

# 立讯精密 (002475.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

## 果链龙头，AI 助力再腾飞

### 公司简介

公司是消费电子龙头，通过内生+外延式成长，完成“零件→模组→系统”的全面覆盖，2023 年公司实现归母净利润 109.5 亿元、同增 20%，实现稳健增长。

公司主营业务分类为消费性电子、通讯互联、汽车互联、电脑互联产品，2023 年营收占比分别为 85%、6%、4%、3%。

### 投资逻辑：

**1. Apple Intelligence 重新定义 AI 边端，2025 年苹果换机周期可期。** ①软件方面，6 月苹果首个生成式 AI 大模型 Apple Intelligence 正式登场，Apple Intelligence 只能用于 iPhone 15 Pro 或更高版本机型；硬件方面，2025 年苹果有望发布 iPhone 17 Slim，Slim 款可能是十年来最大的外观改款；根据 IDC，2023 年苹果全球保有量达 8.4 亿台、换机周期在 3.6 年，软件+硬件创新有望带动新一轮换机潮。苹果是公司超级大客户，深度受益下游放量。②公司自 2020 年切入 iPhone 组装后、成为公司重要增长引擎。我们估算目前 iPhone 组装份额为 20%，预计未来伴随组装份额持续增长、利润率抬升，带动公司利润持续增长。③公司作为 Vision Pro 的 OEM 厂，未来有望深度受益产品放量周期。

**2. 汽车业务快速成长，全球 Tier1 领导厂商可期。** 电动化+智能化+集成化大势所趋，国内整车品牌逐步崛起，公司作为国内消费电子龙头，凭借在历史积累的快速迭代、成本控制能力，有望成长为全球汽车零部件 Tier1 领导厂商。公司估算产品单车价值量达 3-4 万元、涵盖线束、连接器、电源管理、智能座舱等产品，2021-2023 年公司汽车业务维持 50%的增速，在万亿汽车电子市场份额持续抬升，预计未来三年汽车业务维持 50%的增速。

**3. AI 蓬勃发展，电连接龙头有望深度受益。** 预估 GB200 NV72 单柜整套公司可提供 209 万元解决方案，涵盖电连接、光连接、电源管理、散热等产品，预计总市场规模达千亿元；公司作为全球通信连接器第三，受益行业蓬勃发展。

### 盈利预测、估值和评级

受益苹果换机周期、通信汽车业务持续放量，预计公司 2024 年-2026 年归母净利为 135、172、205 亿元，同增 23%、28%、19%。参考可比公司平均估值，给予公司 2025 年 20 倍 PE 估值，目标价 47.9 元，给予买入评级。

### 风险提示

下游市场需求疲软；产业链转移；单一大客户依赖；人民币汇率波动；可转债项目不及预期等风险。

### 电子组

分析师：樊志远 (执业 S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

分析师：刘妍雪 (执业 S1130520090004)

liuyanxue@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：39.09 元

目标价 (人民币)：47.90 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	214,028	231,905	263,288	306,756	339,277
营业收入增长率	39.03%	8.35%	13.53%	16.51%	10.60%
归母净利润(百万元)	9,163	10,953	13,472	17,207	20,524
归母净利润增长率	29.60%	19.53%	23.00%	27.72%	19.28%
摊薄每股收益(元)	1.288	1.530	1.876	2.396	2.858
每股经营性现金流净额	1.79	3.86	3.26	3.96	4.67
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.21%	19.45%	20.92%	23.03%	23.58%
P/E	24.66	22.52	20.73	16.23	13.61
P/B	4.98	4.38	4.34	3.74	3.21

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、消费电子精密制造龙头，内生外延扩版图	5
二、消费电子：深度绑定头部客户，消费电子份额不断提升	9
1. 苹果市场地位稳固，公司深度绑定共享增量	9
2. Apple Intelligence 重新定义 AI 边缘，2025 年苹果硬件创新大年开启	10
3. 零件模组：品类持续拓张、收入稳健增长	11
4. 系统组装：万亿市场，大有可为	12
4.1 iPhone：公司组装份额持续提升，AI 助力成长	13
4.2 AirPods：第一大组装厂，新品发布有望助力需求增长	14
4.3 iWatch：第一大组装厂，未来有望受益无创血糖检测技术落地	15
5. MR：有望打造消费电子第二成长曲线	16
三、汽车：十年精密制造功底，有望打造全球 Tier1 领导厂商	17
1. 汽车业务快速成长，志在全球 Tier 1 领导厂商	17
2. 电动化+智能化+集成化大势所趋，中国 Tier 1 有望崛起	18
四、通讯：AI 蓬勃发展，电连接龙头有望深度受益	20
1. 持续加码通信业务，产品矩阵逐步丰富	20
2. AI 需求蓬勃发展，成长空间广阔	22
2.1 电连接：千亿市场稳健增长，行业龙头有望深度受益	22
2.2 光连接：千亿市场快速增长，新技术未来可期	24
五、盈利预测与估值	25
1. 盈利预测：预计公司 2024 年-2026 年归母净利润为 135、172、205 亿元	25
2. 投资建议及估值	27
六、风险提示	27

## 图表目录

图表 1：上市以来公司营收、净利快速增长	5
图表 2：公司 ROE 维持高位	5
图表 3：近年来公司经营活动产生现金流净额持续改善	5
图表 4：近年来公司自由现金流持续改善	5
图表 5：2023 年公司营收结构	6
图表 6：2023 年公司毛利结构	6
图表 7：近年来公司各下游收入快速增长（亿元）	6
图表 8：2015-2023 年公司各下游收入 CAGR	6
图表 9：公司&集团并购拓展业务板块	6
图表 10：近年来公司第一大客户收入占比持续增长	7
图表 11：2023 年公司前五大客户收入占比	7
图表 12：公司收购实现 1+1>2 的成效	7
图表 13：公司收购子公司收入持续增长（亿元）	8
图表 14：公司收购子公司利润持续增长（亿元）	8



图表 15: 公司制造、销售、研发区域分布.....	9
图表 16: 苹果公司营收持续增长.....	9
图表 17: 苹果盈利能力超群.....	9
图表 18: 公司消费电子产品业务.....	10
图表 19: 公司主要苹果产品业务一览.....	10
图表 20: Apple Intelligence 五大定义.....	11
图表 21: Apple Intelligence 四大能力.....	11
图表 22: 苹果历年新机发布情况.....	11
图表 23: 全球连接器需求逐步回暖.....	12
图表 24: 2022 年全球连接器竞争格局.....	12
图表 25: 公司智能手机业务一览.....	12
图表 26: 公司智能手表业务一览.....	12
图表 27: 全球系统组装市场规模.....	13
图表 28: 全球 EMS 竞争格局.....	13
图表 29: 各家组装厂 2023 年财务指标一览.....	13
图表 30: 苹果手机出货量份额持续攀升.....	13
图表 31: 全球智能手机需求逐步回暖.....	13
图表 32: 立臻在 iPhone 组装份额持续攀升.....	14
图表 33: 公司联营企业投资收益持续提高.....	14
图表 34: 苹果 AirPods 全球份额稳居第一.....	15
图表 35: 近 2 年全球 AirPods 需求低迷.....	15
图表 36: 智能手表市场短暂黯淡后有望反弹.....	15
图表 37: 苹果智能手表全球市场份额稳定.....	16
图表 38: 全球及苹果智能手表季度情况.....	16
图表 39: 2022 年全球智能手表外包生产竞争格局.....	16
图表 40: 全球 XR 需求低迷.....	17
图表 41: 公司汽车互联产品及精密组件收入持续增长.....	17
图表 42: 公司汽车类毛利率保持稳定、略有下降.....	17
图表 43: 公司汽车单车价值量拆解.....	18
图表 44: 公司汽车产品一览.....	18
图表 45: 中国新能源车产量持续高增.....	19
图表 46: 中国乘用车智能化、电动化渗透率.....	19
图表 47: 汽车新四化迎来的黄金十年.....	19
图表 48: 全球汽车电子市场规模稳健增长.....	20
图表 49: 2020 年全球汽车电子 Tier 1 竞争格局.....	20
图表 50: 各家 Tier 1 厂 2023 年财务指标一览.....	20
图表 51: 公司通讯互联产品及精密组件收入持续增长.....	20
图表 52: 2023 年公司通信类毛利率略有回升.....	20
图表 53: 公司数据中心产品一览.....	21
图表 54: 公司基站产品一览.....	21
图表 55: 2024 年全球服务器重返增长.....	22



图表 56: 2024 年 Q1 全球服务器重返增长.....	22
图表 57: 2023 年通信连接器市场规模稳健增长.....	23
图表 58: 2019 年通信连接器竞争格局.....	23
图表 59: 预计未来五年高速线缆市场快速增长.....	23
图表 60: 全球光模块市场稳健增长.....	24
图表 61: 全球光模块分领域增速.....	24
图表 62: 全球以太网光模块市场快速增长.....	24
图表 63: 全球光模块前十大供应商.....	24
图表 64: 全球 PC 需求回暖.....	25
图表 65: 预计全球 AI PC 出货量快速增长.....	25
图表 66: 公司收入拆分.....	26
图表 67: 近年来公司联营企业和合营企业的投资收益快速增长.....	27
图表 68: 可比公司估值一览.....	27

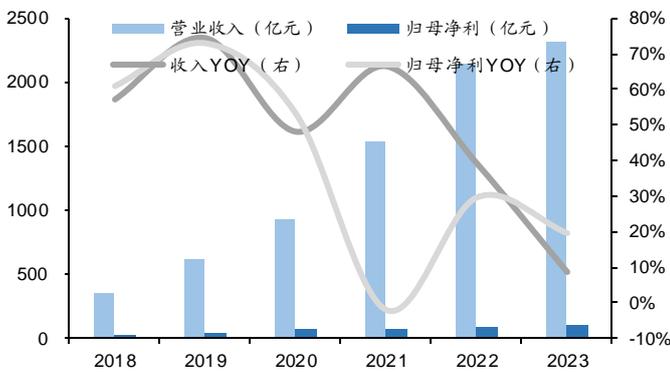


## 一、消费电子精密制造龙头，内生外延扩版图

公司于 2004 年成立、2010 年上市，王来春一直是公司董事长、总经理、实际控制人。公司通过内生+外延式成长，通过整合供应链上下游，构筑垂直一体化能力，完成“零件→模组→系统”的全面覆盖，为客户提供零部件+组装的一站式解决方案，产品涵盖各类核心声、光、电模组产品，如声学模组、震动马达、音圈马达、天线模组、无线充电模组等以及组装业务，下游涵盖消费电子、汽车电子、通信、电脑等行业，2023 年中国电子元件行业骨干企业中排名第一。

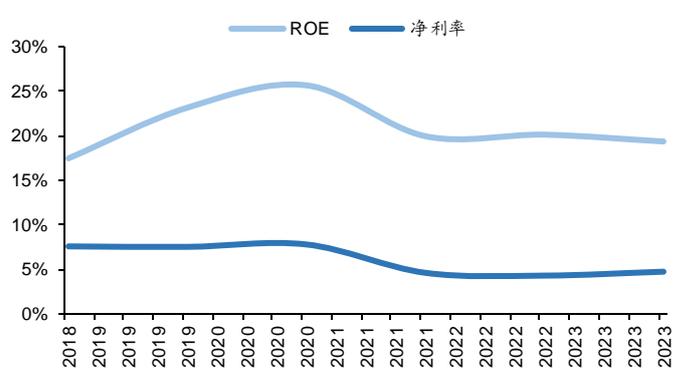
**公司营收、净利高速增长，ROE 维持高位。**1) 2010 年上市以来，公司营收实现了十三年持续快速增长，2023 年实现营收 2319 亿元、同增 8%，归母净利润仅 2021 年略微下滑（下滑主要系原材料单边上扬导致、公司智能声学可穿戴产品出货量大幅回落），2023 年实现归母净利润 109.5 亿元、同增 20%。2024 年公司实现稳健增长，2024 年 Q1 实现营收 524 亿元、同增 5%，归母净利为 24.7 亿元、同增 22%，预计 2024 年 H1 实现归母净利达 52-54 亿元、同增 20%-25%。2) 上市以来公司 ROE 维持高位，2023 年公司 ROE 达 19%，公司净利率持续下滑，主要系公司产品从核心零部件产品逐步延伸至模组、系统组装，毛利率逐步下降。2024 年 Q1 公司毛利率、净利率为 10.7%、4.7%，较去年同期提升 0.7pct，利润率触底回升。

图表1：上市以来公司营收、净利快速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

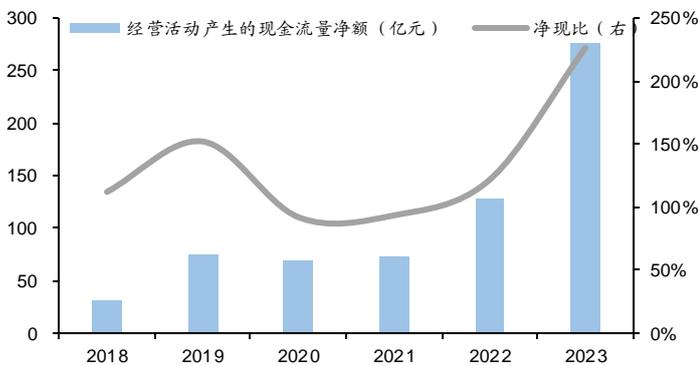
图表2：公司 ROE 维持高位



来源：公司公告，国金证券研究所

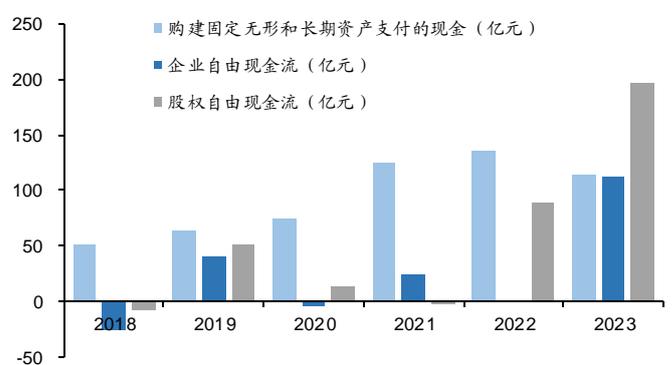
伴随资本支出下降，公司自由现金流逐步转正，盈利质量持续提升。2023 年公司经营活动产生的现金流净额达 276 亿元、净现比达 225%，近年来伴随公司资本开支逐步企稳、回落，公司企业自由现金流、股权自由现金流逐步转正，2023 年公司企业自由现金流、股权自由现金流达 112、197 亿元。

