

# AI 赋能消费电子业务站上新台阶，“汽车+通信”接力增长动能

## 核心观点

- 精密制造平台型龙头标杆，业务布局多元化前景辽阔。**公司以消费电子连接器起家，通过内生外延现已形成精密零部件到功能模组再到系统集成的全方位能力，横向布局消费电子、汽车电子、通讯等三大应用领域。公司消费电子基本盘稳固，做深客户做大价值，有望在未来 3-5 年内保持快速增长，并在之后仍保持平稳增长。同时公司依托在消费电子领域积累的强大的全球化精密制造和开发能力，成功在汽车和通讯领域取得头部客户信赖，经过前期布局也已进入收获放量阶段，产品单机价值量、客户覆盖度双维成长，将成为后续公司增长动能。
- AI 赋能北美大客户创新周期开启，消费电子业务方兴未艾。**公司深度参与北美大客户主要终端品类的创新，十余年来公司围绕大客户需求，以材料、工艺、制程为技术底座夯实核心竞争力，通过垂直整合提高在大客户供应链中的地位以及价值量。行业层面，北美大客户 AI 软硬件创新有望推动其产品开启新一轮换机潮；公司层面，立臻手机组装业务份额有望持续提升，带来利润弹性；立铠也有望受益于大客户稳定量产的产品线以及大客户 XR 产品持续迭代，同时公司在零组件环节不断拓展能力圈，未来产品覆盖度有望进一步深化带动单机价值量增长。
- “通讯+汽车”开启第二增长曲线，积淀深厚卡位明确快速起量。**公司汽车及通讯业务发展异曲同工，以拳头产品线束及连接器产品带动其他产品线发展。当前公司通讯业务已形成电连接、光连接、射频通信、热管理、电源五大产品线，在铜连接产品的带动下，公司光模块产品已快速进入前三大数据中心客户项目，散热产品也得到国际上大的数据中心客户认可，未来几年有望进入高速成长期，电源模块也正在进入 AI 服务器系统项目，未来公司通讯互联业务各产品线有望百花齐放。汽车业务方面，目前公司产品品类布局在整车单车价值量近 3 万元人民币，充分利用在消费电子和通信领域深耕多年所积累的规模量产及研发能力、快速迭代能力，结合对车规级产品安全性与可靠性的深刻理解，迅速实现向汽车产业的跨界赋能。2023 年，汽车业务营收持续上升，达到 92.5 亿元，同比增长 50%。

## 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 24-26 年每股收益分别为 1.90/2.45/3.02 元，根据可比公司 24 年平均 23 倍 PE 估值水平，对应目标价为 43.70 元，首次给予买入评级。

## 风险提示

- 大客户占比较高风险、行业竞争加剧风险、中美贸易冲突加剧风险

## 公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	214,028	231,905	257,180	309,347	349,933
同比增长(%)	39.0%	8.4%	10.9%	20.3%	13.1%
营业利润(百万元)	11,154	12,860	15,798	20,453	24,884
同比增长(%)	36.6%	15.3%	22.8%	29.5%	21.7%
归属母公司净利润(百万元)	9,163	10,953	13,651	17,676	21,739
同比增长(%)	29.6%	19.5%	24.6%	29.5%	23.0%
每股收益(元)	1.27	1.52	1.90	2.45	3.02
毛利率(%)	12.2%	11.6%	11.9%	11.9%	12.1%
净利率(%)	4.3%	4.7%	5.3%	5.7%	6.2%
净资产收益率(%)	22.7%	21.5%	22.0%	23.5%	23.6%
市盈率	28.2	23.6	18.9	14.6	11.9
市净率	5.7	4.6	3.8	3.1	2.6

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入 (首次)
股价 (2024年09月18日)	35.9元
目标价格	43.70元
52周最高价/最低价	43.3/24.7元
总股本/流通A股(万股)	720,332/718,775
A股市值(百万元)	258,599
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2024年09月19日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-0.66	-3.08	-4.81	23.64
相对表现%	-0.19	2.14	5.75	38.57
沪深300%	-0.47	-5.22	-10.56	-14.93



## 证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860514050005 香港证监会牌照: BPT856
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860523080004

## 联系人

薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn
朱茜	zhuqian@orientsec.com.cn

## 目录

1. 精密制造老牌龙头，做深客户扩大版图.....	5
1.1 精密制造龙头，业务布局多元化前景辽阔.....	5
1.2 股权结构稳定集中，体内体外多重战略布局.....	6
1.3 业绩穿越周期持续增长，盈利质量持续提升.....	8
2. 消费电子：做深客户做大价值，苹果 AI 创新周期赋能增长.....	10
2.1 内生+外延+大客户战略，行业地位不断提升.....	10
2.2 可穿戴设备市场空间广阔，Apple Watch+Airpods 领跑市场.....	12
2.3 MR: Vision Pro 树行业标杆，产业加速成熟.....	15
2.4 AI 时代到来，引领新一轮换机潮.....	16
3 汽车电子：多元布局推动业务快速发展.....	17
3.1 内生外延并行，汽车业务高速增长.....	17
3.2 线束+连接器：单车价值量持续提升，公司引领国产替代.....	20
3.3 携手整车厂，加速打造新 Tier 1 领导厂商.....	22
4 通讯业务受益云侧 AI 潜力大，连接为基持续拓展.....	24
盈利预测与投资建议.....	28
盈利预测.....	28
投资建议.....	29
风险提示.....	30

## 图表目录

图 1: 公司发展历史.....	5
图 2: 公司业务发展线路 .....	6
图 3: 公司股权结构（截至 24H1） .....	7
图 4: 立讯精密收购历程 .....	7
图 5: 公司 2015-24H1 营业收入及增速 .....	8
图 6: 公司 2015-24H1 归母净利润及增速 .....	8
图 7: 公司第一大客户收入占比.....	9
图 8: 公司分业务收入（亿元） .....	9
图 9: 公司 24H1 主营业务结构 .....	9
图 10: 公司分业务毛利率 .....	9
图 11: 公司 2015-24H1 年毛利率/净利率.....	9
图 12: 公司 2018-24H1 年费用率情况 .....	9
图 13: 立讯精密产品拓展历程 .....	10
图 14: 立讯 iPhone 垂直一体化布局 .....	11
图 15: 立臻股权结构图 .....	11
图 16: 2021-2023 年对联营企业和合营企业的投资收益（亿元） .....	12
图 17: 立铠精密营业收入（亿元） .....	12
图 18: 立铠精密净利润（亿元） .....	12
图 19: 苹果手表全球销量（万件） .....	12
图 20: 2021-2023 年全球智能手表市场份额 .....	12
图 21: Apple Watch 表款对比.....	13
图 22: Apple Watch 结构拆分 .....	14
图 23: 历代 AirPods 产品参数对比 .....	14
图 24: VisionOS 效果图.....	15
图 25: Vision Pro 外观.....	15
图 26: XR 产品参数对比 .....	16
图 27: 苹果 AI 大模型构成 .....	16
图 28: Siri 更多功能 .....	16
图 29: Apple Intelligence 适用芯片 .....	17
图 30: Apple Intelligence 适用机型 .....	17
图 31: 公司汽车产品布局 .....	18
图 32: 公司向汽车业务延伸 .....	18
图 33: 公司智能制造能力 .....	18
图 34: 立讯汽车客户 .....	19

图 35: 公司汽车互联产品营收 (亿元) 及增速 .....	19
图 36: 汽车业务毛利率 .....	19
图 37: 汽车线束平均单车价值 (元) .....	20
图 38: 不同自动驾驶等级高速连接器单车价值量 .....	20
图 39: 立讯连接器与其他结构件产品 .....	21
图 40: 立讯线束产品布局 .....	21
图 41: 立讯-莱尼交割前后股权结构示意图 .....	21
图 42: Leoni AG 及 Leoni K 公司业绩情况 (单位: 百万欧元) .....	22
图 43: 立讯拟与奇瑞共同组建合资公司 .....	23
图 44: 立昇科技股权架构 .....	23
图 45: 立昇科技主要产品 – 智能驾驶域控制器 .....	23
图 46: 主流 NLP 预训练模型规模 .....	24
图 47: 全球 AI 服务器市场规模 (亿美元) .....	24
图 48: 公司通信业务布局 .....	25
图 49: 全球高速线缆市场快速增长 .....	25
图 50: 2021 年全球连接器市场份额 .....	25
图 51: 公司光连接产品 .....	26
图 52: 公司热管理主要产品 .....	27
图 53: 公司电源管理产品 .....	27
图 54: 立讯通讯互联产品及精密组件营收 (亿元) .....	27
图 55: 汇聚科技营业收入 (亿港元) .....	27
图 56: 公司通信互联解决方案 .....	28
图 57: 公司数据中心解决方案 .....	28
图 58: 可比公司估值 .....	30

## 1. 精密制造老牌龙头，做深客户扩大版图

### 1.1 精密制造龙头，业务布局多元化前景辽阔

**立讯精密以电脑连接器起家，不断拓展能力圈。**立讯精密成立于 2004 年，以电脑连接器起家，于 2010 年在深交所成功挂牌上市，二十年来公司通过内生外延结合，为消费电子产品（智能手机、智能可穿戴设备、混合虚拟现实设备、声学模组、无线充电模组、LCP 天线、震动马达、VCM 等）、汽车领域产品（汽车线束、汽车连接器、智能座舱、智能驾驶等）以及企业通讯产品（高速互联、光模块、散热模块、电源、基站天线、基站滤波器等）提供从核心零部件、模组到系统组装的一体化智能制造解决方案。立讯精密业务版图扩张可以分为三个阶段：

#### 1) 创始起步期：2004-2009 年，围绕连接器产品，承接富士康订单。

2004 年公司成立并收购香港立讯，之后主要从事电脑及周边设备连接器的生产与销售，承接富士康连接线的订单。2007-2009 年，公司向富士康销售产品的收入占当期营业收入比例分别为 48%、56%、45%，富士康是公司的第一大客户。

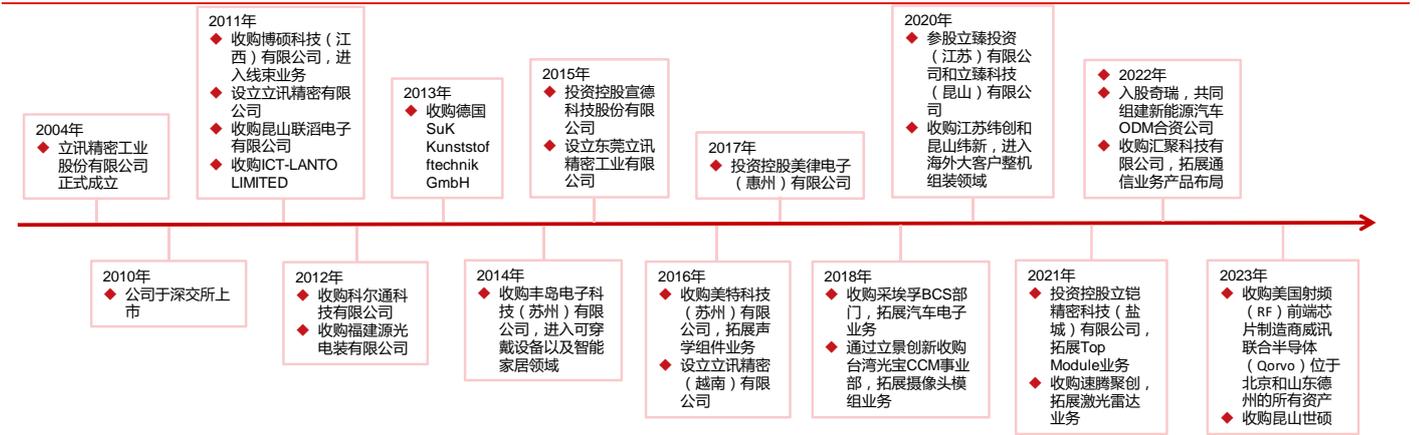
#### 2) 快速成长期：2010-2015 年，切入苹果产业链，布局汽车通信领域，丰富产品线。

