



乘汽车四化之风多元布局, MR有望注入成长动能

投资要点

- 推荐逻辑:** 公司为国内精密制造龙头企业, 主要业务线为消费电子、通信及汽车。1) **消费电子:** 公司深度绑定苹果产业链, 其MR新产品有望为公司带来新增量; 2) **汽车:** 公司与速腾、奇瑞达成战略合作, 助力Tier1领导厂商目标, 汽车业务或将为公司开辟新增长曲线; 3) **通信:** 公司先后收购科尔通、汇聚, 提高自身产品覆盖率, 随着AIGC等技术的发展, 公司通信业务有望实现增长。
- 消费电子主业稳步发展, 苹果MR业务有望注入成长动能。** 消费电子为公司主要收入来源, 20-22年分别占比公司总收入88.5%/87.5%/84.0%。公司通过收购联滔电子切入果链, 多年来通过内生+外延的方式与其深度绑定, 相关业务包括Top Module代工、各类连接线、苹果TWS耳机及Apple Watch组装、iPhone声学器件等; 第一大客户销售额占比逐年增长, 2022年达73.3%。作为消费电子行业巨头, 苹果市占率表现强劲, 22年在全球智能手机市场份额为18.7%, 在TWS耳机及智能手表市场市占率均达30%以上。随着新品不断发售, 苹果有望保持较高的市占率, 为公司业绩增长提供保障。此外, 苹果首款MR产品Vision Pro预计24年正式发售, 公司有望承接该产品的生产, 为消费电子业务注入成长动能。
- 汽车四化趋势凸显, 公司多元布局打开增长空间。** 1) 公司深耕线束领域, 目前产品已覆盖高低压整车线束、特种线束等, 产品矩阵丰富; 随着新能源汽车渗透率提升, 高压线束的需求强劲, ASP有望提高并带动公司市场份额攀升。2) 公司先后收购台湾光宝的CCM事业部以及影像事业部, 20年又收购高伟电子44.9%的股权夯实摄像头相关业务能力, 依托自身在消费电子行业的优势进军车载光学领域, 相关产品包括ADAS先进驾驶辅助系统、车载摄像头、DVR行车记录仪等。3) 公司与速腾聚创合作切入激光雷达市场, 速腾2022年在全球车载激光雷达市场份额达15.4%, 定点合作伙伴包括广汽、比亚迪、长城汽车等车企。22年, 公司与奇瑞集团合作搭建整车ODM平台, 协同赋能有助于公司实现汽车零部件Tier1领导厂商的中长期目标。汽车精密零部件国产替代空间广阔, 随着公司汽车业务不断放量, 该业务或将为公司开辟长期增长曲线。
- 公司先后收购科尔通、汇聚, 完善通信领域布局。** 受益于AIGC、5G等技术, ICT行业实现快速发展, 电子政务、智慧城市等项目对数据中心的需求不断增长。公司以整机+核心零部件的战略双线发展, 提升产品覆盖率, 相关产品包括电连接、光连接、基站天线等。公司天线模组产品功能多样, 无线充产品与苹果、小米、华为等多家头部品牌合作, 业务规模有望保持增长状态。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司23-25年归母净利润110/157/194亿元, 复合增速有望达28.3%。基于公司汽车和MR相关业务放量有望开启新的增长曲线, 给予公司2024年20倍PE, 对应目标价43.8元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 行业竞争加剧、下游需求恢复不及预期、产品研发迭代不达预期、客户集中度较高等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	214028.39	237406.65	303439.12	363358.42
增长率	39.03%	10.92%	27.81%	19.75%
归属母公司净利润(百万元)	9163.10	11036.35	15651.85	19361.44
增长率	29.60%	20.44%	41.82%	23.70%
每股收益EPS(元)	1.28	1.54	2.19	2.71
净资产收益率ROE	17.85%	18.47%	21.30%	21.49%
PE	24	20	14	12
PB	4.91	4.17	3.33	2.68

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

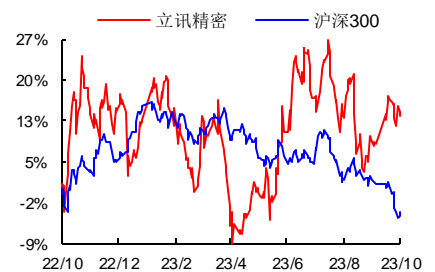
分析师: 王谋

执业证号: S1250521050001

电话: 0755-23617478

邮箱: wangmou@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	71.47
流通A股(亿股)	71.35
52周内股价区间(元)	25.15-34.82
总市值(亿元)	2,227.14
总资产(亿元)	1,723.32
每股净资产(元)	7.30

相关研究

- 立讯精密(002475): 业绩增长符合预期, 看好MR后续催化 (2023-09-01)
- 立讯精密(002475): 业绩增长稳健, 汽车和可穿戴业务注入增长动能 (2023-05-11)

目 录

1 公司概况：公司为国内精密制造龙头企业	1
1.1 公司基本情况.....	1
1.2 公司业绩：业绩持续稳健增长，盈利水平相对稳定.....	2
2 消费电子：产品矩阵丰满，MR业务有望注入成长动能	6
2.1 消费电子市场规模逐步扩大，苹果市占率表现亮眼.....	6
2.2 外延式拓展多元业务线，产品矩阵逐步丰满.....	9
2.3 深度绑定苹果产业链，Vision Pro 有望带来增量.....	10
3 通信：控股汇聚完善布局，整机+零部件双线发展	17
3.1 ICT 行业稳步发展，公司收购科尔通、汇聚完善布局.....	17
3.2 整机+核心零部件双线发展，业务规模持续增长.....	19
4 汽车：乘汽车四化之风，多元布局打开增长空间	20
4.1 汽车四化趋势凸显，智能时代加速来临.....	20
4.2 收购光宝/高伟电子进军车载光学，与奇瑞携手实现 Tier1 目标.....	23
4.3 高压线束连接器量价齐升，公司产品线完善.....	30
5 盈利预测与估值	35
5.1 盈利预测.....	35
5.2 相对估值.....	36
6 风险提示	36

图 目 录

图 1: 公司发展沿革.....	1
图 2: 公司股权结构图.....	2
图 3: 公司 2022 年主营业务结构情况.....	3
图 4: 公司 2022 年主营业务毛利情况.....	3
图 5: 公司 2017-2023Q3 营业收入及增速.....	3
图 6: 公司 2017-2023Q3 归母净利润及增速.....	3
图 7: 公司 2017-2022 年毛利率和净利率情况.....	4
图 8: 公司 2017-2022 年费用率情况.....	4
图 9: 公司 2017-2022 年净资产收益率情况.....	5
图 10: 公司 2017-2022 年人均创收及增速.....	5
图 11: 公司 2017-2022 年人均创利及增速.....	5
图 12: 公司 2017-2023Q3 经营活动现金流情况.....	6
图 13: 公司 2017-2022 年净现比情况.....	6
图 14: 全球消费电子市场规模及增速情况.....	7
图 15: 中国消费电子市场规模及增速情况.....	7
图 16: 全球智能手机出货量情况及增速.....	7
图 17: 全球智能手机细分品牌出货量占比情况.....	7
图 18: 中国智能手机分季度出货量情况及增速.....	8
图 19: 中国智能手机细分品牌出货量占比情况.....	8
图 20: 苹果在中国市场历年来出货量及份额变化.....	8
图 21: 公司消费电子业务并购及产品线情况.....	9
图 22: 2016-2022 年公司第一大客户销售额及占比情况.....	10
图 23: 2016-2022 年公司消费电子业务销售额及增速.....	10
图 24: 公司智能手机连接方案.....	11
图 25: iPhone15 基础款功能升级情况.....	12
图 26: iPhone15 Pro 系列功能升级情况.....	12
图 27: 美特科技产品介绍.....	12
图 28: 2020 年起苹果耳机分季度出货量及市场份额情况.....	13
图 29: 2020-2022 年全球 TWS 耳机市场份额情况.....	13
图 30: 全球智能手表出货量及预测情况.....	14
图 31: 中国智能手表市场规模及预测情况.....	14
图 32: 2022 年全球智能手表厂商市场份额情况.....	14
图 33: 2022H2 智能手表外包制造商市场份额情况.....	14
图 34: 23Q3 苹果新发布手表产品.....	15
图 35: 2016 年起全球 VR 头显出货量情况 (万台).....	16
图 36: 2020-2023Q2 中国 VR 头显出货量情况 (万台).....	16
图 37: VR 头显市场主要玩家.....	16
图 38: 2017-2022 年中国 ICT 市场规模.....	17
图 39: 2022-2026 年全球 AI 服务器出货量预估.....	17

图 40: 2016-2021 年全球服务器出货量及增速	17
图 41: 2016-2021 年全球服务器出货金额及增速	17
图 42: 公司通信业务发展沿革及相关产品	18
图 43: 汇聚科技业务版图	19
图 44: 2018-2022 年汇聚科技营收及净利润情况	19
图 45: 公司通信业务布局	20
图 46: 汽车向智能终端演进过程中迎来黄金十年	21
图 47: 2019-2022 年全球新能源汽车销量及增速情况	22
图 48: 2013-2022 年中国新能源汽车销量及增速情况	22
图 49: 2018-2022 年中国新能源汽车渗透率情况	22
图 50: 汽车电子占整车成本份额情况	23
图 51: 汽车电子在各类车型中成本占比情况	23
图 52: 2022 年中国新能源汽车销量前十情况	23
图 53: 2022 年全球新能源汽车销量 TOP20 企业	23
图 54: 公司汽车业务外延并购及相关产品情况	24
图 55: 公司 2015-2022 年汽车业务收入及增速情况	24
图 56: 2021 年全球车载激光雷达市场竞争格局	26
图 57: 速腾聚创 RS-LiDar-E1 产品	26
图 58: 速腾聚创 RS-LiDAR-M1 产品	26
图 59: 全球及中国车载激光雷达市场规模及增速	27
图 60: 奇瑞集团汽车业务板块	28
图 61: 奇瑞新能源在售车型	28
图 62: 奇瑞集团汽车销量情况及增速	28
图 63: 奇瑞新能源汽车销量情况及增速	28
图 64: 华为 LUXEED 智界 S7	29
图 65: 立景创新手机及 PC 摄像模组	30
图 66: 立景创新车载摄像头产品	30
图 67: 2016-2022 年中国汽车线束市场规模及增速	31
图 68: 汽车线束平均单车价值	31
图 69: 2016-2022 年中国汽车高压线束市场规模及增速	31
图 70: 2016-2022 年高压线束市场份额情况	31
图 71: 公司线束产品情况	32
图 72: 2017-2022 年全球连接器市场规模及预测	32
图 73: 2017-2022 年中国连接器市场规模及预测	32
图 74: 2020 年全球连接器市场竞争格局	33
图 75: 2020 年全球连接器下游应用市场占比情况	33
图 76: 2017-2022 年中国汽车连接器市场规模及预测	34
图 77: 2021-2025 年中国高压连接器市场规模预测	34
图 78: 公司连接器和结构件产品情况	34

表 目 录

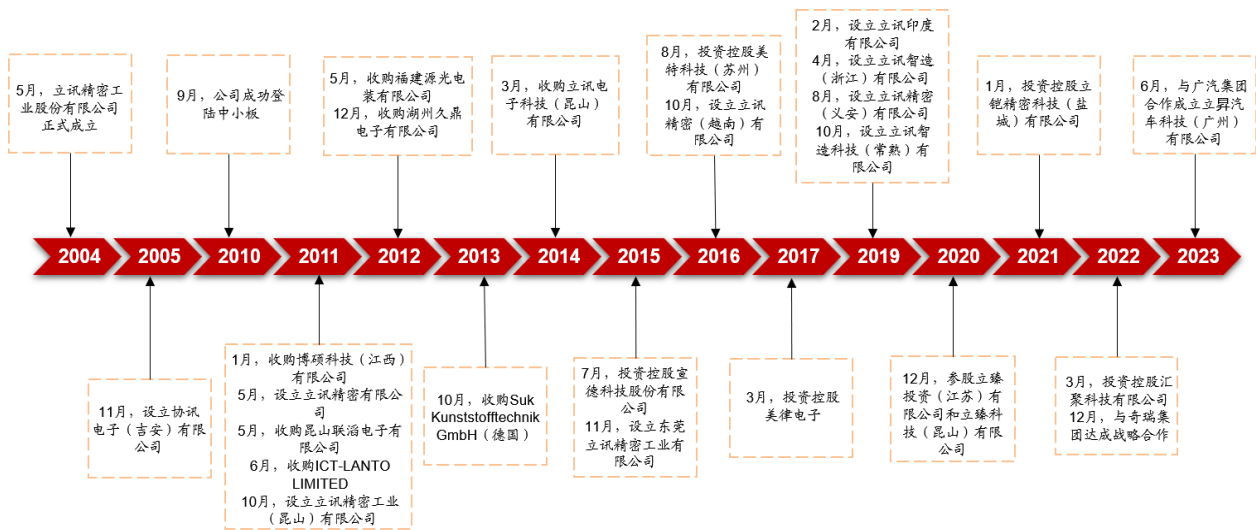
表 1: 公司主要产品线介绍	1
表 2: 公司切入大客户产业链时间	10
表 3: 分业务收入及毛利率	35
表 4: 可比公司估值	36
附表: 财务预测与估值	37

1 公司概况：公司为国内精密制造龙头企业

1.1 公司基本情况

立讯精密成立于 2004 年，于 2010 年在深交所上市。公司是国内精密制造行业平台型龙头企业，早期以电脑连接器业务起家，多年来通过内生和外延的方式，从零件、模组到系统的垂直整合，现已实现在不同应用场景下产品线的多元化布局。目前公司产品广泛应用于消费电子、汽车、通讯、医疗产业等领域。

图 1：公司发展沿革



数据来源：公司官网，西南证券整理

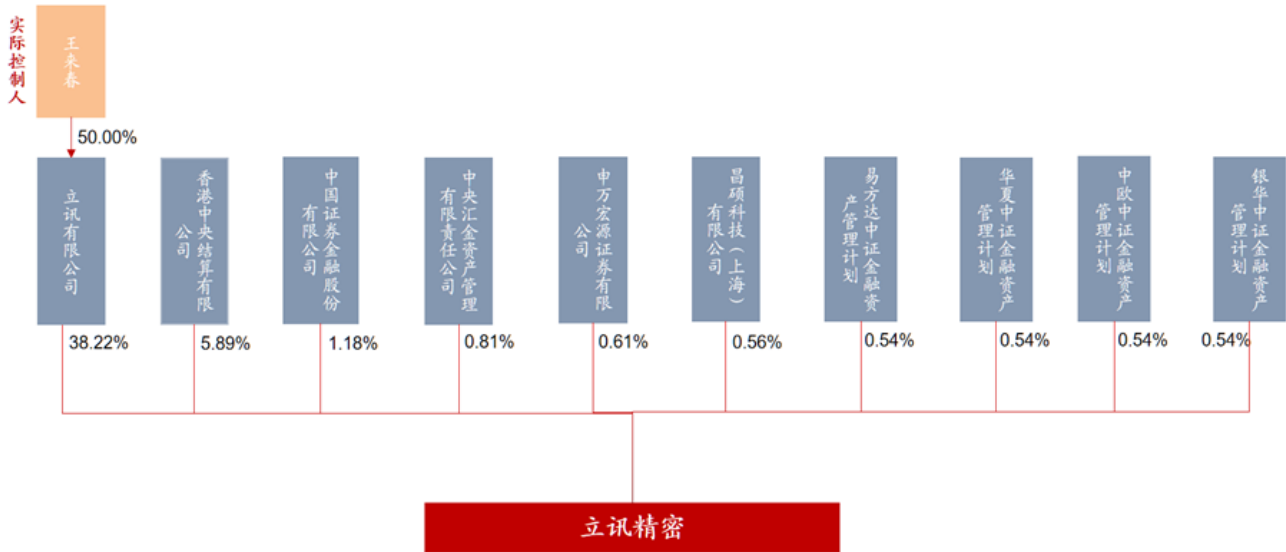
表 1：公司主要产品线介绍

业务板块	相关产品
消费电子	声学产品：TWS 耳机 智能生活类：Wifi 可携式路由、5G CPE 智能终端类：可穿戴手表手环、AR/VR/MR 计算机配件类：Deck 扩充坞 智能触控笔、视频会议设备、各类零售 PC/NB/手机品牌的有线与无线高瓦数快充配件等
汽车	线束：整车线束、特种线束、充电枪 连接器：低压连接器、高压连接器、高速连接器等 新能源：PDU、BDU、逆变器 智能网联：路测单元、车载通讯单元、智能天线等 智能驾驶：多媒体仪表、信息娱乐系统、无线充电、电源网络隔离器等
通信	电连接：高速电连接器及线缆 光连接：AOC 和光模块 射频通信：基站天线、基站滤波器、塔顶放大器 热管理：热管、VC、冷板、轴流风扇等

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股权结构相对集中、稳定。公司实际控制人为王来春、王来胜；其中，董事长王来春通过立讯有限公司间接持有公司 19.2% 的股权。公司前五大股东分别为立讯有限公司（38.3%）、香港中央结算有限公司（7.9%）、中国证券金融股份有限公司（1.2%）、中央汇金资产管理有限责任公司（0.8%）、申万宏源证券有限公司（0.6%）。公司有多个控股子公司，包括立铠精密科技（盐城）有限公司、昆山联滔电子有限公司、立讯精密有限公司、协讯电子（吉安）有限公司等。

图 2：公司股权结构图



数据来源：Wind，西南证券整理，截至 2023Q3

1.2 公司业绩：业绩持续稳健增长，盈利水平相对稳定

1.2.1 成长能力：持续拓展产品矩阵，业绩增长稳健

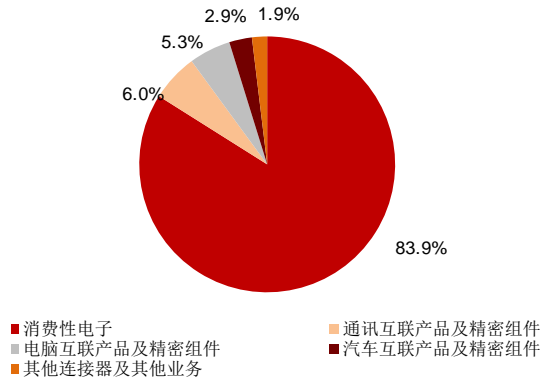
公司的主营业务主要包括：消费电子、通讯互联产品及精密组件、电脑互联产品及精密组件、汽车互联产品及精密组件、其他连接器及其他业务，具体而言：

从营收结构来看，2022 年，消费电子业务实现营业收入 1796.7 亿元，同比增长 33.4%，贡献 84.0% 的收入，为公司主要收入来源；通讯/电脑/汽车业务分别实现营业收入 128.3/112.8/61.5 亿元，分别同比 +292.6%/+43.6%/+48.4%，分别占收入比重约 6.0%/5.3%/2.9%；其他连接器及其他业务实现营业收入 41.0 亿元，同比增长 1.5%，收入占比 1.9%。