图表3：近年来公司经营活动产生现金流净额持续改善



来源：公司公告，国金证券研究所

图表4：近年来公司自由现金流持续改善

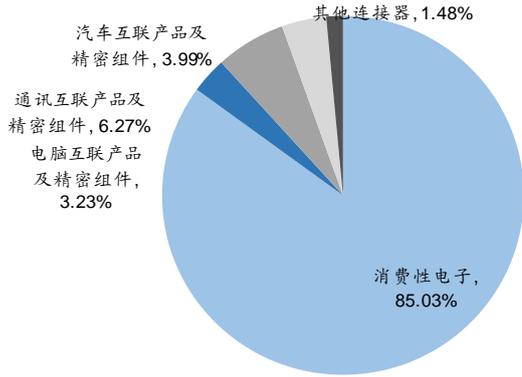


来源：公司公告，国金证券研究所

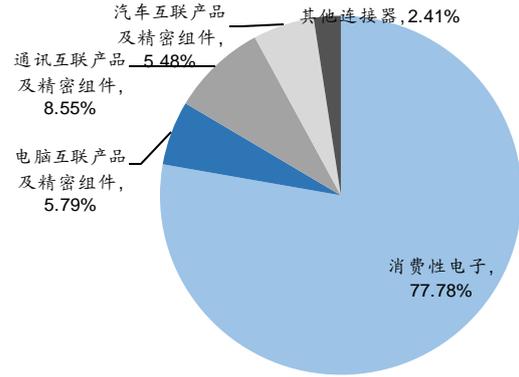
公司主营业务分类为消费性电子、通讯互联产品、汽车互联产品、电脑互联产品，2023 年营收占比分别为 85%、6%、4%、3%，毛利占比为 78%、9%、5%、6%。消费电子业务贡献了公司的主要收入、利润。从成长性来看，2015~2023 年消费性电子、通讯互联产品、汽车互联产品、电脑互联产品收入八年 CAGR 达 61%、46%、35%、9%，消费电子也贡献了主要的成长点。



图表5: 2023 年公司营收结构



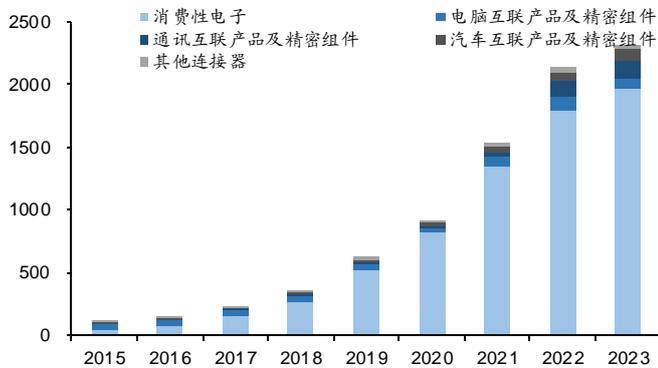
图表6: 2023 年公司毛利结构



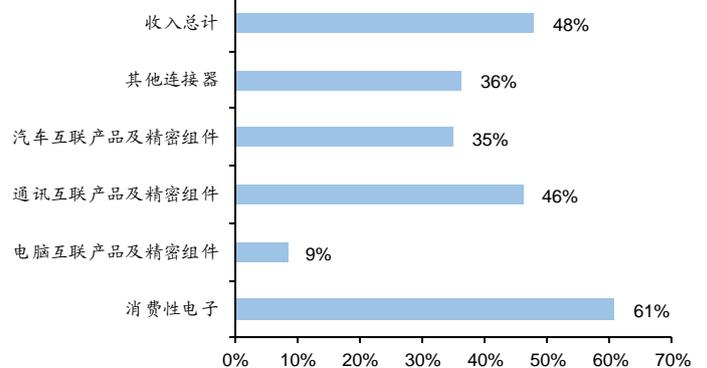
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表7: 近年来公司各下游收入快速增长 (亿元)



图表8: 2015-2023 年公司各下游收入 CAGR



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

**消费电子: 完成“零件→模组→系统”的全面覆盖。**公司起家依托于电脑连接器业务, 第一大客户为富士康 (2007 年富士康为公司贡献了 48% 的收入), 2011 年公司收购收购联滔切入苹果 iPad Lightning 线、切入果链, 2016 年收购苏州美特切入声学组件, 2020 年收购江苏纬创和昆山纬新切入手机组装, 2021 年收购日铠切入金属结构件及显示模组, 带动近年来公司第一大客户收入占比持续攀升, 2023 年公司第一大客户业务实现营收 1744 亿元, 营收占比为 75%。

**汽车电子:** 2011 年成立汽车业务, 最初主要生产汽车线束和连接器; 2012 年收购福建源光电装 55% 股权加码连接器业务; 2014 年体外收购了德国 SuK 股权进入汽车塑胶件领域; 2017 年收购德国采埃孚车身控制系统事业部进一步布局智能汽车领域。2021 年初, 同广汽共同设立立昇智能科技 (上海) 有限公司, 专注于开发智能驾驶系统; 2022 年控股股东参股奇瑞控股集团, 致力于助力公司成为领先的汽车零部件 Tier 1 厂商。

**通信业务:** 2012 年公司通过收购深圳科尔通 75% 股权切入华为、艾默生供应链, 进入通信连接器领域。公司立足原有的连接器产品, 围绕数据中心逐步丰富产品矩阵, 目前已经形成了电连接 (高速电连接器及线缆)、光连接 (AOC 和光模块)、热管理 (热管、轴流风扇、液冷散热等)、整机组装四大产品线布局。2022 年公司收购汇聚科技 75% 股权, 进一步完善公司互联产品战略布局。

图表9: 公司&集团并购拓展业务板块

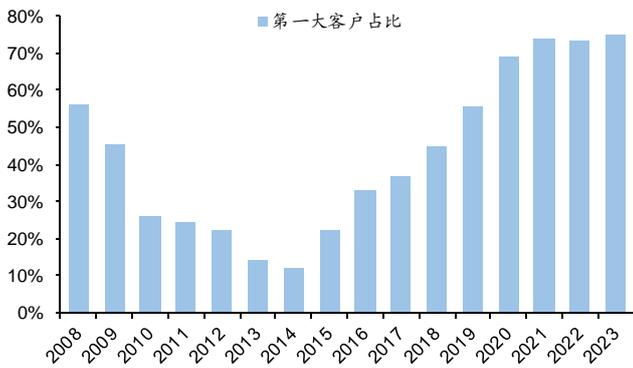
业务领域	时间	收购目的	收购标的	收购金额
消费性电子业务	2010.12	从电脑连接领域扩张到消费电子连接领域	和项子公司江西博硕 75% 股权	1.68 亿元
	2011.04	切入苹果 iPad 连接线供应链	昆山联滔 60% 股权	5.8 亿元
	2012.08	切入手机 FPC	珠海双赢 100% 股权	1.1-1.3 亿元
	2014.03	切入可穿戴设备和智能家居 FPC	苏州丰岛电子 100% 股权	6000 万元
	2014.03	加强子公司控制	江西博硕 25% 股权	9483 万元



	2014.03	加强子公司控制	昆山联滔 40%股权	6 亿元
	2016.08	切入苹果声学组件	苏州美特 51%股权	5.3 亿元
	2017.02	加码苹果声学布局	惠州美律 51%股权; 上海美律 51%股权	6859 万元; 125 万元
	2018.02	<b>集团</b> 切入手机摄像头模组	光宝相机模组事业部	3.6 亿美元
	2020.07	切入苹果手机组装	江苏纬创、昆山纬新	33 亿元
	2020.12	<b>集团</b> 切入苹果手机摄像头模组	高伟电子 45%股权	21.96 亿港元
	2021.01	切入苹果金属结构件及手机显示触控模组	日铠 50%股权	60 亿元
	2022.12	<b>集团</b> 加码光学业务	光宝影像事业部	9.1 亿元
	2023.12	加码苹果手机组装	昆山世硕 62.5%股权	21 亿元
汽车业务	2012.04	切入汽车连接器	福建源光电装 55%股权	9800 万元
	2013.10	切入汽车塑胶件	德国 SuK 100%股权	400-500 万欧元
	2017.08	<b>集团</b> 加码汽车电子	德国采埃孚车身控制系统事业部	12 亿美元
	2022.02	助力实现汽车零部件 Tier1 领导厂商	集团参股奇瑞集团，持有奇瑞控股 20%股权、奇瑞股份 8%股权和奇瑞新能源 6%股权	100 亿元
	2022.11	<b>集团</b> 布局激光雷达	集团旗下高伟电子与速腾聚成成立子公司立腾创新、高伟持股 51%	5100 万
通讯业务	2011.11	切入华为、艾默生的通信连接器供应链	深圳科尔通 75%股权	7500 万元
	2013.05	加强子公司控制	科尔通 25%股权	3680 万元
	2022.02	加码通信线业务	汇聚科技 74.67%股权	11 亿港元
	2023.12	射频前端模块	Qorvo 封测厂	

来源：公司公告，国金证券研究所

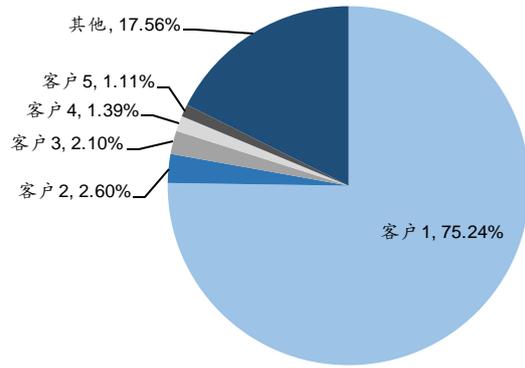
图表 10：近年来公司第一大客户收入占比持续增长



来源：公司公告，国金证券研究所

备注：公司 2008、2009 年第一大客户为富士康，2011 年后隐去第一大客户名称

图表 11：2023 年公司前五大客户收入占比



来源：公司公告，国金证券研究所

复盘立讯历次收购，不难发现，收购后被并购标的收入、利润均出现快速成长。证明公司资产整合、管理能力超群，实现 1+1>2 的成效。

图表 12：公司收购实现 1+1>2 的成效

收购时间	被收购方	收购后主要负责业务	收购后第 1-3 年营业收入 CAGR	收购后第 3-5 年营业收入 CAGR
2010.10	博硕科技(江西)有限公司		28.10%	29.08%
2011.04	昆山联滔电子有限公司	连接器，线缆	48.80%	53.80%
2011.04	联滔电子有限公司		21.87%	28.05%



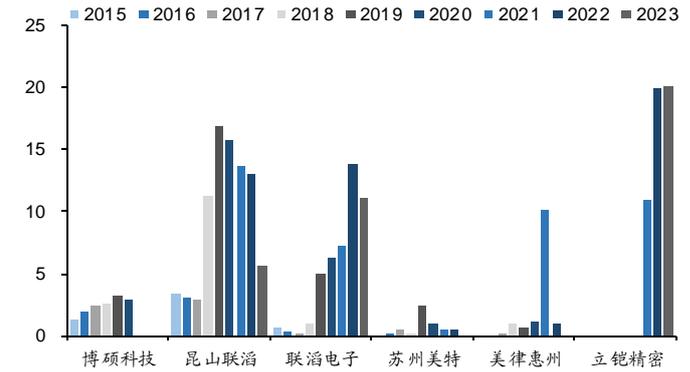
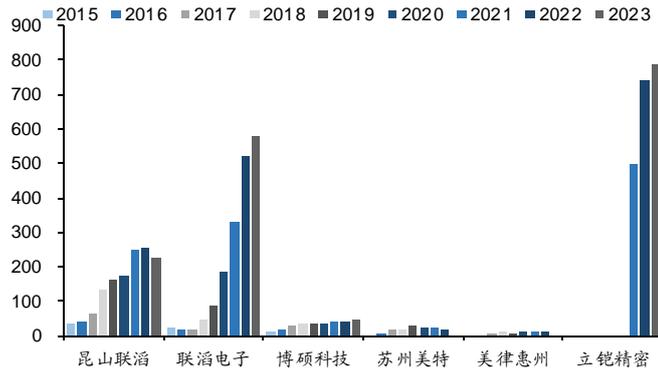
2014.10	协讯电子(吉安)有限公司		51.38%	10.76%
2014.03	立讯电子科技(昆山)有限公司	Airpods、手表模组、 无线充电模组	—	107.88%
2016.08	美特科技(苏州)有限公司		77.36%	11.66%
2017.02	美律电子(惠州)	声学	—	10.12%

来源：公司公告，国金证券研究所

注：“立讯电子科技(昆山)有限公司”原名为“丰岛电子科技(苏州)”，于2017年更名

图表13：公司收购子公司收入持续增长(亿元)

图表14：公司收购子公司利润持续增长(亿元)



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

公司兼具“人才资源、技术创新、品质保障、客户服务”四大优势。

**人才资源：**人才是企业的核心竞争力，公司具备完善的人才梯队建设体系和人才储备机制，并具备完善的激励机制，上市以来公司实施2018、2019、2021、2022年四期股权激励计划，根据激励草案，估算2018~2027年公司授予股权期权费用达25亿元，其中2023~2027年摊销费用达6.8、4.3、2.9、1.7、0.8亿元，2024~2027年收入考核目标为2600、2900、3200、3500亿元。

**坚持创新、技术领先、质量优先：**1) 公司核心产品覆盖核心零部件、模组与系统级组装，工艺上具备完全自主的关键核心制程能力，包括模/治具设计加工、裸铜抽线、塑胶粒成型、冲压/锻压件加工、精密植入成型、表面处理、SMT、SiP以及系统级组装测试等。2) 公司生产制造基地、研发中心全球化布局，及时响应客户需求同时洞察领先技术。在中国东莞、中国昆山、中国台湾、美国等地具有先进的研发生产技术与制造工艺平台，同时配备多个国家级CNAS认证实验室用于产品前段开发验证、生产过程品质检验以及失效分析。3) 公司研发投入主要分为前沿科技投入和产品迭代投入。前沿科技投入主要围绕公司中、长期的产品与业务规划布局，费用的30%投入到底层材料、工艺、制程等前沿技术领域的创新研发中；产品迭代投入则是围绕新方案、新产品从有概念到NPI(新产品导入)的投入。4) 公司持续加大研发投入，2018~2023年累计研发费用达359亿元，2023年公司研发费用达82亿元、研发费率为3.5%，截至2023年末，公司累计拥有发明专利6202件、同增37%。5) 高质量的精密制造一直是公司的核心竞争力，公司精密制造能力已从“被动式定位的自动化”历经“主动式定位的自动化”到“全自动智能”超精密模块化制造，出色的品质保障能力，助力公司客户黏性不断增强。



图表15: 公司制造、销售、研发区域分布



来源: 公司官网, 公司公告, 国金证券研究所

公司深度绑定大客户，客户资源丰富。1) 精密电子元器件下游厂商对供应商认证流程严苛，公司技术研发强、产品品质优并且交付能力突出，与各项业务主要客户保持了稳定良好的合作关系。2) 公司各业务绑定头部大客户，其中消费性电子：苹果为主的国际知名消费电子产品企业；通信领域：包括诺基亚、爱立信等头部通讯基础设施企业；汽车电子领域：主要为日系车企和长城汽车、中国一汽等国内领先的汽车制造商。2022 年公司与奇瑞集团签署《战略合作框架协议》，拟与奇瑞新能源汽车股份有限公司组建合资公司，专业从事的 ODM 整车研发及制造，进而促进公司 Tier1 业务发展。

