

立讯精密 (002475.SZ)

夯实消费电子基本盘，通讯+汽车双翼齐飞

消费电子龙头，三大业务齐头并进。立讯精密成立于2004年，于2010年在深交所上市。公司上市后依托纵向整合与横向并购，不断扩展业务布局，目前已在消费电子、汽车、通信等领域构建起一个多元化、集成化、协同化的战略版图。消费电子业务作为公司基本盘，持续开拓新客户及新产品，挖掘新增量空间，此外，借助通讯、汽车业务两大落脚点，公司业务覆盖面的广度进一步铺开，实现多元化发展。

消费电子：端侧AI浪潮下，深度绑定大客户，打开新增量空间。AI正重塑消费电子产品的用户体验，根据Canalys，2024年全球AI手机渗透率为16%，预计2028年增长至54%。苹果为AI生态重要参与者，2024年6月在WWDC开发者大会上，苹果发布Apple Intelligence，此后AI功能持续迭代，有望加速换机周期。公司从最初做电脑连接器，到手机、平板、手表等多领域的连接器产品，到切入马达、无线充电、天线、声学等模组业务，再到收购昆山纬新和江苏纬创逐渐涉足整机组装业务，不断深入与北美大客户的合作关系，推动公司业绩高速增长。另一方面，公司大力拓展ODM业务版图，不断丰富完善产品矩阵，扩大市场份额，2025年3月，公司公告收购闻泰ODM业务，拓展安卓客户资源。

高速互联空间广阔，公司持续开拓新客户。AI服务器未来发展空间广阔，预计2025年产值接近2980亿美元，出货量将同比增长28%。海外CSP持续加码AI投资，2025年资本开支维持高位增长。GB200带动高速铜连接，特斯拉dojo、谷歌TPU均使用定制铜缆或DAC&AEC作为短距互联方案。公司在电连接、光连接、电源、风冷/液冷散热、射频等产品有着深厚积累，收购汇聚科技，完善互联产品战略布局。在高速互联领域，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。

新能源汽车渗透率持续攀升，打造全球汽车零部件Tier1平台。新能源汽车市场继续保持强劲增长势头，产销量和市场渗透率均实现了显著提升。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。公司早在2008年进入了汽车市场，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。公司与速腾聚创于2021年围绕激光雷达实现深度协同，和奇瑞在整车ODM平台方面进行合作，收购莱尼完善线束业务布局，中长期目标成为全球汽车零部件Tier1领导厂商。

盈利预测与投资建议：我们预计公司在2025/2026/2027年分别实现营业收入3171/3740/4420亿元，同比增长18.0%/17.9%/18.2%，实现归母净利润169/209/251亿元，同比增长26.6%/23.7%/19.9%，当前股价对应2025/2026/2027年PE分别为13/11/9X。公司具有估值优势，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期，客户相对集中，行业竞争加剧，关键假设存在误差风险，部分数据存在滞后性。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	231,905	268,795	317,055	373,958	442,012
增长率 yoy (%)	8.4	15.9	18.0	17.9	18.2
归母净利润(百万元)	10,953	13,366	16,921	20,929	25,090
增长率 yoy (%)	19.5	22.0	26.6	23.7	19.9
EPS 最新摊薄(元/股)	1.51	1.84	2.33	2.89	3.46
净资产收益率(%)	19.5	19.3	20.0	20.3	20.0
P/E(倍)	20.5	16.8	13.3	10.7	8.9
P/B(倍)	4.0	3.2	2.7	2.2	1.8

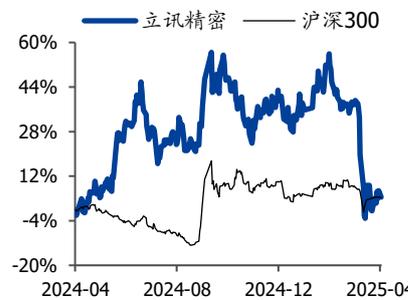
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2025年04月28日收盘价

买入(首次)

股票信息

行业	消费电子
04月28日收盘价(元)	30.95
总市值(百万元)	224,306.90
总股本(百万股)	7,247.40
其中自由流通股(%)	99.82
30日日均成交量(百万股)	126.95

股价走势



作者

分析师	郑震湘
执业证书编号:	S0680524120005
邮箱:	zhengzhenxiang@gszq.com
分析师	余凌星
执业证书编号:	S0680525010004
邮箱:	shelingxing1@gszq.com
分析师	钟琳
执业证书编号:	S0680525010003
邮箱:	zhonglin1@gszq.com

相关研究

- 《立讯精密(002475.SZ): 业绩逆势稳健增长, 紧握手行业黄金机遇》 2023-05-14
- 《立讯精密(002475.SZ): Q3 利润高增长, 紧握手汽车业务重大发展机遇》 2022-11-08
- 《立讯精密(002475.SZ): Q3 业绩预告大超预期, 厉兵秣马孕育新兴增长动能》 2022-08-29

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	94228	138545	170968	211896	259354
现金	33620	48360	81396	111847	150911
应收票据及应收账款	23766	32911	33844	39800	43325
其他应收款	322	917	528	519	491
预付账款	487	389	420	426	424
存货	29758	31703	35002	39139	42809
其他流动资产	6276	24266	19777	20165	21394
非流动资产	67764	85282	83733	76814	66994
长期投资	4233	7488	8988	10238	11238
固定资产	44561	48231	42277	34105	23979
无形资产	2663	2791	2814	2773	2672
其他非流动资产	16307	26771	29654	29698	29104
资产总计	161992	223828	254701	288710	326348
流动负债	74835	113875	122824	132180	142928
短期借款	20514	35313	38313	39313	40813
应付票据及应付账款	46401	65966	70783	78096	86260
其他流动负债	7920	12595	13729	14770	15855
非流动负债	16872	25266	30442	34492	36592
长期借款	12039	19620	24620	28620	30620
其他非流动负债	4833	5646	5822	5872	5972
负债合计	91707	139140	153266	166671	179520
少数股东权益	13975	15360	16932	18876	21297
股本	7148	7236	7236	7236	7236
资本公积	5012	7546	7546	7546	7546
留存收益	43470	54719	69989	88648	111017
归属母公司股东权益	56310	69327	84503	103162	125531
负债和股东权益	161992	223828	254701	288710	326348

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	27605	27117	36064	34878	43119
净利润	12243	14579	18493	22873	27511
折旧摊销	10497	11149	13565	14173	14531
财务费用	1377	1463	2856	3159	3360
投资损失	-1771	-4547	-2439	-2919	-3302
营运资金变动	4636	1257	4024	-2311	1154
其他经营现金流	624	3217	-435	-96	-136
投资活动现金流	-19560	-35656	-9911	-4069	-1584
资本支出	-10889	-11852	-6993	-5954	-3664
长期投资	-9599	-25288	-1962	-1034	-1221
其他投资现金流	928	1483	-956	2919	3302
筹资活动现金流	4070	25890	6698	-359	-2471
短期借款	5602	14799	3000	1000	1500
长期借款	2833	7581	5000	4000	2000
普通股增加	48	88	0	0	0
资本公积增加	1359	2534	0	0	0
其他筹资现金流	-5773	888	-1302	-5359	-5971
现金净增加额	12372	17583	33036	30451	39064

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	231905	268795	317055	373958	442012
营业成本	205041	240809	280020	327676	385281
营业税金及附加	535	637	666	860	1105
营业费用	889	1060	1078	1309	1591
管理费用	5543	6352	7007	8601	11050
研发费用	8189	8556	10146	13089	15912
财务费用	483	-503	2372	2345	2242
资产减值损失	-1319	-1245	50	-80	-60
其他收益	825	993	980	983	1156
公允价值变动收益	210	-63	120	90	80
投资净收益	1771	4547	2439	2919	3302
资产处置收益	123	37	69	76	61
营业利润	12860	16142	19450	24057	29398
营业外收入	93	54	50	35	60
营业外支出	68	87	34	15	35
利润总额	12885	16109	19466	24077	29423
所得税	642	1530	973	1204	1913
净利润	12243	14579	18493	22873	27511
少数股东损益	1291	1213	1572	1944	2421
归属母公司净利润	10953	13366	16921	20929	25090
EBITDA	21927	22597	35403	40595	46196
EPS (元/股)	1.51	1.84	2.33	2.89	3.46

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	8.4	15.9	18.0	17.9	18.2
营业利润(%)	15.3	25.5	20.5	23.7	22.2
归属母公司净利润(%)	19.5	22.0	26.6	23.7	19.9
获利能力					
毛利率(%)	11.6	10.4	11.7	12.4	12.8
净利率(%)	4.7	5.0	5.3	5.6	5.7
ROE(%)	19.5	19.3	20.0	20.3	20.0
ROIC(%)	10.0	7.1	11.9	12.6	13.0
偿债能力					
资产负债率(%)	56.6	62.2	60.2	57.7	55.0
净负债比率(%)	7.3	15.2	-8.7	-28.1	-47.5
流动比率	1.3	1.2	1.4	1.6	1.8
速动比率	0.8	0.7	1.0	1.2	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.4	1.3	1.4	1.4
应收账款周转率	9.4	9.6	9.6	10.2	10.7
应付账款周转率	4.3	4.3	4.1	4.4	4.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.51	1.84	2.33	2.89	3.46
每股经营现金流(最新摊薄)	3.81	3.74	4.98	4.81	5.95
每股净资产(最新摊薄)	7.77	9.57	11.66	14.23	17.32
估值比率					
P/E	20.5	16.8	13.3	10.7	8.9
P/B	4.0	3.2	2.7	2.2	1.8
EV/EBITDA	11.5	13.6	6.1	4.7	3.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 28 日收盘价

内容目录

一、内生外延驱动增长，三大业务齐头并进.....	5
1.1 消费电子行业翘楚，全方位拓展业务版图.....	5
1.2 高管产业经验丰富，股权激励彰显长期发展信心.....	6
1.3 收入稳步增长，持续加码研发投入.....	8
二、消费电子开启 AI 浪潮，并购整合加强市场竞争力.....	10
2.1 iPhone: 手机组装份额有望持续提高.....	15
2.2 AirPods: 苹果领跑 TWS 耳机市场，全面研发新产品.....	18
2.3 Apple Watch: 逐渐趋于智能化，组装份额持续提升.....	20
2.4 Vision Pro: 苹果引领创新，前瞻布局深度受益.....	22
三、高速互联空间广阔，打开海外服务器市场.....	23
3.1 海外云厂商持续加大资本开支，高速铜连接空间广阔.....	23
3.2 深耕高速互联产品，持续拓展海外市场.....	26
四、顺应新能源汽车高速发展，目标打造 Tier1 厂商.....	30
4.1 新能源汽车渗透率持续上升，汽车电子前景广阔.....	30
4.2 外延并购开拓业务布局，汽车业务快速增长.....	34
五、盈利预测与估值建议.....	39
5.1 盈利预测.....	39
5.2 投资建议.....	40
风险提示.....	41

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司业务布局 (业务占比来自 24 年报).....	6
图表 3: 公司 2024 年客户情况.....	6
图表 4: 公司股权结构 (截至 2025 一季报).....	7
图表 5: 公司部分管理层背景.....	7
图表 6: 公司营收及同比增速.....	8
图表 7: 公司归母净利润及同比增速.....	8
图表 8: 公司毛利率及净利率.....	8
图表 9: 公司期间费用率.....	8
图表 10: 公司主营产品收入占比.....	9
图表 11: 公司主营业务分产品毛利率.....	9
图表 12: 公司研发费用情况 (亿元).....	9
图表 13: 公司研发人员数量与占比 (人).....	9
图表 14: AI 手机市场分析.....	10
图表 15: AI 手机市场份额及渗透率.....	10
图表 16: AI 手机生态参与者.....	10
图表 17: 苹果智能化发展历程.....	11
图表 18: iOS 18 推出的新功能.....	11
图表 19: Apple Vision Pro 正式支持 Apple Intelligence.....	12
图表 20: 消费电子领域发展历程.....	13
图表 21: 公司为北美大客户供货的主要产品.....	13
图表 22: 立铠精密营业收入.....	14
图表 23: 立铠精密净利润.....	14
图表 24: 江苏立臻股权结构.....	14
图表 25: 立讯通讯股权结构.....	15
图表 26: 2014-2024 年全球智能手机出货量.....	15
图表 27: 2024 年全球智能手机市场份额.....	15
图表 28: 全球十大畅销智能手机的份额对比.....	16
图表 29: 2010-2024 年苹果全球智能手机季度出货量 (百万).....	16
图表 30: iPhone 15 系列组装份额分布.....	16

图表 31:	A18 Pro 处理器.....	17
图表 32:	iPhone 16e 展示图.....	17
图表 33:	iPhone 16 Pro Max 和 iPhone 15 Pro Max 的 BOM 成本对比.....	18
图表 34:	2023 Q1-2024 Q4 全球个人智能音频设备出货量.....	19
图表 35:	2024 年 TWS 全球出货量市场份额.....	19
图表 36:	公司在 TWS 领域研发的项目.....	19
图表 37:	AirPods 机型对比.....	20
图表 38:	2023 年和 2024 年全球可穿戴腕带设备出货量 (按地区).....	20
图表 39:	2024 年全球可穿戴腕带设备市场份额.....	20
图表 40:	2022 年全球智能手表外包制造商出货量份额.....	21
图表 41:	拆解 Apple Watch Series 10.....	21
图表 42:	Apple Watch Series 10 与 Apple Watch Series 9 对比.....	21
图表 43:	全球 VR 年度销量情况.....	22
图表 44:	全球 AR 年度销量情况.....	22
图表 45:	Apple Vision Pro 的 BOM 成本.....	22
图表 46:	海外四大 CSP 资本开支 (年度).....	23
图表 47:	海外四大 CSP 资本开支 (季度).....	23
图表 48:	国内大厂资本开支 (单季度).....	24
图表 49:	全球整体服务器产值及 AI 服务器占比情况及预测.....	24
图表 50:	2019-2024E 全球连接器市场规模及预测.....	25
图表 51:	2019-2024E 中国连接器市场规模及预测.....	25
图表 52:	2021 年全球连接器竞争格局.....	25
图表 53:	2022 年连接器下游应用占比.....	25
图表 54:	GPU 铜互连架构.....	26
图表 55:	公司通讯业务.....	26
图表 56:	立讯精密通讯业务营收及占比.....	27
图表 57:	汇聚科技营收 (百万港元).....	27
图表 58:	公司电连接产品.....	28
图表 59:	公司光连接产品.....	28
图表 60:	公司散热产品.....	29
图表 61:	公司电源产品.....	29
图表 62:	2019-01 至 2025-01 中国新能源汽车销量及渗透率.....	30
图表 63:	2017-2025E 全球智能座舱行业市场规模及增长情况及预测.....	31
图表 64:	2017-2025E 中国智能座舱行业市场规模及增长情况及预测.....	31
图表 65:	2019-2025E 中国和全球智能座舱新车渗透率现状及预测.....	31
图表 66:	1950-2030E 汽车电子占整车制造成本比重及预测.....	32
图表 67:	2019-2024E 中国汽车电子市场规模及预测.....	32
图表 68:	新能源汽车线束与传统汽车线束区别.....	32
图表 69:	汽车线束平均单车价值量.....	33
图表 70:	2016-2022 年我国汽车线束行业市场规模及增速.....	33
图表 71:	汽车连接器分类及应用.....	33
图表 72:	2019-2023E 中国汽车连接器市场规模统计预测.....	34
图表 73:	2021 年全球汽车连接器市场份额占比情况.....	34
图表 74:	立讯精密汽车业务产品矩阵.....	34
图表 75:	立讯精密产业客户发展历程.....	35
图表 76:	速腾聚创主要激光雷达产品.....	35
图表 77:	立讯精密和奇瑞合资公司股权结构.....	36
图表 78:	智界新 S7 参数配置表.....	36
图表 79:	立昇科技主要产品.....	37
图表 80:	公司收购 LeoniAG 及其下属全资子公司股权交割示意图.....	37
图表 81:	立讯精密分业务收入毛利拆分.....	40
图表 82:	可比公司估值分析.....	41

一、内生外延驱动增长，三大业务齐头并进

1.1 消费电子行业翘楚，全方位拓展业务版图

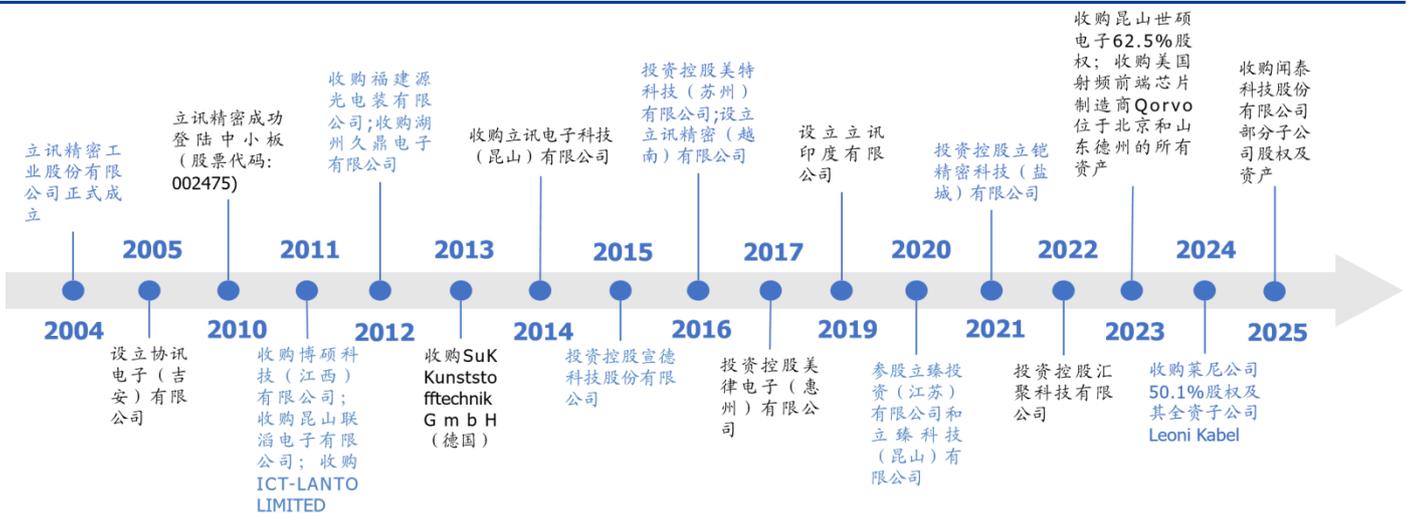
从连接器起家，内生外延成就消费电子龙头。公司成立于2004年，初期主要生产电脑连接器，承接富士康国内订单。2010年在深交所上市后，公司进行纵向的垂直整合与横向的业务拓展，通过内部生长与外延并购双轮驱动，逐步成长为消费电子龙头，并深度布局通讯、汽车业务。具体来看，公司发展历程分为三个阶段：