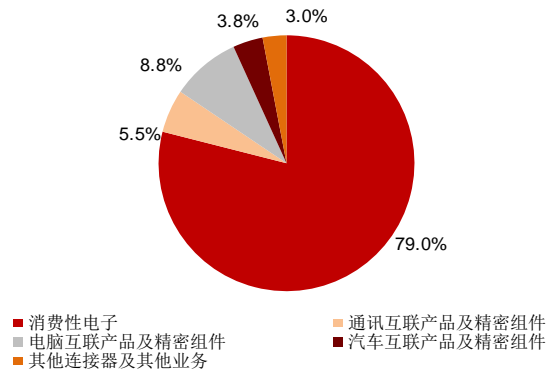
23H1，公司消费电子业务实现营业收入 828.6 亿元，同比增长 18.5%，贡献 84.6% 的收入，为公司主要收入来源；通讯/电脑/汽车业务分别实现营业收入 61.4/41.9/32.1 亿元，分别同比 +68.4%/-4.8%/+51.9%，分别占收入比重约 6.3%/4.3%/3.3%；其他连接器及其他业务实现营业收入 15.8 亿元，同比下降 14.9%，收入占比 1.6%。

从毛利结构来看，2022 年，消费性电子业务贡献毛利 207.0 亿元，毛利占比 79.0%，

毛利率为 11.5%；通讯互联产品及精密组件业务/电脑互联产品及精密组件业务/汽车互联产品及精密组件业务分别贡献毛利 14.3/22.9/9.9 亿元，毛利分别占比 5.5%/8.8%/3.8%，毛利率分别为 11.1%/20.3%/16.1%；其他连接器及其他业务贡献毛利 7.8 亿元，毛利占比 3.0%，毛利率为 19.1%。

图 3：公司 2022 年主营业务结构情况


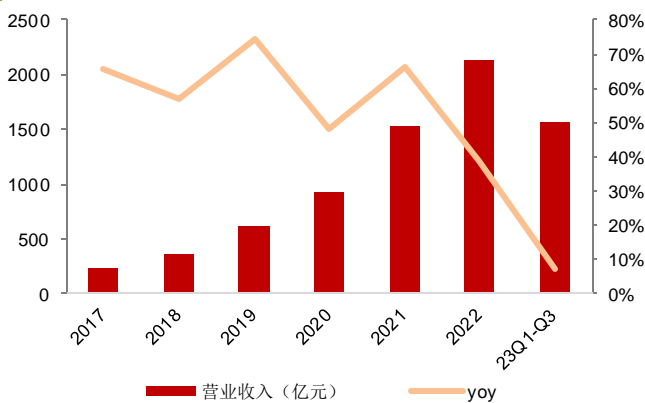
数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司 2022 年主营业务毛利情况


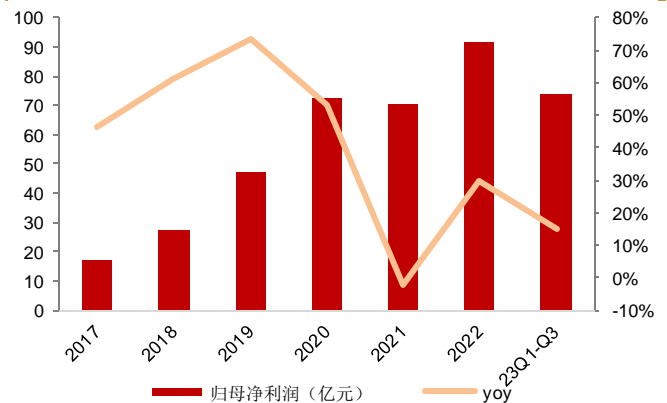
数据来源：Wind，西南证券整理

Top Module、手机组装表现亮眼，业绩保持稳健增长。1) 营收端：2017-2022 年，公司营业收入持续稳健增长，从 228.3 亿元增至 2140.3 亿元，期间年复合增长率为 56.5%；其中，2022 年公司营业收入同比增长 39.0%，主要以为公司持续拓展业务线，在消费电子领域产品上实现突破，汽车业务需求强劲助力公司业绩高增。2023H1，公司实现营收 979.7 亿元，同比增长 19.5%；其中单 Q2 实现营收 480.3 亿元，同比增长 19.0%，主要系公司深度绑定 A 客户，报告期内 Top Module、手机组装等业务表现亮眼：①立臻手机组装业务为公司贡献收益 8.7 亿元，同比大幅增长 245.8%；②立铠 Top Module 业务实现营收 327.6 亿元，同比增长 14.0%；实现净利润 6.4 亿元，同比增长 18.4%。Q3 单季度，公司实现营收 579.0 亿元，环比增长 20.6%，同比下降 8.5%，主要系业务结构调整、客户库存管控等原因所致。

2) 利润端：2017-2022 年，公司归母净利润由 16.9 亿元增长至 91.6 亿元，期间年复合增长率为 40.2%；其中，2022 年公司归母净利润同比增长 29.6%。23H1 公司实现归母净利润 43.6 亿元，同比增长 15.1%；其中单 Q2 实现归母净利润 23.4 亿元，同比增长 18.0%。Q3 单季度，公司实现归母净利润 30.2 亿元，同比增长 15.4%。

图 5：公司 2017-2023Q3 营业收入及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司 2017-2023Q3 归母净利润及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

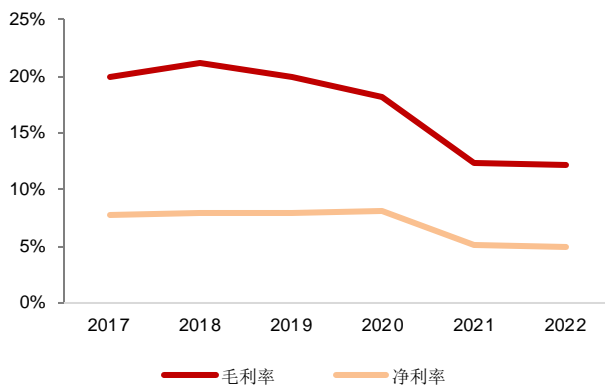
23 全年业绩保持高增长，看好 MR、新机后续催化。公司发布 23 年业绩预告表示，公司全年预计实现归母净利润 107.7-112.2 亿元 (+18%-23%)；扣非净利润 103.1-109.3 亿元 (+22%-30%)。单 Q4 来看，公司预计实现归母净利润 33.9-38.5 亿元 (+23%-39%)；扣非净利润 32.8-39.0 亿元 (+33%-58%)。随着 A 客户新机、MR 等产品陆续推出并量产，公司组装、Top Module 业务份额或将提升；叠加汽车业务加速布局，未来表现值得期待。

1.2.2 盈利能力：盈利水平相对稳定，费用端管控效果良好

盈利水平相对稳定，费用端管控效果良好。1) 利润率方面：2017-2022 年公司毛利率整体呈下滑态势，其中 2022 年毛利率约为 10%，相较于 2021 年同比下滑 2.2pp；同期，公司净利率相对较为稳定，其中 2022 年净利率约为 4.9%，较 2021 年微幅下降 0.2pp。截至 23Q3，公司毛利率和净利率分别为 11.8%/5.3%，均保持平稳状态。

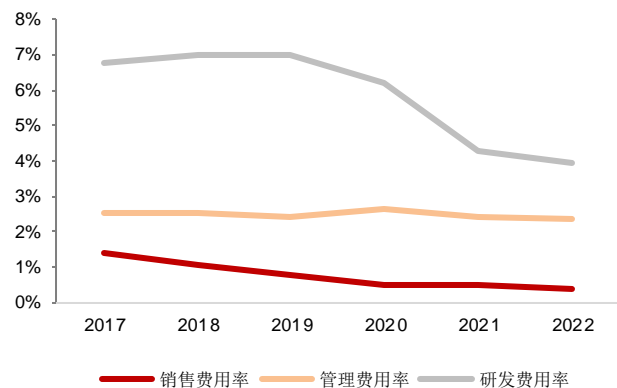
2) 费用率方面：公司费用端控制效果良好，2022 年，公司销售/管理/研发费用率分别为 0.4%/2.4%/4.0%，同比下滑 0.1pp/0.3pp/0.4pp，均较上一年有所收窄；其中，公司研发费用为 84.5 亿元，同比增长 27.2%。截至 23Q1，公司销售费用率为 0.4%，同比下降 0.3pp；管理费用率为 2.2%，同比下降 0.1pp；研发费用率为 3.9%，同比下降 0.4pp；公司研发投入保持较为稳定，23Q1-Q3 研发费用为 61.4 亿元，同比下降 0.8%。

图 7：公司 2017-2022 年毛利率和净利率情况



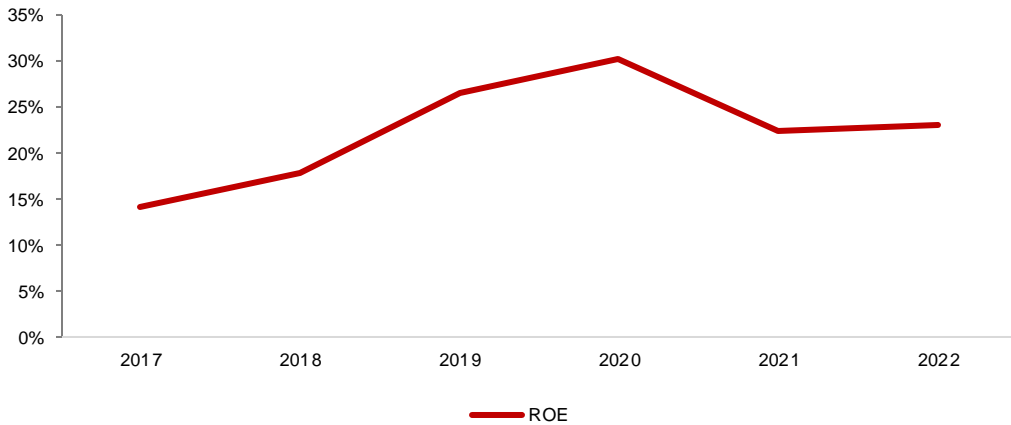
数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：公司 2017-2022 年费用率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

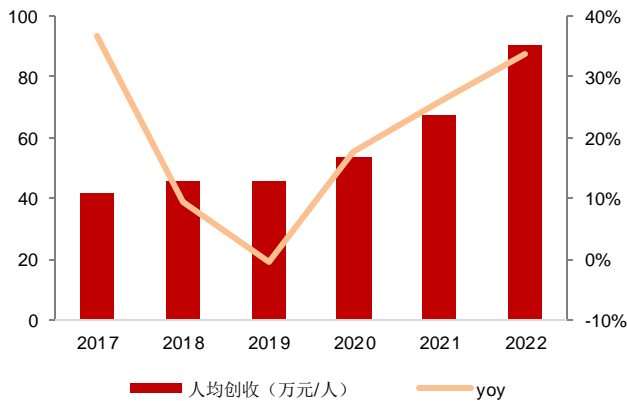
净资产收益率整体呈小幅上升趋势。2017-2022 年，公司 ROE 由 2017 年的 8.9pp 至 23.0%，呈现平稳增长的态势。截至 23Q3，公司 ROE 为 15.1%，较上年同期下降 1.5pp，整体保持较为稳定的状态。随着行业需求的持续修复，公司 ROE 有望保持较高水平。

图 9：公司 2017-2022 年净资产收益率情况


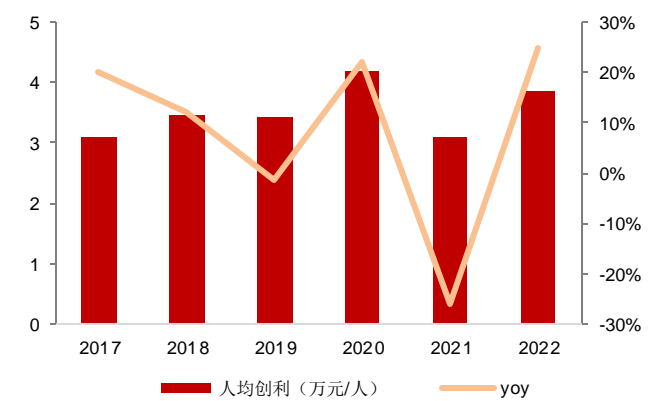
数据来源：Wind, 西南证券整理

1.2.3 人均指标：人均创收健康增长，人均创利保持稳定

人均创收健康增长，人均创利保持稳定。2017-2022 年，公司人均创收由 41.7 万元/人上升至 90.3 万元/人，期间年均复合增长率达 16.7%；同期间，公司人均创利保持较为稳定的趋势，由 3.1 万元/人上升至 3.9 万元/人。公司营运管理能力不断提升，随着业务持续拓展，未来业绩稳步向上发展，人均创收及人均创利均有望保持增长态势。

图 10：公司 2017-2022 年人均创收及增速


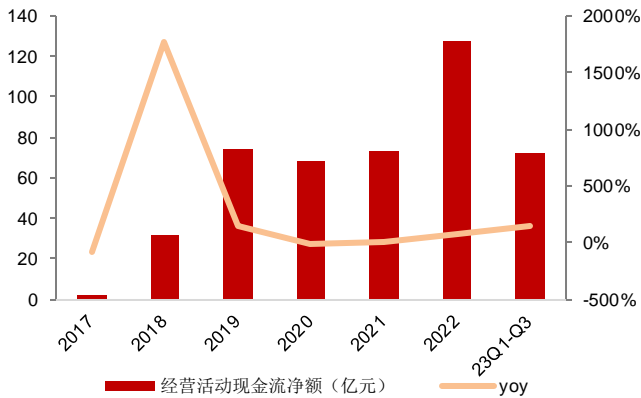
数据来源：公司公告, 西南证券整理

图 11：公司 2017-2022 年人均创利及增速


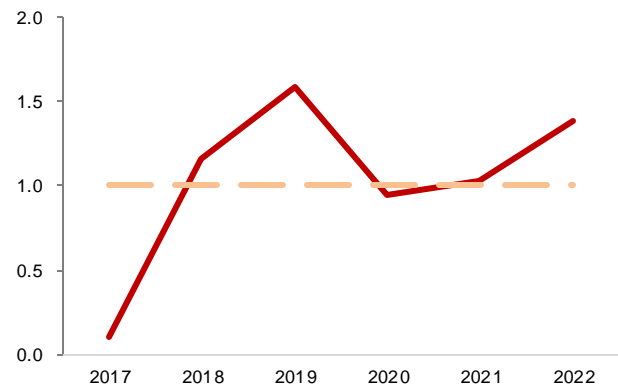
数据来源：公司公告, 西南证券整理

1.2.4 盈利质量：经营活动现金流增长可观，净现比持续攀升

1) **经营活动现金流净额**：2017-2022 年，公司经营活动现金流净额整体呈上升态势，2022 年经营活动现金净额为 127.3 亿元，相较去年同比增长 74.7%；23Q1-Q3，公司经营活动现金流净额为 72.2 亿元，同比增长 143.9%。我们预计未来随着公司技术实力及盈利能力的提升，公司经营活动现金流净情况有望持续保持健康水平。2) **净现比**：公司净现比由 2017 年的 0.1 大幅上升至 2022 年的 1.4，23H1 净现比持续增长，达到 2.0。近年来公司净现比均保持在 1 以上，随着公司经营活动现金流稳定增长，净现比有望保持良好水平。

图 12：公司 2017-2023Q3 经营活动现金流情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 13：公司 2017-2022 年净现比情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

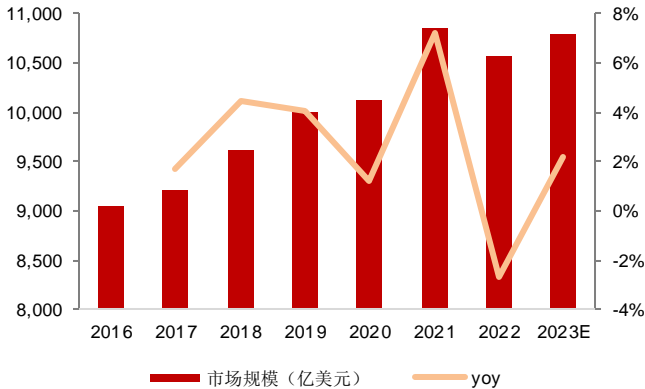
2 消费电子：产品矩阵丰满，MR 业务有望注入成长动能

2.1 消费电子市场规模逐步扩大，苹果市占率表现亮眼

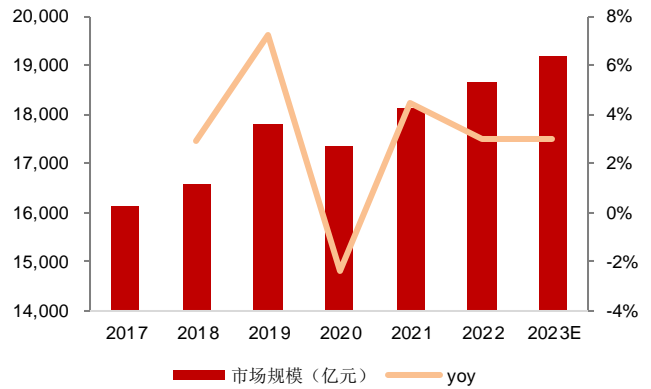
2.1.1 消费电子行业市场规模逐步扩大，设备发展百花齐放

消费电子行业市场规模逐步扩大，市场需求日益提高。在消费电子行业，应用技术的发展创新以及消费者需求的多元化增长加速了产品的迭代升级以及相应产品线的更新换代，推动消费电子产品市场规模不断扩大。根据 Statista 的统计，2016-2021 年，全球消费电子行业市场规模呈现出逐步扩大的趋势，由 2016 年的 9050 亿美元增长至 2021 年的 10860 亿美元，期间年均复合增长率为 3.71%；2022 年，全球消费电子市场规模略有下降，为 10566 亿美元，预计 2023 年整体市场规模有望恢复正增长并达到 10794 亿美元。随着我国居民消费水平不断提升，消费电子行业在我国总体工业中的重要性日益提高，市场需求持续增长。根据 Statista 的数据显示，2022 年中国消费电子市场规模为 18649 亿元，2017-2022 年期间复合增长率达 3.0%；预计 2023 年中国消费电子市场规模有望达到 19201 亿元。

设备发展百花齐放，终端产品内部元件集成化程度增长。在 5G 与 AI 技术进步的持续推动下，智能移动、智能可穿戴、AR/VR/MR、智能家居及智能显示等 IoT 设备的发展百花齐放，随着终端产品更新换代速度的逐渐加快，内部电子元件的集成化程度亦相应增长，技术门槛不断提高。相关零部件及成品的机会也将进一步集中在能够为品牌客户提供制程更优、集成度更高、资源投入更少的一站式解决方案提供商，在此大趋势之下，公司的业务拓展和产业经营预计将充分受益。