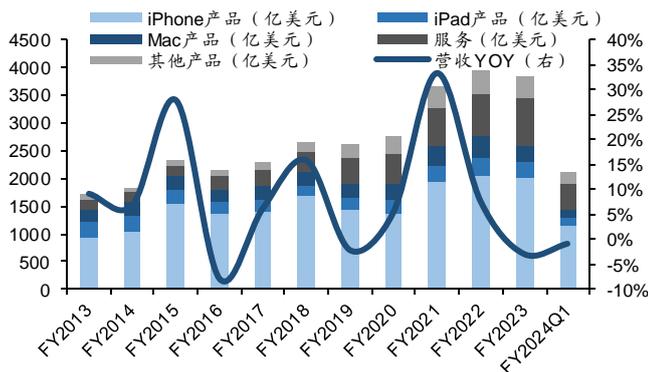
## 二、消费电子：深度绑定头部客户，消费电子份额不断提升

### 1. 苹果市场地位稳固，公司深度绑定共享增量

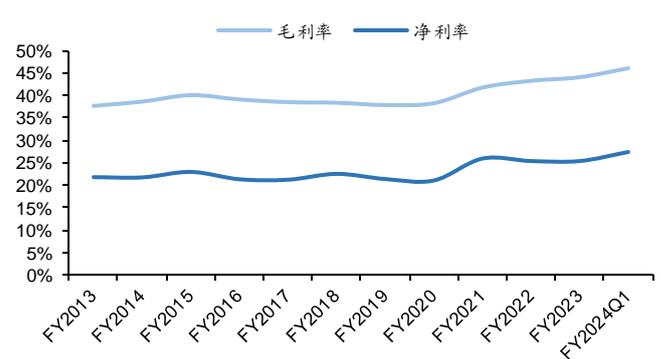
2023 财年苹果营收达 3833 亿美元，近年来收入稳中向好，2023 年苹果硬件收入占比为 78%，iPhone、可穿戴、Mac、iPad、收入占比为 52%、10%、7.7%、7.4%。2023 年公司手机、耳机、手表出货量均位列全球第一，市场地位稳固。

苹果盈利能力超群，2023 年财年苹果净利达 970 亿美元、位居美股榜首，2023 财年苹果毛利率为 44%、净利率为 25%，常年维持高位。苹果的高盈利能力一方面来自于定位高端产品的硬件业务，另一方面来自于 iTunes、软件及服务的运营平台报酬、提供苹果音乐 (Apple Music) 和 iCloud 等服务，苹果自成一体的生态系统和绝佳用户体验征服了一批忠实“果粉”，产品复购率极高。

图表16: 苹果公司营收持续增长



图表17: 苹果盈利能力超群





来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

苹果精简的产品线和大型的采购规模的商业模式决定其产品多为全球代工，且与厂商共同研发新技术，对果链公司生产、制造、研发和成本控制能力要求极高。虽然果链条件苛刻、门槛高、利润薄，但一经苹果认证，果链公司不仅可与苹果共享成长空间，还掌握行业标杆型技术资讯，在市场竞争中站稳脚跟。

苹果是公司超级大客户，其参与的终端产品有平板、笔电、耳机、智能手表、手机以及MR，逐步实现产品的全覆盖。此外公司已形成“零件-模组-系统”垂直产业链，一方面公司持续拓宽产品品类、一方面持续提升自身份额，未来增量空间广阔。

图表18：公司消费电子产品业务

	零部件	模组类	系统组装
价值量	0.1-10 USD	10-70 USD	70-1700 USD
连接器/连接线	Lightning 头、Type-C 头、FFC/FPC 等	Lightning Cable Charger、Type-C Cable Charger 等	USB/Type-C dongles 等
无线充电	TX/RX 线圈	无线充电模组	
天线	LCP 天线		
马达	线性马达		
声学	Speaker、Receiver		AirPods
光学		摄像头模组	
其他			Apple Watch、iPhone、MR

来源：公司官网，阿里巴巴，WellSenn XR，国金证券研究所

图表19：公司主要苹果产品业务一览

时间	主要产品	供货产品
2011	MacBook、iPad	连接线
2013	MacBook、iPad、iPhone	lightning 接口 苹果公司制作的属连接器
2016	iPhone	转接头
2017	AirPods/AirPods Pro	声学器件
	iPhone	组装
2018	iPhone	天线、无线电充电、接收器
	AirPods/AirPods Pro	组装
2020	iPhone 12 mini、Apple Watch、AirPods/AirPods Pro	组装
2021	iPhone 13 Pro、Apple Watch、AirPods/AirPods Pro	组装
2022	iPhone 14 Pro Max、Apple Watch、AirPods/AirPods Pro	组装
2023	iPhone 15 Pro Max、Apple Watch、AirPods/AirPods Pro	组装

来源：第一财经，国金证券研究所

## 2. Apple Intelligence 重新定义 AI 边端，2025 年苹果硬件创新大年开启

2024 年 6 月 11 日苹果首个生成式 AI 大模型 Apple Intelligence 正式登场，提出五大定义：功能强大、直观易用、融入产品体验、理解个人情景、注重个人隐私，核心能力涵盖语言文本、图片影像、跨应用操作、个人情景理解。

功能涵盖了 AI 回信、AI 抠图、AI 录音纪要摘要等功能，并集成了 ChatGPT。比较惊艳的功能包括基于个人情景实现跨 app 执行操作（比如邮件通知会议延期，可以直接问手机能否赶上和女儿之前约的话剧，这个过程知道用户的女儿是谁，调用了邮件、地图等工具）、支持自然语言理解、制作个人回忆视频。Apple Intelligence 作为 iOS 18、



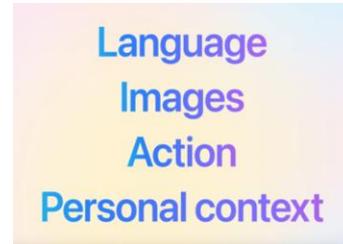
iPadOS 18 和 macOS Sequoia 的内置功能，目前仅支持英语，7月推出公测版，秋季推出正式更新。

Apple Intelligence 只能用于 A17 Pro (对应 iPhone 15 Pro) 或更高版本手机、M 系列的 iPad、Mac。软件系统升级对算力要求更高，有助于带动新一波换机周期。

图表20: Apple Intelligence 五大定义



图表21: Apple Intelligence 四大能力



来源: 苹果官网, 国金证券研究所

来源: 苹果官网, 国金证券研究所

预计 2025 年苹果手机有望发布五款新机: iPhone SE 4、iPhone 17、iPhone 17 Slim (轻薄款)、iPhone 17 Pro、iPhone 17 Pro max, 其中 Slim 款将替代 Plus 款、可能是十年来最大的外观改款, SE 4 对 2022 年发布的 SE 3 形成有效替代。根据 IDC, 2023 年全球 iPhone 保有量达 8.4 亿台、按照 2023 年 iPhone 出货量 (2.3 亿台) 估算换机周期在 3.6 年, 新机迭代+硬件创新有望带动新一轮换机周期。

图表22: 苹果历年新机发布情况

	mini 款	基础款	PLUS	Pro 款	MAX 款	SE 版本
2010 年 6 月 7 日		iPhone 4				
2011 年 10 月 4 日		iPhone 4s				
2012 年 9 月 13 日		iPhone 5				
2013 年 9 月 11 日		iPhone 5s				iPhone 5c
2014 年 9 月 9 日		iPhone 6	iPhone 6Plus			
2015 年 9 月 8 日		iPhone 6s	iPhone 6s Plus			
2016 年 9 月 8 日		iPhone 7	iPhone 7Plus			iPhone SE
2017 年 9 月 12 日		iPhone 8	iPhone 8Plus		iPhone X	
2018 年 9 月 12 日		iPhone XR		iPhone XS	iPhone XS Max	
2019 年 9 月 11 日		iPhone 11		iPhone 11Pro	iPhone 11 Pro Max	
2020 年 10 月 13 日	iPhone 12mini	iPhone 12		iPhone 12pro	iPhone 12 Pro Max	iPhone SE 2
2021 年 9 月 15 日	iPhone 13mini	iPhone13		iPhone 13pro	iPhone 13 Pro Max	
2022 年 9 月 8 日		iPhone14	iPhone 14 plus	iPhone 14 pro	iPhone 14 Pro Max	iPhone SE 3
2023 年 9 月 15 日		iPhone 15	iPhone 15 plus	iPhone 15 pro	iPhone 15 Pro Max	

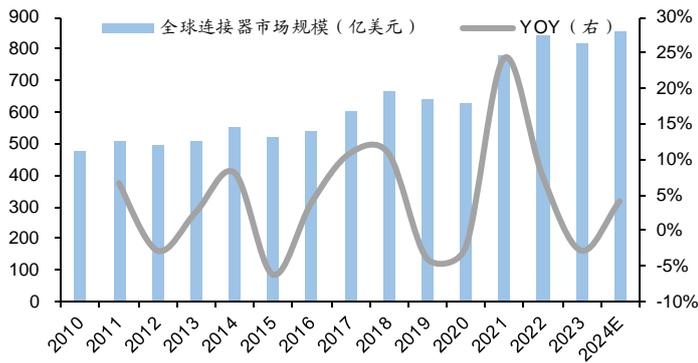
来源: 苹果官网, 百度百科, 国金证券研究所, SE 版本一般为 3/4 月发布

### 3. 零件模组: 品类持续拓张、收入稳健增长

连接器业务是公司的起家业务, 近年来份额持续攀升。根据 Bishop & Associates, 2023 年全球连接器市场规模达 819 亿美元、同减 3%, 受累于需求低迷、降价; 预计 2024 年市场规模达 853 亿美元、同增 4%, 其中通信连接器市场为 200 亿美元、同增 5%, 从竞争格局来看, 2022 年 CR10 为 54%, 海外企业占据主要地位, 其中泰科、安费诺、莫仕三大企业稳坐全球龙头, 公司作为前十名里面唯一一家中国大陆企业、位居第五名 (相较于上一年提升一名)、收入达 37 亿美元、占比 4%, 是国产连接器的龙头。

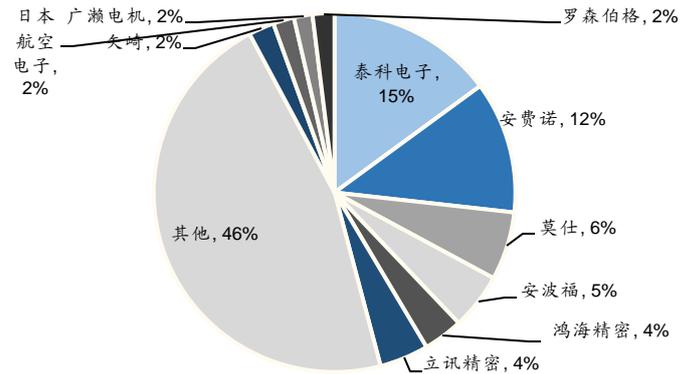


图表23: 全球连接器需求逐步回暖



来源: Bishop & Associates, 国金证券研究所

图表24: 2022 年全球连接器竞争格局



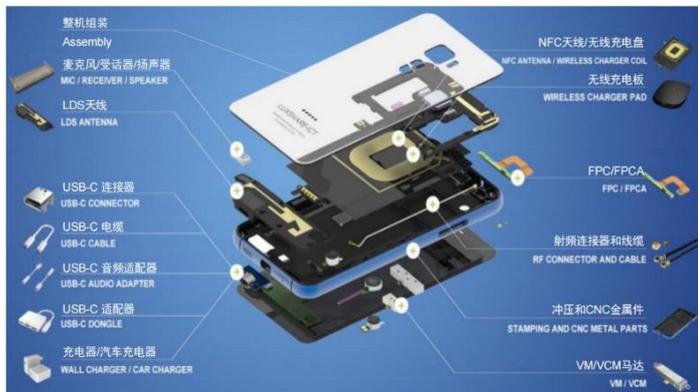
来源: Bishop & Associates, 国金证券研究所

**声学:** 公司顺利整合美律、美特, 声学业务蓬勃发展。美律早期主要为苹果 MacBook 提供扬声器模块, 在 iPhone 声学份额较低, 2016 年公司并购美特、2017 年并购美律, 取得 iPhone X、iPhone 8 Plus 扬声器/受话器的份额, 同时公司利用自身优势技术导入自动化生产, 进一步提升产品良率, 公司声学业务快速增长, 美特收入从 2016 年的 6.4 亿成长至 2022 年的 20 亿元、六年 CAGR 达 20%; 美律收入从 2017 年的 5 亿元成长至 2022 年的 12 亿元、五年 CAGR 达 18%。近两年公司投入的声学项目主要是研发声学类产品的新功能/工艺, 并不断提高生产效率, 以及研发单面驱动减震微型扬声器, 从根源上解决整机共振的问题, 公司电声目前处于行业领先技术, 对未来减震技术的发展及市场需求有较为可观的影响。

**线性马达:** 线性马达凭借其触觉反馈性能优势, 下游应用场景丰富, 应用空间打开, 逐渐覆盖手机、游戏手柄、可穿戴设备、汽车及 XR 设备等终端。苹果早期马达供应商有 Nidec、ALPS 及瑞声科技, 2018 年公司凭借良率提升迅速、降本等优势进入 iPhone 线性马达供应链, 供应份额也在逐渐提升。

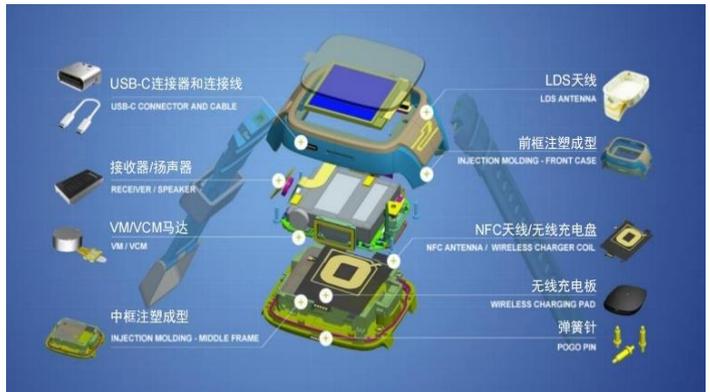
**金属结构件:** 2021 年公司斥资 60 亿元完成立铠精密 (原名日铠电脑) 50% 的股权收购, 日铠电脑的股东日丽国际是和硕全资子公司, 日铠电脑是大客户电脑、平板、手机等金属结构件、Top Module 的供应商之一, 立讯通过此次增资将日铠的 iPhone 侧键、Top Module 及 iPad、MacBook、Apple Watch 的金属中框业务收入囊中, 2020 年 1~10 月立铠精密收入仅 99 亿元、实现微利, 2023 年立铠收入达 791 亿元、净利达 20 亿元, 收入、利润大幅改善, 未来伴随 Bottom Module 份额提升, 收入、利润有望持续稳健增长。

图表25: 公司智能手机业务一览



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表26: 公司智能手表业务一览



来源: 公司官网, 国金证券研究所

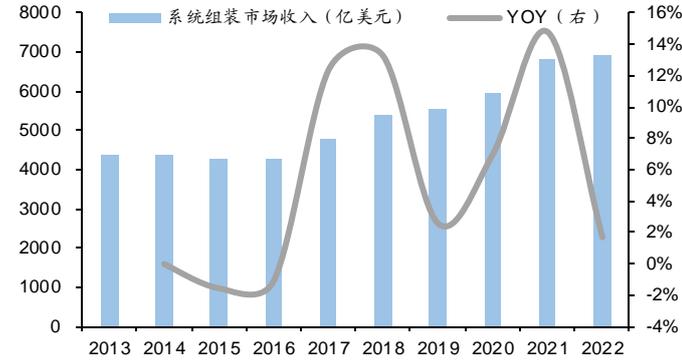
4. 系统组装: 万亿市场, 大有可为

根据 New Venture Reaserch, 2022 年全球系统组装市场规模达 6994 亿美元、同增 2%, 全球 CR5 达 65%, 行业龙头为富士康、份额达 40%; 分行业来看, 2021 年通信设备、电脑、消费电子占比为 35%、29%、20%。2023 年富士康 (鸿海) 收入达 1.45 万亿, 净利达 329 亿元、净利率为 2.5%, ROE 达 10%, 立讯收入为 2314 亿元、净利为 110 亿元, 组装

