

## 通讯及汽车业务维持高增，消费电子毛利率提升 ——公司24年中报业绩点评

买入|维持

### ● 报告要点:

公司24H1实现营业收入1035.98亿元，同比+5.74%；实现归母净利润53.96亿元，同比+23.89%，扣非后归母净利润49.6亿元，同比+19.38%；毛利率11.71%，同比+1.07pct。其中24Q2公司实现营业收入511.91亿元，同比+6.58%，环比Q1略有下滑；实现归母净利润29.25亿元，同比+25.12%，环比+18.38%。公司上半年收入整体增速低于预期，主要受到消费电子业务放缓的影响。

同时公司对24Q3业绩进行预告，预计2024年第三季度公司实现归母净利润34.53-38.22亿元，同比+14.4%-26.6%。2024年前三季度归母净利润合计预计同比+20%-25%。利润端增速基本符合我们对全年业绩增长的判断。

分业务来看，24H1消费电子收入855亿元，同比+3.3%；通讯及数据中心业务75亿元，同比+21.7%；电脑互联业务44亿元，同比+4.6%；汽车互联业务48亿元，同比+48.3%；其他连接器业务14.5亿元，同比-8.4%。其中消费电子业务（不含pc）上半年收入略低于我们预期；汽车及通讯互联业务保持高速增长，基本符合预期；电脑互联业务有所复苏，实现了同比正增长。

随AI带动下iPhone换机率的提升及消费旺季来临，以及公司在新品上的积极布局，下半年消费电子业务在收入和利润端有望取得更好表现。我们预测公司2024-2025年归母净利实现为138/177亿元，同比增长26%和29%，对应EPS为1.92/2.47元。维持“买入”的投资评级。

### 财务数据和估值

	2023A	2024E		2025E	
		国元预测	市场预期	国元预测	市场预期
营业收入(百万元)	231,905	269,033	269,164	314,872	312,423
增长率	8.35%	16.01%	16.07%	17.04%	16.07%
归母净利(百万元)	10,953	13,798	13,730	17,739	17,226
增长率	19.53%	25.98%	25.36%	28.57%	25.46%
EPS(元/股)	1.54	1.92	1.91	2.47	2.39
市盈率(P/E)	22.37	19.71	19.88	15.33	15.84

资料来源: Wind, 国元证券研究所 (采用 Wind 一致预期, 8月23日收盘价)

### 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

当前价/目标价: 37.89元/44.48元

目标期限: 6个月

### 基本数据

52周最高/最低价(元): 43.17/25.49

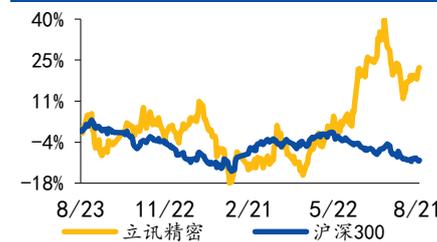
A股流通股(百万股): 7187.75

A股总股本(百万股): 7203.32

流通市值(百万元): 272343.70

总市值(百万元): 272933.63

### 过去一年股价走势



资料来源: Wind

### 相关研究报告

《国元证券公司点评-立讯精密(002475.SZ): 苹果财报发布, iPhone表现好于预期, 关注AI OS迭代对手机放量的催化》2024.08.02

《国元证券电子行业2024年中期策略报告: 科技硬件迎来估值重塑, 端侧AI带动消费新周期》2024.07.12

### 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 24H1 实现营业收入 1035.98 亿元，同比+5.74%；实现归母净利润 53.96 亿元，同比+23.89%，扣非后归母净利润 49.6 亿元，同比+19.38%；毛利率 11.71%，同比+1.07pct。其中 24Q2 公司实现营业收入 511.91 亿元，同比+6.58%，环比 Q1 略有下滑；实现归母净利润 29.25 亿元，同比+25.12%，环比+18.38%。公司上半年收入整体增速低于预期，主要受到消费电子业务放缓的影响。扣除上半年企业合并带来的收入（约 18.8 亿元），公司原有主体收入增速同比为+3.8%。