图 14：全球消费电子市场规模及增速情况


数据来源：Statista，中商情报网，西南证券整理

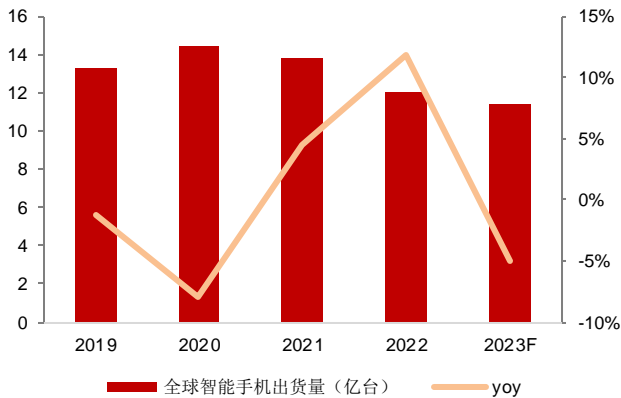
图 15：中国消费电子市场规模及增速情况


数据来源：Statista，中商情报网，西南证券整理

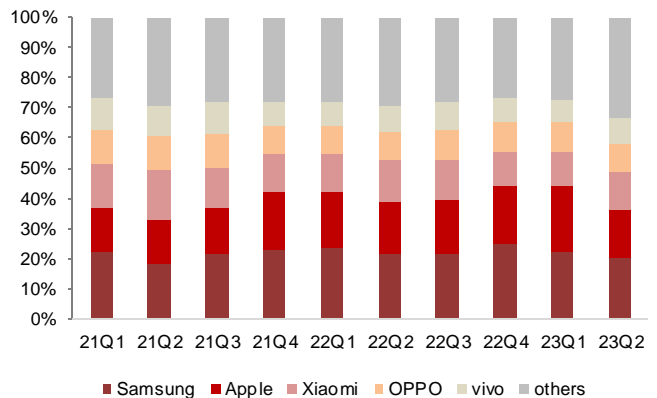
2.1.2 智能手机市场需求疲软，苹果手机出货量持续攀升

全球智能手机市场需求疲软，2024 年有望迎来复苏。根据 Strategy Analytics 的数据显示，2022 年全球智能手机出货量为 12.0 亿台，同比下降 11.8%；分季度来看，22 年四个季度智能手机出货量均保持在 2.9-3.1 亿台左右。手机需求量疲软，主要系库存调整、地缘政治等问题导致；同时，全球经济整体受疫情冲击受到影响，进一步削弱消费者对智能手机及其他非必需品的需求。23Q2，全球智能手机出货量为 2.6 亿台；预计 2023 年全年全球智能手机出货量将达 11.38 亿元，同比下降 5.0%，2024 年手机出货量有望迎来复苏。

三星出货情况稳居第一，23Q1 苹果市占率达新高。根据 Canalsy 的数据显示，三星在智能手机市场保持较高市占率，2022 年其总出货量为 2.7 亿台，市占率为 22.9%；苹果市场份额位居第二，2022 年出货量达 2.2 亿台，占比 18.2%。分季度来看，尽管智能手机市场表现不及预期，苹果表现依旧保持稳定，其市场份额于 23Q1 达到历史最高水平，为 21.5%，出货量达 5800 万台。随着 Q3 新机的发布，苹果有望在市场维持较高份额。

图 16：全球智能手机出货量情况及增速


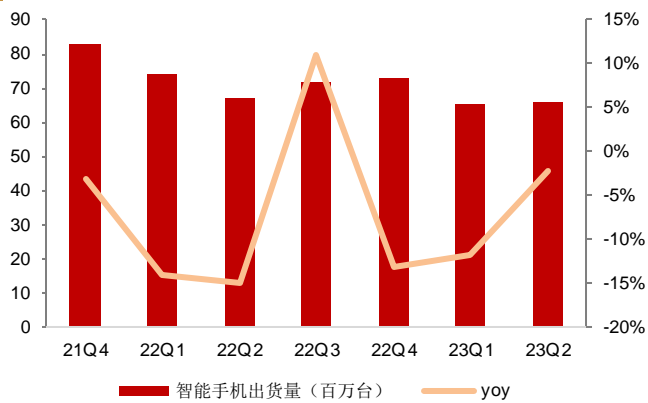
数据来源：Strategy Analytics，西南证券整理

图 17：全球智能手机细分品牌出货量占比情况


数据来源：Canalsy，西南证券整理

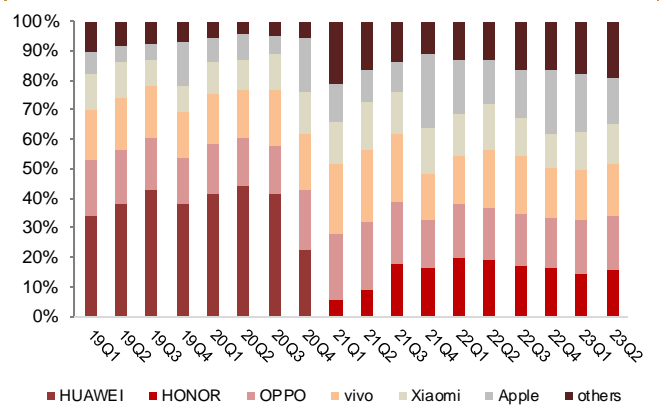
中国智能手机出货量环比修复，Vivo/荣耀市占率保持高位。根据 IDC 的数据显示，2022 年中国智能手机出货量创有史以来最大降幅，总出货量为 2.86 亿台，同比下降 13.2%。分季度来看，Q1 受市场需求不佳的影响导致出货量出现明显下降；Q2 系疫情反弹等影响，出货量创近 10 年最低；Q3 起市场有所回暖，但整体仍然延续了全年较为低迷的状态。23Q1，中国智能手机出货量为 6544 万台，同比下降 11.8%，依然处于较为低迷的状态。23Q2，中国智能手机出货量为 6570 万台，同比下降 2.1%，环比开始修复。各厂商市场份额方面，根据 Canals 的数据显示，2022 年 vivo 和荣耀以 18.2% 的市占率并列排名第一，出货量均为 5220 万台；苹果和 OPPO 分别以 17.9/17.5% 的份额位居第三/四。

图 18：中国智能手机分季度出货量情况及增速



数据来源：IDC，西南证券整理

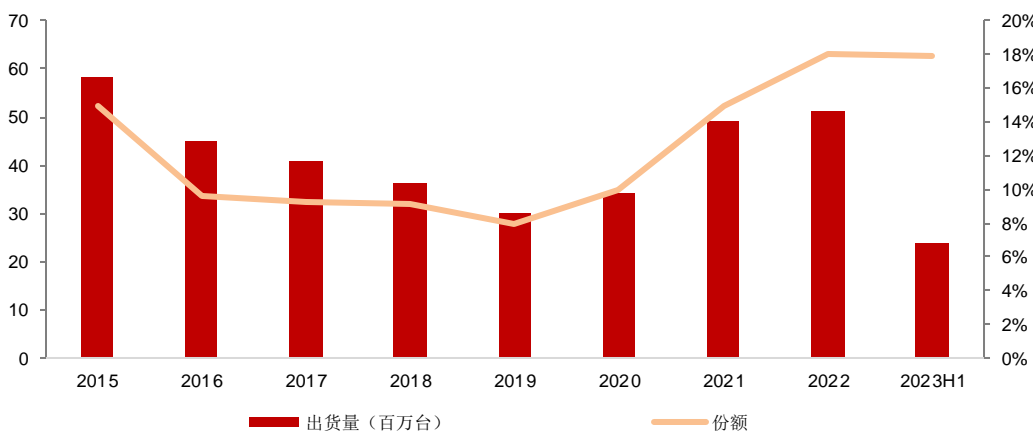
图 19：中国智能手机细分品牌出货量占比情况



数据来源：Canals，西南证券整理

苹果市占率近年来表现良好，iPhone 15 系列手机需求旺盛。根据 IDC 数据显示，2015 年至 2019 年期间，苹果在我国出货量呈现下滑趋势，由 5840 万台下降至 3010 万台，主要由于 pro 系列价格偏昂贵、消费者意愿不佳、智能手机市场持续低迷等因素所致。2020 年，苹果出货量开始恢复正增长，2022 年全年中国市场出货量为 5130 万台，市占率达到 18%；2023 年截至 H1，苹果在中国市场出货量为 2370 万台。分季度来看，22Q4，苹果以 164 万台的出货量位居国内市场第一位，占比 22.0%。23Q1 及 23Q2，苹果出货量分别为 133/104 万台，分别占据市场 19.7/16.2% 份额，23Q2 其份额排名位居第四位。

图 20：苹果在中国市场历年来出货量及份额变化



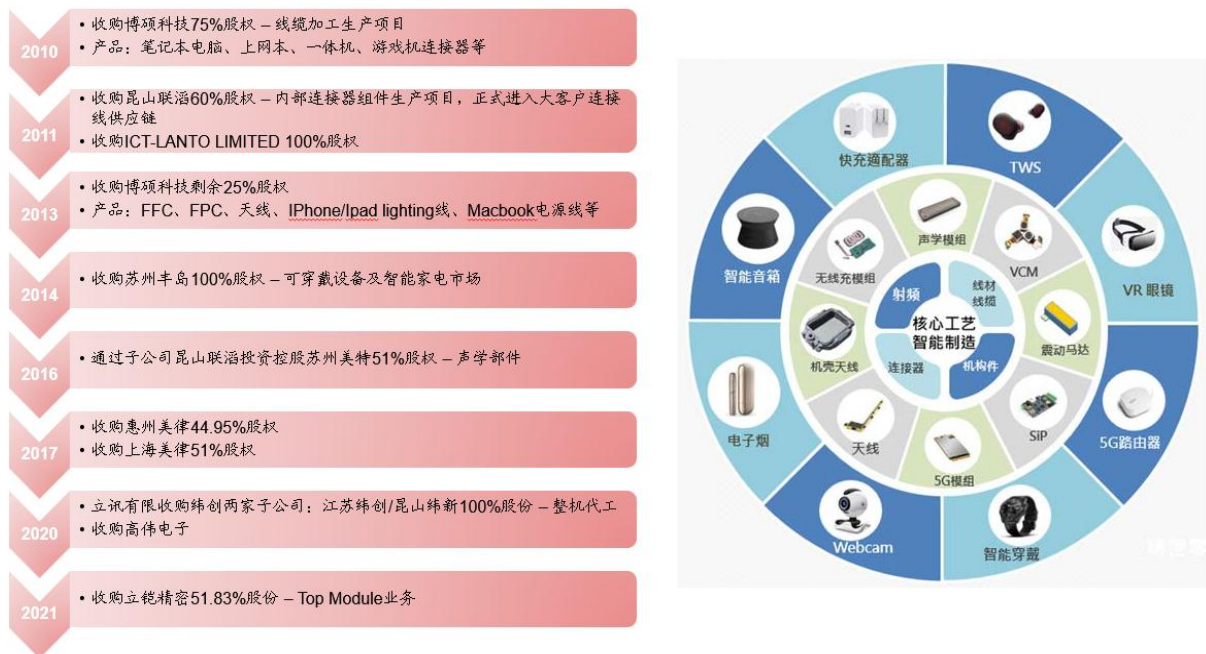
数据来源：IDC，西南证券整理

2.2 外延式拓展多元业务线，产品矩阵逐步丰满

公司通过内生式产品迭代升级+外延式收购扩张，实现了消费电子业务的逆势增长及零件-模组-系统全布局，产品矩阵多元，包括电脑、手机、可穿戴等多个领域。**1) 外延并购方面**，2010年，公司通过收购博硕科技75%的股权开拓线缆加工生产项目；2011年，公司收购昆山联滔60%的股权，正式进入苹果连接线供应链；2014年，公司收购苏州丰岛100%的股权，布局可穿戴设备及智能家居市场；2016年，公司通过子公司昆山联滔投资控股苏州美特51%的股权，进入声学部件领域；2020年，公司股东立讯有限收购江苏纬创及昆山纬新，进入苹果整机代工领域，同年公司收购高伟电子；2021年，公司收购立铠精密52%的股份，开展Top Module代工业务；截至23H1，公司共持有立铠精密49.8%的股份。

2) 内生成长方面，公司顺应市场变化，不断垂直整合优势资源，围绕元宇宙、AIoT智能生活及高速传输等领域稳步有序丰富产品类别，包括声学TWS蓝牙耳机、智能终端可穿戴手环、AR/VR/XR、智能触控笔、视频会议设备及各类零售PC/NB/手机品牌的有线与无线高瓦数快充配件等。

图 21：公司消费电子业务并购及产品线情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

积极布局新业务，原有产品线实现突破。2022年，受地缘政治、全球通胀等外部因素的影响，海内外消费需求出现不同程度下滑，叠加第四季度华中地区重要系统厂商产能受阻，公司部分零件及模组产品出货量短期呈现被动下滑趋势，整体稼动率出现一定波动。在外部条件的压力下，公司加强研发，在智能移动终端、健康穿戴、声学穿戴等系统组装业务，以及智能终端显示模组、系统封装、音圈马达等核心零组件、模组产品上均实现突破，各产品线市场份额逐年提升。在新业务方面，公司充分肯定人机交互、虚拟现实等产业未来在工业、交通、医疗、娱乐等不同领域的发展空间，并积极布局，携手一流客户共同规划和落实下一个五年的黄金发展机遇。

2.3 深度绑定苹果产业链，Vision Pro 有望带来增量

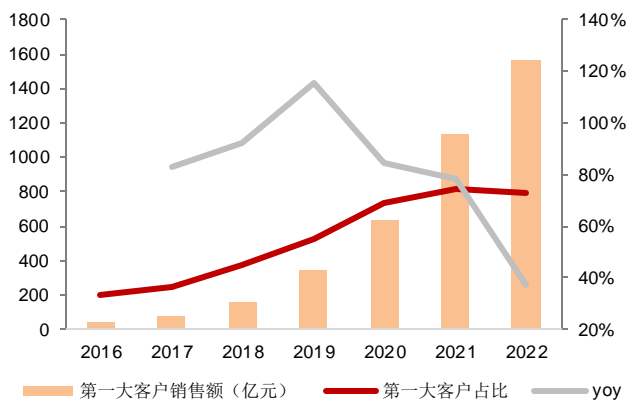
苹果业务稳定发展助力消费电子业务营收实现扩张。公司自 2011 年通过收购联滔电子正式进入苹果供应链，首先切入其 Macbook 及 iPad 内部连接线业务，2013 年正式增加 iPhone、iPad 及 Macbook 电源线业务；2017 年，公司切入声学领域，并于同期开始苹果 TWS 耳机的组装业务；2020 年，公司开始提供手机组装业务。2022 年，公司第一大客户销售额占比达到 73.3%，较 2016 年增长 40.1pp；销售额为 1568.3 亿元，同比增长 37.5%，2016-2022 年期间年均复合增长率高达 80.3%。受益于大客户业务的稳定发展与扩张，公司消费电子业务实现了稳步增长，2022 年实现收入 1796.7 亿元，同比增长 33.44%，2016-2022 年期间年均复合增长率为 72.2%。作为公司收入重要构成部分，2022 年消费电子业务占比总收入 84.0%。

表 2：公司切入大客户产业链时间

时间	切入产品
2011-2012 年	Macbook/iPad 内部连接线
2013 年	iPad lightning/iPhone lightning/Macbook 电源线
2016 年	iPhone 转接头
2017 年	iPhone 声学器件
2018 年	线性马达/LCP 天线/无线电充电接收端
2017-2019 年	AirPods/AirPods pro 组装
2020 年	iPhone 12 迷你组装/Apple Watch 组装 Sip 封装
2021 年	Top Module、Housing 金属结构件/iPhone 13 pro 组装

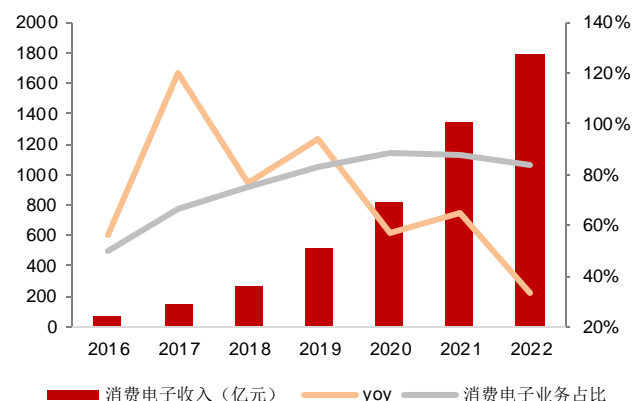
数据来源：《巴伦周刊》中文版，西南证券整理

图 22：2016-2022 年公司第一大客户销售额及占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 23：2016-2022 年公司消费电子业务销售额及增速

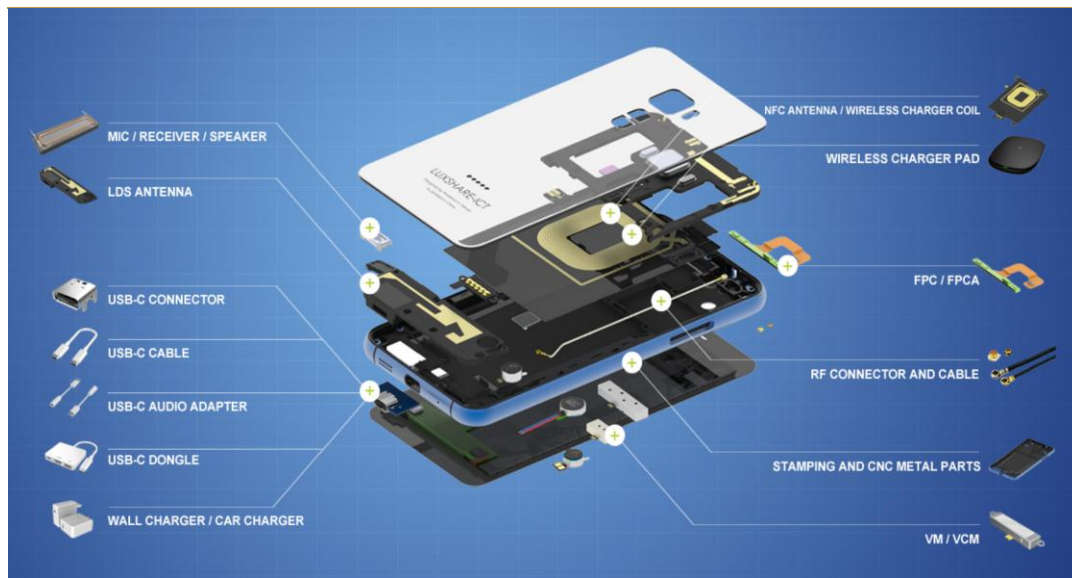


数据来源：IDC，西南证券整理

2.3.1 手机：切入大客户 TM 代工，iPhone15 系列拥抱 Type-C 新机遇

收购立铠精密，切入大客户 Top Module 代工业务。公司通过对江苏微创及昆山纬新的收购正式切入手机组装领域。2021 年 1 月，公司发布公告表示公司以及其全资子公司立讯有限将分别以 57.6 亿元和 2.4 亿元与常熟立铠共同对日铠电脑进行投资。投资完成后，公司直接及间接持有日铠电脑共 50.0% 的股权。完成收购后，日铠电脑更名为立铠精密，为公司控股子公司。立铠精密主要从事精密结构件制造业务，公司收购立铠，进一步完善在电脑及消费电子精密结构件模组领域的战略布局，切入大客户 Top Module 代工及其他客户金属结构件相关业务。被立讯收购之后，立铠精密业绩表现良好。2022 年，立铠精密实现营收 741.9 亿元，同比增长 49.2%；实现规模净利润 20.0 亿元，同比增长 83.2%。未来随着大客户订单的增加以及新产品的导入，立铠精密业绩有望保持较好的发展趋势。

