

经营进一步改善，增长动能清晰明确

——公司23年及24Q1业绩点评

买入|维持

报告要点：

公司23年实现营业收入2319亿元，同比+8.35%；实现归母净利润110亿元，同比+19.53%；24Q1公司实现营业收入524亿元，同比+4.93%；实现归母净利润25亿元，同比+22.45%。同时公司24年中报预期盈利52.27-54.45亿元，同比增长20%-25%。从中报预期看，公司24年成长有望超出市场预期。

分业务来看，23年PC行业的整体出货低迷拖累公司营收增长。24年大客户可能将Mac系列均升级到M4芯片，强化其人工智能功能，有望带动整体PC业务的改善；23年汽车互联业务收入增速达到50%，一方面受益于23年电动车行业需求带动，一方面公司同重点客户的合作逐步深化，同时智能座舱和相关域控制器产品对重点客户开始形成出货；在通信和数据中心领域，公司已经形成了深厚的技术积累，所覆盖的铜连接、光连接、散热模块、服务器以及通讯射频等领域呈现显著增长态势。

在消费电子领域：1) 23年airpods和watch的组装收入相较于2022年相对持平，随24-25年客户在新款蓝牙耳机和新型AI健康检测手表等产品的推出，公司可穿戴业务有望重拾增长动能。2) 模组和零组件受益于大客户端的份额增长和新产品的突破，贡献了公司重要的收入增量；3) 在Vision Pro头显业务上，我们预测公司23年对大客户出货量在180K左右，对应收入约20-22亿，良率爬坡或对公司毛利率短期带来小幅影响。

Q1手机组装业务略超预期。24Q1在整体出货量同比下降的情况下，测算公司一季度手机组装同比仍有较大成长，表明公司在大客户的组装占比有较大提升。我们测算今年公司在大客户手机组装上有望突破6000万只水平，对公司盈利形成较大增量。

投资建议与盈利预测

我们预测公司24-25年归母净利润137.16亿元和175.8亿，同比增长25%和28%。给予20xPE，对应目标股价38.2元，维持“买入”的投资评级。

风险提示

下行风险：全球经济复苏缓慢，国产手机竞争加剧，大客户对供应链政策风险，业务扩张带来的内部管理的风险

上行风险：持续改善的全球宏观经济环境；手机AI化进程加快；XR销售情况超预期；新型可穿戴式产品销售超预期

附表：盈利预测

财务数据和估值	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	231905.46	278509.66	306739.91	355605.91
增长率(%)	8.35%	20.10%	10.14%	15.93%
归母净利润	10952.66	13716.55	17580.79	23233.59
增长率(%)	19.53%	25.23%	28.17%	32.15%
EPS(元/股)	1.54	1.91	2.45	3.24
市盈率(P/E)	22.37	14.48	11.30	8.55
市净率(P/B)	4.38	2.84	2.27	1.79

资料来源：Wind, 国元证券研究所

当前价/目标价：28.54元/38.22元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：34.82/25.15

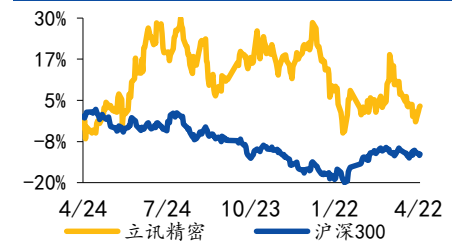
A股流通股(百万股)：7162.44

A股总股本(百万股)：7178.01

流通市值(百万元)：198184.77

总市值(百万元)：198615.57

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-电子行业点评：苹果加速布局AI，MR加大出货量带动上游业绩进一步落地》2024.03.21

报告作者

分析师 彭琦

执业证书编号 S0020523120001

电话 (021) 51097188

邮箱 pengqi@gyzq.com.cn

分析师 沈晓涵

执业证书编号 S0020524010002

电话 (021) 51097188

邮箱 shenxiaohan@gyzq.com.cn

1. 核心观点

公司 23 年实现营业收入 2319 亿元，同比+8.35%；实现归母净利润 110 亿元，同比+19.53%，扣非后归母净利润 102 亿元，同比+20.65%；毛利率 11.58%，同比-0.61 个点。24Q1 公司实现营业收入 524 亿元，同比+4.93；实现归母净利润 25 亿元，同比+22.45%。同时公司对中报业绩做了预报，24 年中报预期盈利 52.27 亿元 - 54.45 亿元，同比增长 20% - 25%。从中报预期来看，公司 24 年成长有望超出市场预期。