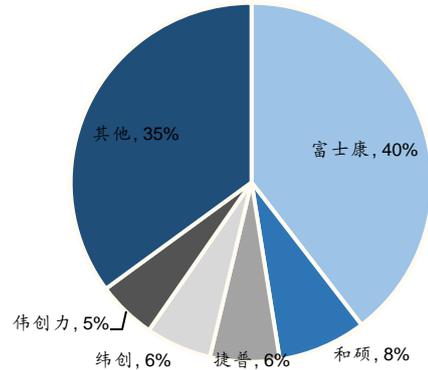


市场前瞻空间广阔。

图表27: 全球系统组装市场规模



图表28: 全球 EMS 竞争格局



来源: New Venture Reaserch, 国金证券研究所

来源: New Venture Reaserch, 国金证券研究所

图表29: 各家组装厂 2023 年财务指标一览

公司	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	ROE	净利率	毛利率
鸿海	14501	329	10%	2%	6%
和硕	2911	36	8%	1%	4%
捷普	2492	59	31%	2%	8%
纬创	2007	27	11%	2%	8%
伟创力	2085	54	17%	3%	7%
广达	2526	92	22%	4%	8%
仁宝电脑	2191	18	7%	1%	4%
立讯精密	2314	110	22%	5%	11%

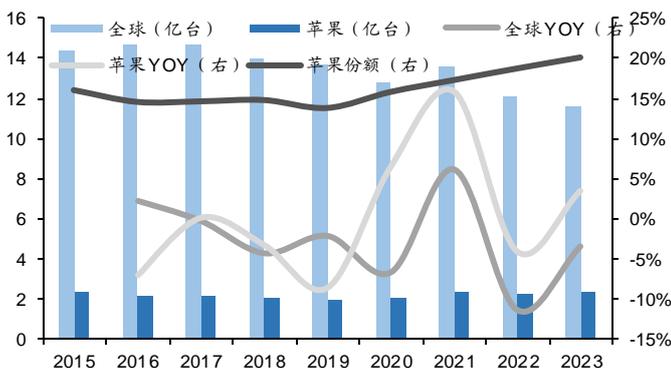
来源: wind, 国金证券研究所

#### 4.1 iPhone: 公司组装份额持续提升, AI 助力成长

根据 IDC, 2023 年全球智能手机出货量为 12 亿台、同减 3%、降幅收窄, 2024 年 Q1 全球智能手机出货量为 3 亿台、同增 12%; 智能手机从 2021 年 Q3 以来经历了 8 个季度的下行周期, 需求逐步回暖。预计 2024 年全球智能手机出货量达 12 亿台、同增 3%, 2028 年达 13 亿台, 2023~2028 年 CAGR 达 2.3%。

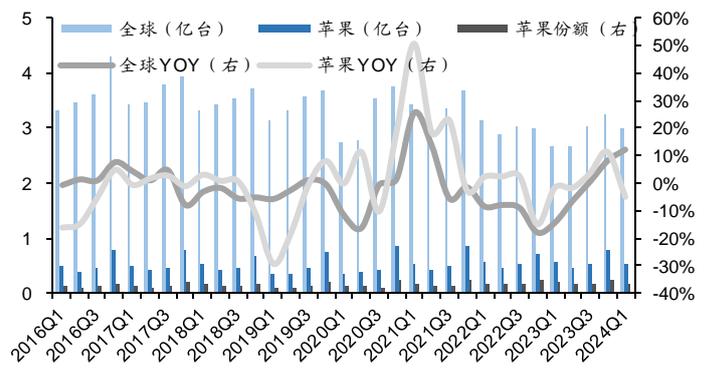
2023 年苹果出货量为 2.3 亿台、同增 4%, 位列全球第一, 近年来苹果份额持续攀升; 2024 年 Q1 苹果出货量为 0.5 亿台、同减 5%, 下滑主要系基数较高 (2022 年 Q4 导致部分生产延后至 2023 年 Q1)。考虑 Apple Intelligence 只能用于 A17 Pro (对应 iPhone 15 Pro) 或更高版本手机, 叠加 2025 年硬件创新周期, 预计 2025 年有望迎来换机大年。

图表30: 苹果手机出货量份额持续提升



来源: IDC, 国金证券研究所

图表31: 全球智能手机需求逐步回暖



来源: IDC, 国金证券研究所



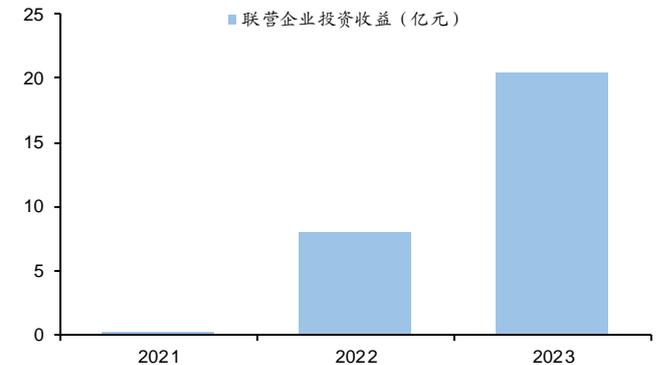
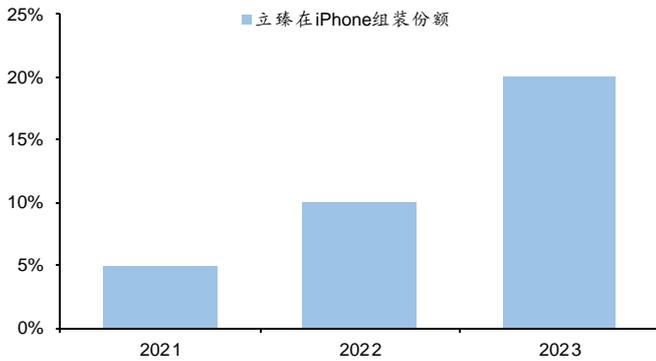
公司一直是苹果的重要的零件、模组供应商，2020 年公司以 33 亿元收购纬创江苏厂和昆山厂（两厂此前主要负责 iPhone 代工组装、2021 年初立臻完成收购），顺利切入 iPhone 组装供应链、获得 5% 份额（此前 iPhone 组装由鸿海、和硕、纬创三家垄断，份额分别为 64%、31%、5%）。2021 年公司斩获 iPhone 13 Pro 40% 份额，对应公司在 iPhone 组装份额增至 10%；预计 2023 年 iPhone15 系列鸿海份额为 55%~60%、公司份额为 20%~25%、和硕份额为 15%~20%，对应公司在 iPhone 组装份额增至 20%；2024 年 iPhone16 系列公司份额达 35%~40%，主要系公司取得 iPhone 16 Pro Max 项目 NPI（这也是鸿海首次未能获得最高阶 iPhone 组装 NPI），2023 年斥资 21 亿元收购和硕子公司昆山世硕 63% 股权、助力公司获得更多 iPhone 组装份额。

目前 iPhone 组装由公司联营企业立臻负责经营（实际控制人为公司控股股东立讯有限公司，公司持股 10%），通过投资收益科目并表利润，根据公司公告，利润低于 1.8 亿元的部分，公司并表 10% 利润；利润在 1.8~3 亿元的部分，公司并表 2/3；利润超过 3 亿元的部分，公司并表 90%。

2021 年及之前公司联营企业投资收益均低于 0.3 亿元，2022 年公司联营企业投资收益为 7.95 亿元，2023 年公司联营企业投资收益为 20.4 亿元，快速增长。我们估算 2023 立臻占 iPhone 组装的 20% 左右，根据 IDC，2023 年 iPhone 平均售价为 1045 美元，假设立臻组装出厂价为 520 美元，对应 2023 年 iPhone 组装收入近 1700 亿元，预计未来伴随组装份额持续增长、利润率抬升，带动公司利润持续增长。

图表 32：立臻在 iPhone 组装份额持续攀升

图表 33：公司联营企业投资收益持续提高



来源：经济日报，电子工程专辑、澎湃，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

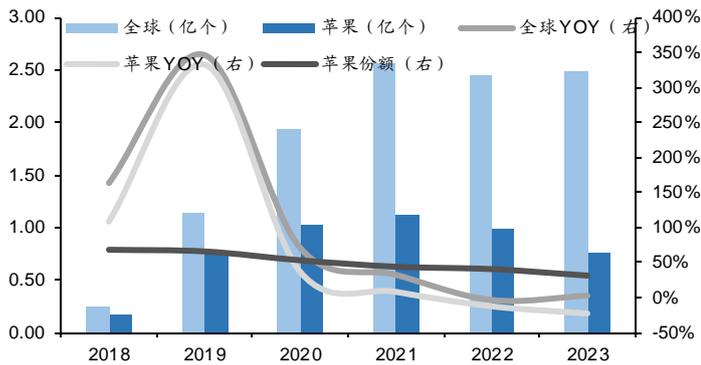
#### 4.2 AirPods：第一大组装厂，新品发布有望助力需求增长

根据 IDC，2023 年全球 TWS 出货量为 2.5 亿副、同增 2%、增幅持续收窄，2024 年 Q1 全球 TWS 出货量为 0.59 亿副、同增 11%，需求略有复苏。预计 2024 年全球 TWS 出货量达 2.9 亿副、同增 16%，2028 年达 3.5 亿副，2023~2028 年五年 CAGR 达 7%。

2023 年苹果 TWS 出货量为 0.76 亿副、同减 22%，份额为 31%，稳居第一、但是份额略有下滑。2024 年 Q1 苹果出货量为 0.15 亿副、同减 19%。根据彭博社，苹果计划于 2024 年针对多款 AirPods 产品进行全面升级，包括 AirPods Max 2、AirPods 4 代、AirPods Lite（低价款）也可能会问世，2025 年有望推出 AirPods Pro 3 代、2026 年有望推出带摄像头的 AirPods，新品发布有望推动需求重返增长。

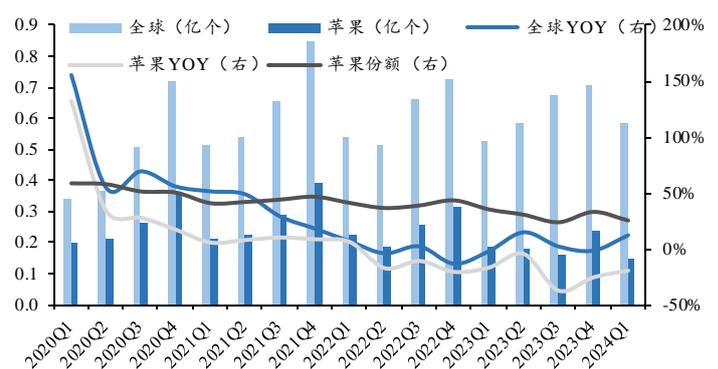


图表34: 苹果 AirPods 全球份额稳居第一



来源: IDC, 国金证券研究所

图表35: 近 2 年全球 AirPods 需求低迷



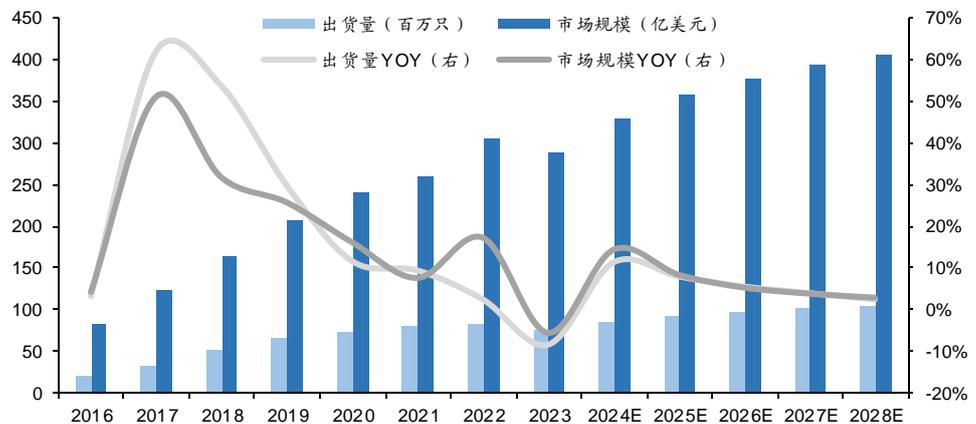
来源: IDC, 国金证券研究所

公司于 2016 和 2017 年通过陆续收购苏州美特和惠州美律、上海美律切入声学领域。2017 年公司正式切入 AirPods 整机代工, 并于 2018 年取代台系厂商成为主要供应商, 市场份额稳定在 60%-70%, 我们认为基于公司声学领域的制造经验和与苹果深度优质的客户关系, 预计公司在 Airpods 代工份额将持续维持高位。

#### 4.3 iWatch: 第一大组装厂, 未来有望受益无创血糖检测技术落地

根据 IDC, 2023 年全球智能手表出货量为 0.76 亿块、同减 8%, 市场规模为 288 亿美元、同减 5%, 为近年来首次需求下降, 受北美和西欧市场高通胀和需求疲软的影响以及基础类手表的冲击, 智能手表 2023 年全球市场表现不佳。2024 年 Q1 全球智能手表出货量为 0.15 亿块、同增 5%; 需求略有复苏, 预计未来伴随产品功能升级, 行业需求有望稳健增长, 预计 2024 年全球智能手表出货量达 0.87 亿块、同增 10%, 2028 年达 1.04 亿块, 2023~2028 年五年 CAGR 达 6%。

图表36: 智能手表市场短暂黯淡后有望反弹

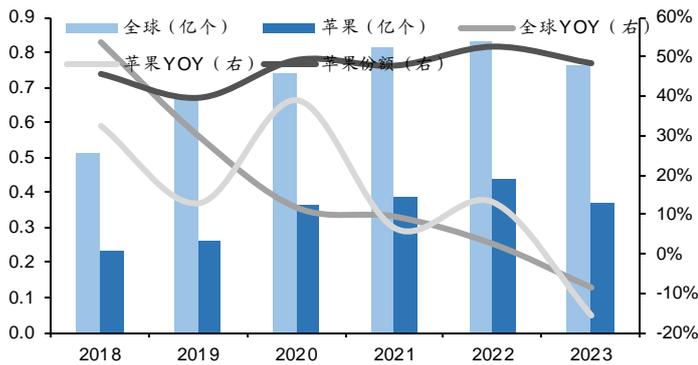


来源: IDC, 国金证券研究所

2023 年苹果智能手表出货量为 0.37 亿块、同减 15.81%, 但近十年中苹果始终占据近乎一半的全球份额; 2024 年 Q1 苹果智能手表出货量为 0.051 亿块、同减 19%。智能手表的健康检测功能是智能手表的重要卖点, 苹果智能手表 iWatch 系列是全球首次搭载健康检测的手表, 并占据主导地位, 目前功能已涵盖体温感应、车祸检测、经期跟踪、以及心率、血氧、心电图、体温、睡眠监测功能等, 并且功能正在不断完善。无创血糖监测技术是将特定波长的光照射到皮肤下面的组织液, 光线反射回传感器后, 可以指示葡萄糖浓度, 最后设备再用一种算法确定血糖水平。苹果有望在未来 2~3 年将无创血糖监测技术应用于 iWatch, 新技术落地有望助力需求重返增长。