1) 2004-2009年，积累资源，奠定发展基石。公司主要围绕连接器产品，承接富士康订单，2007-2009年，富士康为公司的第一大客户。

2) 2010-2015年，快速成长期，多元业务并进。2011年，公司收购博硕科技，切入线束领域；同年，收购昆山联滔，成为北美大客户核心供应商。在2012年和2013年，公司通过并购福州源光及德国SuK，在汽车复杂精密结构件实现突破，成为欧美Tier1的供应商；2012年，收购科尔通，拓展通信业务。

3) 2016至今，全方位发展，迈向新征程。在消费电子领域，2016年，收购苏州美特，拓展声学组件业务；2017年，成功进入AirPods供应链；2018年，切入手机线性马达、天线和无线充电模组，并通过立景创新收购光宝CCM事业部，切入摄像头模组业务，不断增强零部件核心能力。2020年，收购江苏纬创、昆山纬新，切入大客户手表、手机整机组装，通过控股日铠电脑，拓展Top Module、金属结构件能力，实现零组件-模组-组装一体化产业链。2023年，收购昆山世硕，进一步扩大大客户手机组装业务份额；同年，收购Qorvo封测厂，切入射频前端模块，向产业链上游延伸。2025年，收购闻泰ODM子公司，丰富业务及客户结构。在通信方面，2022年，公司收购汇聚科技，完善通信业务产品布局。在汽车方面，2024年，公司拟收购莱尼公司，通过技术赋能与本地化布局拓展汽车电子业务版图。

图表1: 公司发展历程

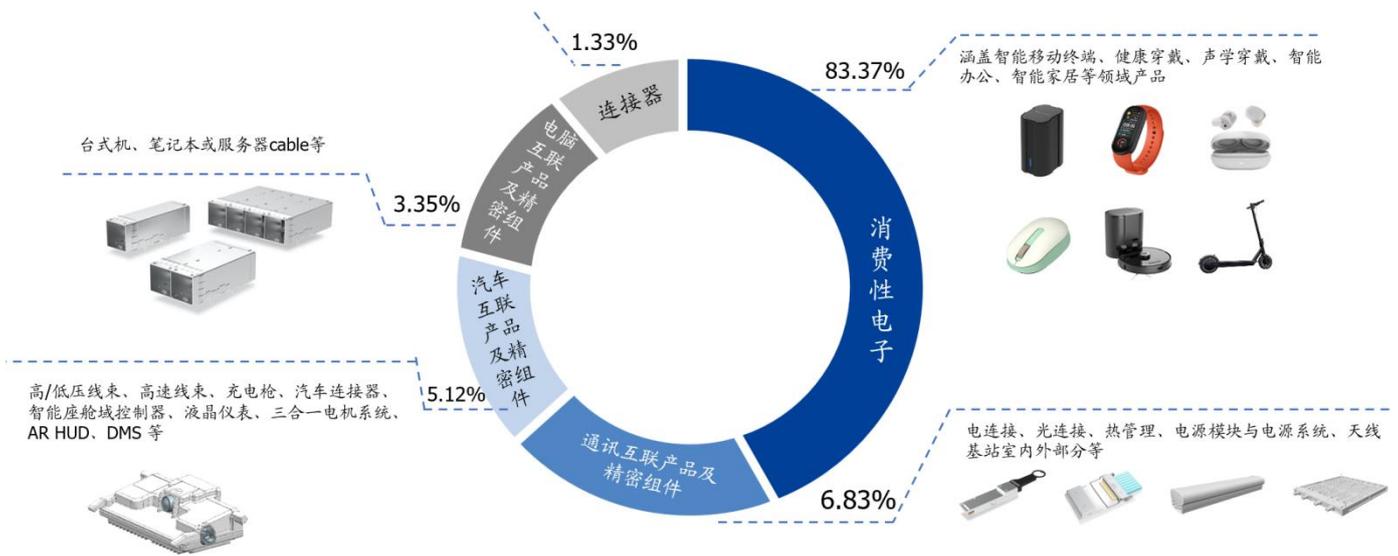


资料来源: 公司官网, 公司公告, 全球电子快讯, 国盛证券研究所

从零部件到整机组装，智能化生产赋能创新迭代。公司提供从核心零部件、模组到系统组装的一体化智造解决方案，产品主要涵盖消费电子、汽车、通信、工业及医疗等领域。针对当下汽车产业向新能源和智能化转型，手机行业向折叠屏等创新形态迈进，以及AI眼镜等新兴消费电子产品井喷的大背景下。公司始终遵循“三个五年”既定计划，一方面，持续夯实消费电子业务基本盘，在横向的开拓中提升产品、业务覆盖面广度，开拓新客户新产品；另一方面，充分借助通讯业务、汽车业务两大落脚点，推动公司多元化

发展，在产业协同深度的探寻中实现核心能力的持续突破。公司深度绑定大客户，2024年第一大客户营收占比为70.74%。

图表2: 公司业务布局 (业务占比来自24年报)



资料来源: 公司公告, 公司官网, 国盛证券研究所

图表3: 公司2024年客户情况

公司前5大客户资料		
	销售额(亿元)	占年度销售总额比例
客户1	1901.39	70.74%
客户2	61.31	2.28%
客户3	57.05	2.12%
客户4	54.94	2.04%
客户5	35.56	1.32%
合计	2110.24	78.50%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

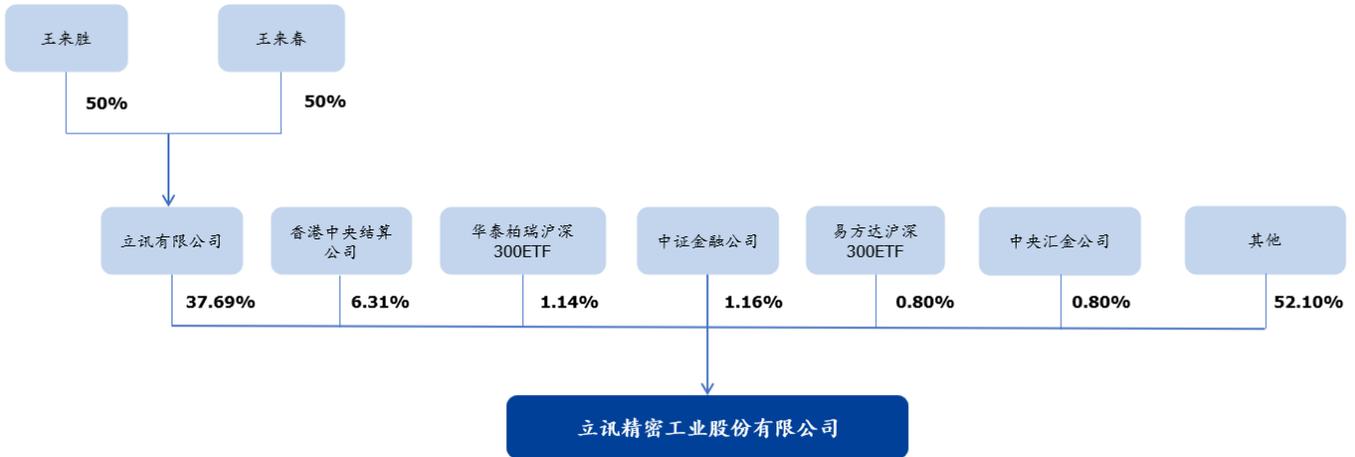
1.2 高管产业经验丰富，股权激励彰显长期发展信心

母公司为立讯有限公司，王来春、王来胜为实际控制人。公司股权结构稳定，截至2025年一季报，母公司立讯有限公司持有37.7%的股权，董事长王来春和副董事长王来胜分别持有立讯有限公司50%的股权。

发布股权激励计划，促进核心团队建设。公司于2022年抛出大规模股权激励计划，授予公司管理层和核心技术研发人员股票期权，行权考核年度为2023年至2027年，对应

的业绩考核目标为各年度营业收入分别不低于2300亿元、2600亿元、2900亿元、3200亿元、3500亿元。业绩指标的设定能够激发核心骨干的热情，有助于提升公司管理团队的凝聚力和竞争力，促进公司持续、稳健、快速的发展。

图表4: 公司股权结构 (截至2025一季报)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

董事长深耕行业，管理团队经验丰富。王来春从1988年开始进入连接器行业，在台湾鸿海下属富士康线装事业部工作近10年，积累了丰富的行业经验。凭借丰富的一线生产和管理经验，以及敏锐的洞察力，王来春一直并将持续以坚定的信念和顽强的毅力，带领着团队勇往直前。

图表5: 公司部分管理层背景

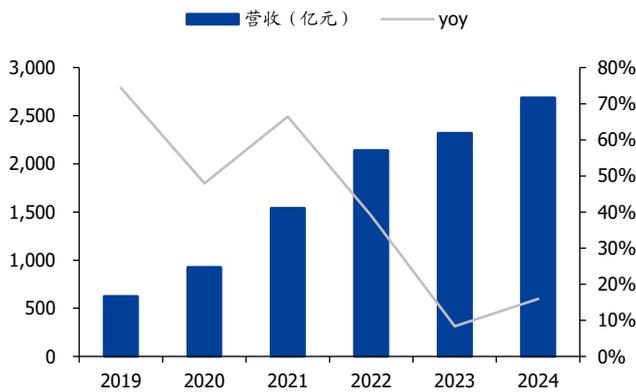
姓名	性别	职位	履历
王来春	女	董事长、董事、总经理	中国香港籍，清华大学深圳研究生院EMBA，第十四届全国政协委员、全国工商联女企业家商会副会长、广东省工商业联合会（总商会）副会长、2022年度广东省三八红旗手、中国女企业家协会特邀副会长，立讯精密工业股份有限公司创始人、实控人并担任董事长、总经理职务，王来春女士为公司第一，二，三，四，五届董事会董事长。
王来胜	男	副董事长、董事	中国香港籍，第十四届东莞市政协委员，现任公司副董事长，曾任深圳市质量协会常务理事，广东省实验室联合会理事。王来胜先生自80年代中期开始从事个体经商；1999年王来胜先生与王来春女士共同购买立讯有限公司股权；2004年与王来春女士一起创办立讯精密工业（深圳）有限公司并担任副董事长至今。
郝杰	男	董事、副总经理	中国国籍，无境外永久居留权，中国人民大学管理学硕士学位。郝杰先生于2017年10月加入立讯精密工业股份有限公司，现任公司半导体封装及SMT事业部负责人，负责相关运营管理工作，拥有扎实的运营管理理论知识和丰富的消费电子行业从业经验。
钱继文	男	董事、副总经理	中国国籍，持有中国香港居民身份，无境外永久居留权，东南大学本科学历。钱继文先生于2016年4月加入立讯精密工业股份有限公司，现任公司终端天线事业部负责人，负责终端天线事业部相关管理运营工作，其拥有近30年精密电子制造行业相关工作经验。
刘中华	男	独立董事	中国国籍，无境外永久居留权。硕士，会计学教授，现为广东外语外贸大学会计学院教授，硕士研究生导师，兼任中国会计学会理事，中国对外经贸会计学会副会长，广东省管理会计师协会常务副会长，广东省会计学会常务理事。刘中华先生已取得深圳证券交易所独立董事任职资格，并担任格林美股份有限公司，广州越秀资本控股集团股份有限公司独立董事。
宋宇红	女	独立董事	中国国籍，无境外永久居留权。武汉大学法律硕士，西南政法大学法学学士；法国高等工商管理学院工商管理硕士。现任北京德恒（深圳）律师事务所律师高级合伙人，一带一路国际商事调解中心深圳罗湖法院调解中心调解员。宋宇红女士已取得深圳证券交易所独立董事任职资格，为公司第五届董事会独立董事。
侯玲玲	女	独立董事	中国国籍，无境外永久居留权。湖南大学经济学博士，中南财经政法大学经济学硕士。现任深圳大学法学院教授，硕士研究生导师，兼任中国社会法学会常务理事，广东省法学会理事，深圳国际仲裁院，东莞仲裁委员会以及深汕国际仲裁院仲裁员。侯玲玲女士已取得深圳证券交易所独立董事任职资格。
李斌	男	首席运营官	中国国籍，上海交通大学工业工程硕士，现任公司技术副总经理，核心技术人员。2000年7月加入富弘精密公司，从事高频数据线缆连接组件的技术开发和管理工作，2009年加入昆山联滔电子有限公司，负责产品开发及管理工作。
吴天送	男	财务总监	中国台湾公民，台湾工业技术学院学士，现任公司财务处总监。吴天送先生于1996年8月至1999年8月任职于勤业众信会计师事务所担任审计部高级审计员，1999年9月至2009年3月先后就职于台湾元大证券承销部、台湾上市公司禾昌兴业股份有限公司及台湾志合电脑股份有限公司担任会计部主管、毅嘉电子（中山）有限公司担任财务部主管，2011年加入公司，2019年4月至今担任公司财务总监职务。
肖云兮	女	董事会秘书	中国国籍，毕业于上海对外经贸大学，拥有经济学学士学位。于2009年就职于立讯精密工业股份有限公司，历任策略采购专员、产品研发PM、全球行销业务主管，证券事务主任、投资者关系经理。

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.3 收入稳步增长，持续加码研发投入

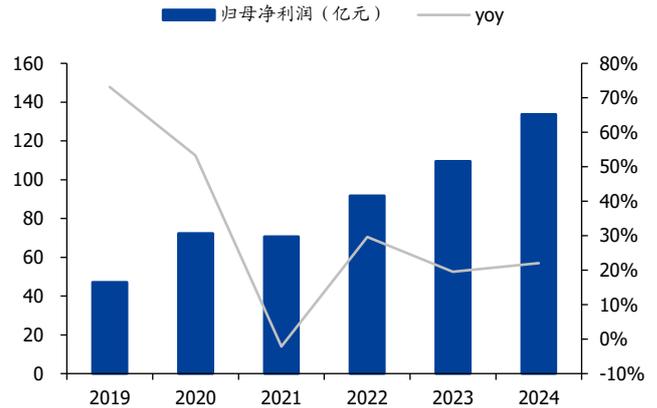
千磨万击还坚韧，各方面持续发力实现增长。公司在过去几年业绩高速增长，营收从2019年的625亿元增长至2024年的2688亿元，CAGR达34%；归母净利从2019年的47亿元增长至2024年的134亿元，CAGR达23%。2023年以来，由于全球经济下行以及消费电子行业整体表现偏弱，公司营收增速放缓。但公司发挥垂直整合及制程创新的优势，以多元化的产品布局在份额与新市场、新客户、新品类上积极发力，叠加在通讯和汽车产品领域持续的高速发展，公司整体业绩仍然取得了不错的增长，尤其23Q4以来，各大终端品牌客户在新产品和新技术应用上都在加速，行业景气度有所复苏，2024年，公司实现营收2688亿元，同比增长16%；实现归母净利润134亿元，同比增长22%。

图表6: 公司营收及同比增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

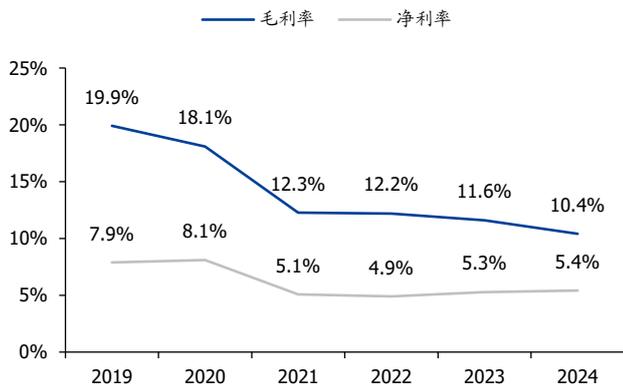
图表7: 公司归母净利润及同比增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

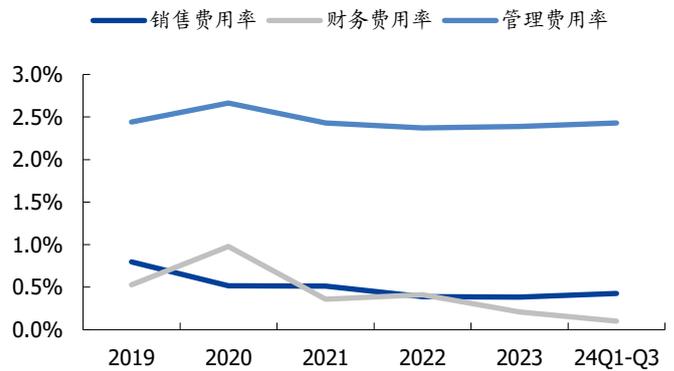
利润率保持稳定，费用率控制得当。2024年，公司毛利率为10.4%，相较于2023年的11.6%降低1.2pcts，主因个别在在2024年出货的智能可穿戴产品因产能利用不足导致亏损、全球布局导致国内产能短期过剩以及海外扩产前期空投，目前已基本回到正常水平。费用端，公司降本增效成果显著，2019年至2024，公司期间费用率从3.76%下降至2.57%。