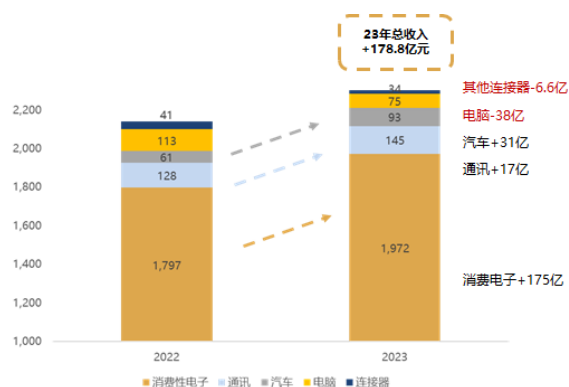
分下游应用来看：

1、PC 互联业务上，23 年 PC 行业的整体出货低迷拖累公司营收增长。24 年随着 AI PC 的推广，整体需求将较 23 年有明显改善。尤其是大客户可能在今年将 Mac 系列均升级到 M4 芯片，强化其人工智能功能，有望带动整体 PC 业务的改善。

2、汽车互联业务收入增速达到 50%，一方面受益于 23 年电动车行业需求带动，公司在高压线束、车用连接器、功率器件和模组等方面均取得较大成长。另一方面，公司同重点客户的合作逐步深化，包括公司同奇瑞、广汽等通过成立合资公司形成战略合作等。此外，公司在智能座舱和相关域控制器产品在重点客户开始形成出货，进入 24 年，随着全球头部北美客户推出新型廉价款车型，公司域控制产品营收将保持持续增长态势。

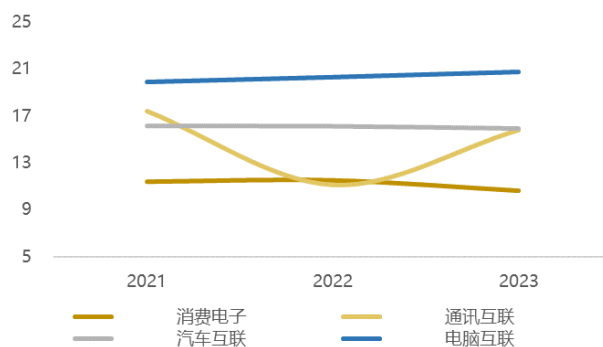
3、在通信和数据中心领域，公司已经形成了深厚的技术积累，所覆盖的铜连接、光连接、散热模块、服务器以及通讯射频等领域呈现出显著的增长态势。公司与全球头部芯片厂合作前瞻性制定 800G、1.6T 等下一代高速连接标准，在外部高速铜缆、线缆及连接器组件等产品上赢得了客户认可，并以此为切入口，进一步拉动与头部客户在光连接、散热、电源模块等领域的进一步合作。

图 1：立讯精密营收结构（百万人民币）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 2：各项业务毛利率（%）



资料来源：wind，国元证券研究所

4、23 年较 22 年的 179 亿收入增量中，约 98%来自于消费电子的贡献。大客户业务中模组和零部件为主要的收入增长来源。

1) 受宏观经济周期影响，23 年大客户的 airpods 和 watch 组装收入相较于 2022 年相对持平；公司在产品研发上协助客户完成了包括心脏检测、非接触性血糖检测、改善听力障碍等具备 AI 功能产品的开发。随着 24-25 年客户在新款蓝牙耳机和新型 AI 健康检测手表等产品的推出，公司在可穿戴业务上将有望重拾增长动能。

2) 模组（Top module, SIP 等）受益于大客户端的份额增长，贡献了公司重要的收入增量；

3) 零组件方面，公司在包括 haptics、VCM、type-C 接口等多款新型零部件取得大客户份额，是公司在消

消费电子收入增长的主要因素；

4) 在 Vision Pro 头显业务上，我们预测公司 23 年对大客户出货量在 180K 左右，对应收入约 20-22 亿，良率爬坡或对公司毛利率短期带来小幅影响。我们判断公司当前整装产能预计在 60Kpm，新增产能弹性在 20-60kpm。作为第一代 MR 产品，高额研发成本和较高配置所带来的超过 2000 美金的成本给产品热销带来压力。但结合公司实际产能和出货情况，我们判断当前北美区域全年整体需求或接近 300k 的水平，当前较高峰期而言或回落至每月 25K 左右。

