

立讯精密 (002475.SZ) : 立足创新, 讯展万里

股票投资评级: 买入|首次覆盖

中邮证券研究所 电子团队

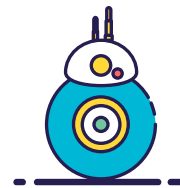
分析师: 吴文吉 S1340523050004

研究助理: 万玮 S1340123050022

中邮证券

2024年12月1日

业务版图：布局通讯、汽车电子第二成长曲线



- **内生+外延式并购，提升终端市场竞争力。**立讯精密是我国精密制造领域的领军企业，产品主要涵盖消费电子、汽车、通信、工业及医疗等领域，为客户提供一站式多品类核心零部件、模组及系统级产品。公司从连接器出发，持续推动产品创新、技术突破和工艺制程优化，借助资本市场收购，收购的方向是标的主要是具有相同产品、不同市场以及具有相同市场不同产品，一方面更快地扩大原有业务规模体量的基础上，拓展产业链上下游，另一方面，减少全球化布局时从“0”到“1”的建设风险。
- **从零部件到整机组装，深度绑定消费电子优质客户。**公司在消费电子领域实现“零件→模组→系统”的全面覆盖，深度绑定大客户，2023年公司第一大客户业务实现营收1744亿元，营收占比为75%。随着AI技术在智能手机、个人计算机、穿戴类电子产品等领域的普及与应用，终端市场迎来量价双提升，公司整体市场份额仍有提升空间，消费电子业务未来将带动公司营收继续稳健增长。
- **拥抱算力时代，AI服务器千亿市场规模。**当前AI大模型参数正快速从千亿级向万亿级甚至更大的量级跨越，庞大的运算量使得下一代AI集群在高速互联性能上有着更苛刻的要求，公司在电连接、光连接、电源、风冷/液冷散热、射频等产品上有深厚技术积累，目前在GB200NVL72单柜中，立讯精密可以提供包含电连接、光连接、电源管理、散热等产品，解决方案价值量约209万元，预计未来可接触总市场规模将达到千亿元。
- **顺应汽车市场趋势，打造全球汽车Tier1领导厂商。**随着“车路云”时代的开启、海内外自动驾驶项目的快速落地，以及智能座舱娱乐体验的日益丰富，海量的信息交互带动了智能汽车的舱内外高速互联需求，单车电子电气零部件占比快速提升。公司从线缆连接器出发，目前已经形成汽车线束、连接器、智能座舱、智能驾驶等多元化产品矩阵，在国内主流品牌客户市场打下良好的基础，已经进入快速放量的阶段；海外市场中，公司收购Leoni AG 及其下属全资子公司项目预计明年完成，汽车业务在海外实现0-1的建设。

- **盈利预测：**我们预计公司2024-2026年营业收入2630.6/3137.00/3665.9亿元，归母净利润136.0/171.5/209.5亿元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**国际贸易形势波动，技术创新风险，产品研发风险，核心技术泄密风险，行业竞争加剧风险。

盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	231,905	263,059	313,699	366,591
增长率(%)	8.35	13.43	19.25	16.86
EBITDA(百万元)	21,927	30,661	35,234	41,549
归属母公司净利润(百万元)	10,953	13,603	17,146	20,946
增长率(%)	19.53	24.20	26.04	22.16
EPS(元/股)	1.51	1.88	2.37	2.90
市盈率 (P/E)	27.00	21.74	17.25	14.12
市净率 (P/B)	5.25	4.15	3.35	2.71
EV/EBITDA	11.49	9.69	7.93	6.13

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明



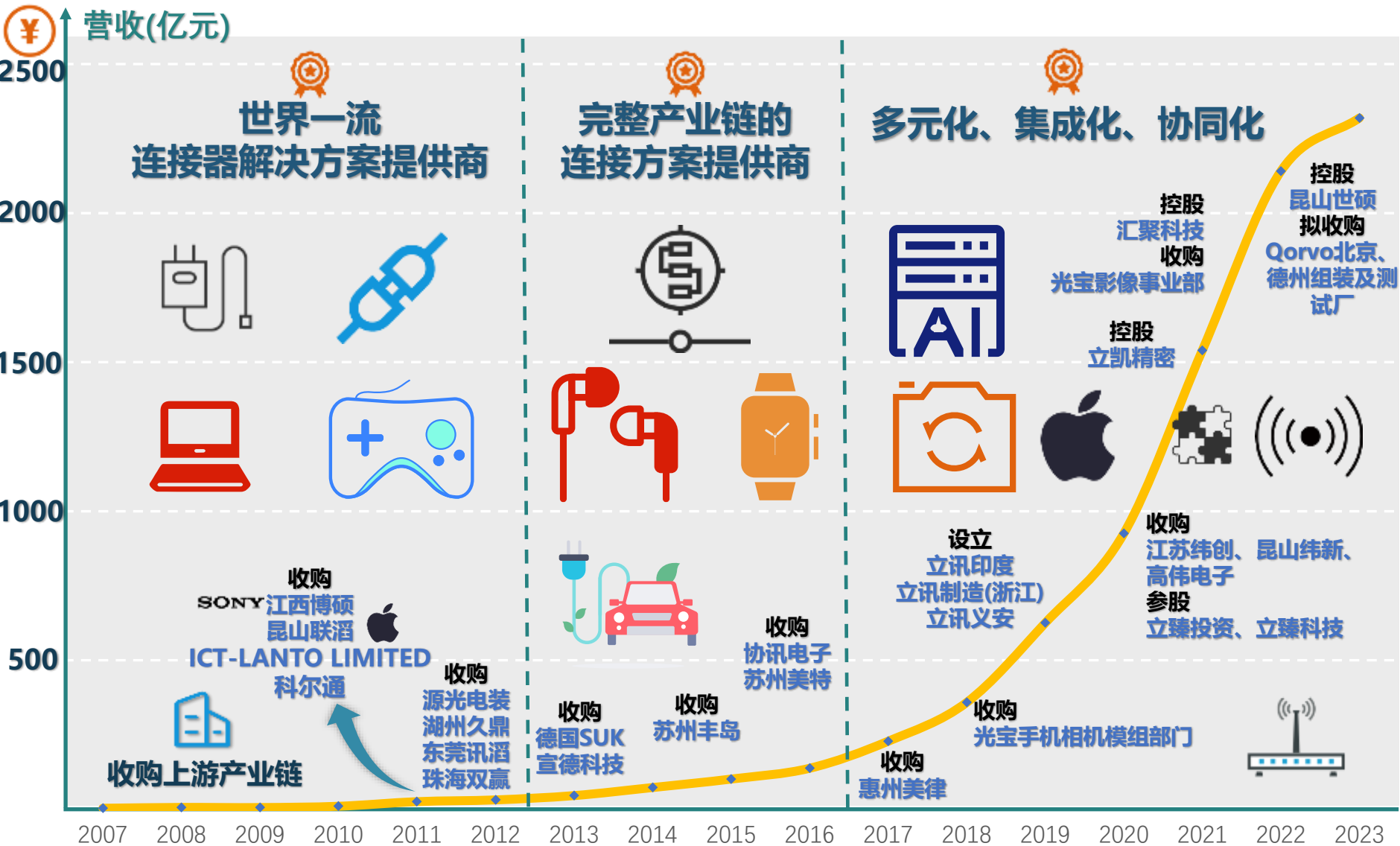
目录

- 一 | 内生+外延式并购，提升终端市场竞争力
- 二 | 从零部件到整机组装，深度绑定消费电子优质客户
- 三 | 拥抱算力时代，AI服务器千亿市场规模
- 四 | 顺应汽车市场趋势，打造全球汽车Tier1领导厂商
- 五 | 盈利预测

一

内生+外延式并购，提升终端市场竞争力

并购整合：提升终端市场竞争力



资料来源：公司官网，公司公告，中时新闻网，澎湃新闻，芯语，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

并购整合：提升终端市场竞争力

- **积极进行并购整合，切入大客户和拓展新产品。**公司借助资本市场收购，收购的方向是标的主要是具有相同产品、不同市场以及具有相同市场不同产品，一方面更快地扩充客户及产品，另一方面，减少全球化布局时从“0”到“1”的建设风险。
- 例如，2011年，立讯精密收购博硕科技（江西）有限公司，完善了连接器上游的线缆生产、获得了高压AC接插件认证，并切入索尼PS4业务；
- 2011年4月收购了昆山联滔电子股权，顺利进入苹果产业链。

资源整合：从“1”到“N”

内部团队磨合



产业链整合

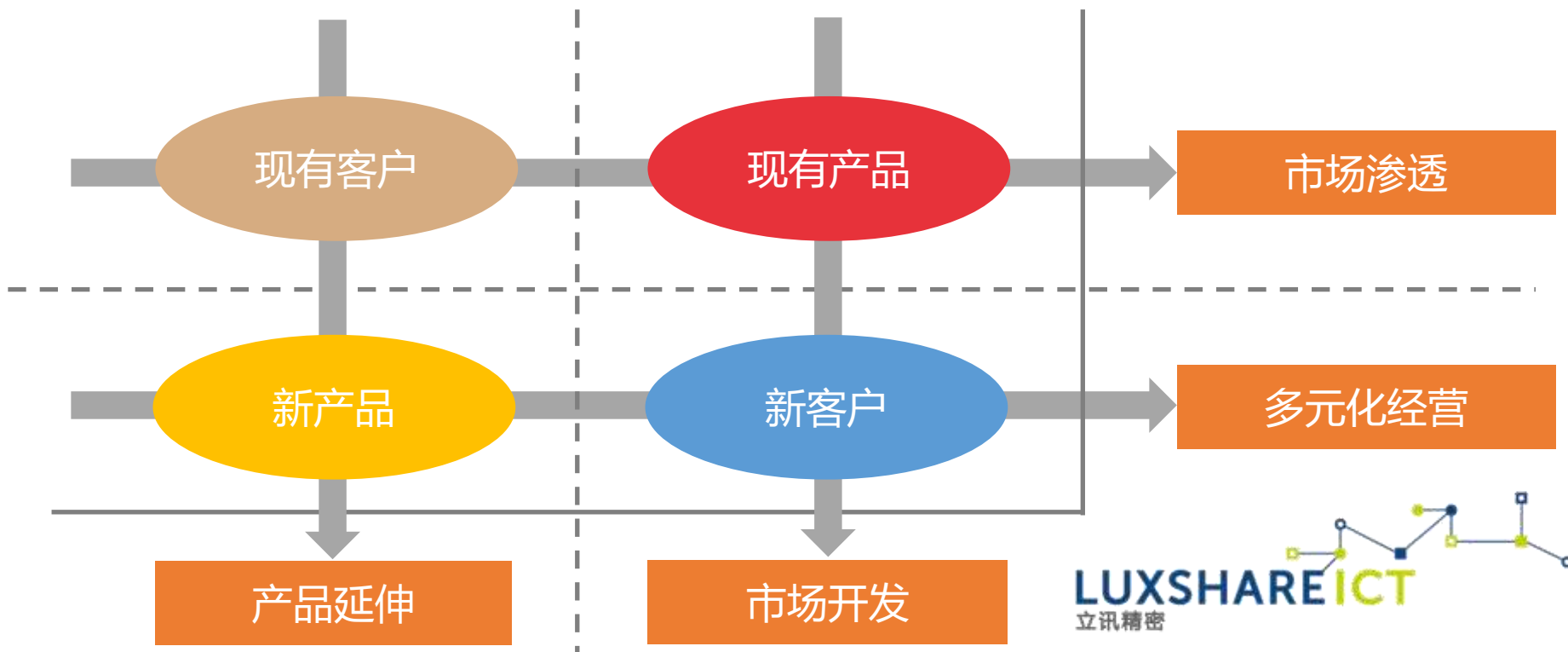


自动化能力及产能扩充

终端市场
竞争力

老产品持续迭代，新产品优于同行

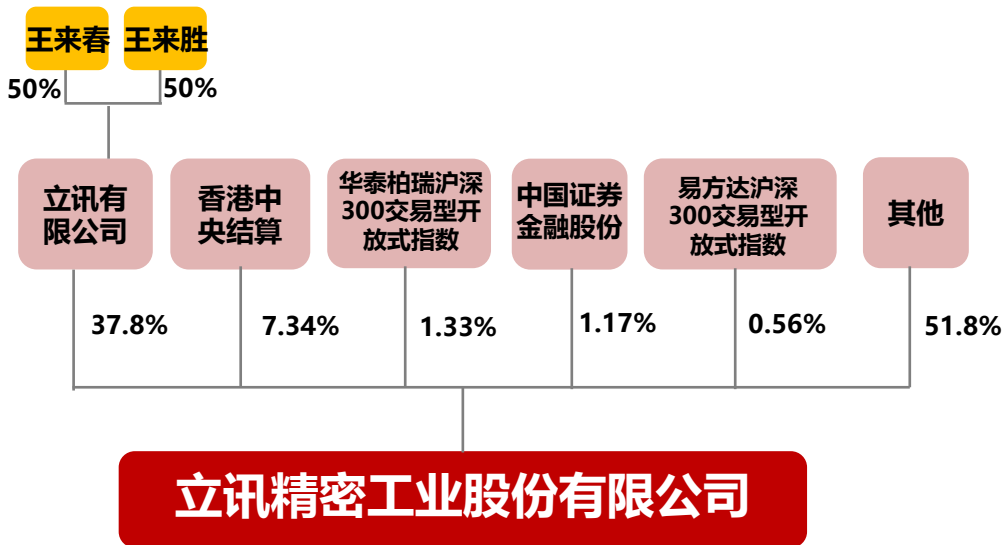
- **老客户，新产品。** 客户来赋能公司，公司选择新产品线有以下三个标准：首先必须是完整的功能产品，其次没有应用天花板，第三是竞争格局较好。即提供新的平台，配合一组有专业技术和销售背景的专家来服务客户，解决客户需求，逐渐打开市场。
- **老产品持续迭代，新产品优于同行。** 快速建立起理解产品应用的研发团队，同时，公司在精密制造方面一贯拥有优异的表现。



股权结构稳定，董事长为实控人

- **股权结构稳定。**公司控股股东为立讯有限公司，立讯有限公司是王来春、王来胜2人控股的平台，其中王来春通过立讯有限公司间接持有上市公司18.9%的股权，担任立讯精密董事长和总经理的职位。王来胜通过立讯有限公司间接控股18.9%，担任公司副董事长的职位。
- **培养“将才”和“兵王”，充分调动核心骨干的主动性和创造性。**公司持续在各个阶梯中选出高潜力、高潜质人才，采取集中或分散方式对其进行“将才”培育。同时，公司也推出“兵王计划”，在执行层中筛选类似特种兵的员工进行系统性培养。公司在2015年首次推出了股权激励计划限制性股票方案，新发行股份约1000万股，受惠核心员工1000余人。此外，公司设定了高出同行业水平的考核指标，以2014年业绩为基准，2015/2016/2017年年公司实现的净利润较2014年增长不低于67.44%/140.70%/234.88%。

图表：股权结构（截至2024.12.10）



图表：股权激励方案

授予日	2015 10.22	20180 9.25	20190 4.22	2021 12.03	2022 11.14
激励措施	股票	期权	期权	期权	期权
激励对象(人)	1143	1899	348	1097	3759
数量(万股/万份)	1000	9750	6259.5	6552	17202.1
占公告日总股本比例	0.8%	2.37%	1.52%	0.93%	2.42%

资料来源：公司公告，iFind，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

长期逻辑：纵向深耕，横向拓展

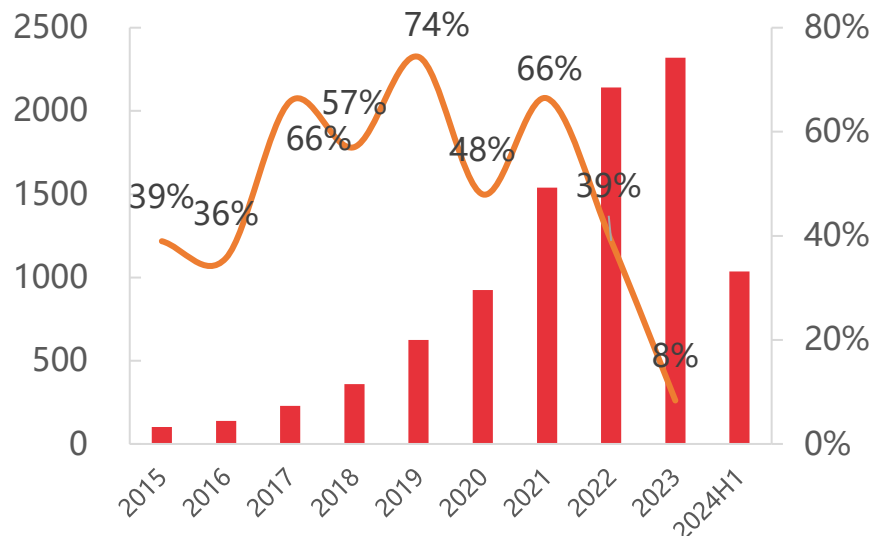
- **纵向深耕，横向拓展。** 公司从连接器出发，持续推动产品创新、技术突破和工艺制程优化，借助优质并购，扩大原有业务规模体量的基础上，拓展产业链上下游，为实现“新产品”、“新客户”的拓展创造更多的可能性。
- **从零组件到模组到系统组装。** 系统组装可以看做是零组件和模组提升的服务，有双向促进的作用。对客户而言，能够挑战很多功能模组的极限；对公司自身发展而言，可以从外观、空间、机构设计等方面给系统级组装提供更多的选择自由度。从而赋予代工以灵魂，给客户提供解决方案，给自己更大的弹性空间。



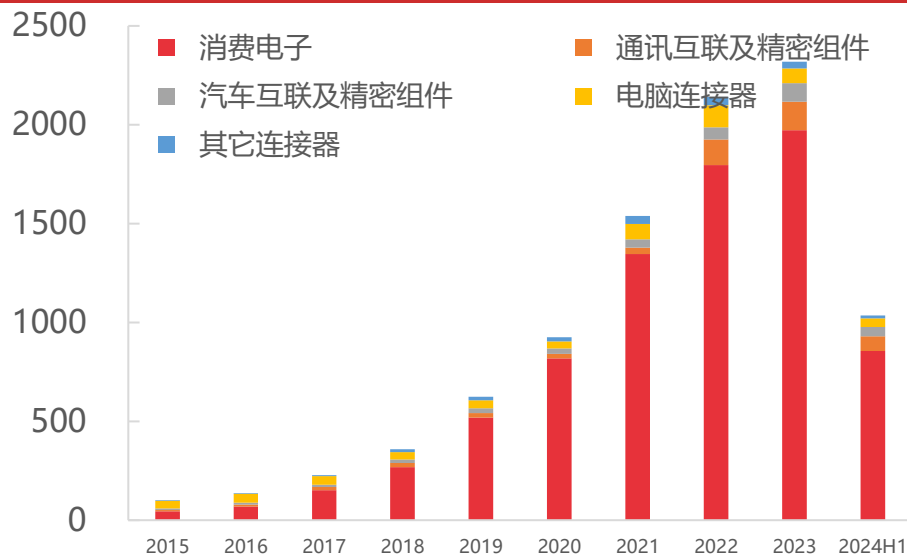
消费电子稳健增长，通信/汽车打造第二成长曲线

- 公司营收持续增长，2015~2023年营收从101.39亿元增长到2319.05亿元，年均复合增速高达47.88%，其中消费电子/通讯互联及精密组件/汽车互联及精密组件/电脑连接器/其他连接器年均复合增速分别为60.78%/46.04%/34.94%/8.54%/36.31%。
- 公司在消费电子领域实现“零件→模组→系统”的全面覆盖，深度绑定大客户，2023年公司第一大客户业务实现营收1744亿元，营收占比为75%。随着AI技术在智能手机、个人计算机、穿戴类电子产品等领域的普及与应用，拓宽了行业的成长空间，消费电子未来仍将带动公司营收稳健增长。此外，公司继续加大对于汽车及通信业务的投入，全面布局各产业链，2023年汽车和通信营收占比超过10%，开辟公司第二成长曲线。

