，智能手机对传统手机替代进入加速期，伴着着技术迭代周期加速阶段。期间内公司同富士康、正崧的业务合作关系下，锚定智能手机产业最优质头部客户，并通过代工积极切入，但一开始仍以擅长的电脑相关线束产品做起，随着大客户手机开始采用 lightning 技术，公司开始切入手机连接线束和部分连接器产品，收入成长进入快速成长期。通过给大客户的代工，也奠定了公司在行业的口碑和地位，随后在 android 客户拓展速度非常快，迅速奠定在国内手机线束一哥地位。其后，公司开始切入到大客户手机上其他组件以及后继的移动智能装备。而早期电脑业务虽仍在增长，但随着技术迭代周期的减缓，业务占比持续下降。

图表 20. 立讯绑定大客户策略在快速迭代周期中的手机产业中获利



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

与之同时，为了更好的绑定客户，获取更多的供应话语权，公司在 2011 年开始就展开了系列并购动作，尤其是收购昆山联滔而获得大客户的直接供应商资格，以及江西博硕实现在线束上的全系列规格供应能力，为公司在大客户线束和连接器业务的快速提升奠定条件。

在线束及连接器上份额夯实后，又通过一系列收购和技术研发快速切入到天线、无线充电、声学器件、软板、线性马达和摄像头模组等手机组件领域并获取份额，这些业务的成功切入一方面来自于公司在运营管理上的独到之处，另外一方面也得益于手机仍处在快速技术迭代的轨道上。

而迅速抓住可穿戴产品迭代周期的起始点，是公司进入全新阶段成长的重要原因。公司于 2017 年前瞻性的收购了上海美律进入了声学部件供应链，并逐步替代英业达成为了大客户 TWS 耳机的系统组装核心供应商。2017 年起，公司营收开启了新一轮的高速增长（17/18/19 年营收增速分别为+66%/+57%/+74%）。而 2019 年下半年开始，公司从广达手中接过 Apple watch 的系统组装，进一步强化其在智能可穿戴上的竞争能力，也表明公司看好智能可穿戴产品仍在快速产品迭代周期上。

对于智能手机，尽管看到智能手机的技术迭代进入瓶颈期，但随着元宇宙时代到来，可以预见在未来不久智能手机和 MR 的互联，将带来新的技术迭代周期的启动可能。公司策略性的切入到从手机组装和核心 TOP Module 以及 SIP 模组业务上，从而占据有利位置，静候新的技术迭代周期开始。在 2020 年，公司以现金收购伟创旗下江苏伟创、昆山伟创 100% 股权，切入到 iPhone 组装领域。收购和硕 Top Module 业务，以及切入 SIP

Module 和 Mini LED Module，都是为迎接可穿戴和元宇宙的技术迭代周期到来做准备。

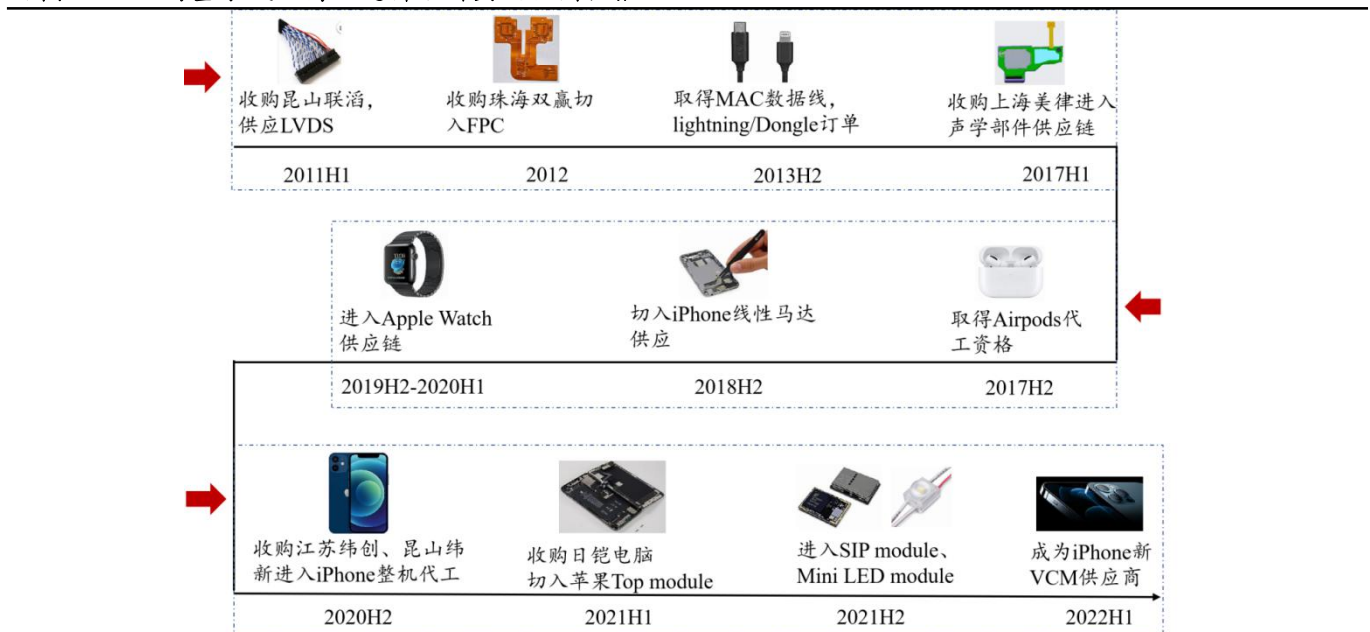
2022 年 2 月，公司拟定增募资不超过 135 亿元，除了电动汽车相关以外，其中 35 个亿投在可穿戴(主要是 watch)，27 个亿在智能终端(mini LED)，9.5 亿元用于 SIP，从定增投入上，可以对立讯在可穿戴和元宇宙方向上开始做战略布局。

图表 21. 公司消费电子领域替代厂商及竞争对手

时间	事件	产品类别	代替厂商	竞争对手
2011H1	收购昆山联滔进入苹果产业链，供应LVDS	零组件		泓淋、瀚荃
2012	收购珠海双赢切入FPC	零组件	-	鹏鼎、旗胜、住友、藤仓、东山
2013H2	取得Mac数据线，lightning/Dongle订单	零组件	-	藤仓、molex
2017H1	收购上海美律进入声学部件供应链	零组件	-	瑞声、歌尔
2017H2	取得Airpods代工资格	系统、组装	英业达	歌尔
2018H2	切入iPhone线性马达供应	零组件	-	瑞声、歌尔
2019H2-2020H1	进入apple watch供应链	系统、组装	广达	仁宝
2020H2	收购江苏纬创和昆山纬新进入iPhone整机代工	组装	纬创	富士康
2021H1	切入苹果Top module	模组	和硕	富士康
2021H2	进入SIP module、Mini LED module	模组	-	日月光/环旭电子、台表科
2022H1	成为iPhone新VCM供应商	零组件	-	Alps, MinebeaMitsumi, 大立光

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 22. 公司基于底层商业逻辑不断实现版图扩张



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

我们认为，电动汽车和 MR 已经处在技术开始迭代周期开始的起始阶段。而公司其实很早就开始在电动汽车和 XR 方向上进行了战略布局，业务结构逐步成型。我们预测，随着电动汽车和 XR 加速进入商业化，公司在

过去几年的布局可能在未来十年甚至更久的时间跨度上获得丰厚回报。

但两者的商业逻辑不同，对应的布局策略也会有所不同。

对于电动汽车，公司把主要的精力放在了生态圈打造的层面上，一方面建立了整车组装-Tier1.5-组件的三角形架构，应对电动汽车技术发展的主体需求，另一方面，在客户上把重点放在 Tesla，华为以及大客户这样具备综合软硬件能力的客户群体上，谋求战略合作发展。

而对于 XR 业务，公司主要采取绑定大客户策略，同时强化同 google，Sony，Meta 和 Microsoft 在内的主流 VR/AR 系统商合作关系。

3.2. 电动汽车：整体战略布局初步完成

● 公司在新能源汽车行业的整体布局

相比于传统燃油汽车行业，新能源汽车行业仍处于快速发展、不断探索的过程中，但同时行业内不断有新技术新品牌的更新迭代，公司认为新能源汽车行业属于技术迭代周期加速的行业，故自 2011 年公司就开始持续布局汽车连接器、连接线业务，通过不断地收购整合来延伸产业链。2018 年通过体外关联公司收购了国际汽车零部件四大 Tier 1 巨头之一的采埃孚下属公司，是立讯精密在汽车零部件战略中的关键一步。2022 年，公司战略合作携手奇瑞，跨界赋能整车制造。从而形成了整车组装到 Tier1.5 再到零组件的三角架构。

