

立讯精密 (002475.SZ)

强烈推荐 (维持)

逆势增长 alpha 凸显，三驾马车共驱长线成长

公司近期公布 24 年年报、25 年一季报以及上半年业绩展望：1) 24 年营收 2688 亿，同比增长 15.91%，归母净利 133.66 亿，同比增长 22.03%；2) 25 年第一季度营收 618 亿，同比增长 17.9%，归母净利 30.44 亿，同比增长 23.17%；3) 展望上半年业绩区间为 64.75-67.45 亿，对应增长区间为 20-25%。此外，公司还发布了 2025 年股票股权激励计划草案。结合公司管理层业绩说明会，我们更新公司观点如下：

□ 24 年及 25Q1 业绩符合预期，持续稳健增长。公司 24 年营收 2688 亿，同比增长 15.91%，归母净利 133.66 亿，同比增长 22.03%，业绩处于前期预告 20-25% 区间，符合市场预期，对应 EPS 为 1.85 元。其中 Q4 单季营收 916 亿，同比 20.5% 环比 24.52%，归母净利 42.91 亿，同比 19.90% 环比 16.63%，扣非净利 35.77 亿，同比 13.45% 环比 13.27%。此外，25 年一季度营收 618 亿，同比增长 17.9%，归母净利 30.44 亿，同比增长 23.17%；扣非净利 24.09 亿，同比增长 10.36%。在外部复杂环境背景下，公司通过持续优化业务结构实现业绩稳健增长。

□ 苹果业务稳健、非 A 快速增长，汇率及并购资金管理策略致扣非增速差异。1) 业务拆分来看：24 年消费性电子/电脑互联/通讯互联/汽车互联/其他业务营收分别为 2241/90/184/138/36 亿，同比增速为 13.65%/20.15%/26.29%/48.69%/4.13%，源于苹果业务稳健增长，非 A 消费电子、通讯与汽车业务的快速增长以及威讯 Qovor 等资产并表。从子公司来看，24 年联营企业投资收益达到 33.18 亿 (YoY62%)，其中 Q4 16.7 亿 (YoY185%)，显示立臻科技 iPhone 组装份额和盈利能力均得到较大提升，同时 25Q1 5.3 亿 (YoY16.6%) 仍实现了逆势增长；立铠科技 24 年 901 亿收入 (YoY15%)，盈利 15.5 亿 (YOY-22.5%)，主因 Vision Pro 组装业务亏损拖累；2) 毛利率：Q4 明显下降至 7.87%，主因组装业务上量和低毛利威讯业务并表以及立铠 Vision Pro 业务亏损，还和全球布局导致国内产能短期过剩以及海外扩产前期空投有关，不过 25Q1 毛利率已经同环比回升到 11.18%；3) 费用：公司 24 年销管研等运营费用率为 5.94%，稳中有降体现规模效应；而财务费用为负，总体受益于汇兑收益；4) 非经常损益 24 年 16.71 亿同比增加 9.04 亿，主要系财政补贴、理财投资及外汇套期保值操作收益，其中部分影响系因并购备用资金通过购买大额存单，其收益体现为非经常投资收益而非利息收入，这亦能解释 25Q1 共 6 亿+非经常收益的较大部分。

□ 25 年上半年业绩逆势展望 20-25%，积极应对关税，全年增长动能仍确定。公司展望上半年归母净利区间为 64.75-67.45 亿，同比 20-25% 增长，扣非 51.91-57.11 亿，同比 4.67-15.15% 增长，这在当前中美关税摩擦不确定背景下，实属不易。在苹果业务方面，公司短期通过提前对美版手机的库存准备和跨期生产调节来保障本土手机组装业务开工率，同时亦通过输出模组组件形式来支持印度等海外手机产能；而对于耳机、手表等非手机业务，公司亦在越南有充足组装产能布局来应对美国出口，此外，公司在越南零部件本地自制的准备亦较为充分。公司苹果业务 alpha 仍持续，一方面通过持续整合提升手机组装份额和盈利能力，另外，积极参与新产品和增量零部件来获得额外增长；而非苹果部分，消费电子业务一方面积极整合闻泰 ODM 产能，同时在多个方向展开积极布局；通信业务尤其是 AI 算力相关高速电连接在国内外头部客户进展较佳，光模块、电源和热管理亦迎来同步扩张，我们判断 25 年通信业务盈利有望 50+% 增长；汽车业务在线束连接器领域客户拓展和产能布局进度提速，有望在 Q2 末完成莱尼交割，25