图表：2015-2024H1营业收入（亿元）



图表：2015-2024H1营业收入拆分（亿元）



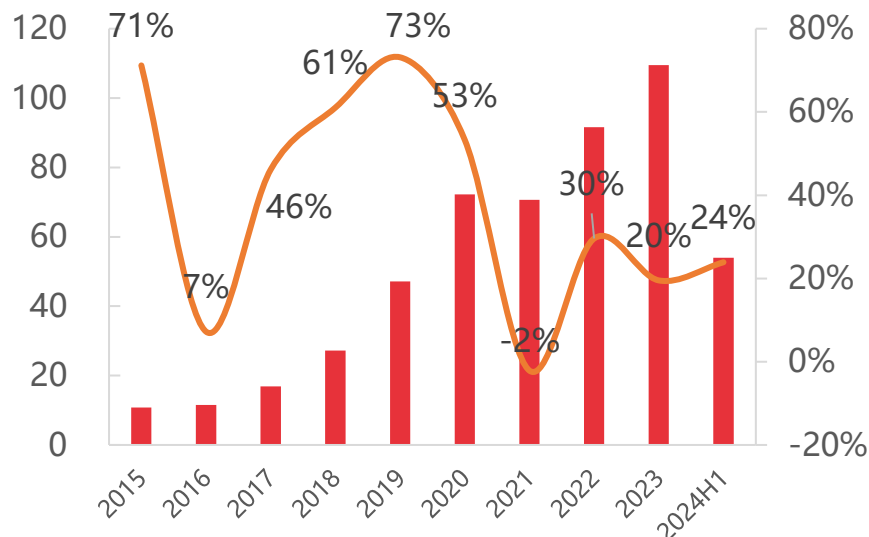
资料来源：iFind，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

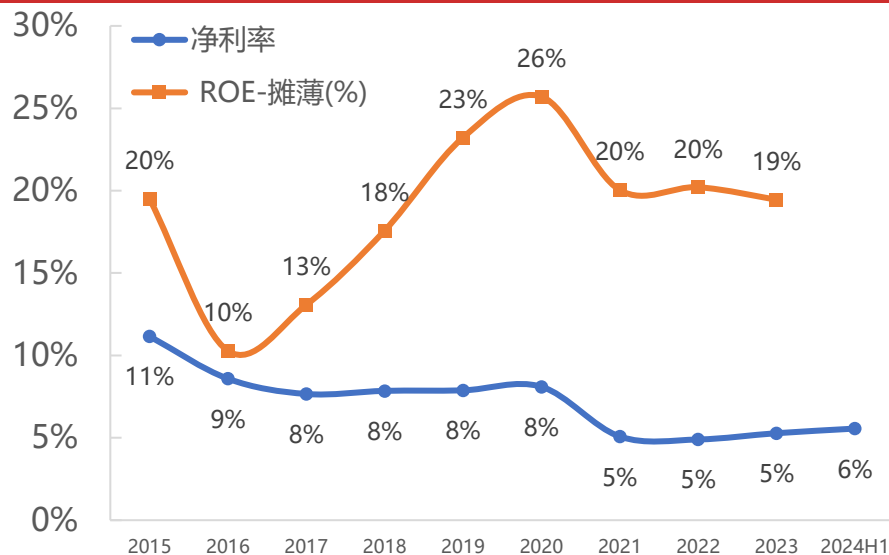
内生项目严格控制，外延实现“熵增”到“熵减”

- **净利润整体呈现增长态势**，2015~2023年利润从10.79亿元增长到109.53亿元，年均复合增速达33.6%，其中2021年净利润出现波动主要是因为手机精密显示结构模组产品的前期开发和自动化优化资源投入较大，且该产品成本结构中的物料占比较高，此外，在经历了产业/市场及消费者对智能声学可穿戴产品的强劲需求后，智能声学可穿戴产品出货情况出现较大幅回调。
- **内生项目严格控制，外延实现“熵增”到“熵减”**。公司ROE整体趋势稳定，绝对值在同行业领先。从内生角度来看，公司在选择新项目时，会严格考察项目的短/中/长期的ROE水平，偏好长期稳定状态下ROE水平保持在20%以上的项目。从外延角度看，每次增资扩股进行外部收购后，被收购方在财务和管理上的缺点短期内对公司整体ROE造成拖累，经过公司管理整合后实现经营效率的提升，给股东带来更高的收益。

图表：2015-2024H1归母净利润（亿元）



图表：2015-2024H1净利率及ROE (%)



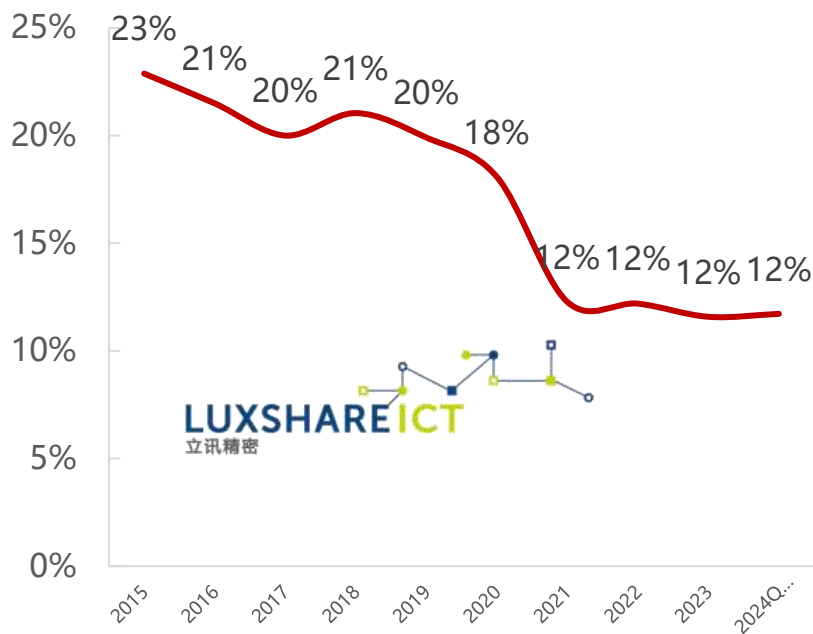
资料来源：iFind，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

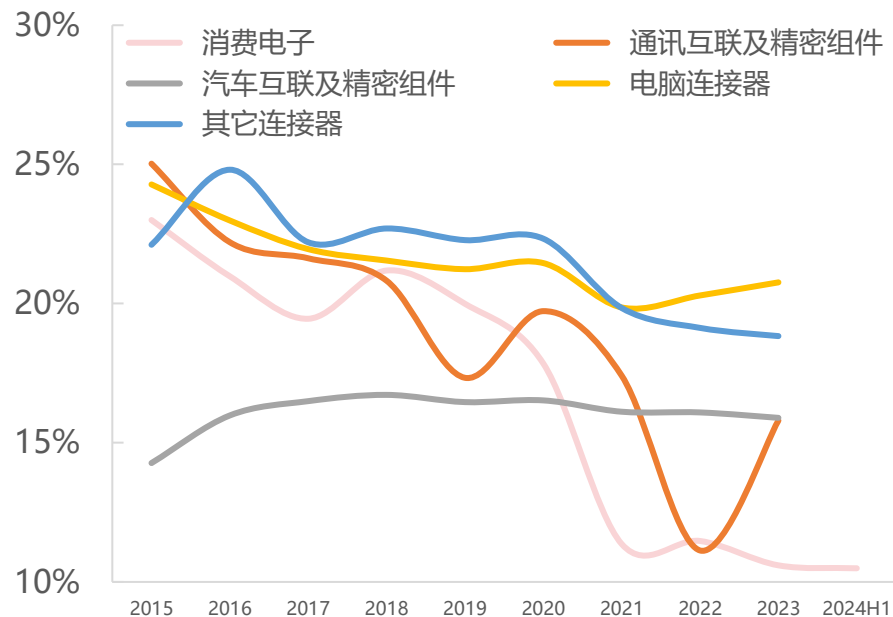
原材料价格波动扰动短期毛利率，24年有所恢复

- 综合毛利率自2021年开始下滑，主要系全球“缺芯少料”、大宗原材料价格和物流运输成本单边上扬，部分新产品量产落地与出货时间出现不同程度递延。除大环境外，部分新产品/新业务在高速成长下的学习曲线及部分老产品的正常周期属性也给毛利率带来一定压力。2024H1毛利率对比以往有所提升，公司每一个板块、每一个细分领域、每一个BU\BG会设立阶段性的目标，过去三年基本完成。细分业务来看，消费电子业务近年来毛利率出现下滑主要系产品结构中模组及系统组装占比提升；通信业务2022年受到地缘政治因素影响，2023年毛利率有所回升；汽车业务总体毛利率平稳。

图表：2015-2024H1毛利率走势 (%)



图表：2015-2024H1细分产品毛利率 (%)



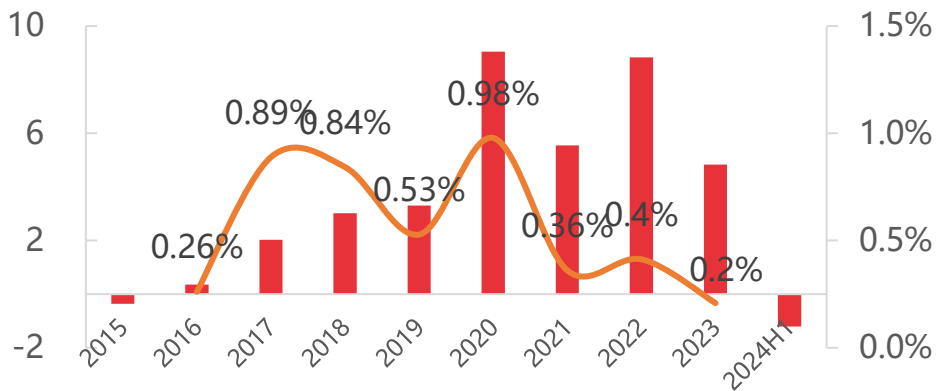
资料来源：iFind，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

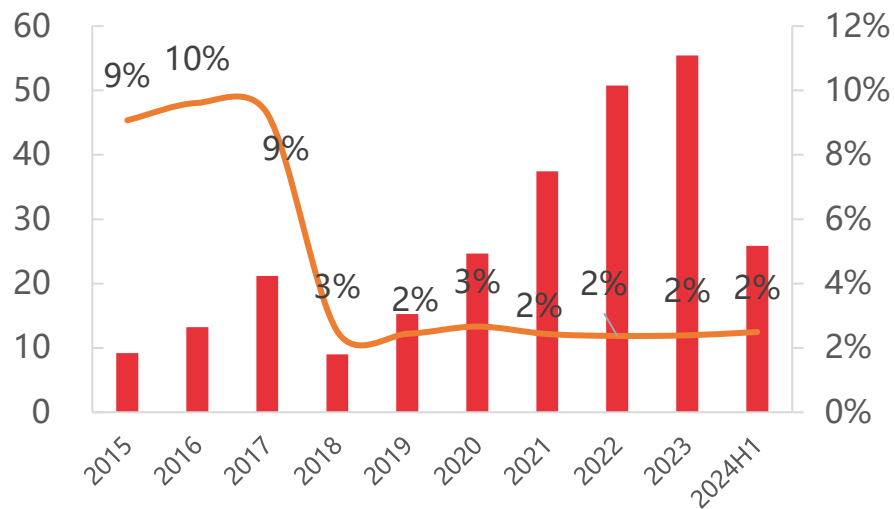
数智化转型，降低费用

■ **数智化转型促使销管研费用的管控更高效和财务费用的降低。**公司运用数智化平台，从底层数据采集到中间的大数据平台到上层的数字化可视再到使用AI平台去展示。依托工业物联网和工业大数据两大平台，以大数据/AI为技术手段，以互联互通为基础，将数据变成有用的信息，最终体现价值、实现增值，变成财务效益。

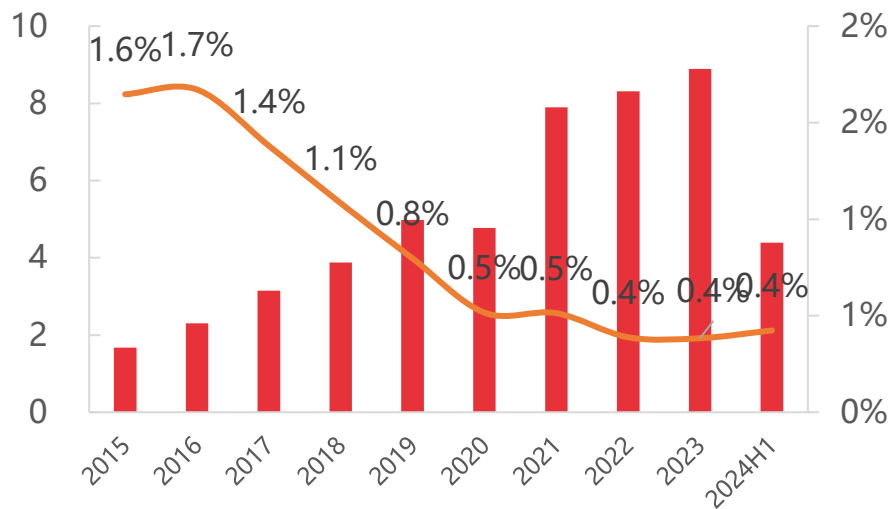
图表：逐年财务费用及收入占比（亿元/%）



图表：逐年管理费用及收入占比（亿元/%）



图表：逐年销售费用及收入占比（亿元/%）



资料来源：iFind，中邮证券研究所整理

- 公司自动化产线主要都是柔性模块化，可以减少基本架构投资，超过60%的自动化设施可以在不同的产品生产重复利用。公司利用大量的视觉机器人对产品做尺寸量测、外观检查，基于大数据对外观进行判断。
- 自动化变成泛用共享平台，而不是客制的自动化。例如做消费连接器的平台可以用于通讯连接器，或者将连接器自动化平台用于生产小型电机，将更多的泛用自动化变成公司永久性资产而不是负担。
- 透过智能制造来反馈前端的定位调整，不论是材料、设备定位调整或是对前端模组的调整，正如模拟仿真的效果，可以让研发团队提前借鉴，该平台无需再通过收集大量数据制作模型，而是在现有生产数据基础上增加异常因子，能够快速分析问题所在，对于复杂产品尤为重要，产品问题大多不是单点问题，而是综合性问题，因此必须要有智能制造平台才能进行精准分析、发现问题。



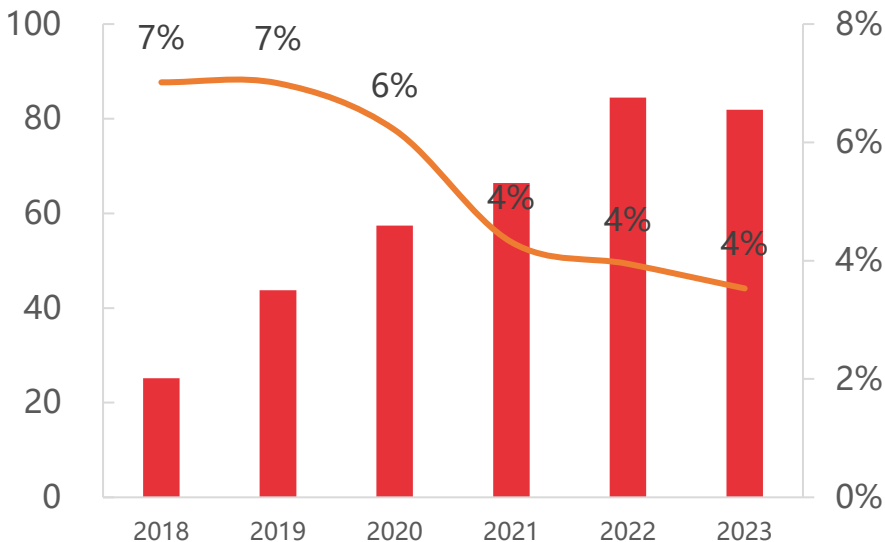
资料来源：中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

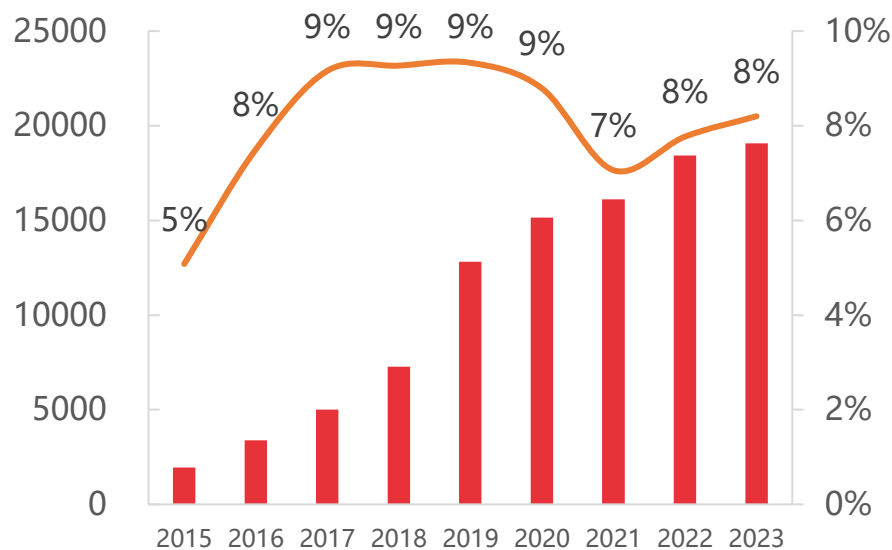
研发投入及研发成果均呈稳步上升态势

- **历年来，公司研发投入及研发成果均呈稳步上升态势。**在研发投入方面，公司近三年累计研发投入 232.78 亿元，其中报告期内 81.89 亿元；在研发成果方面，公司 2023 年新增专利1,527 项，累计拥有 6,202 项。
- 在研发投入方面，公司采取了有针对性的策略，将研发资源分为前沿科技投入和产品迭代投入两大方面。前沿科技投入占整体研发费用的约30%，专注于底层材料、工艺和制程等领域的创新研发。这一投入旨在支持公司中长期的产品与业务规划，从零开始到逐渐获得第二供应商和同步开发的机会，未来在全球行业中占据领先地位。产品迭代投入则集中在因应产品的迭代升级而进行的工艺制程革新的开发上，从新产品的概念形成，到新产品导入（NPI）、验证及量产出货。

图表：逐年研发费用及收入占比（亿元/%）



图表：逐年研发人员及人员占比（人/%）



资料来源：iFind，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

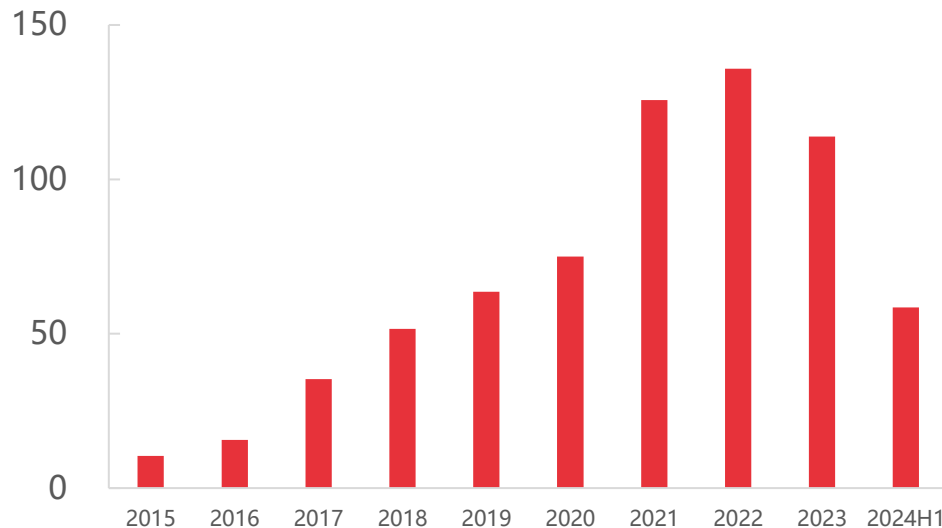
业务全球化布局，海外产能占比提升

- 在全球多个国家与地区搭建了开发、销售、FAE（现场技术支持）与智能制造相配合的产品供应体系，包含产品的前端设计、开发、制造、测试及销售，为全球领先客户提供全方位的产品落地服务。从产能布局看，公司四分之一产能在海外，四分之三在国内。预计五年内调整为海外产能占比提高至30%，国内占比下降到70%，变动主要集中在汽车及通讯产业。
- 公司在投资过程中，更侧重于在产品早期开发阶段进行柔性平台的搭建。当前公司海内外的厂房建设基本完成，CAPEX的投资高峰期已过，未来，公司的投入会结合对现有柔性制造平台的沿用，整体CAPEX投资金额还会有所下降，特别是通信、汽车产业以及消费电子产业的大客户业务方面。