图表8: 公司毛利率及净利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 公司期间费用率

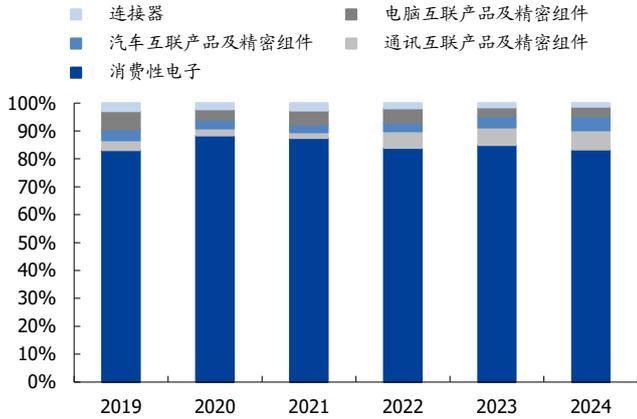


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

消费性电子为公司基本盘，通讯&汽车业务发展迅速。从产品营收占比来看，消费性电子占比维持高位，2024公司该业务营收占比达83.37%。消费类电子板块是公司营收和净利的的基本盘，主要得益于多元化的产品线布局、制程工艺垂直化整合的明显优势。汽

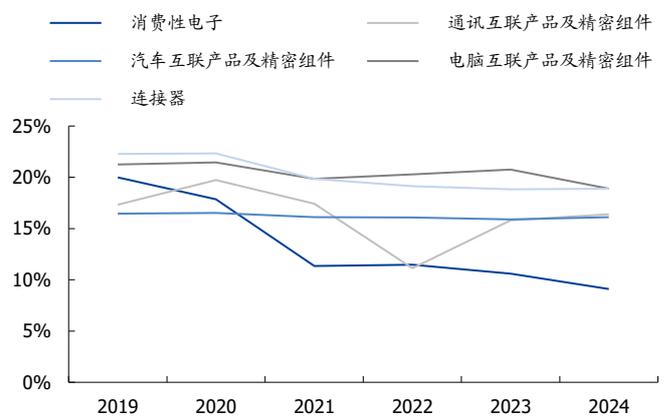
车板块多元化的零部件产品线在国内主流品牌客户市场已经打下了良好的基础，这几年也已经进入快速放量的阶段，正逐步兑现三个五年的规划目标，并不断地加速向前推进。

图表10: 公司主营产品收入占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

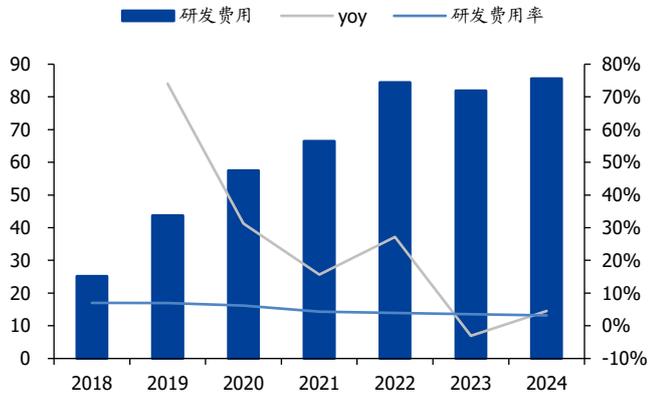
图表11: 公司主营业务分产品毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

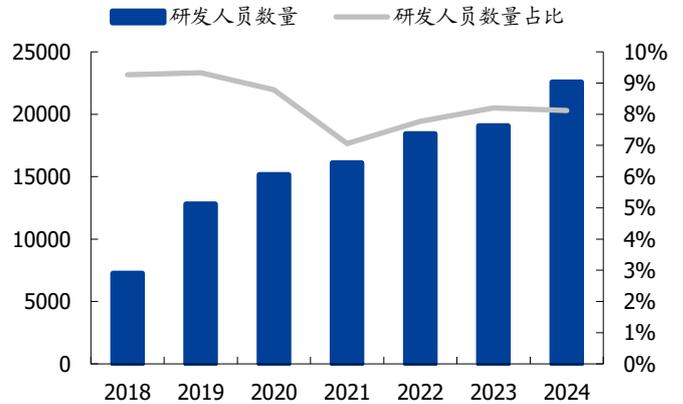
研发投入持续增长, 坚持研发创新的发展战略。公司研发投入主要分为前沿科技投入和产品迭代投入, 其中前沿科技投入主要围绕公司中长期的产品与业务规划布局, 将整体研发费用的约 30%投入到底层材料、工艺、制程等前沿技术领域的创新研发中, 推动公司在未来 20 年内实现 30%的产品步入全球行业的无人区; 产品迭代投入则围绕新方案、新产品从有概念到 NPI 过程中的研发投入。公司历年来研发投入及研发成果均呈稳步上升趋势, 截至 2024 年末, 公司及子公司累计持有专利 7164 件。2024 年, 公司研发投入为 85.6 亿元, 同比增长 4.5%。

图表12: 公司研发费用情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表13: 公司研发人员数量与占比 (人)



资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

二、消费电子开启 AI 浪潮，并购整合加强市场竞争力

AI 手机渗透率加速，高端先行，中端跟进。根据 Canalsys，2024 年全球 AI 手机渗透率达 16%，2028 年激增至 54%，AI 手机 2023-2028 期间年复合增长率达 63%。从中国市场来看，根据 Canalsys，2024 年，中国市场 AI 手机渗透率已达 22%，预计在 2025 年将突破 40%。端侧生成式 AI 作为更普适性的先进技术，将先出现于高端机，后逐渐被中端机采用，最终渗透整体手机市场。根据普华有策，2024 年高端机型（如三星 S25 Ultra、iPhone 16 Pro）率先搭载全场景 AI 功能，2025 年后中端市场（如小米 15、OPPO Find X8）通过芯片降维与算法优化实现普及。

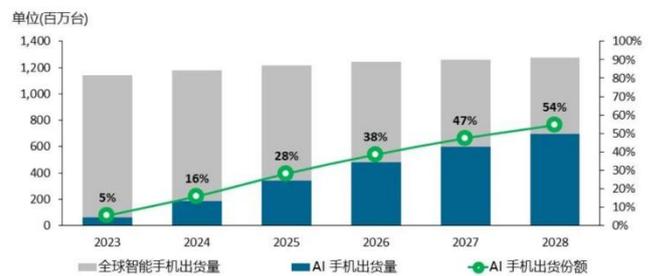
图表14: AI 手机市场分析



资料来源: Canalsys, 国盛证券研究所

图表15: AI 手机市场份额及渗透率

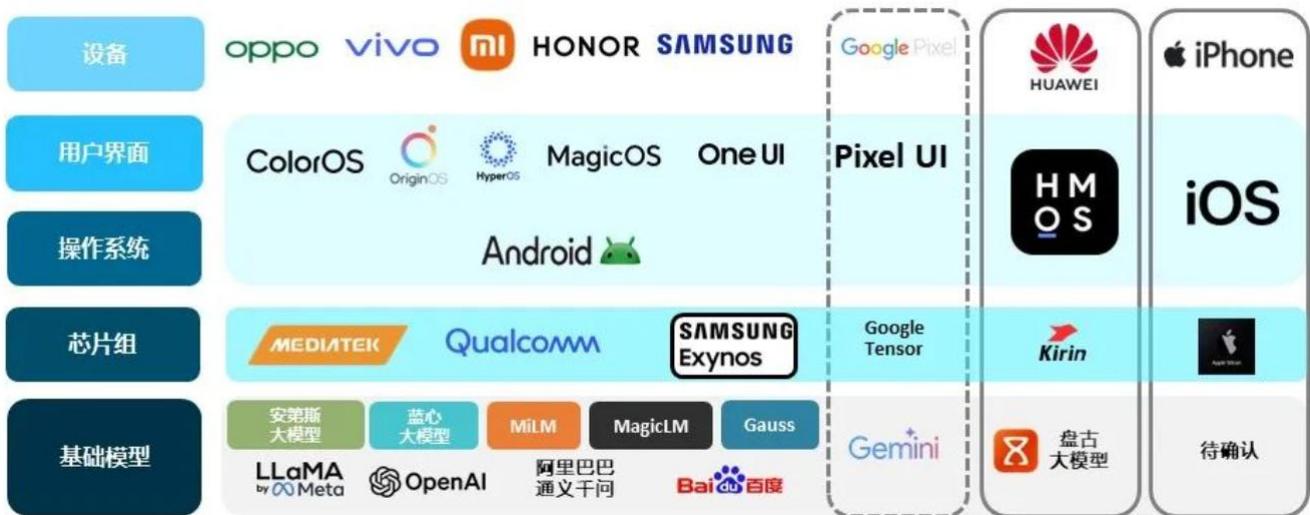
2028年，AI手机市场份额将达到54%



资料来源: Canalsys, 国盛证券研究所

AI 手机生态参与者包括众多苹果、谷歌和三星等全球众多厂商。全球 AI 手机生态参与者可以分为设备、用户界面、操作系统、芯片和基础模型五个部分。苹果、谷歌和三星等全球主要厂商以及荣耀、OPPO、小米和 vivo 等中国领先厂商都走在将生成式 AI 功能集成到其设备的前列。其战略各不相同，从开发专用 AI 芯片到加强利用 AI 的生态系统集成来提升用户体验。这些发展既具技术性又具战略性，通过对硬件和软件的大量投入来保持竞争优势。

图表16: AI 手机生态参与者



资料来源: Canalsys, 国盛证券研究所

苹果持续关注 AI 发展。苹果在 AI 领域迈出第一阶段是 2010 年苹果以 2 亿美金收购了“Siri”项目，实现了人工智能在苹果设备上的初步应用，也开启了苹果智能语音交互的先河。第二阶段为仿生智能阶段。2017 年苹果推出 A11 Bionic 处理器，该处理器新增了 AI 运算加速内核。第三阶段是空间计算阶段。在 2017 年至 2023 年期间，苹果公司陆续推出 AR 项目以及空间音频、增强现实等功能。

图表17: 苹果智能化发展历程



资料来源: 电子发烧友网公众号, 国盛证券研究所

苹果在 2024 年 6 月在 WWDC 开发者大会上发布了 Apple Intelligence，在 Apple Intelligence 加持下，Siri 正式迈入新纪元。苹果在 AI 战略方向的切入更贴近其自身优势，即利用其在硬件、设备上独有的优势，专注于旨在解决实际用户问题的实用工具，更加以用户为中心。相比于其他公司，苹果在 AI 方面有着其独特的优势：首先，苹果的设备用户数量比其他任何公司都要多，用户可以将其 AI 版本集成到 MacOS 和 iOS 中，该公司正在扩大这一用户群。其次，苹果更偏重用户体验和关注用户隐私，与许多在云端运行的 AI 程序不同，苹果的 AI 在设备本身上处理大量数据，从而确保了用户隐私，并减少了对云计算的依赖。Apple Intelligence 相比目前推出的其他 AI 手机，最大的优势在于它是系统级的。它可以调用更多的数据，然后通过端侧或云端的大模型来为用户提供更符合他们需求的服务。苹果选择系统 AI 化+引入强大云端大模型，也就是 Apple Intelligence 和 ChatGPT 联手。Apple Intelligence 的结构是由端侧自研模型、云端自研模型和 OpenAI 的 GPT 三部分组成。

图表18: iOS 18 推出的新功能



资料来源: 量子位公众号, 国盛证券研究所

苹果与阿里巴巴达成合作，随着 iOS18.4 的更新，Apple Intelligence 持续升级。2025 年 2 月苹果公司与阿里巴巴已经达成合作，将利用阿里巴巴的通义千问 AI 模型为中国市场的 iPhone 开发人工智能功能。2025 年 3 月 31 日，随着 iOS18.4 更新，Apple Intelligence 正式支持包括简体中文，虽然整体体验相比此前的英文版本 Apple Intelligence 有所提升，但当前仅使用 ChatGPT/Google 搜索，没有接入中国本土服务商的多模态大模型识别服务的前提下，Apple 智能在多模态内容识别的体验仍然有待提高。与此同时，Apple Vision Pro 正式支持 Apple Intelligence，用户可以使用写作工具（Writing Tools）校对、重写和总结文本；也可以使用 ChatGPT 从头开始撰写文本；使用 Image Playground 提供“Sketch”草图风格，帮助用户生成更具学术感与细节的图像内容；Genmoji 则可以帮助用户根据输入内容自动生成个性化表情包。苹果公司强调：即使在 AI 时代，该公司仍注重隐私，以确保用户数据不会被用于模型训练或第三方存储。

图表19: Apple Vision Pro 正式支持 Apple Intelligence



资料来源：财联社公众号，国盛证券研究所

为北美大客户在中国核心供应商，在消费电子领域多方面发展。从发展历程来看，自 2011 年收购昆山联滔电子获得苹果 MacBook 内部连接线业务，公司不断渗透苹果产业链，从 iPhone、iPad、Macbook 连接线延伸到代工 AirPods、AppleWatch、iPhone 等产品，逐渐成为苹果在中国核心供应商。同时公司持续精进以声、光、电、热、磁、射频为核心的底层技术，结合行业深耕多年所具备的快速规模化量产和制程工艺创新能力，为全球头部品牌客户提供从零部件、模组到系统解决方案的一站式产品落地服务，特别在声学产品领域、AR/VR 以及家居/办公等智能设备都获得了诸多客户的高度认可。

图表20: 消费电子领域发展历程

交易时间	标的公司股权	交易价值	交易方式	交易目的
2010	博硕科技 75%股权	1.68 亿元	体内	从电脑连接线扩张到消费电子领域
2011	联滔电子 60%股权	5.8 亿元	体内	切入苹果 iPad、Mac 连接线供应链
2012	珠海双赢 100%股权	1.18 亿元	体内	布局手机柔性印刷电路板
2014	苏州丰岛 100%股权	6000 万元	体内	切入可穿戴设备和智能家居领域
2016	苏州美特 51%股权	5.3 亿元	体内	切入苹果声学组件
2017	惠州美律 51%股权、上海美律 51%股权	6859 万元; 125 万元	体内	进一步布局苹果声学组件
2018	立景创新收购光宝科技相机模组事业部	3.6 亿美元	体外	切入手机摄像头模组
2020	江苏纬创、昆山维新 100%股权	33 亿元	体内	切入苹果手机组装
2020	高伟电子 45%股权	21.96 亿港元	体外	切入苹果手机摄像头模组
2021	日铠 50.013%股权	60 亿元	体内	切入苹果金属结构件和显示触控模组
2022	立景创新收购光宝影像事业部	9.1 亿元	体外	加码光学业务
2023	和硕子公司昆山世硕 62.5%股权	21 亿元	体外	进一步加码 iPhone 组装业务
2025	收购闻泰科技三家子公司 100% 股权	暂定为 6.16 亿元	体内	拓展消费电子业务布局

资料来源: 巨潮资讯, 公司公告, 创业邦, 中商产业研究院, 半导体芯闻, CINNO, 天极网, 国盛证券研究所

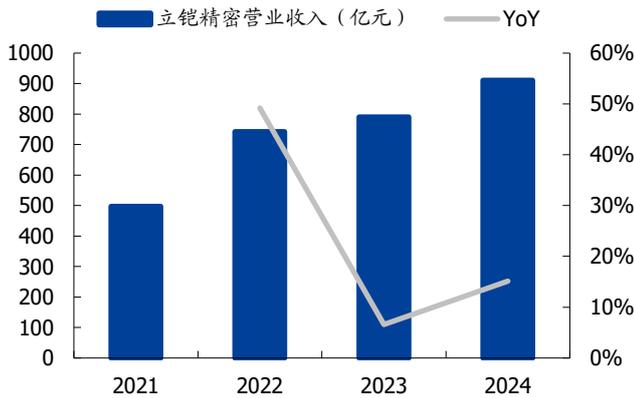
图表21: 公司为北美大客户供货的主要产品

年份	主要产品	供货产品
2011	MacBook、iPad	连接线
2013	iPad、MacBook/iPhone	lightning 接口
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、Apple Watch、AirPods/AirPods Pro	组装
2021	iPhone、Apple Watch、AirPods/AirPods Pro	组装
2022	iPhone、Apple Watch、AirPods/AirPods Pro	组装
2023	iPhone	组装
2024	iPhone	组装

资料来源: 第一财经, 模切涂布圈, 国盛证券研究所

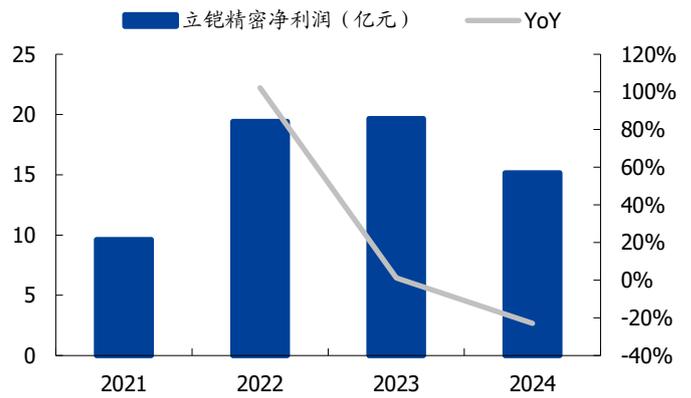
收购立铠提升精密结构件生产能力, 不断完善公司零部件业务。2021 年 1 月, 公司以 60 亿元的价格收购日铠电脑 50% 的股权, 并将其更名为立铠精密。进一步完善了公司精密结构件生产能力, 将 iPhone 侧键、Top Module、bottom module 以及 iPad、MacBook、Apple Watch 的金属中框业务纳入公司业务体系。2024 年, 立铠精密实现营收 910.3 亿元, 同比增长 15%, 净利润 15.2 亿元, 同比减少 23%。立铠精密 2025-2026 年的增长点主要分为三方面: 一是大客户稳定量产的产品线, 在未来会保持相对稳健的规模; 二是其他客户的消费电子产品, 立铠已经和相关客户建立合作关系, 正处于从 second source 到 main source 的爬坡过程; 三是大客户未来的 XR 的产品。