2010 年，立讯精密于深交所上市。2011 年，公司收购博硕科技，进入线束领域；同年，收购昆山联滔，切入果链，成为苹果 PC 及平板连接线的核心供应商，在消费电子线束、连接器领域不断深化同时持续拓展公司零组件能力圈。2012 年，公司收购福建源光电装，切入汽车线束领域，为如今汽车线束业务高增奠定基础；同年，收购科尔通，拓展通信业务。

#### 3) 全方位发展期：2016 年-至今，平台型智能制造龙头，深耕大客户，汽车+通讯接力成长。

2016 年，公司收购苏州美特，拓展声学组件业务。2017 年，成功进入 AirPods 供应链，受益大客户 AirPods 爆款穿戴品类的同时，在手机业务方面，2018 年，公司切入线性马达、天线和无线充电模组，并且通过立景创新收购光宝 CCM 事业部，切入摄像头模组业务，零部件核心能力圈不断拓宽。2020 年，公司收购江苏纬创、昆山纬新，切入大客户手表手机整机组装，之后公司控股日铠电脑，拓展 Top Module、金属结构件能力，进一步促进整机能力，实现零组件-模组-组装一体化产业链，并于 23 年收购昆山世硕，进一步扩大苹果手机组装业务份额。在其他业务方面，立讯与速腾聚创达成战略合作，切入激光雷达领域，并与奇瑞、广汽等整车厂达成合作。2022 年，收购汇聚科技，完善通信业务产品布局。立讯在巩固消费电子业务的同时，不断完善汽车及通信业务的布局，在行业发展的推动下，业绩呈现高速增长趋势，“汽车+通信”将开启立讯的第二增长曲线。

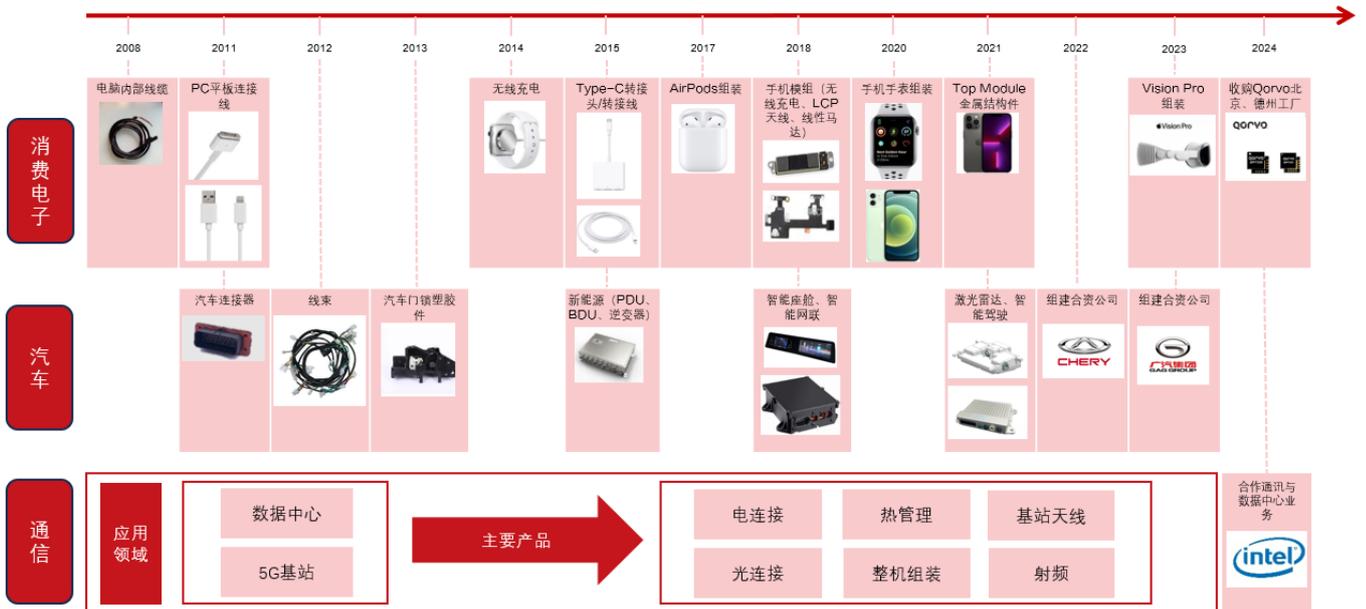
图 1：公司发展历史



数据来源：公司公告、东方证券研究所

**横向覆盖+垂直整合，持续挖掘价值深度。**公司在消费电子、汽车、通信、医疗产业深度聚焦和发展，通过从零件、模组到系统，顺向或逆向的垂直整合，不断挖掘价值的深度，致力于在不同应用场景下多元化布局各类产品线。

图 2：公司业务发展线路



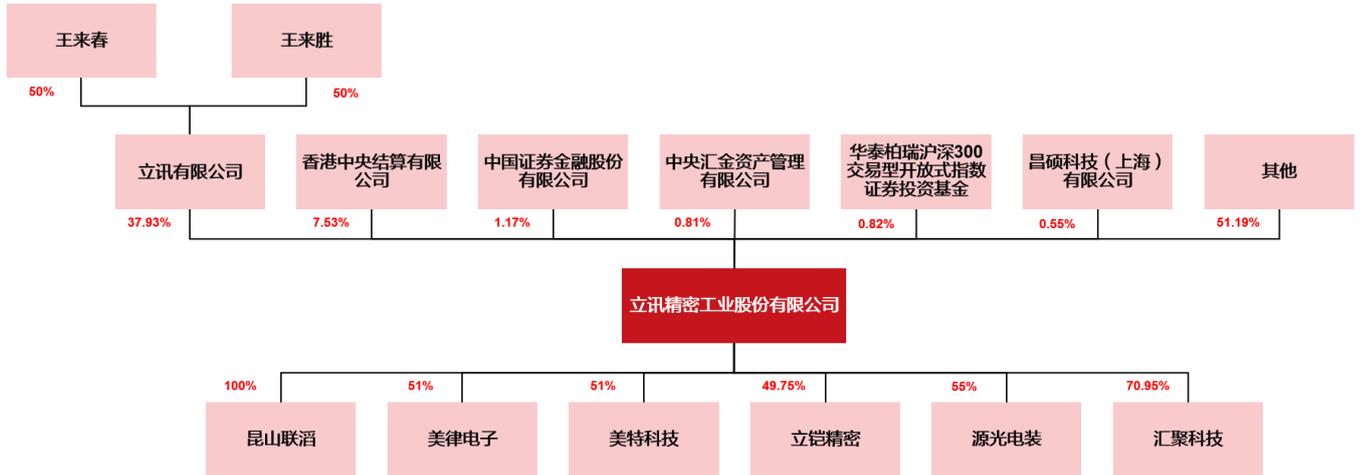
数据来源：公司公告、东方证券研究所

## 1.2 股权结构稳定集中，体内体外多重战略布局

公司股权结构较为集中稳定，业务线丰富，设有多个控股参股子公司。截至 24H1，公司的实际控制人王来春（公司董事长）和王来胜（公司副董事长）兄妹分别持有香港立讯有限公司 50%的

股权，并通过香港立讯间接持有立讯精密 19%的股权，公司高管持股稳定集中，有助于公司发展稳定性。

图 3：公司股权结构（截至 24H1）



数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

**直接控股子公司方面**，公司于 2011 年通过收购昆山联滔进入苹果供应链，围绕大客户不断开拓天线、无线充电、线性马达、声学器件等模组产品。2016 和 2017 年陆续收购苏州美特、惠州美律和上海美律切入声学领域。立铠精密主要从事精密结构件制造业务，公司 2021 年收购立铠完善金属结构件能力，成功切入大客户 Top Module 代工及其他客户金属结构件相关业务。22 年投资控股汇聚科技有限公司，不断加强通讯领域电连接业务布局，打开未来长期成长空间；此外，公司通过外延不断拓展汽车业务。2012 年，公司收购福建源光电装有限公司 55% 股权，切入日本电装汽车线束供应链。2013 年收购德国 SuK100% 股权，进入欧洲汽车市场。

**参股子公司方面**，立讯设立立臻主导 iPhone 组装业务。2020 年 11 月，立讯与子公司共同出资设立常熟立臻，再与立讯有限合伙设立江苏立臻。随后，江苏立臻出资 33 亿元收购江苏纬创和昆山纬新的 100% 股权。昆山纬新是纬创在中国唯一的 iPhone 组装厂，通过此次收购，立讯顺利成为 iPhone 的首家中国内地代工厂商，进一步深入苹果供应链。

**同时在上市公司主体外公司也有多维度战略布局**，尤其在汽车业务方面，2018 年，立讯有限，立讯精密的第一大股东，收购采埃孚子公司 TRW Automotive Inc 旗下车身控制系统 BCS 事业部 100% 股权，后更名为立胜汽车科技（苏州）有限公司，进一步完善汽车产品布局。公司于近年来先后与奇瑞、广汽等整车厂合作设立合资公司，定位 Tier1 为整车厂搭建整车 ODM 平台。

图 4：立讯精密收购历程

		子公司	年份	股权比例 (截至 24H1)	主要业务
消费电子	控股	博硕科技	2010	91%	线束
		昆山联滔	2011	100%	连接器
		苏州丰岛	2014	100%	可穿戴设备
		苏州美特	2016	51%	声学组件

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

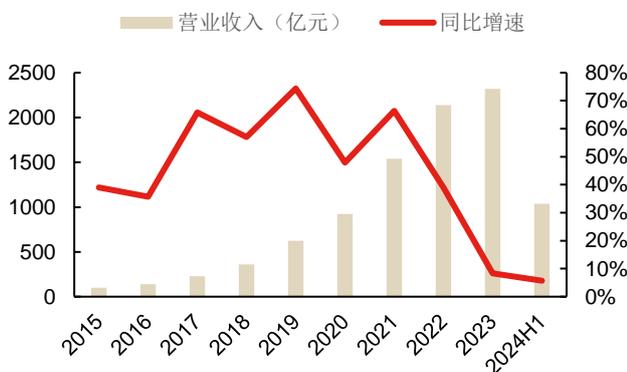
		惠州美律、上海美律	2017	51%	声学组件
		立铠精密	2021	50%	Top Module、金属结构件
		Qorvo 北京、德州工厂	2024	100%	射频
	参股	江苏纬创、昆山纬新	2020	10%	手机组装
		昆山世硕	2023	62.5%	手机组装
	体外	光宝 CCM 事业部	2018	-	手机摄像头模组
		高伟电子	2020	-	手机摄像头模组
汽车	控股	福建源光电装	2012	55%	汽车连接器
		德国 SuK	2013	100%	汽车塑胶件
	体外	德国采埃孚 BCS 事业部	2017	-	汽车电子
通讯	控股	深圳华荣科技	2022	76%	服务器整机
		汇聚科技	2022	71%	电线组件

数据来源：公司公告、东方证券研究所

### 1.3 业绩穿越周期持续增长，盈利质量持续提升

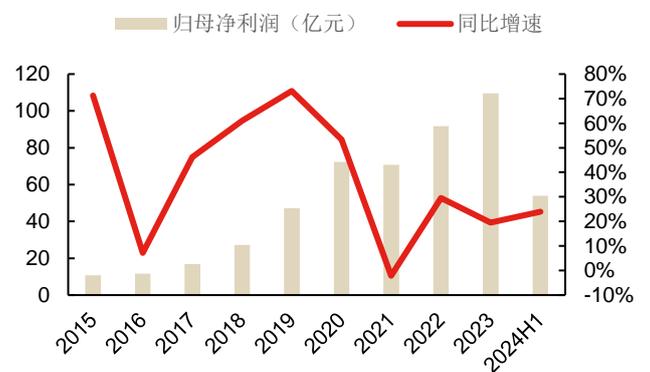
公司业绩呈上升趋势，消费电子受益大客户收入持续增加，汽车业务增速较快。2015 年至 2021 年，公司实现了跨越式增长，营业收入从 101 亿元增长至 1,539 亿元，15-21 年 CAGR 57%；归母净利润也从 11 亿元增长至 71 亿元，15-21 年 CAGR 37%。2023 年在终端消费电子需求疲弱的大环境下，公司业绩穿越周期保持稳定增长，显示出公司强劲的发展势头和稳健的盈利能力，实现营收 2319 亿元，同比增长 8%；归母净利润达 110 亿元，同比增长 20%。2024H1，公司实现营业收入 1036 亿元，同比增长 6%；归母净利润 54 亿元，同比增长 24%。其中，消费电子业务作为公司的第一大核心业务，2023 年占总营收比例为 88%，公司背靠大客户不断实现产品扩张与份额提升，显示出公司与大客户之间的深度合作和高度依赖。这种稳定的合作关系不仅为公司带来了可观的收入，也为公司的长期发展奠定了坚实基础。此外，公司汽车与通信业务业绩呈现高速增长，23 年营收分别为 92.5/145.4 亿元，21-23 年 CAGR 分别为 49%/110%，24H1 营收分别为 48/75 亿元，同比增长 48%/22%。