图表：业务全球化布局



图表：逐年资本性支出 (亿元)



资料来源：公司官网，iFind，公司公告，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

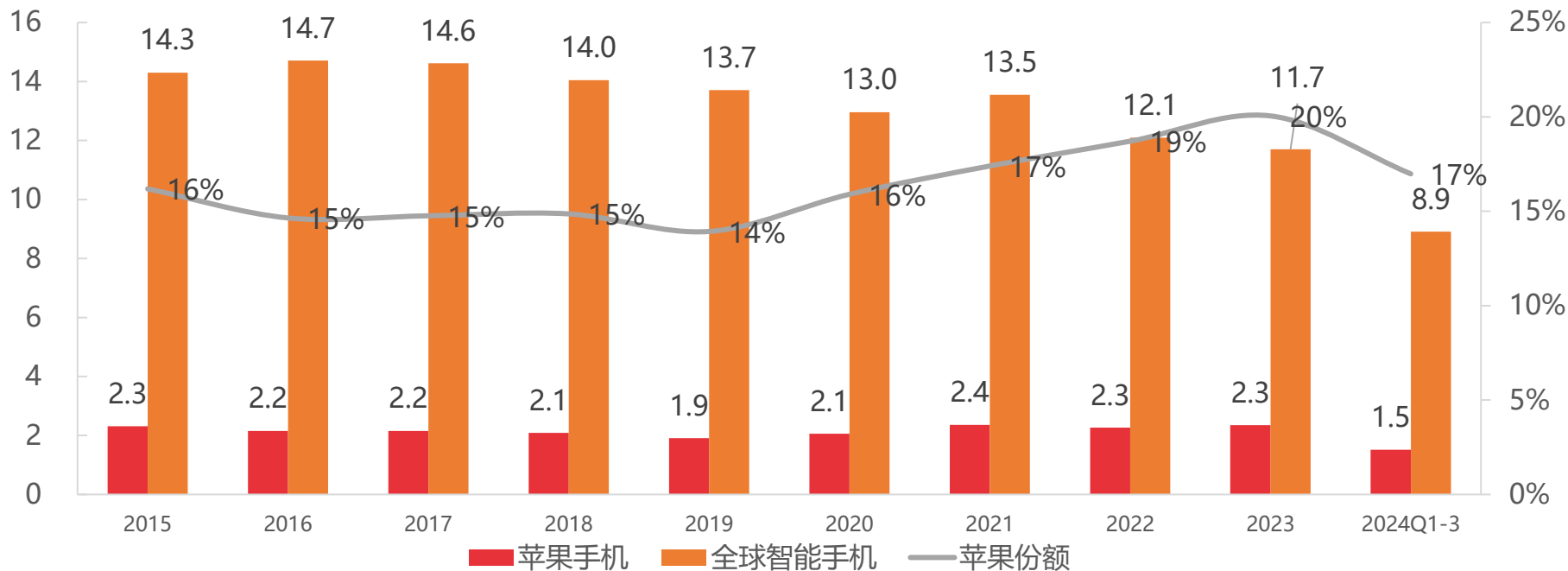
二

从零部件到整机组装，深度绑定消费电子优质客户

智能手机市场复苏，AI手机创新周期开启

- 受宏观经济及年初库存量增加影响，2023年全球智能手机出货量11.7亿部，同比下降3.2%，其中第四季度同比增长8.5%，出货量达到3.261亿台，高于之前7.3%的预期增长。2024年前三季度全球智能手机出货量8.9亿部，连续5个季度出现增长。
- 2023年苹果成为智能手机全球销量第一，市场份额达到20%。随着Apple Intelligence扩展到新市场，以及支持更多语言的情况下，未来苹果手机在全球市场将保持增长趋势。

图表：全球智能手机及苹果手机出货量（亿台）

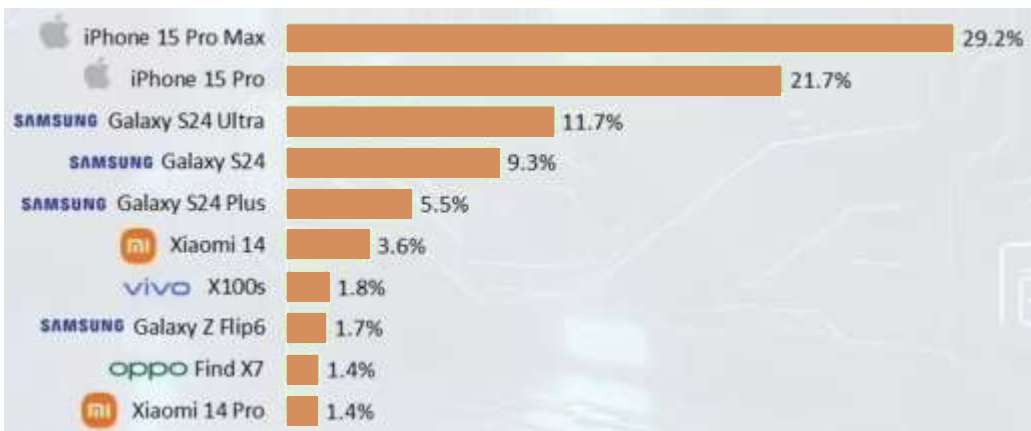


资料来源：IDC，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

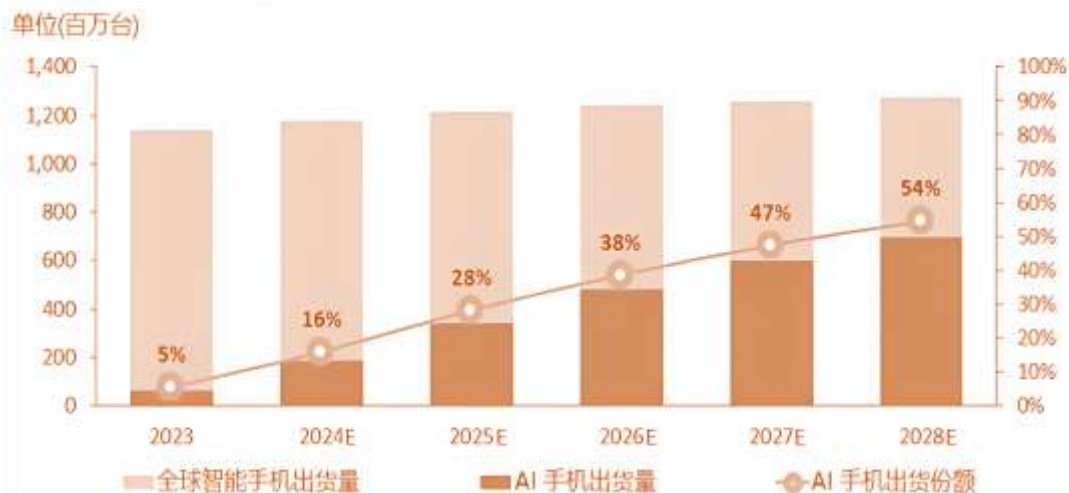
随着技术成熟，预计2028年AI手机渗透率超50%

图表：2024Q2全球AI手机厂商排名



- 据Canalys预测2024年AI手机渗透率将达到16%，并且这一数字将在未来几年快速成长，预计2028年渗透率超过50%。
- 苹果24Q2出货AI手机1800万台，占据了AI手机51%的市场份额。在Apple Intelligence服务的加持下，苹果未来将实现进一步的价值增长，并通过差异化策略进一步鼓励用户选购Pro系列机型。

图表：全球智能手机、AI手机出货量及其市场份额的变化趋势（百万台）



图表：2024Q2全球AI手机厂商排名

排名	厂商	出货量	市场份额
#1	苹果	1810万	51%
#2	三星	1030万	29%
#3	vivo	240万	7%
#4	小米	240万	7%
#5	OPPO	110万	3%

资料来源：Canalys，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

Apple Intelligence持续完善，推动AI手机升级

- Apple Intelligence是一套个人智能系统，将生成式模型与用户的个人语境结合在一起，协助用户进行沟通、完成工作。其中，Writing Tools深度集成于iOS、iPadOS和macOS系统，帮助用户优化语言，可在几乎任何文本输入处对输入文本进行改写、校对和摘要，包括邮件、信息、备忘录、Pages文稿及各类第三方app；Siri变得更加自然灵活，与系统体验的集成更加深入；照片app变得更加智能，新增多种实用功能。自然语言搜索让用户仅需输入所需搜索结果的描述文本，便可搜索几乎任意内容；Priority Messages功能会在邮件app的收件箱最上方单独划出一个区域，显示最紧急的电子邮件，此外还有Smart Reply功能，为用户提供快速回复建议，还能识别邮件中的问题，确保所有问题都得到回应。

图表：目前Apple Intelligence部分功能及支持机型一览



iPhone 16
A18

iPhone 15 Pro
A17 Pro

iMac
M1 and later

iPhone 16 Plus
A18

iPad Pro
M1 and later

Mac mini
M1 and later

iPhone 16 Pro Max
A18 Pro

iPad Air
M1 and later

Mac Studio
M1 Max and later

iPhone 16 Pro
A18 Pro

MacBook Air
M1 and later

Mac Pro
M2 Ultra

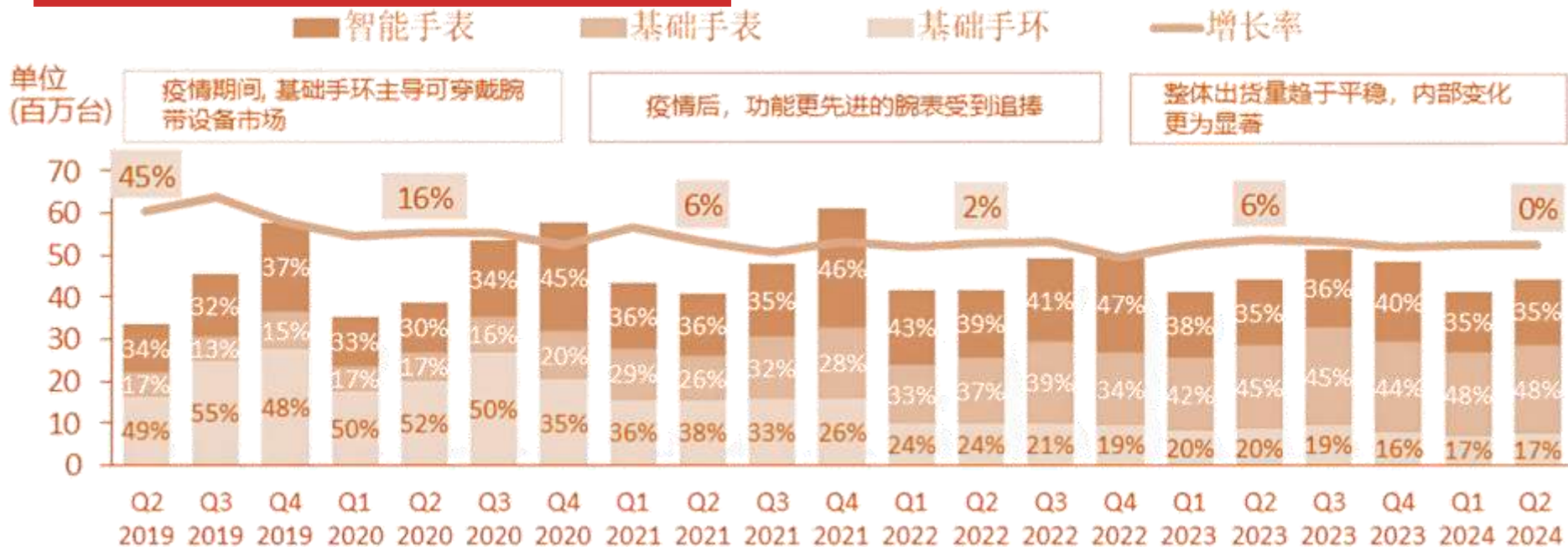
iPhone 15 Pro Max
A17 Pro

MacBook Pro
M1 and later

随着市场需求变化，手表类逐步成为市场主力

- 据Canalys统计，2024年第二季度全球可穿戴腕带设备市场出货量稳定在4430万台左右，同比增长0.2%。疫情期间，消费者对心率、血氧等基础健康跟踪功能的需求有力地推动了可穿戴市场的迅猛扩张。其中，基础手环凭借较高的性价比，吸引了多数消费者，成为可穿戴腕表市场的主力。
- 疫情结束后，消费者对健康监测的需求超出了普通的心率、血氧监测等，功能较多的基础手表和智能手表逐步获得市场的追捧，截至2024年Q2，基础手表和智能手表在全球可穿戴腕带设备市场上占据超过80%的份额。

图表：全球可穿戴腕带设备出货量（单位：百万台）



资料来源：Canalys，电子工程专辑，中邮证券研究所整理

智能手表领域，Apple Watch份额持续领先

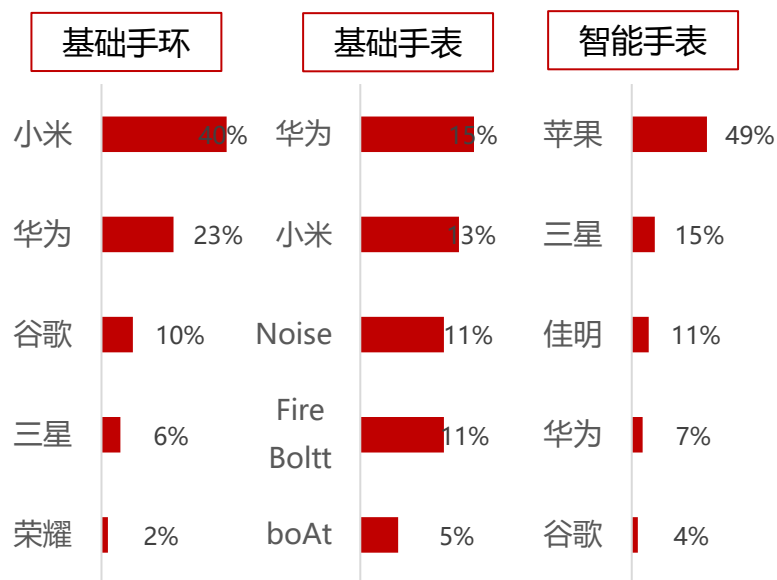
- 尽管24Q2整体可穿戴腕带设备出货量增长放缓，但部分品牌积极推动技术创新和产品变革，刺激消费者需求。据Canalys统计，苹果可穿戴腕带设备出货量为770万台，市场份额达到17.4%，虽然出货量同比下滑5%，但在可穿戴设备市场仍然位列全球第一。
- 智能手表的出货量在经历连续六个季度的下滑后，2024年二季度出货量同比回升0.1%，与去年同期基本持平。苹果在这一市场仍占据主导地位，出货量占全球智能手表市场的49%。生成式AI技术在智能手机市场中的应用已经达到了新的高度，这一趋势有望在可穿戴设备市场延续。

图表：全球各品牌可穿戴腕带设备出货量、份额（单位：百万台）

	2024Q2 出货量	2024Q2 市场份额	2023Q2 出货量	2023Q2 市场份额	年增长 率
苹果	7.7	17.4%	8.1	18.3%	-5%
华为	6.0	13.5%	4.3	9.7%	40%
小米	5.9	13.3%	4.8	10.8%	23%
三星	2.8	6.4%	2.3	5.2%	23%
Noise	2.4	5.4%	3.5	8.0%	-32%
其他	19.5	44.1%	21.2	48.1%	-8%

注：小米包括子品牌红米

图表：2024年Q2各品牌细分品类份额



资料来源：Canalys，电子工程专辑，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

Apple Watch迭代更新，满足消费需求

	数字系列	SE系列	Ultra系列
2015	Series1 首代发布		
2016	Series2 50M防水、双核、GPS、1000尼特		
2017	Series3 eSIM、性能提升70%		
2018	Series4 尺寸增加2mm、边框缩小、LTPO、ECG、性能提升100%		
2019	Series5 全天候显示、指南针		
2020	Series6 性能提升20%、血氧、高度计、充电速度提升	SE 1 缺少血氧监测和心电图功能	
2021	Series7 尺寸增加1mm、边框缩小、快速充电、超宽带芯片		
2022	Series8 体温检测、车祸检测	SE 2 性能提升、车祸检测	Ultra 1 首代发布、更大电池、屏幕、防水
2023	Series9 2000尼特、手势控制、超宽带芯片二代		Ultra 2 3000尼特、手势控制、超宽带芯片
2024	Series10 广视角OLED显示屏、超薄、健康功能更新		

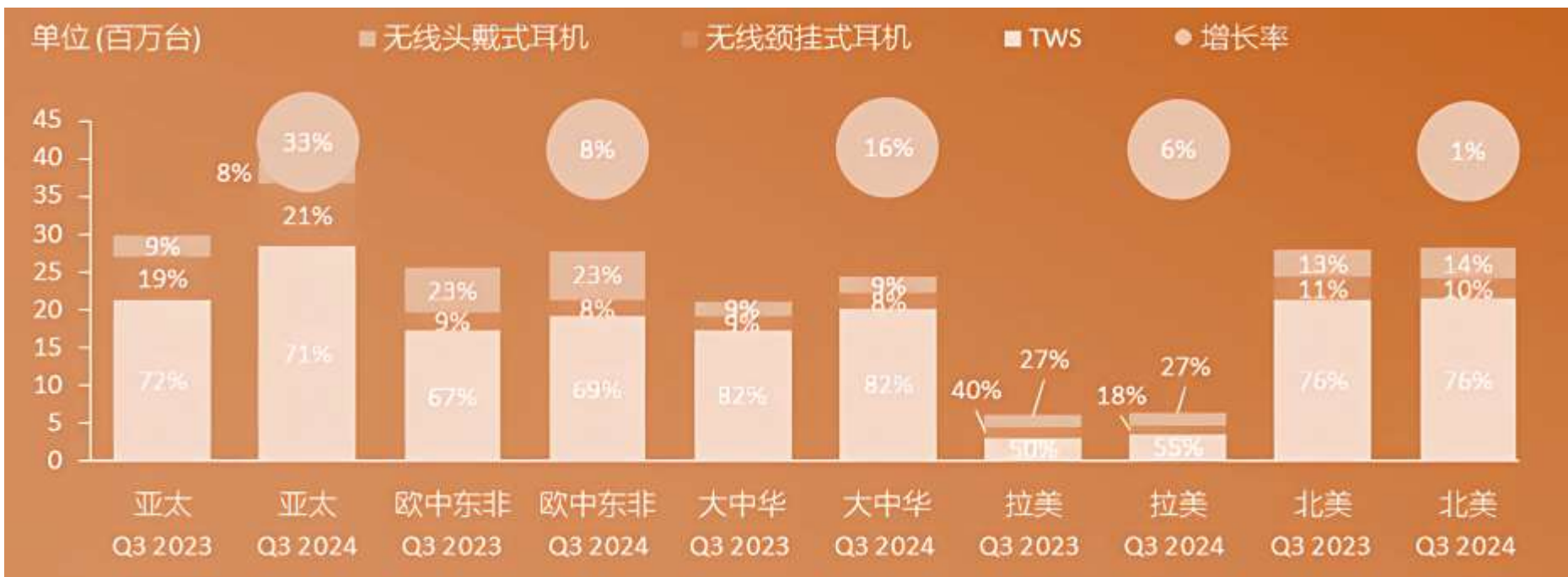
资料来源：什么值得买社区，苹果官网，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