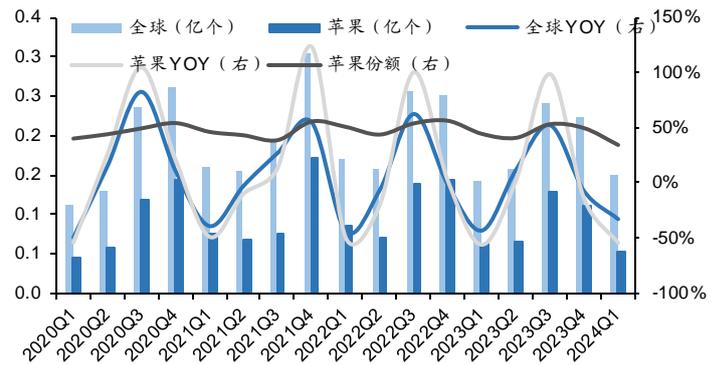


图表37: 苹果智能手表全球市场份额稳定



来源: IDC, 国金证券研究所

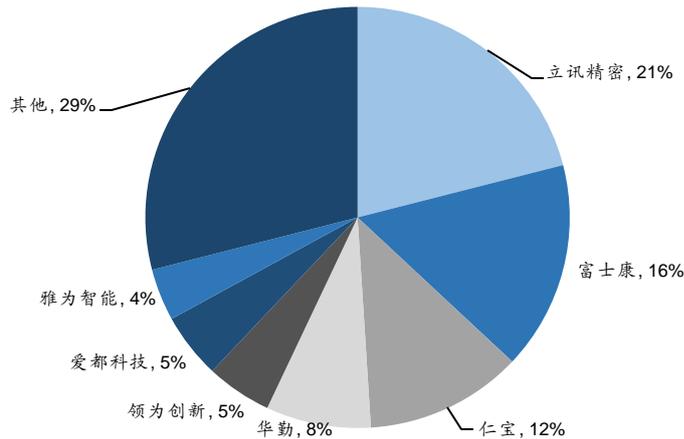
图表38: 全球及苹果智能手表季度情况



来源: IDC, 国金证券研究所

公司是 Apple watch 第一大组装厂。根据 Counterpoint, 2022 年全球智能手表外包制造出货量份额前三大厂商分别为立讯精密、富士康、仁宝, 市场份额分别为 21%、16%、12%。其中立讯精密、富士康、仁宝市场份额的提升主要是得益于获得苹果 Apple Watch 的订单, 其中立讯精密与苹果的关系最为紧密, 获得了 40% 的苹果手表订单。考虑公司制造优势明显, 预计未来份额维持高位。

图表39: 2022 年全球智能手表外包生产竞争格局



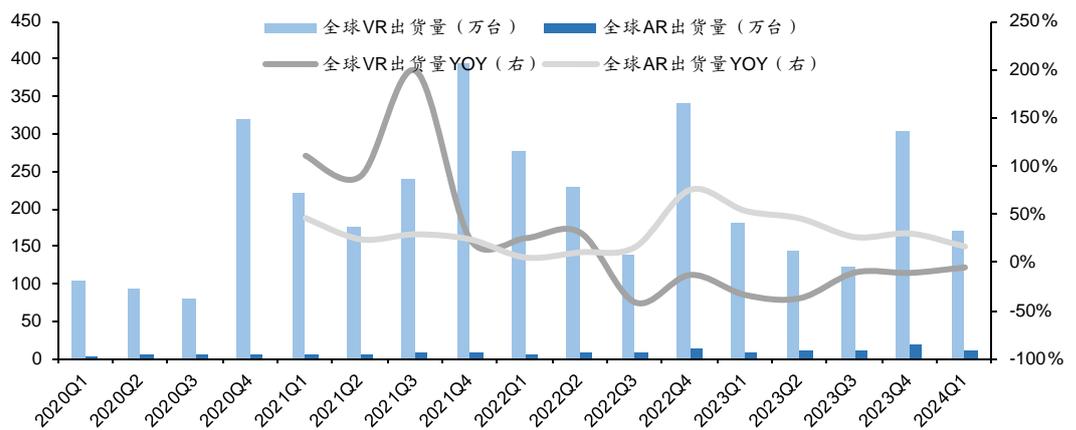
来源: Counterpoint, 国金证券研究所

### 5. MR: 有望打造消费电子第二成长曲线

根据 WellSenn XR, 2023 年 Q4 全球 VR 销量为 303 万台、同减 11%, 全球 VR 销量连续 6 个季度下行、但下滑幅度有所收窄, 2023 年全球 VR 销量为 753 万台、同减 24%, 其中 Meta Quest 系列销量为 541 万台、同减 32%; 2023 年 Q4 全球 AR 销量为 19 万台、同增 30%, 主要受益于观影类 AR 眼镜需求增长, 2023 年全球 AR 销量为 51 万台、同增 38%; 2024 年 Q1 全球 VR 销量为 172 万台、同减 9%, 预计 2024 年全球销量达 844 万台、同增 12%; 2024 年 Q1 全球 AR 销量为 11.3 万台、同增 16%, 预计 2024 年全球销量达 65 万台、同增 27%。根据 IDC, 预计 2028 年 VR 销量达 2470 万台、五年 CAGR 达 29%, AR 销量达 1090 万台、五年 CAGR 达 87%。



图表40：全球XR需求低迷



来源：WellSenn XR，国金证券研究所

苹果 CEO 库克曾表示，希望 AR 在 10 年后彻底取代 iPhone。苹果于 2023 年 6 月发布第一代 MR (Vision Pro)，是史上消费电子厂商最高价值的产品，技术革新领跑同行：① VST 透视感官更优；② 单目分辨率会更高、文字阅读更具备可读性；③ 显示对比度更高，采用 Micro OLED 屏；④ 光学透镜效率更高、损失更小；⑤ 手势追踪更加精准；⑥ 眼球追踪自然准确，算法优秀；⑦ 芯片处理性能更强悍 (M2+定制 R1 视觉处理器)；⑧ 功耗更低、续航能力更优。

2024 年 1 月 19 日 Vision Pro 开启预购，2 月 2 日在美国市场正式发售，售价 3499 美元，2024 年 Q1 销量为 29 万台，今年 Vision Pro 逐步登陆 8 个国家/地区 (中国、日本、新加坡、澳大利亚、加拿大、法国、德国、英国)，中国作为非美首发市场、6 月 14 日上午 9 点开始预购，6 月 28 日起正式上市。苹果中国官网显示，起售价为 29999 元人民币。立讯作为 Vision Pro 的 OEM 厂，未来有望深度受益产品放量周期。

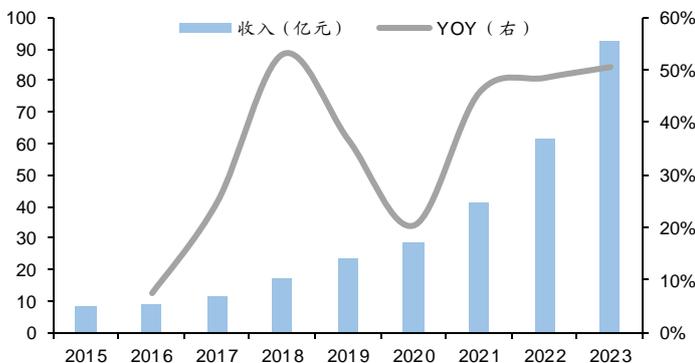
### 三、汽车：十年精密制造功底，有望打造全球 Tier1 领导厂商

#### 1. 汽车业务快速成长，志在全球 Tier 1 领导厂商

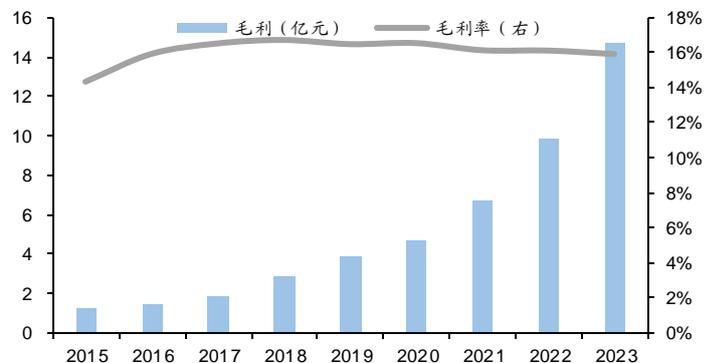
公司汽车业务起步于同 Tier 1 车企合作 USB 数据线，2012 年并购福州源光、2013 年德国 SuK 突破复杂精密结构件，2022 年集团参股奇瑞集团、助力公司实现汽车零部件 Tier 1 领导厂商。

2023 年公司汽车互联产品及精密组件收入达 92.5 亿元、同增 50%，毛利率为 16%、较上年同期下降 0.2pct。预计未来几年公司汽车业务收入增速维持在 50% 左右。

图表41：公司汽车互联产品及精密组件收入持续增长



图表42：公司汽车类毛利率保持稳定，略有下降



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

产品方面，公司涵盖电气化 (低压、高压线束)、连接器 (低压、高压、高速连接器)、智能座舱 (信息娱乐系统、AR-HUD、电子后视镜 CMS 等)、车身控制/智能进入 (ZCU、ECU、ECT、传感器等)、电源管理 (CCS、PDU、BDU、逆变器等) 等产品。根据公司投资者关系活动记录表，单车线束价值量超 1 万元，叠加连接器、充电枪、屏幕、无线充电模块等智能座舱，公司产品单车价值量达 3-4 万元，公司希望远期全球可以配套汽车



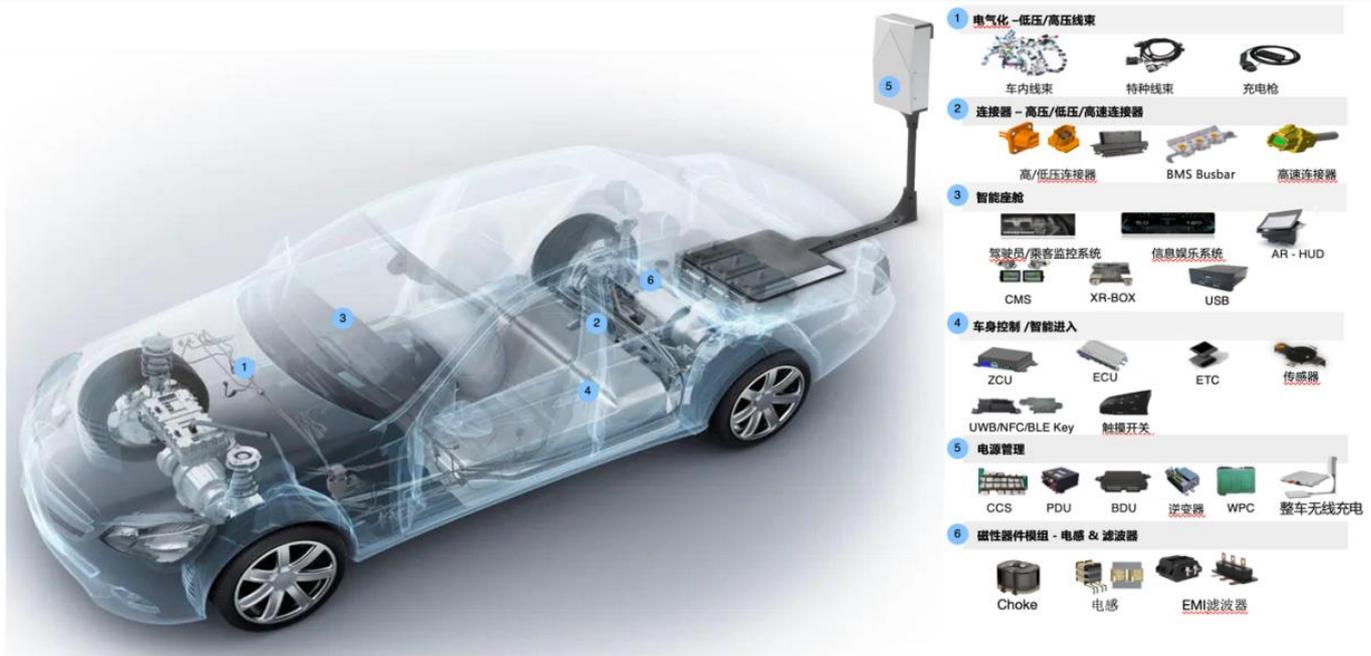
1500 万台。

图表43: 公司汽车单车价值量拆解

	单车最小价值量 (元)	单车最大价值量 (元)
低压连接器	1000	3000
低压线束	2500	2500
高压连接器	2000	2000
高压线束	2000	3000
高速连接器	1000	2000
车域控制器	1000	3000
智能座舱	6000	13000
智能驾驶	5000	10000
合计	20500	38500

来源: EV WIRE、OFweek 新能源汽车网, 线束世界, 未来智库, 中国汽车工程学会, 国金证券研究所

图表44: 公司汽车产品一览



来源: 公司公告, 国金证券研究所

客户方面, 汽车行业供应商准入资格审核较为严苛, 公司客户涵盖国内外传统车企、新势力。此外消费电子企业 (华为、小米) 逐步切入汽车产业链, 亦有助于公司车载业务拓张。

制造方面, 考虑汽车产业普遍要求就近配套原则, 公司目前在国内外已拥有多家制造基地就近服务客户, 并且仍在继续新建制造基地以持续满足客户的需求。

## 2. 电动化+智能化+集成化大势所趋, 中国 Tier 1 有望崛起

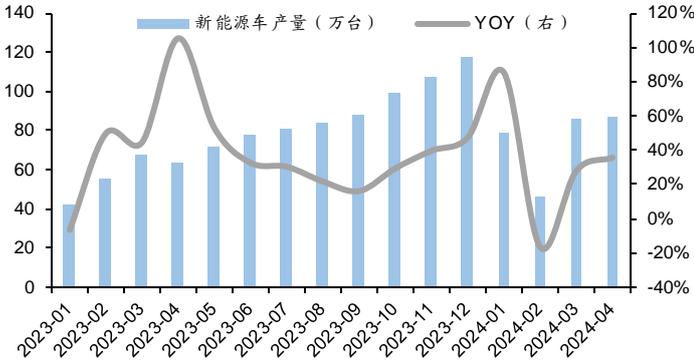
根据 Marklines, 2023 年全球轻型汽车销量达 0.9 亿台、同增 11%, 2024 年 4 月汽车销量达 680 万台、同增 2.8%, 汽车行业需求稳健增长。

**电动化增速收敛, 智能化未来可期。**从电动化来看, 根据 EVTank, 2023 年全球新能源乘用车销量达 1465 万台、同增 35%、渗透率达 16%, 其中中国新能源车销量达 950 万台、同增 38%; 预计 2024 年全球新能源车销量达 1830 万台、同增 25%, 中国新能源汽车销量达 1180 万台、同增 24%; 2030 年全球新能源汽车销量达 4700 万台、七年 CAGR 达 18%。