我们推测 vision pro 在 5 月份左右中国区域有望开放销售，而中国区域整体出货量需求在 220-250K 左右，日韩约为 80K，欧洲为约 180-200K。Vision pro 面向全球区域的销售展开对公司盈利将产生积极的影响。

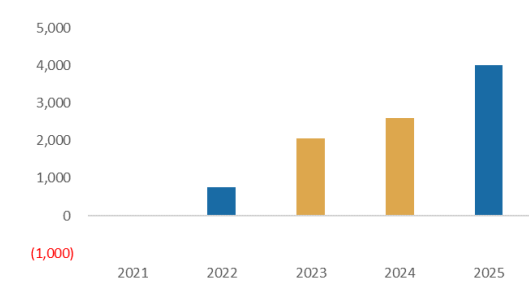
图 3：苹果 Vision Pro 出货量预估测算

	2023年				2024年				中国市场可能开放时间							
	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月e	4月e	5月e	6月e	7月e	8月e	9月e	10月e	11月e	12月e
MR成品出货量 (k)	10	50	60	60	60	40	70	80	90	100	100	90	90	95	80	70
MR产能(k)	60	60	60	60	60	60	70	80	100	100	100	100	100	100	100	100
客户库存量 (k)		60	120	180	240	80	70	80	50	50	65	70	75	80	80	70
MR 销售量预测 (k)	0	0	0	0	0	200	80	70	120	100	85	85	85	90	80	80

资料来源：国元证券研究所预测

5) Q1 手机组装业务略超预期。今年一季度大客户手机实际出货量较去年同期有一定的减少，主要原因是 23 年初郑州富士康的疫情导致原本 22 年四季度的出货推迟到了 23 年一季度。而在整体出货量同比有一定降低的情况下，测算公司一季度手机组装较 23 年同期仍有较大成长，表明公司在大客户的组装占比有较大提升。我们测算今年公司在大客户手机组装上有望突破 6000 万只水平，对公司盈利形成较大增量。

图 4：公司大客户手机组装业务归母利润测算（百万元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所预测

图 5：iphone 出货量预测（百万部）

mn units	23Q1e	2Q23e	3Q23e	4Q23e	2023e	24Q1e	2Q24e	3Q24e	4Q24e	2024e
iPhone 13 (6.1")	1.5	1.0	0.3		2.8					
iPhone 13 Pro (6.1")	1.3	1.3	0.5		3.1					
iPhone 13 Pro Max (6.7")	2.0	1.0	0.4		3.4					
iPhone 14 (6.1")	10.0	10.0	8.0	6.0	34.0	2.1	1.0	0.3		3.4
iPhone 14 Plus (6.7")	4.0	3.0	2.5	2.0	11.5	0.8	0.6	0.3	0.1	1.8
iPhone 14 Pro (6.1")	16.0	13.0	7.0	5.5	41.5	2.5	2.2	0.8	0.3	5.8
iPhone 14 Pro Max (6.7")	19.0	10.0	8.0	6.0	43.0	1.5	1.0	0.2	0.1	2.8
iPhone 15		9.0	15.0	24.0	11.0	10.5	6.0	3.0		30.5
iPhone 15 plus		4.0	7.0	11.0	5.0	5.0	3.0	2.0		15.0
iPhone 15 pro		8.0	15.0	23.0	11.0	9.0	9.0	6.0		35.0
iPhone 15 ultra			10.0	12.0	22.0	8.6	8.5	6.0	3.5	26.6
iphone16								9.5	15.0	24.5
iphone16 plus								5.0	12.0	17.0
iphone16 pro								10.0	18.0	28.0
iphone 16 promax								10.0	13.5	23.5
整体出货量	57.8	41.3	59.7	70.5	229.3	44.5	39.8	62.6	76.0	222.9

资料来源：公司公告，国元证券研究所预测

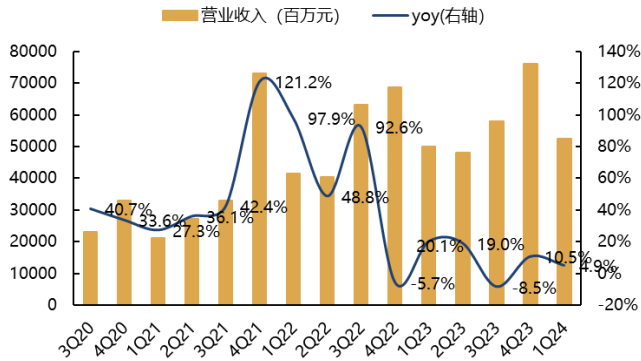
从财务方面，公司在一季度经营状况进一步改善。一季度销售毛利率为 10.74%，较 23 年同期的 10.03% 有较大提升，同时库存水位降低了 19.5 个亿，财务费用减少 2.6 个亿，可能与美元 AR 融资头寸降低有关。