个人智能音频设备走出低迷，强势反弹

- 2024年Q3全球个人智能音频设备市场出现强势反弹，总出货量逼近1.26亿件，同比增长15%，连续第三个季度实现环比提升。个人智能音频设备市场已经脱离2023年市场低迷的影响，全球范围内实现普遍性的增长。
- 从产品品类来看，主要的产品类别均已实现两位数的增速，其中，开放式耳机市场受消费者健身需求的拉动，在2024年第三季度增速显著，开放式耳机的出货量占整体市场的6%，但是同比增速几乎翻了三倍。

图表：全球个人音频设备出货量（按区域划分）



资料来源：Canalys，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

端侧AI兴起，Air pods依旧引领市场

- 云端大模型的兴起除了对 AI 手机、PC 带动外，个人智能音频也是会受益于端侧AI的发展，2024年Q3全球个人智能音频设备市场总出货量逼近1.26亿件，其中苹果（包括Beats）虽然出货量同比下滑9.2%，但是份额依旧排在全球首位，达到16.9%。
- 今年第三季度全球TWS真无线耳机销量为9230万台，同比增长15.5%，行业保持较强的活力。据Canalys统计，Q3 TWS耳机中苹果（包括Beats）份额达到21.4%，在全球销量前五的厂商中实现了断崖式领先，新款AirPods Pro由全新H2芯片驱动，解锁了突破性的音频表现，对主动降噪和通透模式进行了重大升级，同时通过独特方式为用户带来更加身临其境的空间音频体验，未来销量有望迈上新台阶。

图表：24Q3全球个人智能音频设备出货量（单位：百万台）

	2024Q3 出货量	2024Q3 市场份额	2023Q3 出货量	2023Q3 市场份额	年增长 率
苹果	21.3	16.9%	23.4	21.3%	-9.2%
三星	11.0	8.7%	9.2	8.4%	19.4%
Boat	10.4	8.2%	6.5	5.9%	59.6%
小米	7.1	5.7%	4.3	3.9%	64.5%
索尼	5.6	4.4%	5.2	4.7%	7.3%
其他	70.8	56.1%	61.4	55.8%	15.3%

图表：24Q3全球TWS出货量（单位：百万台）

	2024Q3 出货量	2024Q3 市场份额	2023Q3 出货量	2023Q3 市场份额	年增长 率
苹果	19.8	21.4%	21.8	27.3%	-9.3%
三星	8.3	9.0%	6.7	8.3%	25.1%
Boat	7.6	8.2%	5.2	6.5%	45.5%
小米	6.9	7.5%	4.1	5.2%	66.5%
华为	3.7	4.0%	2.4	3.0%	55.2%
其他	46.0	49.9%	39.7	49.7%	15.9%

注：苹果包括Beats，三星包括Harman

资料来源：Canalys，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

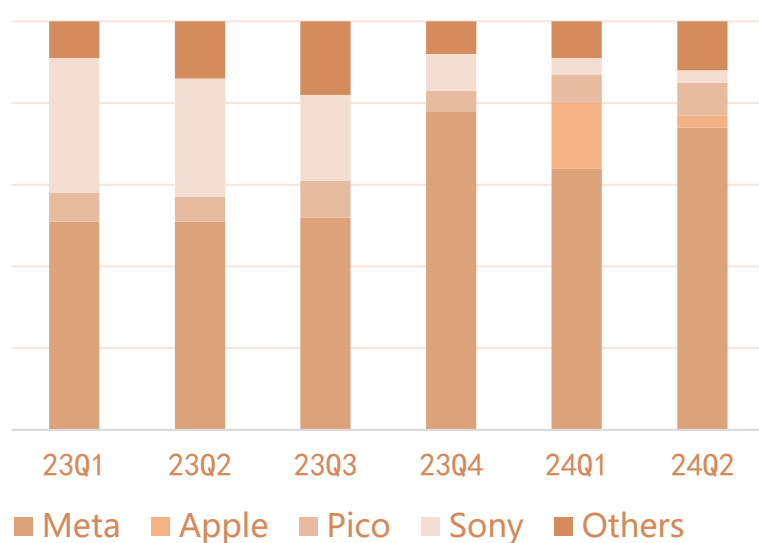
MR软硬件升级，开启空间计算时代

- VR是纯虚拟数字画面，而AR虚拟数字画面加上裸眼现实，MR是数字化现实加上虚拟数字画面。从概念上来说，MR与AR更为接近，都是一半现实一半虚拟影像，但传统AR技术运用棱镜光学原理折射现实影像，视角不如VR视角大，清晰度也会受到影响。智能硬件最后都会从AR技术逐步向MR技术过渡，MR通过一个摄像头让消费者看到裸眼都看不到的现实，AR只管叠加虚拟环境而不管现实本身。
- 据IDC预测，全球AR/VR头显出货量将从2024年的670万台增长到2028年的2290万台，复合年增长率36.3%，其中AR和VR的融合拉动MR设备的增长，预计2028年成为市场主力，份额达到70%以上。同时，具有简单平视显示器或内容镜像功能的ER设备将占据超过四分之一的市场份额。

图表：全球AR/VR头显出货量预测（单位：百万台）



图表：全球VR市场格局



资料来源：IDC, 199IT, Counterpoint, 中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

换机周期叠加产品升级，刺激平板需求回升

- **换机周期叠加下游品牌厂商产品的升级迭代，消费需求逐步回暖。**2024年第三季度全球平板电脑市场出货量为3,960万台，同比增长20.4%。随着AI技术逐步被集成到平板电脑之中，刺激消费者的换机需求，并且有望推动市场均价提升。
- 苹果24Q3出货量为1,260万台，同比增长1.4%，市场份额31.7%，从7月开始的“返校季”促销活动促进了iPad Air的销售。

图表：24Q2全球平板电脑市场主要厂商出货量（单位：百万台）

	2024Q3 出货量	2024Q3 市场份额	2023Q3 出货量	2023Q3 市场份额	年增长率
苹果	12.6	31.7%	12.4	37.7%	1.4%
三星	7.1	17.9%	6.0	18.2%	18.3%
亚马逊	4.6	11.6%	2.2	6.6%	111.3%
华为	3.3	8.2%	2.3	6.9%	44.1%
联想	3.0	7.6%	2.6	8.0%	14.7%
其他	9.1	22.9%	7.4	22.6%	21.8%
总计	39.6	100.0%	32.9	100%	20.4%

从零部件到整机组装，深度绑定优质客户

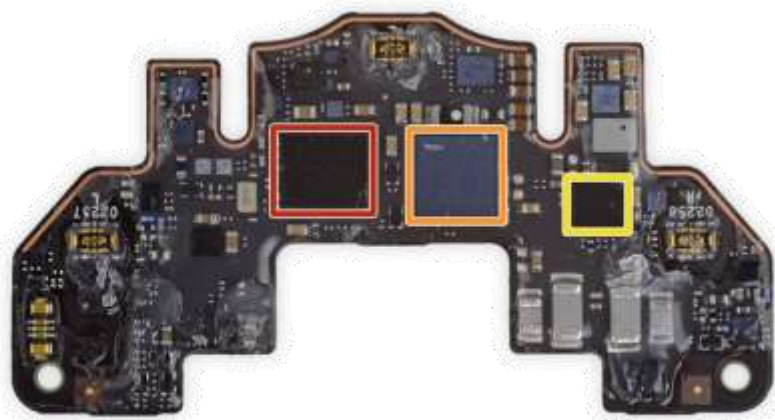
	主要产品	供货产品
2011	MacBook、 iPad	连接线
2013	MacBook、 iPad、 iPhone	lightning 接口 (苹果公司制作的专属连接器)
2016	iPhone	转接头
2017	AirPods/AirPods Pro	组装
	iPhone	声学器件
2018	AirPods/AirPods Pro	组装
	iPhone	天线、无线电充电接收器
2020	iPhone 12 mini、 Apple Watch、 AirPods/AirPods Pro	组装
2021	iPhone 13 Pro、 Apple Watch、 AirPods/AirPods Pro	组装
2022	iPhone 14 Pro Max、 Apple Watch、 AirPods/AirPods Pro	组装
2023	iPhone 15 、 iPhone 15 Plus、 iPhone 15 Pro、 Apple Watch、 AirPods/AirPods Pro、 Apple Vision Pro	组装
2024	iPhone 16、 iPhone 16 Plus、 iPhone 16 Pro、 iPhone 16 Pro Max、 Apple Watch Series10、 Apple Watch Ultra 2、 AirPods	组装

资料来源：第一财经，澎湃新闻，集微网，国是直通车，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

- **以SMT为基础开始发展，延伸进入SiP领域。** Air Pods内部具有数十个模组和上百个元器件，精密程度比较高，模组集成复杂，良率问题非常关键。要想实现设备小型化和轻薄化，主要有两种技术方案：一是系统单芯片SoC，再一个是系统化封装SiP，其中SiP是超越摩尔定律下的重要实现路径，具有开发周期短、功能更多、功耗更低、性能更优良、成本价格更低、体积更小、质量更轻等优点。公司从SMT基础开始发展，延伸进入SiP领域，满足下游客户需求。
- 2016年公司通过昆山联滔，收购苏州美特股权，正式跨界声学。
- 2017年，立讯精密用过硬技术提升产品良率，获得苹果AirPods代工资格，公司业绩飞升一个台阶。

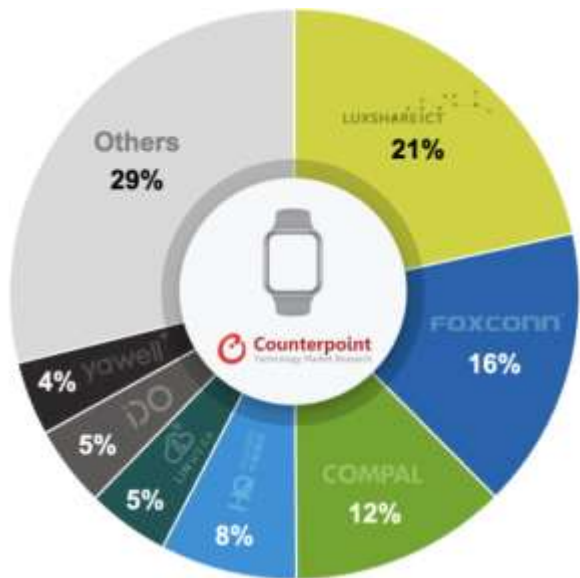
图表：Air pods拆机图片



承接Apple watch订单，市场份额领先

- **智能手表ODM/EMS渗透率持续提升。**2022年下半年，全球69%的智能手表由ODM/EMS生产，随着ODM和EMS在智能手表产业链中优势的日益凸显，预计2025年ODM/EMS模式的渗透率将逐步提高至80%。得益于承接了Apple Watch约40%的订单，在2022年下半年，立讯精密在外包制造商中排名第一，份额达到21%。
- **AI在终端产品上落地，将大模型引入智能手表。**近年来民众对健康追踪功能关注度不断提高，智能手表厂商引入AI技术，赋予了智能手表强大的数据处理和分析能力，在健康监测、运动指导、信息交互等方面发挥出更大的作用。随着智能手表功能的日益完善，将带动产品的价值量提升。

图表：2022年智能手表外包制造商竞争格局



图表：苹果手表Series6拆机



资料来源：199IT、Counterpoint，华勤技术招股说明书，Ifixit，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

完成手机代工业务拼图，强化垂直整合能力

- **收购纬创投资及纬新资通，切入iPhone代工业务。** 2020年7月17日，立讯精密宣布与纬创资通、WIN SMART CO., LTD.签署了《收购框架协议》，拟与立讯有限共同出资以现金收购WIN直接及间接控制的全资子公司纬创投资及纬新资通的100%股权，切入iphone代工业务。
- **掌握Top Module、金属件能力，完成手机代工业务拼图。** 做好A客户手机组装业务除了提升产品精度外，还需要掌握Top Module、金属件能力。这两者与后道组装关联性很高，能够影响组装的利润水平。2021年公司收购日铠电脑进一步补足了Top Module和金属件能力，与整机代工业务有效协同。此外，公司业务已涵盖天线、声学、Taptic Engine、VCM马达、无线充电、连接器、光学（立景）等核心零组件，自此实现了整机、大部件、零组件三个层面完整的垂直整合。

完成手机代工业务拼图，强化垂直整合能力



独家代工Vision Pro, 组装价值达130美金

分类	器件名称	规格型号	供应商	单价\$	数量	总价\$
计算和存储	主处理器	M2系列	苹果	120	1	120
	协处理器	视觉图像处理专用芯片	苹果	60	1	60
	ROM	UFS4.0512G	三星/铠侠	20	1	20
	RAM	LPDDR5 12G	海力士/三星	30	1	30
	WiFi SIP	WiFT6	博通/skyworks	6	1	6
	BLE	蓝牙5.3	博通/skyworks	2	1	2
	PMIC		苹果/ST/TI等			4
	其他	含 codec、音频PA、LED驱动、电机驱动、电容电阻等				8
显示屏	外屏	异形柔性屏AMOLED	LG	30	1	30
	内屏	1.3寸硅基OLED	索尼	350	2	700
光学	光学	pancake 3P	玉精光/扬明光	30	2	60
	IPD电动调节模组		兆威机电	10	2	20
	6DOF追踪	鱼眼IR索尼IMX418	Lens:大立光/模组:高伟	5	4	20
	VST摄像头	RGB	Lens:大立光/模组:高伟	8	2	16

注：苹果Vision Pro原材料清单

资料来源：wellsenn XR, IT之家, 中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

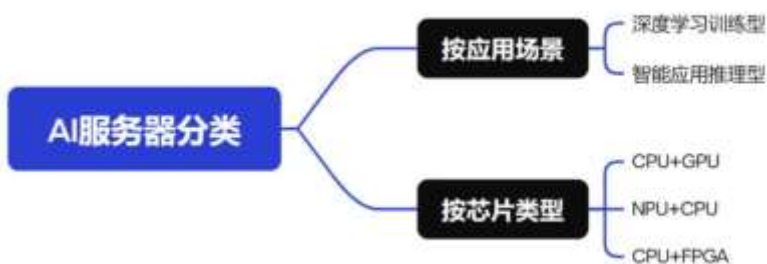
分类	器件名称	规格型号	供应商	单价\$	数量	总价\$
交互传感器	眼动追踪	WLO封装	索尼	12	2	24
	面部追踪	WLO封装	索尼	12	2	24
	躯干追踪	鱼眼IR索尼IMX418	Lens:大立光/模组:高伟	5	2	10
	手势追踪	单目结构光RX+TX	Lens: 大立光/模组富士康	10	1	10
	TOF	dTOF sonyIMX611	Lens:玉晶光/模组:LG	10	1	10
	IMU		TDK	3	1	3
	震动马达			2	2	4
结构件	结构件	含中框、外壳等, 部分碳纤维/钛合金材质	长盈精密/领益制造	120	1	120
	散热模组	含导热片和风扇		9	1	9
	其他	含密封胶带、泡棉等		8	1	8
连接件	PCB		鹏鼎	8	1	8
	FPC		鹏鼎	6	1	6
	外置电源线			3	1	3
电池	头显电池	约500毫安		3	1	3
	外置电池	约1万毫安	德赛电池	15	1	15
声学	MIC	全指向	美律	1	3	3
	SPK		歌尔	2	4	8
包装附件		外包装、电池收纳包等		15	1	15
ODM/OEM			立讯精密	130	1	130

三

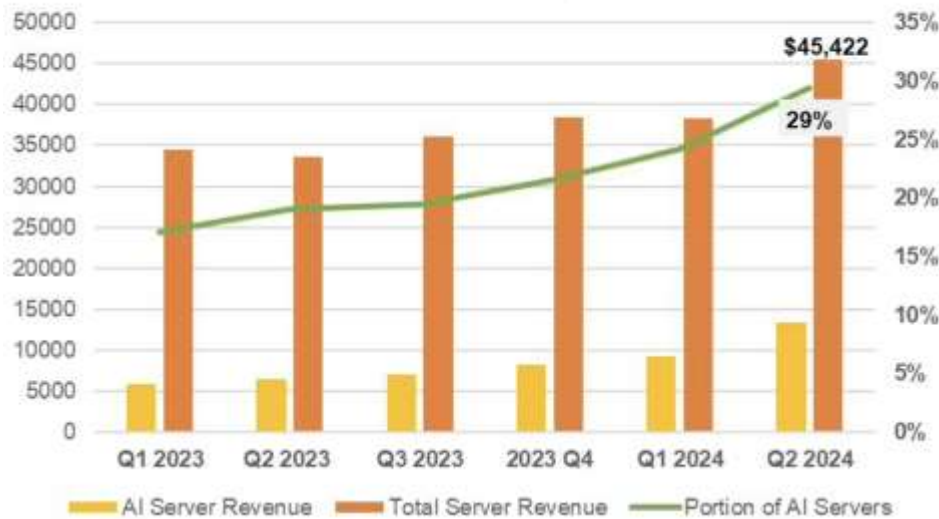
拥抱算力时代，AI服务器千亿市场规模

- **数据中心正从云计算时代走向智能时代。** 数字化过程中不断产生的海量数据，基于人工处理的大数据分析处理方法无法应对如此的海量数据，而基于机器运算进行深度学习的AI算法，可以完成海量无效数据的筛选和有用信息的自动重组。
- 按照AI应用场景的需求，AI服务器可以分为分为训练和推理两种类型，其中训练型服务器需要大量的计算资源来进行矩阵运算和梯度更新，对芯片算力要求更高；推理型服务器主要基于已经训练好的模型进行服务，相对来说算力的要求较低。
- 据Counterpoint统计，2024年第2季度全球服务器市场产值达到454.22亿美元，同比增长了35%，其中AI服务器占29%。

图表：AI服务器分类



图表：全球服务器市场产值（百万美元）

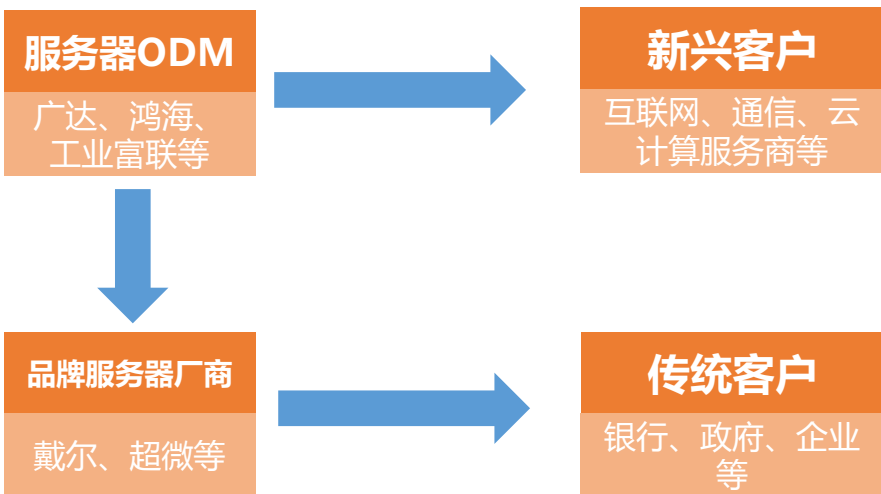


资料来源：it之家，Counterpoint，中邮证券研究所整理

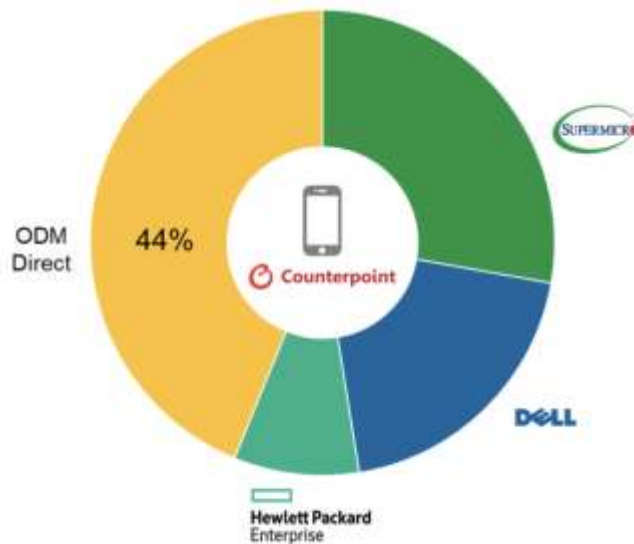
云计算走向智能时代，算力需求提升

- 在数字经济时代，数据中心是核心基础设施平台，所有的云计算、大数据、人工智能应用都需要数据中心提供安全、稳定、可靠的基础支持，给服务器厂商带来更多的发展机会。
- **服务器ODM业务主要分为两类**，第一类是给服务器品牌厂商提供通用型服务器，第二类是为云计算系统集成商提供定制型服务器。
- **在市场竞争格局方面，ODM直销份额达到44%**。ODM（原始设计制造商）不经过品牌厂商，直接向下游互联网、通信、云计算服务商等提供定制型服务器，典型的客户群体包括微软、亚马逊、谷歌和Meta。定制型服务器能够让客户可以根据自身需求进行灵活的扩展和配置，以满足不断增长的用户需求。