图表 23. 公司在汽车业务整体布局回顾

时间	阶段	具体事件	其他信息
2011	开始布局汽车电子	收购昆山联滔电子 60%股权	两家公司相互依存，联滔电子为研发制造中心
		收购香港 ICT-LANTOLIMITED	两家公司相互依存，ICT-LANTOLIMITED 为境外接单中心
		变更募投项目实施内容	修改了项目主要产品，添加 380 万套汽车连接器产品
2012	切入汽车线束领域	收购福建源光电装有限公司 55%股权	源光电装股东包含日本住友（世界第二大汽车线束生产商）
2013	切入德系车企供应链	收购德国 SuK Kunststofftechnik GmbH	切入宝马、奔驰等一线汽车厂商供应链
2017	开展新能源汽车零部件战略	向子公司昆山立讯增资，由昆山立讯和泉州科斯诺合资设立晋江立讯	主要产品为新能源汽车高压连接系统
2018	切入车身控制系统	立讯有限收购采埃孚下属子公司 TRW 旗下全球车身控制系统事业部	整合后为现在的立胜汽车，主营汽车零部件
2020	零部件获得车规体系认证	子公司立景创新获得 TS 16949 资质	后续可为汽车事业部、整机厂、Tier1 提供车载摄像头
2021	完善零部件布局	与 RoboSense 达成战略合作	围绕汽车激光雷达深度协同
2022	迈向汽车 ODM	与奇瑞达成战略合作，成立合资公司	入股奇瑞汽车，合资公司做汽车 ODM，立讯定位 Tier 1

资料来源：公司公告，智东西，东亚前海证券研究所

零部件：通过收购采埃孚旗下事业部延伸产品种类。

公司于 2011-2012 年，先后收购了昆山联滔电子和福建源光电装，同时调整了上市募集资金的用途，这让立讯精密具备了供应汽车连接器和线束的能力。2013 年通过收购汽车塑胶件制造公司德国 SuK 成为德系车企如宝马、奔驰等的直接供应商，一如之前收购联滔电子获取苹果 Vendor Code，先打入其供应链后再谋求发展。此外，2017 年公司增资设立晋江立讯，该公司主要生产电动汽车的高压连接系统，以满足电动汽车行业线束和连接系统的高电压要求，不断完善汽车零部件战略布局。

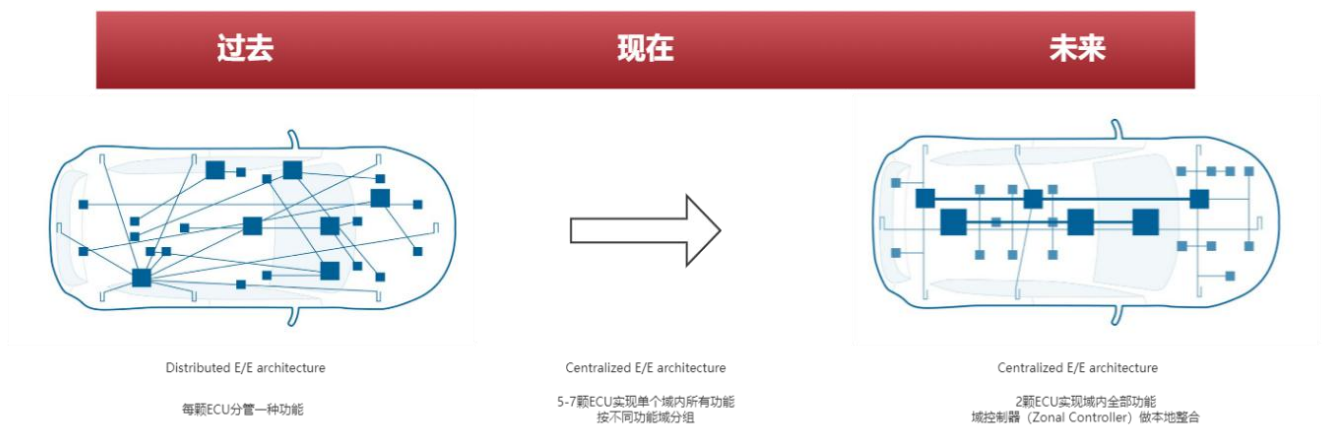
2017 年 5 月份，采埃孚与佛吉亚建立合资企业来研发自动驾驶汽车内饰及安全技术，其车身控制系统部门同现有架构形成重合，故有意出售这部分业务。而立讯通过此契机收购了这家国际四大汽车零部件龙头公司之一的业务线，一方面快速形成了在全球的生产线布局和供应链条，另一方面拿到了国际主要整车厂的供应商资格。

从域控制器开始构建 Tier 1.5 商业模式。

在传统汽车行业中，Tier 1（一级供应商）不仅直接向车厂供应总成和模块，甚至还能同整车厂相互参与对方的研发设计过程，在整车制造过程中参与度最高。传统 Tier 1 中博世、采埃孚、电装、大陆等企业脱颖而出，发展成为巨型企业。

Tier 1 在传统汽车的产业链中承担着十分重要、难以替代的位置，原因是汽车电子电气架构（E/E 架构）是汽车的“骨骼”，基本上决定了汽车供应链的格局。在此前很长一段时间之内，研发 E/E 架构就是 Tier 1 的专业。

图表 24. 汽车电子电气架构演变情况



资料来源：博世官网，东亚前海证券研究所整理

随着电动车和自动驾驶技术的出现与逐渐普及，传统的 E/E 架构发生了快速的转变，过去分散式的 ECU 如今替换成了一个域控制器，为将来的中央集中式 E/E 网络架构完成铺垫。

立讯精密所提出的“Tier 1.5”定位，就是针对传统行业架构向新能源汽车电子架构转变的新尝试，打破原本的链式结构，向着网状式加速转变。

这样做的优势主要有两点，一是降低了客户技术升级的成本，二是加快技术迭代和量产速度，使电动汽车业务呈现消费电子特征。

对于智能汽车，其核心在于汽车智能化架构，而承载汽车智能化的主要载体，则来自于域控制器。公司在域控制器上进行多年的业务研发和拓展，已取得国际整车大厂的域控制器订单，并在今年开始起量。

以 Tesla 为例，根据我们模型测算，早期车型域控制器共计 7 块板，包括驾驶域，智能坐舱域，动力域，左右门控制域，通信控制。单车价值达到接近 3000 美金。立讯以域控制器作为 Tier1.5 战略的重要支点之一，并逐

步向包括动力、连接器、线束以及其他智能组件上发展。

与奇瑞汽车合作，完成生态构建拼图。

2022 年 2 月，公司与奇瑞集团签署《战略合作框架协议》，公司控股股东立讯有限公司与青岛五道口新能源汽车产业基金企业签署《股权转让框架协议》，协议约定立讯有限以 100.54 亿元人民币购买青岛五道口持有的奇瑞控股 19.88%股权、奇瑞股份 7.87%股权和奇瑞新能源 6.24%股权。后续，拟与奇瑞股份组建合资公司，专业从事新能源汽车的 ODM 整车研发及制造。该平台计划通过为品牌客户造车，给立讯精密汽车核心零部件业务提供前沿的研发设计、量产平台及出海口，深度发展公司汽车电子业务。

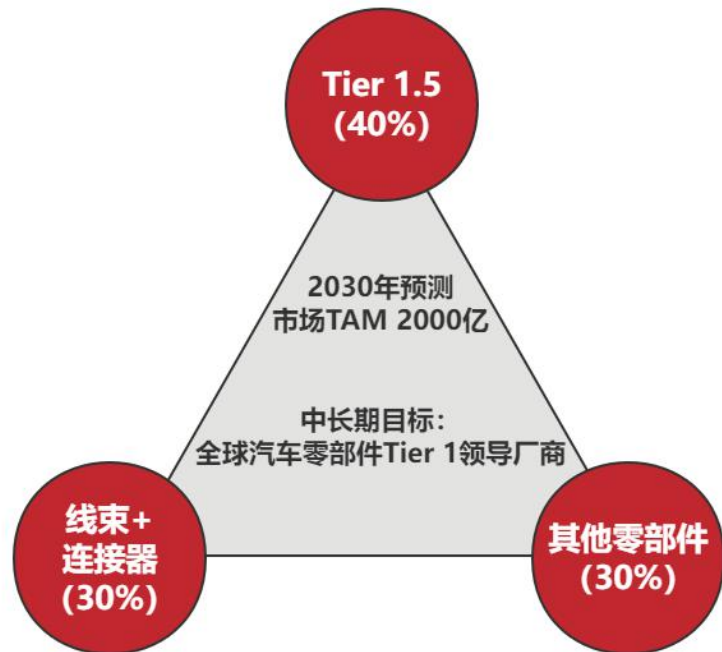
公司在消费电子领域深耕多年，具备深厚的产业积累及 ODM 能力，熟悉 ODM 的运营及管理模式，奇瑞则在传统车领域经验丰富，拥有深厚的技术基础。立讯同奇瑞合作，完成了立讯在电动汽车生态建设的最重要一块拼图。立讯补全了整车组装的供应链，就能更好的实践 tier1.5 模式，优化产品和生产结构，打开了其零组件和连接器、连接线在整车上的应用场景。另一方面，在核心大客户需要完整的解决方案的时候，能够满足客户的主体需求。

● 到 2030 年，汽车业务有望再造一个立讯精密

根据我们模型测算，预计到 2030 年，立讯有望在智能电动汽车业务板块实现销售规模两千亿以上，再造一个立讯精密。

汽车组装业务，目前主要在立讯-奇瑞作为主体。而从上市公司主体的汽车产品线角度，则主要可分成连接器/线束，Tier1.5 和其他组件三个部分，预计到 2030 年，总体销售在 2000 亿以上，对应业务占比为 30%，40%，30%。