图表22: 立铠精密营业收入



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

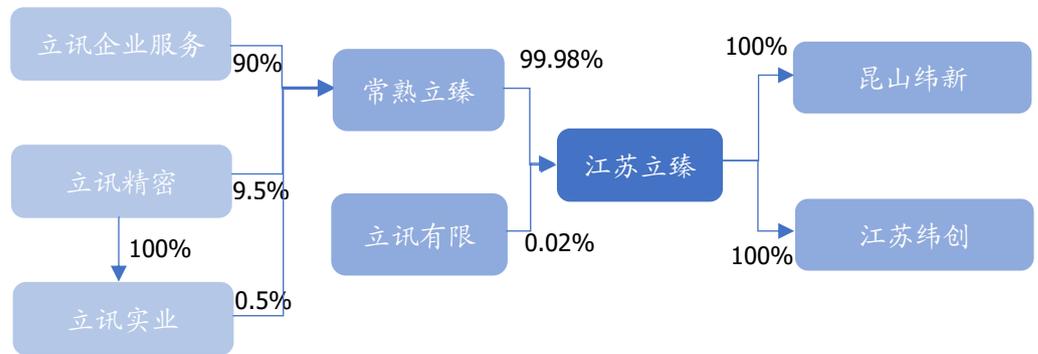
图表23: 立铠精密净利润



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

收购昆山纬新和江苏纬创切入 iPhone 组装业务, 进一步深化与北美大客户的合作。在被收购前, 纬创投资及纬新资通主要从事智能手机的整机组装、测试、包装和销售, 纬创资通本身即是市场知名的 ODM 代工公司, 该业务板块已具备完整的业务链条及成熟的运营收入模式, 与发行人之间各自独立运营。因此, 为进一步深化与苹果的合作, 2020 年, 江苏立臻收购江苏纬创和昆山纬新, 由此正式获得了 iPhone 代工业务。同年 12 月, 立讯通过体外子公司立景创新收购高伟电子 45% 股权, 成功涉足苹果手机 CCM 组装领域; 同时, 立讯精密在手表组装、马达、声学、结构件、SiP 封装等零部件方面也实现自主供应。

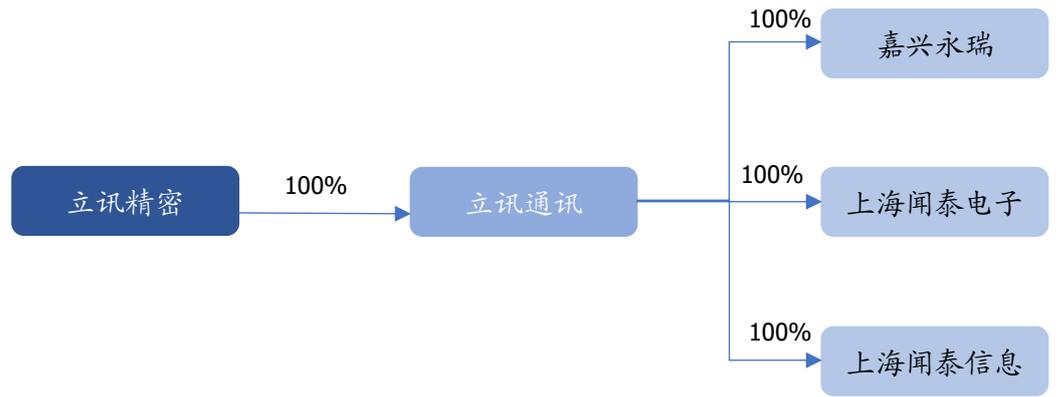
图表24: 江苏立臻股权结构



资料来源: 公司公告, 电子工程世界, Wind, 国盛证券研究所

收购闻泰科技 ODM 业务, 完善消费电子业务拼图。闻泰在安卓业务具备优质的客户资源, 涵盖三星、小米、OPPO、Dyson 等消费电子领域客户, 业务范围涉及安卓手机、平板电脑等品类。公司收购闻泰 ODM 业务可以拓展客户资源, 同时快速完善在 ODM 生产能力的布局, 进一步与自身原有客户资源形成协同, 推动其 Non-A 业务进入快速发展期, 利于立讯精密更快地在扩大原有业务规模体量的基础上, 拓展产业链上下游。

图表25: 立讯通讯股权结构

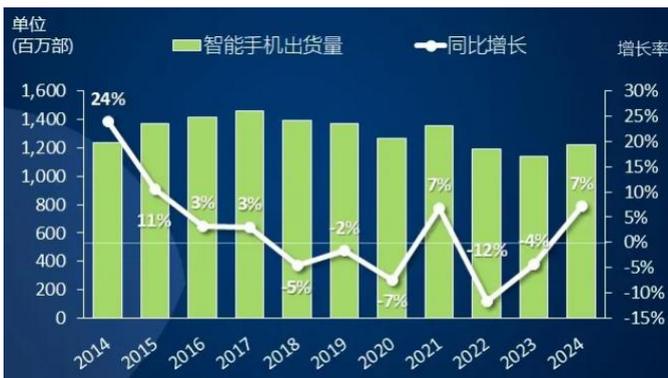


资料来源: 公司公告, 企查查, 国盛证券研究所

2.1 iPhone: 手机组装份额有望持续提高

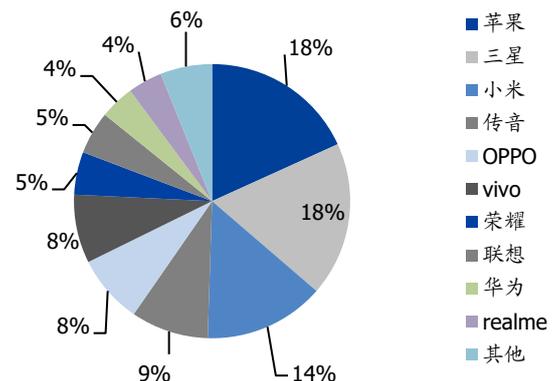
2024 年全球智能手机出货量迎来增长, 智能手机市场逐渐复苏。随着宏观经济压力的减轻, 市场从 2023 年第四季度开始出现复苏迹象, 并且已经连续五个季度增长。几乎所有市场都表现出增长, 尤其是欧洲、中国和拉丁美洲。据 Canlys, 2024 年全球智能手机市场增长 7%, 达到 12.2 亿部, 实现了在连续两年下滑后的反弹。苹果凭借新兴市场的增长以及北美和欧洲的稳定表现, 成功抵消了其在大陆市场的挑战, 连续第二年稳守市场榜首。2024 年全年, iPhone 出货量下降 1% 至 2.259 亿部。三星紧随其后, 继续聚焦盈利能力, 其出货量同样下降 1% 至 2.229 亿部。小米稳居第三, 并成为 2024 年行业出货量增长的最大贡献者。受中国大陆市场的强劲势头以及在新兴市场的持续战略扩张推动, 小米出货量增长 15%, 达到 1.686 亿部。

图表26: 2014-2024 年全球智能手机出货量



资料来源: Canlys, 国盛证券研究所

图表27: 2024 年全球智能手机市场份额

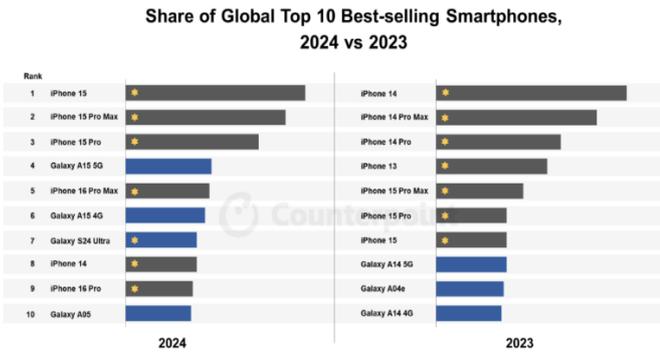


资料来源: Canlys, 国盛证券研究所

苹果手机霸榜全球智能手机榜单, 在智能手机出货量中占主导地位。据 Counterpoint, 苹果基础款 iPhone 15 在 2024 年主导了全球畅销智能手机榜单, iPhone 15 Pro Max 和 iPhone 15 Pro 分别紧随其后, 成为第二和第三畅销机型。消费者对 Pro 版本的偏好显著上升, Pro 机型年度销量首次占到 iPhone 总销量的一半以上。据 Statista, 2024 年第四季度, 苹果 iPhone 出货量约为 7700 万部, 比上一季度增加了 2000 多万部, 但这一数字比去年同期减少了约 330 万部。截至 2024 年第四季度, 苹果 iPhone 的销量占全球智

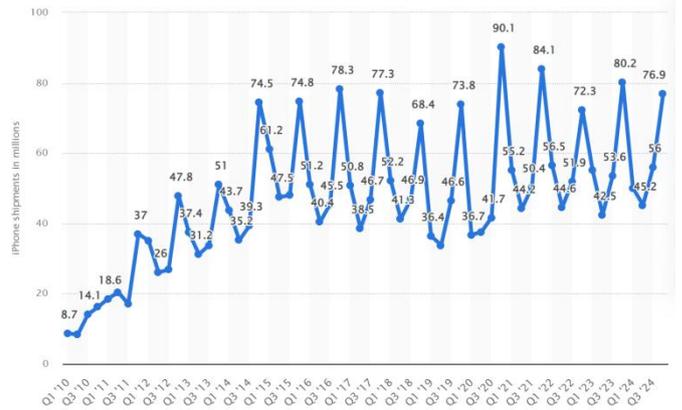
能手机总销量的23%以上。自2011年以来，苹果智能手机出货量每年第四季度都呈增长趋势。苹果仍是该季度的全球智能手机品牌之首。

图表28: 全球十大畅销智能手机的份额对比



资料来源: Counterpoint, 国盛证券研究所

图表29: 2010-2024年苹果全球智能手机季度出货量(百万)



资料来源: Statista, 国盛证券研究所

公司是唯一一家总部位于中国大陆生产 iPhone 手机的合同制造商，目前份额仅次于富士康。据 Visual Capitalist 援引 TrendForce 的数据，富士康负责生产 70% 的 iPhone 15 机型，25% 的 iPhone 15 手机由立讯精密代工，其余 5% 则由印度塔塔公司组装。60% 的 iPhone 15 Plus 生产由立讯精密组装；70% 的 iPhone 15 Pro 由富士康生产；70% 的 iPhone 15 Pro Max 由富士康负责组装，其余 30% 由立讯精密负责组装。

图表30: iPhone 15 系列组装份额分布



资料来源: Visual Capitalist, TrendForce, 国盛证券研究所

苹果将持续提高中国供应链之供货比重。2024 下半年苹果发布的 iPhone 16 系列采用全新 A18 和 A18 Pro 处理器，为了支持 Apple Intelligence 功能，将 DRAM 全面升级。苹果又于 2025 年 2 月 19 日推出全新入门级 iPhone 16e，开启苹果 2025 年 AI 新时代。据闪德资讯预测，iPhone 16 组装供货比重分别为鸿海 45-50%，立讯 35-40%。其中，立讯通过旗下立臻认购和硕全资子公司世硕部分股份的策略合作，其组装代工份额将较原先预估提高约 5-10%。可以看到，北美大客户持续提高中国供应链之供货比重，与立讯的合作关系更加紧密。

图表31: A18 Pro 处理器



资料来源: Apple 官网, 国盛证券研究所

图表32: iPhone 16e 展示图



资料来源: Apple 官网, 国盛证券研究所

iPhone 16 系列较 iPhone 15 系列成本增加，iPhone 在中国的销量有望恢复增长。据 TD Cowen，制造一部 256GB 的 iPhone 16 Pro Max 手机，包括零部件、产品组装以及包装等在内的 BOM 成本为 485 美元，与苹果 iPhone 15 Pro Max 256GB 的 BOM 成本 453 美元相比，iPhone 16 Pro Max 256GB 的 BOM 成本高 32 美元，高 7%。在 iPhone 16 Pro Max 上，最昂贵的组件是触控显示屏和后置摄像头模块，各为 80 美元，占总成本的 16%，同时相机也是与上一代相比增幅最大的组件，增加了 10 美元。据 TD Cowen 预测，Apple Intelligence 系统将为 iPhone 16 系列带来适度的推动作用，到 2025 年会更加显著，届时中国市场的销售有望恢复增长。

图表33: iPhone 16 Pro Max 和 iPhone 15 Pro Max 的 BOM 成本对比

零组件	iPhone 16 Pro Max 256GB (售价: 1199 美元)			iPhone 15 Pro Max 256GB (售价: 1199 美元)		
	占比	成本 (美元)	规格	占比	成本 (美元)	规格
触控显示屏	16%	80	6.9 寸	17%	75	6.7 寸
内存 (DRAM)	3%	17	8GB LPDDR5X	3%	12	8GB LPDDR5
储存 (NAND)	4%	22	256GB	4%	17	256GB
应用处理器	9%	45	A18 Pro	9%	40	A17 Pro
调制解调器+收发器	6%	28	5G 调制解调器	6%	28	5G 调制解调器
电源管理	4%	17	--	4%	20	--
WiFi, 蓝牙, NFC, GPS, 音频	3%	15	WiFi 7	3%	14	WiFi 6E
频射与功率放大器	6%	29	--	7%	30	--
前置摄像头	4%	20	1200 万像素 (广角)	4%	20	1200 万像素 (广角)
后置摄像头	16%	80	4800 万 (广角), 4800 万 (超广角), 1200 万 (远摄)	15%	70	1200 万 (超广角), 1200 万 (远摄)
传感器	4%	19	相机控制和动作按钮	4%	16	动作按钮
电池	3%	15	4685 毫安	4%	16	4441 毫安
印刷电路板基板	3%	15	--	3%	15	--
机壳框架	4%	19	钛金属	4%	18	钛金属
包装盒	2%	8	--	2%	8%	--
组装制造/其他	12%	57	--	12%	55	--
BOM 表总成本		485 美元			453 美元	

资料来源: TD Cowen, IT之家, 国盛证券研究所

2.2 AirPods: 苹果领跑 TWS 耳机市场, 全面研发新产品

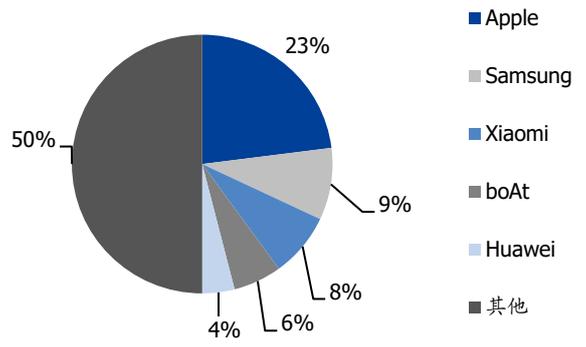
开放式耳机的崛起使得 TWS 市场回升, 苹果领跑 TWS 耳机市场。据 Canalsy, 2024 年全球个人智能音频设备 (包括 TWS、无线头戴式耳机和无线颈挂式耳机) 的出货量达到 4.55 亿台, 同比增长 11.2%。2024 年, 全球真无线耳机 (TWS) 市场出货量达到 3.3 亿台, 同比增长 13%, 恢复了两位数增长。市场回升的主要动力来自于开放式耳机的崛起及新功能和垂直场景应用的普及。同时, 传统 TWS 耳机通过 ANC 等先进功能的下放和价格下探, 进一步促进了市场扩张。厂商方面, 2024 年, 苹果以 23% 的市场份额稳居行业领先地位, 整体出货量达到 7600 万台, 同比下降 7%。

图表34: 2023 Q1-2024 Q4 全球个人智能音频设备出货量



资料来源: Canalis, 国盛证券研究所

图表35: 2024年 TWS 全球出货量市场份额



资料来源: Canalis, 国盛证券研究所

公司 2016 年收购苏州美特切入北美大客户声学组装,并持续研发 TWS 耳机。2016 年, AirPods 随 iPhone7 推出,这是苹果发布第一款 TWS 耳机,同年,立讯精密收购苏州美特 51% 股权,2017 年分别收购惠州美律、上海美律 51% 股权,逐步布局北美客户声学组件。2017 年 7 月,立讯精密取得了 AirPods 的代工资格,并凭借接近 100% 良品率获得客户的青睐,逐渐成为 AirPods 主要供应商,占据 60% 的代工份额。据公司年报,2023 年,公司正在研发基于光动能充电及显示电量的无线蓝牙耳机和可录写译听说的蓝牙耳机,分别可以满足用户更多的需求。2025 年 2 月 8 日,公司在昆山市举行了百亿重大产业项目的签约仪式,该项目包含智能精密声学耳机产品项目,总投资 60 亿元,占地约 168 亩。该项目规划建设研发中心、实验室和系列产品智能制造生产基地,助力昆山把握声学高科技产业的发展机遇。

图表36: 公司在 TWS 领域研发的项目

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
基于光动能充电及显示电量无线蓝牙耳机研发	满足用户更方便更智能给蓝牙耳机充电的需求	2023 年已完成交付并专利申请中	光动能充电提醒;完全依靠太阳能的能量;长时间稳定充电,延长续航	产品已顺利投入生产,为公司在蓝牙耳机的市场上提升竞争力,并为公司带来可观的收益
可录写译听说蓝牙耳机的研发	满足针对商务办公人士使用的办公耳机	2023 年工厂已投入 3 条线生产,该产品年产量将达 200 万件	通过基于 AI 人工智能技术来实现通话录音、现场录音以及语音转文字、多语种转译和 VIAIMAI 生成式会议助理等功能	产品研发成功,在蓝牙耳机产品中提升竞争力,音质以及实用性有一个质的飞跃。带动公司利润,同时为后续市场推广奠定了技术与市场基础

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

在 2024 年苹果秋季发布会上,苹果推出 AirPods 4。除了 iPhone 16 系列,还有新一代耳机产品。此次苹果分别推出了 AirPods 4 和新款 AirPods Max,并为 AirPods 4 带来了基础款和持主动降噪功能款两个版本。基础款官方售价为 999 元,支持主动降噪功能的版本则为 1399 元。硬件性能上,AirPods 4 搭载了与 AirPods Pro 2 同款的 H2 芯片,并改进了充电盒