图表：服务器ODM商业模式



图表：24Q2 全球AI服务器市场份额



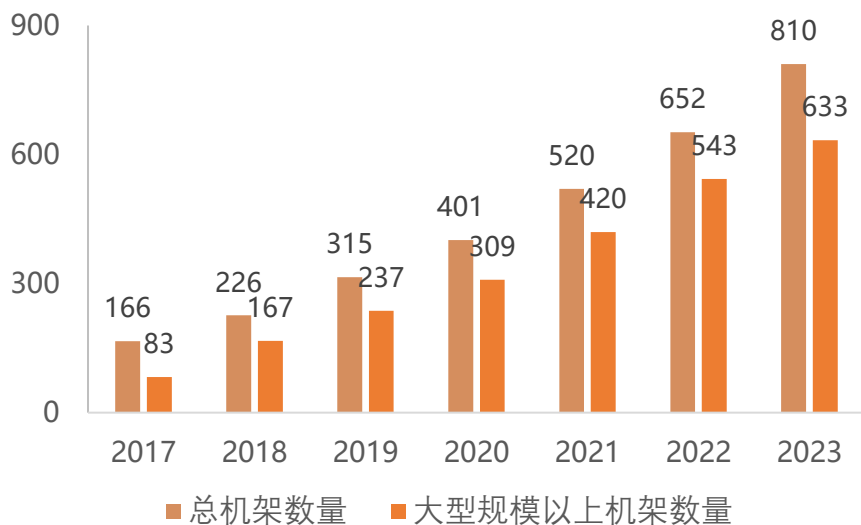
资料来源：it之家，Counterpoint，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

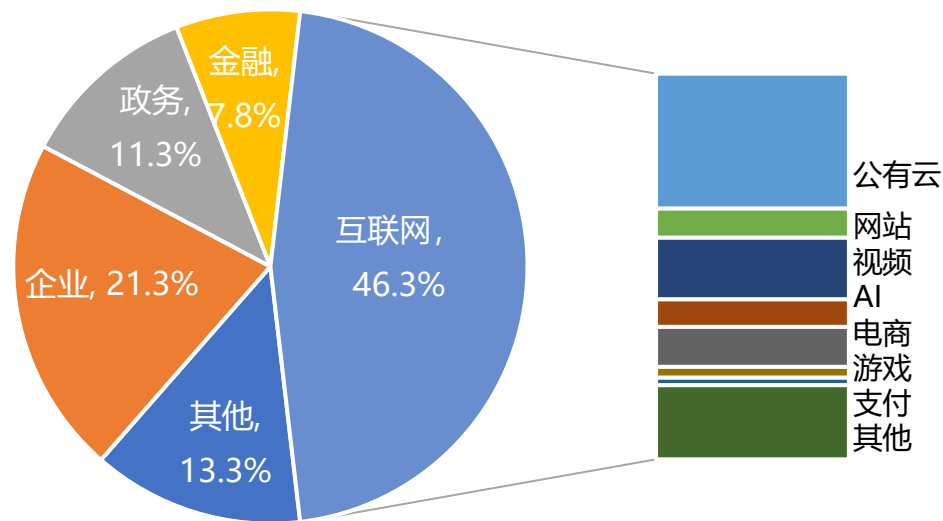
云计算走向智能时代，算力需求提升

- **数据要素市场活跃，算力规模增长迅速。**截至2023年底，我国在用算力中心机架总规模达到810万标准机架(以功率25千瓦为一个标准机架)，与2022年底相比，增长24.2%，算力总规模超过230EFLOPS(FP32)，位居全球第二。存力规模达到约1200EB，先进存储容量占比超过25%。
- **数字技术与各行业领域深度融合。**算力应用向金融服务、医疗健康，文化教育、交通运输、工业制造、传媒娱乐等产业加速渗透，由通用场景逐步扩展到专业领域特定场景，算力产业为各行业应用带来全新发展机遇。据中国信息通信研究院统计，截至2023年底，我国算力行业应用主要分布在互联网、企业、政务、金融等行业，占比分别为46.3%、21.3%、11.3%、7.8%，其中互联网细分为公有云、网站、视频、AI、电商游戏、支付等领域，占比分别为16.2%、3.5%、7.4%、3.3%、4.8%。

图表：2023年中国算力行业应用分布



图表：2023年中国算力行业应用分布



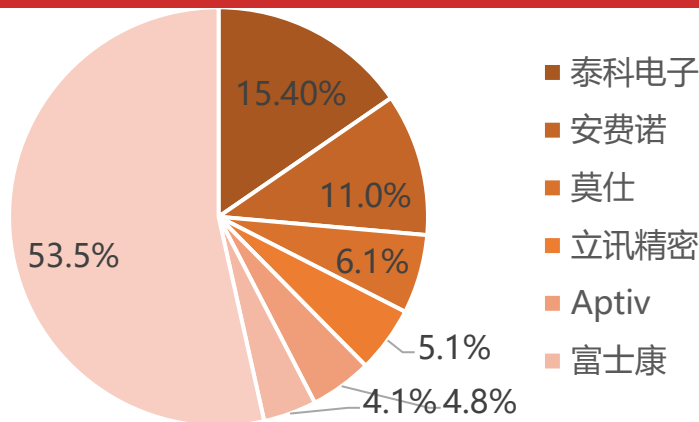
资料来源：中国算力平台，中国信息通信研究院，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

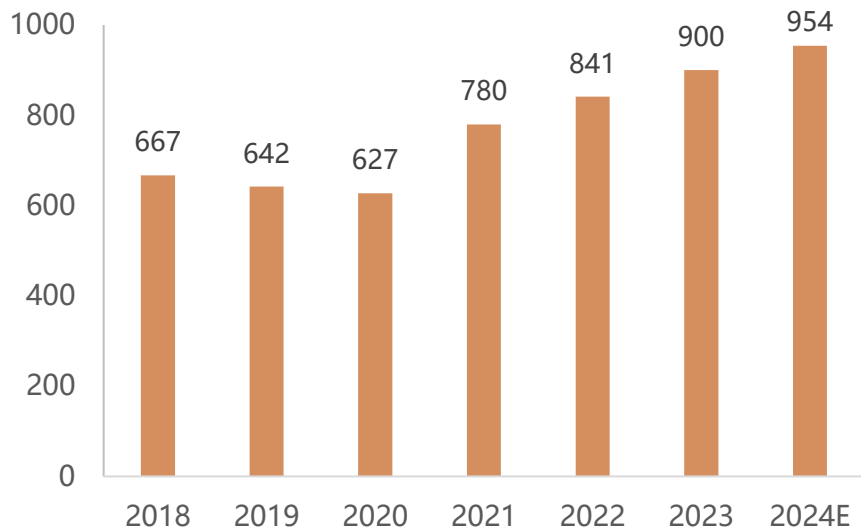
连接器应用空间广，市场持续增长

- 连接器广泛应用于通信、汽车、消费电子、工业、交通、防务等行业，从下游应用占比来看，通信和汽车是连接器最重要的应用领域。2023年，全球连接器行业市场规模达到900亿美元，中国连接器行业市场规模达到2057亿元，预计2024年全球、中国连接器行业市场增速分别为6.0%/6.13%。
- 立讯精密自2015年开始进入全球前十大连接器制造商，2021年排名全球第四，市场份额达5.1%。

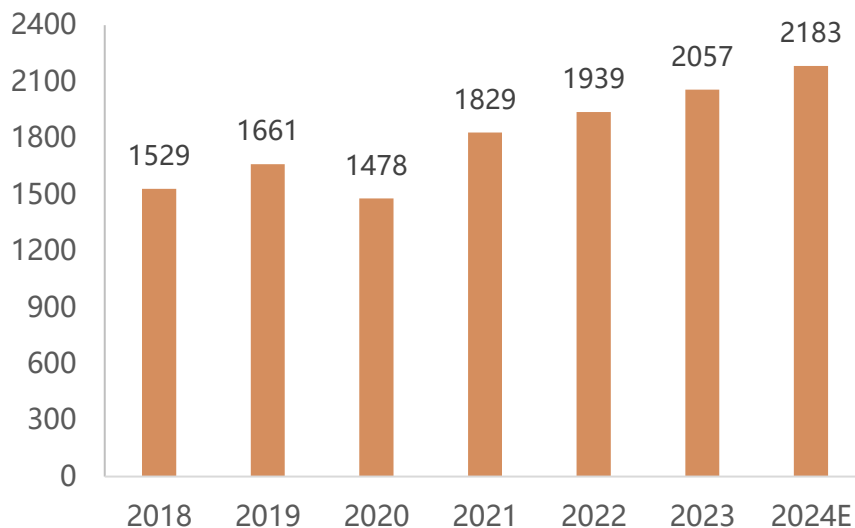
图表：2021年全球连接器行业市场规模（亿元）



图表：2018-2024全球连接器行业市场规模（亿美元）



图表：2018-2024中国连接器行业市场规模（亿元）



资料来源：Bishop&Associates，中商产业研究院，线束世界，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

- 在信号高速传输过程中，最重要的就是信号的完整性。立讯精密能够给数据与通信高速互联行业提供全方位、端到端的解决方案。在芯片侧到存储、芯片侧到IO、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。
- 目前，公司高速连接器产品性能满足112Gbps，224G高速连接器产品在研，样品初步SI测试数据已完成，针对细节进行优化中。公司协同头部芯片厂商前瞻性为全球主流数据中心及云服务厂商共同制定800G、1.6T等下一代高速连接标准，部分细分领域产品如线缆及连接器组件、背板连接器及背板线缆等以领先的技术、成本优势和优异的产品表现赢得了客户的认可。

图表：立讯精密部分高速连接器产品



Intrepid™ Backplane Connector

Intrepid背板连接器，2.0mm间距超高密度，360度全屏蔽设计，隐藏式触点设计，良好的导正保护确保互配可靠性，提供包括平行板、背板连接器、共面连接器、正交、扣板等不同形态，性能满足112Gbps



QSFP112 2x1 Connector

界面满足QSFP MSA，0.6mm间距Footprint，提供更好的SI性能，每个端口包含4个112Gb/s电气接口，可支持高达400Gb/s的总带宽



OSFP 1x1 Connector

OSFP 112G互连系统采用0.60毫米间距连接器，专为高速串行应用而设计，每个端口包含8个112Gb/s电气接口，可支持高达800Gb/s的总带宽

高速线缆市场空间广，AECs、DACs逐步抢占份额

- 据LightCounting预测，2028年高速线缆销售额将达到28亿美元，其中AOCs（有源光缆）、DACs（无源铜线）和AECs（有源电缆）分别以15%、25%和45%的复合年增长率增长。
- 对于AI集群来说，功耗最小化非常重要，DACs不需要电，它是提高电力效率的数据中心连接的默认解决方案。在数据中心内部，短距离使用 DAC 高速线缆通常是最佳的解决方案。
- 有源电缆(AECs) 的优势在于传输距离更长，而且比DACs轻，未来将逐步抢占有源光缆(AOCs)和无源铜线(DACs)的市场份额。

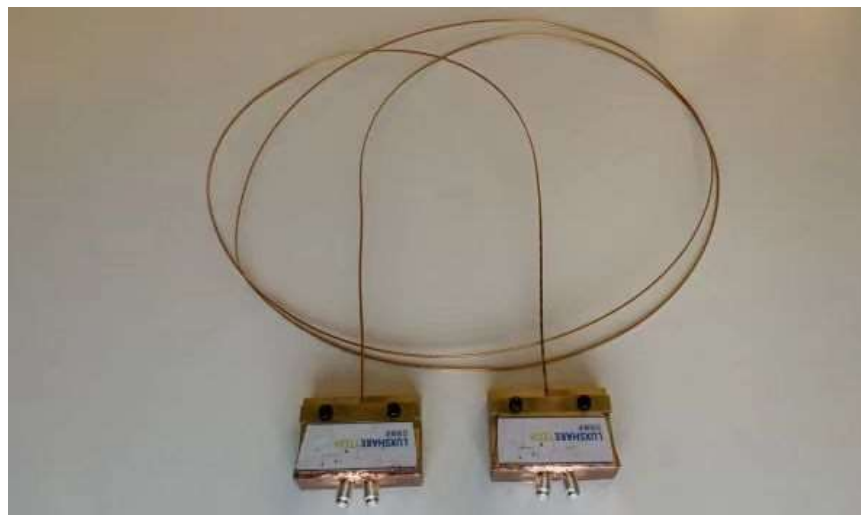
图表：全球 AOCs, DACs 和 AECs 的销售额



自研自产Optamax™技术，产品性能卓越

- 立讯精密的铜缆产品全部采用自研自产的Optamax™超低损耗、抗折弯高速裸线技术，保证了铜缆在AI数据中心复杂布线环境下，高速传输时信号的稳定性和清晰度，从而显著提升了数据中心的数据传输的可靠性及可维护性。
- 基于Optamax™技术，公司成功开发出了112G/224G PAM4 DAC和“轻有源”铜缆产品，符合业界MSA标准，能够实现每通道高达112/224Gbps的传输速度，为系统提供单Port 800Gbps甚至1.6Tbps的双向聚合数据吞吐量，不仅满足了数据中心日益增长的高速通信需求，更为AI算力芯片在全球算力集群中的大规模应用提供了坚实的技术保障。目前112G/224G裸线已成功实现批量生产交付，并且能将铜缆的应用长度进一步延长到5米，满足数据中心柜内及柜间的铜缆应用拓展需求。

图表：立讯技术部分铜缆产品



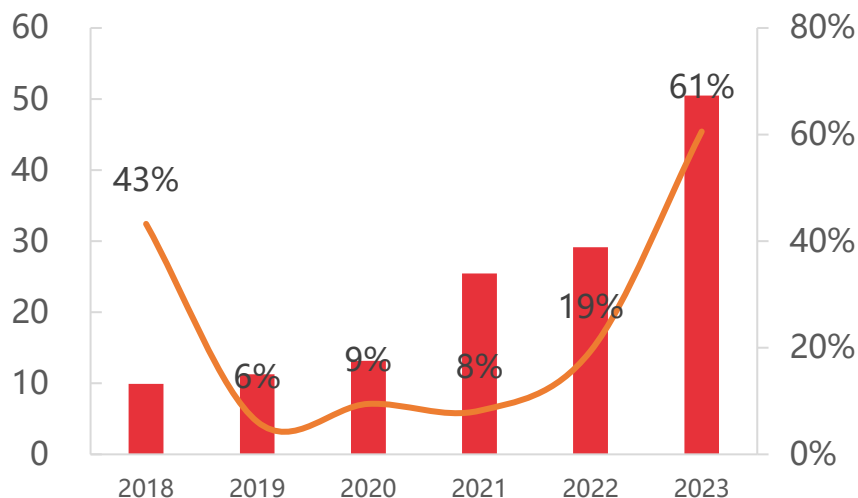
资料来源：立讯技术公众号，中国经济新闻网，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

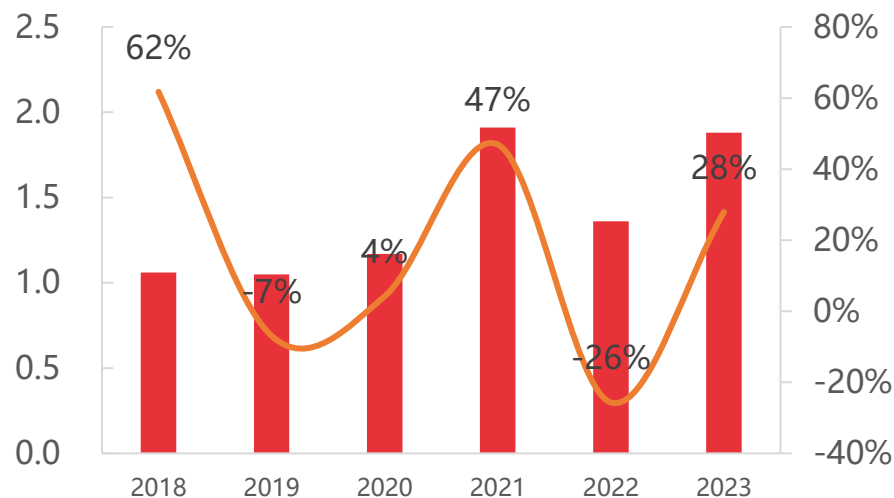
收购汇聚科技，完善互联产品战略布局

- **收购汇聚科技，完善互联产品业务。** 汇聚科技主要生产及供应各种铜缆和光缆电线组件、数字电线产品、医疗产品及服务器，产品的使用场景包括电信、数据中心、工业设备、医疗设备、汽车配线、数字电线及服务器，与立讯精密的部分业务具有较强的互补性。2022年，立讯精密通过境外全资子公司立讯精密有限公司收购汇聚科技，截至2024年6月30日，立讯精密有限公司总计持有汇聚科技70.95%股权。
- **切入服务器领域，与原业务协同，收入高速增长。** 2023年，汇聚科技拓展服务器业务，根据品牌客户的需求进行深度定制，提供的产品主要应用于数据中心，包括机架式算力服务器、边缘服务器、AI智能服务器、存储服务器、智能网卡、GPU卡及整机柜产品等，与原有电线电缆业务为上下游关系，使得现有电线电缆产品融合拓展至更大客户组合。2023年，汇聚科技实现营业收入50.51亿元，同比增长61%，净利润1.88亿元，同比增长28%。

图表：2018-2023年营业收入及增速（亿元/%）



图表：2019-2023年净利润及增速（亿元/%）



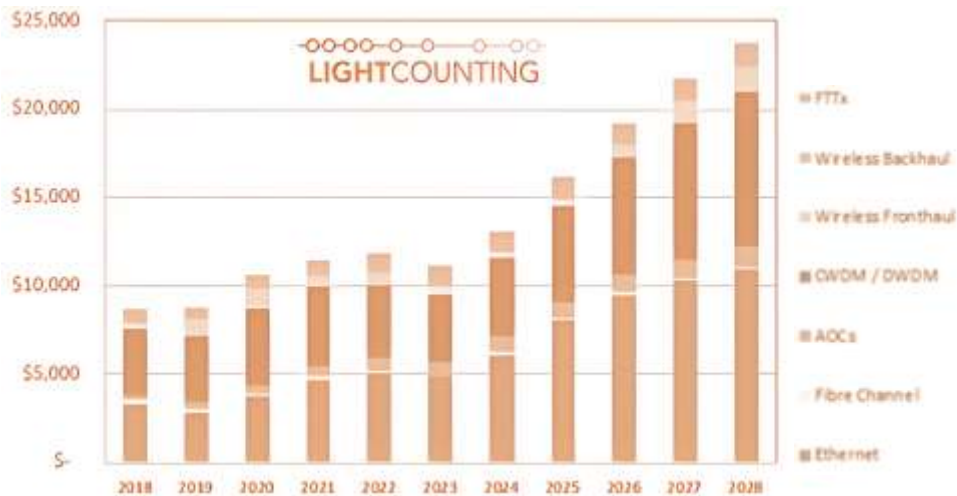
资料来源：Wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