盈利能力来看，尽管消费电子业务放缓带来一定影响，但公司在大客户上手机组装业务较去年成长 25% 左右，财务状况进一步改善，消费电子上一些业务结构改善带来的毛利率提升，以及通信和汽车等多年耕耘的业务方向开始逐步显现盈利能力，带动公司 H1 整体利润成长达到 20% 以上。

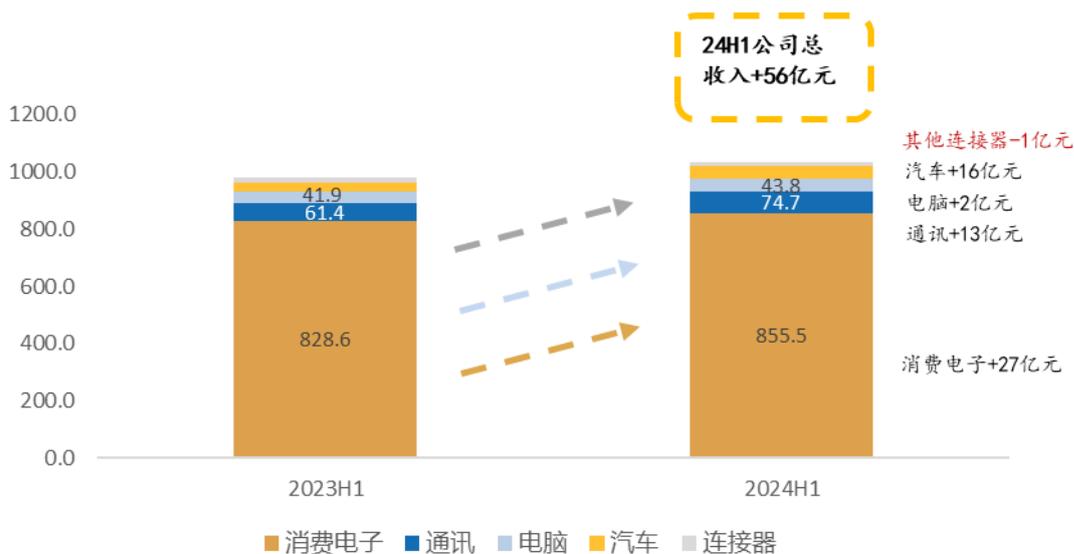
2024H1 公司毛利率 11.71%，同比+1.07pct。其中 24Q2 毛利率 12.69%，环比 Q1 明显改善。上半年消费电子毛利率 10.49%，同比+0.98pct。

同时公司对 24Q3 业绩进行预告，预计 2024 年第三季度公司实现归母净利润 34.53-38.22 亿元，同比+14.4%-26.6%。2024 年前三季度归母净利润合计预计同比+20%-25%。利润端增速基本符合我们对全年业绩增长的判断。

- 分下游应用来看：

24H1 消费电子收入 855 亿元，同比+3.3%；通讯及数据中心业务 75 亿元，同比+21.7%；电脑互联业务 44 亿元，同比+4.6%；汽车互联业务 48 亿元，同比+48.3%；其他连接器业务 14.5 亿元，同比-8.4%。其中消费电子业务（不含 pc）上半年收入略低于我们预期；汽车及通讯互联业务保持高速增长，基本符合预期；电脑互联业务有所复苏，实现了同比正增长。