图 5：公司 2015-24H1 营业收入及增速



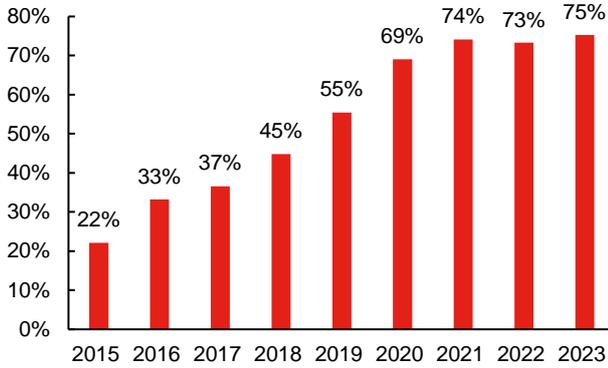
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 6：公司 2015-24H1 归母净利润及增速



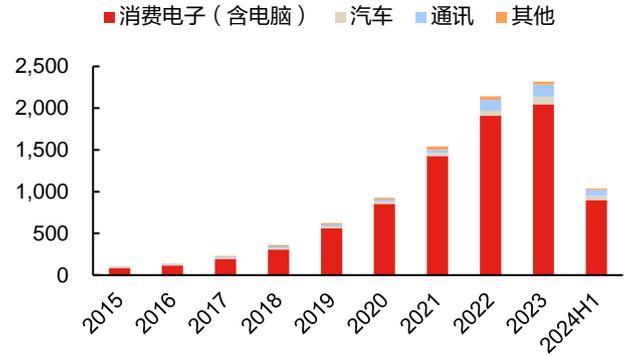
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 7：公司第一大客户收入占比



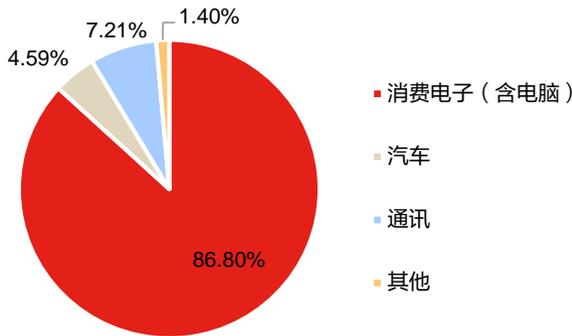
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 8：公司分业务收入（亿元）



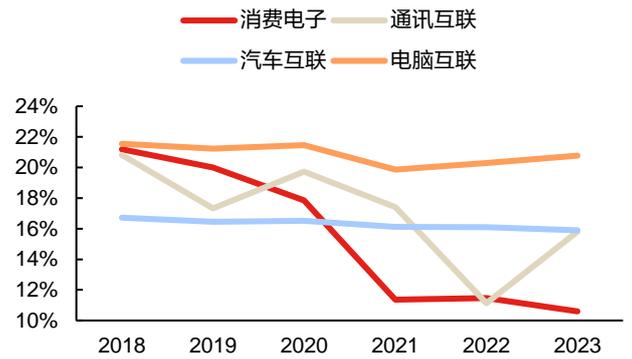
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 9：公司 24H1 主营业务结构



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 10：公司分业务毛利率

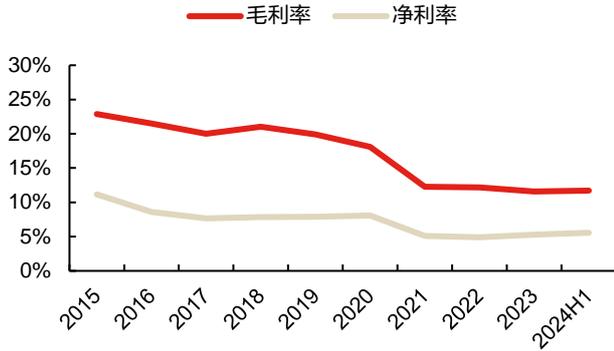


数据来源：Wind、东方证券研究所

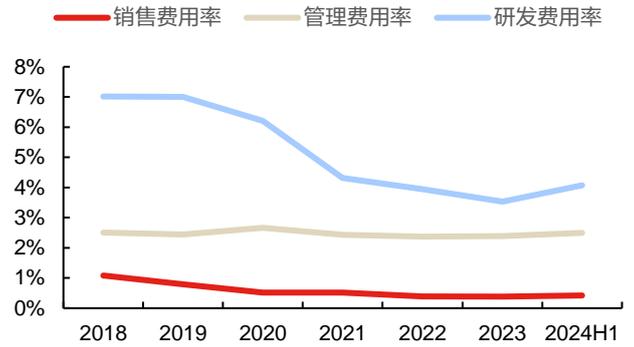
产品结构变化导致综合毛利率下降，净利率稳中有升，费用端管控效果良好。公司综合毛利率呈下降趋势主要由于消费电子业务中整机组装类、模组类业务占比提升。24H1 毛利率汽车毛利率整体稳定，通讯业务板块 22 年毛利率下滑，23 年公司将对低毛利率业务进行优化后盈利能力回暖显著，23 年公司消费电子/汽车/通讯业务毛利率分别为 10.6%/15.9%/15.8%。净利率自 21 年起扭转下降趋势，2023 年净利率提升 0.4pct 至 5.3%。费用率方面，公司规模效应凸显。内控优异，期间费用率整体呈逐年下降趋势。

图 11：公司 2015-24H1 年毛利率/净利率

图 12：公司 2018-24H1 年费用率情况



数据来源: Wind、东方证券研究所



数据来源: Wind、东方证券研究所

## 2. 消费电子：做深客户做大价值，苹果 AI 创新周期赋能增长

### 2.1 内生+外延+大客户战略，行业地位不断提升

公司通过内生+外延不断丰富产品矩阵，实现零组件-模组-整机组装的全布局。立讯于 2011 年正式切入苹果供应链，为平板供应连接线产品，之后不断提升在苹果供应链中的份额。2013 年，开始供应 iPhone、iPad、MacBook 的电源线。2017 年，进入声学领域，随后成为 AirPods 零部件及组装厂商。2020 年，立讯成功进入 Apple Watch 组装，并切入苹果手机摄像头模组；同年，立讯收购江苏伟创及昆山伟新，拓展手机整机组装业务，后不断提升组装份额，参与 iPhone13/14 等多款机型的组装。2021 年，公司收购日铠精密，切入 Top Module 业务。2024 年，公司首次取得 Pro Max 机型的 NPI 组装订单。此外，公司深度参与 Apple Vision Pro 的生产，未来有望受益于 Vision Pro 的销量增长。十余年来，公司不断顺应市场变化，围绕大客户需求，以材料、工艺、制程为技术底座夯实核心竞争力，通过垂直整合提高在大客户供应链中的地位以及价值量。

图 13：立讯精密产品拓展历程

年份	切入产品
2011	iPad/MacBook 连接线
2013	iPad、iPhone Lightning 接口、MacBook 电源线
2016	iPhone 转接头
2017	iPhone 声学组件、AirPods/AirPods Pro 组装
2018	iPhone 无线充电接收器、LCP 天线、线性马达
2020	iPhone 12 mini、Apple Watch 组装、iPhone 摄像头模组
2021	Top Module、Housing 金属结构件、iPhone 13 Pro 组装
2022	iPhone 14/iPhone 14 Plus 组装
2023	iPhone 15/iPhone 15 Plus/iPhone 15 Pro Max、Type-C 接口、Vision Pro 组装
2024	iPhone 16 Pro Max NPI 组装订单

数据来源: 第一财经、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

**立讯通过垂直一体化布局，深入渗透 iPhone 供应链。**立讯通过外延并购不断渗透 iPhone 供应链，从 2013 年立讯首次切入 iPhone Lighting 接口的供应，至 2020 年公司收购江苏纬创及昆山纬新，进入 iPhone 整机组装业务，立讯实现了在 iPhone 产品上“零组件-模组-整机组装”的全布局。2023 年 12 月，立讯又以 21.09 亿元收购台资企业和硕的子公司世硕电子 62.5% 的股权，进一步壮大 iPhone 组装业务。

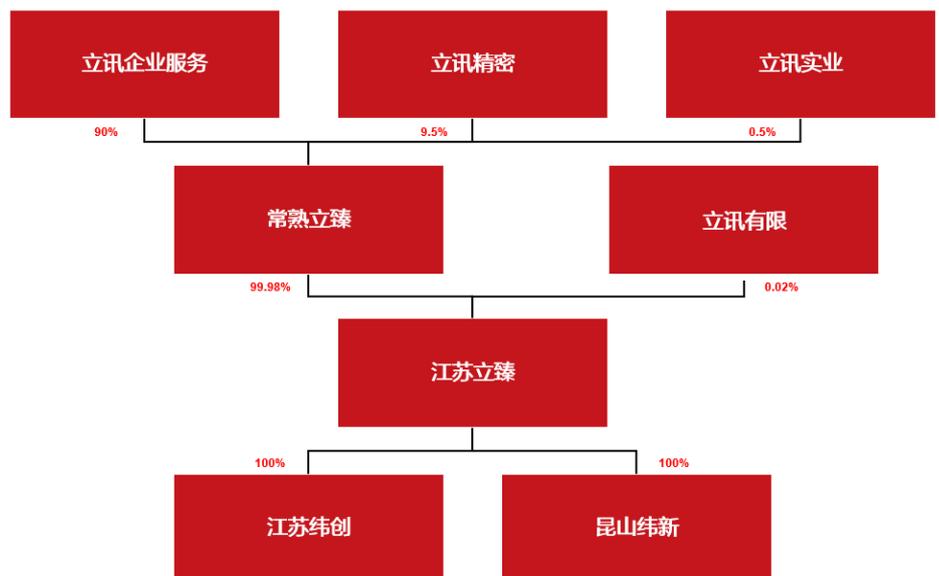
图 14：立讯 iPhone 垂直一体化布局



数据来源：公司公告、东方证券研究所

**组装份额持续提升，导入高阶机型组装。**份额方面，根据公开信息，2021 年立讯切入 iPhone 13 Pro 的组装。2022 年，公司继续供应 iPhone 14 系列产品。2023 年，立讯拿到三款机型的组装订单，份额快速增长，其中，立讯在 iPhone 15 Plus 首次成为主要供应商。随后，立讯取得 2024 年最高端机型 iPhone 16 Pro Max 的 NPI，未来立讯的组装份额将进一步提升，出货量有望继续增加，且结构也有望进一步优化，高端机占比提升。立讯按照立臻净利润占总出资额的比例认列投资收益。根据公司报表投资收益部分，可以看出立臻手机组装业务贡献呈上升趋势，2023 全年投资收益为 20.44 亿元，同比增长 157%，24H1 单季度投资收益为 10.4 亿元，同比增长 19.2%。