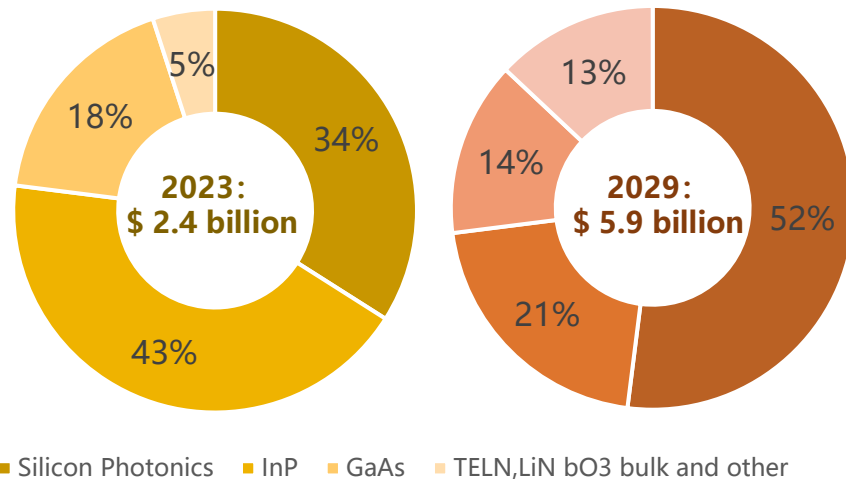
光模块需求持续增长，硅光方案是重要发展方向之一

- **AI拉动服务器需求，配套光模块需求同步增长。**光模块是光纤通信中的重要组成部分，是实现光信号传输过程中光电转换和电光转换功能的光电子器件，AI的快速发展带来服务器需求量增长，拉动光模块需求提升，据LightCounting预测，未来5年全球光模块市场将以16%的年复合增长率持续增长，2028年将突破220亿美元。
- **硅光解决方案集成度高，是光模块未来的重要发展方向之一。**Light Counting预计基于GaAs和InP的收发器的市场份额将逐渐下降，而SiP和TFLN PIC的份额将上升。LPO和CPO的采用也将有助于SiP甚至TFLN器件的市场份额增长。光通信行业已经处在硅光技术SiP规模应用的转折点，硅光子芯片的销售将从2023年的8亿美元增加到2029年的30亿美元以上。400G以上的高速数通光模块市场中，硅光的渗透率到2028年将达到48%，对应到硅光模块的市场空间预计为80亿美元。

图表：2018-2028年各细分市场光模块全球销售额（百万美元）



图表：2016-2025年全球硅光模块市场规模（百万美元）



资料来源：LightCounting，光纤在线，中际旭创2024年半年度报告，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

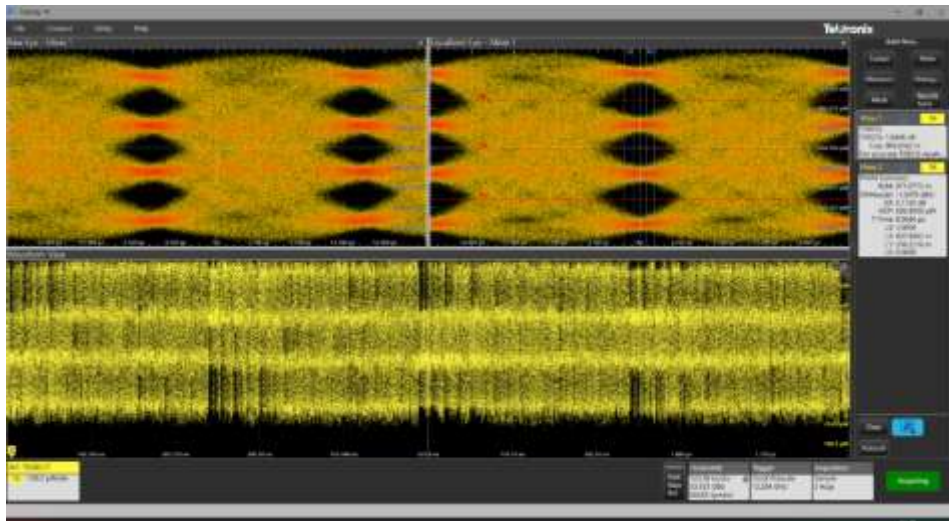
AI带动高算力传输需求，800G新产品周期开启

- **多款解决方案，推进下游客户方案落地。**立讯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，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。在共封装光学（CPO）产品领域，公司积极推进CPO在国内的商用，同时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，也在积极拓展CPO的应用，推进关键客户方案落地。
- **AI带动高算力传输需求，800G新产品周期开启。**2024年2月23日，立讯技术发布了800G OSFP SiPh DR8 LRO硅光模块，在发射端沿用传统的DSP解决方案，而接收端则取消了DSP，采用了与LPO相同的线性Linear方案。这种创新型的方案组合既能解决目前LPO应用中业界对端口一致性和互通性的普遍担忧，又可以节约功耗，降低成本，为下一代人工智能、数据中心、高性能计算与存储、云计算等行业提供端到端的支撑与服务。

图表：800G OSFP SiPh DR8 LRO硅光模块



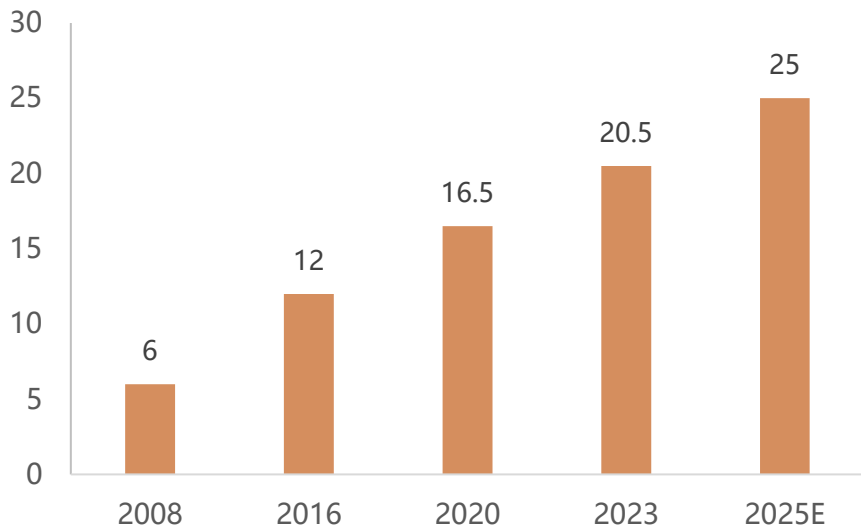
图表：800G OSFP SiPh DR8 LRO硅光模块发射光眼图(TDECQ=1.05; ER=5.17)



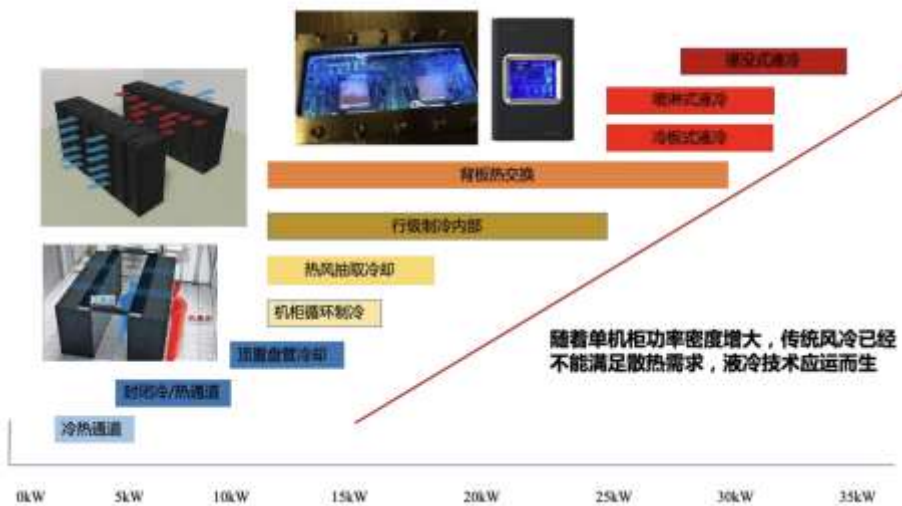
算力增长带来散热难点，液冷逐步成为主流趋势

- **AI大模型持续发展，预计2025年全球数据中心单机柜平均功率达到25kW。**据Colocation America统计，2020年全球数据中心单机柜平均功率将达到16.5kW，较之于2008年已经增长了175%，随着数据中心算力提升，高功率单机柜渗透率迅速提升，预计2025年，全球数据中心单机柜平均功率达到25kW。
- **算力增长带来散热问题，液冷逐步成为主流趋势。**数据中心基础设施的制冷方式主要有风冷和液冷两种方式，风冷方式发展起步较早，技术较为成熟；液冷方式是近几年由于数据中心对散热需求的提升而催生的新方式，指使用液体取代空气作为冷媒，为发热部件进行换热，带走热量的技术。由算力增长带来的能耗和散热问题日益凸显，传统的风冷散热已无法满足数据中心的散热需求，在双碳政策的背景下，由风冷散热到液冷散热成为行业主流趋势。

图表：全球数据中心单机柜功率预测 (kw)



图表：机柜散热技术趋势



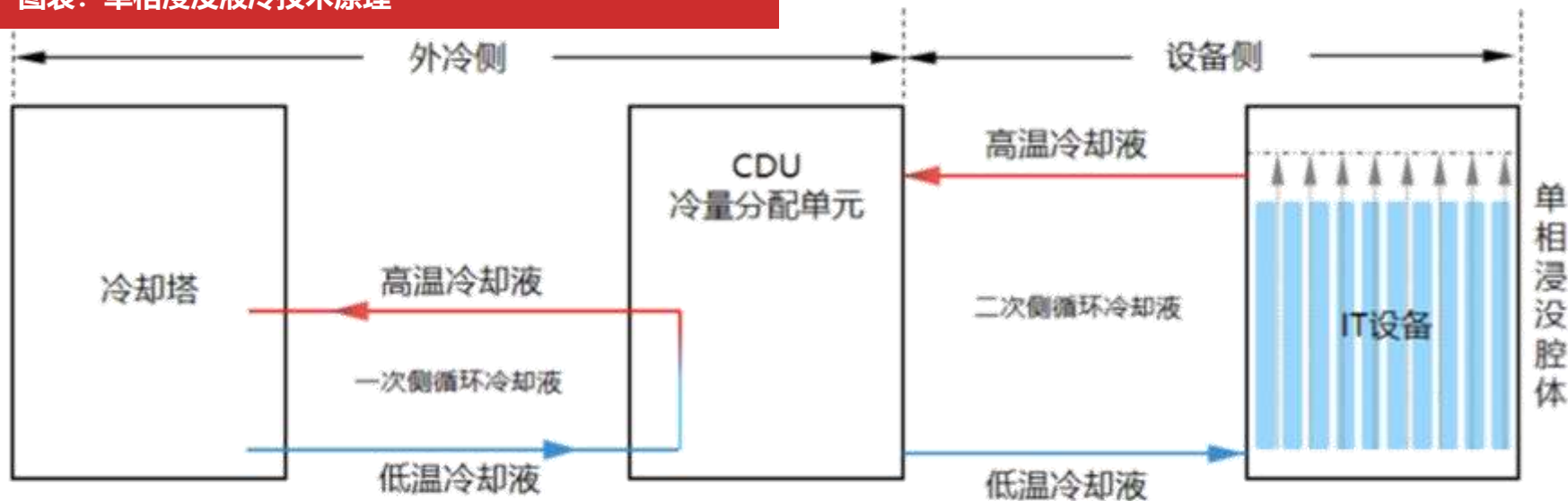
资料来源：Colocation America，赛迪顾问，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

液冷散热技术领先，进入海外客户平台

- **液冷散热技术领先，进入海外客户。** 立讯技术2022年正式进入热管理领域，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，同年液冷散热技术成功进入英特尔平台并作为主力合作厂商。公司持续从三个维度持续为客户创造价值：1、对于行业标准化产品（例如 X86 平台），公司配合客户推出相应的产品和细化的设计标准。2、对行业高标准要求的客户，公司配合客户进行客制化研发及制造。3、对于其他大部分客户，公司以立讯精密制造平台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。
- **技术持续迭代，提升散热效率。** 立讯技术与中兴通讯联合开发的新一代单相浸没液冷技术，通过将服务器硬件完全浸入到特制的非导电液体中，实现了热量的快速、均匀传递；与传统风冷系统相比，这种直接热交换方式极大地提高了散热效率，降低了系统能耗。

图表：单相浸没液冷技术原理



资料来源：立讯技术公众号，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

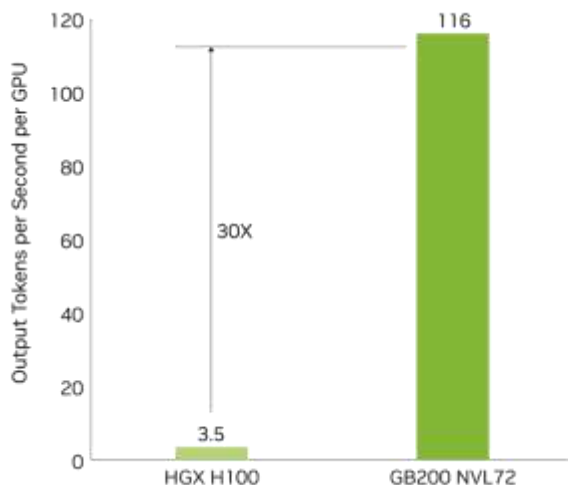
深度拥抱算力时代，千亿目标市场规模

- NVLink GPU 到GPU带宽为1.8TB/s，是PCIe带宽的14倍。第五代NVLink比2014年推出的第一代160GB/s快12倍。
- GB200 NVL72的计算和通信能力前所未有，使AI和HPC领域的重大挑战触手可及。从训练端看，GB200包含速度更快的第二代Transformer引擎，具有FP8精度，与相同数量的NVIDIA H100 GPU相比，GB200 NVL72可为GPT-MoE-1.8T等大型语言模型提供4倍的训练性能；推理端，GB200引入了先进的功能和第二代Transformer引擎，可加速LLM推理工作负载。与上一代H100相比，它将资源密集型应用程序(例如1.8T参数GPT-MoE)的速度提高了30倍。
- 在GB200NVL72单柜中，立讯精密可以提供包含电连接、光连接、电源管理、散热等产品,解决方案价值量约209万元，预计总市场规模将达到千亿元。

图表：NVIDIA GB200 NVL72



图表：相比H100，GB200可提供30倍的实时吞吐量



资料来源：英伟达官网，立讯精密公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

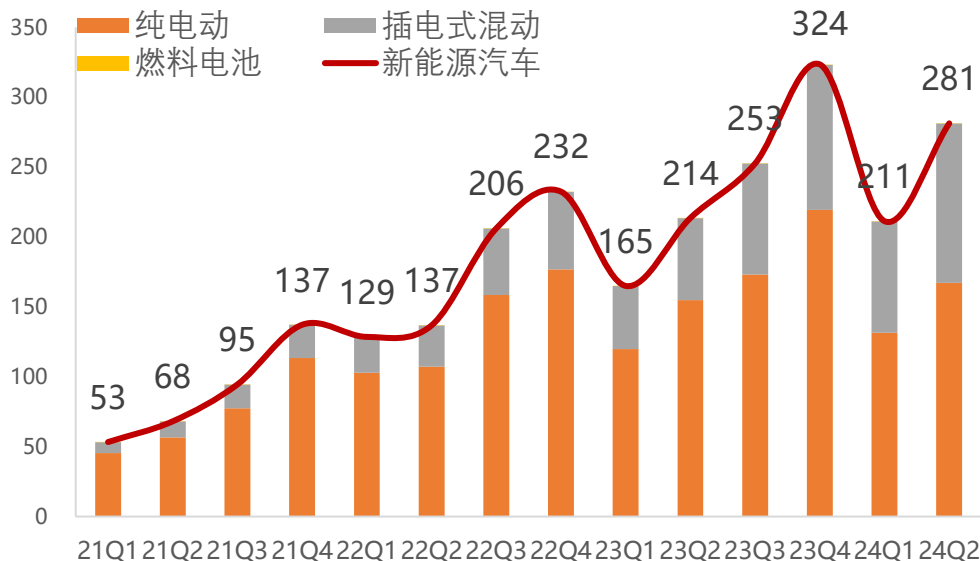
四

顺应汽车市场趋势，打造全球汽车Tier1领导厂商

众多玩家跨界新能源，供应链逐步开放

■ **众多玩家跨界新能源，供应链逐步开放。**新能源汽车玩家伴随越来越多传统主机厂以及消费电子终端品牌厂商快速切入新能源汽车行列，过往相对封闭的供应链格局正经历重大的演变，新的供应链总结为三个链条：电动化、智能化和网联化供应链。立讯精密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，快速实现向汽车产业相关产品的跨界赋能，并基于与海内外头部主机厂和汽车品牌客户的深度战略合作伙伴关系。

图表：国内新能源汽车产量（万辆）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表：国内部分汽车电子Tier1情况

厂商	相关业务	核心客户
立讯精密	汽车线束、连接器及智能座舱等	奇瑞、宝马、奔驰、长城、众泰等
宁德时代	动力电池	特斯拉、丰田、上汽、广汽、北汽、蔚小理等
华域汽车	底盘系统、动力总成系统等	上汽集团、特斯拉、比亚迪、蔚小理等
均胜电子	安全系统	宝马、奔驰、奥迪、大众、比亚迪、广汽等
一汽富维	综合性汽车零部件	一汽集团及合资厂
拓普集团	汽车NVH	特斯拉、通用、克莱斯勒、奥迪、宝马等
德赛西威	综合性汽车电子系统	大众、宝马、奔驰、长安、吉利、长城等
中鼎股份	空气悬挂	捷豹路虎、沃尔沃、奥迪、奔驰等
星宇股份	车灯总成	一汽及相关合资、上汽、广汽、蔚来、沃尔沃等
东软集团	智能汽车互联、域控等	比亚迪、红旗、吉利、奇瑞等
伯特利	汽车安全系统	吉利、奇瑞、理想、长安等
华阳集团	汽车电子	比亚迪、吉利、阿维塔、赛力斯等

线缆连接器→电动汽车内外小机电系统→核心子系统

- **进入汽车产业后，积极进行内生和外延并进的发展策略。**公司在2012年和2013年通过并购福州源光及德国SuK让公司在复杂精密结构件上有了很好的突破，成为了欧美顶尖Tier1的供应商。复杂精密结构件与汽车整车线束的成功、突破与积累带动了公司其他Tier1产品的拓展，也为智能座舱、智能驾驶等各产品线提供了很大的助力。
- **2018年至2022年，智能电动汽车起步和逐步发力。**2018年公司控股股东并购德国采埃孚旗下BCS公司，此并购让公司迅速在客户及产品拓展上得到了很多助力。2022年公司控股股东入股了奇瑞，同时公司与奇瑞开展深度合作，公司被越来越多的人关注，价值也被越来越多的客户认可及发现。2023年立讯精密与广汽共同合资的立昇科技智能驾乘控制系统研发生产项目一期正式开工，预计2024年实现量产，达产产值预计约100亿元。2024年收购LeoniAG及其下属全资子公司股权，推进公司汽车业务全球化进程，提升公司汽车线束产品全球竞争力。