的设计，使其更加小巧。在 H2 芯片的加持下，AirPods 4 在连接 Apple Vision Pro 时，首次引入了对无损音质播放的支持。

图表37: AirPods 机型对比

AirPods 机型	AirPods 4	AirPods 4 (支持主动降噪)	AirPods Pro 2
价格	999 元	1399 元	1899 元
搭载芯片	H2 芯片	H2 芯片	H2 芯片; U1 芯片, 内置于 MagSafe 充电盒(USB-C)
主动降噪	/	主动降噪、自适应音频和通透模式	主动降噪(效果最高提升至 2 倍)、自适应音频和通透模式
充电盒	充电盒(USB-C)	无线充电盒(USB-C)可通过 Apple Watch 充电器和 Qi 认证充电器充电功能; 内置扬声器可用于查找功能	MagSafe 充电盒(USB-C)可通过 Apple Watch 充电器和 Qi 认证充电器充电功能; 内置扬声器可用于查找功能; 自带挂绳孔
传感器	入耳检测光学传感器、运动加速感应器、语音加速感应器、力度感应器	入耳检测光学传感器、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、触控操作

资料来源: 苹果官网, 国盛证券研究所

2.3 Apple Watch: 逐渐趋于智能化, 组装份额持续提升

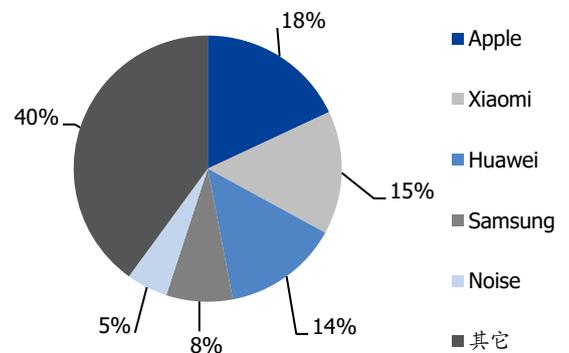
全球可穿戴腕带设备市场实现稳步增长, 苹果占市场主导地位。2024 年, 全球可穿戴腕带设备市场实现稳步增长, 出货量达 1.93 亿部, 同比增长 4%。这是继 2022 年市场调整后, 连续两年实现增长, 展现出复苏的势头。中国及新兴市场的强劲需求成为主要增长动力, 弥补了美国、印度等成熟市场的下滑。基础手表和基础手环推动了入门级用户的成长, 而苹果、小米、华为等头部品牌竞争加剧, 市场格局进一步演变。2024 年苹果占全球可穿戴腕带设备市场份额 18%, 位居第一。

图表38: 2023 年和 2024 年全球可穿戴腕带设备出货量(按地区)



资料来源: Canalis, 国盛证券研究所

图表39: 2024 年全球可穿戴腕带设备市场份额



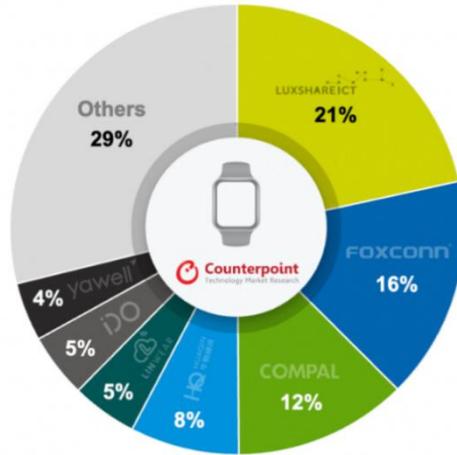
资料来源: Canalis, 国盛证券研究所

公司承接了约 40%以上的 Apple Watch 产量, 并在新品 watch 占据主要份额。在 Apple Watch 的生产中, 立讯精密也从零部件供应逐步发展到整机组装, 在供应链中的

地位愈发重要。2022 年下半年，全球 69% 的智能手表由 ODM/EMS 生产，高于 2021 年下半年的 63%。2022 年下半年排名前三的智能手表外包制造商分别是立讯精密、富士康和仁宝，这三家公司生产的产品占全球智能手表外包出货量的一半左右。得益于承接了 Apple Watch 约 40% 的订单，2022 年，立讯精密在全球智能手表外包制造商出货量份额占 21%，排名第一。

图表40: 2022 年全球智能手表外包制造商出货量份额

Global Smartwatch Outsourced Manufacturing Shipments Share, 2022



资料来源: Counterpoint, 国盛证券研究所

Apple Watch Series 10 最大的亮点是配备 64 位双核处理器的 S10 SiP 芯片。苹果在 2024 年秋季发布会上发布了最新智能手表 Apple Watch Series 10，根据 iFixit 的拆解，发现苹果为了在不影响传感器、镜头等内部组件的情况下，采用了封闭式外壳，意味着对做工、组装等提出了更高的要求。为了达到如此纤薄，苹果重新设计了包括 SiP 芯片、数码表冠、扬声器、表镜和天线在内的方方面面。Apple Watch Series 10 配备 64 位双核处理器的 S10 SiP 芯片是最大亮点，该芯片拥有 4 核神经网络引擎和 64GB 的容量。立讯精密在 SiP 工艺上已具备完全自主的关键核心制程能力，通过在零组件、模组、系统级组装顺向或逆向的垂直整合，将不断深挖产品价值的深度。

图表41: 拆解 Apple Watch Series 10



资料来源: IFIXIT, IT之家, 国盛证券研究所

图表42: Apple Watch Series 10 与 Apple Watch Series 9 对比

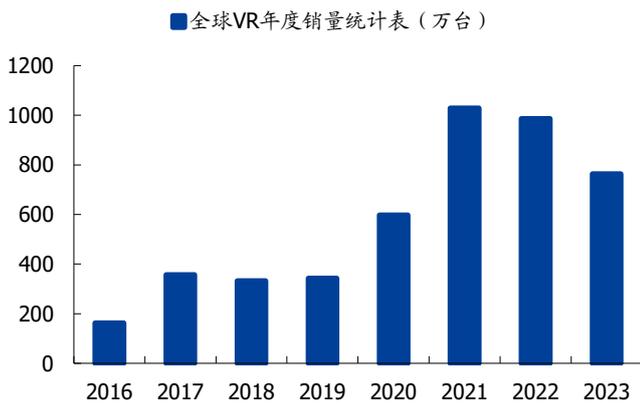


资料来源: IFIXIT, IT之家, 国盛证券研究所

2.4 Vision Pro: 苹果引领创新, 前瞻布局深度受益

2025年在软硬件技术革新、AI加持、终端厂商入局的推动下, 整体AR/VR市场将迎来转折节点。根据 wellsenn XR 统计, 2023年全球VR销量为753万台, 较2022年下滑24%。基于游戏为核心应用场景的VR在2023年遇到了增长瓶颈: 换机周期长, 缺乏重点内容驱动硬件升级和消费者换新, 是近两年VR市场负增长的主要原因。2023年全球AR销量为51万台, 较2022年增长38%。其中观影类AR眼镜仍是主要增长来源, 信息提示类眼镜2023年也贡献了一定增量其中国内市场AR销量为20万台, 海外市场AR销量为31万台, 当前AR的主力销量品牌为中国公司, 供应链基本都在中国, 海外大厂当前基本没有入场发售产品, 整体来看国内外的AR销量差距较VR头显小。

图表43: 全球VR年度销量情况



资料来源: Wellsenn XR, 国盛证券研究所

图表44: 全球AR年度销量情况



资料来源: Wellsenn XR, 国盛证券研究所

公司为 Vision Pro 的 OEM 供应商。根据 Wellsenn XR, Apple Vision Pro 的综合硬件成本约为 1982.25 美元, 其中, 屏幕 (硅基 OLED 和 eyesight 外屏) 成本最高, 约为 750 美元, 占比 37.84%; 结构件、Pancake 光学模组成本均超 200 美元, 合计占比约 25%; 核心芯片 M2、R1、RAM 和 ROM 共计成本超 200 美元, 占比超 10%。从供应商角度来看, 索尼为屏幕和摄像头 CMOS 供应商, 价值量超 700 美元; 玉晶光电等为 Pancake 模组供应商; 整机组装代工由立讯精密负责, 价值量在 150-200 美元左右; 蓝思科技/伯恩光学作为 3D 玻璃盖板供应商, 长盈精密作为结构件供应商, LG 作为 eyesight 外屏供应商, 均在成本构成中占据较高价值量和成本占比。共有 7 家大陆企业入列 Vision Pro 供应链名单: 出了负责代工的公司外, 本体中框和外壳由长盈精密和领益科技提供, 电源系统来自德赛电池, 扬声器模组来自歌尔股份, IPD 驱动系统来自兆威机电, 相机模组来自高伟电子。

图表45: Apple Vision Pro 的 BOM 成本

按硬件种类分	成本	占比
屏幕 (硅基 OLED 和 eyesight 外屏)	约为 750 美元	37.84%
结构件、Pancake 光学模组	均超 200 美元	约 25%
核心芯片 M2、R1、RAM 和 ROM	超 200 美元	超 10%
综合硬件总成本	1982.25 美元	/

资料来源: Wellsenn XR, 国盛证券研究所

三、高速互联空间广阔，打开海外服务器市场

3.1 海外云厂商持续加大资本开支，高速铜连接空间广阔

海外 CSP 持续加码 AI 投资，2025 年资本开支维持高位增长。2024Q4 海外四大 CSP 合计资本开支为 697 亿美元，同比增长 66%，环比增长 23%，2024 年海外四大 CSP 合计资本开支为 2169 亿美元，同比增长 56%，CSP 持续加码 AI 服务器及相关投资。展望 2025 年，meta 预计预计 2025 年全年资本支出为 600-650 亿美元，亚马逊 2025 年资本支出将提高至 1000 亿美元，以期抓住人工智能（AI）领域千载难逢的商业机遇，上述大部分资本支出用于旗下云计算部门 AWS 研发 AI 技术，谷歌预计 2025 年资本支出为 750 亿美元，微软 FYQ2 包括融资租赁在内的资本支出为 226 亿美元，预计 FYQ3 和 FYQ4 的季度支出将维持 FYQ2 的水平。我们看到 2024 年各大 CSP 持续加码 AI 投资，meta 逐季上调资本开支预期，2025 年资本开支维持高位增长。

图表46: 海外四大 CSP 资本开支 (年度)

资本开支 (亿美元)	2020	2021	2022	2023	2024	YOY	2020	2021	2022	2023	2024
META	151	186	314	273	373	META	23%	69%	-13%	37%	
亚马逊	350	554	583	481	777	亚马逊	58%	5%	-17%	61%	
谷歌	223	246	315	323	525	谷歌	11%	28%	2%	63%	
微软	170	215	244	317	495	微软	27%	13%	30%	56%	
合计	894	1,201	1,456	1,394	2,169	合计	34%	21%	-4%	56%	

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表47: 海外四大 CSP 资本开支 (季度)

资本开支 (亿美元)	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
META	36	33	37	46	43	46	43	54	54	76	94	90	68	62	65	77	64	82	83	144
亚马逊	54	66	98	132	112	130	148	165	137	141	150	154	131	104	113	134	139	164	213	261
谷歌	60	54	54	55	59	55	68	64	98	68	73	76	63	69	81	110	120	132	131	143
微软	35	38	47	49	42	51	65	58	59	53	69	63	63	66	89	99	97	110	139	149
合计	185	190	236	282	256	282	323	340	348	338	386	384	325	301	348	420	421	487	565	697
YOY	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
META	-9%	13%	25%	-7%	8%	-6%	25%	1%	39%	24%	-4%	-24%	-9%	5%	17%	-17%	28%	1%	75%	
亚马逊	22%	48%	35%	-15%	16%	14%	12%	-17%	3%	7%	3%	-15%	-20%	9%	18%	4%	18%	30%	22%	
谷歌	-10%	0%	1%	8%	-8%	24%	-6%	53%	-30%	7%	4%	-17%	10%	17%	37%	9%	10%	-1%	9%	
微软	6%	26%	3%	-15%	22%	27%	-10%	1%	-9%	29%	-9%	0%	5%	35%	11%	-2%	13%	27%	8%	
合计	3%	24%	19%	-9%	10%	15%	5%	2%	-3%	14%	-1%	-15%	-7%	16%	20%	0%	16%	16%	23%	
YOY	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
META	20%	42%	17%	16%	27%	64%	117%	68%	26%	-18%	-30%	-15%	-6%	31%	26%	88%				
亚马逊	106%	96%	50%	25%	23%	9%	2%	-6%	-5%	-26%	-25%	-14%	7%	57%	88%	95%				
谷歌	-1%	2%	26%	16%	65%	24%	7%	19%	-36%	1%	11%	45%	91%	91%	62%	30%				
微软	18%	35%	36%	18%	41%	5%	6%	8%	7%	24%	30%	58%	55%	66%	55%	50%				
合计	38%	48%	37%	21%	36%	20%	19%	13%	-7%	-11%	-10%	9%	30%	62%	62%	66%				

资料来源: wind, 国盛证券研究所

国内大厂资本开支上行，25 年资本开支有望持续超预期。海外四大 CSP 资本开支持续上升，25 年在 24 年高基数上保持高增长，deepseek 推动下推理需求井喷，国内大厂把握 AI 浪潮，资本开支持续上升。

阿里发布最新法说会，FY25Q3 单季度 CAPEX 317.8 亿元，环比+82%，24 全年 CAPEX 为 726 亿元，同比+196%，公司未来三年将积极投资于 AI 基础设施建设，未来三年将进行历史最高水平的投资，集团在云和 AI 的基础设施投入预计将超越过去十年的总和，我们计算 FY2015-2024 的资本开支总和为 3248 亿元，未来三年平均或超 1082 亿元。

新需求中约 60%到 70%用于推理。阿里表示春节以来，看到了推理需求的爆炸性增长，新需求中约 60%到 70%用于推理。阿里巴巴作为电子商务巨头，拥有更多的消费者数据，能够根据个人数据更好地理解中国用户请求，AI 相关收入连续六个季度实现三位

数增长超预期，投入与回报实现正向循环，或将进一步带动公司 25 年资本开支规模超预期，并进一步推动国内其他科技大厂如腾讯、字节等资本开支投入进一步增长，我们看好 2025 年开始未来三年国内云厂商、运营商等 AI 资本开支跃升。

图表48: 国内大厂资本开支 (单季度)

资本开支 (亿元)	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
腾讯	62	95	87	97	77	69	71	117	70	30	24	57	44	40	80	75	144	87	171
阿里巴巴	97	136	143	58	77	125	159	134	115	118	121	69	35	69	52	89	112	121	175
百度	5	9	15	22	15	25	27	42	20	22	22	19	13	27	35	37	20	21	16
小米	6	5	4	15	11	7	33	20	13	14	17	14	16	22	18	21	23	14	32
合计	170	245	249	192	180	226	290	313	218	184	184	159	108	158	185	222	299	243	394

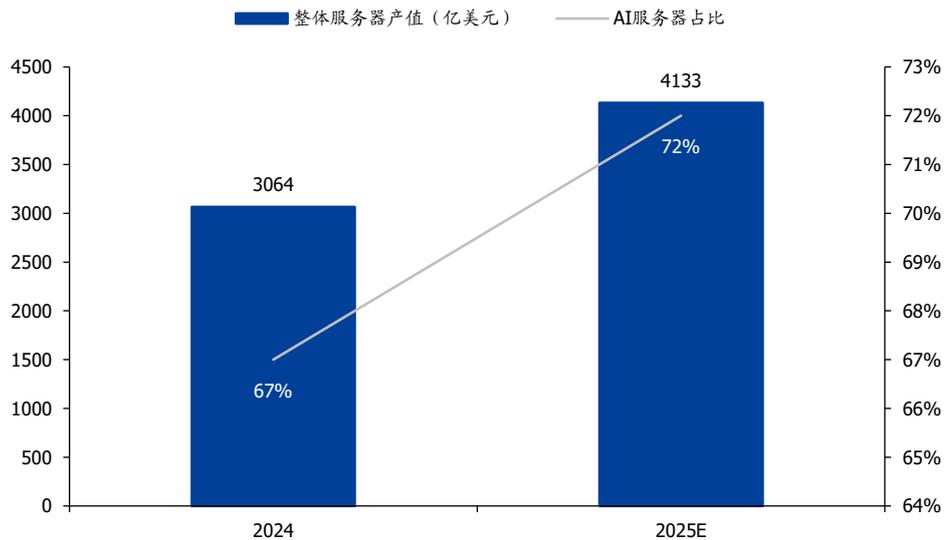
QOQ	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
腾讯	53%	-8%	11%	-21%	-10%	3%	65%	-40%	-57%	-20%	138%	-23%	-9%	100%	-6%	92%	-40%	97%	
阿里巴巴	40%	5%	-59%	33%	62%	27%	-16%	-14%	3%	3%	-43%	-49%	98%	-25%	71%	26%	8%	45%	
百度	80%	67%	47%	-32%	67%	8%	56%	-52%	10%	0%	-14%	-32%	108%	30%	6%	-46%	5%	-24%	
小米	-17%	-20%	275%	-27%	-36%	371%	-39%	-35%	8%	21%	-18%	14%	38%	-18%	17%	10%	-39%	129%	
合计	44%	2%	-23%	-6%	26%	28%	8%	-30%	-16%	0%	-14%	-32%	47%	17%	20%	35%	-19%	62%	

YOY	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
腾讯					24%	-27%	-18%	21%	-9%	-57%	-66%	-51%	-37%	33%	233%	32%	227%	118%	114%
阿里巴巴					-21%	-8%	11%	131%	49%	-6%	-24%	-49%	-70%	-41%	-57%	29%	220%	75%	237%
百度					200%	178%	80%	91%	33%	-12%	-19%	-55%	-35%	23%	59%	95%	54%	-22%	-54%
小米					83%	40%	725%	33%	18%	100%	-48%	-30%	23%	57%	6%	50%	44%	-36%	78%
合计					6%	-8%	16%	63%	21%	-19%	-37%	-49%	-50%	-14%	1%	40%	177%	54%	113%

资料来源: 各公司财报, 腾讯官网, 国盛证券研究所

AI 服务器未来发展空间广阔，预计 2025 年产值接近 2980 亿美元，出货量将同比增长 28%。随着 AI 技术、云计算、物联网技术的飞速发展，全球计算设备、数据中心、AI 服务器等关键基础设施规模迅速提升。根据 TrendForce，在产值上，2024 年整体服务器产值约达 3060 亿美元，其中，AI 服务器占比为 67%，产值约为 2050 亿美元，预计 2025 年其产值有望增长至近 2980 亿美元，占比进一步提升至 72%；在出货量上，由于中美系 CSP、服务器 OEM 客户对搭载 Hopper 系列机种拉货动能增强，2024 年 AI 服务器出货量同比增长 46%，预计 2025 年其出货量将同比增长近 28%，占整体服务器出货比例进一步提升至 15%以上。