图 1：公司分业务收入



资料来源：公司公告，国元证券研究所

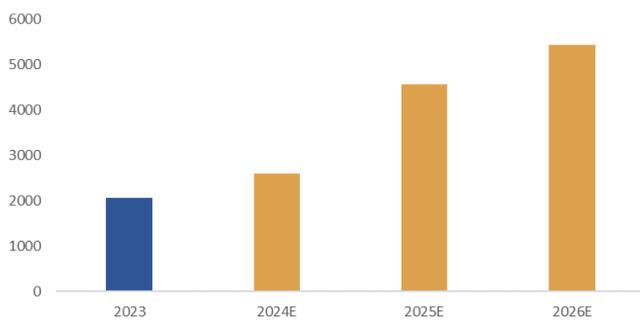
## 1、消费电子领域：

1) 公司上半年消费电子收入增速放缓，毛利率有所提升 (+0.98pct)。我们测算收入端与 Top module 上半年收入呈下滑趋势有关，同时推测公司实行业务聚焦，收缩了部分盈利能力较弱的项目，进而带动毛利率回升。我们判断供应大客户的模组 (Top module、SIP 等) 和零组件 (Haptics、VCM、type-C 接口等) 仍为公司收入增长贡献了主要增量。24H1 立铠等子公司在收入同比稳定增长的情况下，净利润形成了同比下滑，推测受到新品暂未盈利的拖累，预计在 AI 带动下，公司有望在新品上的积极发力和逐步切入，立铠在收入端及利润端都有望得到进一步提升。

2) 可穿戴领域，上半年由于暂无新品推出，6 月季大客户 AirPods、Watch 收入同比下滑 2%。受此影响公司上半年可穿戴业务收入可能承压。今年下半年 airpods4 系列的发布，有利于提振公司 H2 营收增长。公司在产品研发上协助客户完成了包括心脏检测、非接触性血糖检测等具备 AI 功能的产品的开发，随大客户对有 AI 功能的新款蓝牙耳机和以 AI 健康检测为方向的手表等产品的推出，公司在可穿戴业务上有望重拾增长动能。

3) 手机组装业务上，Apple intelligence 让市场看到 iPhone 换机率和保有量提升的可能，我们给出 25 年 2.55 亿部的 iPhone 销量预期，同比 24 实现+11.4%的增长。我们认为今年立臻 iPhone16 系列的出货量有望达 5800-6000 万只，实现同比约 23%的增长。同时，公司有望拿到 iPhone 16 pro max 的 NPI，单机价值量较 iPhone 15 plus 实现提升。我们据此测算 24 年公司手机组装业务贡献的归母净利润有望同比+26%，贡献更多业绩弹性。

图 2：公司大客户手机组装业务归母净利润测算（百万元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 3：消费电子业务毛利率变动



资料来源：wind，国元证券研究所

4) MR 业务上，我们对大客户 24 年全年出货量下修至 65 万套的预期。公司作为组装供应商，由于前期会产生大量开发成本，在利润端形成一定拖累并在上半年财报中体现。后续随初期一次性投入被逐步摊薄，利润端有望改善。后续大客户 MR 进展上，我们预计 25 年有望有一款低配 Vision 版本的推出，整体 BOM 成本有望达到 1000 美金左右。MR 作为大客户未来重要产品线，随着成本下降、AI 功能的开发、以及相应软体配套的逐步跟上，形成规模化潜力较大。

2、通讯及数据中心领域，已形成深厚的技术积累，从电连接、光连接、基站射频、散热、电源等核心零部件出发，广泛覆盖至模组和系统级产品，构建了柜内互联、柜间互联、服务器、交换机、基站射频等完整解决方案服务体系。公司协同全球头部芯片厂前瞻性制定下一代高速连接标准，目前已在外部高速铜缆、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。24H1 公司在电连接业务上发展超预期，我们对公司通信互联板块全年收入维持 30% 成长的预判。