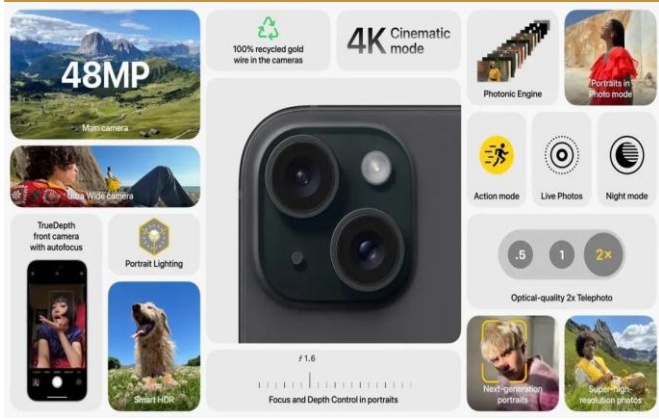
图 24：公司智能手机连接方案



数据来源：公司官网，西南证券整理

2023 年 9 月，苹果推出全新 iPhone15 系列手机。该系列手机采用 Type-C 接口，取消了拨杆式静音键。1) **iPhone15 基础款**沿用了 A16 仿生芯片，该芯片采用 4nm 工艺制造，包括多大 160 亿个晶体管，无论是应付大型重负载游戏还是支持 4K 视频播放拍摄都不在话下。镜头方面，iPhone15 采用上一代 iPhone14 pro 系列的 4800 万像素主摄，增加了两倍长焦，支持拍摄 4K 视频。2) **iPhone15 Pro 系列**首次采用钛合金中框，机身重量有所减轻；同时，Pro 系列采用的 A17 Pro 芯片是全球首款 3nm 手机芯片，其采用 6CPU+6GPU 的配置，CPU 速度提高了 10%，GPU 速度提升了 20%；镜头方面，Pro 系列的长焦镜头可实现 5 倍光学变焦，采用了创新的四重棱镜设计，原理和潜望式镜头类似，但在小体积下实现了 120nm 较短，也支持光学防抖。Pro 系列还支持空间视频的拍摄，通过超广角和主摄来拍 3D 视频，并支持在 Vision Pro 上展示，该功能将会在今年晚些时候开放。根据美联社的报告，iPhone15 在中国市场非常热销，京东首发日预约用户达 230.7 万人，其中 pro max 预约人数高达 92.6 万人。预计 iPhone 15 系列的推出有望带动苹果在中国市场出货量及市场份额进一步提升。

图 25: iPhone15 基础款功能升级情况



数据来源: 爱范儿公众号, 西南证券整理

图 26: iPhone15 Pro 系列功能升级情况



数据来源: 爱范儿公众号, 西南证券整理

2.3.2 声学领域投资美特, 光学领域收购高伟电子

投资苏州美特切入大客户声学供应链。2016 年, 公司全资子公司昆山联滔投资苏州美特 51% 的股权, 进入声学模组市场。美特科技成立于 2002 年, 是台湾开发并量产超薄型小型扬声器及动圈式受话器的厂商, 在台湾、美国、香港、深圳、上海等地区各设有分支机构。公司深耕声学领域多年, 产品覆盖耳机系统、扬声器、微机电麦克风、电池、听力保健等, 并与华为、小米、苹果、亚马逊等国际一流企业开展合作。截至目前, 公司已累计获得 102 项专利及 32 项奖项。2017 年, 立讯进一步外延扩张, 收购惠州美律, 加强其在声学模组领域的供应。

图 27: 美特科技产品介绍



数据来源: 美特科技官网, 西南证券整理

收购高伟电子切入大客户光学供应链。2020 年, 立讯精密关联公司立景创新收购高伟电子, 进军光学领域。截至目前合计持有其 73.5% 的股份。高伟电子是主要的移动设备相机模块供应商, 主要从事设计、开发、制造及销售各类相机模块, 用作具备相机功能的智能手机、多媒体平板电脑及其他移动设备的重要部件。2013 年起, 高伟电子成为全球第六大

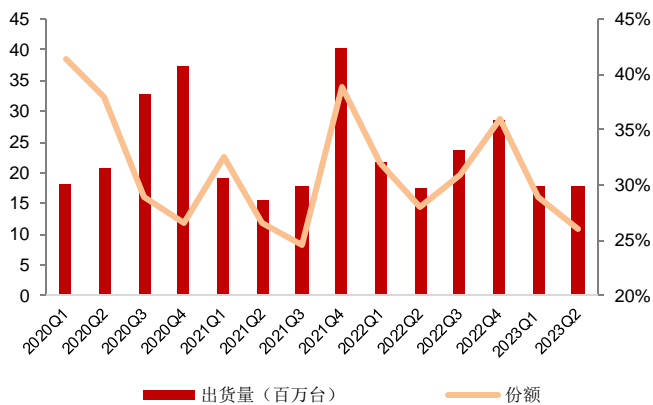
相机模块供货商。凭着以 COB 技术为基础而制造相机模块的经验及专业知识，高伟电子于 2012 年开始利用先进的倒装芯片技术生产定焦相机模块。公司最大的客户是苹果，并从 2009 年起开始向高伟电子提供相机模块；此外，公司的主要客户还包括其他全球领先的移动设备制造商，例如 LG 电子，三星电子等。

2.3.3 AirPods+Apple Watch 双轮驱动，主导可穿戴市场

可穿戴设备市场空间广阔。2016 年，公司通过收购上海美律正式进入声学部件供应领域，并于 2017 年正式切入 AirPods 整机代工业务。2019 年，公司正式切入 Apple Watch 系统组装供应链，进一步扩展其可穿戴业务。受益于通信技术的更新换代，智能可穿戴设备的市场规模持续增长，根据 IDC 的数据统计，全球智能可穿戴设备出货量从 2014 年的 2890 万台增长至 2020 年的 4.5 亿台，年复合增长率达 57.7%；预计 2024 年全球智能可穿戴设备出货量将达到 6.3 亿台，市场空间广阔。在 5G、人工智能、云计算等技术应用下，智能可穿戴设备的更新换代速度逐渐加快，带来大量新产能需求的同时，其内部电子元件的集成化程度相应增长，技术门槛不断提高。

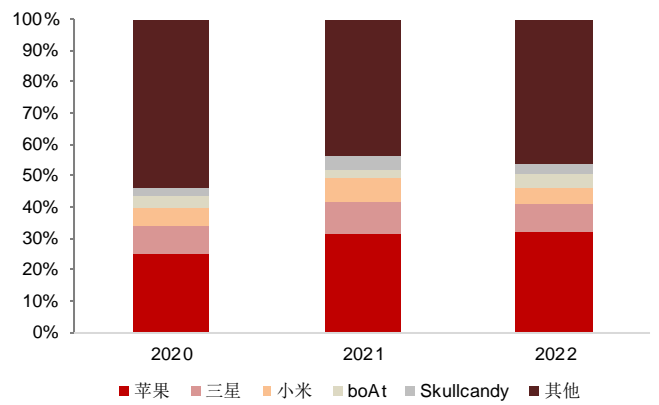
苹果市占率远超其他厂商，AirPods 为 TWS 市场重要增长级。TWS 耳机指真无线立体声耳机，分为充电盒和无线耳机两大部分。第一款 TWS 耳机诞生于 2014 年，2016 年苹果推出 AirPods，其销量持续增加带动了 TWS 耳机行业的发展。近年来，苹果陆续推出 AirPods 一代/二代/三代、AirPods Pro 一代/二代，均在市场取得较好的反响。根据 Canalys 的数据显示，2020 年起至今，苹果 AirPods 系列耳机的市占率也始终维持在 27% 以上；2022 年全年，苹果耳机出货量为 9140 万台，市占率为 31.8%，远高于三星、小米等厂商。随着 AirPods 产品持续迭代，预计苹果将在 TWS 耳机市场维持较高份额，公司业绩有望受益于此，迎来稳步上涨。

图 28：2020 年起苹果耳机分季度出货量及市场份额情况



数据来源：Canalys，西南证券整理

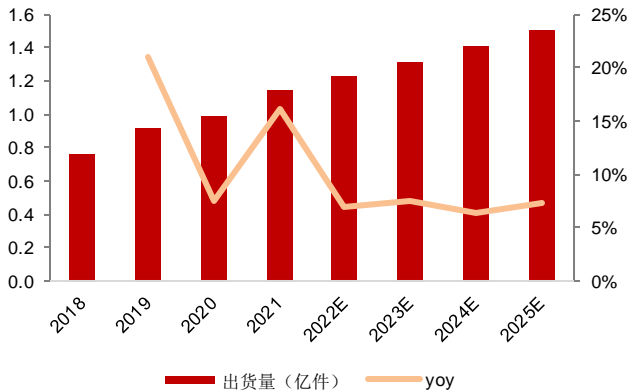
图 29：2020-2022 年全球 TWS 耳机市场份额情况



数据来源：Canalys，西南证券整理

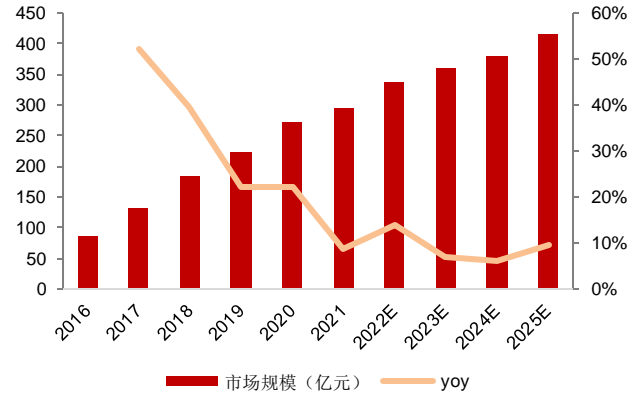
智能手表市场保持稳定向上发展。自 2013 年全球首款智能手表问世以来，智能手表市场规模逐年增长。根据艾媒咨询的数据显示，2021 年全球智能手表出货量为 1.1 亿件，同比增长 16.2%，2022 年出货量预计保持稳定，有望达到 1.2 亿件；预计 2025 年出货量将超过 1.5 亿件。中国市场方面，2021 年智能手表市场规模达到 295.0 亿元，同比增长 8.5%，2022 年市场规模将达 336.0 亿元，2025 年有望突破 400 亿元。随着智能手表系统的完善以及各厂商产品的多元化创新，智能手表市场有望保持增长态势。

图 30: 全球智能手表出货量及预测情况



数据来源: 艾媒咨询, 西南证券整理

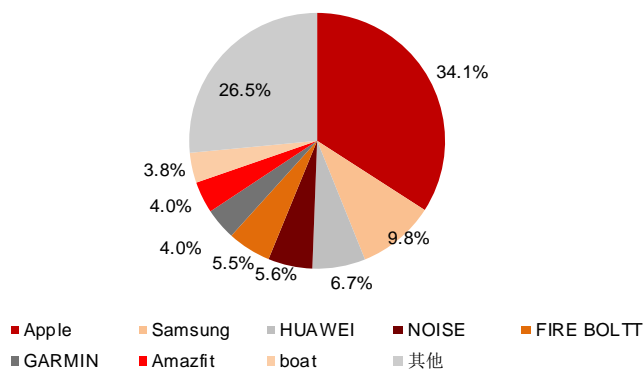
图 31: 中国智能手表市场规模及预测情况



数据来源: 艾媒咨询, 西南证券整理

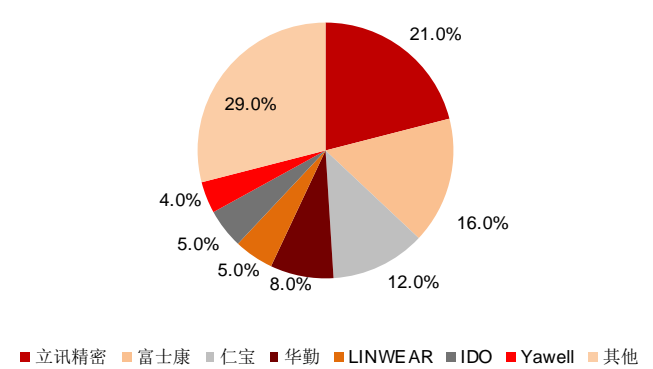
Apple Watch 主导市场，立讯为外包智能手表制造龙头。根据 Counterpoint Research 数据显示, 2022 年苹果 Apple Watch 在智能手表市场保持其主导地位, 出货量占比为 34.1%, 较 2021 年上涨 1.5pp, 进一步拉开与其他厂商的差距。排名第二的为三星, 其市占率为 9.8%。此外, 2022H2 全球智能手表外包制造出货量同比增长 15%, 占同期全球总出货量的 69%。其中, 立讯精密承担了 40% 的 Apple Watch 产量, 是 2022H2 最大的外包智能手表制造商, 占比 21%。富士康和仁宝分别以 16% 和 12% 的市场份额位居第二、第三。排名前三的公司均受益于 Apple Watch 销量的增长, 其产量占全球智能手表外包出货量的 50% 左右。排名第四的华勤 (8%) 与三星、华为、OPPO 等公司合作, 出货量略有上升; LINWEAR、IDO、Yowell 出货量增长受益于印度 Noise、Fire-Boltt 及 boAt 等专注 50 美元以下细分市场的品牌快速发展。

图 32: 2022 年全球智能手表厂商市场份额情况



数据来源: Counterpoint, 西南证券整理

图 33: 2022H2 智能手表外包制造商市场份额情况

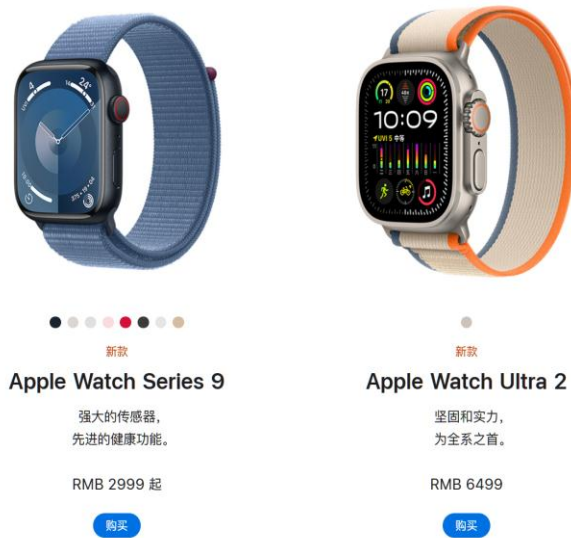


数据来源: Counterpoint, 西南证券整理

2023 年 9 月, 苹果推出全新一代 apple watch series 9, 售价为 2999 元起。该款手表采用全新 S9 SiP, 性能和功能方面均实现显著提升, 续航时间可达 18 小时, 充分满足全天运行的需求; 此外, S9 芯片为 series 9 提供了诸多新功能, 包括新的双击手势和在手表设备上处理 Siri 请求等。借助新的双击手势, 用户只用一只手就能轻松控制其手表, 实现播放和关闭音乐、停止计时器、接听/挂断电话、用相机遥控器拍照等功能, 完全无需触摸显示屏。同时, 苹果还推出了新一代高阶手表 Apple Watch Ultra 2, 售价为 6499 元。该款智能穿戴

手表采用钛金属表壳，双频 GPS，电池使用时长达 36 小时，拥有丰富的健康功能例如体温感应、睡眠追踪、心脏健康通知、血氧平衡、车祸侦测、紧急求救 SOS 等功能。

图 34：23Q3 苹果新发布手表产品



数据来源：苹果官网，西南证券整理

2.3.4 虚拟现实未来空间广阔，苹果 Vision Pro 24 春季发售在即

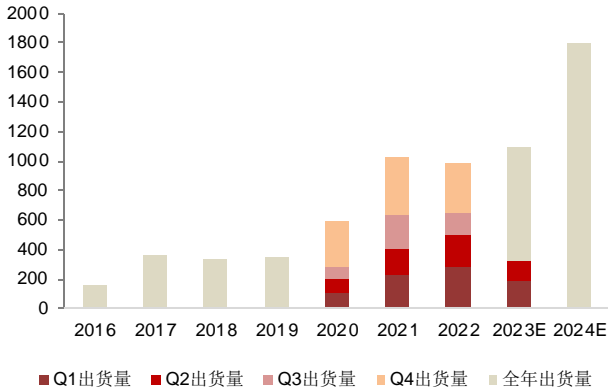
预计 24 年出货量将恢复增长，Meta、Pico、索尼为主要玩家。近年来，由于国家政策催化、以元宇宙、AIGC 为核心的数字化概念爆发等原因，虚拟现实市场实现了强劲的增长。从出货量来看，根据 WellsennXR 的数据显示，2022 年全球 VR 头显出货量达 986 万台；23Q2 全球出货量为 144 万台，同比下降 37.4%，环比下降 20.9%，主要系 Meta 系列头显销售下滑、PS VR2 销量不及预期、市场缺乏重磅新品发布等原因导致。预计 2023 年全球 VR 销量为 800 万台，同比下滑 18.9%，主要系明年春季开售的苹果 Vision Pro 对今年的 VR 潜在购买用户带来较强观望情绪、23Q4 Quest 3 发售大概率仍是存量用户更新升级等原因所致。目前，VR 头显市场主要玩家为 Meta (Quest 系列)、Pico、索尼等。23Q1，Meta VR 头显实现出货量 121 万台，占比 66.5%；Pico 实现销量 9 万台，占比 5.0%；索尼旗下 Playstation VR2 实现销量 28 万台，占比 15.4%。

2022 年我国 VR 头显出货量为 121 万台，较 2021 年大幅增长 218.4%。23Q2，我国 VR 头显出货量为 12 万台，同比下滑 64.7%，环比下滑 25.0%，主要系 Pico 因调整了运营策略和销售费用预算导致的大幅销量下滑、叠加整体 B 端市场受经济和政府支出下滑影响，在教育、文旅、党建等场景需求出现下滑所致。

苹果 Vision Pro 发售在即，立讯有望承接生产获得增量。2023 年 6 月，苹果在 WWDC2023 上公布了其最新 MR 产品 Vision Pro，售价 3499 美元，预计将于 2024 年正式发售。Vision Pro 在视觉、光学等方面均有较好表现，它搭载 M2+R1 双芯片设计，其中 M2 芯片提供计算性能，R1 芯片提供传输性能；用户将通过注视来浏览应用图标，或发出语音指令，无需使用手柄；该设备采用全新的 VisionOS 系统，具有三维界面，其应用体验不受显示器边界限制；在视觉方面，Vision Pro 拥有 2300 万像素的 micro-OLED 显示，同时，其独有的 EyeSight 系统可以使用户在使用期间仍保持于房间中其他人的联系。立讯精密有