图表 25. 公司对于汽车互联业务布局的铁三角



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所预测

高压和智能化带来线束及连接器业务突破机遇。

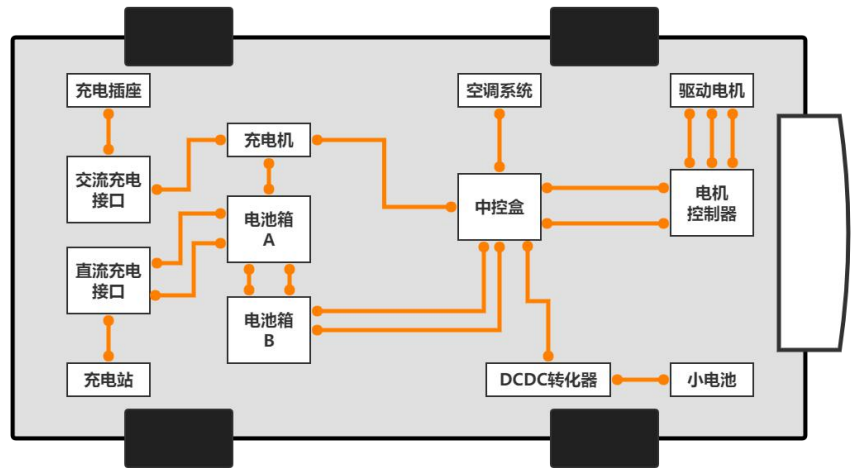
汽车连接器和线束业务是公司目前汽车业务的主要组成部分。根据我们模型测算，汽车线束和线束组（wire harness）在公司目前汽车业务占比达到 70%，其中线束占比达到 55%。在过去几年，随着新能源汽车的发展，电动化和智能化带动了线束和连接器的技术迭代从低压低速向高压高速发展，这也构成了立讯进入市场的最好机会。

从线束角度，新能源汽车主线电压提升和 ECU 结构走向域控制，低压线束单车价值逐步减少，高压线束价值提升，整车价值从原来 2000-3000 元提升到平均 4000 元以上。而随着电池容量提升以及快充普及，新能源车的主线电压仍在持续保持向上提升，将进一步推动汽车线束的技术迭代，单车价值仍有继续上升趋势。

但高压线束相较于低压，更多的是要考虑安全性可靠性问题。高压线束除了在制程上有一些处理不同外，更重要的是高压线束在汽车上的布置设计。高压线束在传输强电电流时产生电磁干扰，导致低压线束对控制单元供电及信号传输受到电磁干扰的风险，高压线束供应厂商需要和整车厂保持密切的研发和服务配合，在线束设计、制造和线束空间布置上形成合理方案。另外一方面，整车厂会倾向于线束供应商能够就近配套，而不是

向以前完全依赖于 Tier1 。这点对传统汽车线束企业原有的商业模式上形成挑战，而对于立讯，却是个机遇。

图表 26. 高压线束连接示意图



资料来源：线束世界，东亚前海证券研究所

图表 27. 全球市场主要汽车线束企业

国家	汽车线束主要企业
日本	矢崎(Yazaki)、住友电气(Sumitomo Wiring Systems)、日本航空电子工业(JAE)、藤仓(Fujikura)、古河(Furukawa Electric)
德国	罗森博格(Rosenberger)、莱尼(LEONI)、李尔(Lear)、德科斯米尔(Draexlmaier)、科伯舒特(Kromberg & Schubert)、
美国	泰科电子(TE)、安费诺(Amphentol)、安波福(Aptiv)
韩国	京信(Kyungshin)、裕罗(Yura)、悠进
欧洲	比克希(PKC)

资料来源：各公司官网，东亚前海证券研究所

公司在汽车线束基地方面保持快速发展，目前已建设并逐步投入运营的整车线束基地有 7 座，每个基地都在其配套整车厂周围 200 公里以内。公司会根据客户需求，陆续在客户周边投入建设新的整车线束基地，并形成规模化效应。

图表 28. 汽车在线束及连接器领域的布局

地点	投资规模	主营业务	时间
湖北麻城	10 亿	汽车电子电气架构和线束	2022 年 5 月投产
安徽宣城	5 亿	新能源汽车连接器，年产 2000 万件	
江苏盐城		汽车连接线，年产 500 万件	2022 年 1 月招标
河北保定	3 亿	汽车线束	预计 2023 年四月完成建设
江苏	15 亿	新能源汽车高压连接系统	
河北保定	5 亿	智能汽车连接系统	

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

对于汽车连接器，立讯完成了全系列产品的开发，能给客户提供完整的解决方案。

随着汽车电气化程度不断加深，车载电子器件的使用越来越多，同时油动车向电动车的转变中充电系统的连接环节要求也逐渐变高，整车所需连接器的种类、数量都显著增加。目前车载连接器主要分为三种。

一是低压/低速连接器，主要用在汽车上的 ECU 和传感器等位置，价值量较低，国际大厂的成本控制以及规模效应较强。

二是高压连接器，主要满足电动化需求。高压连接器的应用场景包括充电枪、充电座、高压小电流、高压大电流等。高压连接器单车价值量大约在 2200-2400 元左右，与汽车架构有关，高端车型架构复杂连接器会较多。主要厂商有泰科电子、罗森博格、安波福、安费诺、李尔等，国内竞争对手则是中航光电、瑞可达等。在高压小电流、充电枪等领域国内厂商稍占优势，但高压大电流连接器的性能则有一定差距。目前国内厂商的竞争优势是性价比与服务。

三是高速连接器，包括 Fakra、Mini Fakra、HSD（射频）和以太网等，主要满足汽车辅助驾驶、智能驾驶、车联网需求。车用高速连接器一般数量较多而单价不高，单车价值量大约在 700-1300 元左右，如果进入 L2 级别自动驾驶，单车价值量普遍超过 1000 元。全球市场上以罗森博格和泰科电子主导，国内市场则有电连技术、瑞可达等竞争对手。

目前，公司产品线已经实现了低压，到高压到高速全系列车载连接器产品组合，能够给客户id提供整套线束+连接器的全套方案。

随着公司在 Tier1.5 以及域控制器等业务上的推进，公司能够有机会参

与到客户从电气架构到车身控制等研发体系，并配套以相关的各类连接器以及线束产品，进而踏上从组件供应商向系统解决方案供应商演变路径。

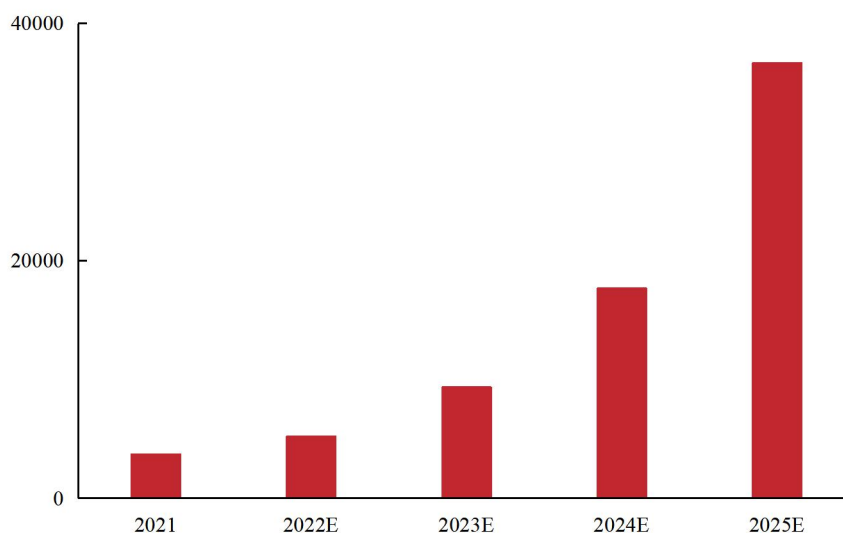
图表 29. 公司汽车连接器产品实物图



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

根据公司中报情况，公司上半年在汽车业务上实现销售收入 21 亿，同比增速不高，主要原因还是在于目前公司主体业务还是在连接线束和连接器上，上半年受到了较大疫情影响。我们预计 2022 年全年能够实现 55 亿左右的水平。而自 2022 年到 2030 年，公司在线束上随着新的线束基地量产，在汽车方面业务增速加快。我们预计到 2025 年，公司在线束上业务收入有望达到 310 亿人民币，连接器 9.2 亿。到 2030 年，车载线束实现销售 450 亿左右，对应的连接器业务能达到 150 亿规模。

图表 30. 公司线束及连接器业务未来收入预测（单位：百万元）



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所预测

随着域控制器在明年逐步放量，动力单元助力，公司的 Tier1.5 战略在 23 年将进入加速阶段。

域控制器主要由主控芯片、操作系统和中间件、应用算法软件等有机组成。按照功能来说，车辆可以分为五域——动力域、底盘域、座舱域、自动驾驶域和车身域。一般是优先在自动驾驶域和智能座舱域打造域控制

器，打造消費者更易感知的差異化。動力总成域控制器負責三電系統的控制。底盤域控制器涉及安全方面的制動、轉向等功能，要求響應速度快延遲低，目前仍以 ECU 控制為主。車身域控制器主要為車身電子部分的控制，如雨刮、車窗、車鑰匙等。下一代 E/E 架構會保留智能駕駛域和智能座艙域，將動力域、底盤域、車身域整合成整車控制域（VDC）。