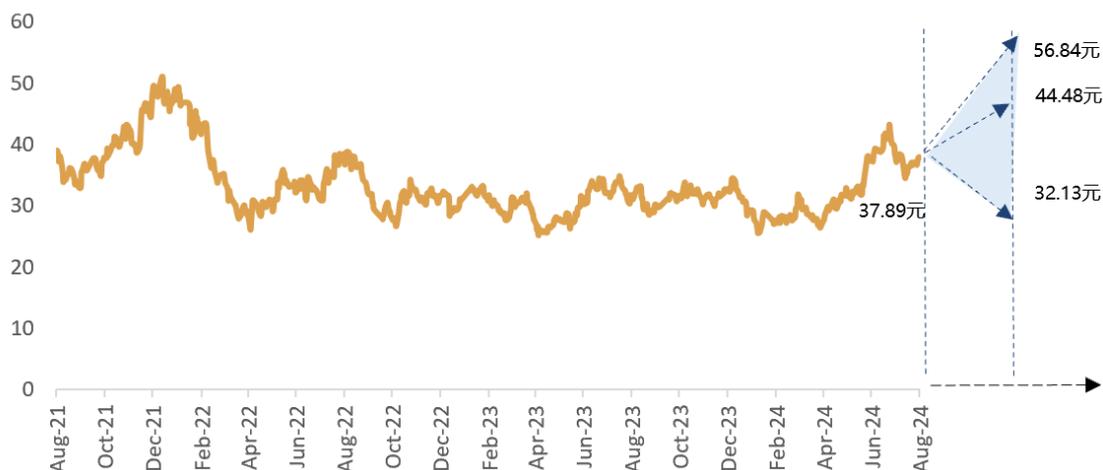
3、汽车互联业务方面，公司借助在消费电子和通讯领域所积累的底层技术和工程经验，已形成汽车线束、连接器、智能座舱、智能驾驶等多元化产品矩阵，并与奇瑞、华为、广汽等客户的业务合作逐步深入。公司目前在汽车业务上的阻力主要来自内部资源有限的制约，而非市场和客户端。在有限资源下，公司策略为优先满足非优势客户的需求订单，以增加非优势客户粘性、稳固市场份额，后续优势客户订单将为公司汽车业务成长提供进一步的动能。同时，随 24 底-25 年全球头部大客户推出新型廉价款车型，公司域控制产品收入增速预计将持续受益。我们对 24 年汽车业务收入维持 50% 的成长预判。

4、电脑互联业务方面，随 24H1 全球 PC 行业呈现复苏态势，公司板块收入恢复同比正增长。苹果于上半年将 Apple Intelligence 功能引入 Mac，并预计在下半年推出搭载 M4 芯片的新款 Mac 版本，有望带动公司整体 PC 业务的改善。随 AI PC 的快速推广，边缘计算的提升将带来大量硬件端机遇，公司在消费电子组件方面具备创新及工程经验上的深厚优势，并在战略上高度重视，有望抓住 AI 带动的新一轮增长机遇。

## 2. 公司估值及业绩图表

我们预测公司 2024-2025 年归母净利实现为 138/177 亿元，同比增长 26% 和 29%，对应 EPS 为 1.92/2.47 元。维持“买入”的投资评级。

图 4：公司未来 6 个月股价上下行风险



目标股价 44.48 元/股

基于 1) 手机组装方面，在新机 iPhone16 系列的带动下，我们预计 24 年贡献超 25 亿元的净利润；2) 模组方面，我们预计 24 年整体收入超 1150 亿元。耳机和手表产品组装业务方面，24 年收入端有望同比增长 6-7%；3) 汽车领域与大客户业务合作逐步深入，24 年有望实现 50% 的收入成长；4) 通信业务有望保持 30-40% 的收入增速。给予 17 x 2025e EPS 为合理估值。

上行风险场景 56.84 元/股

基于 1) iPhone 16 系列在 Apple Intelligence 和换机需求的带动下, 大客户 iPhone 整体销量大幅超过 2.24 亿部, 带动公司手机组装业务利润增速超 26%; 2) 下半年 Top module 和 Bottom module 份额提升超预期, 切入更多新品零部件, 带动消费电子收入端重回双位数增长; 3) 下半年推出新款耳机及手表, 市场接受程度良好, 或因特殊事件导致公司在可穿戴组装产品出货量份额大幅提升; 4) 汽车方面, 内部资源约束得到突破, 与客户合作进展加快, 收入增速同比远超 50%; 5) 通讯方面, 海外大客户合作进展超预期, 电连接、光连接等产品收入同比远超 30%, 带动公司β上行。6) ROE 方面, 公司对业务的战略聚焦具有成效, 融资成本显著降低, 盈利能力增强, 带动公司全年 ROE 回升至 20%+。给予 20x2025e EPS 为合理估值。