图表49: 全球整体服务器产值及 AI 服务器占比情况及预测

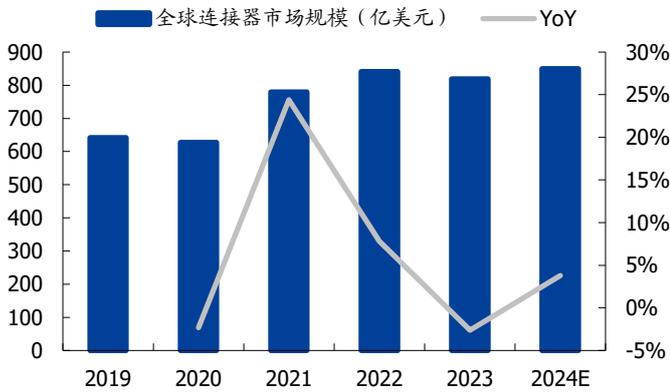


资料来源: TrendForce, 国盛证券研究所

2024 年连接器市场规模有望回升。连接器是电子系统设备之间电流或光信号等传输与交换的电子部件。连接器作为节点，通过独立或与线缆一起，为器件、组件、设备、子系统之间传输电流或光信号，并且保持各系统之间不发生信号失真和能量损失的变化，是构成整个完整系统连接所必须的基础元件。根据 Bishop&Associates，2023 年全球连

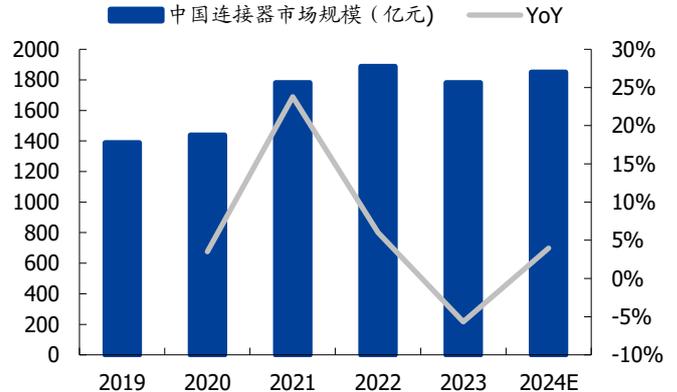
连接器市场规模约为 819 亿美元，YoY-2.62%。由于下游行业增长承压，2023 年中国连接器行业整体市场规模同比呈现轻微下滑，达到约 1780 亿元。

图表50: 2019-2024E 全球连接器市场规模及预测



资料来源: Bishop&Associates, 国盛证券研究所

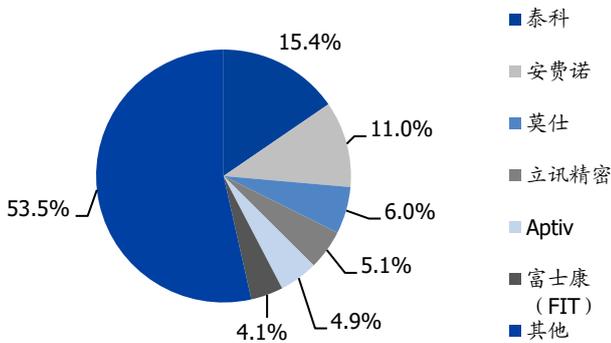
图表51: 2019-2024E 中国连接器市场规模及预测



资料来源: Bishop&Associates, 国盛证券研究所

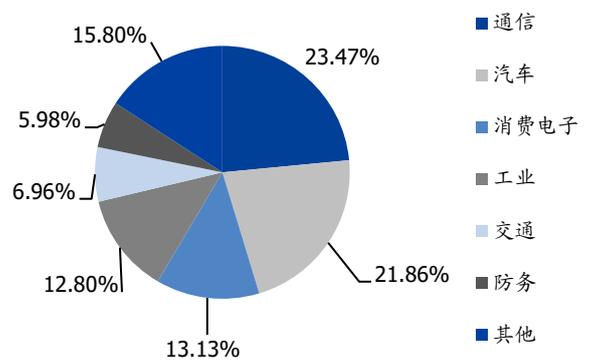
通信是连接器最重要的应用领域。 欧美、日本的连接器跨国企业具有较大优势，凭借更充足的研发资金以及多年技术沉淀，在高性能专业型连接器产品方面引领了行业的发展。如泰科、安费诺、莫仕等全球性龙头企业，在 2021 年凭借技术和规模优势在通信、航天、军工等高端连接器市场占据领先地位，同时将大量的标准化制造业务外包给代工企业，利润水平相对较高。连接器作为电子信息产业的重要元器件之一，已广泛应用于通信、汽车、消费电子、工业、交通、防务等行业。从下游应用占比来看，通信和汽车是连接器最重要的应用领域，2022 年分别占比 23.47%和 21.86%；其次是消费电子和工业，分别占比 13.13%、12.80%；交通和防务应用占比较小，分别为 6.96%和 5.98%。

图表52: 2021 年全球连接器竞争格局



资料来源: 华经情报网, 国盛证券研究所

图表53: 2022 年连接器下游应用占比



资料来源: Bishop&Associates, 国盛证券研究所

GB200 带动高速铜连接，特斯拉 dojo、谷歌 TPU 均使用定制铜缆或 DAC&AEC 作为短距互联方案。 除英伟达外，高速铜互联在 AI 短距离场景已有成熟经验，dojo/谷歌等均使用定制铜缆或 DAC&AEC 作为短距互联方案。据江苏光电产业商会，谷歌 TPUv4 的服务器设计 TPU 和 CPU 板卡是分开的，使用 PCIE 外部线进行连接而在 TPU 互联域，谷歌使用的是 3D torus 网络架构，每颗 TPUv4 具有 6*50GB/s ICI 带宽，其中 2 条 ICI 链路在 tray 内通过 PCB 互联，3 条链路使用 400G DAC 铜缆在机柜内与其他 TPU tray 互联，剩余 1 条链路通过 400G FR4 光模块连接 OCS 光交换机。特斯拉自研芯片 dojo 机柜的设计则更加独树一帜，其基本芯片单元为 D1 芯片，25 个 D1 芯片组成一个 Training Tile，12 个 Training Tile 组成一个服务器机柜，算力达 109PFlops。为实现 Training Tile

之间的高速互联，特斯拉定制了通信协议，每片 Tile 的每一边通过 10 个 900GB/s 定制连接器和线缆组件实现 9TB/s 的超大带宽。

图表54: GPU 铜互连架构

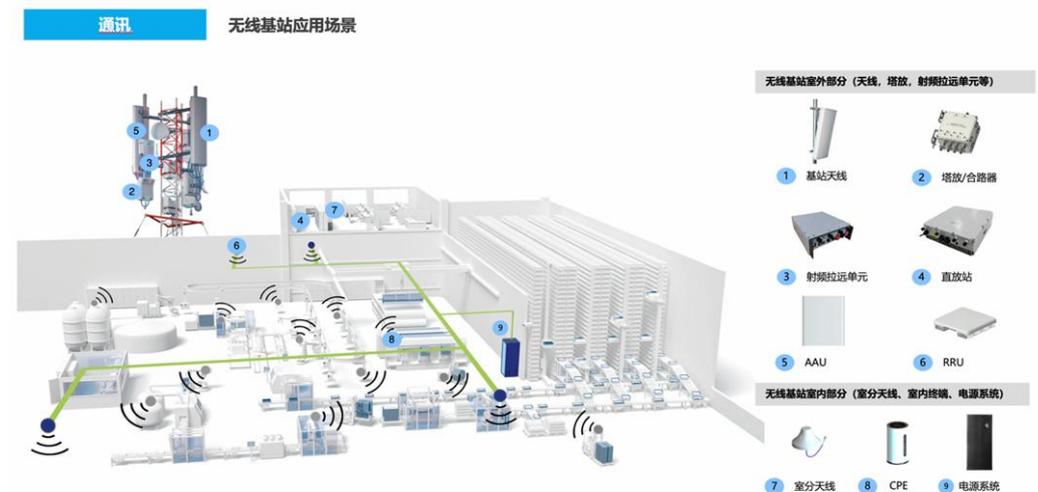


资料来源: 立讯技术公众号, 国盛证券研究所

3.2 深耕高速互联产品, 持续拓展海外市场

英特尔入股立讯技术, 战略合作打开北美 AI 服务器市场。自公司切入通讯及数据中心产业以来, 持续深耕电连接、光连接、风冷/液冷散热、电源管理、射频等产品, 逐步构建起强大的技术壁垒和市场竞争能力。目前, 立讯精密已经与英特尔在多个领域展开合作, 主要合作业务包括数据中心光/电连接 (统称高速互联产品)、液冷散热系统、电源系统等, 立讯技术还为英特尔合作伙伴联盟 (IPA) 以及通用服务器产业技术创新链中的多家企业提供完整的高速互连及热管理解决方案。此外, 立讯技术也是 Intel OCSP 社区部件及方案的厂商, 入选开放通用服务器平台 (OCSP) 推荐目录系列产品包括高速线缆、高速连接器、散热风扇、冷板解决方案。截至 2024 年, 根据爱企查, 英特尔持有立讯技术 4.04% 的股份。英特尔作为北美头部半导体芯片厂商, 对立讯技术的战略投资, 助力立讯打开北美 AI 服务器市场。

图表55: 公司通讯业务

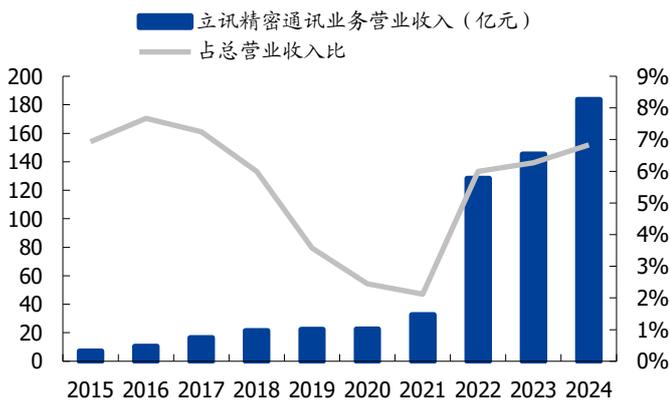


资料来源: 公司 2023 年年报, 国盛证券研究所

立讯精密收购汇聚科技，加强自身通信业务布局。2022年2月，立讯精密通过其子公司香港立讯精密有限公司收购汇聚科技，收购完成后，立讯精密持有汇聚科技 74.67% 的股权。汇聚科技是一家定制电线互连方案供货商，主要产品应用于电讯、数据中心、工业设备、医疗设备及网络电线等领域，具备相应的研发技术积累和运营管理经验，与立讯精密在细分产品、服务客户等方面具有较强的互补性。公司通过收购汇聚科技，旨在从产品、客户、市场等方面，进一步完善公司在通信、医疗、汽车、工业等领域的互联产品战略布局。

公司通讯业务营业收入显著上升，技术高速互连解决方案助力 AI 算力产业链加速。公司通讯业务营业收入显著上升，2023 年达 183.6 亿元，占总营业收入 6.8%。其子公司汇聚科技总营业收入持续上升，2024 年达 73.89 亿港元，同比增长 53.1%。在 2025 年 3 月的 GTC 大会上，立讯作为数据中心核心零部件领域的领军企业，立讯技术持续创新，成功打造出低时延、高带宽、高可靠性的高速线缆解决方案，为 AI 大模型训练提供了坚实的物理层基础，助力 AI 算力产业链的加速发展。AI 巨头英伟达推出的 Blackwell G200 是重塑 AI 行业服务器的革命性产品，而 Blackwell G200 的出现掀起了国内铜缆、液冷等供应商的浪潮。而立讯精密积极布局的铜缆和背板连接器、光模块产品，正是踩在英伟达需求上。在 AI 行业的潜在机会中，Nvidia 发布新 GB200 芯片和对应架构，GB200NVL72 单柜整套立讯精密可以提供约 209 万元的解决方案，包含电连接、光连接、电源管理、散热等产品，预计总市场规模将达到千亿元。

图表56: 立讯精密通讯业务营收及占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表57: 汇聚科技营收 (百万港元)



资料来源: 汇聚科技公告, 国盛证券研究所

➤ **电连接**

在电连接产品方面，立讯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，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。为了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，为未来的技术发展做好充分准备。

图表58: 公司电连接产品



资料来源: 公司 2023 年年报, 国盛证券研究所

➤ 光连接

在光连接产品方面, 立讯主要针对数据中心和 AI 集群开发了多种场景如共封装光学 (CPO) 以及 PCIe/USB-C 等光的解决方案, 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, 同时公司拥有 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。

图表59: 公司光连接产品



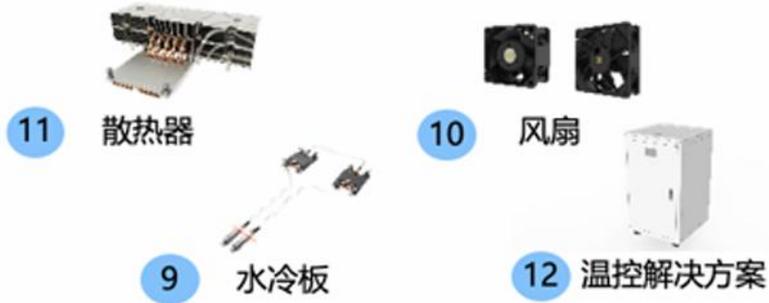
资料来源: 公司 2023 年年报, 国盛证券研究所

➤ 散热

在散热产品方面, 针对云计算、数据中心、边缘计算和通信四大核心领域, 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我们都能很好地满足。凭借在高速互联领域已积累的客户基础, 随着公司对产品研发、制造能力的进一步整合与提升, 更多的机会正在对公司开放。

图表60: 公司散热产品

热管理（散热器，风扇、液冷板及温控）



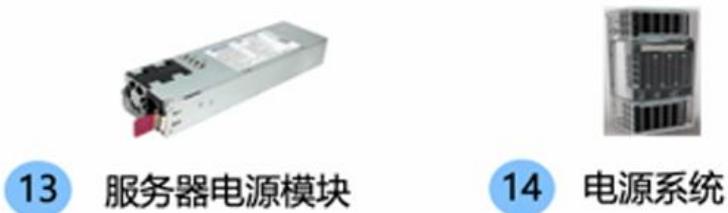
资料来源: 公司 2023 年年报, 国盛证券研究所

➤ 电源

在电源产品方面, 立讯针对数据中心到 GPU/TPU 终端的供电需求, 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, 公司通过提升 BUS 电压、降低输入电流等措施, 有效降低了电源损耗。公司还创新地采用了两相集成的三次电源设计, 实现了从 12V 到 1V 向 6V 到 1V 的电压转换。转变不仅有效改善了电源的动态特性, 还为下一代 TLVR 技术的应用奠定了坚实基础, 预计将进一步优化动态性能。公司的模块电源产品已开始应用于多个 AI 客户的 GPU 和 TPU 的供电解决方案。

图表61: 公司电源产品

电源模块与电源系统（服务器电源模块，电源柜）



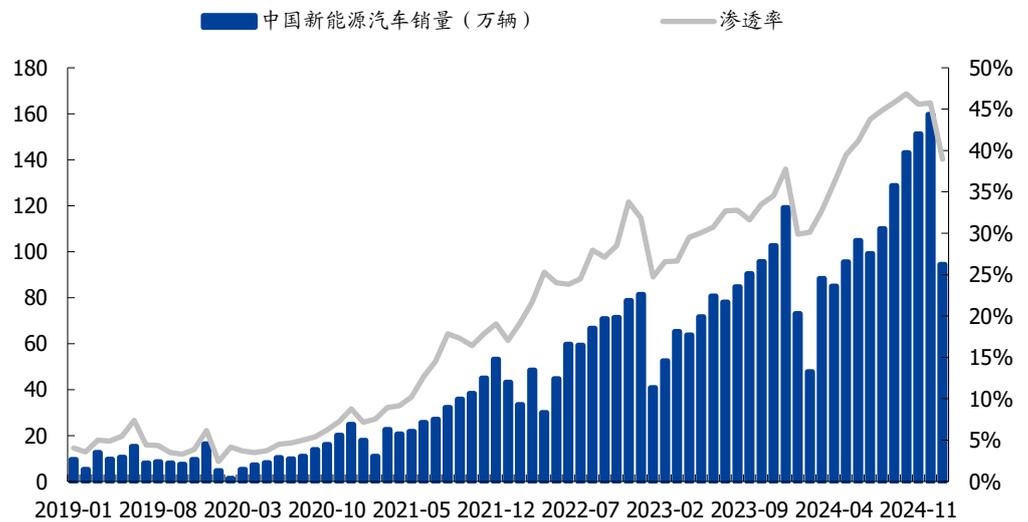
资料来源: 公司 2023 年年报, 国盛证券研究所

四、顺应新能源汽车高速发展，目标打造 Tier1 厂商

4.1 新能源汽车渗透率持续上升，汽车电子前景广阔

中国新能源汽车消费需求持续攀升，渗透率不断增长。根据中国汽车工业协会的数据，2025年1月中国新能源汽车销量为94.40万辆，同比增长29.4%，渗透率达39.0%，同比增长9.1pcts。根据中国汽车工业协会数据显示，2022年我国新能源汽车销量快速增长，达到688.7万辆，同比增长93.4%。2012-2023年，我国新能源汽车销量从2012年的1.28万辆到2024年的1285.8万辆，实现了跨越式发展，可以看出我国消费者对新能源汽车的消费需求逐年攀升。在2015年11月，我国新能源汽车产销量在整体汽车行业里的占比首次突破1%关卡，我国也在这一年成为全球最大的新能源汽车市场。根据中国汽车工业协会数据，2024年我国新能源汽车市场渗透率达到40.9%，新能源汽车渗透率持续上升。