立訊的域控制器在智能駕駛與智能座艙方面均有涉及。智能座艙方面主要做一機多屏，可以連接 Linux 系統與安卓系統；智能駕駛方面主要針對傳統工業提供全套的系統。

動力系統方面，公司在電動汽車動力系統中推出了數種關鍵產品，BDU（電池包斷路單元）、PDU（高壓配電單元）以及逆變器。PDU 負責新能源車高壓系統中的電源分配與管理功能，還能集成 BMS 主控、充電模塊、DC 模塊、PTC 控制模塊等；逆變器可以將電池的直流電轉變為電動機需要的三相交流電，屬於新能源汽車的核心零部件，其性能直接關係電機的表现。

立訊緊盯汽車 E/E 結構的變化趨勢，目前已進入國際一線汽車品牌廠商控制器供應商，預計明年開始放量。而電動汽車動力系統則已切入到國內一線汽車品牌廠。我們預計到 2030 年公司域控制器、動力系統等 Tier1.5 業務收入占比將達到汽車整體業務的 40% 左右。

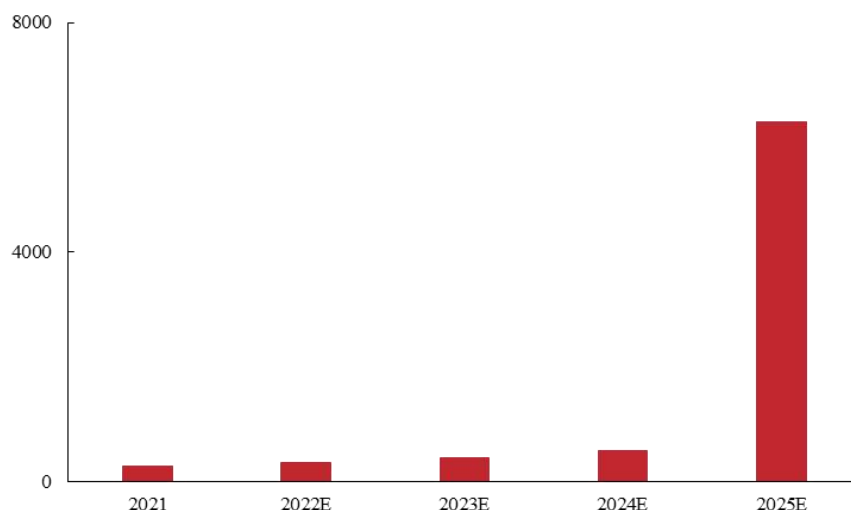
其他零部件業務，BCS 未來有注入到上市公司可能。

2017 年，立訊精密的控股股東立訊有限公司收購了采埃孚子公司車身控制系統業務。對外投資完成后，TRW 旗下的全球車身控制系統事業部作為一個獨立的公司進行運營，其業務將成為立訊業務組合中的主要增長驅動力。

被收購的 BCS 事業部原本業務主要是車身控制系統（車燈、轉向軸、方向盤、門窗、空調等）和 IECF 中控面板，專注於 HMI（人機交互界面）業務。立訊收購之后，將對其全球的工廠進行重構，對羅馬尼亞以及墨西哥等工廠進一步擴充，而部分國家工廠則進行精簡。另外，公司加大產品與技術投入，規劃智能駕駛艙、智能駕駛、智能網聯、智能電池管理四大領域均衡發展，其中智能駕駛艙除原先 HMI 產品外，新增儀表盤、中控、大屏、娛樂系統等。

目前，BCS 业务在四大领域发展顺利，逐渐产生新项目定点。雨量、胎压传感器客户口碑好，HMI 产品较同业对手优势显著，自主研发智能 Access System、智能网关，正在研发电池隔离产品，长期目标为整车无线充电。现阶段该业务仍以投资收益按比例计入立讯精密的财务报表中，在 2025 年存在逐步注入到上市公司主体可能。预计组件业务到 2030 年可占到汽车业务总体营收的 30%。

图表 31. 公司其他零部件业务未来收入预测（单位：百万元）



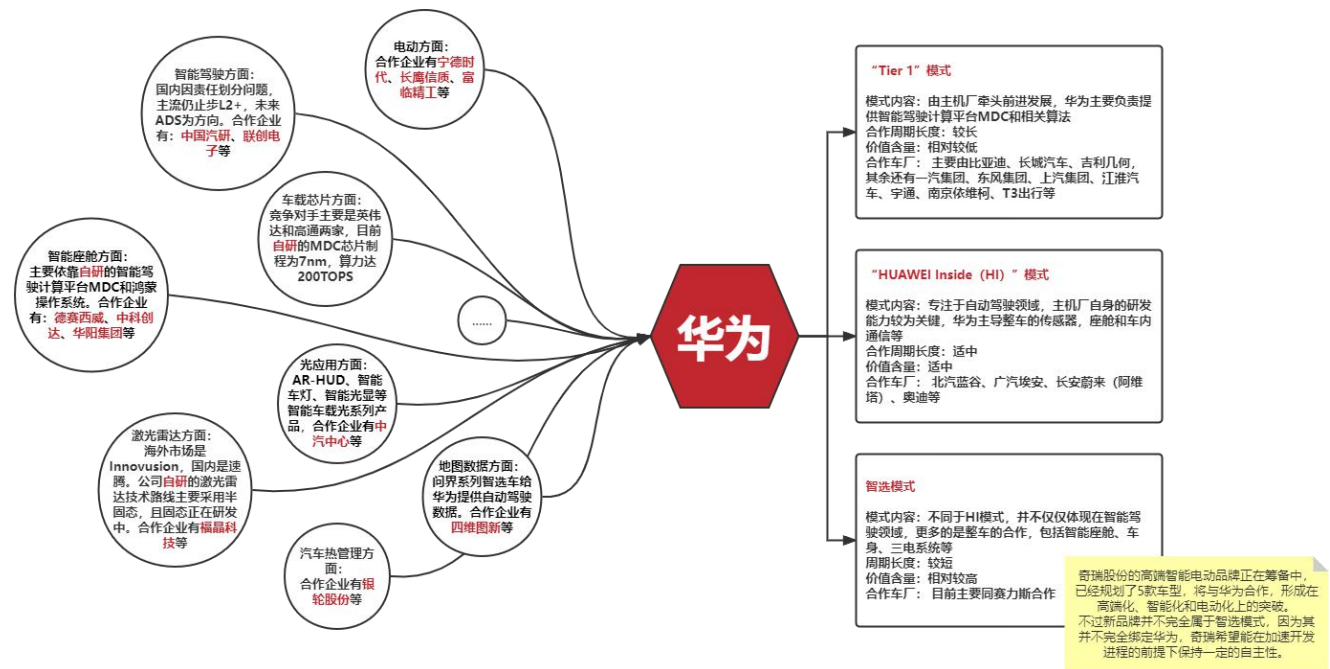
资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所预测

在下游客户的拓展上，公司在 Tesla 和华为的业务有望取得快速发展。

在智能汽车方面，“华为+奇瑞+立讯”的全面战略雏形已经形成。

华为在其智能汽车业务模式主要规划为三种：“Tier 1”模式、“HUAWEI Inside”模式、智选模式。

图表 32. 华为进军汽车产业的路径图

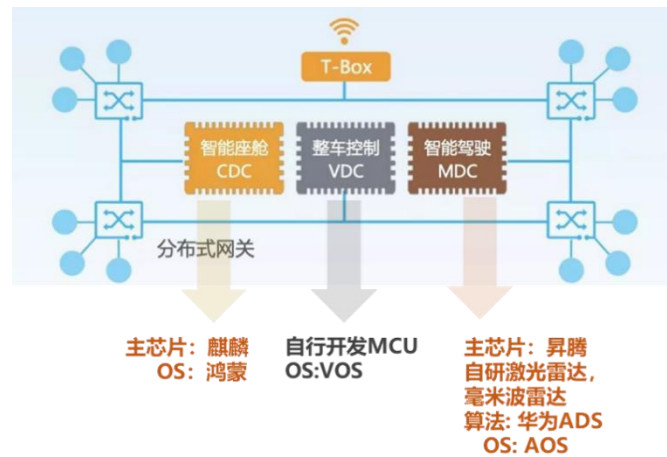


资料来源：腾讯网，IT之家，东亚前海证券研究所

在“Tier 1”模式下，整车厂将作为主导，华为主要提供智能驾驶 MDC 平台。现在已经形成了 300F、210、610 和 810 等系列产品。包括比亚迪、一汽、东风、吉利、上汽等均采用了华为的 MDC 平台和算法。目前落地的包括广汽 AION LX plus 和长城机甲龙（双 MDC）等。在 Tier1 模式下，立讯有望在 MDC 域控制器上同华为合作。

第二种模式，“HUAWEI Inside”或“HI”模式。这个模式的实施主体包括华为的 ADS 部门。通过给客户提供包括 sensor，智能座舱和车身通信的完整方案，主机厂自主选择自动驾驶的底层平台技术。目前采用此模式的有奥迪、广汽等。在这种模式下，立讯主要在智能座舱域控制器 CDC、传感器、车载通信模块（T-BOX）以及车载摄像头、雷达等组件上和华为展开合作。