**下行风险场景 32.13 元/股**

基于 1) 消费复苏缓慢, iPhone 新品接受度不及预期, 整体出货量远低于 2.24 亿部; 2) 模组方面, 公司 Top module 产品在大客户份额显著下滑至远低于 40%的水平; 3) 大客户耳机和手表相关新品迟迟未推出, 或新品接受度低于预期, 导致全年组装业务收入同比下滑, 以及新一代 MR 产品发布的延迟给市场情绪带来一定影响; 4) ROE 方面, 竞争环境恶化, 消费电子下半年整体毛利率同比显著下滑, 同时负债持续攀升及融资成本高企不下等原因带来的费用大涨, 带动 ROE 同比下滑。给予 13x2025e EPS 为合理估值

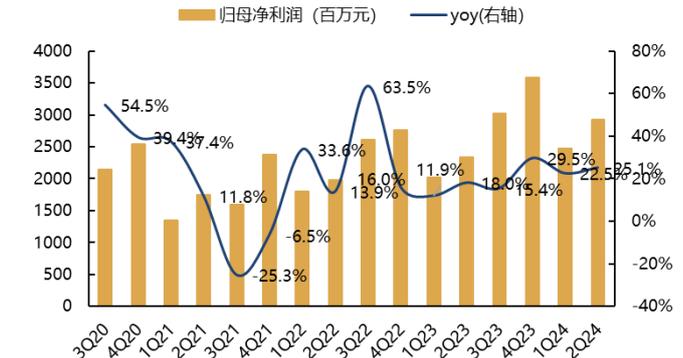
资料来源: Wind, 国元证券研究所

**图 5: 公司各季度营收及增速 (百万元)**



资料来源: Wind, 国元证券研究所

**图 6: 公司单季度归母净利润及增速 (百万元)**



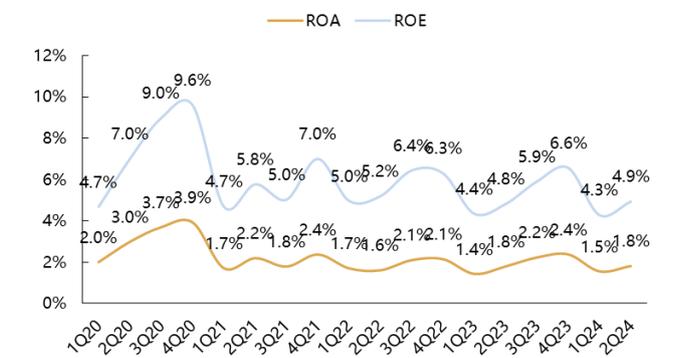
资料来源: Wind, 国元证券研究所

**图 7: 公司各季度毛利率及净利率**



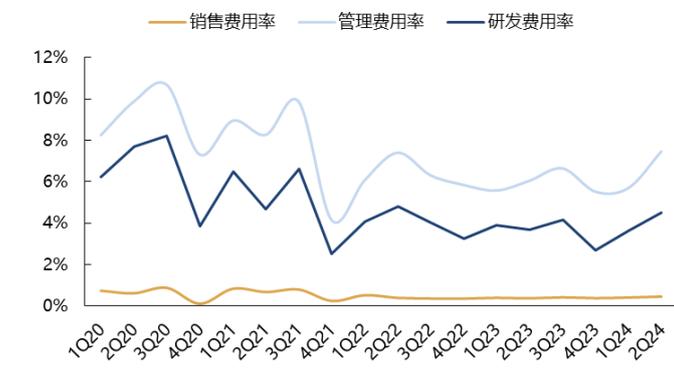
资料来源: Wind, 国元证券研究所

**图 8: 公司 ROA/ROE 变动**



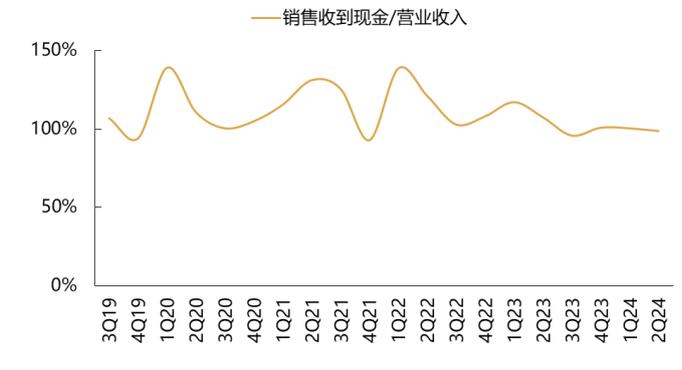
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 9：公司费用率变动



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 10：公司现金流情况



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

**财务预测表**

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	33620	57735	73886	71729
交易性金融资产	1721	1721	1721	1721
应收账款及应收票据	23766	37424	34191	37994
存货	29758	34481	32310	40279
预付账款	487	473	553	636
其他流动资产	4878	4669	4639	4872
流动资产合计	94228	136503	147301	157232
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	7900	13216
递延所得税资产	873	873	873	873
其他非流动资产	13682	13125	12708	12395
<b>资产总计</b>	<b>161992</b>	<b>212304</b>	<b>231169</b>	<b>250615</b>
短期借款	20514	29514	29514	29514
应付票据及应付账款	46401	66143	65283	59426
应付职工薪酬	2330	2864	3344	3752
应交税费	1021	807	882	1012
其他流动负债	4568	4983	5079	5253
流动负债合计	74835	104311	104102	98957
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
<b>负债合计</b>	<b>91707</b>	<b>127183</b>	<b>126974</b>	<b>121830</b>
<b>股东权益</b>	<b>70285</b>	<b>85121</b>	<b>104195</b>	<b>128785</b>

**主要财务比率**

单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
EPS	1.54	1.92	2.47	3.19
BVPS	7.86	9.77	12.24	15.42
PE	22.37	19.71	15.33	11.89
PEG	1.15	0.76	0.54	0.41
PB	4.38	3.88	3.10	2.46
EV/EBITDA	11.49	13.16	10.30	8.84

数据来源: Wind, 国元证券研究所