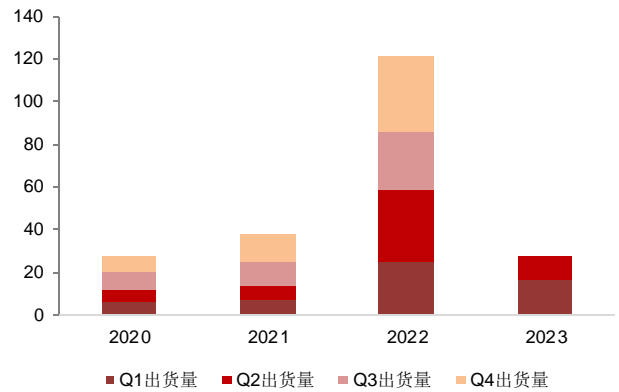
望承接 Vision Pro 的生产，随着 Vision Pro 第一代的发售以及未来的更新迭代，公司消费电子业务有望实现新增量。

图 35：2016 年起全球 VR 头显出货量情况（万台）



数据来源：WellsennXR，西南证券整理

图 36：2020-2023Q2 中国 VR 头显出货量情况（万台）



数据来源：WellsennXR，西南证券整理

图 37：VR 头显市场主要玩家

Pico 4 Pro	Meta Quest Pro	Vision Pro	HTC Vive XR Elite	PlayStation VR 2	Meta Quest 3
¥3,799	约 ¥7,098	约 ¥24,850	约 ¥7,809	¥4,499	约 ¥3,546
597 克	722 克	未公布	625 克	560 克	未公布
20W 充电功率 3 小时续航	45W 充电功率 2.5 小时续航	外置电池 续航 2 小时	30W 充电功率 2 小时续航	外接 PS5 使用	未公布
高通骁龙 XR2	高通骁龙 XR2+	Apple M2 + Apple R1	高通骁龙 XR2	凭借 PS5 驱动	新一代高通骁龙 XR 芯片
LCD Pancake 光学透镜	Mini LED Pancake 光学透镜	定制 Micro-OLED	LCD Pancake 光学透镜	OLED 菲涅尔光学透镜	未公布
105°	106°	未公布	110°	110°	未公布
双眼 4K+	双眼 2K+	双眼 8K	双眼 4K+	双眼 4K+	未公布
面部追踪 眼动追踪 手柄	面部追踪 眼动追踪 手势控制 手柄	眼动追踪 面部追踪 手势控制 键鼠操作	面部追踪 眼动追踪 手柄	眼动追踪 手柄	未公布
Type-C	Type-C+ 磁吸充电站	外置电池充电	Type-C	Type-C	未公布

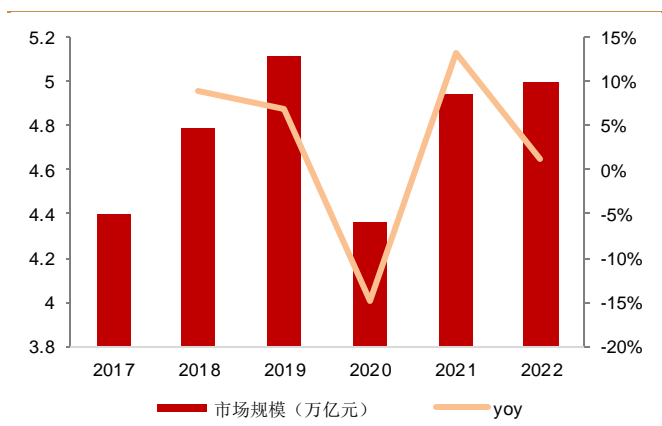
数据来源：爱范儿公众号，西南证券整理

3 通信：控股汇聚完善布局，整机+零部件双线发展

3.1 ICT 行业稳步发展，公司收购科尔通、汇聚完善布局

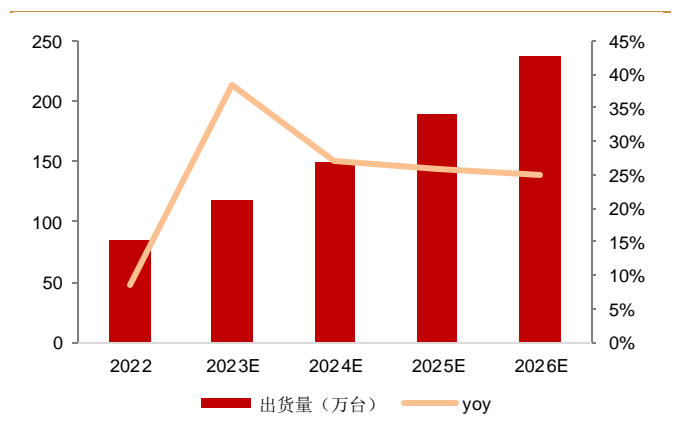
5G、AIGC 等技术推动 ICT 行业稳步发展，26 年全球 AI 服务器出货量有望达 236.9 万台。22 年的 5 万亿元，未来有望保持较好的增长趋势。技术的革新使得传统 IT 基础设施往数据基础设施演进，电商、视频、云计算等互联网垂直行业快速崛起。根据 IDC 数据显示，2021 年全球服务器市场出货量和销售额分别为 1353.9 万台和 992.2 亿美元，分别同比增长 6.9% 和 6.4%。随着 IT、电信，银行、金融、服务和投资以及电子政务、智慧城市项目对新数据中心的需求不断增长，人工智能和物联网在未来的广泛应用，都将进一步推动未来通信与数据中心市场规模的扩大。根据 IDC 的预测，2027 年全球服务器市场规模将达到 1265 亿美元。AI 服务器方面，AIGC 等技术的大力发展有望推动 AI 服务器的出货量增长。根据 TrendForce 的数据显示，2022 年全球 AI 服务器出货量为 85.5 万台，同比增长 8.5%；预计 2026 年全球 AI 服务器出货量将达 236.9 万台，2022-2026 年期间年均复合增长率为 29.0%。

图 38：2017-2022 年中国 ICT 市场规模



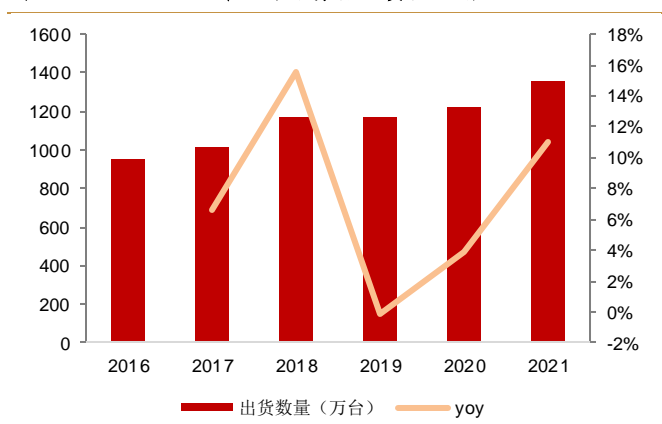
数据来源：智研咨询，西南证券整理

图 39：2022-2026 年全球 AI 服务器出货量预估



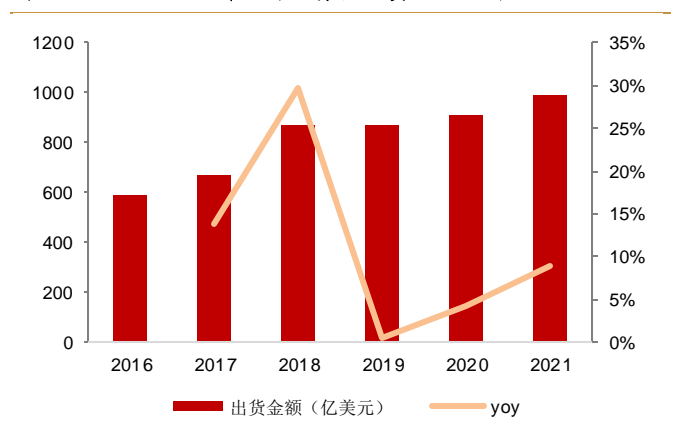
数据来源：TrendForce，西南证券整理

图 40：2016-2021 年全球服务器出货量及增速



数据来源：IDC，西南证券整理

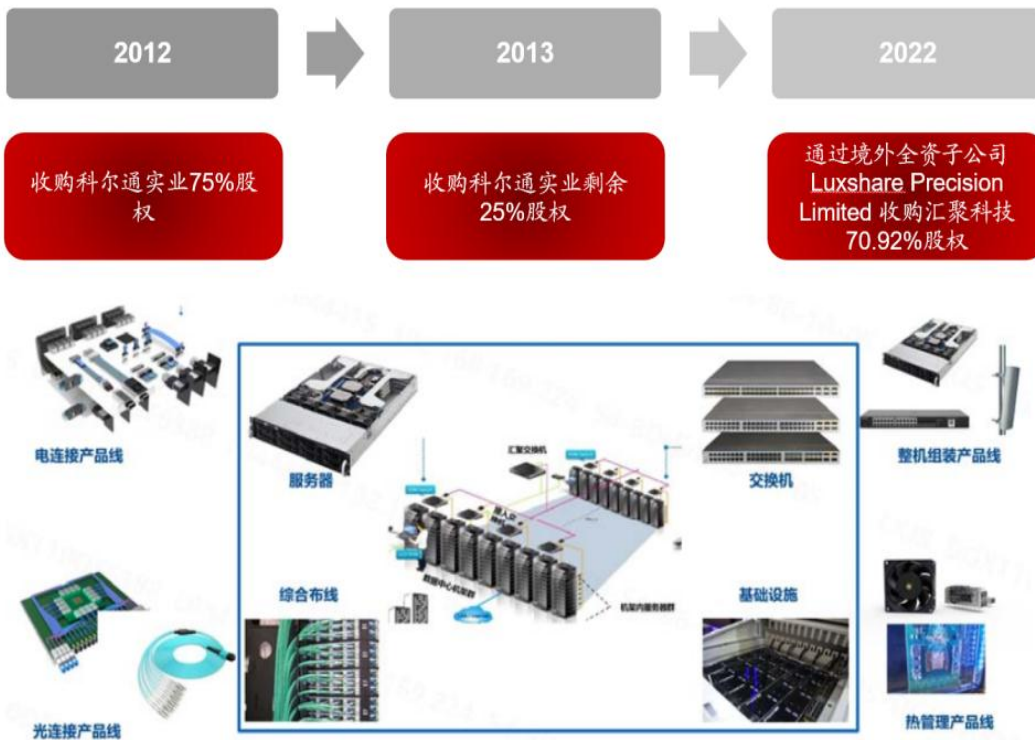
图 41：2016-2021 年全球服务器出货金额及增速



数据来源：IDC，西南证券整理

先后收购科尔通、汇聚，完善通信布局。2012年，公司收购科尔通实业75%的股权，正式切入通信市场布局。科尔通实业主要业务包括电源插头线、连接线的生产及销售，以及电源接插件、通讯器材、办公设备、计算机配件的购销等。2013年，公司完成科尔通实业剩余25%的股权收购。2022年2月12日，公司以要约收购方式控股汇聚科技有限公司，收购其70.9%的股权进一步完善在通信、医疗、汽车、工业等领域的互联产品战略布局。

图 42：公司通信业务发展沿革及相关产品



数据来源：公司公告，西南证券整理

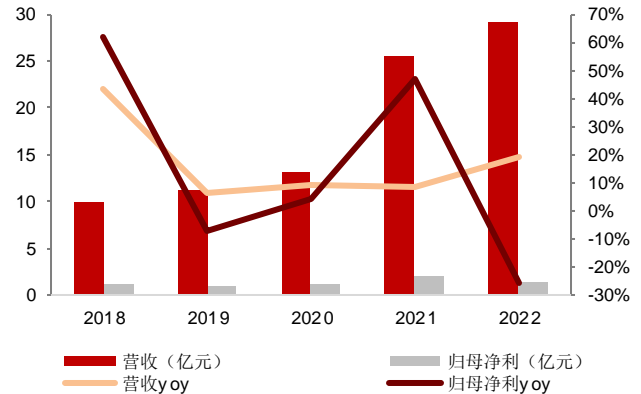
汇聚科技营收增长稳定，有望受惠于行业发展及协同效应。汇聚科技为定制电线互联方案提供商，主要制造及供应各种铜缆和光缆电线组件产品，在上海、苏州、惠州及东莞均设有生产基地。经过30余年的业内经验累积，目前公司产品覆盖包括电信、数据中心、工业设备、医疗设备及汽车配线在内的各种市场领域。营收端来看，汇聚科技收入增长稳定，2022年实现营收29.1亿元，同比增长19.4%；利润端来看，2018-2022年，汇聚科技归母净利润保持较为稳定，在1.0-2.0亿元之间，2022年为1.36亿元，同比下降25.7%，主要系原材料价格上涨等因素导致。被立讯精密收购之后，公司通过整合客户、市场资源及立讯精密的技术与研发能力，在产品及市场营销等方面进一步受惠于消费电子、通讯、医疗保健、汽车行业的发展及协同效应。

图 43：汇聚科技业务版图



数据来源：汇聚科技官网，西南证券整理

图 44：2018-2022 年汇聚科技营收及净利润情况



数据来源：Wind，西南证券整理

3.2 整机+核心零部件双线发展，业务规模持续增长

整机+核心零部件双线发展，充分提升产品覆盖率。 ICT 行业在 5G、大数据和自动驾驶技术的推动下对数据传输提出了更高的要求，硬件设备界面逐步开放、功能高度集成，互连部件呈现高速、高密、高可靠及低损耗三高一低（高速、高密、高可靠及低损耗）的发展趋势。针对通信业务，公司始终将技术能力视作业务发展的地基，以技术为核心驱动力，围绕整个数据中心的应用和发展趋势，逐步丰富自身产品系列。在原有电连接（高速电连接器及线缆）、光连接（AOC 和光模块）、射频通信（基站天线、基站滤波器、塔顶放大器、双工器、合路器、RRU、AAU、小基站）等现有产品基础上，增加了热管理（热管、VC、轴流风扇、冷板、液冷散热）和工业连接等产品系列，进一步提升了产品覆盖率，围绕“整机+核心零部件”的双线发展战略，逐步成为数据与通信的多品类综合解决方案供应商。

业务规模快速增长，持续加强零部件研发投入。 2022 年，公司通信业务整体呈现快速增长的态势，但受到一系列地缘政治因素影响，海外营商环境、行业准入政策等诸多限制条件对公司在北美地区的系统产品业务的持续拓展产生一定阻挠。但在电联接、光连接、光模块、风冷/液冷散热部件等核心零部件上，公司海内外业务拓展成果丰硕。与此同时，公司在高速互联产品相关技术上拥有广泛且深度的专利布局，并积极主导或参与相关行业标准的制定，如 CPO 光互联标准、设备专业界面 QSFP112 国际标准等。未来在全球云服务市场规模高速增长的中长期趋势下，伴随云计算、大数据、物联网、人工智能等新一代信息技术在全球范围内的广泛应用，将进一步拓宽通信领域的相关核心零部件的需求空间。公司持续加强在通信领域核心零部件的研发投入，致力于提升高/低频电连接、光连接、光模块、散热温控设备和射频通信产品的能力基础，并以“应用一代，开发一代，研究一代”为产品核心战略，建立各领域能力沙盘。

图 45：公司通信业务布局



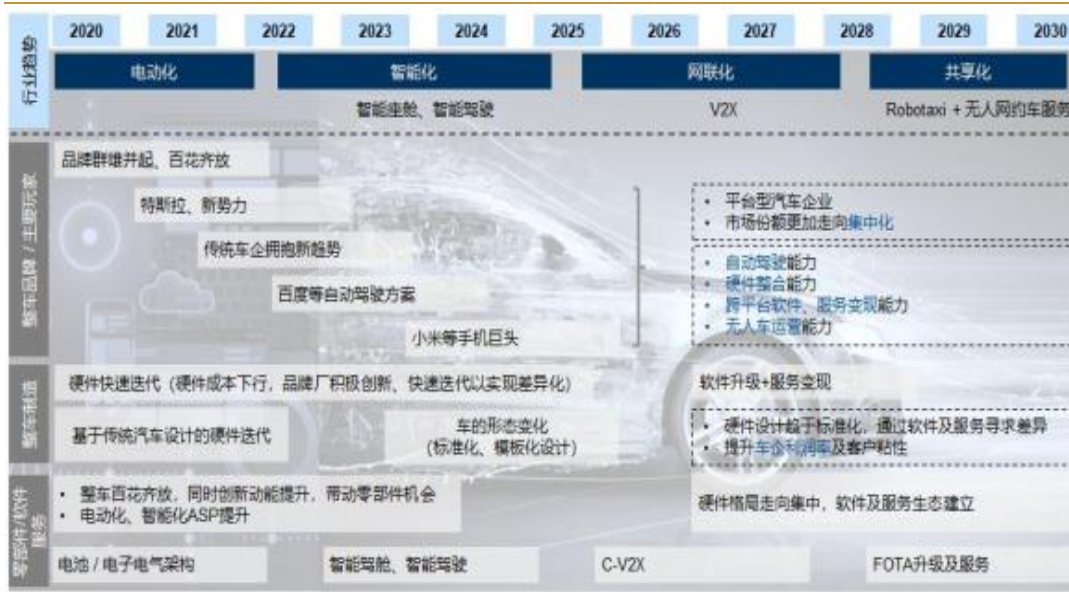
数据来源：公司公告，西南证券整理

4 汽车：乘汽车四化之风，多元布局打开增长空间

随着智能电动车的发展，公司针对汽车板块进行了长期性的规划，产品布局包括线束、连接系统、新能源、智能网联、智能座舱及智能制造等。

4.1 汽车四化趋势凸显，智能时代加速来临

汽车四化趋势凸显，智能时代加速来临。汽车行业目前正处于由传统制造向科技制造转型的过程，汽车逐渐由单纯的代步工具发展为集娱乐、办公、消费等于一体的“车轮上的互联空间”。汽车消费群体对智能化、个性化的需求被激发，让汽车向超级智能终端过渡，汽车的“电动化”、“智能化”、“网联化”及“共享化”趋势不断凸显，同时汽车电子在整车制造成本中占比也得到大幅提升。