图表62: 2019-01至2025-01中国新能源汽车销量及渗透率



资料来源: 中国汽车工业协会, wind, 国盛证券研究所

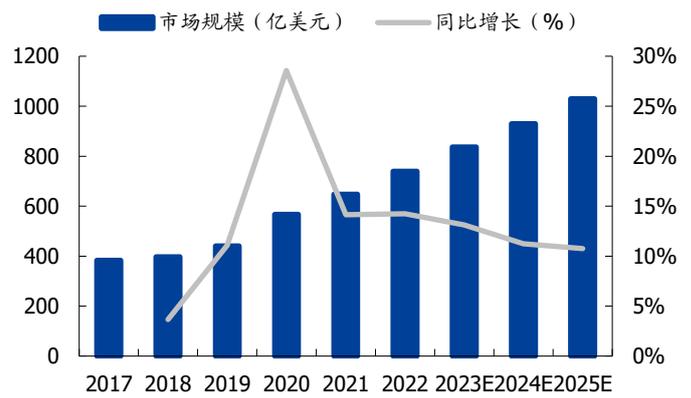
智能座舱市场规模持续扩大，我国新车智能座舱渗透率、增速均领先全球。根据观研天下的数据，2022年全球智能座舱行业市场规模约为539亿美元，同比增长11.13%，预计2025年市场规模有望达到708亿美元。在国内市场，随着汽车市场逐渐回暖、新能源汽车安装智能座舱数量增长及人们消费能力提高，智能座舱使用数量扩大，市场规模不断增长。2022年我国智能座舱行业市场规模约739亿元，预计2025年市场规模将突破1000亿元，达到1030亿元，5年复合增长率预计达到12.7%，高于全球复合增速。同时，我国汽车智能座舱渗透率和渗透速度均领先全球，2022年中国、全球新车渗透率分别为60%、52%，均超过市场份额的半数。

图表63: 2017-2025E全球智能座舱行业市场规模及增长情况及预测



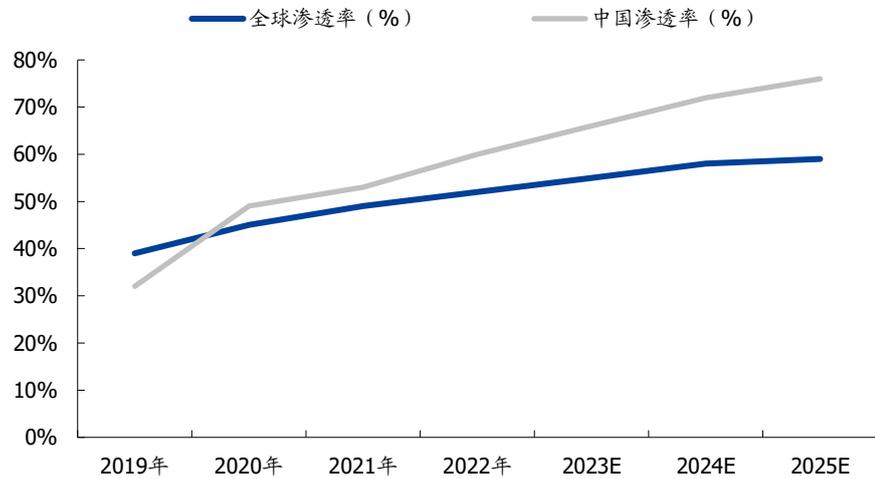
资料来源: 观研天下, 国盛证券研究所

图表64: 2017-2025E中国智能座舱行业市场规模及增长情况及预测



资料来源: 观研天下, 国盛证券研究所

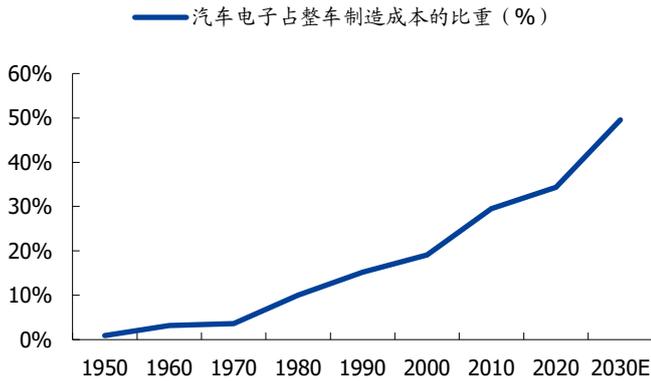
图表65: 2019-2025E中国和全球智能座舱新车渗透率现状及预测



资料来源: 观研天下, 国盛证券研究所

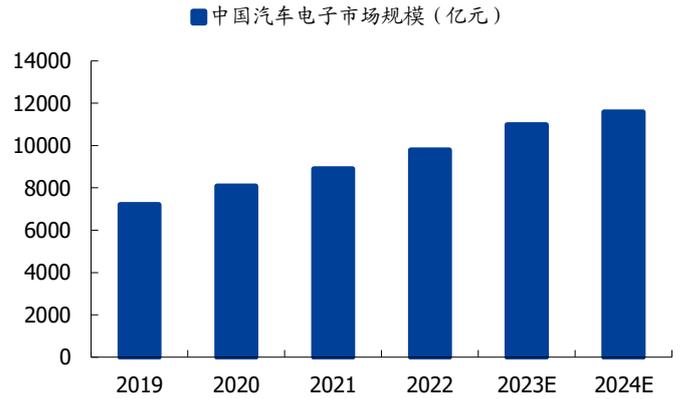
汽车电子化水平日益提高, 汽车电子在整车制造成本中的占比不断提高, 我国汽车电子行业市场规模稳步提升。近年来汽车智能化与电动化趋势不断发展, 汽车电子广泛应用于汽车各个领域, 从刚开始的发动机燃油电子控制、电子点火技术到高级驾驶辅助系统(ADAS)。在互联网、娱乐、节能、安全四大趋势的驱动下, 电子信息技术的快速发展和汽车制造业的不断变革, 汽车电子化水平日益提高。根据前瞻产业研究院的数据, 汽车电子在整车制造成本中的占比不断提高, 预计 2030 年汽车电子占整车制造成本比重达约 50%。根据中商产业研究院的数据, 我国近年来汽车电子行业市场规模持续上升, 2022 年中国汽车电子市场规模达 9783 亿元, 同比增长 12%。

图表66: 1950-2030E 汽车电子占整车制造成本比重及预测



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

图表67: 2019-2024E 中国汽车电子市场规模及预测



资料来源: 中商产业研究院, 汽车工业协会, 国盛证券研究所

汽车线束是汽车电路的网络主体, 高压线束是新能源汽车安全可靠运行的重要保证。汽车线束用于连接汽车各电子电器部件, 提供稳定的电能和信号数据, 是整车制造中不可缺少的系统级零部件。线束主要由铜制或铝制的线缆、端子、连接器及护套等组成。随着新能源汽车和汽车智能网联化的兴起, 汽车线束的工作环境由“低电压”转为“高电压、大电流”, 工作环境的转变对汽车线束的输送能力、机械强度、绝缘保护、电磁兼容和抗干扰、车身重量等方面提出了更高的要求。高压线束是新能源汽车高压电气系统的关键组成部分, 新能源汽车线束电流可达 600/300A, 传统汽车线束的电压一般为 12V。一般来说, 新能源汽车线束较传统汽车线束相比, 新能源汽车线束有线径更大, 密闭性更好、防护要求更好、屏蔽性也更好等优点。

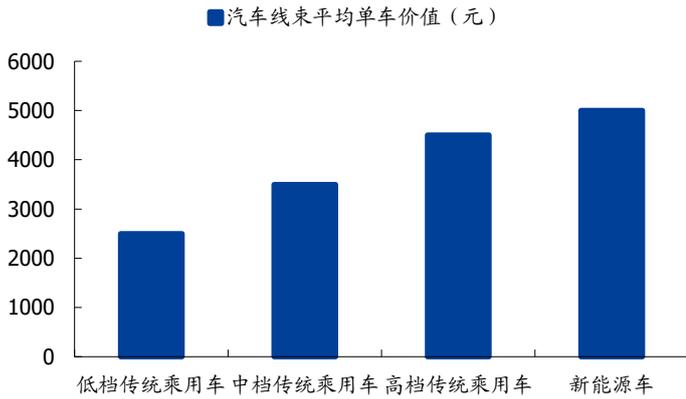
图表68: 新能源汽车线束与传统汽车线束区别

项目	新能源汽车线束	传统汽车线束
电压/电流	可达 600/300A	电压一般为 12V, 对应的导线耐压等级小于 60V
线径	大线径、线缆数量多	小线径、数量相对较少
防护	与高压连接器匹配, 密封要达到防水防尘 (IP67, IP69K), 防护要求高	相对要求较低
屏蔽	密封性好、屏蔽性好	要求较低

资料来源: 一览众咨询, 国盛证券研究所

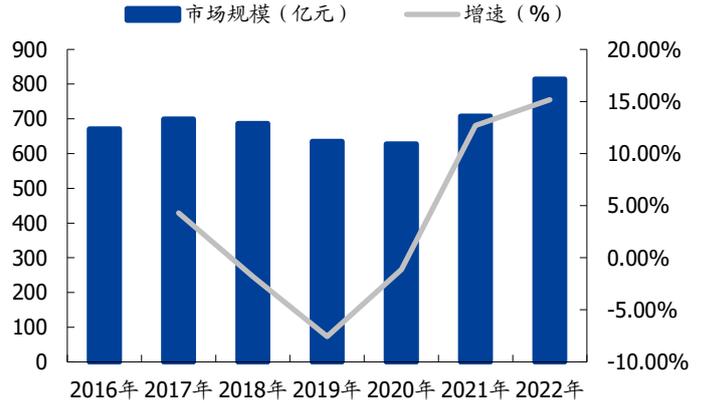
新能源车的汽车线束技术要求显著提升带动单车线束价值量的大幅增加。新能源汽车高压线束的特点也决定其面临着安全、布线、屏蔽、重量及成本等挑战, 有较高的技术门槛, 高压线束的单车价值量也较传统乘用车有所提高。低档汽车、中档汽车、高档汽车线束平均价格分别为 2500 元、3500 元以及 4500 元。新能源车由于新增高压线束, 根据华经产业研究院的数据, 2022 年, 线束平均单车价值在 5000 元左右。随着新能源车市场不断发展, 拉动了高压线束的需求, 根据观研天下的数据, 2022 年中国汽车线束市场规模达到 814.6 亿元, 同比增长 15.17%。

图表69: 汽车线束平均单车价值量



资料来源: 华经产业研究院, 国盛证券研究所

图表70: 2016-2022年我国汽车线束行业市场规模及增速



资料来源: 观研天下, 国盛证券研究所

连接器在新能源汽车中保证高压互联系统的电流流通和信号传输, 是构成整个系统连接的基础元件。连接器主要用于器件、组件、设备、系统之间的电信号或光信号的连接, 汽车连接器根据传输功能可以分为电连接器(低压连接器、高压连接器)及高速连接器。不同于传统燃油车 14V 以下的工作电压, 新能源汽车三电系统要求更大功率的高压系统支持, 如 60V-800V 的电压等级、10A-300A 的电流等级传输。

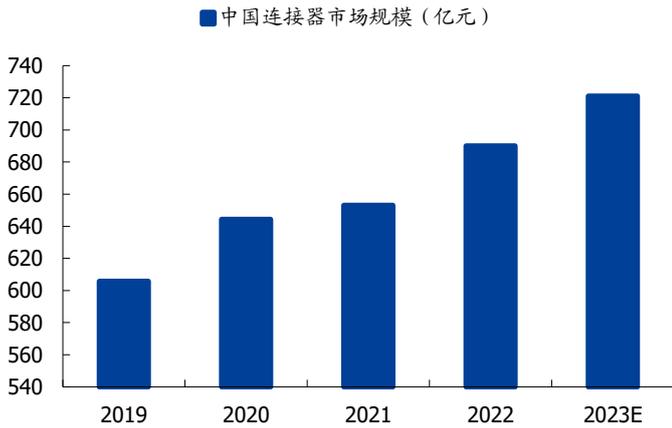
图表71: 汽车连接器分类及应用

连接器分类	种类	具体应用	国外领先厂商	国内领先厂商
低压连接器	低于 14V 三电系统	传统油车 BIS、空调系统、车灯	泰科、矢崎、安波福、JE 等	鼎通科技、徕木股份、合兴股份等
高压连接器	60V-380V 电压传输, 提供 10A-300A 电流传输	新能源汽车的电池、PDU(高压配电盒)、OBC(车载充电机)、DC/DC、空调、PTC 加热、直/交流充电接口等	泰科、安波福、安费诺等	中航光电、瑞可达、永贵电器等
高速连接器	FAKRA 射频连接器、Mini-FAKRA 连接器、HSD 连接器和以太网连接器	信息娱乐系统、导航与驾驶辅助系统、摄像头、传感器、广播天线、GPS、蓝牙、WiFi、无钥匙进入、信息娱乐系统导航与驾驶辅助系统等	泰科、安波福、安费诺等	鼎通科技、电连技术、意华股份等

资料来源: 华经产业研究院, 国盛证券研究所

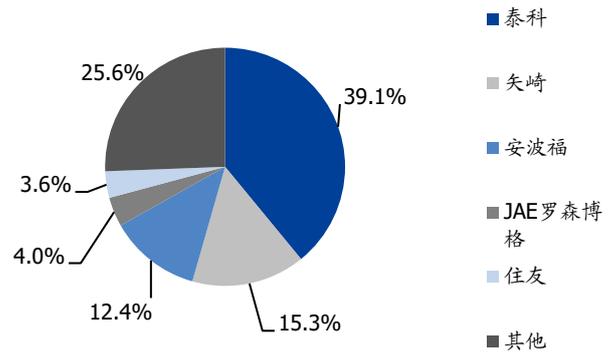
汽车连接器市场发展迅速, 得益于自动驾驶、智能座舱等技术不断落地与渗透, 使得汽车电子市场规模逐年增长。21 世纪初期全球制造业向中国转移, 国外连接器巨头在中国投资设厂, 中国连接器技术得到快速提升, 同时中国经济高速发展背景下, 下游行业带动, 中国汽车连接器市场高速增长。据中商产业研究院的数据, 2022 年我国汽车连接器市场规模达 690 亿元, 同比增至 5.7%, 随着连接器下游领域中新能源汽车渗透率的快速提升, 2023 年我国汽车连接器市场规模预计将达 721 亿元。2021 年前十大汽车连接器生产商均为欧美日企业, 且市场集中度较高, 前三大生产企业泰科、矢崎、安波福市场占有率分别达 39.1%、15.3%和 12.4%, 合计高达 66.8%。

图表72: 2019-2023E 中国汽车连接器市场规模统计预测



资料来源: 中商产业研究院, 国盛证券研究所

图表73: 2021 年全球汽车连接器市场份额占比情况

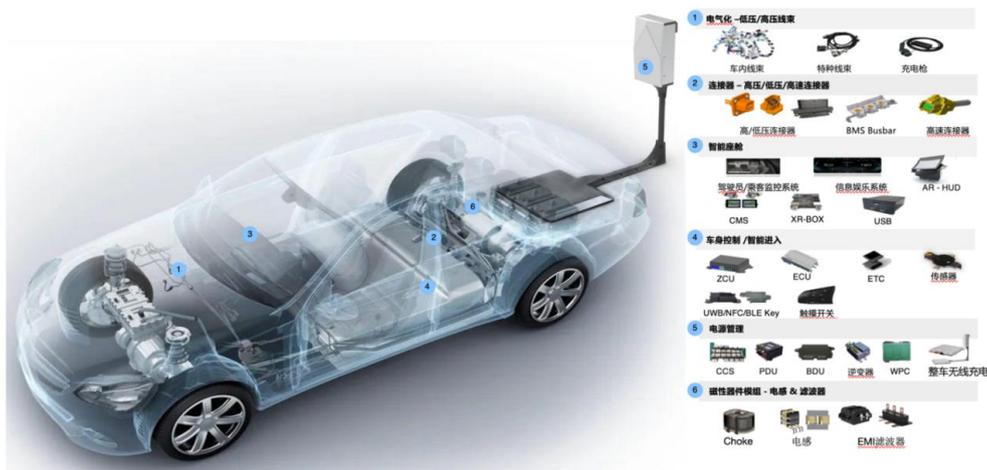


资料来源: 中商产业研究院, 国盛证券研究所

4.2 外延并购开拓业务布局, 汽车业务快速增长

公司汽车业务实现快速增长。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。公司通过在消费电子领域所积累的快速迭代能力和成本控制意识, 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, 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。立讯一直致力于高质量的成长, 2024 上半年, 公司有选择性地调整和优化业务结构, 上半年实现营业收入 1035.98 亿元, 较上年同期增长 5.74%。

图表74: 立讯精密汽车业务产品矩阵



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司早在 2008 年进入了汽车市场, 进入汽车市场后提出“内生和外延并进”的发展策略, 通过投资、并购和自研目标成为汽车零部件 Tier1 厂商。立讯精密在汽车线束和连接器产品线的成功, 积累并带动了立讯其他车载产品的拓展, 同时也为其智能座舱、智能驾驶等产品线提供了很大的助力。近几年, 立讯精密从传统汽车开始逐步向新能源汽车拓展, 比如与速腾聚创合作进军激光雷达市场、与奇瑞合作进军整车 ODM 等。立讯精

密的域控制器业务以 OEM（原始设备制造）和 JDM（联合设计制造）的模式为主，发展思路与消费电子相近。

图表75: 立讯精密产业客户发展历程

时间	合作公司	具体事件
2008年	德尔福	为德尔福供货 USB 数据线，进入汽车市场
2012年	收购福建源光电装公司	进入汽车连接器领域，并切入日本电装供应链
2013年	收购德国 SUK	进一步扩大了产品线和客户网络，并切入德系车企
2017年	控股股东收购采埃孚旗下 BCS 公司	BCS 拥有 Ford、Fiat、GM、Volkswagen、Chrysler 等合作 50 年以上的全球知名品牌客户群，将助力拓展公司客户及产品
2022年	奇瑞	和奇瑞在整车 ODM 平台方面进行合作，为公司汽车核心零部件业务提供研发设计、量产平台及出口，发展 Tier1 业务
2023年	广汽集团	与广汽集团合资成立立昇科技，投资智能驾乘系统
2024年	收购莱尼	收购莱尼的项目，标志着公司从区域性经营变成一家全球化运营的集团公司