图表 33. 华为三大域控制器



资料来源: 华为官网, 搜狐, 东亚前海证券研究所

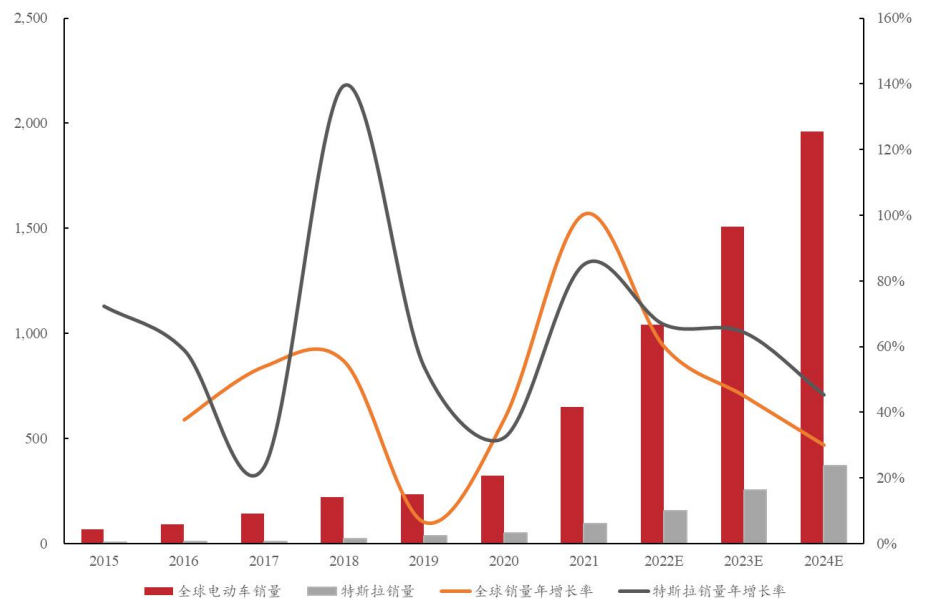
第三种模式, “智选模式”是华为最倾向大力推广的模式。这种模式下, 华为将参与车体造型设计、内饰设计, 提供智能驾驶、智能座舱、智能电动、智能网联、智能车云五大智能系统, 目前主要合作车厂是塞力斯, 北汽蓝谷(极狐阿尔法)、长安(阿维塔)等。但目前从具体实践上, 车厂均为 100% 的采用智选方案, 而是略有取舍。比如塞力斯并未使用 ADS, 而极狐采用了自己的“三合一”电驱方案。

从现在, 奇瑞也将很可能是下一家加入到华为“智选模式”上的车厂, 预计在未来两年可能有两款车型上线。在这种模式下, 立讯将有机会同奇瑞一起, 在全面参与除整车制造外的包括智能驾驶、智能座舱、智能电动、车身通信等域控制器以及组件供应。

目前, 立讯在汽车整体布局对华为的汽车战略具有很好的补充。首先, 在整车上, 立讯、奇瑞同华为在整车的合作势在必行; 其次, 在华为三大域控制器上同华为形成战略合作; 第三, BCS 事业部可以配合华为在激光雷达, 毫米波雷达以及车载摄像头, 智能座舱相关组件给予产品支持。

除了华为以外, 立讯也在积极谋求同特斯拉展开业务合作。首先, 从体量上来看, 特斯拉是全球纯电汽车的最大供应商。2021 年, 特斯拉在全球市场销售量为 93.57 万辆, 随着其几家工厂产能的释放, 预计到 2024 年, 特斯拉销量规模可以达到 370 万辆左右。对于立讯而言, 在收购 BCS 之后, 公司具备了覆盖欧洲、北美和亚洲的生产基地, 是国内为数不多的能够在全球供应链上满足特斯拉采购需求的公司。

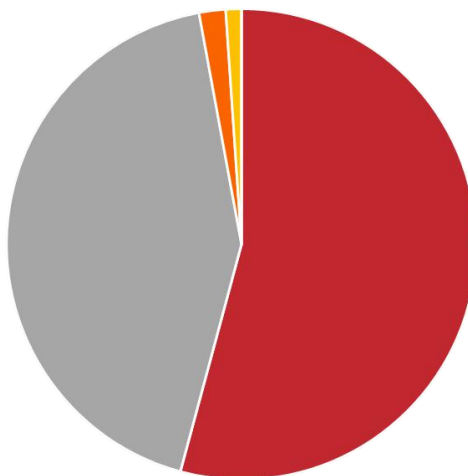
图表 34. 2015-2024E 全球电动车、特斯拉销量及年增长率 (单位: 万辆)



资料来源: 汽车之家, CleanTechnica, 东亚前海证券研究所

图表 35. 2021 年特斯拉全球销售产品结构

Model 3 Model Y Model S Model X Roadster



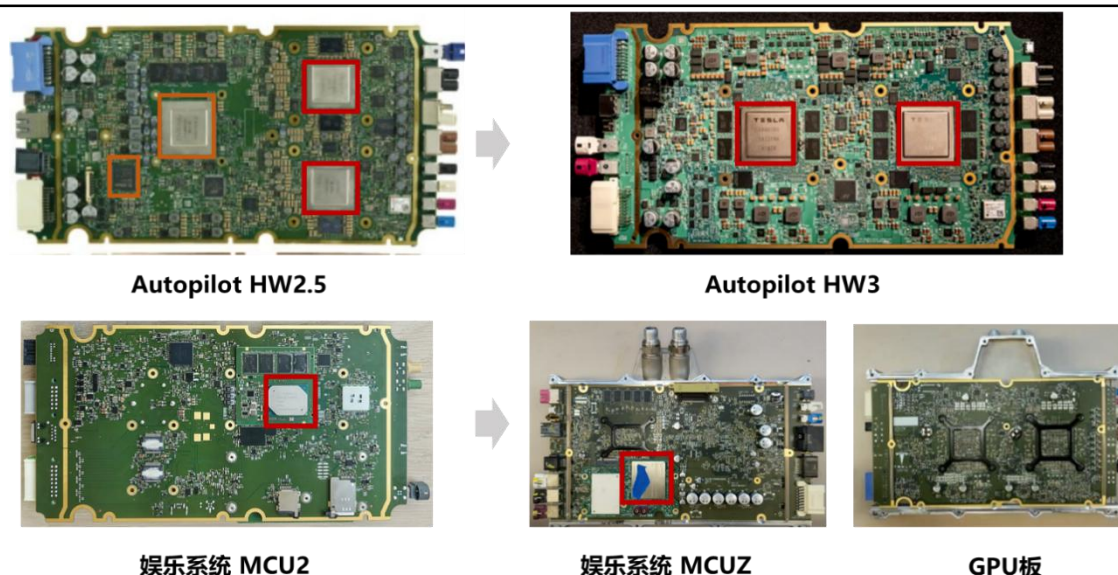
资料来源: 汽车之家, 东亚前海证券研究所

对于立讯而言, 特斯拉有很多产品线可以合作, 但最为重要的, 是特斯拉的域控制器和 ECU 业务。以 Tesla Model 3 为例, 其核心域控制和 ECU 可以分成 CCM (中央计算模块)、左车身控制模块、右车身控制模块、前车身控制模块和动力域(主要包括 HV controller, OBC, BMS, Inverter Module)等。单车整体价值超过 3000 美金。

特斯拉的域控制器技术也保持快速的更新过程中。比如负责自动驾驶的控制板, 从 HW2.5 向 HW3.0 升级, 芯片组合由 2 颗 Nvidia Parker SoC,

一颗 Nvidia Pascal GPU 和一颗 Infineon TriCore CPU, 变成了 2 颗 Tesla chips SOC (包含 neural network processors)。而娱乐系统, 则用 AMD 的 Ryzen 替代 intel 的 Apollo Lake, 同时为了提升算力, 独立增加了一块 GPU 板。而目前的 Tesla 在域控制器的供应商, 则包括美国 Jabil、以及广达、和硕等。产品的快速迭代对供应商综合能力提出了更高的要求, 我们预期立讯在特斯拉的域控制器和 ECU 的 PCBA 业务上, 在未来有望取得突破。

图表 36. Tesla CCM 域控制器的自动驾驶和娱乐系统升级



资料来源: TeslaTap, 电子技术设计, 东亚前海证券研究所

大客户未来造车计划不明, 立讯将做好准备。

苹果公司在汽车方面最早的消息, 是在 2014 年“Titan”自动驾驶汽车项目启动。后续造车项目经历了团队核心高管离职, 自动驾驶团队变动等事件, 并未有实质性进展。2022 年 6 月, 苹果还发布了新版 CarPlay 车载系统, 又将苹果汽车拉回了人们的视线中。与其说苹果是要造车, 我们认为更像是在试探市场反馈。

对于苹果这样体量庞大的成熟公司来说, 若要进军尚未涉足的新领域, 需要看该领域是否有足够的市场规模体量, 且该领域是否以形成确定技术发展路径, 而当前的智能汽车领域尚不满足这个前提。目前, 智能汽车行业还处于摸索中, 技术的方向仍处于不确定状态, 而排名第一的纯电龙头特斯拉整体出货远没有达到 500 万台的体量。我们预计, 大客户目前尚不会去进入电动车市场。