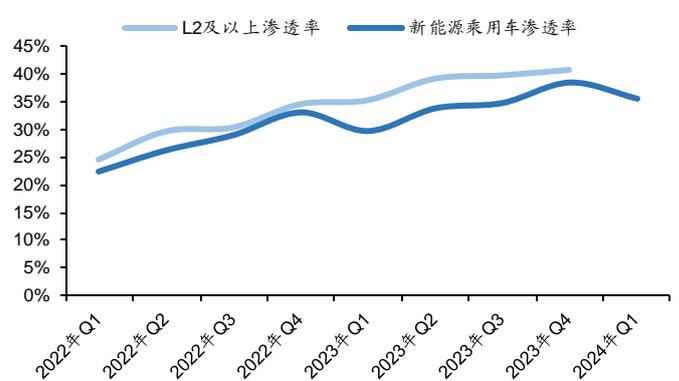
2024 年 1-4 月中国新能源车产量达 299 万台、同增 30%、渗透率为 33%，电动化增速略有收敛；从智能化来看，根据盖世汽车，2023 年 Q4 中国 L2 及以上渗透率达 41%，智能化加速渗透。

图表45：中国新能源车产量持续高增



来源：wind，国金证券研究所

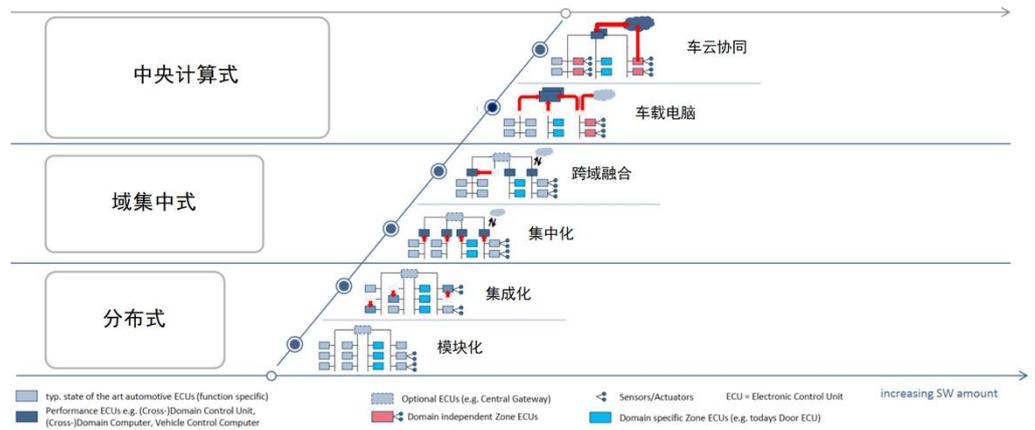
图表46：中国乘用车智能化、电动化渗透率



来源：盖世汽车，wind，国金证券研究所

**整车 E/E 架构由分布式向集中式演化。**1) 传统的分散式架构大多在车辆功能和 ECU 之间是一对一的映射，伴随电子车辆功能日益复杂，所需要的 ECU 数量明显增加，导致汽车线束、ECU 冗余笨重、通信负荷大、算力浪费、成本较高、内部数据传输带宽有限，难以满足智能化发展需求。并且随着 ECU 处理能力增强、网络带宽提高、网关等技术升级支持中央集中处理逻辑计算，区域控制器控制数据和配电，促进整车架构向中央集中式方向演变。2) 整车架构的演变促使新能源汽车、智能汽车的价值链、供应链正在加速重构，汽车零部件市场迎来了百花齐放的局面，相对封闭的配套体系被逐渐打破。集中式汽车架构需要软件硬件配合快速迭代，上下游产业链向网状化结构发展，提高共同研发效率，缩短制造周期，使得整车厂逐步青睐具有消费类经验的汽车零部件公司在消费电子产品中积累的快速迭代能力、成本控制意识、及时响应需求的经验，叠加国内整车品牌崛起，中国汽车行业 Tier 1 未来可期。

图表47：汽车新四化迎来的黄金十年



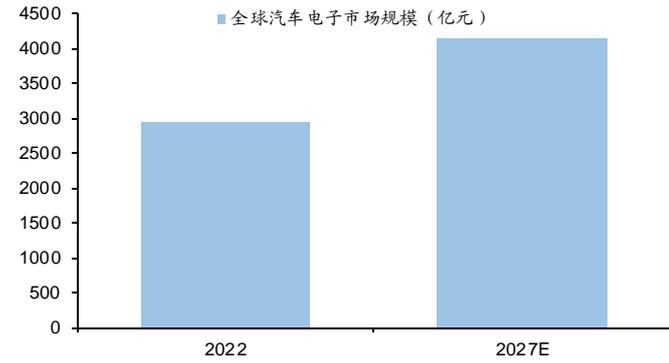
来源：博世官网，国金证券研究所

根据 Statista，2022 年全球汽车电子市场规模达 2949 亿美元，预计 2027 年达 4156 亿美元，五年 CAGR 达 7%，预计 2030 年汽车电子在整车成本中占比达 45%。根据汽车工业协会，中国汽车电子市场规模持续增长，2022 年达 9783 亿元、同增 12%，2023 年达 10973 亿元、同增 10%。

根据赛迪智库，汽车电子 CR5 达 49%，分别为博世、大陆、电装、德尔福、伟世通。其中大陆、电装、摩比斯收入体量均超 3000 亿元，远超立讯精密（93 亿元）。

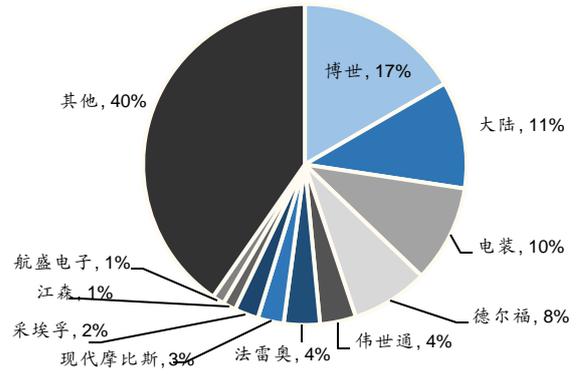


图表48：全球汽车电子市场规模稳健增长



来源：Statista, 国金证券研究所

图表49：2020年全球汽车电子Tier 1竞争格局



来源：赛迪智库, 国金证券研究所

图表50：各家Tier 1厂2023年财务指标一览

公司	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	ROE	净利率	毛利率
大陆	3255	91	9%	3%	21%
日本电装	3309	163	7%	5%	14%
法雷奥	1732	17	6%	1%	18%
现代摩比斯	3267	189	9%	6%	11%
立讯精密	93	-	-%	-	16%

来源：wind, 国金证券研究所

备注：立讯精密数据采用汽车业务收入、毛利率

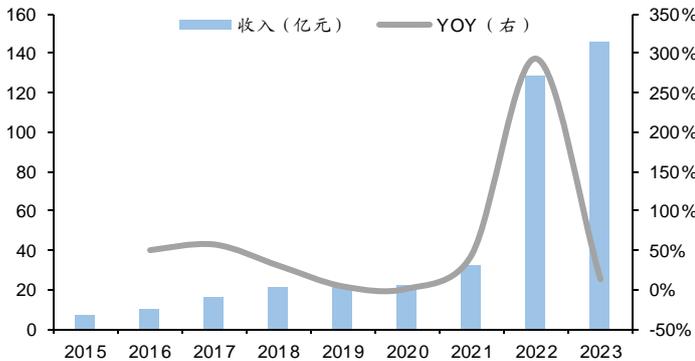
## 四、通讯：AI蓬勃发展，电连接龙头有望深度受益

### 1. 持续加码通信业务，产品矩阵逐步丰富

公司 2011 年收购科尔通实业切入华为、艾默生通信连接器供应链，2022 年公司收购具有 30 年数字电缆和服务器经验的汇聚科技完善通信领域布局。2023 年通过收购 Qorvo 位于北京和山东德州的所有资产，进一步培育了公司在射频前端模块的精密制造能力，并强化垂直一体化服务优势，推动公司实现从系统封装到模组封装的跨越式发展。

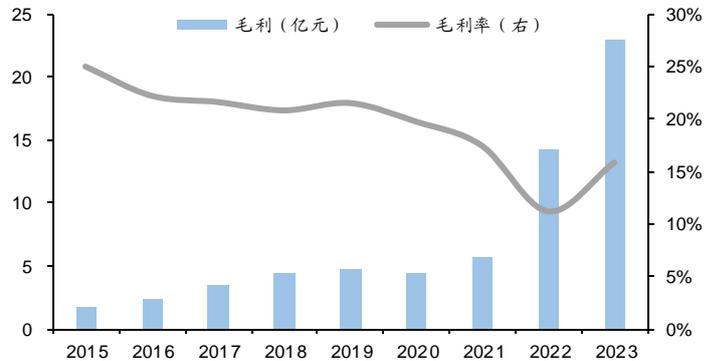
2023 年公司通讯互联产品及精密组件收入为 145 亿元、同增 13%，毛利率为 15.8%，较上年同期提升 4.7pct，近年来公司通讯业务快速增长，2023 年收入增速下降、毛利率提升主要系公司放弃部分低盈利能力产品。

图表51：公司通讯互联产品及精密组件收入持续增长



来源：公司公告, 国金证券研究所

图表52：2023年公司通信类毛利率略有回升



来源：公司公告, 国金证券研究所

产品方面，公司产品涵盖电连接（连接器及连接器组件、线缆及线缆模组）、光连接



(AOC、光模块、光跳线)、散热(风扇、热管、VC、水冷、液冷、CDU 以及集装箱温控等解决方案)、电源(一次电源、二次电源到三次电源的整体解决方案)、基站射频等核产品。根据公司投资者关系活动记录表, 预估 GB200 NV72 单柜整套公司可提供 209 万元解决方案, 涵盖电连接、光连接、电源管理、散热等产品, 预计总市场规模达千亿元。

图表53: 公司数据中心产品一览



- 电连接 (连接器及连接器模组, 线缆及线缆模组)**
  - 1 ACC/DAC
  - 2 SSI0
  - 3 HSIO
  - 4 挂耳
  - 5 线缆模组
  - 6 挂耳
  - 7 挂耳
  - 8 挂耳
- 光连接 (AOC, 光模块, 光跳线)**
  - 4 AOC
  - 5 Transceiver
  - 6 光跳线
- 热管理 (散热器, 风扇, 液冷板及温控)**
  - 11 散热器
  - 10 风扇
  - 9 水冷板
  - 12 温控解决方案
- 电源模块与电源系统 (服务器电源模块, 电源柜)**
  - 13 服务器电源模块
  - 14 电源系统

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表54: 公司基站产品一览



- 无线基站室外部分 (天线, 塔放, 射频拉远单元等)**
  - 1 基站天线
  - 2 塔放/合路器
  - 3 射频拉远单元
  - 4 直放站
  - 5 AAU
  - 6 RRU
- 无线基站室内部分 (室内天线, 室内终端, 电源系统)**
  - 7 室内天线
  - 8 CPE
  - 9 电源系统

来源: 公司公告, 国金证券研究所

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, 互连部件呈现三高一低(高速、高密、高可靠及低损耗)的发展趋势。在“应用一代、开发一代、研究一代”的策略指引下, 公司通讯相关产品在技术研发、技术突破、产品精密制造等方面, 持续收获海内外头部客户的高度认可, 公司整体业务规模呈高速增长态势, 预计未来持续受益行业蓬勃发展。



公司在数据中心应用场景中的核心竞争优势是持续在低速、高速 I/O 接口的光、电传输上提供原创性开发。公司积极主导或参与高速互联产品相关技术的行业标准制订，如 CPO 光互联标准、设备专业界面 QSFP112 国际标准等。

公司围绕仿真技术、新材料和新工艺应用技术以及测试技术的应用研究建立基础研发能力，针对不同产品形态的通信互连产品提供有力技术支撑。并且公司通过对产品组成模块和部件的拆解、单点制造工艺和技术的拆解，实现产品无论大、小批量都能高度自动化或全自动化高效、高质量的生产制造。

电连接产品方面，为满足下一代服务器内部高速互联需求，公司推出支持 PCIe6.0 及 AI 数据中心、交换领域以太网高速 112G、224G 甚至上探 448G 的相关互联产品，同时公司预研了具有前瞻性的 PCIe7.0 以及轻有源等系统解决方案。

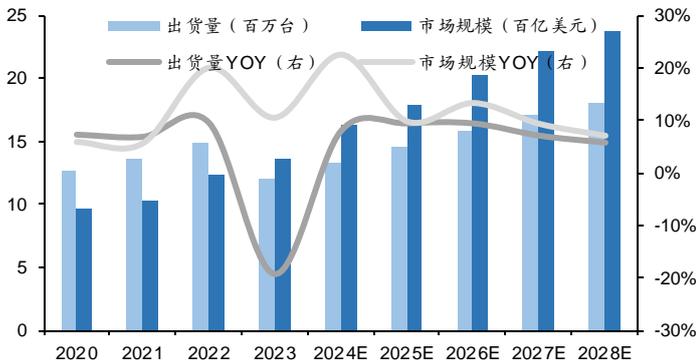
光连接产品方面，公司具备从研发、仿真、制程工艺、测试完整的产品能力；AI 集群光互联方面，公司具备 400G、800G 的产品以及 1.6T 的产品；CPO 领域，公司是国家标准的主导者，一方面积极推进 CPO 在国内商用，另一方面积极参与北美客户项目开发。

## 2. AI 需求蓬勃发展，成长空间广阔

根据 IDC，2023 年全球服务器出货量达 1226 万台、同减 17%，市场规模达 1329 亿美元、同增 13%，2024 年 Q1 全球服务器出货量达 318 万台、同增 6%，市场规模达 380 亿美元、同增 32%。预计 2024 年全球服务器出货量达 1325 万台、同增 8%，市场规模达 1629 亿美元、同增 23%，重返高增。

近年来受益于 AI 服务器渗透率提升，服务器单价持续抬升，2023 年 GPU 加速卡服务器出货量达 89 万台、同增 15%、渗透率仅 7%，市场规模达 400 亿美元、同增 149%、渗透率达 30%。

图表55：2024 年全球服务器重返增长



来源：IDC，国金证券研究所

图表56：2024 年 Q1 全球服务器重返增长



来源：IDC，国金证券研究所

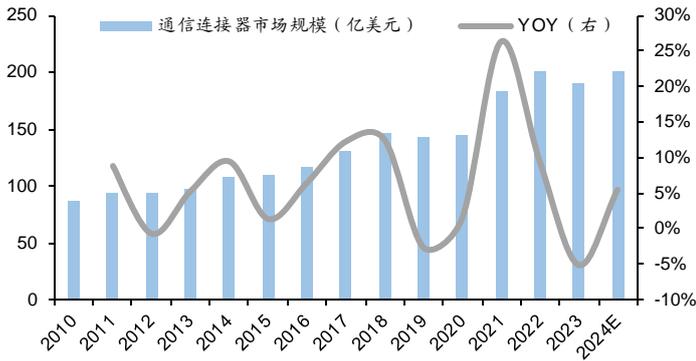
### 2.1 电连接：千亿市场稳健增长，行业龙头有望深度受益

数据中心行业一直是连接器市场的重要下游应用，根据 Bishop & Associates，2020 年通信连接器、线束市场规模达 2110 亿元，2023 年通信连接器市场规模达 190 亿美元、占比 23%，涵盖了手机、通信基站、数据中心等领域，受益 AI 蓬勃发展，预计 2024 年通信市场为 200 亿美元、同增 5%；2019 年通信连接器 CR10 达 65%，行业龙头为安费诺、份额为 25%；公司排名第三、份额达 9%。