值得注意的是，一季度经营性现金流虽为 -8.44 亿，主要由于公司在一季度一次性大幅降低了应付账款金额共计 99.43 亿，较大部分用于结清供应商货款，侧面反映公司经营状况正在改善中。而短期借款和长期借款额增加可能会增加公司利息支出。

我们预测公司 24-25 年归母净利润 137.16 亿元和 175.8 亿，同比增长 25% 和 28%。给予 20xPE，对应目标股价 38.2 元，维持“买入”的投资评级。

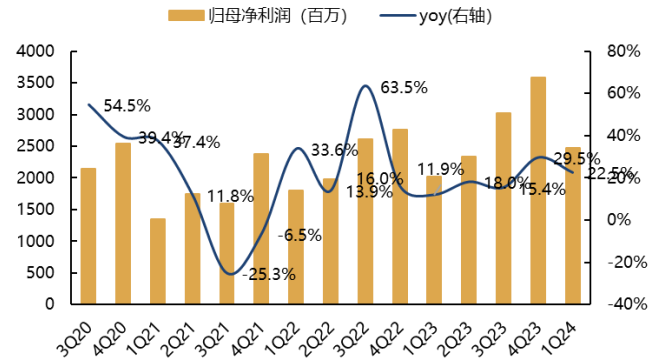
2. 财务概要一览

图 6：公司各季度收入同比



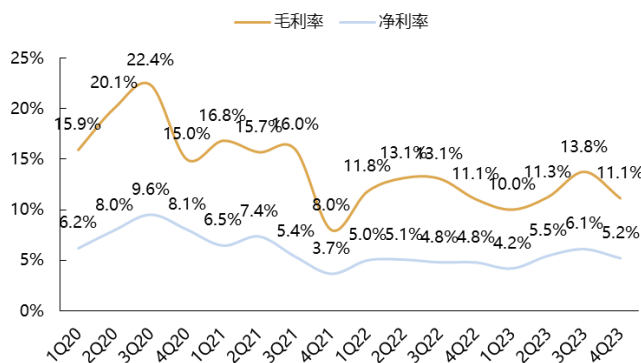
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 7：公司单季度归母净利润同比



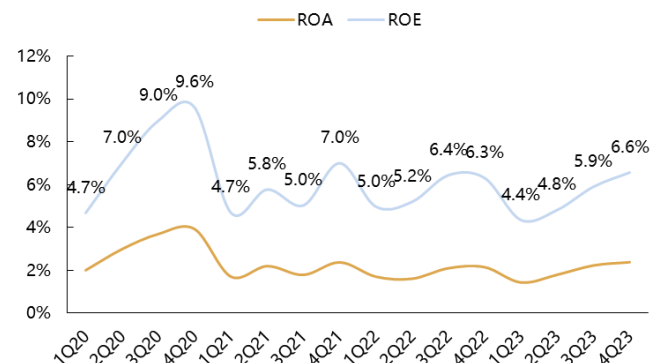
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 8：公司各季度毛利率同比



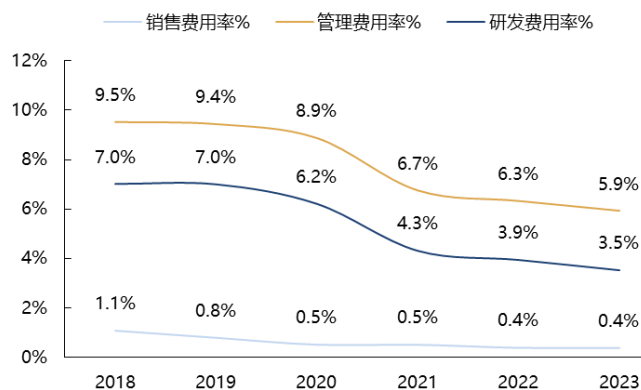
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 9：公司 ROA/ROE 变动