资料来源: 佐思汽研, 公司公告, 国盛证券研究所

立讯精密与速腾聚创于 2021 年宣布达成战略合作，双方将在汽车产业领域围绕激光雷达实现深度协同。随着汽车产业升级的势能增强，激光雷达作为高级自动驾驶的核心部件，成为产业链整体格局中不可或缺的关键角色。这次合作意味着市场优势资源开始聚合，加速产业完成规模化升级。在速腾聚创全面深厚的激光雷达技术积累和立讯专业多元化智能制造能力加持下，双方整合上下游优势资源，深度融合产业能力，持续创新，从技术研发到精密智造，全方位打通业务壁垒，创造产业链深度融合、优势企业强强联手的全新模板。据盖世汽车数据，2024 年速腾聚创在车载激光雷达的市场份额约 33.5%，装机量达 514995 套，均位居行业第一。

图表76: 速腾聚创主要激光雷达产品

产品展示图



EM4



MX

产品优点

EM4 是全球首款 1080 线的激光雷达，具备最高 $0.050^\circ \times 0.025^\circ$ 角分辨率和超长测距，为汽车提供 1080P 的高清三维感知力，可精确识别远处的轮胎、锥桶、纸盒等远处小物体，助力智驾系统提升安全上限，超越 NHTSA 主动安全标准*，为高阶智能驾驶与完全自动驾驶提供极致保障。

属于 M 平台激光雷达。得益于极致的设计，MX 拥有无与伦比的 25mm 轻薄外形、超安静的运行声音以及低于 10W 超低功耗。MX 最远测距可达 200 米，视场角 $120^\circ \times 25^\circ$ ，126 线（ROI 区域等效 251 线），同时智能“凝视”功能升级，ROI 全局可调，带来更安全、更高效的智驾体验。

产品展示图



M2



M3

产品优点

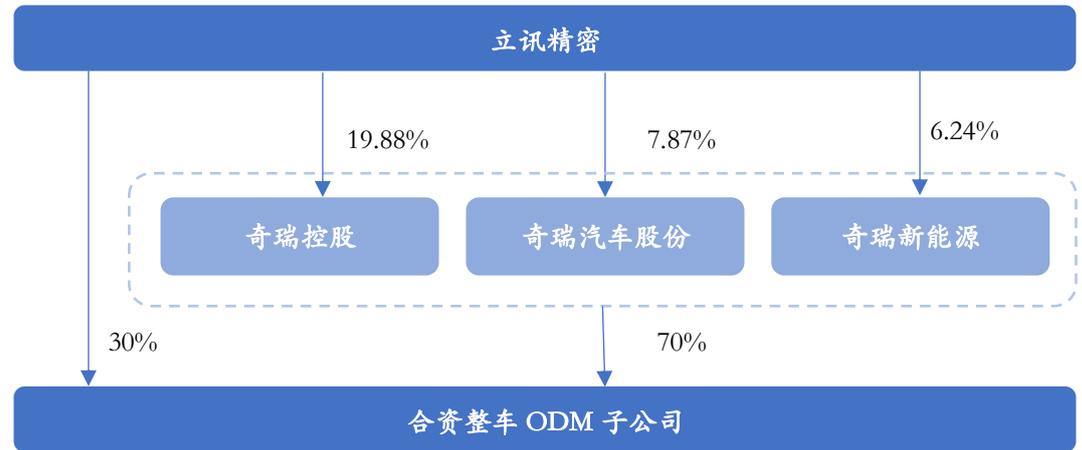
M2 是 M 平台的第三款中长距激光雷达，实现测距与角分辨率的双重跃升，其最远探测距离可达到 250 米，全局最佳角分辨率达到 $0.1^\circ \times 0.1^\circ$ ，远场环境感知信息更丰富。M2 沿用 RoboSense 成熟的二维扫描技术打造，得益于平台化、模块化的设计，M2 与 M1 Plus 共用技术平台，继承测试验证积累，同时产品规格一致，客户可无缝迭代升级，帮助智驾汽车高效且低成本地升级迭代智驾系统。

M3 是 M 平台的第一款超长距激光雷达，采用 RoboSense 成熟的二维扫描技术与 940nm 激光收发方案打造，不但拥有 300m@10% 测距能力、 $0.05^\circ \times 0.05^\circ$ 角分辨率、等效 500 线的超强性能表现，而且综合表现更为出色。凭借技术平台成熟、性能强大、性价比极致的 M3，RoboSense 将为客户 L3~L4 前装量产项目的提供坚实保障，推动智能驾驶汽车从 L2+ 向 L3~L4 稳步进阶。

资料来源: Robosense 公司官网, 国盛证券研究所

与奇瑞在整车 ODM 平台方面进行合作，为公司的汽车核心零部件业务提供研发设计、量产平台及出海口发展立讯精密 Tier1 业务。2022 年 2 月，为构建公司汽车核心零部件前沿研发设计、量产平台及出海口，助力实现汽车零部件 Tier1 领导厂商的中长期目标，公司与奇瑞集团签署《战略合作框架协议》，拟与奇瑞共同组建合资公司，专业从事新能源汽车的 ODM 整车研发及制造，通过与奇瑞集团的优势互补，进而促进公司 Tier1 业务发展。在合作的子公司中，立讯认缴 5 亿元持有注册资本的 30%、奇瑞认缴 11.67 亿元并持有注册资本的 70% 的股权结构。在协议签署当日，公司以 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、奇瑞股份 7.87% 股权和奇瑞新能源 6.24% 股权，交易完成后，公司不对奇瑞控股、奇瑞股份及奇瑞新能源构成控制。

图表 77: 立讯精密和奇瑞合资公司股权结构



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司背后助力，推出华为智选与奇瑞合作品牌智界的首款车型智界 S7。智界 S7 于 2023 年 11 月 28 日上市，售价 24.98 万起，搭载鸿蒙 4 智能座舱以及华为智能驾驶系统 ADS 2.0。根据智界官网，智界新 S7 Max 和 Ultra 搭载华为高阶智能驾驶系统，采用端到端类人架构，通过 1 个激光雷达、3 个毫米波雷达、12 个超声波雷达和 11 个高清摄像头全行程感知，实现 360° 全范围覆盖，从容应对各类路况。智界新 S7 Pro 搭载 HUAWEI ADS 基础版，搭载 3 个毫米波雷达、10 个视觉感知高清摄像头组及 12 个超声波雷达，实现不依赖激光雷达的视觉智驾方案。智界新 S7 Pro 可以在全国高速和城市快速路实现 NCA 智驾领航辅助，自动上下匝道，遇到道路施工、锥桶改道等场景，具备一定的自动换道避障绕行能力。在智能泊车方面，支持超窄车位、机械车位等超过 160 种的车位，可见即可泊。

图表 78: 智界新 S7 参数配置表

	智界 新 S7 Pro	智界 新 S7 Max	智界 S7 Ultra
建议零售价	¥ 229,800	¥ 269,800	¥ 319,800
驱动形式	单电机后驱		双电机四驱
电压平台	华为巨鲸 800V 高压电池平台		
智能驾驶辅助系统	HUAWEI ADS 基础版	HUAWEI ADS 高阶智能驾驶	HUAWEI ADS 高阶智能驾驶
遥控泊车辅助 (RPA)	<ul style="list-style-type: none"> 遥控召唤泊入/泊出 (支持垂直、平行、斜列车位) 遥控直进直出 	<ul style="list-style-type: none"> 遥控召唤泊入/泊出 (支持垂直、平行、斜列车位) 遥控直进直出 离车泊入 	

资料来源：智界官网，国盛证券研究所

立讯精密联合广汽设立立昇科技，投资智能驾乘系统。立昇科技是广汽集团和立讯精密于2023年6月30日共同出资成立的一家汽车科技公司，根据企查查的数据，该公司由立讯精密（45%）、广汽集团+广汽零部件有限公司（45%）、广州立昇（10%）共同持股。立昇科技智能驾乘控制系统研发生产项目总投资约30亿元，主要产品包括驾乘监控系统、智能座舱域控制器、自动驾驶域控制器等。2024年7月立升智能驾乘控制系统研发生产项目第二批建筑顺利通过竣工联合验收，标志着该项目全面建成。

图表79: 立昇科技主要产品



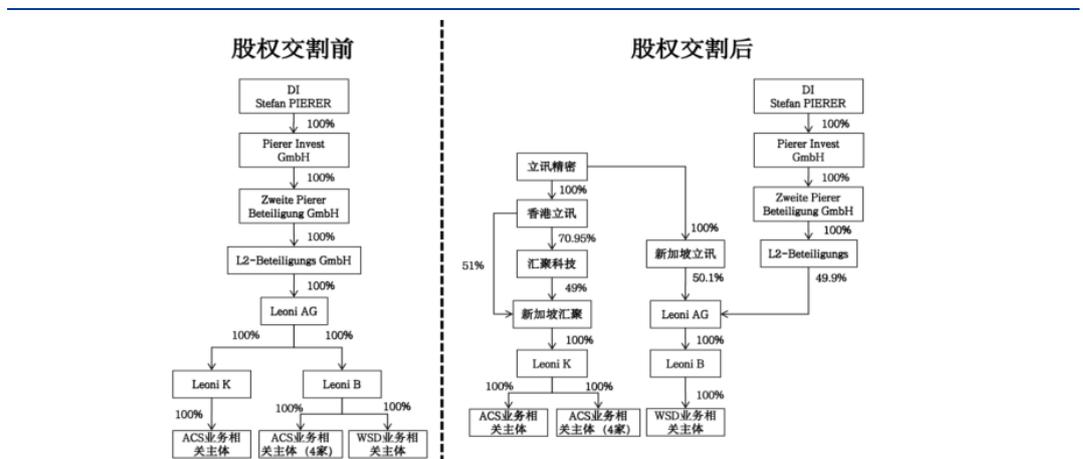
资料来源: 立昇智能科技官网, 国盛证券研究所

公司于2024年9月13日拟通过股权交易，收购 Leoni AG (莱尼公司) 的 50.1% 股权及 Leoni AG 之全资子公司 Leoni Kabel GmbH (Leoni K) 的 100% 股权。Leoni AG 旗下包含两大核心业务，分别是 Automotive Cable Solutions Division (ACS 业务) 和 Wiring System Division (WSD 业务)。

1) ACS 业务相关交易: 公司之全资子公司 Luxshare Precision Limited (香港立讯) 与公司下属控股子公司 Time Interconnect Technology Limited (汇聚科技) 共同设立 Time Interconnect Singapore Pte. Ltd. (新加坡汇聚)，注册资本 40 万美元，其中香港立讯持有新加坡汇聚 51% 股权，汇聚科技持有新加坡汇聚 49% 股权。此后，新加坡汇聚将以 32,000 万欧元的交易对价收购 Leoni AG 持有的 Leoni K 100% 股权。

2) WSD 业务相关交易: 公司之全资子公司 Luxshare Precision Singapore Pte.Ltd. (新加坡立讯) 将以 20,541 万欧元的交易对价收购 L2-Beteiligungs 持有的 Leoni AG 50.1% 股权，对应股份数量 2,505 万股，Leoni AG 剩余 49.9% 股权继续由 L2-Beteiligungs 持有。

图表80: 公司收购 LeoniAG 及其下属全资子公司股权交割示意图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

收购莱尼的项目，标志着公司实现从区域性到全球化运营的转变。基于莱尼旗下的主体所涉及到的国家比较多，并购莱尼的作业需要经过各国反垄断审查、FDI 等方面的正常审批程序，预计将在 2025 年 Q1-Q2 期间完成所有程序。公司的多元化的零部件产品线在国内主流品牌客户市场已经打下了良好的基础，这几年也已经进入快速放量的阶段；在海外市场，无论是海外主流品牌开始积极拥抱中国供应商、还是支持中国品牌汽车出海需要在海外拥有本土化的供应支持。公司收购莱尼的项目是立讯汽车业务在海外做 0-1 的建设，让汽车业务无论在人才吸纳、研发采购资源、客户渠道还有全球化的生产供应能力上都具有里程碑的意义，真正实现了从区域性经营变成一家全球化运营的集团公司。

五、盈利预测与估值建议

5.1 盈利预测

基于以上分析，我们分业务对公司营收及毛利率做出如下预测：

1.消费电子业务：公司一方面持续巩固深化 OEM 业务，以声、光、电、热、磁、射频为核心的底层技术，在新工艺、新制程的加持下，凭借快速规模化量产能力，为全球头部品牌客户提供从零部件、模组到系统解决方案的一站式产品落地服务；另一方面大力拓展 ODM 业务版图，不断完善产品矩阵，提升市占率。随着全球消费电子市场迎来 AI 浪潮，叠加产业需求回暖，公司 2024 年该业务实现收入 2240.9 亿元，同比增长 13.7%。预计该业务在 2025-2027 年实现营收 2577/2912/3232 亿元，毛利率分别达到 21.8%/22.5%/22.7%。

2.通讯业务：随着 AI 数据中心对算力、数据传输速率与质量、散热及能源管理的需求指数级攀升，公司产品涵盖铜缆高速互连、光高速互联、热管理及电源管理四大模块，公司已为海内外头部通信运营商、AI 智算中心客户的核心合作伙伴，并协同全球头部芯片厂商为全球主流数据中心及云服务厂商进行光电高速互联产品的前瞻性预研，并共同制定服务于下一代 AI 集群的高速连接标准，市场竞争力得到进一步的提升。公司 2024 年该业务实现收入 183.6 亿元，同比增长 26.3%。预计该业务在 2025-2027 年实现营收 244/337/482 亿元，毛利率分别达到 16.5%/16.8%/17.1%。

3.汽车业务：公司已形成汽车线束、连接器、智能座舱、智能驾驶等多元化产品矩阵，客户覆盖国内外多家头部车企。2024 年，公司正式启动收购德国百年汽车线束厂商 Leoni，有望在产品开发、市场拓展、客户准入、产能布局等方面与其实现深度资源互通与协同。随着海内外自动驾驶项目的快速落地，以及智能座舱渗透率的提升，海量的信息交互带动了智能汽车的舱内外高速互联需求，公司汽车零部件业务将实现量与质的快速成长，公司 2024 年该业务实现收入 137.6 亿元，同比增长 48.7%。预计该业务在 2025-2027 年实现营收 206/330/528 亿元，毛利率分别为 16.4%/16.6%/16.9%。

图表81: 立讯精密分业务收入毛利拆分

	2024A	2025E	2026E	2027E
消费电子				
营收(亿元)	2240.9	2577.1	2912.1	3232.4
yoy	13.7%	15.0%	13.0%	11.0%
占比	83.4%	81.3%	77.9%	73.1%
毛利率	21.1%	21.8%	22.5%	22.7%
通讯业务				
营收(亿元)	183.6	244.2	337.0	481.9
yoy	26.3%	33.0%	38.0%	43.0%
占比	6.8%	7.7%	9.0%	10.9%
毛利率	16.4%	16.5%	16.8%	17.1%
汽车业务				
营收(亿元)	137.6	206.4	330.2	528.3
yoy	48.7%	50.0%	60.0%	60.0%
占比	5.1%	6.5%	8.8%	12.0%
毛利率	16.1%	16.4%	16.6%	16.9%
合计				
营收(亿元)	2687.9	3170.5	3739.6	4420.1
yoy	15.9%	18.0%	17.9%	18.2%
综合毛利率	10.4%	11.7%	12.4%	12.8%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5.2 投资建议

综上所述, 公司持续巩固消费电子基本盘业务, 深度绑定大客户, 同时大力开拓汽车和通信业务。我们预计公司在 2025/2026/2027 年分别实现营业收入 3171/3740/4420 亿元, 同比增长 18.0%/17.9%/18.2%, 实现归母净利润 169/209/251 亿元, 同比增长 26.6%/23.7%/19.9%, 当前股价对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 13/11/9X。

我们选取歌尔股份(精密零组件及声学整机业务)、领益智造(AI 终端硬件核心供应厂商)、信维通信(主营天线、无线充电、汽车互联产品、高精密连接器等产品)、蓝思科技(智能终端精密制造厂商)作为可比公司, 均与公司处于北美大客户供应链上, 计算出 2025/2026/2027 年可比公司平均 PE 分别为 20/16/14X, 公司具有估值优势, 首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表82: 可比公司估值分析

代码	证券简称	总市值(亿元人民币)	归母净利润(亿元人民币)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002241.SZ	歌尔股份	717	35.6	43.6	50.9	20.2	16.4	14.1
002600.SZ	领益智造	533	26.5	34.4	39.4	20.1	15.5	13.5
300136.SZ	信维通信	194	9.4	10.8	/	20.6	18.0	/
300433.SZ	蓝思科技	1,025	52.9	66.5	77.9	19.4	15.4	13.2
	平均值	618	29.6	38.8	56.0	20.1	16.3	13.6
002475.SZ	立讯精密	2,243	169.2	209.3	250.9	13.3	10.7	8.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所; 注: 总市值选取 2025/4/28 收盘价, 可比公司归母净利润及 PE 选取 Wind 一致预测

风险提示

下游需求不及预期: 若消费者换机需求不及预期, 则公司主要客户销量受到一定影响, 进而对公司业绩造成不利影响。

客户相对集中: 2024 年第一大客户营收占比为 70.74%, 集中度相对较高, 并且短期主要集中在消费电子领域, 单一大客户对公司经营业绩影响较大, 若未来该业务拓展不及预期, 将会给公司带来不利影响。

行业竞争加剧: 消费电子行业较为成熟, 公司在消费电子存在较多的竞争对手, 未来若其他厂商实力提升或者展开价格战抢占份额, 或给公司盈利能力带来一定负面影响。

关键假设有误差风险: 若关键假设不准确, 可能导致测算结果不准确产生测算误差风险。

部分数据存在滞后性: 鉴于部分行业数据的可得性, 部分图表中数据仅到 2021、2022 年, 仅供复盘历史情况参考, 请投资者注意数据滞后的风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
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 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com