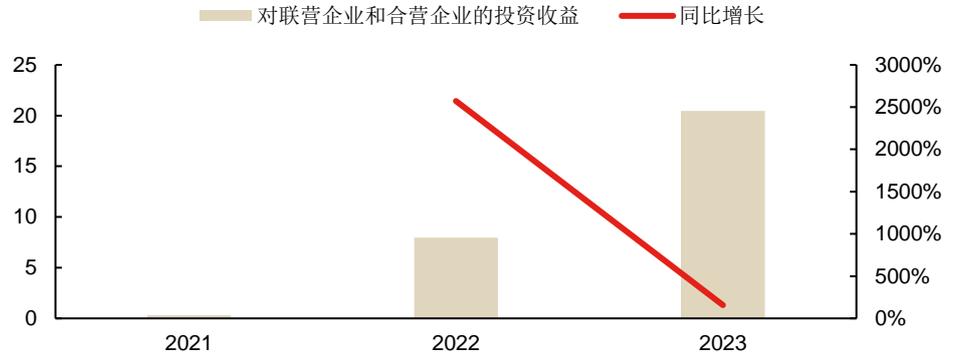
图 15：立臻股权结构图



数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

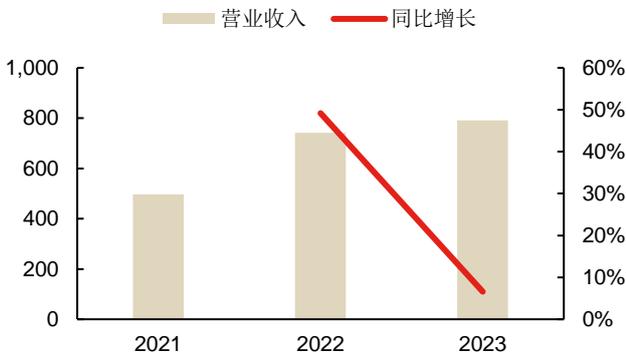
图 16：2021-2023 年对联营企业和合营企业的投资收益（亿元）



数据来源：Wind、东方证券研究所

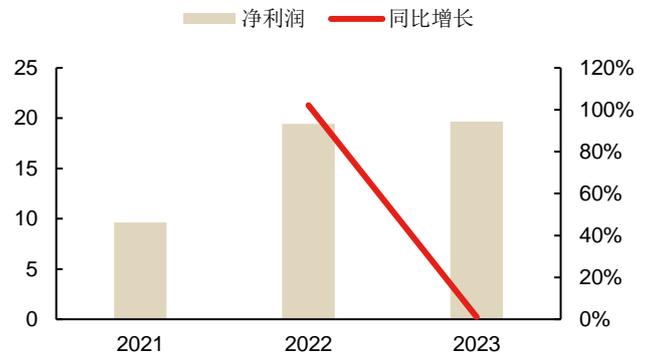
**立铠精密自收购后，营业收入和净利润快速增长。**立铠营收呈快速增长趋势，2023 年，立铠精密收入增长至 791 亿元，同比增长 7%。同时，净利润也在逐步提升，2021、2022 年的净利润分别为 10 亿元和 20 亿元，同比增长 102%。2023 年，净利润为 20 亿元，同比增长 1%。立铠精密为公司补足 Top Module 和金属结构件业务，后续随着 Top Module 以及 Bottom Module 份额的提升以及铝合金中框业务的品类拓展，立铠精密的营收和净利润有望持续增加。

图 17：立铠精密营业收入（亿元）



数据来源：Statista、东方证券研究所

图 18：立铠精密净利润（亿元）



数据来源：Statista、东方证券研究所

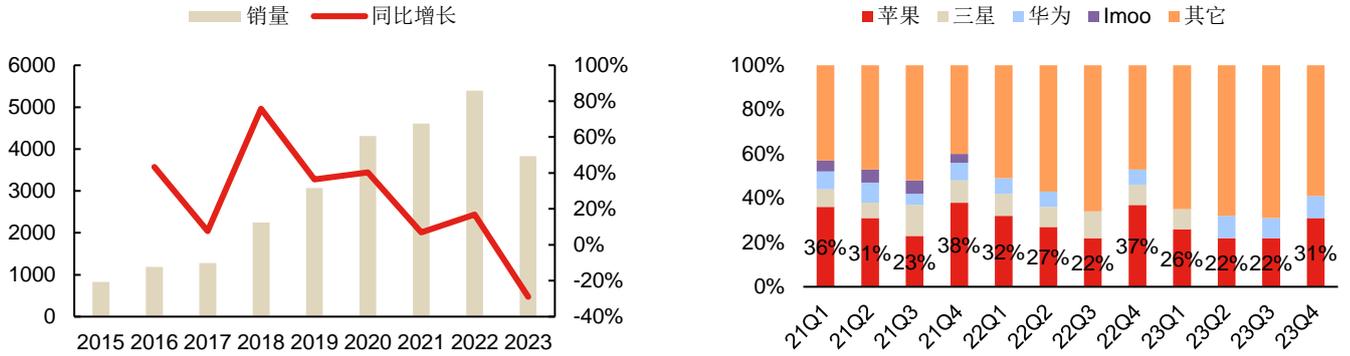
## 2.2 可穿戴设备市场空间广阔，Apple Watch+Airpods 领跑市场

**苹果手表在智能手表市场占主导地位。**自 2013 年全球首款智能手表问世以来，市场规模不断拓展。值得注意的是，苹果在智能手表市场中，长期处于主导地位，表现亮眼。2022 年，苹果手表销量达到 5390 万件，同比增长 16.9%，2023 年销量下滑至 3830 万件，但市场份额仍然位列第一，与其他厂商拉开了明显差距。根据 Statista 数据，23Q4 苹果手表市场份额为 31%，而位列第二的三星手表份额仅占 10%。

图 19：苹果手表全球销量（万件）

图 20：2021-2023 年全球智能手表市场份额

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



数据来源：Statista、东方证券研究所

数据来源：Statista、东方证券研究所

**Apple Watch 不断升级，Ultra 系列开拓高端市场。**从苹果 Apple Watch 的历代功能变化，可以清晰地看到其从传统腕表的基本功能如心率监测、运动记录等，逐步向更广泛的健康监测领域拓展。自 2018 年起，苹果更加专注于运动健康方向，新增移动心电图房颤提示、摔倒检测等功能。2020 年，Apple Watch S6 再次新增血氧检测、睡眠跟踪等功能。随着技术的不断进步，2022 年 Apple Watch 在健康监测领域做出了进一步地更新，增加了体温传感器，推出体温监测、车祸检测等功能，同时针对极限运动和户外探险的 Ultra 系列上市。Ultra 手表采用钛金属表壳，在防水防尘、电池续航、GPS、警笛、专业健康检测等各方面比其他表款更加出色，售价 6099 元，为苹果打开高端市场。2023 年 9 月，Apple Watch Ultra 2 上市，作为 Ultra 的升级版，该款手表芯片升级到 S9，屏幕亮度增加到 3000nit，存储提升至 64GB，并且新增了手势控制功能。通过持续的创新和迭代，以及在健康监测领域的不断探索，Apple Watch 预计未来将加速渗透智能手表市场，满足更多用户的多元化需求。

图 21：Apple Watch 表款对比

	Series 7	Series 8	Series 9	Ultra	Ultra 2
<b>发布时间</b>	2021	2022	2023	2022	2023
<b>芯片</b>	S7 SiP 芯片；W3 无线芯片；U1 芯片	S8 SiP 芯片；W3 无线芯片；U1 芯片	S9 SiP 芯片；W3 无线芯片；第二代超宽带技术芯片	S8 SiP 芯片；W3 无线芯片；U1 芯片	S9 SiP 芯片；W3 无线芯片；第二代超宽带技术芯片
<b>蓝牙</b>	5.0	5.3	5.3	5.3	5.3
<b>防水</b>	50 米	50 米	50 米	100 米	100 米
<b>屏幕</b>	全天候 1000 尼特视网膜显示屏	全天候 1000 尼特视网膜显示屏	全天候 2000 尼特视网膜显示屏	全天候 2000 尼特视网膜显示屏	全天候 3000 尼特视网膜显示屏
<b>存储</b>	32GB	32GB	64GB	32GB	64GB
<b>续航</b>	18h	18h	18h	36h	36h
<b>操作</b>	带有触觉反馈的数码表冠；Siri	带有触觉反馈的数码表冠；Siri	带有触觉反馈的数码表冠；侧边按钮；手势操作双指互点两下；设备端处理 Siri 请求	带有触觉反馈的数码表冠；侧边按钮；操作按钮；Siri	带有触觉反馈的数码表冠；侧边按钮；操作按钮；手势操作双指互点两下；设备端处理 Siri 请求
<b>传感器</b>	血氧传感器；电极式心率传感器和第三代光学心率传感器	体温传感器；血氧传感器；电极式心率传感器和第三代	体温传感器；血氧传感器；电极式心率传感器和第三代光学心率	体温传感器；血氧传感器；电极式心率传感器和第三代光学心率传感器；深度计；	体温传感器；血氧传感器；电极式心率传感器和第三代光学心率传感器；深度计；水温传感器

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

功能	器	光学心率传感器	传感器	水温传感器	
心电分析	心电分析	心电分析;	心电分析;	心电分析;	心电分析;
睡眠检测	睡眠检测	体温检测;	体温检测;	体温检测;	体温检测;
血氧检测	血氧检测	睡眠检测;	睡眠检测;	睡眠检测;	睡眠检测;
摔倒检测	摔倒检测	血氧检测;	血氧检测;	血氧检测;	血氧检测;
		车祸/摔倒检测	车祸/摔倒检测	车祸/摔倒检测;	车祸/摔倒检测;
				警笛	警笛

数据来源：苹果官网、东方证券研究所

**立讯深度参与 Apple Watch 生产组装及零部件，高端系列独供。**自 Apple Watch 第一代推出以来，立讯就参与其中，首先切入无线充电模组的供应，随后通过外延并购，逐步参与其他关键环节的供应，包括表带、表冠、天线、马达、SiP 模组、金属机壳、无线充模组、充电线及声学部件等，并于 2020 年切入组装业务，成为主流型号的供应商。Apple Watch 的单价较高，立讯持续深入 Apple Watch 产业链，成为全球最大的智能手表代工商。同时，随着手表的迭代升级，立讯作为 Ultra 高端系列手表的独供商，进一步提升了单机价值量，从而扩大利润空间。

图 22：Apple Watch 结构拆分



数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

**立讯凭借 SiP 封装技术优势，占据 airpods 组装主导地位。**2016 年，公司通过收购苏州美特 51% 股权，快速进入声学器件领域，并在短期内使良率达标，2017 年，公司成功切入 AirPods 组装，份额约占 10%。随后成为 AirPods Pro 的主力供应商。随着立讯在 AirPods 供应链地位的不不断提升，公司将深度受益。未来新款 AirPods 或将配备传感器等硬件升级，将使得 AirPods 在音频传输的基础上，能够捕捉用户的动作和表情，从而为用户提供更为个性化的服务。新一代 AirPods 的重大升级有望进一步提升利润空间。

图 23：历代 AirPods 产品参数对比

	AirPods2	AirPods Pro	AirPods3	AirPods Pro 2
发布时间	2019.03	2019.10	2021.10	2022.10
芯片	H1	H1	H1	H2
续航时间	单次充电 5 小时	单次充电 4.5 小时	单次充电 6 小时	单次充电 6 小时

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

	搭配充电盒 24 小时	搭配充电盒 24 小时	搭配充电盒 30 小时	搭配充电盒 30 小时
蓝牙	5.0	5.0	5.0	5.3
音频技术	/	动态头部追踪 高振幅驱动单元 高动态范围放大器 自适应均衡 主动降噪 通透模式 通气系统可实现压力平衡	动态头部追踪 高振幅驱动单元 高动态范围放大器 自适应均衡	动态头部追踪 高振幅驱动单元 高动态范围放大器 自适应均衡 主动降噪（提升 2 倍） 自适应音频 通透模式 通气系统可实现压力平衡
传感器	双光学传感器 运动加速感应器 语音加速感应器 轻点两下操作	双光学传感器 运动加速感应器 语音加速感应器 力度感应器	皮肤识别传感器 运动加速感应器 语音加速感应器 力度感应器	皮肤识别传感器 运动加速感应器 语音加速感应器 触控操作
充电盒	闪电充电盒	闪电充电盒	闪电充电盒	MagSafe 充电, U1 芯片
麦克风	双波束成形麦克风	双波束成形麦克风 内向式麦克风	双波束成形麦克风 内向式麦克风	双波束成形麦克风 内向式麦克风
防水	/	IP4X 级防水	IP4X 级防水	IP4X 级防水

数据来源：公司官网、东方证券研究所

### 2.3 MR: Vision Pro 树行业标杆，产业加速成熟

**Vision Pro 开启空间计算新时代，未来市场规模可期。**2023 年 6 月，苹果推出首款头戴式“空间计算”显示设备 Apple Vision Pro (MR)，将数字信息与现实世界融合，使用户既能看到现实世界，又能看到数字信息的图像或对象，产生一种可视化、可互动的环境。