图表：汽车业务发展历程



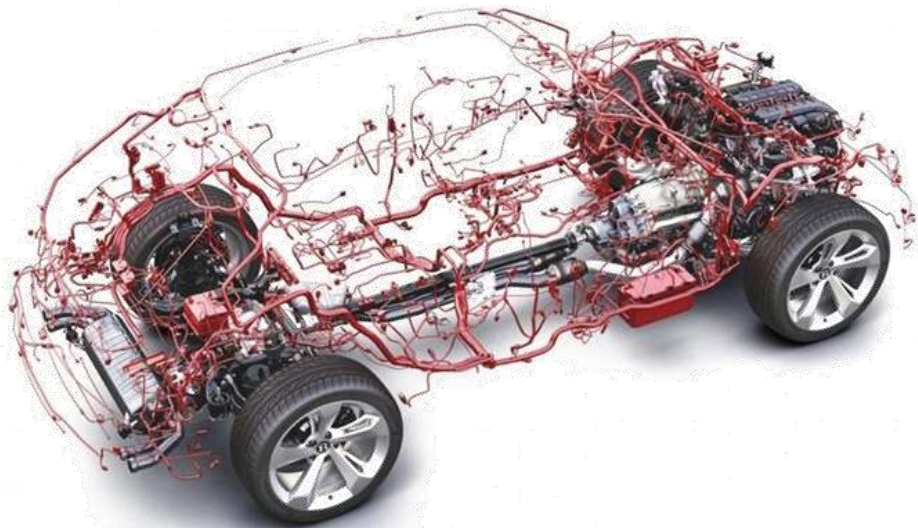
资料来源：立讯精密官网，立讯精密公告，广汽集团官网，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

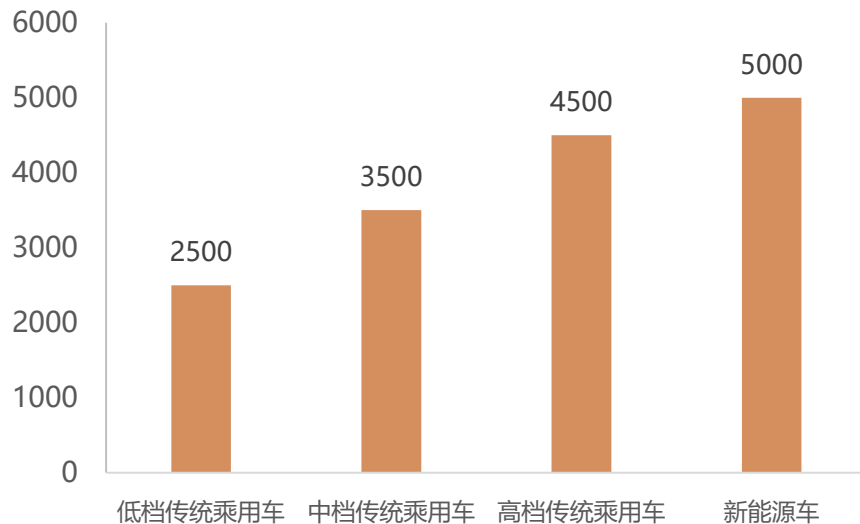
电气化趋势，单车线束价值量提升

- **汽车电气化发展，对车内线束提出更高的要求。**汽车行业电气化的快速发展，对支持这些技术的复杂线束提出了更高的要求，线束的长度和传输效率，关乎动力响应、能耗、电池续航等等关键环节，它既要确保传输整车电信号和提供整车电能，也要保证连接电路的可靠性，正如人的“神经和血管”。
- **线束长度缩短，但是单车线束价值量提升。**常见的家用车型线束长度约为3000米，传统分布式架构车型的线束至高可达5000米。随着汽车智能化的发展，域控制架构逐步替代传统分布式的电子电气架构，域控制架构的智能电动车型线束长度缩减至2000米左右，但是高压线束用量大幅提升。据EV WIRE 统计，新能源汽车线束单车价值平均在5000元左右，其中高压线束系统单车价值约2500元，传统乘用车线束在2500元以上。未来，汽车高压线束市场规模将保持快速增长。

图表：汽车内部线束



图表：新能源汽车线束单车价值量提升（单位：元）



资料来源：EV WIRE，立鼎产业研究院，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

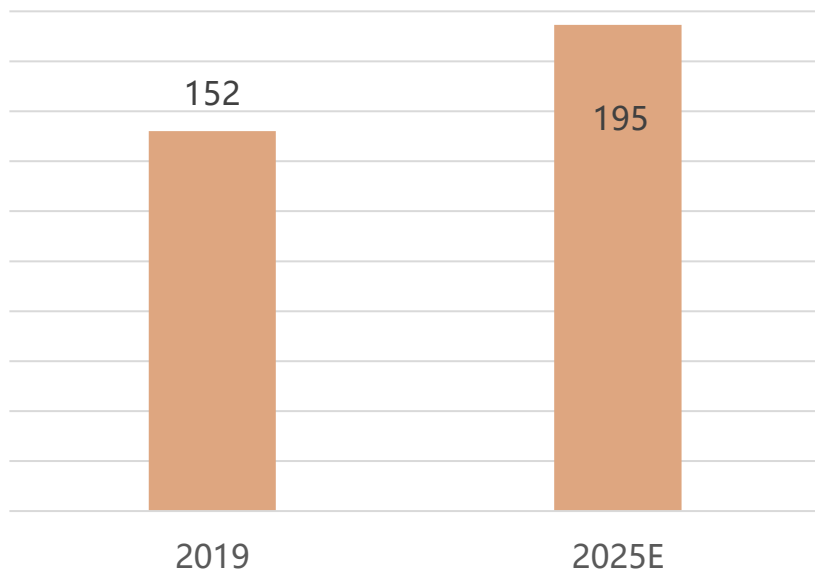
汽车连接器不断推陈出新，预计25年市场达195亿美金

- **汽车连接器产品不断推陈出新。**新能源汽车连接器主要侧重高电压、大电流、抗干扰等电气性能，并需具备机械寿命长、抗振动冲击等震动工作环境中的良好机械性能，对产品设计有较高要求。汽车连接器厂商在超高压充电、系统高度模块化集成、液体冷却、多场景换电、低成本连接技术等方面进行技术研究，高压连接器、换电连接器、智能网联连接器等汽车连接器产品不断推陈出新。
- **2025年全球汽车连接器市场空间达到195亿美金。**随着新能源汽车市场渗透率的加快，促进了汽车连接器产品的不断迭代、演进和需求新增。未来随着新一代移动通信技术的发展，汽车有望进入完全的智能驾驶阶段，汽车电子系统的应用范围将进一步扩大，对于连接器等产品的市场需求和性能要求将进一步增加。预计2025年全球汽车连接器市场空间达到195亿美金。

图表：高压连接系统与三电关系



图表：全球汽车连接器市场空间（单位：亿美金）



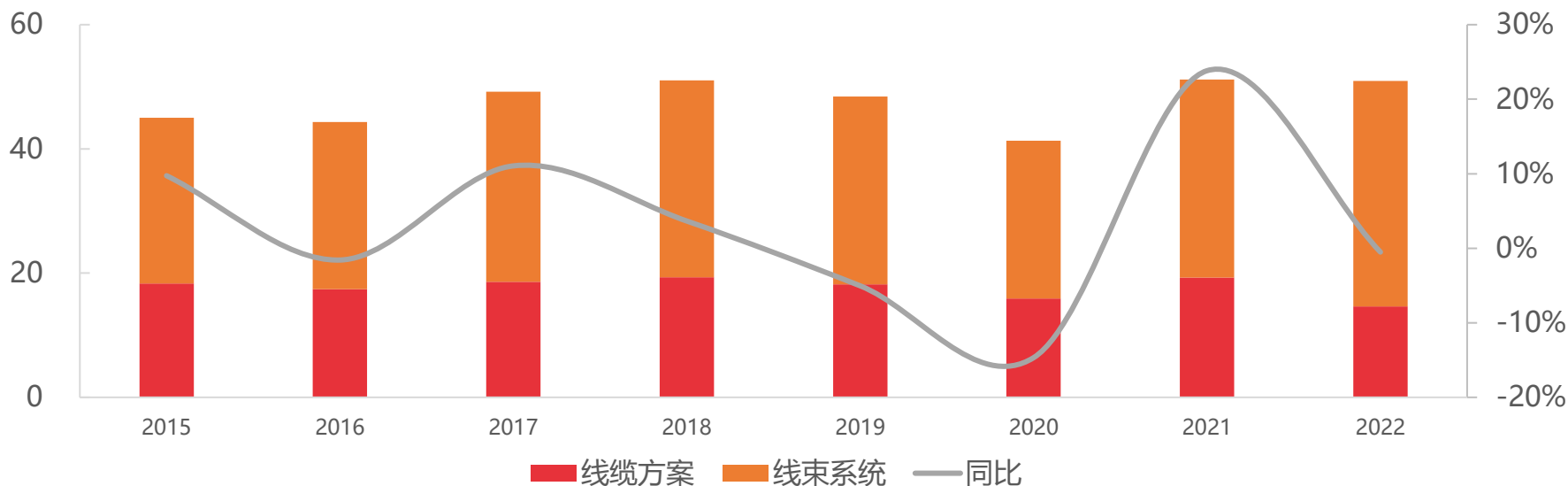
资料来源：Bishop & Associates，华经产业研究院，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

收购Leoni股权，汽车业务在海外0-1建设

- 莱尼公司是全球头部的电线、光纤、电缆和电缆系统解决方案供应商，在欧洲、中东、非洲、美洲和亚洲都有成熟的运营主体同时与全球主流客户，尤其是欧洲主机厂拥有长达30年以上的稳定合作关系，并且在线束研发和全球制造布局上受到客户的高度认可。由于缺少持续的资金支持以及客户担心莱尼的财务状况，莱尼的业务拓展受到一定限制，整体营收出现波动。
- 莱尼集团的主要客户群体是汽车制造商及其供应商，2022年汽车收入占比约94%（上年占比84%），前五大客户实现营收约23亿欧元，占比45%（上年前五大客户占比41%），其中线束系统可以覆盖小型到豪华高端车型的全系列产品，电缆解决方案部门的产品包括各种类型的电缆和电缆组件，客户群体涵盖全球运营的电缆系统制造商以及在2022年资产剥离后加入的其他汽车零部件供应商（包括Tier1和Tier2）。

图表：Leoni营业收入拆分及同比增速（亿欧元，%）



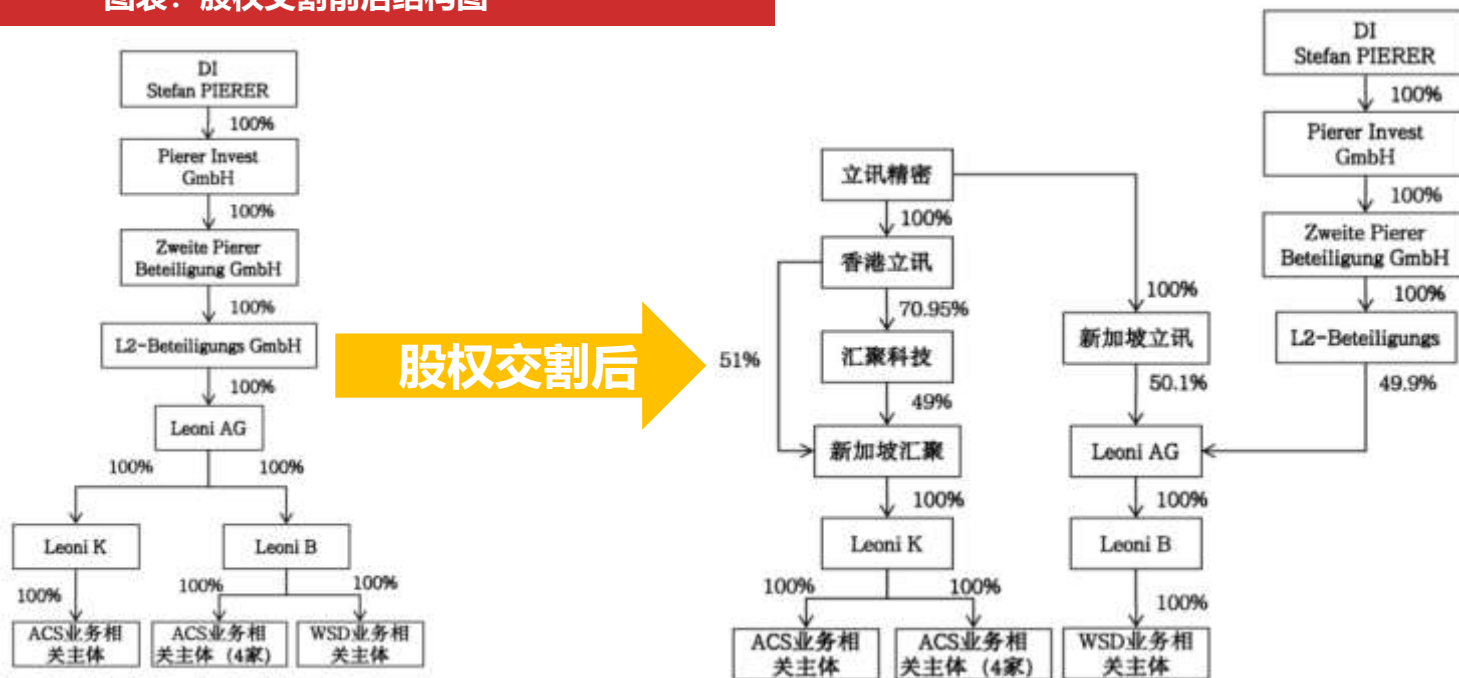
资料来源：Wind，Leoni历年年报，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

收购Leoni股权，汽车业务在海外0-1建设

- **收购ACS业务100%股权、WSD业务50.1%股权。** 莱尼公司旗下包含两大核心业务：Automotive Cable Solutions Division和Wiring System Division。其中，ACS业务的主要运营主体为Leoni K，WSD业务的主要运营主体为Leoni AG另一全资子公司Leoni Bordnetze-Systeme（以下简称“Leoni B”）。立讯精密拟通过股权交易收购Leoni AG（以下简称“莱尼公司”）的50.1%股权及Leoni AG之全资子公司Leoni Kabel GmbH（以下简称“Leoni K”）的100%股权。莱尼在汽车线束领域有良好稳定的客户渠道和稳定成熟的研发、生产资源和能力；在产品上与立讯的产品有深度协同和资源的匹配。此外，这次收购是立讯汽车业务在海外做0-1的建设，抓住海外业务拓展的窗口期搭建成熟稳定的平台。

图表：股权交割前后结构图



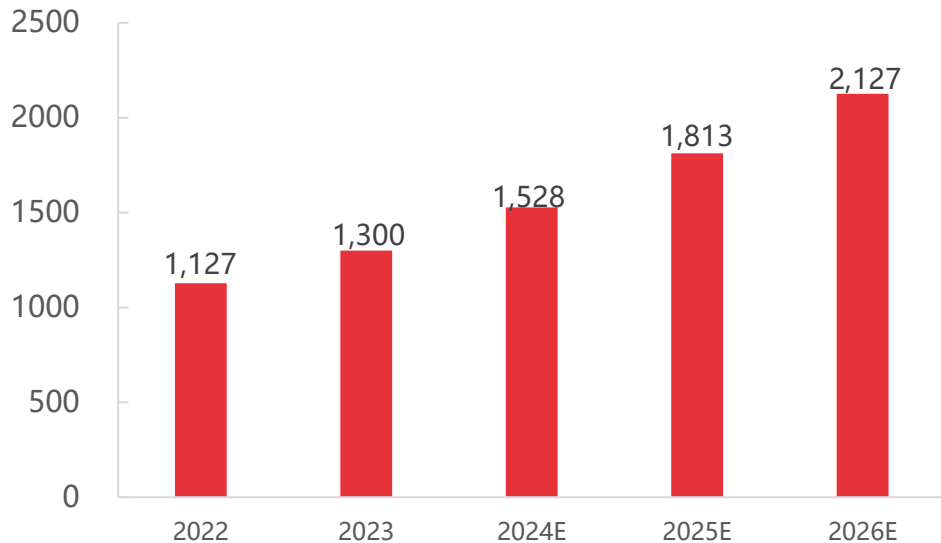
资料来源：公司公告，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

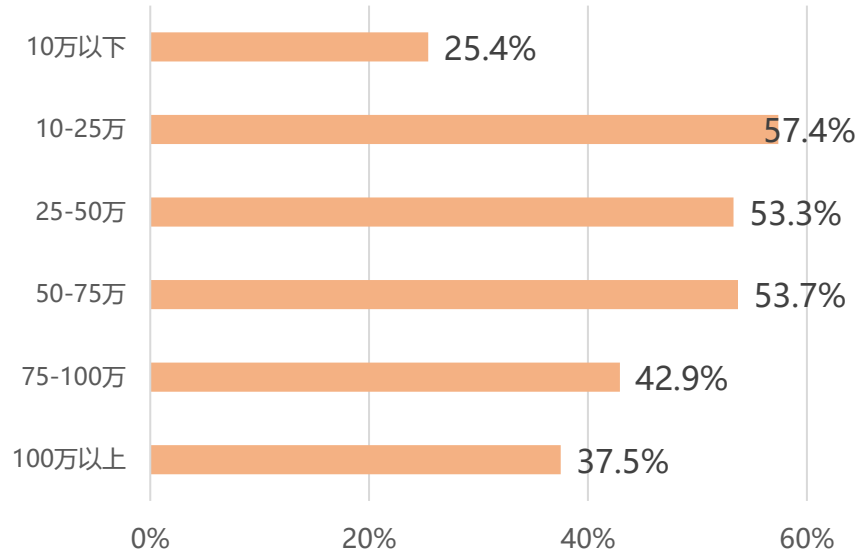
成本降低叠加车型换代，智能座舱装配率提升空间可期

- **智能座舱构建智能化出行场景下的新人机交互关系。**智能汽车产业的迅速发展带动了智能座舱需求的提升，智能座舱依托智能交互系统、智能显示硬件、智能域控硬件、智能计算解决方案，重构出行体验，满足用户在用车场景下的个性需求，为用户提供安全舒适，轻松便利的出行体验。据统计，2023年我国智能座舱市场规模1300亿元，预计2026年中国汽车智能座舱市场规模将达到2127亿元。
- 随着国家政策扶持力度的不断加大、相关技术的日趋成熟，我国智能汽车进入快速发展通道，越来越多的车企对智能座舱重要性的感知度越来越高，智能座舱逐步成为乘用车标配，目前10-75万车型智能座舱装配率超过50%，75万-100万、100万以上的装配率分别为42.9%/37.5%，10万以下车型智能座舱装配率25.4%。随着智能座舱成本进一步的降低、旧款车型换代，智能座舱装配率提升空间可期。

图表：2022-2026中国智能座舱市场规模及趋势预测（亿元）



图表：2023年中国智能座舱装配率



资料来源：中商产业研究院，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

智能座舱多款产品进入下游车厂，获得客户认可

- **较早布局智能座舱，成本控制、工艺管控及质量表现上得到客户认可。**公司在智能座舱方面的产品布局包含智能座舱域产品与车身控制域产品两大类，其中智能座舱域产品布局包含了智能座舱、AR 光学及视觉处理三类，车身控制域产品布局了电源管理及车身控制两类。公司智能座舱域控制器的产品线覆盖早期NXP座舱域控、国产化智能座舱平台及高通高端车机平台，出品的8155座舱域控制器产品在新能源及传统车厂的多款车型已批量使用，公司下一代中央高算力平台的规划正在进行中。
- **AR HUD的折叠式背光方案设计案例在国内遥遥领先。**抬头显示产品一直都是公司智能座舱业务重要的组成部分，公司目前拥有W型HUD、AR HUD、双层AR HUD等，基于原有光学、热学、电学的能力，公司在各种开发过程中节省了大量的开发周期与工作量。公司针对小体积双层AR HUD的折叠式背光方案设计案例在国内遥遥领先，在国外虽有同类型产品但是体积比公司现有设计方案要大得多。