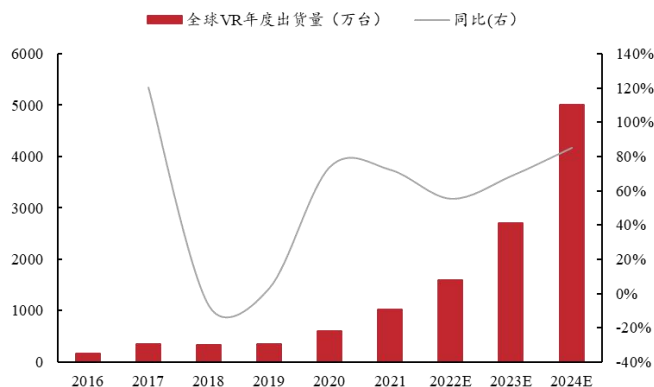
但我们认为, 当智能电动车发展到一定阶段, 比如 2028 年后, 大客户存在进入智能电动车领域的可能, 那时立讯作为大客户供应链中非常关键的企业, 同时具有完善的汽车产品的生态和经验, 则可能将率先受益。

3.3. XR 领域：绑定大客户，以点及面

● XR：下一个技术迭代加速的大市场

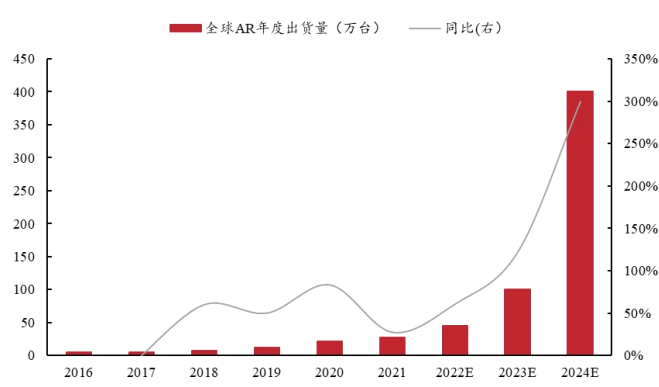
2019 年以来，全球 VR/AR 出货量迅速攀升，XR 市场热度再起。根据 Wellsenn XR 数据，全球 VR/AR 出货量增长近三年 CAGR 分别为 46%/52%，行业多年以来的技术积累也有望在未来几年，随市场热度高涨和新品的频繁发布而逐步兑现。2021 年全球 VR/AR 出货量 1057 万台，其中 VR 出货量 1029 万台，AR 出货量 28 万台。Wellsenn XR 预测 2024 年全球 VR/AR 出货量将分别达 5000 万台/400 万台。

图表 37. 全球 VR 年度出货量（万台）



资料来源：Wellsenn XR，东亚前海证券研究所

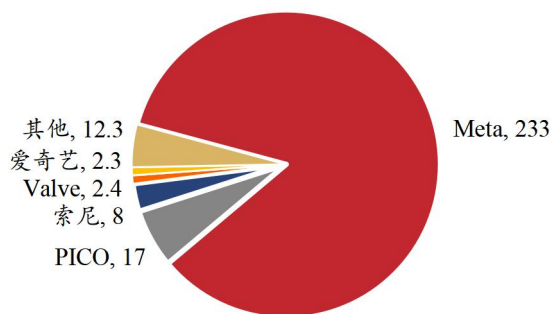
图表 38. 全球 AR 年度出货量（万台）



资料来源：Wellsenn XR，东亚前海证券研究所

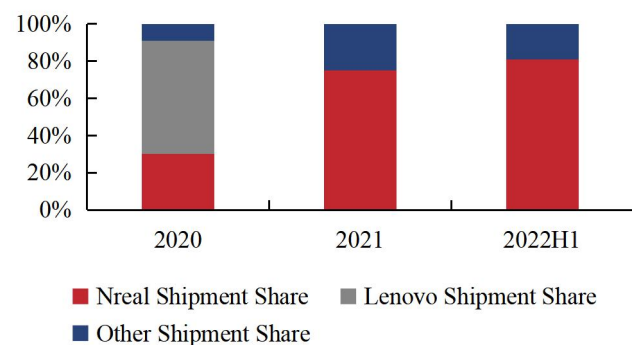
各大厂纷纷布局 XR 市场，Meta/Nreal 分别在 VR/AR 领域份额拔得头筹。从 VR 市场来看，2020 年 Oculus (2014 年被 Meta 收购) 发布产品 Quest 2 引爆市场，市场单台售价 299 美金。2022Q1 Meta 在 VR 市场出货量份额占比分别为 85%，其他厂商包括 Pico、索尼等均有布局。从 AR 市场来看，2022 上半年 Nreal 市占率高企，份额占比 81%。

图表 39. 2022Q1 VR 出货量及市场份额(单位:万台)



资料来源：Wellsenn XR，东亚前海证券研究所

图表 40. 2022H1 AR 出货量市场份额

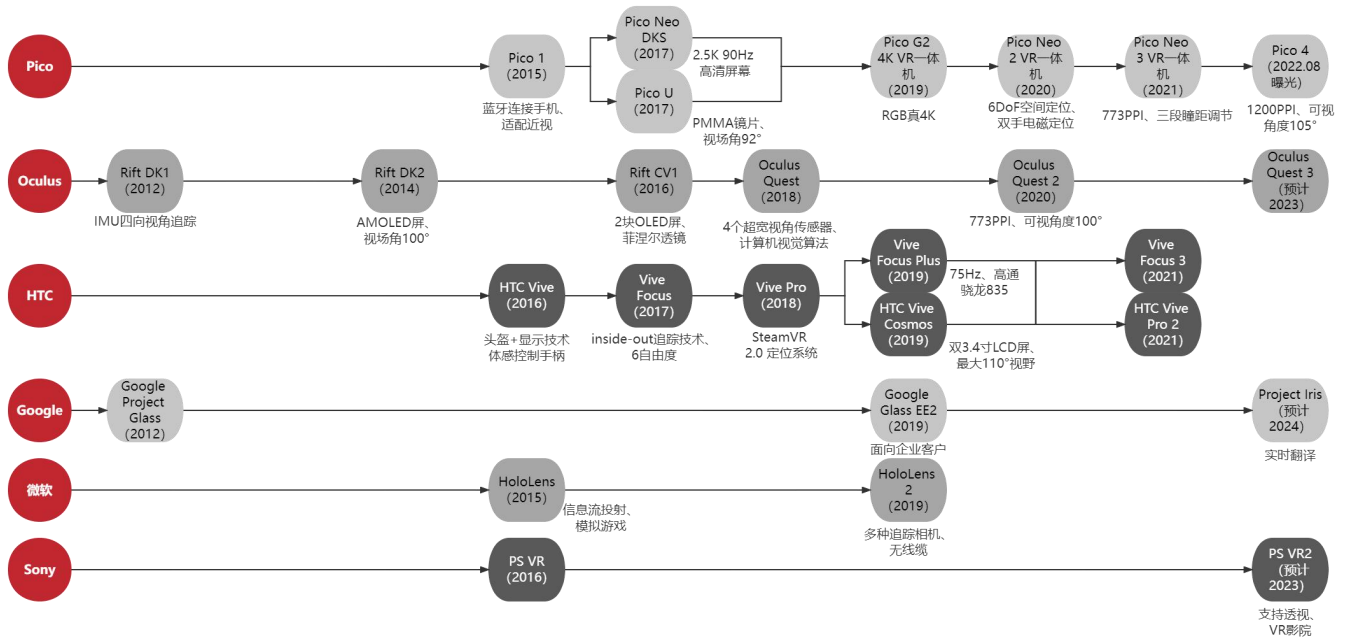


资料来源：Strategy Analytics，东亚前海证券研究所

从头戴市场推出新品的进度来看，近几年来各家产品推新周期明显缩短，市场推出新品频繁度也有所提升，各大厂近 1-2 年内或都将有重磅产品发布。新品密集发布有望进一步带动市场热度，进而加速市场技术迭代周