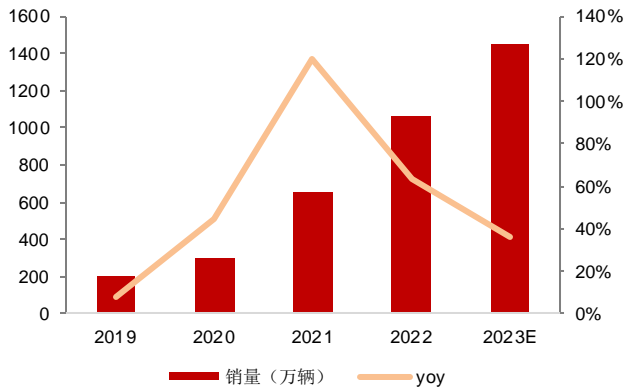
图 46：汽车向智能终端演进过程中迎来黄金十年


数据来源：公司公告，西南证券整理

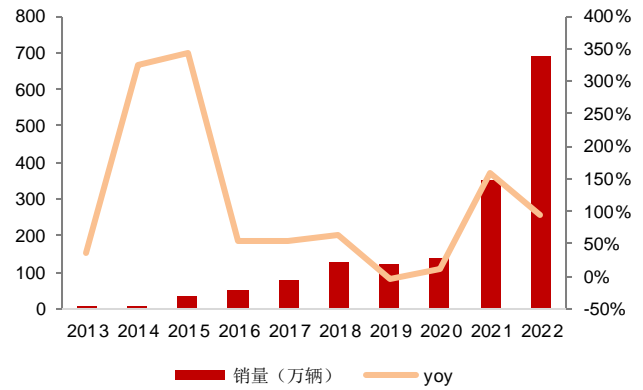
在汽车四化的驱动下，汽车电子电气（E/E）架构逐步向集中式架构转化。汽车 E/E 架构包括 ECU、传感器、制动器及其所有互连设备，以及电气网络和信息娱乐系统。传统的汽车 E/E 架构为分散式，汽车功能分布在大量相互连接的电子控制单元（ECU）中，每个 ECU 都能处理自己的数据并和其他 ECU 进行通信以实现高级车辆功能。这类架构的缺点在于如果汽车拥有大量 ECU，车载网络的通信负荷会增加，通信效率也被降低。在智能交通、自动驾驶等行业的驱动下，现代汽车中软件的复杂性迅速增加，传统汽车分散式 E/E 架构面临巨大挑战，电子电气架构逐步向集中式架构发展。集中式架构的基本思想是集中处理车辆中各个领域、域组或整车级别上的功能，能够有效提高资源效率，更好的处理信息。

4.1.1 新能源汽车产销两旺，我国厂商表现亮眼

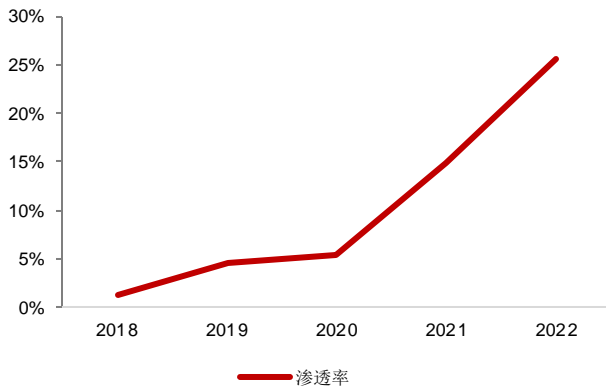
新能源汽车销量稳步增长，渗透率逐步攀升。根据 TrendForce 的数据显示，2022 年全球新能源汽车销量为 1065 万辆，同比增长 63.6%；其中，纯电动车（BEV）为 789 万辆，同比增长 68.7%；插电混合式电动车（PHEV）为 274 万辆，同比增长 50.8%。中国和西欧为新能源汽车的主要市场，分别占比 64%、29%。预计 2023 年全球新能源汽车销量将增长至 1451 万辆。我国新能源汽车在政策和市场的双重支持下实现高速发展，2022 年产量为 705.8 万辆；销量达到 688.7 万辆，同比增长 93.4%，2013-2022 年期间年均复合增长率为 93.6%；其中，纯电动车（BEV）为 536.5 万辆，同比增长 81.6%；插电混合式电动车（PHEV）为 151.8 万辆，同比增长 151.6%。2022 年，我国新能源汽车渗透率达到 25.6%，增长强劲，较 2018 年的 1.4% 上涨 24.2pp。预计未来新能源汽车渗透率将持续提高。

图 47：2019-2022 年全球新能源汽车销量及增速情况


数据来源：TrendForce，西南证券整理

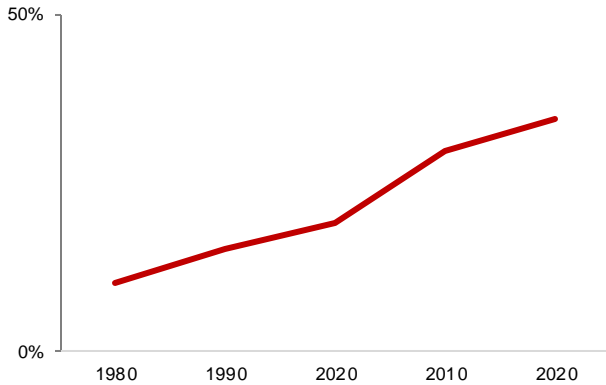
图 48：2013-2022 年中国新能源汽车销量及增速情况


数据来源：中国汽车工业协会，西南证券整理

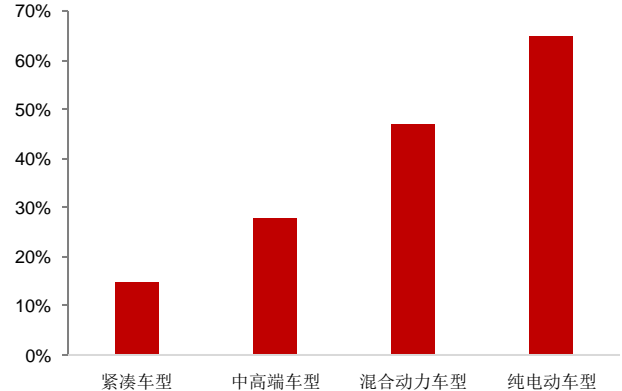
图 49：2018-2022 年中国新能源汽车渗透率情况


数据来源：新华社，西南证券整理

新能源汽车产销两旺，拉动汽车电子成本占比向上。随着新能源汽车销量的逐步提升，汽车电子在整车成本中的占比也相应增长。根据盖世汽车研究院的数据显示，自 1980 年起，汽车电子在整车成本中占比呈稳步上升的趋势，2020 年达到 34.32%；此外，其在纯电动车型成本占比更是高达 65%，远高于其他车型。随着新能源汽车渗透率的不断提升，整车控制器、电机控制器、电池管理系统等相关汽车电子需求有望迎来高增长，进一步提升其在整车成本中的占比。

图 50: 汽车电子占整车成本份额情况


数据来源: 盖世汽车研究院, 西南证券整理

图 51: 汽车电子在各类车型中成本占比情况


数据来源: 盖世汽车研究院, 西南证券整理

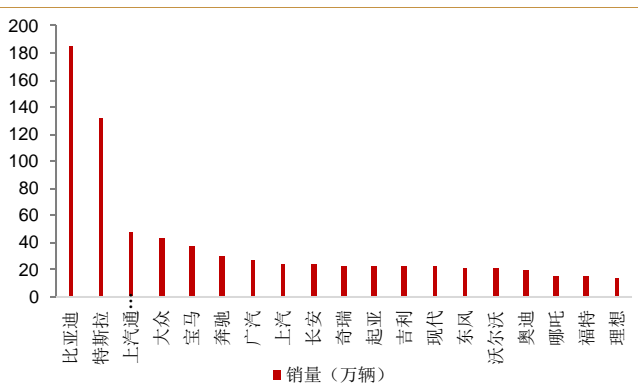
新能源汽车市场较为集中。根据中国汽车工业协会的数据, 2022 年新能源汽车销量排名前十的企业集团销量合计 567.6 万辆, 同比增长 108.4%, 占比我国新能源汽车销量的 82.4%, 较 2021 年上升 5.9pp。其中, 比亚迪为销量最高的企业, 2022 年销量为 186.2 万辆, 市占率达到 27.0%; 上汽和特斯拉分别以 15.4% 和 10.3% 的市占率排名第二、三。

中国新能源车企市占率表现强劲, 有望带动本土汽车零部件厂商实现业务拓展。随着我国汽车四化的发展, 国内新能源车企逆势生长, 业绩表现强劲。根据 CleanTechnica 的数据显示, 2022 年全球新能源乘用车销量 TOP20 的企业中, 中国车企表现亮眼, 其中, 比亚迪以 18.3% 的市占率位居第一; TOP20 的车企中, 中国厂商占据 10 席, 包括比亚迪、上汽、广汽、奇瑞、吉利等, 合计市占率达 39.8%。随着中国新能源车企渗透率增强, 我国本土汽车零部件供应厂商有望获得更优客户资源, 实现业务拓展。

图 52: 2022 年中国新能源汽车销量前十情况

市场集中度	企业名称	2022年销量	同比增速	市场份额
前三家市场集中度: 52.7%	比亚迪	186.2	207.2%	27.0%
	上汽	105.9	45.5%	15.4%
	特斯拉	71.1	46.8%	10.3%
前五家集中度: 64.8%	东风	50.2	146.1%	7.3%
	吉利	32.9	300.1%	4.8%
前十家市占率: 82.4%	广汽	31.1	117.9%	4.5%
	长安	28.4	160.1%	4.1%
	奇瑞	24.7	117.5%	3.6%
	江淮	19.8	43.1%	2.9%
	一汽	17.2	49.4%	2.5%

数据来源: 中国汽车工业协会, 西南证券整理

图 53: 2022 年全球新能源汽车销量 TOP20 企业


数据来源: CleanTechnica, 西南证券整理

4.2 收购光宝/高伟电子进军车载光学, 与奇瑞携手实现 Tier1 目标

内生+外延扩展汽车电子版图, 近两年业务增速可观。2012 年, 公司收购源光电装 55% 的股权正式切入汽车板块。2013 年, 公司收购德国 SuK100% 的股权, 成功拓展汽车零件市场及相关产品线和客户网络, 并获得在德国经营的机会。2018 年, 公司大股东立讯有限收购 BCS, 进一步完善汽车产品布局, 后更名为立胜汽车科技(苏州)有限公司; 同年, 立景

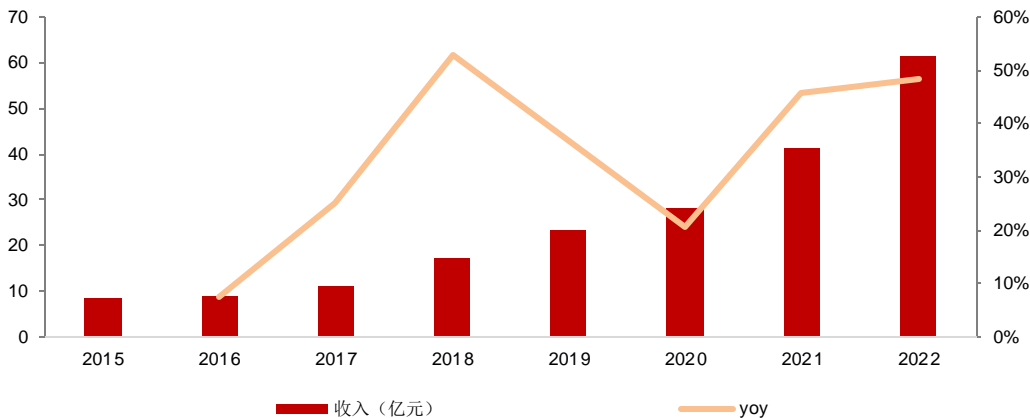
创新接受台湾光宝 CCM 事业部。2020 年，立讯创新收购高伟电子，拓展车载光学业务，截至目前立讯创新合计持股高伟电子 73.5% 的股份。2021 年，公司与速腾聚创开展合作；2022 年，公司与奇瑞集团开展合作，与其优势互补，快速提升公司作为 Tier1 厂商的核心零部件综合能力；同年，立讯创新收购台湾光宝影像事业部，未来有望获得更多整机组装及代工业务。2023 年 6 月，公司与广汽集团合作成立立昇汽车科技（广州）有限公司，注册资本为 5 亿元，主营汽车零部件及配件制造，其中立讯科技持股 45%，广汽集团与广汽零部件共持股 55%。随着公司在汽车电子领域的布局逐步完善，近几年来其收入实现高速增长，20-22 年汽车业务收入分别为 28.4/41.4/61.5 亿元，同比分别增长 20.5%/45.7%/48.4%。

图 54：公司汽车业务外延并购及相关产品情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 55：公司 2015-2022 年汽车业务收入及增速情况



数据来源：Wind，西南证券整理

4.2.1 收购 BCS 有效丰富产品线，全球化布局提升客户资源

公司收购 BCS，更名为立胜汽车。2018 年，公司大股东立讯有限收购德国采埃孚子公司 TRW Automotive Inc 旗下全球车身控制系统事业部 100% 股权，后将其更名为立胜汽车科技（苏州）有限公司，并与立讯精密在智能驾舱和智能驾驶展开深度合作，主要产品为方向盘组合开关，其他车身开关以及各类传感器。BCS 深耕于人机界面（HMI）解决方案领域长达 73 年，立胜汽车是其在亚太地区唯一的生产基地，主要负责集团新产品研发及销售。立胜汽车客户包括海内外各大主机厂商及新势力，如大众、通用、福特、长城等知名车企；随着新能源汽车大力发展以及国家政策的支持，公司迅速捕捉到产品业务需求，及时开发相关产品并投入市场。除传统车企外，立胜汽车已陆续与主要新能源主机厂特斯拉、蔚来、理想、小鹏、长城、红旗等开展新业务，为上述客户提供新近研发的产品，并因快速响应并落地项目而获得客户的好评。抓住行业发展节点，占领先期优势，同时积极探索将这些新潮流、新产品转换投入到原有老客户端，进一步巩固其发展潜力。

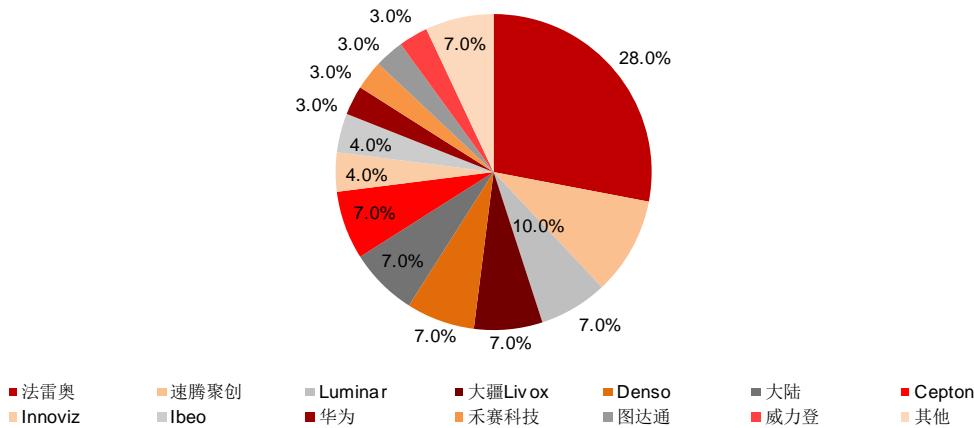
BCS 拥有六大产品线，全球化布局，客户资源丰富。公司收购 BCS，有效丰富汽车业务产品线。BCS 公司产品包括开关、集成电路控制板、暖通空调控制、传感器、转向控制模块等六大产品线，与立讯精密原有的连接线及线束业务形成互补。此外，在全球化布局方面，BCS 集团拥有 73 年的行业经验，为全球汽车制造商供货，业务覆盖北美、欧洲、亚洲等地区共 12 个国家，拥有 8 个制造工厂及 13 个销售和工程地点，有力的为客户提供支持；公司拥有约 3600 名员工，致力于保障工程、生产、质检、销售、物流等各个领域的工作有序进行，确保产品达到最高质量并符合客户要求。公司客户资源优质，拥有包括 Ford、Toyota、BMW、Fiat、GM 等知名品牌客户。

4.2.2 激光雷达市场空间广阔，与速腾合作公司有望受益

2021 年，公司与速腾聚创宣布达成战略合作，将共同在汽车产业领域围绕激光雷达实现深度协同。速腾聚创全面深厚的激光雷达技术积累叠加立讯精密专业多元化智能制造能力，双方将整合上下游优势资源，从技术研发到精密智造，全方位打造业务壁垒，创造产业链深度融合、优势企业强强联手的全新模板。2022 年，公司股东香港立讯有限公司参与速腾聚创战略融资，进一步加强了双方的合作关系。

速腾 2022 年市场份额达 15.4%，未来有望持续攀升。速腾聚创（RoboSense）成立于 2014 年，是全球领先的智能激光雷达系统科技企业。公司通过激光雷达硬件、感知软件与芯片三大核心技术闭环，为市场提供具有信息理解能力的智能激光雷达系统。公司总部位于深圳，员工超过 1200 人，拥有来自全球顶尖企业和科研机构的人才团队，有效为公司提供源源不断的创新能力，截至 2022 年底，公司在全球范围内布局的雷达相关专利超过 1000 项，产品技术包括 MEMS 与机械式激光雷达硬件，硬件融合技术，感知软件等。公司客户资源优质，合作伙伴覆盖全球各大自动驾驶科技公司、车企、一级供应商等，产品技术已广泛应用于自动/辅助驾驶乘用车&商用车，无人物流车，机器人，RoboTaxi，RoboTruck，RoboBus，智慧交通新基建等细分领域，其中前装定点量产项目覆盖超跑、轿跑、SUV、重卡等 50 多款车型。根据 Yole 的统计数据，2021 年速腾聚创在车载激光雷达全球市场份额占比为 10%，排名第二，仅次于法雷奥（28%）。根据 ICVTank 的数据显示，2022 年速腾聚创的市场份额约为 15.4%，预计未来其市场份额有望持续提升。

图 56：2021 年全球车载激光雷达市场竞争格局



数据来源：YoleIntelligence, 华经产业研究院, 西南证券整理

M1 产品性能优异，定点合作伙伴包括比亚迪、广汽、一汽红旗等。速腾聚创车规级固体激光雷达包含 RS-LiDAR-E1 和 RS-LiDAR-M1 两款产品。其中，RS-LiDAR-E1 为公司首款高性能全固态补盲激光雷达，可实现 360 度全覆盖感知效果，充分满足全场景补盲需求，同时可兼顾地面补盲与侧向大范围感知。M1 性能稳定可靠，其整机基于各项车规测试标准进行了全覆盖测试，核心 MEMS 模组也实施了更高标准的可靠性测试；此外，M1 拥有智能自检的功能，覆盖超过 30 种故障检测，诊断覆盖率达 97% 以上；同时，M1 提通过采用公司创新的光电技术和功能安全实时监控机制，充分满足国际标准 IEC60825-1Class1 等级的人眼安全要求，并先后获得各权威测试机构办法的人眼安全证书，有效保障人眼安全，截至目前已经获得 50 余款车型定点，定点合作伙伴包括一汽红旗、广汽、比亚迪、长城汽车、小鹏等，客户资源稳定。