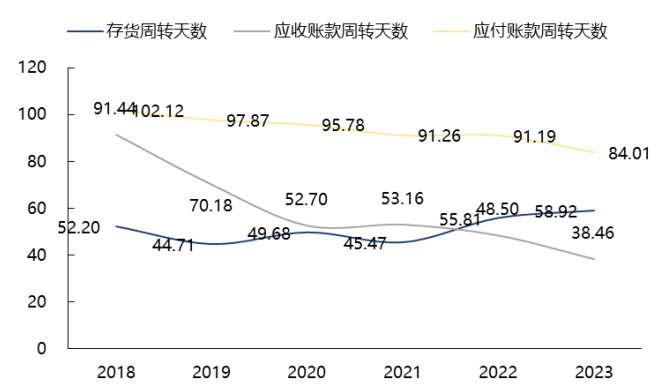
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 10：公司费用率变动



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 11：公司运营情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

3. 风险提示

下行风险：全球经济复苏缓慢，国产手机竞争加剧，大客户对供应链政策风险，业务扩张带来的内部管理的风险

上行风险：持续改善的全球宏观经济环境；手机 AI 化进程加快；XR 销售情况超预期；新型可穿戴式产品销售超预期

财务预测
资产负债表 单位:百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	33620	57174	75408	73639
交易性金融资产	1721	1721	1721	1721
应收账款及应收票据	23766	39580	30186	40816
存货	29758	37201	28185	42840
预付账款	487	489	537	623
其他流动资产	4878	4705	4568	4918
流动资产合计	94228	140870	140606	164556
长期股权投资	4233	4233	4233	4233
投资性房地产	23	23	23	23
固定资产合计	44561	50341	55468	59979
无形资产	2663	2663	2663	2663
商誉	1729	4542	7888	12653
递延所得税资产	873	873	873	873
其他非流动资产	13682	13125	12708	12395
资产总计	161992	216671	224462	257376
短期借款	20514	29514	29514	29514
应付票据及应付账款	46401	69945	57859	64221
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	2330	2960	3252	3673
应交税费	1021	836	859	996
其他流动负债	4568	5019	5047	5225
流动负债合计	74835	108274	96530	103629
长期借款	12039	18039	18039	18039
应付债券	2799	2799	2799	2799
递延所得税负债	884	884	884	884
其他非流动负债	1150	1150	1150	1150
负债合计	91707	131146	119402	126501
归属于母公司的所有者				
权益	56310	70027	87608	110841
少数股东权益	13975	15499	17452	20034
股东权益	70285	85525	105060	130875
负债及股东权益	161992	216671	224462	257376

现金流量表 单位:百万元

	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	27605	20518	30476	10294
投资	-9599	0	0	0
资本性支出	-10889	-12843	-13376	-14795
其他	928	2813	3346	4765
投资活动现金流净额	-19560	-10030	-10030	-10030
债权融资	8533	15000	0	0
股权融资	547	0	0	0
支付股利及利息	-2531	-1934	-2212	-2033
其他	-2478	0	0	0
筹资活动现金流净额	4070	13066	-2212	-2033
现金净流量	12372	23555	18234	-1769
经营活动现金流净额	27605	20518	30476	10294

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表 单位:百万元

	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	231905	278510	306740	355606
%同比增速	8%	20%	10%	16%
营业成本	205041	244652	268746	311251
毛利	26864	33857	37994	44354
%营业收入	12%	12%	12%	12%
税金及附加	535	641	706	818
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	889	1030	1166	1245
%营业收入	0%	0%	0%	0%
管理费用	5543	6406	6748	7468
%营业收入	2%	2%	2%	2%
研发费用	8189	9748	9816	10668
%营业收入	4%	4%	3%	3%
财务费用	483	2230	2026	1528
%营业收入	0%	1%	1%	0%
资产减值损失	-1319	-1100	-900	-900
信用减值损失	23	0	0	0
其他收益	825	557	613	711
投资收益	1771	2813	3346	4765
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	210	0	0	0
资产处置收益	123	0	0	0
营业利润	12860	16073	20592	27204
归属于母公司的净利润	10953	13717	17581	23234
%同比增速	20%	25%	28%	32%

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
EPS	1.54	1.91	2.45	3.24
BVPS	7.86	9.76	12.20	15.44
PE	22.37	14.48	11.30	8.55
PEG	1.15	0.57	0.40	0.27
PB	4.38	2.84	2.27	1.79
EV/EBITDA	11.49	9.18	6.98	5.85
ROE	19%	20%	20%	21%
ROIC	10%	11%	12%	13%

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188