期。

图表 41. 头显企业产品发布进展



资料来源：各公司官网，东亚前海证券研究所

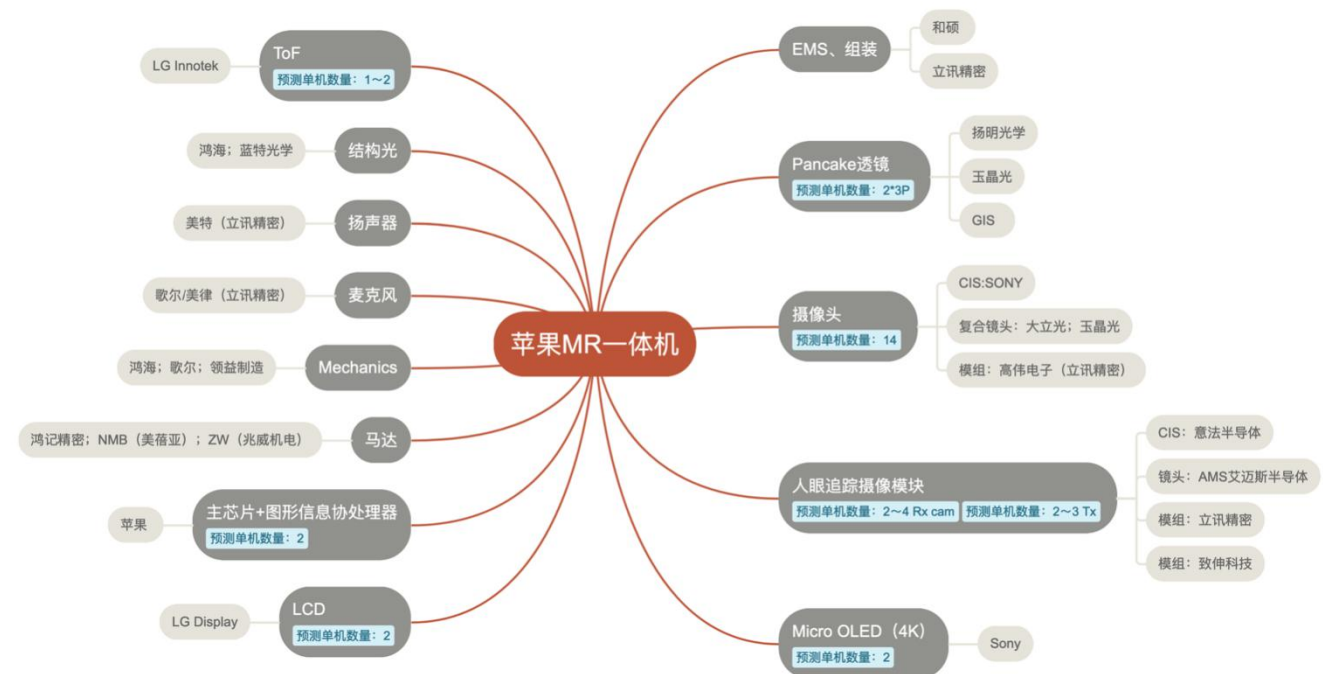
苹果在 MR 领域有望推出引领行业的爆品。苹果 2010 年起便涉足 XR 领域，起初通过不断收购的方式布局 AR/VR 专利，并在传感器、成像技术等多个领域具备了专利布局。市场预计 2022H2 苹果将推出 MR 头戴设备，重点应用于游戏、视频和虚拟会议等领域，且在苹果多年技术积累下，装置技术标准有望引领行业。根据 The Information 报道，苹果正在将 FaceTime、笔记等软件移植到头显当中，也可以充当 Mac 设备的分屏，实现产品间生态联动，其他只有单一硬件产品的头显厂商目前暂无法实现此功能。

图表 42. 苹果在 XR 领域的深耕与布局



资料来源: 各公司官网, 知乎, 东亚前海证券研究所

图表 43. 苹果 MR 一体机供应链



资料来源: VR 陀螺, 东亚前海证券研究所预测

- 坚定绑定大客户战略, 开启新一轮成长周期

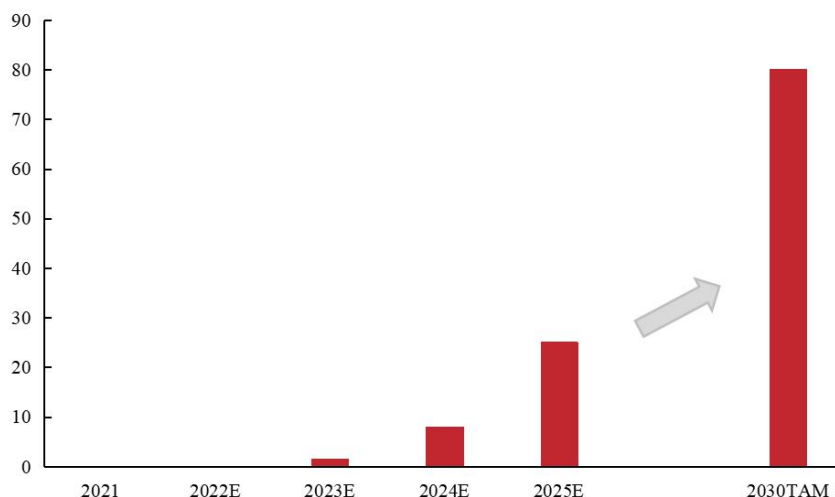
基于立讯的底层商业逻辑, 公司有望复制手机上的成功经验, 在技术

迭代周期加速的 XR 领域深度绑定大客户，未来随大客户 XR 设备的量产而打开新一轮的成长周期。

当前公司已在 XR 技术上有所布局。基于与 iPhone、Airpods 上的深度绑定，公司在连接器、光学/声学部件、充电模组等领域上已经有成熟的产线，在系统级组装和整机组装上也有丰富经验。同时，作为立讯集团成员的高伟电子，已与上市公司苏大维格签署战略合作协议框架，并成立合资公司进行 Tof diffuser、DOE 光学器件、VR、AR 等核心光学器件的研发及销售。高伟电子作为立讯重要的联盟伙伴成员，也有望在公司的 XR 领域布局上有所助益。

凭借在现有大客户供应链中的深度参与，以及从零组件/模组供应到整机代工的全方位深耕，我们认为，公司有望顺利切入大客户在 XR 头显领域供应链，并预计公司有望在未来 2 年内享受到下游大客户量产而开启的周期红利。我们预计 2025 年大客户 MR/VR 设备出货量有望达 2500 万台，未来远期出货量空间有望达 8000 万台/年。

图表 44. 大客户 VR/MR 出货量预测（百万元）



资料来源：东亚前海证券研究所预测

总结来说，公司坚定执行与行业内大客户绑定的策略，并坚定看好国际大客户在 MR 领域未来的发展。凭借公司在手机领域与大客户深入绑定的成功经验，以及在 AR/VR 头戴装置技术上的投入和准备，公司有望受益于国际大客户在 MR 领域的爆发。

● 由点及面，重视更广阔的市场机遇

在客户维度上，公司除了采取高度绑定已有大客户战略，更注重强化与 Google, Sony, Meta, Microsoft 等公司在 XR 上的战略合作关系，以求在快速上行市场中，抓住更广阔的市场机遇。

谷歌启动 Project Iris 项目，进军元宇宙市场。当前市场预计谷歌最快于 2024 年将推出一款新 AR 头盔，项目代号为“Project Iris”。自 2012 年 Google Glass 的推出，谷歌涉足 XR 领域已有约十年的时间，由于该产品的软硬件方面的不完善而退出市场。Project Iris 标志着谷歌将再次着手硬件类别，基于谷歌在 XR 领域的技术深耕，新品发布及量产进展仍值得期待。

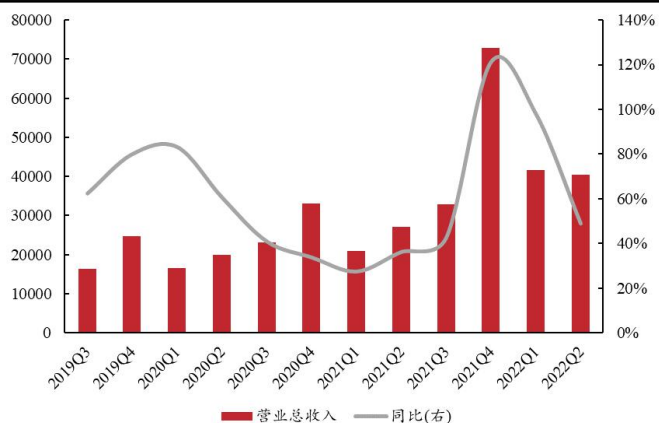
基于成熟的消费电子大客户供应经验，以及从零组件到模组到系统级组装全方位配套能力，公司有望由点及面，深耕大客户并有望将配套能力迁移至更多优质大客户。

4. 半年报业绩，拐点已显

8 月 25 日，公司公布 2022 年半年报及 Q3 业绩预测。2022H1 公司实现营收 819.61 亿元（+70.23% YoY），归属上市公司股东净利润 37.84 亿元（+22.49% YoY）；2022Q2 实现营收 403.61 亿元（+48.8% YoY），归属上市公司股东净利润 19.81 亿元（+13.9% YoY）。

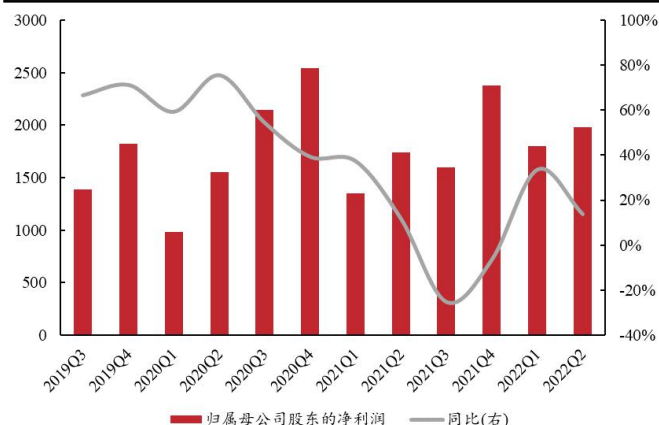
2022Q1-Q3 预计公司归属上市公司股东净利润 60.97-65.66 亿元（+30%~40% YoY）；2022Q3 预计归属上市公司股东净利润 54.74~59.83 亿元（+37.06%~49.80% YoY）。

图表 45. 营收按季度营收同比变动（百万元）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 46. 归母净利润按季度营收同比变动（百万元）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