图 57：速腾聚创 RS-LiDar-E1 产品



数据来源：速腾聚创官网, 西南证券整理

图 58：速腾聚创 RS-LiDAR-M1 产品

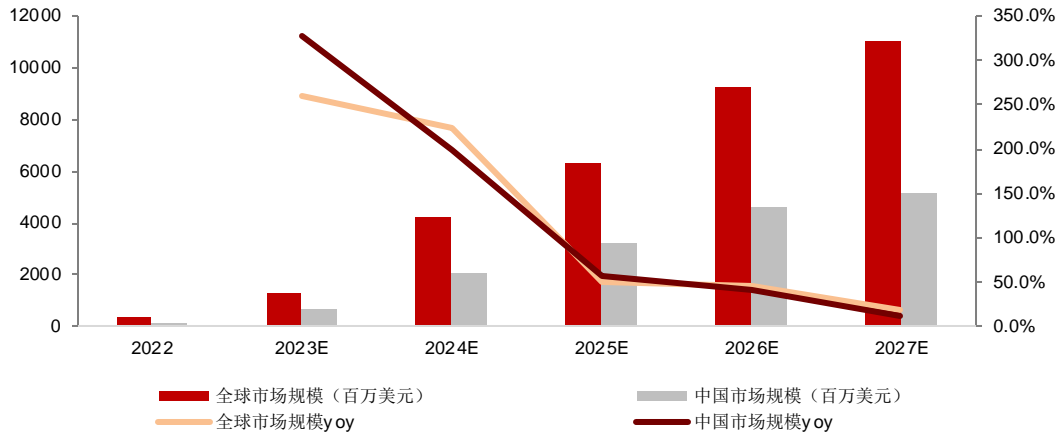


数据来源：速腾聚创官网, 西南证券整理

车载激光雷达市场空间广阔，立讯与速腾合作有望受益。随着各类先进技术的应用落地，车载激光雷达市场也逐步扩张。根据 ICVTank 的预测显示，2022 年全球车载激光雷达市场规模为 3.63 亿美元，其中中国市场占据 44.9% 的份额，位居第一，市场规模为 1.63 亿美元。预计未来车载激光雷达市场将持续扩大，2027 年全球车载激光雷达市场规模有望达到 110.11 亿美元，2023-2027 年期间复合增长率为 70.5%；中国车载激光雷达市场规模 2027 年有望

超过 50 亿美元，2023-2027 年期间复合增长率为 64.9%。公司与速腾聚创合作开展激光雷达相关业务，未来有望受益于车载激光雷达的广阔市场空间。

图 59：全球及中国车载激光雷达市场规模及增速



数据来源：ICVTank，西南证券整理

4.2.3 与奇瑞达成战略合作，携手实现 Tier1 目标

立讯精密与奇瑞集团共建合资子公司，控股股东立讯有限入股奇瑞控股。2022 年 2 月，公司控股股东立讯有限公司参股奇瑞控股集团有限公司其下属子公司，根据公司公告显示，立讯有限以 100.5 亿元人民币购买青岛五道口持有的奇瑞控股 19.9% 股权、奇瑞股份 7.9% 股权和奇瑞新能源 6.2% 股权，交易完成后，立讯有限不对奇瑞控股、奇瑞股份及奇瑞新能源构成控制。同时，为构建公司汽车核心零部件前沿研发设计、量产平台及出海口，助力实现汽车零部件 Tier1 领导厂商的中长期目标，公司与奇瑞控股、奇瑞新能源、奇瑞汽车共同签署《战略合作框架协议》。在协议的基础上，立讯精密和奇瑞新能源拟共同组建合资子公司，专注新能源汽车整车研发及制造，其中立讯出资 30%，奇瑞出资 70%。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，奇瑞在传统车领域经验丰富，拥有深厚的技术基础。公司将有优势的产品从 ODM 合资平台及奇瑞本身的业务增量中，取得 0 到 1 的机会，并通过自身优势参与竞争，使公司 Tier1 产品得到品牌客户更好的验证。

奇瑞控股集团创业始于 1997 年，从汽车制造业起家，旗下子公司奇瑞汽车是国内最早突破百万销量的汽车自主品牌。2010 年，奇瑞控股集团有限公司成立，集团开始围绕汽车著价值链布局上下游，发展成为一家以汽车产业为核心的多元化企业集团，其业务遍布全球 80 多个国家和地区，累计了超过 1000 万全球汽车用户；公司连续 19 年位居中国品牌乘用车出口第一的位置，拥有 220 万左右的海外用户。汽车板块作为奇瑞集团核心产业板块，业务领域涵盖乘用车、商用车、微型车、专用车、特种车、动力总成等产品的研发、生产和销售，旗下拥有全资的奇瑞汽车、奇瑞商用车，以及合资的奇瑞捷豹路虎、凯翼、观致、瑞弗特种车等 10 余家汽车制造企业，累计销售汽车超 875 万辆。新能源汽车方面，公司目前在售车型主要有小蚂蚁系列、QQ 冰淇淋系列、无界 Pro、艾瑞泽 e 等，价格分布在 3-16 万不等。

图 60: 奇瑞集团汽车业务板块



数据来源: 集团官网, 西南证券整理

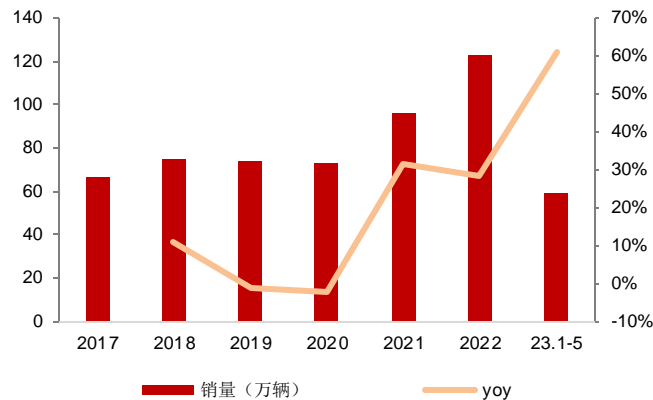
图 61: 奇瑞新能源在售车型



数据来源: 奇瑞新能源官网, 西南证券整理

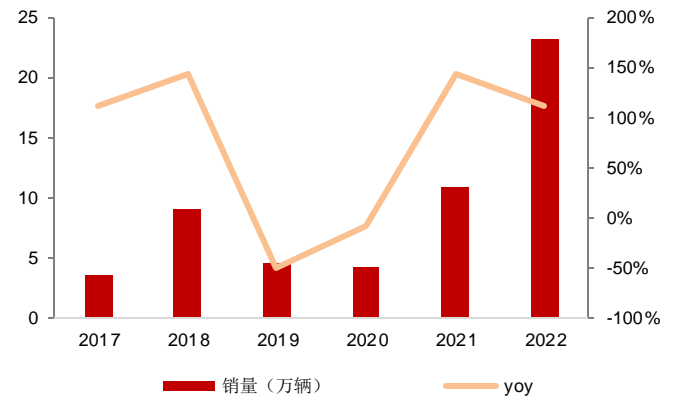
22 年奇瑞汽车销量首次破百万，5 月销量增速跑赢大市。2022 年，奇瑞集团汽车销量首次破百万，为 123.3 万辆，同比增长 28.2%；同时，奇瑞新能源汽车年销量首次破 20 万辆，为 23.3 万辆，同比增长 112.9%，并以 3.6% 的市场份额位居第八。2023 年 1-5 月，奇瑞控股集团累计销售汽车 59.62 万辆，同比增长 61.0%。随着国内汽车市场成交热度有所回升，5 月份车市整体企稳。乘联会此前预测，5 月份狭义乘用车零售销量预计 173 万辆，同比增长 27.7%。奇瑞集团 5 月份销量同比增长 63%，继续以超行业“2 倍速”的增速跑赢大势，并以 9.8% 的环比增速保持“加速跑”。此外，根据中汽协此前 1-4 月份的统计分析，奇瑞集团在汽车销量排名前十位的企业集团中，增速位居行业第二。

图 62: 奇瑞集团汽车销量情况及增速



数据来源: 乘联会, 公司官网, 西南证券整理

图 63: 奇瑞新能源汽车销量情况及增速



数据来源: 乘联会, 公司官网, 西南证券整理

奇瑞技术+研发优势助力公司全方位强化汽车布局，加速 Tier1 领导厂商目标进程。奇瑞控股及其关联子公司于汽车行业深耕多年，在整车领域拥有完整的技术和产品研发体系，尤其在整车制造环节拥有独立自主平台，能够为奇瑞汽车及其他品牌商提供从整车开发到量产的综合服务，在业内具备强大、领先的核心竞争优势。公司与奇瑞控股及其关联方联合签署战略合作框架协议，有利于全方位强化汽车业务战略布局，充分借助奇瑞集团在新能源整车领域的深厚技术沉淀和终端品牌资源，设立合资公司并将公司多年来在消费电子领域积累的技术与客户资源进行跨界赋能，在整车合资平台作为前沿的研发设计、量产平台及出海口的强力支持下，动态入局、快速提升公司作为 Tier1 厂商的核心零部件综合能力，在实践中

快速打磨、优化与放量，实现公司核心零部件的多元化和规模化发展，达到成为 Tier1 领导厂商的中长期目标，为公司未来可持续发展打下坚实基础。

华为、奇瑞推出全新纯电轿跑，公司或将深度参与。LUXEED 智界 S7 是华为与奇瑞合作打造全新纯电轿跑，也是华为智选车旗下的首款纯电车型，将于 23 年 11 月下旬上市。2020 年 12 月，华为与奇瑞在安徽芜湖签署了全面框架协议。根据协议，双方将在智能汽车电子电器架构、智能网联、智能座舱、车载计算及自动驾驶等领域全面合作，共同打造智能出行新体验，让出行更智慧。公司与奇瑞共同组建合资公司从事新能源汽车的整车研发及制造，获将受益参与到华为新车产业链中，成为该车型的供应商之一。

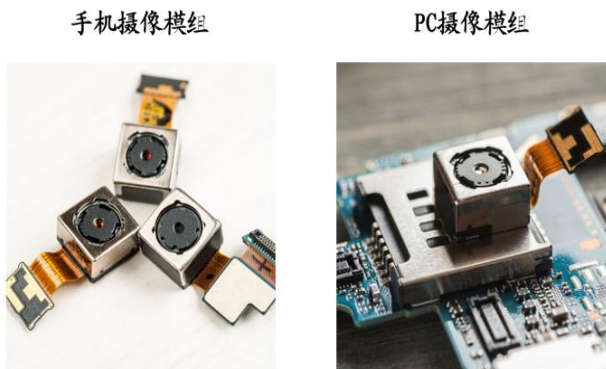
图 64：华为 LUXEED 智界 S7



数据来源：快车志，西南证券整理



4.2.4 立景创新：收购光宝/高伟电子，发力车载光学

立景创新集团成立于 2018 年，拥有强大的研发团队，是立讯精密重要的策略联盟伙伴；公司扎根各种影像科技产品多年，成功量产手机镜头模组、平板镜头模组、笔记本电脑镜头模组等产品。2018 年，台湾光宝通过营业让予方式将旗下相机模组（CCM）事业部转让给立景创新，交易对价金额为 3.6 亿美元，光宝也将取得立景创新 10% 的股权。光宝相机模组事业部成立超过 15 年，产品主要应用于手机、平板、笔记本电脑，客户遍及欧洲、美洲、亚洲，为全球移动设备品牌客户的主要供应商。2022 年，光宝科技又将其旗下影像事业部以 9.1 亿元的价格售予立景创新。此外，2020 年，立景创新以 22.0 亿港元的价格收购高伟电子 44.9% 的股权，有力夯实摄像头相关业务能力；截至目前，立景创新合计持股高伟电子 73.51% 的股权。高伟电子为主要的移动设备相机模块供应商，主要从事各类相机模块的设计、开发、制造及销售。收购高伟电子有助于公司在快速切入 iPhone 后镜头模块供应链的同时，依托自身在消费电子行业的优势，进军车载光学领域。截至目前，公司汽车光学应用包括 HD3D360 环境系统、ADAS 先进驾驶辅助系统、车载摄像头、DVR 行车记录仪等。

图 65：立景创新手机及 PC 摄像模组


数据来源：立景创新官网，西南证券整理

图 66：立景创新车载摄像头产品

Device		
Index	AVM	DMS
Resolution	1280 x 720	1280 x 720
FoV	H: 190.8°, V: 100.6°	H: 52.7°, V: 30.7°
Frame Speed	30fps	60fps
Vcsl	NA	940nm
Data Format	YUV422	RAW8
Interface	POC	POC
Connector	FAKRA	FAKRA

数据来源：立景创新官网，西南证券整理

4.2.5 牵手广汽，加码智驾系统生产研发

23 年 6 月，公司与广汽集团合作成立立昇汽车科技（广州）有限公司，注册资本为 5 亿元，主营汽车零部件及配件制造，其中立讯科技持股 45%，广汽集团与广汽零部件共持股 55%。23 年 9 月，广州市 2023 年第三季度重大项目暨立昇科技智能驾乘控制系统研发生产项目一期正式开工。资料显示，该项目总占地面积约 100 亩、总投资额约 30 亿元，致力于实现汽车核心域控部件研发与生产的本地化，覆盖智能网联汽车核心零部件研发及应用创新。其智能驾乘控制系统研发生产项目预计 2024 年实现量产，达产后预计可实现产值约 100 亿元，有望为公司带来业绩增量。

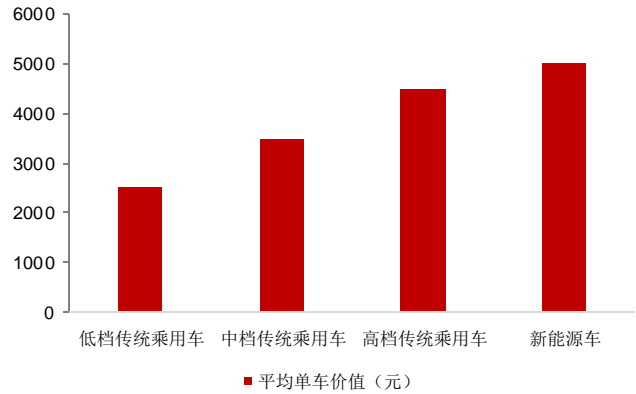
4.3 高压线束连接器量价齐升，公司产品线完善

4.3.1 高压线束需求成长加速，公司产品布局完整

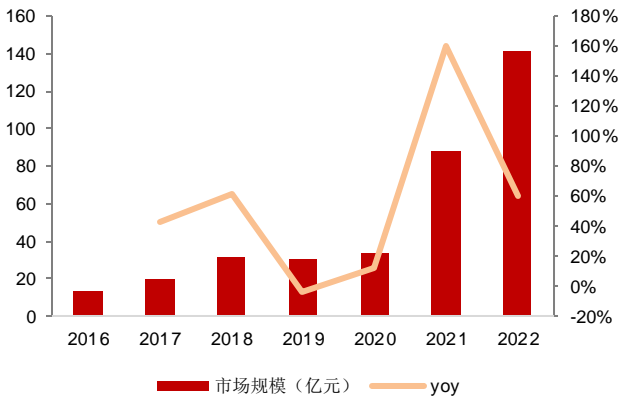
新能源汽车市场崛起加大汽车高压线束需求，单车线束平均价值有望提高。线束是整车中不可或缺的系统级零部件，具有“柔、重、广”等特点，覆盖车辆所有配置，为所有电器提供稳定的电源、信号和数据，是车辆的“神经网络”和“动脉血管”。根据观研天下的数据显示，2022 年我国汽车线束市场规模为 814.6 亿元，同比增长 15.2%。近年来，新能源汽车市场的迅速崛起加大汽车高压线束的需求，为我国汽车线束行业的转型升级、持续发展提供良好的市场机遇。根据华经产业研究院的数据显示，低档/中档/高档传统乘用车的线束单车价值分别为 2500/3500/4500 元，而新能源汽车由于增加了高压线束，其单车线束平均价值为 5000 元。根据观研天下的数据显示，2020 年起，我国高压线束市场迎来强劲增长，2022 年其市场规模达到 141.4 亿元，同比增长 56.0%；占比汽车线束市场 17.36%，较 2016 年上涨 15.29pp。未来，高压线束市场有望保持蓬勃发展的态势。

图 67：2016-2022 年中国汽车线束市场规模及增速

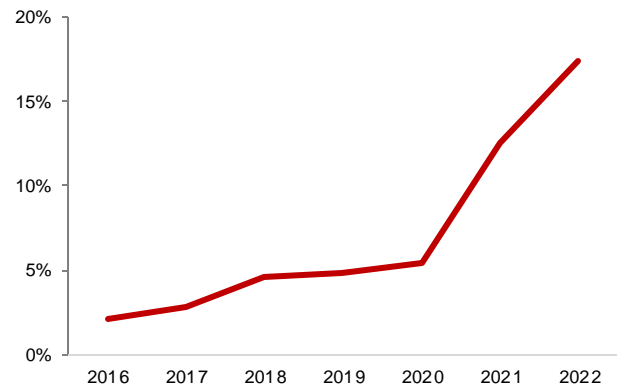

数据来源：观研天下，西南证券整理

图 68：汽车线束平均单车价值


数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

图 69：2016-2022 年中国汽车高压线束市场规模及增速


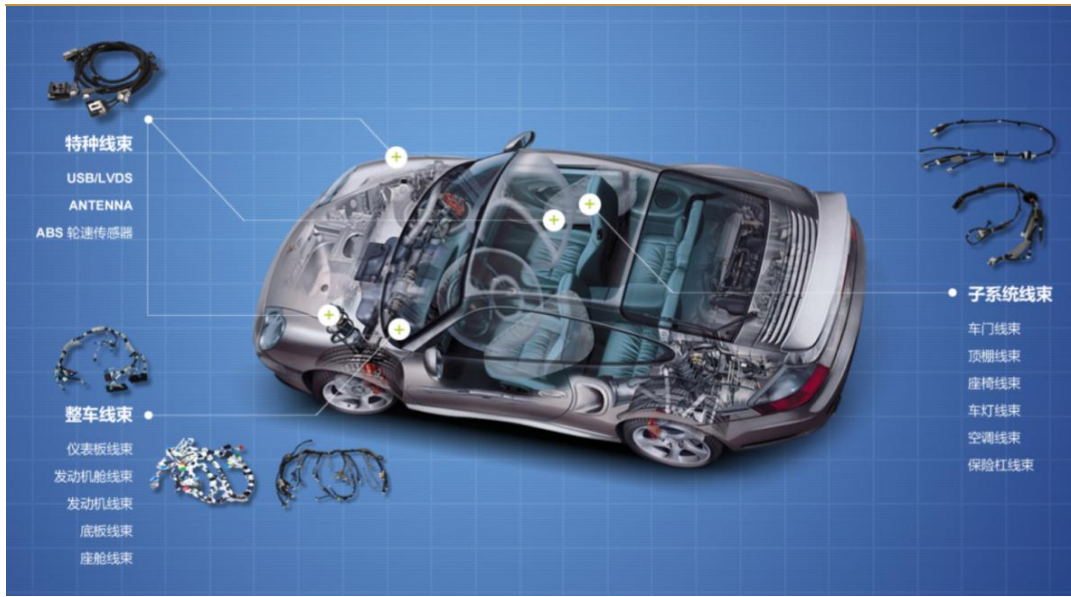
数据来源：观研天下，西南证券整理

图 70：2016-2022 年高压线束市场份额情况


数据来源：观研天下，西南证券整理

公司线束业务覆盖广泛，客户扩展有序进行。通过垂直整合，公司已成为集完整的低压、高压整车线束、特种线束以及充电枪等设计、验证、制造于一体的综合供应商。在整车线束方面，公司产品包括仪表盘线束、发动机舱线束、发动机线束、地板线束和座舱线束；在子系统线束方面，公司产品包括车门线束、顶棚线束、座椅线束、车灯线束、空调线束、保险杠线束等；在特种线束方面，公司坚持以客户为中心的服务理念，高效定制化设计和开发，利用分布于全国多地的厂区就近服务客户，依靠集团多年积累的精密制造实力，满足客户需求。除传统主机厂外，公司已拓展部分头部新势力客户。