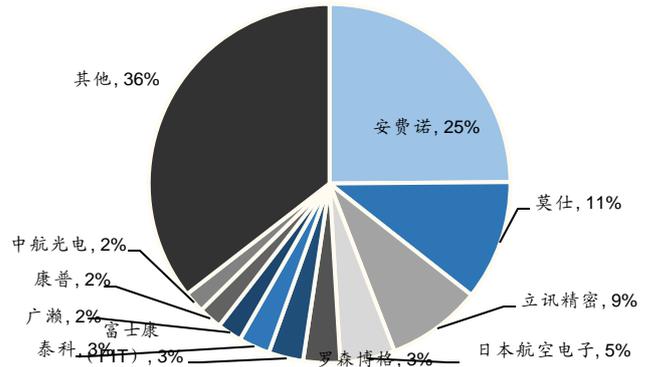


图表57: 2023年通信连接器市场规模稳健增长

图表58: 2019年通信连接器竞争格局



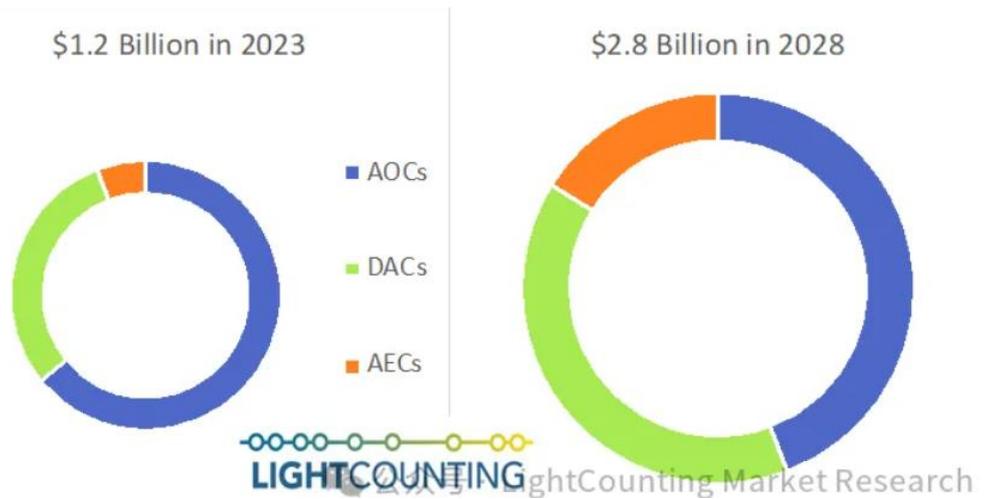
来源: Bishop & Associates, 国金证券研究所



来源: Bishop & Associates, 国金证券研究所

根据 Lightcounting, 2028 年高速线缆市场达 28 亿美元、五年 CAGR 达 18%; 其中 AOCs (有源光缆)、DACs (无源铜线)、AECs (有源电缆) 五年 CAGR 达 15%、25%、45%。考虑大型人工智能集群将严重依赖光模块, 但较小的系统设备将主要使用线缆, 预计 AOCs 市场占比将下降。由于 DACs 不需要电、有助于提升数据中心电力效率、降低能耗, 未来市场占比有望持续提升。AECs 的传输距离更长、而且比 DACs 更轻, 预计未来市场占比持续提升。

图表59: 预计未来五年高速线缆市场快速增长



来源: Lightcounting, 国金证券研究所

假设数据中心占全球连接器市场的 7%, 对应 2023 年数据中心连接器市场规模为 57 亿美元。服务器连接器按模块可分为存储模块用 DDR 连接器、数据传输模块用夹层连接器、电源模块用大电流连接器、光传输模块用光纤连接器以及信号传输模块用高速背板连接器等; 也可划分为内部和外部 I/O 类连接器: 外部 I/O 类连接器主要有 Type-A、Type-C、RJ45、SFP、QSFP、D-SUB 等; 内部连接器主要有 CPU Socket、PCIe、DDR、Mini-SAS、Mini-SAS HD、Gen Z、Slim SAS、高速背板连接器等。

电连接优势突出, GB200 NV72 系统有望拉动服务器连接器市场翻倍增长。1) 2024 年 3 月 19 日英伟达发布 GB200 NV72 系统, NV72 系统包含 18 个服务器 Tray、9 个交换机, 每个服务器 Tray 包括 2 个 GB200 Grace Blackwell Superchip、每个 Superchip 包括 2 个 NVIDIA B200 Tensor Core gpu、1 个 NVIDIA Grace CPU, 每个交换机包括 2 个交换芯片。NV 72 总共 5000 条 NV Link 电缆, 总计两英里 (3.2km)。新的 DGX 系统通过 NVLink Switch 实现了高达 130TB/s 的数据传输速率。铜连接方案相较于光连接方案成本降低至 1/6。2) 根据估算, GB200 NV72 系统单根电缆传输速率超 200Gb/s, 目前公司已成功完成 112Gb/s、224Gb/s 裸线批量交付, 考虑 GB200 NVL72 单柜整套公司可以提供约 209 万元的解决方案, 包含电连接、光连接、电源管理、散热等产品; 我们估算 GB200



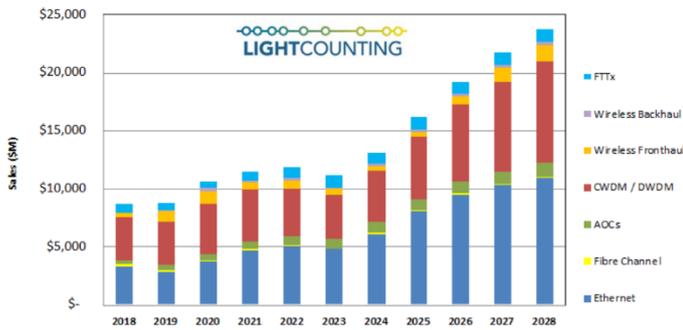
NV72 系统的电连接价值量达 100 万元，假设 2024、2025 年 GB200 NV72 系统出货 0.5、3 万台，对应市场规模达 50、300 亿元（折合 7、43 亿美元），成功导入 GB200 NV72 的企业有望深度受益。

### 2.2 光连接：千亿市场快速增长，新技术未来可期

根据 Lightcounting，2023 年光模块市场规模略有下降（下降 6%），约为 110 亿美元，主要系 FTTx（光纤接入）和无线 Fronthaul（前传）光模块需求大幅下降，受益于 AI 蓬勃发展，预计 2024 年以太网光模块市场规模约为 64 亿美元、同增 40%，AOC 市场同增 25%。预计 2028 年全球光模块市场规模近 240 亿美元、五年 CAGR 达 15%。

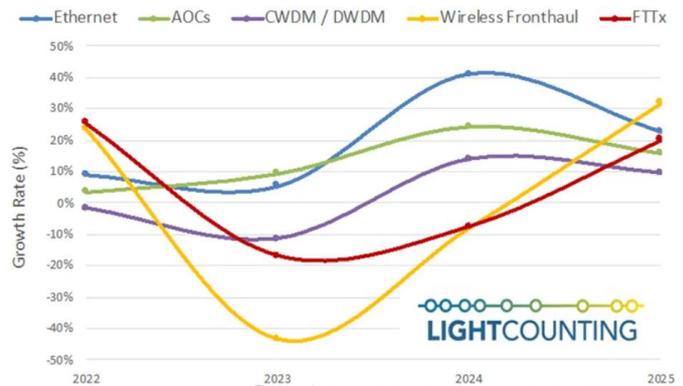
从竞争格局来看，2023 年中际旭创（Innolight）列第一，华为（海思）、光迅科技（Accelink）、海信（Hisense）、新易盛（Eoptolink），华工（HGG）等中国企业榜上有名。

图表 60：全球光模块市场稳健增长



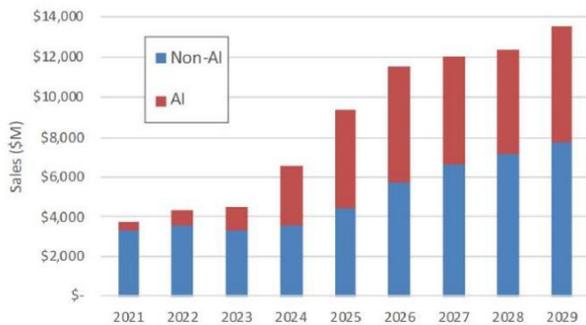
来源：LightCounting，国金证券研究所

图表 61：全球光模块分领域增速



来源：LightCounting，国金证券研究所

图表 62：全球以太网光模块市场快速增长



来源：LightCounting，国金证券研究所

图表 63：全球光模块前十大供应商

Ranking of Top 10 Transceiver Suppliers			
2010	2016	2018	2023
Finisar	Finisar	1 Finisar	Innolight
Opnext	Hisense	2 Innolight	Coherent
Sumitomo	Accelink	3 Hisense	Huawei (HiSilicon)
Avago	Acacia	4 Accelink	Cisco (Acacia)
Source Photonics	FOIT (Avago)	5 FOIT (Avago)	Accelink
Fujitsu	Oclaro	6 Lumentum/Oclaro	Hisense
JDSU	Innolight	7 Acacia	Eoptolink
Emcore	Sumitomo	8 Intel	HGGenuine
WTD	Lumentum	9 AOI	Source Photonics
NeoPhotonics	Source Photonics	10 Sumitomo	Marvell

来源：LightCounting，国金证券研究所

从技术发展趋势来看：1) 硅光解决方案集成度高，同时在峰值速度、能耗、成本等方面均具有良好表现，是行业未来重要发展方向之一，根据 Lightcounting，预计 2026 年全球硅光模块市场规模达 80 亿美元、占市场需求的一半、与传统可插拔光模块平分市场。2) 线性驱动可插拔光模块 (LPO) (lineardrivepluggableoptics)，是指采用了线性直驱技术，去除传统的 DSP (数字信号处理)/CDR (时钟数据恢复) 芯片，光模块中，只留下具有高线性度的 Driver (驱动芯片) 和 TIA (Trans-Impedance Amplifier，跨阻放大器)，并分别集成 CTLE (Continuous Time Linear Equalization，连续时间线性均衡) 和 EQ (Equalization，均衡) 功能，实现系统降功耗、降延迟的优势，但系统误码率和传输距离有所牺牲。适用于特定的短距离应用场景。3) 光电共封装 (CPO) 指的是交换 ASIC 芯片和硅光引擎 (光学器件) 在同一高速主板上协同封装，从而降低信号衰减、降低系统功耗、降低成本和实现高度集成。从 1.6T 开始，传统可插拔速率升级或达到极限，后续光互联升级可能转向 CPO 和相干方案。



公司主要针对数据中心和 AI 集群开发了多种场景如共封装光学（CPO）以及 PCIe/USB-C 等光的解决方案，公司的光连接具备从研发、仿真、制程工艺、测试完整的产品能力，同时公司拥有 DPO、LRO、LPO 等一系列在下降功耗大背景的差异化解方案，产品覆盖从 100G 到 800G 的带宽，满足数据中心在不同场景下的高速互联需求。在 AI 集群光互联方面，公司也有 400G、800G 的产品以及 1.6T 的产品来覆盖当下和未来 AI 的应用，目前很多项目也在不断地推进和落地。在共封装光学（CPO）产品领域，公司作为国家标准的主导者，公司也在积极推进 CPO 在国内的商用，同时公司也积极参与北美客户很多项目的开发；在 PCIe 及 USB-C 的光互联领域，公司也在积极拓展 CPO 的应用，推进关键客户在这些方案上的落地。

## 五、盈利预测与估值

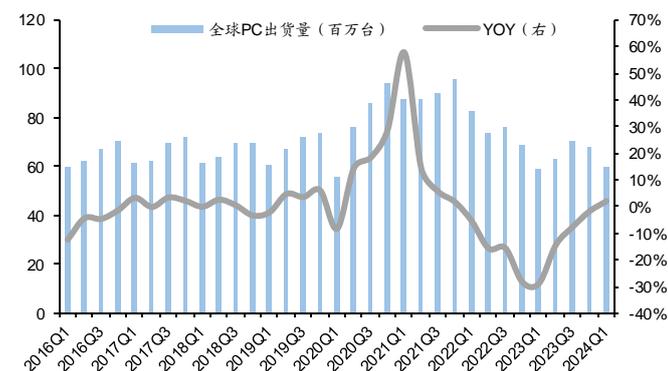
### 1. 盈利预测：预计公司 2024 年-2026 年归母净利润为 135、172、205 亿元

预计 2024-2026 年公司实现营收 2633、3068、3393 亿元，同增 14%、17%、11%，毛利率为 11.1%、11.3%、11.6%。

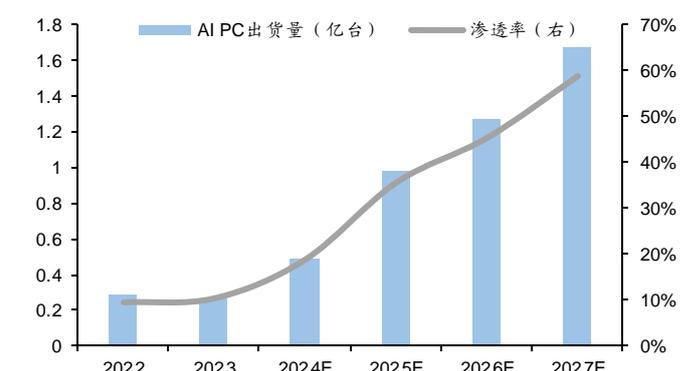
消费性电子：1) 根据 IDC，2023 年 iPhone 出货量为 2.3 亿台、同增 4%，位列全球第一，近年来苹果份额持续攀升；软件方面，6 月苹果首个生成式 AI 大模型 Apple Intelligence 正式登场，Apple Intelligence 只能用于 iPhone 15 Pro 或更高版本机型；硬件方面，2025 年苹果有望发布 iPhone 17 Slim，Slim 款可能是十年来最大的外观改款；2023 年苹果全球保有量达 8.4 亿台、换机周期在 3.6 年，软件+硬件创新有望缩短换机周期、带动新一轮换机。2) 2023 年 AirPods 出货量为 0.76 亿副、同减 22%，份额为 31%，稳居第一，考虑苹果计划于 2024、2025 年发布多款新品，有望促进换机需求。3) 2023 年 Apple Watch 出货量为 0.37 亿块、同减 15.81%，份额为 48%，稳居第一，考虑苹果有望在未来 2-3 年将无创伤血糖监测技术应用于 Apple Watch，新技术落地有望助力需求重返增长。4) 考虑 2025 年有望迎来多品类换机潮，预计 2024-2026 年收入同增 11%、14%、5%，毛利率维持在 10% 的水平。

电脑互联产品及精密组件：1) 根据 IDC，2022、2023 年全球 PC 出货量为 3、2.6 亿部、同减 17%、14%；2024 年 Q1 全球 PC 出货量为 0.6 亿部、同增 2%，结束了 PC 从 2021 年 Q1 以来的 8 个季度下行周期，需求逐步回暖。预计 2024 年全球 PC 出货量达 2.65 亿部、同增 2%，2028 年达 2.9 亿部，2023~2028 年 CAGR 达 2.4%。2) 伴随各家品牌推出旗下 AI PC、助力换机需求，根据 IDC，预计 2024 年 AI PC 出货量近 5000 万台，2027 年达 1.67 亿台、渗透率达 59%。3) 受累与 2022、2023 年 PC 需求低迷叠加行业去库存，2023 年公司电脑业务收入下滑 34%；我们认为受益于行业需求回暖、叠加公司份额抬升，预计公司 2024-2026 年收入维持 10% 的增速，毛利率维持 21% 的水平。