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>231905</b>	<b>269033</b>	<b>314872</b>	<b>361534</b>
%同比增速	8%	16%	17%	15%
营业成本	205041	236659	276364	317954
毛利	26864	32374	38508	43579
%营业收入	12%	12%	12%	12%
税金及附加	535	619	724	832
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	889	995	1197	1265
%营业收入	0%	0%	0%	0%
管理费用	5543	6188	6927	7592
%营业收入	2%	2%	2%	2%
研发费用	8189	9416	11021	11569
%营业收入	4%	4%	4%	3%
财务费用	483	1260	1619	1547
%营业收入	0%	0%	1%	0%
净利润	12243	14836	19074	24590
%营业收入	5%	6%	6%	7%
<b>归母净利润</b>	<b>10953</b>	<b>13798</b>	<b>17739</b>	<b>22868</b>
%同比增速	20%	26%	29%	29%
少数股东损益	1291	1039	1335	1721

**现金流量表**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>27605</b>	<b>21109</b>	<b>28393</b>	<b>9906</b>
投资	-9599	0	0	0
资本性支出	-10889	-12843	-13388	-15346
其他	928	2813	3358	5316
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-19560</b>	<b>-10030</b>	<b>-10030</b>	<b>-10030</b>
债权融资	8533	15000	0	0
股权融资	547	0	0	0
支付股利及利息	-2531	-1964	-2212	-2033
其他	-2478	0	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>4070</b>	<b>13036</b>	<b>-2212</b>	<b>-2033</b>
<b>现金净流量</b>	<b>12372</b>	<b>24116</b>	<b>16151</b>	<b>-2157</b>

## 投资评级说明

### (1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

### (2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

### 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，特此声明。

### 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。

### 法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）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，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

### 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并获得许可。

网址：[www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)

## 国元证券研究所

### 合肥

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  
邮编：230000

### 上海

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：200135

### 北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券  
邮编：100027