分业务来看，2022H1 消费电子/电脑/汽车/通讯业务收入分别为 699/44/21/36 亿元，YoY+73%/+58%/+19%/+159%，内/外销均实现约 70% 的高增长。

从财报分析，我们看到了几个明确的反转信号。

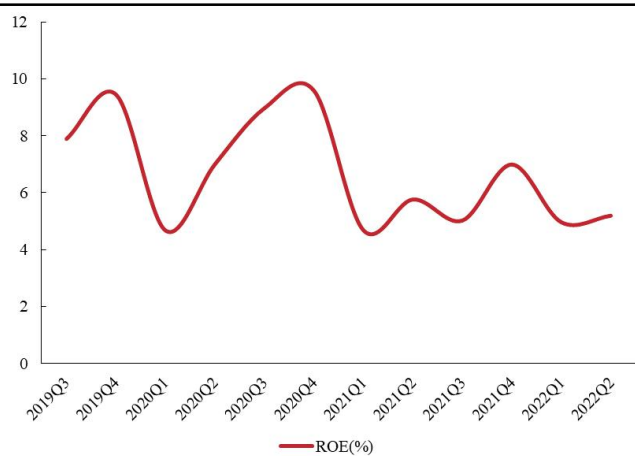
其一、控股子公司立铠（公司持股 52%）的 Top Module 业务预计在二季度见底。2022H1 立铠营收/净利润分别为 287 亿/5.4 亿，相比 2021H1 营收/净利润 98 亿/2.87 亿大幅增长，尽管净利润有较大比例的上升，但我们仍看到实际 Q2 单季度净利润很低。这同二季度上海和江苏疫情加重后，对物流影响较大有关。原材料和成本运输物流成本急剧上升以及疫情带来的人力成本开支使得二季度立铠增收不盈利。但随着三季度立铠运营进入正常，以及大客户进入新产品拉货季，我们判断三季度单季度利润水平将较一二季度有很大的提升空间。

其二、大客户手机组装业务扭亏为盈。公司在 2021 年因众多原因，在该业务上亏损约达到 2.8 亿。但根据今年中报测算，2022H1 公司在手机组装实现净利润共 4.28 亿，同时也反映出公司在手机组装良率提升上超出了市场的预期。我们判断在手机组装业务上全年归母利润有望达到 8 亿元以上，手机组装业务进入向上盈利周期。

其三，通讯板块高速增长，一方面来自于高速和射频连接器/线束的增长，另外一方面来自于汇聚和华荣的并表所致。公司在服务器以及散热模组等领域的业务拓展带来了新的业务成长空间。

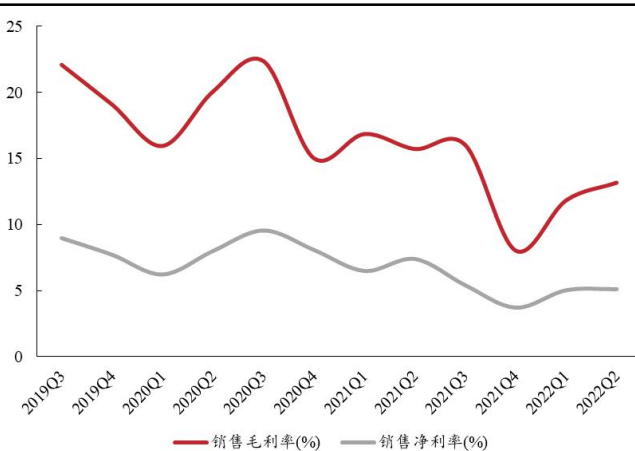
从整体盈利能力来看，2022H1 ROE 为 9.71%，同比-0.3pct；2022H1 毛利率和净利率分别为 12.47%/5.05%，分别同比-3.72pct/-1.94pct。2022Q2 ROE 为 5.2%，环比+0.23pct；Q2 毛利率/净利率分别为 13.15%/5.09%，环比分别+1.34pct/+0.08pct。虽然我们看到公司毛利水平得到提升，但公司 ROE 在本季度尚未形成向上趋势，主要还是受到疫情等因素影响，尤其是占比较大的 Top Module 业务的利润影响。我们判断到 Q3，公司 ROE 和毛利率均有望进入上行通道，公司正在走出底部。

图表 47. Q2 ROE 环比提高



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 48. Q2 毛利率及净利率环比改善



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

5. 估值与盈利预测

我们认为，随着立讯在大客户的业务趋于完善，公司在大客户业务上将迈上一个新台阶。从收入结构上，更高占比的 Module（模组）和 System assembly（系统级组装）业务，也将构成公司 ROE 持续上升的基础。同时，公司目前在 MR 和汽车领域进行的布局趋于完成，这将逐步给公司在未来十年甚至更久的时间跨度带来丰厚的收益回报机会。

从中期数据和三季度预测数据来看，公司自 2021 年上半年到 2022 年 5 月，因为疫情、产线良率、原料成本和人力等诸多因素形成的业绩压制因素在逐步消除，公司业绩向上弹性开始呈现。根据我们的模型测算，我们预判公司 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 104/149/207 亿元，基于 2022 年 8 月 26 日收盘价 38.70 元，对应 PE 为 26/18/13 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

6. 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，并在台湾、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)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	153946.10	209945.74	271139.67	329667.54
%同比增速	66.43%	36.38%	29.15%	21.59%
营业成本	135048.34	183457.13	236257.18	286528.32
毛利	18897.76	26488.62	34882.49	43139.22
%营业收入	12.28%	12.62%	12.87%	13.09%
税金及附加	193.81	569.17	735.07	893.75
%营业收入	0.13%	0.27%	0.27%	0.27%
销售费用	789.91	1098.24	1418.35	1724.51
%营业收入	0.51%	0.52%	0.52%	0.52%
管理费用	3741.91	5059.69	6507.35	7912.02
%营业收入	2.43%	2.41%	2.40%	2.40%
研发费用	6642.30	8817.72	11387.87	13186.70
%营业收入	4.31%	4.20%	4.20%	4.00%
财务费用	554.67	305.43	114.06	2.39
%营业收入	0.36%	0.15%	0.04%	0.00%
资产减值损失	-162.79	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-26.88	0.00	0.00	0.00
其他收益	853.54	419.89	542.28	659.34
投资收益	689.39	1575.36	2567.08	4341.14
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-115.74	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-45.27	0.00	0.00	0.00
营业利润	8167.42	12633.60	17829.16	24420.32
%营业收入	5.31%	6.02%	6.58%	7.41%
营业外收支	-24.58	-30.00	-30.00	-30.00
利润总额	8142.85	12603.60	17799.16	24390.32
%营业收入	5.29%	6.00%	6.56%	7.40%
所得税费用	322.24	1008.29	1423.93	1951.23
净利润	7820.61	11595.31	16375.22	22439.10
%营业收入	5.08%	5.52%	6.04%	6.81%
归属于母公司的净利润	7070.52	10382.44	14930.93	20670.90
%同比增速	-2.14%	46.84%	43.81%	38.44%
少数股东损益	750.09	1212.87	1444.29	1768.20
EPS (元/股)	1.01	1.47	2.11	2.92

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	1.01	1.47	2.11	2.92
BVPS	4.99	6.34	8.44	11.36
PE	48.71	26.41	18.37	13.27
PEG	—	0.56	0.42	0.35
PB	9.86	6.11	4.58	3.41
EV/EBITDA	26.24	19.49	14.66	10.46
ROE	20%	23%	25%	26%
ROIC	12%	14%	15%	16%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	14205	26963	34408	59759
交易性金融资产	2107	2107	2107	2107
应收账款及应收票据	31931	29095	49719	46108
存货	20901	21906	33221	33636
预付账款	406	367	473	573
其他流动资产	2760	3110	3361	3574
流动资产合计	72309	83548	123288	145757
长期股权投资	1126	1126	1126	1126
投资性房地产	59	59	59	59
固定资产合计	34113	31747	29380	27013
无形资产	2223	2223	2223	2223
商誉	1397	2973	5540	9881
递延所得税资产	891	891	891	891
其他非流动资产	8454	8454	8454	8454
资产总计	120572	131020	170960	195403
短期借款	11920	11920	11920	11920
应付票据及应付账款	45651	44804	67550	68711
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	2100	2348	2859	3381
应交税费	616	672	813	923
其他流动负债	4544	4719	4886	5097
流动负债合计	64831	64463	88027	90031
长期借款	5025	5025	5025	5025
应付债券	2806	2806	2806	2806
递延所得税负债	1272	1272	1272	1272
其他非流动负债	856	856	856	856
负债合计	74789	74421	97986	99990
归属于母公司的所有者权益	35289	44892	59823	80494
少数股东权益	10494	11707	13151	14919
股东权益	45783	56599	72974	95413
负债及股东权益	120572	131020	170960	195403

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	7285	14086	7993	25900
投资	-1196	0	0	0
资本性支出	-12224	-1605	-2597	-4371
其他	5040	1575	2567	4341
投资活动现金流净额	-8380	-30	-30	-30
债权融资	-38075	0	0	0
股权融资	2387	0	0	0
银行贷款增加(减少)	35453	0	0	0
筹资成本	-1400	-1298	-519	-519
其他	1244	0	0	0
筹资活动现金流净额	-390	-1298	-519	-519
现金净流量	-1543	12759	7444	25351

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的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/>