图 24: VisionOS 效果图



数据来源：公司官网、东方证券研究所

图 25: Vision Pro 外观



数据来源：公司官网、东方证券研究所

**Vision Pro 硬件优势明显，奠定了新一代 XR 设备的基准。**

- 1) 硬件配置：**搭载 12 个摄像头+5 个传感器+6 个麦克风，为用户提供良好的交互体验；显示端，采用 MicroOLED 屏幕，单眼分辨率达到 4K；芯片方面，采用 M2+R1 双芯片架构，M2 负责算力支撑，R1 则是专门的协处理器，负责处理传感器数据，可实现传输延时 < 12ms。
- 2) 软件系统：**苹果为 Vision Pro 推出了 VisionOS 系统，为“首个引入 XR 市场的专用空间

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

操作系统”。VisionOS 具有全新的三维界面，让用户在物理世界中看到并感受到数字内容。同时，Vision Pro 全新的 App Store 可以为用户提供数十万熟知的 iPhone 和 iPad 上的应用程序。

3) **交互体验**：无边际画布突破对传统显示屏的限制，为用户带来全新的 3D 交互体验；同时，苹果无控制器输入系统消除了对任何额外硬件组件的需求，要与 UI、应用程序或其他操作系统组件进行交互，用户可以通过简单地注视、轻敲手指或语音指令来控制应用程序。

根据公开报道，苹果有望于 2025 年推出平价款 MR/AR 设备，售价有望降至 Vision Pro 的一半，重量也将减轻。随着下一代产品的推出以及成本的下探，销量有望迎来明显增长，立讯布局苹果 MR 设备零组件+组装，有望受益于新一轮增长。

图 26: XR 产品参数对比

参数	Pico4	Quest3	VisionPro
发布日期	2022.9.22	2023.6.1	2023.6.5
CPU	Qualcomm Snapdragon XR2	Qualcomm Snapdragon XR2 Gen 2	Apple M2, Apple R1
GPU	Adreno 650	Adreno 740	Apple M2 10-core GPU
内存	8 GB LPDDR4	8 GB	16 GB
显示器	LCD	LCD	Micro-OLED
镜片	1P Pancake	Pancake	3P Pancake
瞳距调节	62-72mm 手动	58-71mm 手动	51-75mm 自动
眼动追踪	无	无	支持
手势识别	支持	支持	支持
面部识别	无	无	支持
头显重量	295g	515g	600g
价格	430 美元	499 美元	3499 美元

数据来源：VR Compare、各公司官网、东方证券研究所

## 2.4 AI 时代到来，引领新一轮换机潮

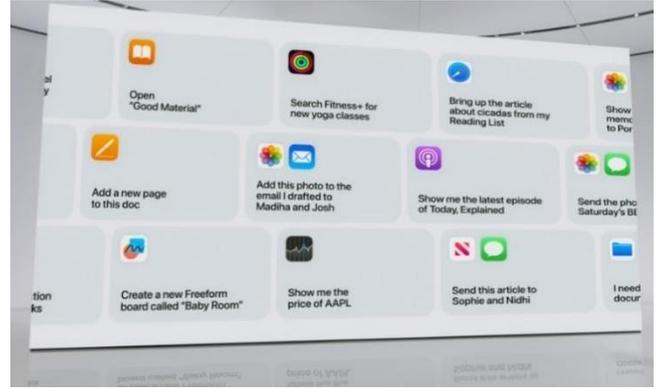
**Apple Intelligence 发布，苹果 AI 功能正式落地。**苹果于 WWDC24 正式发布个性化智能系统 Apple Intelligence。Apple Intelligence 的模型架构主要由 3 部分组成，包括苹果端侧大模型（拥有约 30 亿参数），苹果云端大模型（私有云计算）和 ChatGPT（调用优先级排在苹果自研模型之后）。Apple Intelligence 将生成式 AI 模型置于 iPhone、iPad 和 Mac 等设备，能够读取屏幕内容，基于个人信息，理解和创建语言以及图像，实现跨应用交互。此外，Siri 也迎来一系列升级，采用全新交互设计，更加自然、符合语境且个性化。Siri 全新功能包括：1) 输入可在文本和语音之间切换，可上下文理解语义；2) 能读取屏幕；3) 可跨应用执行数百项新操作；4) 能提供用户定制化的智能功能，如查找即将起飞的航班详细信息；5) 可以让 Siri 直接编辑照片、预订酒店、整理会议摘要等。

图 27: 苹果 AI 大模型构成

图 28: Siri 更多功能



数据来源：公司官网、东方证券研究所



数据来源：WWDC 发布会、东方证券研究所

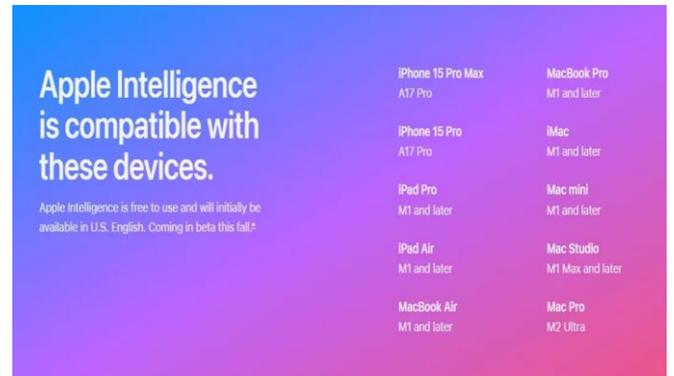
考虑到内存限制，Apple Intelligence 仅限搭载 A17 pro、M1/M2/M3/M4 系列芯片及后续迭代产品的机型。现有 iPhone 机型中，仅有 iPhone 15 Pro、iPhone 15 Pro Max 支持 Apple Intelligence 功能。我们认为苹果 AI 系统端流畅的应用体验叠加对于硬件型号的限制将刺激换机需求，另一方面，苹果 AI 功能升级的持续迭代也将倒逼硬件环节如芯片、内存、散热、电池、外观材料、结构件、声学等环节持续升级，有望推动产业链公司量价齐升，并进一步拉动换机弹性及产业链公司业绩弹性。

图 29: Apple Intelligence 适用芯片



数据来源：Threads、东方证券研究所

图 30: Apple Intelligence 适用机型



数据来源：Threads、东方证券研究所

### 3 汽车电子：多元布局推动业务快速发展

#### 3.1 内生外延并行，汽车业务高速增长

在汽车电动化、网联化、智能化的背景下，公司针对汽车板块进行了长期性规划，产品布局为线束，连接系统，新能源，智能网联，智能驾舱以及智能制造等。

- 1) **线束**：线束是整车中不可或缺的系统级零部件，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”。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。
- 2) **连接器**：公司已经设计并开发涵盖整车内所有连接器，包括低压连接器、高压连接器、高速

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

连接器，以及客户定制的连接系统等产品系列。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。

- 3) **三电**：公司在三电的产品布局涵盖了三电系统中除电池外的各个关键部件。公司通过自主研发和技术创新，已经完成了电机控制器、电机、电控系统等核心部件的研发和生产，形成了完整的电动汽车动力系统解决方案。
- 4) **智能网联**：公司致力于无线通信与车用电子产品，目前产品线已涵盖 RSU（路侧单元）、TCU（车载通讯单元）及 CGW（中央网关）等。
- 5) **智能驾舱**：公司相关产品有 AR-HUD、信息娱乐系统、座舱娱乐域、液晶仪表、驾驶员监测系统、电源隔离模块等，USB 接口和无线充电模块是发展较为成熟的产品。在未来，更多消费电子的功能将会应用到驾舱中，公司在消费电子领域深耕多年的技术积累也将发挥其中。

**图 31：公司汽车产品布局**

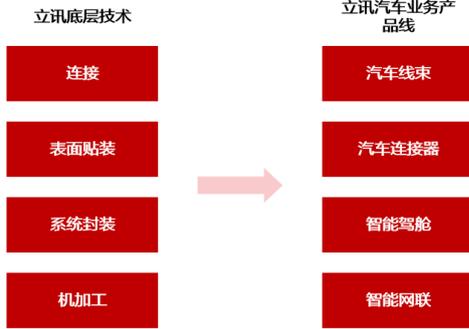


数据来源：公司公告、东方证券研究所

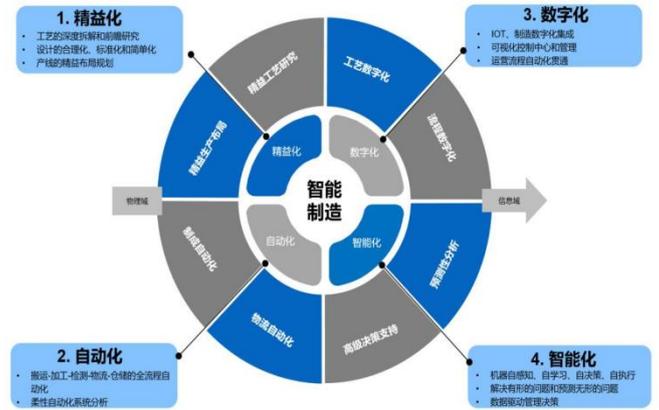
公司充分利用在消费电子领域的深厚积累，快速实现向汽车产业的跨界赋能。依托在消费电子领域的多年积累，在工艺上，公司具备完全自主的关键核心制程能力，包括模/治具设计加工、裸铜抽线、塑胶粒成型、冲压/锻压件加工、精密植入成型、表面处理、SMT、SiP 以及系统级组装测试。另外，公司多年来所积累的声、光、电、热、磁、射频、表面贴装、系统封装，机加工等底层技术，也可在汽车领域快速实现跨界应用。公司依托强大的智能制造平台，充分利用在消费电子和通信领域深耕多年所积累的快速迭代能力、成本管控能力、全球化供应链及研发创新等竞争优势，结合对车规级产品安全性与可靠性的深刻理解，迅速实现向汽车产业的跨界赋能，为汽车业务相关产品（高/低压线束、高速线束、充电枪、汽车连接器、智能座舱域控制器、液晶仪表、三合一电机系统、AR HUD、DMS 等）打开了广阔的市场空间。

**图 32：公司向汽车业务延伸**

**图 33：公司智能制造能力**



数据来源：公司公告、东方证券研究所



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 34：立讯汽车客户

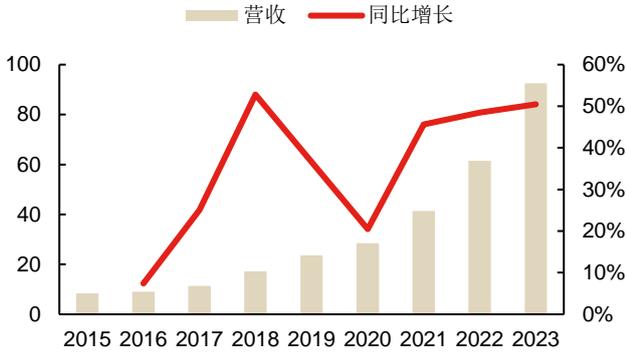


数据来源：公司官网、东方证券研究所

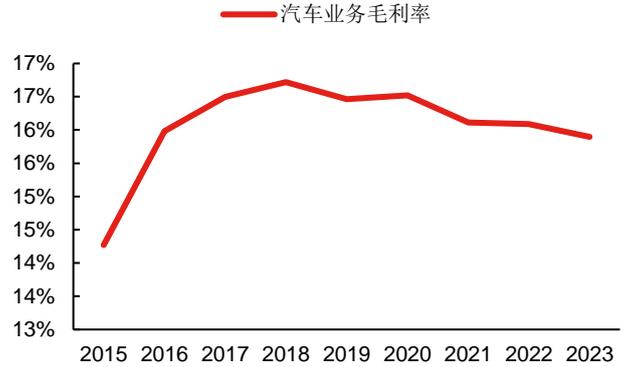
汽车业务营收高速增长，多元布局推动业务快速发展。2015-2022 年，立讯汽车业务飞速增长，营收从 8.42 亿元上升至 61.5 亿元，CAGR 33%。2023 年，营收持续上升，达到 92.5 亿元，同比增长 50%。毛利率方面，汽车业务毛利率自 2017 年起，一直维持在 15-17%之间，未来规模效应下公司单一产品线毛利率仍有改善空间。