图表 64：全球 PC 需求回暖



图表 65：预计全球 AI PC 出货量快速增长



来源：IDC，国金证券研究所

来源：IDC，国金证券研究所

通讯互联产品及精密组件：1) 根据 IDC，2023 年全球服务器出货量达 1226 万台、同减 17%，2024 年 Q1 全球服务器出货量达 318 万台、同增 6%，预计 2024 年全球服务器出货量达 1325 万台、同增 8%。AI 服务器持续高增，传统服务器需求回暖。2) AI 服务器快速增长，预估 GB200 NV72 单柜整套公司可提供 209 万元解决方案，涵盖电连接、光连接、电源管理、散热等产品，预计总市场规模达千亿元。3) 受累于年传统服务器需求不佳、公司产品结构调整，2023 年公司通讯业务收入同增 13%、增速有所降速，考虑 2024 年行业需求回暖，叠加公司多产品放量，预计 2024-2026 年公司通讯业务收入维持 30% 的增



速；考虑高利润率产品（电连接、光连接）收入占比持续抬升，预计通讯互联产品及精密组件毛利率逐年提升，2024-2026 年毛利率为 16%、17%、18%。

汽车互联产品及精密组件：2021-2023 年公司汽车业务维持 50%左右的增速，在万亿汽车电子市场份额持续抬升，考虑公司产品单车价值量达 3-4 万元，携手奇瑞助力公司实现汽车零部件 Tier 1 领导厂商。预计公司 2024-2026 年收入维持 50%的增速；考虑汽车零部件行业竞争日趋激烈，预计汽车业务毛利率略有下降，2024-2026 年毛利率为 15%。

**图表66：公司收入拆分**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总计					
收入 (亿元)	2140	2319	2633	3068	3393
YOY	39%	8%	14%	17%	11%
毛利 (亿元)	261	269	294	347	395
综合毛利率	12.2%	11.6%	11.1%	11.3%	11.6%
一、消费性电子					
收入 (亿元)	1797	1972	2187	2485	2622
YOY	33%	10%	11%	14%	5%
毛利 (亿元)	206	209	219	249	262
毛利率	11.5%	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%
二、电脑互联产品及精密组件					
收入 (亿元)	113	75	82	91	100
YOY	44%	-34%	10%	10%	10%
毛利 (亿元)	23	16	17	19	21
毛利率	20.3%	20.8%	21.0%	21.0%	21.0%
三、通讯互联产品及精密组件					
收入 (亿元)	128	145	189	246	319
YOY	293%	13%	30%	30%	30%
毛利 (亿元)	14	23	30	42	57
毛利率	11.1%	15.8%	16.0%	17.0%	18.0%
四、汽车互联产品及精密组件					
收入 (亿元)	61	93	139	208	312
YOY	48%	50%	50%	50%	50%
毛利 (亿元)	10	15	21	31	47
毛利率	16.1%	15.9%	15.0%	15.0%	15.0%
五、其他连接器					
收入 (亿元)	41	34	36	38	40
YOY	1%	-16%	5%	5%	5%
毛利 (亿元)	8	6	6	7	7
毛利率	19.1%	18.8%	18.0%	18.0%	18.0%

来源：wind，国金证券研究所

### 预计 2024-2026 年公司净利为 135、172、205 亿元。

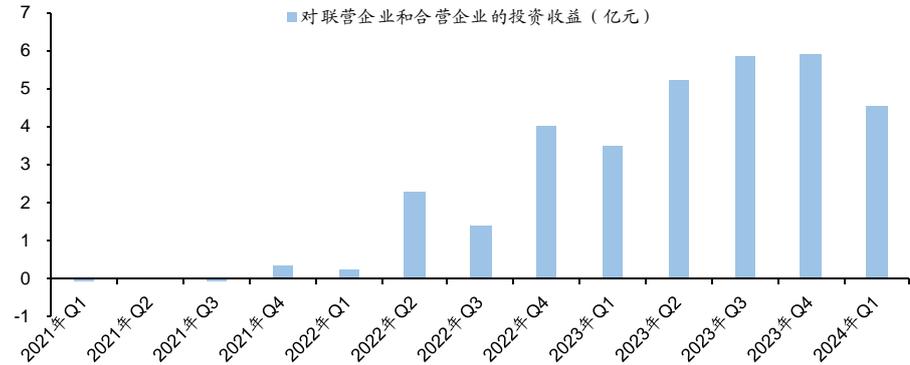
近年来公司销售费率、管理费率、研发费率保持平稳，假设 2024-2026 年公司销售费率、管理费率、研发费率维持在 0.4%、2.4%、3.3%。

投资收益预测：投资收益主要由联营企业投资收益贡献，2021 年初公司联营公司立臻并表纬创江苏厂和昆山厂，联营企业投资收益快速增长，根据公司公告，立臻利润低于 1.8 亿元的部分，公司并表 10%利润；立臻利润在 1.8~3 亿元的部分，公司并表 2/3；立臻利润超过 3 亿元的部分，公司并表 90%。2021 年及之前公司联营企业投资收益均低于 0.3 亿元，2022 年公司联营企业投资收益为 7.95 亿元，2023 年公司联营企业投资收益为 20.4 亿元，快速增长。我们估算 2023 立臻占 iPhone 组装的 20%左右，根据 IDC，2023 年 iPhone 平均售价为 1045 美元，假设立臻组装出厂价为 520 美元，对应 2023 年 iPhone 组装收入近 1700 亿元，预计未来伴随组装份额持续增长、利润率抬升，带动公司利润持续增长。2024 年 Q1 公司联营企业投资收益为 4.55 亿元、同增 30%，考虑公司获得 iPhone 16 Pro Max 项目 NPI、份额持续抬升，叠加收购昆山世硕 63%股权，预计投



资收益持续攀升，预计 2024-2026 年投资收益为 35、50、59 亿元。

**图表67：近年来公司联营企业和合营企业的投资收益快速增长**



来源：wind，国金证券研究所

## 2. 投资建议及估值

采取 PE 估值法，给予公司目标价 47.9 元/股。我们选取行业可比公司歌尔股份、蓝思科技、水晶光电、鹏鼎控股。考虑公司消费电子龙头地位稳固，通信汽车业务增量可期，给予公司 2025 年 20 倍 PE 估值、目标市值 3434 亿元，对应目标价为 47.9 元/股，给予买入评级。

**图表68：可比公司估值一览**

证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)					PE				
			2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
歌尔股份	17.78	608	0.51	0.32	0.61	0.83	1.03	35	56	29	21	17
蓝思科技	16.94	844	0.49	0.61	0.80	1.01	1.23	34	28	21	17	14
水晶光电	16.06	223	0.41	0.43	0.58	0.71	0.84	39	37	28	23	19
鹏鼎控股	37.20	863	2.16	1.42	1.64	1.90	2.09	17	26	23	20	18
							平均值	31	37	25	20	17
立讯精密	37.16	2668	1.29	1.53	1.88	2.40	2.86	29	24	20	16	13

来源：wind，国金证券研究所；数据截至 2024 年 6 月 25 日

## 六、风险提示

1. 下游市场需求疲软风险：若未来全球消费电子需求不及预期，则可能导致公司主营业务收入和利润增速不及预期。
2. 产业链转移风险：考虑苹果持续加大在印度投资，未来若加速将产业链移出中国，供应链企业或受损。
3. 单一大客户依赖风险：公司第一大客户收入占比达 75%，若与第一大客户合作关系出现不利变动，公司经营将受到重大不利影响。
4. 人民币汇率波动风险：公司海外收入占比达 90%，汇率波动对销售毛利率、汇兑损益具有一定影响。
5. 可转债项目不及预期风险：2020 年公司发行 30 亿元可转债，已于 2021 年 5 月 10 日开启转股，转股价为 57.08 元，如转股期间较短时间内发生大规模转股，可能导致公司当期每股收益和净资产收益率被摊薄。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>153,946</b>	<b>214,028</b>	<b>231,905</b>	<b>263,288</b>	<b>306,756</b>	<b>339,277</b>
增长率		39.0%	8.4%	13.5%	16.5%	10.6%
主营业务成本	-135,048	-187,929	-205,041	-233,936	-272,019	-299,818
%销售收入	87.7%	87.8%	88.4%	88.9%	88.7%	88.4%
毛利	18,898	26,100	26,864	29,352	34,737	39,460
%销售收入	12.3%	12.2%	11.6%	11.1%	11.3%	11.6%
营业税金及附加	-194	-476	-535	-606	-706	-780
%销售收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-790	-831	-889	-1,000	-1,166	-1,289
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	-3,742	-5,076	-5,543	-6,187	-7,209	-7,973
%销售收入	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
研发费用	-6,642	-8,447	-8,189	-8,689	-10,123	-11,196
%销售收入	4.3%	3.9%	3.5%	3.3%	3.3%	3.3%
息税前利润 (EBIT)	7,530	11,269	11,709	12,870	15,534	18,221
%销售收入	4.9%	5.3%	5.0%	4.9%	5.1%	5.4%
财务费用	-555	-883	-483	-493	-608	-632
%销售收入	0.4%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
资产减值损失	-190	-894	-1,296	-1,178	-1,190	-1,157
公允价值变动收益	-116	14	210	0	0	0
投资收益	518	598	1,030	3,500	5,000	5,900
%税前利润	6.4%	5.4%	8.0%	22.5%	25.5%	25.5%
营业利润	8,167	11,154	12,860	15,549	19,586	23,183
营业利润率	5.3%	5.2%	5.5%	5.9%	6.4%	6.8%
营业外收支	-25	4	25	0	0	0
税前利润	8,143	11,158	12,885	15,549	19,586	23,183
利润率	5.3%	5.2%	5.6%	5.9%	6.4%	6.8%
所得税	-322	-667	-642	-777	-979	-1,159
所得税率	4.0%	6.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
净利润	7,821	10,491	12,243	14,772	18,607	22,024
少数股东损益	750	1,328	1,291	1,300	1,400	1,500
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>7,071</b>	<b>9,163</b>	<b>10,953</b>	<b>13,472</b>	<b>17,207</b>	<b>20,524</b>
净利率	4.6%	4.3%	4.7%	5.1%	5.6%	6.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	7,821	10,491	12,243	14,772	18,607	22,024
少数股东损益	750	1,328	1,291	1,300	1,400	1,500
非现金支出	5,484	8,863	11,792	11,436	13,851	16,721
非经营收益	86	-4	-1,066	-1,376	-3,084	-4,458
营运资金变动	-6,106	-6,622	4,636	-1,414	-940	-720
<b>经营活动现金净流</b>	<b>7,285</b>	<b>12,728</b>	<b>27,605</b>	<b>23,418</b>	<b>28,435</b>	<b>33,566</b>
资本开支	-12,224	-13,077	-10,889	-13,061	-13,540	-16,540
投资	-1,196	-1,093	-9,599	-200	0	0
其他	5,040	844	928	3,500	5,000	5,900
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-8,380</b>	<b>-13,326</b>	<b>-19,560</b>	<b>-9,761</b>	<b>-8,540</b>	<b>-10,640</b>
股权募资	2,387	1,597	547	0	0	0
债权募资	-2,622	8,967	8,533	-3,524	-5,305	-9,208
其他	-155	-2,407	-5,009	-7,608	-8,799	-9,651
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-390</b>	<b>8,156</b>	<b>4,070</b>	<b>-11,131</b>	<b>-14,104</b>	<b>-18,859</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-1,543</b>	<b>8,391</b>	<b>12,372</b>	<b>2,526</b>	<b>5,790</b>	<b>4,067</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	14,205	19,367	33,620	36,146	41,936	46,003
应收款项	32,529	27,424	24,676	22,838	26,356	28,648
存货	20,901	37,363	29,758	31,085	35,400	38,607
其他流动资产	4,674	4,137	6,175	6,073	6,187	6,270
流动资产	72,309	88,292	94,228	96,140	109,878	119,528
%总资产	60.0%	59.5%	58.2%	57.4%	60.4%	62.0%
长期投资	2,891	4,308	4,541	4,541	4,541	4,541
固定资产	37,799	46,721	46,787	48,075	48,963	49,950
%总资产	31.3%	31.5%	28.9%	28.7%	26.9%	25.9%
无形资产	4,353	5,237	4,983	5,060	5,084	5,105
非流动资产	48,263	60,092	67,764	71,206	72,120	73,130
%总资产	40.0%	40.5%	41.8%	42.6%	39.6%	38.0%
<b>资产总计</b>	<b>120,572</b>	<b>148,384</b>	<b>161,992</b>	<b>167,346</b>	<b>181,998</b>	<b>192,658</b>
短期借款	12,190	16,144	23,381	19,854	14,549	5,341
应付款项	46,033	50,774	46,808	45,832	53,293	58,739
其他流动负债	6,608	7,713	4,646	5,170	5,906	6,479
流动负债	64,831	74,631	74,835	70,856	73,748	70,559
长期贷款	5,025	9,205	12,039	12,039	12,039	12,039
其他长期负债	4,934	5,764	4,833	4,787	4,822	4,857
负债	74,789	89,600	91,707	87,682	90,609	87,455
<b>普通股股东权益</b>	<b>35,289</b>	<b>45,343</b>	<b>56,310</b>	<b>64,390</b>	<b>74,714</b>	<b>87,028</b>
其中：股本	7,050	7,100	7,148	7,180	7,180	7,180
未分配利润	24,041	32,288	42,027	50,110	60,434	72,748
少数股东权益	10,494	13,441	13,975	15,275	16,675	18,175
<b>负债股东权益合计</b>	<b>120,572</b>	<b>148,384</b>	<b>161,992</b>	<b>167,346</b>	<b>181,998</b>	<b>192,658</b>

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.000	1.288	1.530	1.876	2.396	2.858
每股净资产	4.990	6.372	7.864	8.968	10.406	12.121
每股经营现金净流	1.030	1.789	3.855	3.262	3.960	4.675
每股股利	0.110	0.130	0.300	0.751	0.959	1.143
<b>回报率</b>						
净资产收益率	20.04%	20.21%	19.45%	20.92%	23.03%	23.58%
总资产收益率	5.86%	6.18%	6.76%	8.05%	9.45%	10.65%
投入资本收益率	10.78%	11.98%	10.17%	10.62%	12.14%	13.72%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	66.43%	39.03%	8.35%	13.53%	16.51%	10.60%
EBIT增长率	-3.40%	49.66%	3.90%	9.92%	20.70%	17.30%
净利润增长率	-2.14%	29.60%	19.53%	23.00%	27.72%	19.28%
总资产增长率	72.21%	23.07%	9.17%	3.31%	8.76%	5.86%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	53.9	49.2	39.0	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	46.1	56.6	59.7	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	92.5	92.5	85.2	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	80.9	75.1	70.1	63.1	54.9	50.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	8.10%	12.45%	4.10%	-3.98%	-15.61%	-26.18%
EBIT利息保障倍数	13.6	12.8	24.2	26.1	25.5	28.8
资产负债率	62.03%	60.38%	56.61%	52.40%	49.79%	45.39%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	16	37	58	84
增持	0	2	3	7	1
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.00</b>	<b>1.11</b>	<b>1.08</b>	<b>1.14</b>	<b>1.03</b>

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；

中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**  
电话：021-80234211  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 5 楼

**北京**  
电话：010-85950438  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100005  
地址：北京市东城区建国内大街 26 号  
新闻大厦 8 层南侧

**深圳**  
电话：0755-86695353  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心  
18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究