图表：公司座舱预控产品



高通 智能座舱域控

高通8155, 8295为SOC的智能座舱域控制器



舱驾一体中央控制器

高通SOC+TDA4实现L2以下驾驶辅助功能和智能座舱功能

图表：公司AR HUD产品



W Hud

大尺寸TFT像源W Hud



AR Hud
TFT像源AR Hud

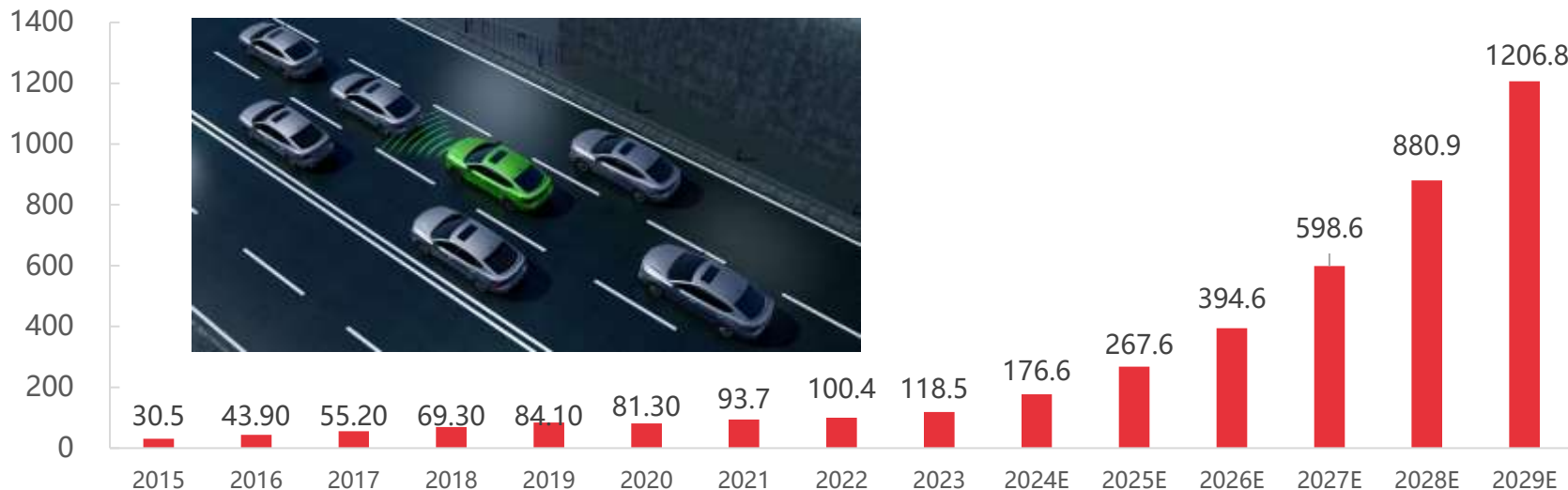


Locs Hud
Lcos像源AR Hud

自动驾驶商业化政策陆续落地，智能化水平不断提升

- **国家持续推出支持自动驾驶商业化落地政策。**2024年1月，工业和信息化部、公安部、自然资源部、住房和城乡建设部、交通运输部联合发布《关于开展智能网联汽车“车路云一体化”应用试点工作的通知》，推动智能网联汽车规模化产业化应用；6月，工业和信息化部、公安部等四部门发布，我国首批确定由9个汽车生产企业和9个使用主体组成的联合体，将在北京、上海、广州等7个城市展开智能网联汽车准入和上路通行试点，随着试点工作的有序开展，将促进智能网联汽车产品的功能、性能提升和产业生态的迭代优化，推动国内智能网联汽车产业高质量发展。
- **汽车智能化水平不断提升。**2023年，我国搭载L2辅助驾驶的乘用车渗透率达到47.3%；2024年上半年渗透率提升至55.7%，其中具备领航辅助驾驶功能的新车渗透率达到11%。随着汽车产业智能化进程的推进，汽车智能化和网联化的渗透率持续增加，预计中国自动驾驶整体市场规模在2029年突破1200亿元。

图表：中国自动驾驶汽车市场规模及预测（亿元）



资料来源：艾媒咨询，人民网，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

智驾硬件目前供应主要营收，未来软件算法呈扩大趋势

- **智驾硬件目前贡献主要营收。** 针对智能驾驶L2基础系统和L2+的进阶系统，公司的长短距离的毫米波雷达，智能一体机、L2+ADAS控制器都已进入量产，其中长距离雷达在精度和测量距离上其性能完全可以对标国际领先水平；高性能短距离雷达可以检测到110到120米的距离，同业其他短距离雷达可能仅看到70米，此外成本并没有很大的差距；中算力的计算单元可以实现L2+行车和泊车功能，且与不同感知系统适配性强，成本和性能上具备优势。
- **未来软件算法营收是呈现扩大的趋势。** 针对高阶系统，公司的中高算力平台可以灵活使用1颗或者多颗高算力 soc，可以支持100到500Tops算力，其中包括系统架构、原理开发、仿真测试等，公司拥有非常稳定成熟的在上层软件和算法领域的合作伙伴；车云体系产品中，公司不仅可以提供车端的计算单元，还可以提供配套的云端及数据闭环的支持，获主机厂高度认可。

图表：公司部分智能驾驶产品



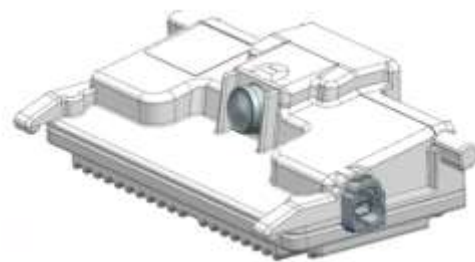
LRR3.0成像毫米波雷达

采用双级联方案的成像雷达产品，可实现超过300米的前向目标检测，通过30度的纵向FOV提供纵向目标的检测及分辨能力



J3行泊一体域控制器

基于地平线J3 SOC的低成本行泊一体解决方案，能够支持5R6V12U的传感器架构，实现L2+ ADAS以及融合自动泊车功能



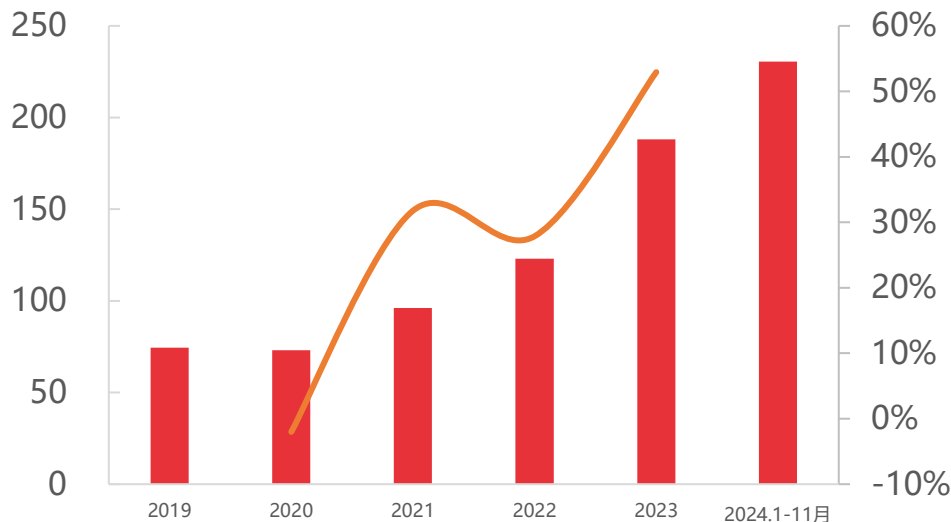
J2智能前视一体机

基于地平线J2 SOC的低成本智能前视一体机，可实现基于Vision only的L2级ADAS功能

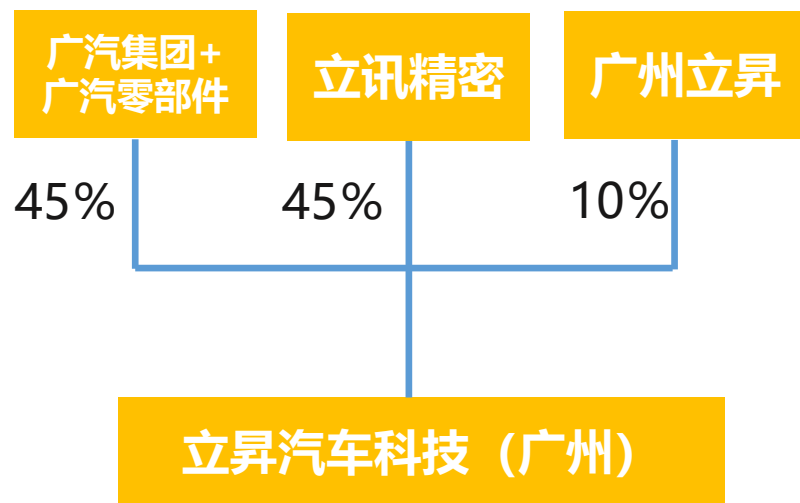
与汽车厂商合资，快速发展Tier1业务

- 立讯精密与奇瑞控股、奇瑞股份、奇瑞新能源签署《战略合作框架协议》，公司出资30%、奇瑞出资70%方式共同组建合资公司。公司将奇瑞的整车技术基础与立讯多年的ODM产业经验达成深度绑定的新型整车ODM模式。在打造合作造车ODM模式的基础上，快速发展Tier1业务，实现动态入局、快速提升公司作为Tier 1厂商的核心零部件综合能力，未来的目标业务将是国外传统品牌车企的业务及国内新Smart EV品牌业务。
- 立讯精密与广汽共同组建合资公司立昇汽车科技（广州）有限公司，由立讯精密（45%）、广汽集团+广汽零部件有限公司（45%）、广州立昇（10%）共同持股，覆盖智能网联汽车核心零部件研发及生产制造，聚焦汽车行业智能化发展技术及应用创新。2023年9月16日，立昇科技智能驾乘控制系统研发生产项目一期正式开工，预计2024年实现量产，达产产值预计约100亿元。

图表：奇瑞汽车历年销量（万辆）



图表：立昇汽车科技（广州）股权结构



资料来源：立讯精密公告，广汽集团官网，奇瑞官网，Wind，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

五

盈利预测

- **消费性电子：**公司在消费电子领域实现“零件→模组→系统”的全面覆盖，深度绑定大客户。随着 AI 模型的快速迭代和高效压缩，以及从“云”到“端”的演进趋势下，全球消费电子市场稳步迈入 AI 时代，越来越多的手机、PC、Pad 等移动终端借助端侧 AI 应用的赋能，并在产业复苏周期的共振下，市场需求被进一步激活，终端市场迎来量价双提升，公司整体市场份额仍有提升空间，基于此，我们假设该业务 2024/2025/2026 年的营收增速分别为 8%/15%/10%，毛利率分别为 10.5%/10.3%/10.2%。
- **通讯互联产品及精密组件：**公司以多品类零部件+系统级产品双驱发展为战略，在电连接、光连接、电源、风冷/液冷散热、射频等产品有深厚技术积累，目前在 GB200 NVL72 单柜中，立讯精密可以提供包含电连接、光连接、电源管理、散热等产品，解决方案价值量约 209 万元，预计未来可接触总市场规模将达到千亿元。基于此，我们假设该业务 2024/2025/2026 年的营收增速分别为 30%/35%/38%，毛利率分别为 15.8%/15.8%/15.8%。
- **汽车互联产品及精密组件：**在汽车新四化过程中，公司坚定布局舱内、舱外产品线，综合覆盖线束、连接器、智能座舱、智能驾驶等领域，汽车产业讲究就近配套的特殊性，公司目前在国内外已拥有多家制造基地就近服务客户，借助分布海内外的多个生产基地为全球头部主机厂提供完整的产品落地服务，公司汽车零部件业务实现量与质的快速成长。基于此，我们假设该业务 2024/2025/2026 年的营收增速分别为 60%/65%/65%，毛利率分别为 15.9%/16%/16%。

产品线 (单位: 亿元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
消费性电子						
销售收入	1346	1797	1972	2130	2449	2694
增长率	64.56%	33.44%	9.75%	8.00%	15.00%	10.00%
毛利	153	206	209	224	252	275
毛利率	11.36%	11.47%	10.60%	10.50%	10.30%	10.20%
通讯互联产品及精密组件						
销售收入	33	128	145	189	255	352
增长率	44.32%	292.55%	13.28%	30.00%	35.00%	38.00%
毛利	6	14	23	30	40	56
毛利率	17.41%	11.13%	15.80%	15.80%	15.80%	15.80%
汽车互联产品及精密组件						
销售收入	41	61	93	148	244	403
增长率	45.66%	48.44%	50.46%	60.00%	65.00%	65.00%
毛利	7	10	15	24	39	64
毛利率	16.11%	16.09%	15.89%	15.90%	16.00%	16.00%
其他						
销售收入	119	154	109	164	189	217
增长率	113.43%	29.27%	-28.91%	50.00%	15.00%	15.00%
毛利	24	31	22	33	38	43
毛利率	19.85%	19.98%	20.15%	20.00%	20.00%	20.00%
合计						
销售收入	1539	2140	2319	2631	3137	3666
增长率	66.43%	39.03%	8.35%	13.43%	19.25%	16.86%
毛利	189	261	269	310	369	438
毛利率	12.28%	12.19%	11.58%	11.78%	11.77%	11.96%

资料来源: iFind, 中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

可比公司估值

2024/12/10										
证券简称	证券代码	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			TTM	2024E	2025E	2026E	TTM	2024E	2025E	2026E
歌尔股份	002241.SZ	915	25.41	27.12	37.08	45.35	36.02	33.75	24.69	20.18
蓝思科技	300433.SZ	1103	37.43	40.27	55.18	67.91	29.46	27.38	19.99	16.24
领益智造	002600.SZ	634	15.86	20.16	29.26	37.49	39.98	31.46	21.68	16.92
鹏鼎控股	002938.SZ	831	34.17	36.16	45.23	51.33	24.33	23.00	18.38	16.20
工业富联	601138.SH	4399	226.97	246.17	308.54	356.03	19.38	17.87	14.26	12.36
均值								26.69	19.80	16.38
立讯精密	002475.SZ	2957	126.53	136.03	171.46	209.46	23.37	21.74	17.25	14.12

注：立讯精密的归母净利润预测值采用中邮证券研究所预测值；其他公司的归母净利润预测值均采用iFind一致预期值。

风险提示

- 国际贸易形势波动;
- 技术创新风险;
- 产品研发风险;
- 核心技术泄密风险;
- 行业竞争加剧风险。

公司财务报表和主要财务比率



财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	231,905.46	263,058.78	313,699.44	366,590.77	营业收入	8.35%	13.43%	19.25%	16.86%
营业成本	205,041.30	232,078.78	276,763.68	322,763.98	营业利润	15.29%	25.42%	26.27%	21.89%
税金及附加	534.82	526.12	627.40	733.18	归属于母公司净利润	19.53%	24.20%	26.04%	22.16%
销售费用	889.02	973.32	1,160.69	1,356.39	获利能力				
管理费用	5,542.86	6,181.88	7,215.09	8,614.88	毛利率	11.58%	11.78%	11.77%	11.96%
研发费用	8,188.77	9,075.53	10,665.78	12,280.79	净利率	4.72%	5.17%	5.47%	5.71%
财务费用	482.87	647.42	38.70	-228.94	ROE	19.45%	19.11%	19.41%	19.17%
资产减值损失	-1,318.87	-90.90	-67.63	-63.69	ROIC	9.96%	12.24%	12.51%	12.73%
营业利润	12,859.92	16,129.06	20,365.97	24,824.53	偿债能力				
营业外收入	93.46	0.00	0.00	0.00	资产负债率	56.61%	56.02%	54.22%	52.44%
营业外支出	68.33	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.26	1.29	1.43	1.57
利润总额	12,885.04	16,129.06	20,365.97	24,824.53	营运能力				
所得税	641.83	829.63	1,064.94	1,280.77	应收账款周转率	9.36	9.31	9.01	9.21
净利润	12,243.21	15,299.43	19,301.03	23,543.76	存货周转率	6.11	6.83	6.63	6.63
归母净利润	10,952.66	13,603.14	17,145.79	20,945.51	总资产周转率	1.49	1.46	1.46	1.45
每股收益 (元)	1.51	1.88	2.37	2.90	每股指标 (元)				
资产负债表					每股收益	1.51	1.88	2.37	2.90
货币资金	33,619.54	41,755.03	64,809.12	94,500.52	每股净资产	7.79	9.84	12.21	15.11
交易性金融资产	1,720.76	1,720.76	1,720.76	1,720.76	估值比率				
应收票据及应收账款	23,765.56	33,631.81	37,362.93	43,715.35	PE	27.00	21.74	17.25	14.12
预付款项	486.70	633.19	740.51	853.02	PB	5.25	4.15	3.35	2.71
存货	29,757.93	38,207.59	45,341.96	51,958.70	现金流量表				
流动资产合计	94,228.13	120,855.22	155,049.26	198,034.75	净利润	12,243.21	15,299.43	19,301.03	23,543.76
固定资产	44,560.51	44,793.87	42,998.35	38,829.02	折旧和摊销	10,496.58	13,884.77	14,829.43	16,953.69
在建工程	2,226.22	2,221.22	2,217.22	2,217.22	营运资本变动	4,635.87	-3,828.43	-1,327.27	-1,122.14
无形资产	2,663.07	2,963.97	3,182.32	3,386.37	其他	229.39	-1,081.03	-1,382.50	-1,711.40
非流动资产合计	67,763.97	76,613.43	76,810.40	74,620.42	经营活动现金流净额	27,605.06	24,274.74	31,420.69	37,663.92
资产总计	161,992.10	197,468.66	231,859.66	272,655.17	资本开支	-10,888.59	-14,783.87	-13,427.51	-13,101.39
短期借款	20,514.18	25,336.51	30,413.81	35,493.61	其他	-8,671.33	-6,395.07	448.64	792.27
应付票据及应付账款	46,401.10	60,041.14	69,024.66	80,256.31	投资活动现金流净额	-19,559.91	-21,178.94	-12,978.88	-12,309.12
其他流动负债	7,919.83	8,243.89	9,073.04	10,013.34	股权融资	546.70	1,904.90	0.00	0.00
流动负债合计	74,835.11	93,621.53	108,511.51	125,763.26	债务融资	8,532.91	4,405.26	5,277.30	5,079.81
其他	16,872.12	17,008.48	17,208.48	17,208.48	其他	-5,009.34	-1,094.65	-665.02	-743.20
非流动负债合计	16,872.12	17,008.48	17,208.48	17,208.48	筹资活动现金流净额	4,070.27	5,215.52	4,612.28	4,336.60
负债合计	91,707.23	110,630.01	125,719.98	142,971.73	现金及现金等价物净增加额	12,371.73	8,135.49	23,054.09	29,691.40
股本	7,148.17	7,231.49	7,231.49	7,231.49					
资本公积金	5,011.94	6,833.52	6,833.52	6,833.52					
未分配利润	42,026.97	53,413.81	67,987.74	85,791.42					
少数股东权益	13,974.68	15,670.97	17,826.21	20,424.46					
其他	2,123.10	3,688.85	6,260.72	9,402.54					
所有者权益合计	70,284.86	86,838.65	106,139.68	129,683.44					
负债和所有者权益总计	161,992.10	197,468.66	231,859.66	272,655.17					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

吴文吉 (首席分析师)

SAC编号: S1340523050004

邮箱: wuwenji@cnpsec.com

万玮 (研究助理)

SAC编号: S1340123050022

邮箱: wanwei@cnpsec.com

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
	行业评级	回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
		强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
	可转债评级	中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
		推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



中邮证券

CHINA POST SECURITIES