图 35：公司汽车互联产品营收（亿元）及增速

图 36：汽车业务毛利率



数据来源: 公司公告、东方证券研究所

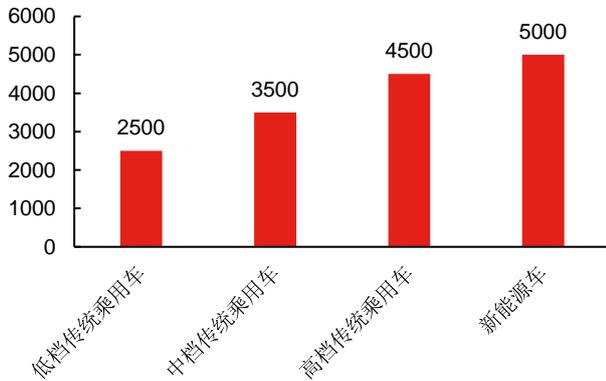


数据来源: 公司公告、东方证券研究所

### 3.2 线束+连接器: 单车价值量持续提升, 公司引领国产替代

**智能电动车推动高压线束与高速连接器需求, 价值量同步提升。**传统乘用车以搭载低压线束为主, 依据低档/中档/高档分类, 单车线束价值分别达到 2500/3500/4500 元, 由于新能源汽车还需搭载均价 2000-3000 元的高压线束, 故新能源整车线束平均价值增长至 5000 元。高速线束领域, 随着自动驾驶等级的不断提升, 快速可靠的数据传输需求带动高频高速线束用量提升, 高速连接器模块单车价值量也有望不断增加。L3 级别的自动驾驶汽车, 预计高速连接器单车价值量对比 L2 级别将翻倍, 达到 1200 元, L4/L5 级别高速连接器单车价值量预计将达到 1500 元以上。

图 37: 汽车线束平均单车价值 (元)



数据来源: 华经产业研究院、东方证券研究所

图 38: 不同自动驾驶等级高速连接器单车价值量

类型	预计单车价值量
传统汽车	200 元
L1 级别自动驾驶	352 元
L2 级别自动驾驶	600 元
L3 级别自动驾驶	1200 元
L4/L5 级别自动驾驶	1500 元以上

数据来源: 前瞻产业研究院、东方证券研究所

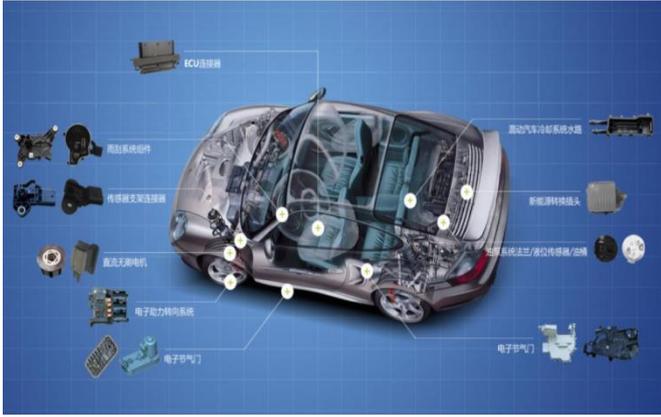
**立讯对于线束、连接器等理解深厚, 在汽车线束领域享有独到优势。**立讯精密是线束行业内少数具备全方位、一站式解决方案的提供商。通过垂直整合, 公司已成为集完整的整车线束、特种线束、新能源车高压线束及子系统线束等设计、制造、验证于一体的供应商选择。连接器产品方面, 公司已经设计和开发涵盖整车内所有连接器, 包括低压连接器、高压连接器、高速连接器、USB 连接器、同轴连接器, 以及客户定制的连接系统等产品系列。

为了满足新能源车、自动驾驶、多媒体/娱乐、车联网、通讯等更多功能的需求, 除传统的低压信号外, 汽车线束还需要考虑能传输更多高压、高频、高速信号的需求, 这对汽车线束厂商在产品设计与制程技术上提出了更高要求。公司对线束及连接器领域理解深厚, 在消费电子领域便以线

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

束起家，在通讯领域也拥有 400G 及以上的高速传输领先技术，且公司拥有消费电子领域积累的精密加工、规模化柔性生产的优势，也为公司在汽车线束领域树立独一无二的优势。

图 39：立讯连接器与其他结构件产品



数据来源：公司官网、东方证券研究所

图 40：立讯线束产品布局

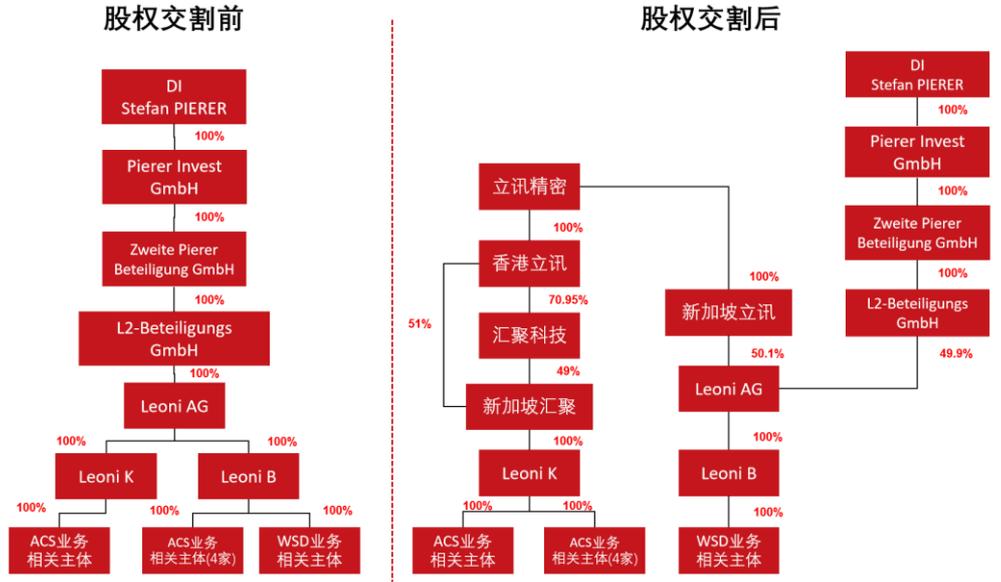


数据来源：公司公告、东方证券研究所

**收购汽车线束龙头莱尼，助力公司汽车线束业务全球化进程。**根据公司公告，公司将通过新加坡立讯以 2.05 亿欧元收购 Leoni AG（WSD 线束系统事业部相关主体）的 50.1% 股权，全资子公司香港立讯与控股子公司汇聚科技合资成立的新加坡汇聚将以 3.2 亿欧元收购 Leoni K（ACS 汽车电缆事业部相关主体）100% 股权。莱尼公司作为全球头部的电缆、电线和线束系统解决方案供应商，在欧洲和北美市场有深厚的客户基础、丰富的研发经验和先进的生产能力，服务于奥迪宝马奔驰等海外一线车企，拥有百余年的发展历史。其主要产品涵盖标准化电缆、特种电缆以及定制开发的线束系统与相关组件，广泛应用于汽车制造工业等领域。

借助此次收购，立讯将通过强大的成本管控、供应链管理能力和国内客户优势，进一步赋能莱尼公司进行成本优化，协助导入国内优质客户资源。另一方面，立讯有望在产品开发、市场拓展、客户准入、产能布局、物料采购等方面与莱尼公司实现资源互通、优势互补和战略协同，快速形成公司在全球汽车线束领域的差异化竞争优势，为中国车企出海以及海外传统车企提供更加便捷、高效的垂直一体化服务。公司有望借助莱尼在海外豪华品牌中的影响力、设计研发能力与海外产能布局优势，协同自身汽车业务进行海外拓展，持续打造汽车线束全球领导地位。

图 41：立讯-莱尼交割前后股权结构示意图



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 42：Leoni AG 及 Leoni K 公司业绩情况（单位：百万欧元）

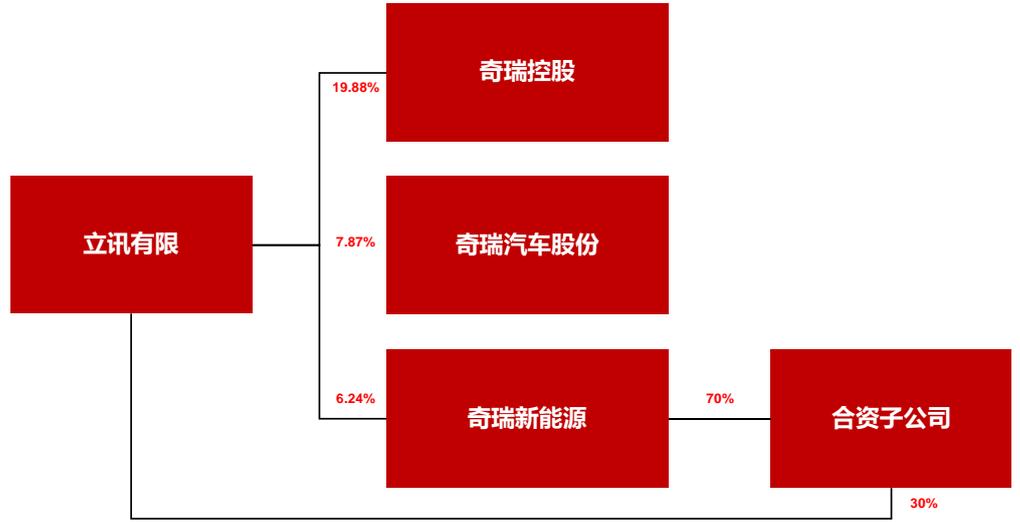
	科目	2023（未经审计）	2024Q1（未经审计）
Leoni AG	资产总额	2946.6	2984.5
	负债总额	2228.0	2270.5
	净资产	718.7	714.0
	营业收入	5462.4	1290.6
	净利润	-128.1	1.6
Leoni K	资产总额	992.3	1022.7
	负债总额	601.5	645.2
	净资产	390.4	377.5
	营业收入	1464.1	363.0
	净利润	-13.3	6.6

数据来源：公司公告、东方证券研究所

### 3.3 携手整车厂，加速打造新 Tier 1 领导厂商

公司与奇瑞达成战略合作，携手组建合资公司。2022年2月，立讯精密与奇瑞控股、奇瑞汽车股份、及奇瑞新能源共同签署了《战略合作框架协议》，为双方奠定战略合作伙伴关系。协议约定立讯有限以100.54亿元人民币购买青岛五道口持有的奇瑞控股19.88%股权、奇瑞汽车7.87%股权和奇瑞新能源6.24%股权。在协议的基础上，公司与奇瑞新能源拟共同组建合资公司，合资子公司中，立讯精密认缴5亿元，持有注册资本的30%；奇瑞新能源认缴11.67亿元，持有注册资本的70%。合资公司将专业从事新能源汽车的整车研发及制造，为立讯精密汽车核心零部件业务提供前沿的研发设计、量产平台及出海平台，致力于实现公司成为汽车零部件Tier 1领导厂商的中长期目标。

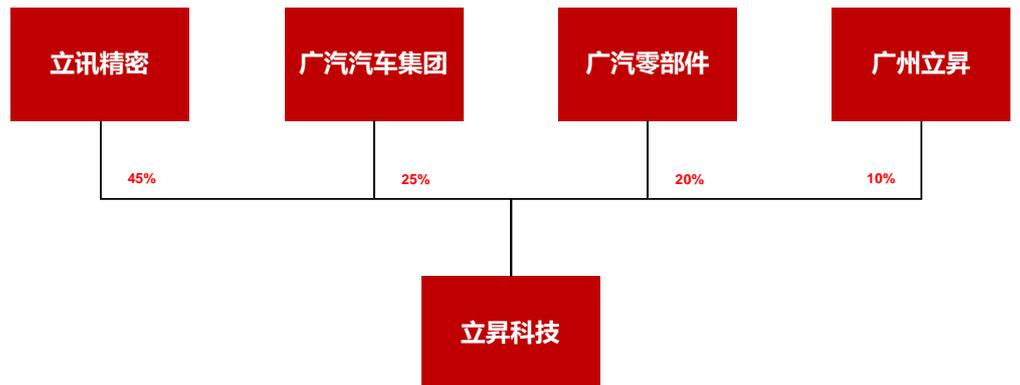
图 43：立讯拟与奇瑞共同组建合资公司



数据来源：公司公告、东方证券研究所

立讯与广汽成立合资公司，进一步拓展智能汽车布局。2023 年，立昇科技成立，由立讯精密、广汽集团、广汽零部件、广州立昇共同持股。其中，立讯精密持股 45%，广汽集团与广汽零部件合计持股 45%，广州立昇持股 10%。2023 年 9 月，立昇科技智能驾乘控制系统研发生产项目一期正式开工，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。此次立昇科技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，并进一步带动上下游产业链及周边配套发展。