图 71：公司线束产品情况

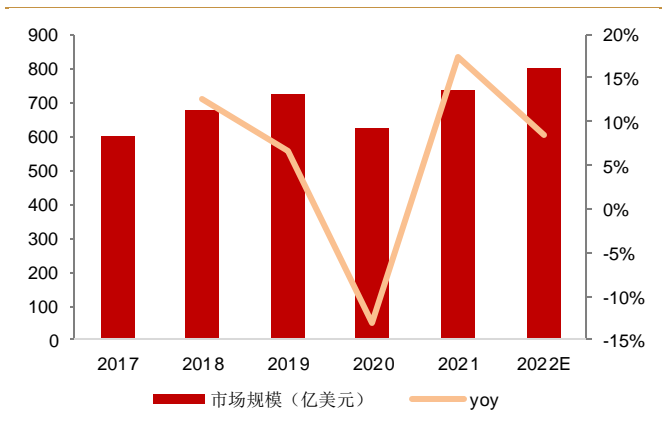


数据来源：公司官网，西南证券整理

4.3.2 下游需求强劲，驱动连接器市场持续扩张

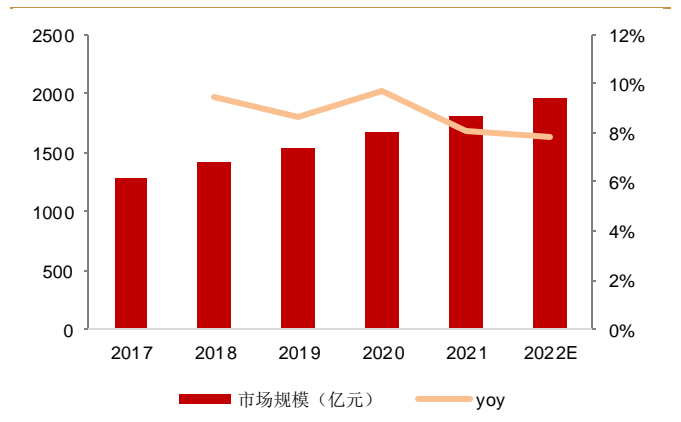
连接器市场规模受下游需求驱动稳步上涨。连接器是构成整机电路系统电器连接必需的基础原件之一，目前广泛用于航空、航天、军事装备、通讯、计算机、汽车、工业、家用电器等领域。根据 Bishop&Associates 的数据显示，全球连接器市场规模呈先增后降再增长的趋势，2017 年全球连接器市场规模为 601.0 亿美元，2020 年受疫情影响，市场规模降低至 627.0 亿美元，2021 年恢复增长，市场规模达 736.3 亿美元，同比增长 17.4%；2022 年，全球连接器市场规模有望达到 798.5 亿美元，同比增长 8.5%。我国连接器市场受下游市场需求驱动，近年来处于稳步上升的阶段。根据中商产业研究院的数据显示，2021 年我国连接器市场规模为 1815.1 亿元，同比增长 8.0%；预计 2022 年中国连接器市场规模有望进一步增长至 1956.8 亿元。

图 72：2017-2022 年全球连接器市场规模及预测



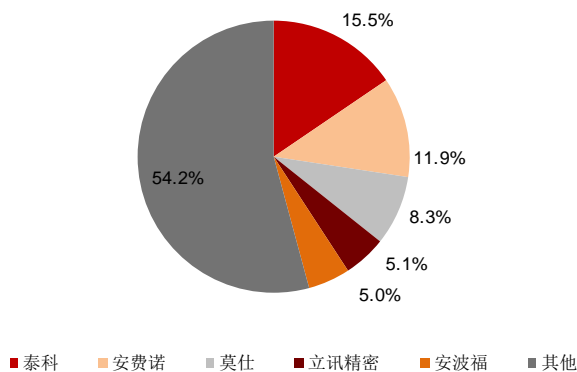
数据来源：Bishop&Associates，中商产业研究院，西南证券整理

图 73：2017-2022 年中国连接器市场规模及预测

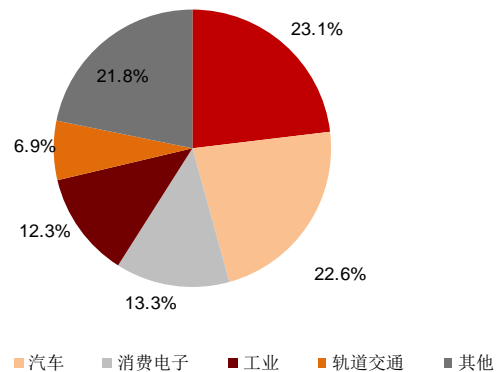


数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

全球连接器市场集中度较高，汽车连接器市场份额有望提升。根据 Bishop&Associates 的数据显示，2020 年 CR5 为 45.8%，其中占比最高的为泰科，市场份额为 15.5%；第二/三名分别为安费诺 (11.9%) / 莫仕 (8.3%)；立讯精密以 5.1% 的市占率排名第四。从下游领域情况来看，2020 年全球连接器前五大应用领域分别为通信、汽车、消费电子、工业、轨道交通，合计占比达 78.2%；其中，通信以 23.1% 的市场份额排名第一，汽车和消费电子分别以 22.6% 和 13.3% 的市场份额排名第二、第三。随着新能源汽车的普及，预计未来汽车连接器市场份额将进一步提升。

图 74：2020 年全球连接器市场竞争格局


数据来源：Bishop&Associates，中商产业研究院，西南证券整理

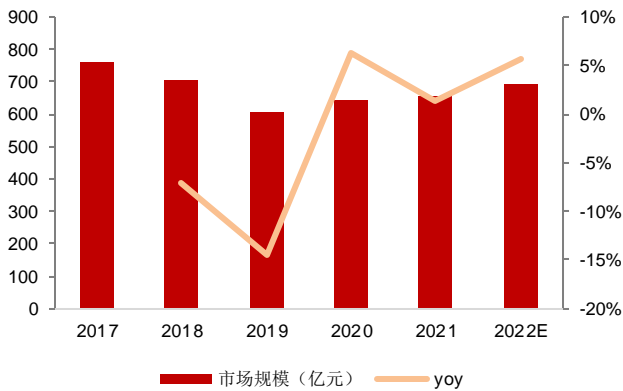
图 75：2020 年全球连接器下游应用市场占比情况


数据来源：Bishop&Associates，中商产业研究院，西南证券整理

汽车四化趋势及新能源汽车发展带动汽车连接器市场规模恢复增长。汽车连接器是连接汽车内电子系统的信号枢纽，伴随汽车四化趋势的加速以及新能源汽车渗透率的提升，汽车连接器上次行规模有望实现快速增长。根据 Bishop&Associates 的数据显示，2019 年全球汽车连接器市场规模为 152.1 亿美元，预计 2025 年全球汽车连接器市场规模将达到 194.5 亿美元。根据中商产业研究院的数据显示，2017 年我国汽车连接器市场规模为 762.3 亿元；2017-2019 年期间，汽车连接器市场规模呈下降趋势，2020 年恢复正增长，主要系国家大力发展新能源汽车，各大厂商持续加大投入力度，新能源汽车连接器市场发展迅速，2020 年其市场规模为 47.8 亿元。2021 年，我国汽车连接器市场规模达 653.0 亿元，同比增长 1.4%，预计随着新能源汽车的持续发展，汽车连接器市场将保持增长，2022 年市场规模将达到 690.0 亿元。

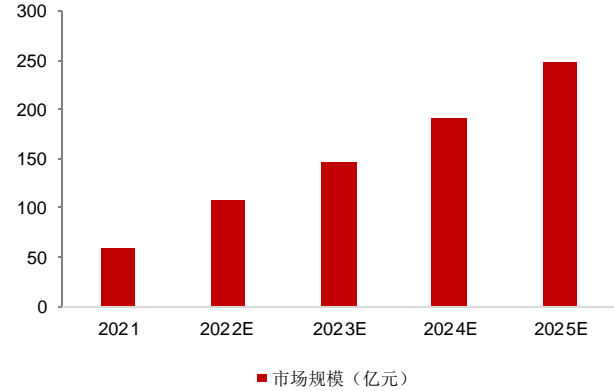
高压连接器未来市场空间广阔，单车价值量较高。传统汽车连接器以低压为主，单车价值量较低；新能源汽车电动化、智能化促进了对高压连接器的需求，单车价值量约为 700-3500 元不等，远高于低压连接器。随着新能源汽车渗透率逐步提升以及各厂商布局的推进，高压连接器市场规模将迎来增长。根据中商产业研究院的数据显示，2021 年我国高压连接器市场规模为 58.4 亿元，预计 2025 年其市场规模有望达到 249.2 亿元，2021-2025 年期间年均复合增长率为 43.7%。

图 76：2017-2022 年中国汽车连接器市场规模及预测



数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

图 77：2021-2025 年中国高压连接器市场规模预测



数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

目前，公司已经设计和开发涵盖政策内所有连接器，包括低压连接器、高压连接器、高速连接器，以及客户定制的连接系统等产品系列。公司通过线束业务在现有客户市场扩展，同时与现有消费电子及企业类产品实现更多协同效应，促进业务增长。公司自主研发生产的千兆以太网连接器采用全屏蔽双绞线缆连接结构，可广泛的应用于信息娱乐系统、ADAS、域控制器等产品。

图 78：公司连接器和结构件产品情况



数据来源：公司官网，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：消费性电子。公司发力在 XR 领域进行拓展和布局，基于公司和 A 客户多年的深度合作与绑定，未来随着其 MR 产品的推出与迭代，公司有望持续受益。考虑到公司在 Top Module、整机组装等业务的成长性，我们预计公司 2023-2025 年消费电子业务订单增速分别 8.9%/28.2%/17.5%，毛利率分别为 11.8%/12.3%/12.8%。

假设 2：通讯互联产品及精密组件。公司通讯领域产品布局多元，主要包括基站天线、滤波器以及整机、高速连接、光连接、热管理和工业连接等，此外公司向服务器整机组装业务拓展。我们预计 2023-2025 年公司该业务订单增速分别为 12.0%/14.4%/13.0%，毛利率分别为 11.8%/12.4%/13.0%。

假设 3：汽车互联产品及精密组件。公司与奇瑞成立合资子公司，Tier1 业务成为公司重点发展方向，未来将专注于 Tier 1 核心零部件市场。在汽车“四化”的带动下，我们预计公司 2023-2025 年公司该业务订单增速分别为 58.0%/61.3%/65.0%，毛利率分别为 13.4%/12.7%/12.8%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
消费性电子	收入	1796.7	1956.9	2508.3	2948.1
	增速	33.4%	8.9%	28.2%	17.5%
	毛利率	11.5%	11.8%	12.3%	12.8%
通讯互联产品及精密组件	收入	128.3	143.8	164.4	185.8
	增速	292.6%	12.0%	14.4%	13.0%
	毛利率	11.1%	11.8%	12.4%	13.0%
汽车互联产品及精密组件	收入	61.5	97.2	156.7	258.5
	增速	48.4%	58.0%	61.3%	65.0%
	毛利率	16.1%	13.4%	12.7%	12.8%
电脑互联产品及精密组件	收入	112.8	131.2	150.9	173.5
	增速	43.6%	16.3%	15.0%	15.0%
	毛利率	20.3%	21.0%	20.0%	20.0%
其他连接器及其他业务	收入	41.0	45.1	54.1	67.6
	增速	1.4%	10.0%	20.0%	25.0%
	毛利率	19.1%	19.0%	19.0%	19.0%
合计	收入	2140.3	2374.1	3034.4	3633.6
	增速	39.0%	10.9%	27.8%	19.7%
	毛利率	12.2%	12.5%	12.8%	13.3%

数据来源：Wind, 西南证券

我们预计公司 23-25 年营业收入分别为 2374.1 亿元(+10.9%)、3034.4 亿元(+27.8%) 和 3633.6 亿元(+19.8%)，归母净利润分别为 110.4 亿元(+20.4%)、156.5 亿元(+41.8%)、193.6 亿元(+23.7%)，EPS 分别为 1.54 元、2.19 元、2.71 元，对应 PE 分别为 20、14、12 倍。

5.2 相对估值

综合考虑，我们选取了歌尔股份、东山精密及鹏鼎控股作为可比公司；根据 Wind 一致预期，2024 年 3 家公司平均 PE 为 14 倍。考虑到公司作为精密制造平台型龙头企业的突出优势，汽车和 XR 等相关业务放量有望开启新的增长曲线，我们给予公司一定估值溢价，给予公司 2024 年 20 倍 PE 估值，对应目标价 43.8 元，维持“买入”评级。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
002241.SZ	歌尔股份	584.20	17.08	0.51	0.44	0.66	0.85	33	40	26	20
002384.SZ	东山精密	277.85	16.25	1.38	1.54	2.03	2.54	18	11	9	7
002938.SZ	鹏鼎控股	434.85	18.74	2.16	1.97	2.31	2.63	13	10	8	7
平均值								21	20	14	11

数据来源：Wind，西南证券整理，截至 2023/10/25

6 风险提示

行业竞争加剧、下游需求恢复不及预期、产品研发迭代不达预期、客户集中度较高等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	214028.39	237406.65	303439.12	363358.42	净利润	10490.68	12635.32	17919.53	22166.57
营业成本	187928.88	207651.06	264533.77	315058.14	折旧与摊销	7800.09	3256.17	3256.17	3256.17
营业税金及附加	476.33	471.08	589.82	2507.17	财务费用	882.72	1911.50	1834.87	1875.92
销售费用	831.40	1071.21	1336.98	1582.25	资产减值损失	-846.82	0.00	0.00	0.00
管理费用	5075.67	14719.21	18813.23	21801.51	经营营运资本变动	-6260.87	2255.60	-2857.32	-2358.94
财务费用	882.72	1911.50	1834.87	1875.92	其他	661.82	-2084.97	-3073.96	-2650.22
资产减值损失	-846.82	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	12727.61	17973.62	17079.29	22289.50
投资收益	998.28	1917.60	2620.80	3027.02	资本支出	-10366.25	-6500.00	-5400.00	-3840.00
公允价值变动损益	13.63	-51.06	-18.72	-34.89	其他	-2960.12	1866.54	2602.08	2992.14
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-13326.37	-4633.46	-2797.92	-847.86
营业利润	11154.49	13449.14	18932.53	23525.57	短期借款	2992.26	-2809.46	-2102.44	-2000.00
其他非经营损益	3.51	-13.84	-10.63	-8.13	长期借款	4180.22	0.00	0.00	0.00
利润总额	11157.99	13435.30	18921.90	23517.44	股权融资	982.35	0.00	0.00	0.00
所得税	667.32	799.98	1002.37	1350.87	支付股利	-779.27	-1832.62	-2207.27	-3130.37
净利润	10490.68	12635.32	17919.53	22166.57	其他	780.68	-4324.62	-1834.87	-1875.92
少数股东损益	1327.57	1598.97	2267.68	2805.13	筹资活动现金流净额	8156.25	-8966.71	-6144.57	-7006.29
归属母公司股东净利润	9163.10	11036.35	15651.85	19361.44	现金流量净额	8390.88	4373.46	8136.80	14435.35
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	19367.21	23740.67	31877.47	46312.81	成长能力				
应收和预付款项	28010.82	39024.32	49111.81	57229.47	销售收入增长率	39.03%	10.92%	27.81%	19.75%
存货	37363.33	36212.72	47189.58	56388.92	营业利润增长率	36.57%	20.57%	40.77%	24.26%
其他流动资产	3550.47	3790.47	4468.36	5083.49	净利润增长率	34.14%	20.44%	41.82%	23.70%
长期股权投资	2000.01	2000.01	2000.01	2000.01	EBITDA 增长率	42.61%	-6.15%	29.04%	19.29%
投资性房地产	92.78	92.78	92.78	92.78	获利能力				
固定资产和在建工程	46721.40	44351.00	41880.59	39350.19	毛利率	12.19%	12.53%	12.82%	13.29%
无形资产和开发支出	4425.73	10121.06	14816.38	18011.70	三费率	3.17%	7.46%	7.25%	6.95%
其他非流动资产	6852.56	6771.47	6690.38	6609.29	净利率	4.90%	5.32%	5.91%	6.10%
资产总计	148384.32	166104.50	198127.36	231078.65	ROE	17.85%	18.47%	21.30%	21.49%
短期借款	14911.90	12102.44	10000.00	8000.00	ROA	7.07%	7.61%	9.04%	9.59%
应付和预收款项	53511.06	65683.34	82742.11	97454.32	ROIC	16.38%	17.79%	22.08%	24.06%
长期借款	9205.31	9205.31	9205.31	9205.31	EBITDA/销售收入	9.27%	7.84%	7.92%	7.89%
其他负债	11972.18	10707.71	12061.98	13264.87	营运能力				
负债合计	89600.45	97698.80	114009.41	127924.50	总资产周转率	1.59	1.51	1.67	1.69
股本	7099.91	7147.43	7147.43	7147.43	固定资产周转率	5.48	5.57	7.64	9.86
资本公积	3652.63	3605.11	3605.11	3605.11	应收账款周转率	7.39	7.54	7.31	7.25
留存收益	33409.49	42613.21	56057.80	72288.86	存货周转率	6.33	5.55	6.30	6.07
归属母公司股东权益	45342.90	53365.75	66810.33	83041.40	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.08%	—	—	—
少数股东权益	13440.97	15039.94	17307.62	20112.75	资本结构				
股东权益合计	58783.87	68405.69	84117.95	103154.15	资产负债率	60.38%	58.82%	57.54%	55.36%
负债和股东权益合计	148384.32	166104.50	198127.36	231078.65	带息债务/总负债	29.92%	24.56%	19.20%	15.55%
					流动比率	1.18	1.24	1.34	1.46
					速动比率	0.68	0.80	0.86	0.96
					股利支付率	8.50%	16.61%	14.10%	16.17%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	19837.30	18616.81	24023.57	28657.66	每股收益	1.28	1.54	2.19	2.71
PE	24.31	20.18	14.23	11.50	每股净资产	6.34	7.47	9.35	11.62
PB	4.91	4.17	3.33	2.68	每股经营现金	1.78	2.51	2.39	3.12
PS	1.04	0.94	0.73	0.61	每股股利	0.11	0.26	0.31	0.44
EV/EBITDA	11.20	11.56	8.54	6.58					
股息率	0.35%	0.82%	0.99%	1.41%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