图 44：立昇科技股权架构



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 45：立昇科技主要产品 – 智能驾驶域控制器

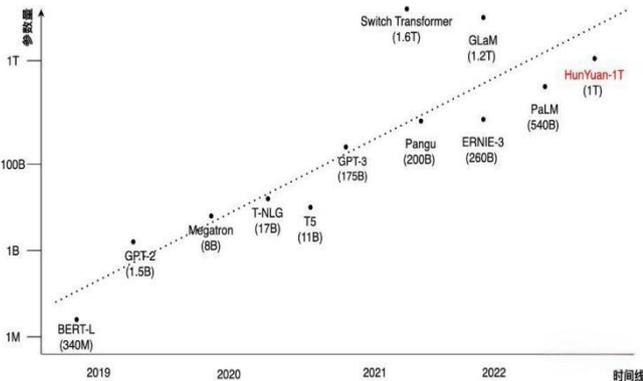


数据来源：公司官网、东方证券研究所

## 4 通讯业务受益云侧 AI 潜力大，连接为基持续拓展

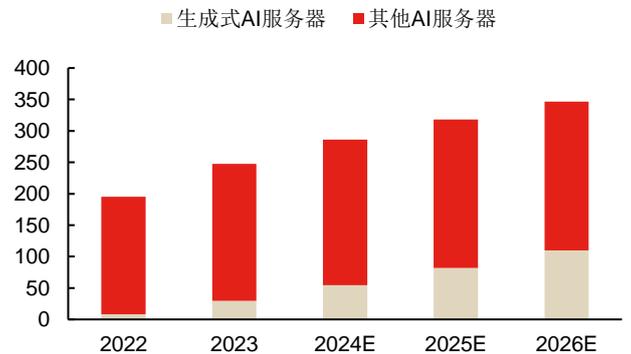
大模型等 AI 技术致使算力需求激增，推动 AI 服务器市场发展。近几年 NLP 预训练模型规模的发展，模型已经从亿级发展到了万亿级参数规模。据统计，当模型参数扩大十倍，算力投入将超过十倍。服务器作为算力的核心载体，其市场需求随着 AI 技术的深入应用而呈现急剧增长趋势。IDC 预计，全球人工智能硬件市场（服务器），将从 2022 年的 195 亿美元增长到 2026 年的 347 亿美元，CAGR 17.3%；其中，用于运行生成式人工智能的服务器市场规模在整体人工智能服务器市场的占比将从 2023 年的 11.9%增长至 2026 年的 31.7%。

图 46：主流 NLP 预训练模型规模



数据来源：澎湃新闻、东方证券研究所

图 47：全球 AI 服务器市场规模（亿美元）



数据来源：IDC、东方证券研究所

立讯深耕十余年，通信业务产品线不断拓展。庞大的数据洪流将越来越依赖于高性能计算能力和数据中心的高速网络，这也为高速互联技术发展提供了新的机遇。面对创新的市场机遇，公司基于数据与通信的产品应用场景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）、

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

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）等产品的基础上，增加了热管理（热管、VC、轴流风扇、冷板、液冷散热）和电源等产品系列，进一步提升了产品覆盖率。2022 年，公司进行服务器等整机组装业务的布局，围绕整机加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。

图 48：公司通信业务布局



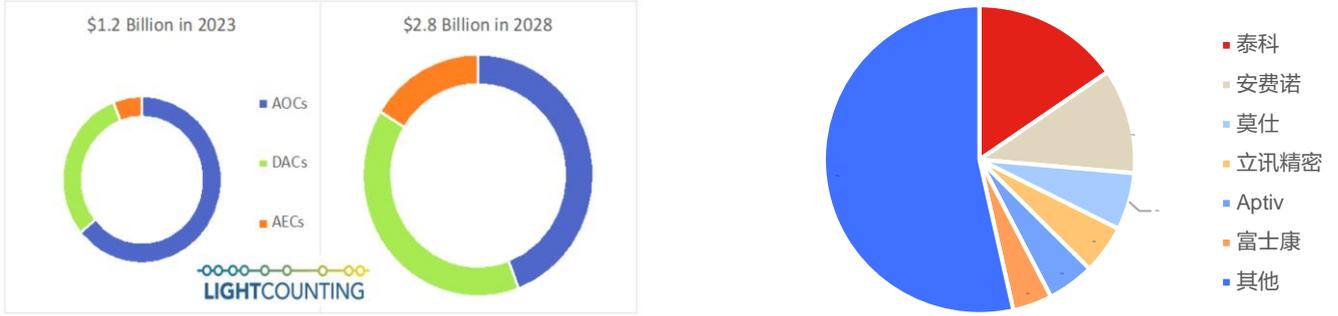
数据来源：公司官网、东方证券研究所

在电连接产品方面，公司致力于为数据与通信高速互联行业提供全方位、端到端的解决方案。无论是从芯片侧到存储、从芯片侧到 IO、还是从芯片侧到芯片侧，以及跨柜的互联，公司都能够根据客户的特定需求，提供定制化的产品方案，满足各种应用场景的独特要求。在产品方面，公司提供了丰富的选择，包括各类服务器通用标准、定制化的连接器、连接器模组、内部高速互联线缆及 Riser 等线缆模组解决方案。此外，公司还提供高速背板扣板及连接组件、外部互联连接器以及集成散热功能的一体式解决方案。为满足下一代服务器内部高速互联的需求，公司积极投入研发，推出了支持 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，公司还预研了具有前瞻性的 PCIe7.0 以及轻有源等系统解决方案。

**通讯市场前景广阔，传输增速趋势明显。**LightCounting 预计 2028 年全球高速线缆（包括有源电缆 AEC、有源光缆 AOC、无源铜线 DAC）市场达 28 亿美元，对应 23-28 年市场规模增长超一倍，23-28E CAGR18%，而 DAC 和 AEC 的销售额则分别以 25%和 45%的复合年增长率增长。到 2028 年，AOC 的市场份额预计将有所下降，而 DAC 预计将凭借其高效性和成本效益，在市场中占据更大的份额。此外，电连接传输速率提升趋势明显，高速连接器单通道传输速率逐步提升 112Gbps 甚至 224Gbps。从竞争格局来看，高速电连接领域仍主要由历史悠久、规模庞大的全球龙头企业如安费诺(Amphenol)、莫仕(Molex)、泰科(TE) 等凭借技术和规模优势占据主要份额，国内立讯技术相对领先，在高速电连接领域具有多年技术积淀，目前拥有多款 112Gbps 高速连接器产品，并积极推进 224Gbps 产品研发。

图 49：全球高速线缆市场快速增长

图 50：2021 年全球连接器市场份额



数据来源：lightcounting、东方证券研究所

数据来源：华经产业研究院、东方证券研究所

在光连接产品方面，立讯主要针对数据中心和 AI 集群开发了多种光解决方案。立讯的光连接具备从研发、仿真、制程工艺、测试完整的产品能力，同时拥有 DPO、LRO、LPO 等一系列在当下降功耗大背景的差异化解决方案，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 以及 1.6T 的产品来覆盖当下和未来 AI 的应用，未来更多项目也将不断地推进落地。公司目前 100G 产品已规模化量产出货，400G/800G 已正式量产，1.6T 产品已完成预研后续有望步入量产阶段，800G OSFP DR8 LPO 硅光模块目前已经处于重点客户送样测试阶段。

图 51：公司光连接产品



数据来源：公司官网、东方证券研究所

公司的散热解决方案同样表现出色。针对云计算、数据中心、边缘计算和通信四大核心领域，公司精心打造了涵盖风扇、热管、VC、水冷、液冷、CDU 以及集装箱温控等全方位的散热解决方案，确保各类场景的需求都能很好地满足。目前公司热管理产品包括散热模组、水冷产品、风扇产品和系统温控四个系列，针对 x86 等标准化产品，公司配合客户推出相应的产品和细化设计标准；对行业高标准要求客户，公司可提供客制化研发和制造；针对其他大部分客户，公司推出立讯标准和产品设计建议，借助柔性化制造能力进行生产制造。公司为英特尔主力合作厂商，液冷散热技术应用于众多液冷平台，散热产品得到国际头部数据中心客户的高度认可。

在电源方面，公司成功开发了从一次电源、二次电源到三次电源的整体解决方案。随着 GPU/TPU 算力的不断提升、工作电压逐渐降低、负载日益增大，为了满足更高的电力需求，公司推出了 1000W 的二次电源及其并联使用方案。同时，随着功率的增加，通过提升 BUS 电压、

降低输入电流等措施，有效降低了电源损耗。公司的电源模块产品已开始应用于多个 AI 客户的 GPU 和 TPU 的供电解决方案。

图 52: 公司热管理主要产品



数据来源：公司官网、东方证券研究所

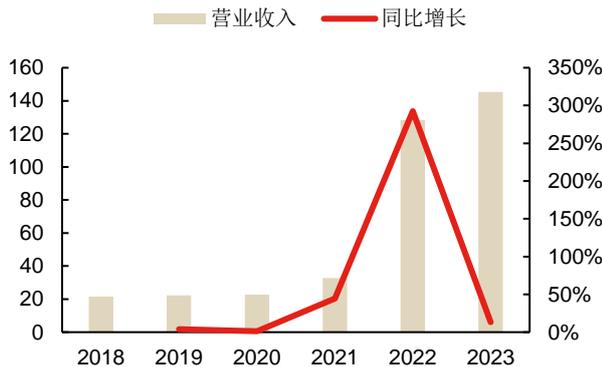
图 53: 公司电源管理产品



数据来源：公司官网、东方证券研究所

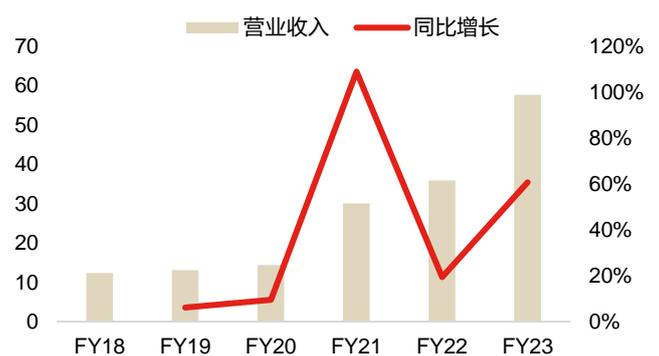
**通信业务规模不断扩大，公司持续加强研发投入。**公司通信业务整体呈现快速增长态势，2022 年实现营收 128 亿元，同比增长 293%，2023 年实现营收 145 亿元，同比增长 13%。公司通信业务的发展，一方面来自于自有业务的稳步增长，另一方面，并表汇聚科技大幅增加了公司通信业务的收入。在电连接、光连接、光模块、风冷/液冷散热部件等核心零组件上，公司海内外业务拓展成果丰硕。以 High speed Cable/Connector 为抓手，带动其他产品线的发展，成效显著。在铜连接产品的带动下，公司光模块产品已快速进入前三大数据中心客户项目，散热产品也得到国际上大的数据中心客户的认可，未来几年有望进入高速成长期，电源模块也正在进入 AI 服务器系统项目，未来公司通讯互联业务各产品线有望百花齐放。

图 54: 立讯通讯互联产品及精密组件营收（亿元）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 55: 汇聚科技营业收入（亿港元）



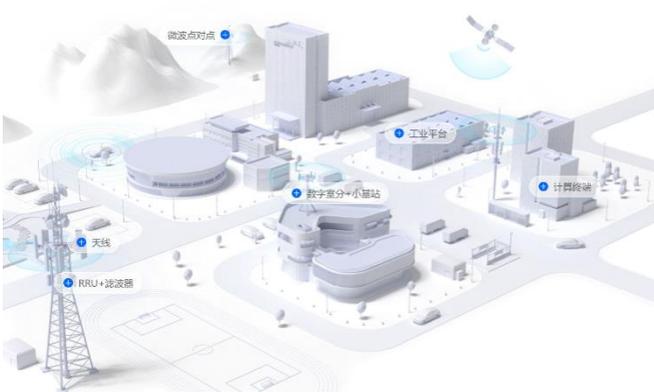
数据来源：公司公告、东方证券研究所

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组件的需求空间。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

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

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 56：公司通信互联解决方案



数据来源：公司官网、东方证券研究所

图 57：公司数据中心解决方案



数据来源：公司官网、东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 24-26 年盈利预测做如下假设：

- 1) 收入的大幅增长主要来自于消费电子领域北美大客户创新周期开启新需求以及汽车和通讯业务快速起量。
  - 消费电子：公司消费电子业务围绕北美大客户手机、耳机、手表、MR 等产品，围绕“零部件+模组+整机”持续做大做强，未来增长动能来自于 1) 北美大客户 AI 硬件创新周期有望拉动换机需求；2) 公司持续深挖大客户价值，在手机零部件价值量及份额不断攀升，立铠金属业务 Top Module、Bottom Module 份额等方面仍有提升空间。3) 平台型研发制造能力有望延伸至其他安卓及消费电子品类，带动 Non-A 业务高增长。我们预测公司 24-26 年消费电子业务营收分别为 2,103/2,448/2,639 亿元。
  - 通讯互联：公司布局通信业务超 10 年，涵盖电连接（连接器和线缆）、光连接、热管理、电源、通讯射频五大领域，从简单的服务器配套到如今 AI 服务器集成上的光电连接、散热及电源管理。未来伴随算力需求的爆发式增长，公司通过拳头产品高速电连接带动其光模块、电源、散热的发展，未来高增长可期，业绩增速有望高于公司平均增速，我们预计公司 24-26 年通讯互联业务营收分别为 209/291/391 亿元。
  - 汽车互联：公司在汽车零部件领域深耕 10 年有余，汽车产品品类在整车里的价值量布局接近 3 万元人民币。现有汽车领域几类产品当中，除稳健发展的汽车线束和连接器产品外，自动驾驶和智能座舱的域控制器相关产品、三电系统等产品均快速起量。客户方面，公司以切入海外头部新能源汽车品牌以及国内主流新势

力，并与奇瑞、广汽等整车厂合作，公司汽车业务有望在头部客户的带动下进入高速成长期，我们预计公司 24-26 年汽车互联业务营收分别为 140/223/324 亿元。

- 2) 公司 24-26 年毛利率分别为 11.9%/11.9%/12.1%。公司过去几年毛利率下滑主要由于利润率相对较低的立铠模组以及耳机及手表组装类业务高增导致营收结构变化，未来公司各项业务增长幅度相对均衡，伴随公司后续资本开支投入整体平稳且高毛利率的通讯业务占比提升，有助于公司整体公司的毛利率将小幅提升。
- 3) 我们预测公司 24-26 年销售费用率维持在 0.38%，管理费用率为 2.38%/2.37%/2.36%，研发费用率为 3.53%/3.51%/3.49%。管理费用率和销售费用率小幅下降主要考虑到销售收入的增长对费用率有一定的摊薄影响。
- 4) 投资收益：我们预测 24-26 年公司投资收益分别为 31.2/46.8/61.4 亿元，增长主要来自于参股子公司立臻组装业务份额有望持续提升。

#### 盈利预测核心假设

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>消费电子</b>					
销售收入（百万元）	179,666.9	197,183.3	210,308.5	244,763.4	263,861.2
增长率	33.4%	9.7%	6.7%	16.4%	7.8%
毛利率	11.5%	10.6%	10.7%	10.6%	10.5%
<b>通讯互联</b>					
销售收入（百万元）	12,834.4	14,538.3	20,875.9	29,086.1	39,073.3
增长率	292.5%	13.3%	43.6%	39.3%	34.3%
毛利率	11.1%	15.8%	16.3%	16.8%	17.3%
<b>汽车互联</b>					
销售收入（百万元）	6,149.4	9,252.4	13,971.1	22,270.5	32,449.0
增长率	48.4%	50.5%	51.0%	59.4%	45.7%
毛利率	16.1%	15.9%	15.5%	15.3%	15.1%
<b>电脑互联</b>					
销售收入（百万元）	11,279.9	7,492.4	8,241.6	9,065.8	9,972.4
增长率	43.6%	-33.6%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	20.3%	20.8%	20.8%	20.8%	20.8%
<b>其他连接器和行业</b>					
销售收入（百万元）	4,097.9	3,439.1	3,783.0	4,161.3	4,577.4
增长率	1.4%	-16.1%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	19.1%	18.8%	18.8%	18.8%	18.8%
<b>合计</b>					
销售收入	214,028.5	231,905.5	257,180.2	309,347.0	349,933.3
增长率	39.0%	8.4%	10.9%	20.3%	13.1%
综合毛利率	12.2%	11.6%	11.9%	11.9%	12.1%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

#### 投资建议

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

我们预测公司 24-26 年每股收益分别为 1.90/2.45/3.02 元，选取同为北美大客户产业链公司的歌尔股份（声学及整机供应商）、信维通信（天线、无线充、结构件等零组件供应商）、蓝思科技（金属、玻璃等外观结构件供应商）、水晶光电（光学元件供应商），以及汽车高速连接领域电连技术、通信高速连接领域鼎通科技为可比公司，根据可比公司 24 年 23 倍 PE 估值，对应目标价为 43.70 元，首次覆盖给予买入评级。

图 58：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2024/9/18	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E
歌尔股份	002241	18.04	0.32	0.75	1.04	1.28	56.66	24.07	17.36	14.12
信维通信	300136	17.68	0.54	0.77	1.02	1.24	32.81	22.85	17.38	14.26
蓝思科技	300433	15.00	0.61	0.78	1.05	1.27	24.74	19.18	14.24	11.77
水晶光电	002273	15.31	0.43	0.62	0.77	0.91	35.47	24.58	19.84	16.81
鼎通科技	688668	32.41	0.48	0.81	1.16	1.54	67.53	39.95	27.87	21.00
电连技术	300679	33.22	0.84	1.53	2.01	2.55	39.53	21.69	16.50	13.01
	最大值						67.53	39.95	27.87	21.00
	最小值						24.74	19.18	14.24	11.77
	平均数						42.79	25.39	18.86	15.16
	调整后平均						41.12	23.29	17.77	14.55

数据来源：Wind、东方证券研究所

## 风险提示

**大客户占比较高风险：**根据公告 23 年公司第一大客户营收占比 75%，若北美大客户产品出货量不及预期或公司与该客户合作份额、品类等有所变动，或对公司业绩产生负面影响。

**行业竞争加剧风险：**公司主营业务包括消费电子零组件、模组及智能整机产品，若该领域行业竞争加剧，将对公司份额及利润率造成一定影响，进而影响公司业绩。

**中美贸易冲突加剧风险：**若中美贸易冲突背景下关税进一步加剧，或对公司与北美大客户合作产生一定负面影响，进而影响公司业绩。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	19,367	33,620	37,284	44,846	53,441	营业收入	214,028	231,905	257,180	309,347	349,933
应收票据、账款及款项融资	26,993	24,353	27,007	32,486	36,748	营业成本	187,929	205,041	226,695	272,454	307,649
预付账款	587	487	540	649	734	销售费用	831	889	986	1,186	1,341
存货	37,363	29,758	32,901	39,542	44,649	管理费用	5,076	5,543	6,121	7,332	8,259
其他	3,982	6,011	6,046	6,118	6,175	研发费用	8,447	8,189	9,081	10,861	12,216
<b>流动资产合计</b>	<b>88,292</b>	<b>94,228</b>	<b>103,777</b>	<b>123,641</b>	<b>141,748</b>	财务费用	883	483	1,018	901	722
长期股权投资	2,000	4,233	4,233	4,233	4,233	资产、信用减值损失	894	1,296	978	1,097	1,166
固定资产	44,026	44,561	43,978	44,856	46,525	公允价值变动收益	14	210	100	100	100
在建工程	2,695	2,226	9,278	14,214	17,670	投资净收益	998	1,771	3,115	4,675	6,136
无形资产	2,696	2,663	2,561	2,458	2,356	其他	174	413	282	162	68
其他	8,675	14,081	13,329	13,206	13,206	<b>营业利润</b>	<b>11,154</b>	<b>12,860</b>	<b>15,798</b>	<b>20,453</b>	<b>24,884</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>60,092</b>	<b>67,764</b>	<b>73,378</b>	<b>78,967</b>	<b>83,989</b>	营业外收入	34	93	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>148,384</b>	<b>161,992</b>	<b>177,156</b>	<b>202,608</b>	<b>225,737</b>	营业外支出	31	68	0	0	0
短期借款	14,912	20,514	17,992	16,399	11,488	<b>利润总额</b>	<b>11,158</b>	<b>12,885</b>	<b>15,798</b>	<b>20,453</b>	<b>24,884</b>
应付票据及应付账款	50,302	46,401	51,301	61,657	69,621	所得税	667	642	902	1,168	1,421
其他	9,418	7,920	7,946	8,001	8,044	<b>净利润</b>	<b>10,491</b>	<b>12,243</b>	<b>14,896</b>	<b>19,285</b>	<b>23,463</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>74,631</b>	<b>74,835</b>	<b>77,239</b>	<b>86,057</b>	<b>89,153</b>	少数股东损益	1,328	1,291	1,245	1,609	1,724
长期借款	9,205	12,039	12,039	12,039	12,039	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>9,163</b>	<b>10,953</b>	<b>13,651</b>	<b>17,676</b>	<b>21,739</b>
应付债券	2,690	2,799	2,799	2,799	2,799	每股收益(元)	1.27	1.52	1.90	2.45	3.02
其他	3,074	2,034	2,034	2,034	2,034						
<b>非流动负债合计</b>	<b>14,969</b>	<b>16,872</b>	<b>16,872</b>	<b>16,872</b>	<b>16,872</b>						
<b>负债合计</b>	<b>89,600</b>	<b>91,707</b>	<b>94,112</b>	<b>102,929</b>	<b>106,025</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	13,441	13,975	15,220	16,829	18,553	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	7,100	7,148	7,148	7,148	7,148	营业收入	39.0%	8.4%	10.9%	20.3%	13.1%
资本公积	3,653	5,012	5,012	5,012	5,012	营业利润	36.6%	15.3%	22.8%	29.5%	21.7%
留存收益	33,409	43,470	54,985	70,011	88,319	归属于母公司净利润	29.6%	19.5%	24.6%	29.5%	23.0%
其他	1,181	680	680	680	680	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>58,784</b>	<b>70,285</b>	<b>83,044</b>	<b>99,679</b>	<b>119,712</b>	毛利率	12.2%	11.6%	11.9%	11.9%	12.1%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>148,384</b>	<b>161,992</b>	<b>177,156</b>	<b>202,608</b>	<b>225,737</b>	净利率	4.3%	4.7%	5.3%	5.7%	6.2%
						ROE	22.7%	21.5%	22.0%	23.5%	23.6%
						ROIC	14.8%	13.0%	14.0%	15.9%	17.1%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	60.4%	56.6%	53.1%	50.8%	47.0%
						净负债率	14.8%	6.5%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	1.18	1.26	1.34	1.44	1.59
						速动比率	0.67	0.85	0.89	0.94	1.05
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	7.4	9.3	10.3	10.6	10.3
						存货周转率	6.3	5.9	6.9	7.0	6.8
						总资产周转率	1.6	1.5	1.5	1.6	1.6
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	1.27	1.52	1.90	2.45	3.02
						每股经营现金流	1.79	3.86	2.40	2.65	3.14
						每股净资产	6.29	7.82	9.42	11.50	14.04
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	28.2	23.6	18.9	14.6	11.9
						市净率	5.7	4.6	3.8	3.1	2.6
						EV/EBITDA	13.7	11.8	12.1	10.0	8.5
						EV/EBIT	22.2	20.0	15.9	12.5	10.4

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、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邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

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

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。