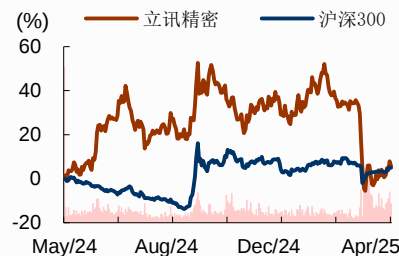
TMT 及中小盘/电子
目标估值：60.00 元
当前股价：32.08 元

基础数据

总股本 (百万股)	7247
已上市流通股 (百万股)	7234
总市值 (十亿元)	232.5
流通市值 (十亿元)	232.1
每股净资产 (MRQ)	10.0
ROE (TTM)	19.2
资产负债率	62.9%
主要股东	立讯有限公司
主要股东持股比例	37.69%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	-22	9
相对表现	6	-15	4



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《立讯精密 (002475) —Q3 稳健增长符合预期，Q4 业绩提速可期》2024-10-28
- 《立讯精密 (002475) 深度跟踪—收购莱尼及子公司股权，打造汽车线束全球领导厂商》2024-09-18
- 《立讯精密 (002475) —三驾马车共驱上半年业绩成长，看好下半年增长提速》2024-08-26

鄢凡 S1090511060002

yanfan@cmschina.com.cn

年望延续 50% 高增长；我们仍对公司 25 年稳健快速增长保持信心。

□ **三驾马车共驱长线成长。展望未来，立讯长线增长动能仍然清晰：**

1) 消费电子方面，立讯仍是苹果产业链中具备全球产能布局能力和优秀成本效率的优秀代表，苹果 Apple Intelligence 升级仍值得期待，折叠机、AI 耳机、XR 等新终端和光学、结构件等多方面的零部件创新公司仍在全面参与，公司对和硕手机、闻泰 Mac 和 Qorvo 射频模组等资产的整合和效率提升仍有空间，公司维持中长线苹果业务稳健增长仍无虑；非 A 消费电子部分，公司以“场景生态、AI 赋能、全球协同”三位一体战略和以“垂直整合+场景创新”双轮驱动，在 OEM 和 ODM 领域完成从零部件到系统方案的全链条突破：纵向上延伸 ODM 产品线完成“零件→模组→整机”的垂直整合；横向上持续推进客户业务拓展，丰富产品类型，构建全场景九大产品体系，覆盖智能家居、智慧办公、健康医疗等领域。结合闻泰约 300 多亿非 A 业务整合，我们认为立讯非 A 消费电子业务有望从 24 年约 400 亿左右营收在未来几年快速突破千亿收入，且保持不错的盈利水平。

2) 通信业务方面，AI 大模型和应用场景深化持续推动算力基建，立讯通信业务 24 年 183.59 亿营收的主要增长源于零部件业务的增长，公司在零部件业务上打造了“五位一体”的竞争格局，通过电、光、热、电源以及系统协同，构建了完整的技术矩阵。尤其在高速互联领域，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下一代高速连接标准，目前 224G 高速电缆产品已在量产，448G 产品 24 年 1 月份开始已经跟多家客户进行预研，800G 硅光模块处于量产阶段，1.6T 产品正在进行客户验证，热管理已完成产品线的全场景开发和覆盖，不仅将在国内快速导入所有云厂家及设备厂家，还有望突破北美 1-2 家 CSP 客户；电源方面，模块电源产品已通过了北美核心客户的认证，并且在 24 年 10 月底量产；公司建立了多元化的产地布局、非常高弹性的供应链体系；对标 APH 等海外同行，整体通信业务长线仍望有数倍成长空间。

3) 汽车业务方面，公司在 24 年收入 137 亿，同比近 50% 增长，25Q1 增长超过 50%；依托强大的智能制造平台，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，公司覆盖四大类产品线：汽车线束（包含整车低压、整车高压、高速等各种特种小线束以及充电枪，占汽车业务 60%，有望在 25 年成为中国线束企业第一名）、汽车连接器（包括低压、高压、高速连接器以及精密结构件，是国内唯一一家能够正向全套开发汽车连接器的企业，24 年高压连接器已稳定为头部车厂批量供货，而低压、高速连接器更是在主流车厂项目上实现重大突破）、智能控制（包含智能辅助驾驶、智能座舱、智能底盘以及电子电器类产品，25Q4 自主智驾、座舱产品进入量产，底盘与头部客户已达成合作，车载无线充电成为全球汽车覆盖客户最广供应商）、动力系统（包括 MCU、PDU、多合一动力总成以及电池周边零部件，EMS 业务 24 年已经实现批量稳定交货，25 年将启动 JDM 合作）。结合莱尼业务的整合，未来数年汽车业务亦有数倍增长空间，长线目标成为全球汽车零部件 Tier1 领导厂商。

□ **发布 25 年股权激励草案，助力长线发展。**25 年方案拟授予 2.215 亿股期权，约占总股本 3.06%，首次授予 80.01%，预留 19.99%；首次授予人数为 3126 人，约占总人数的 1.12%，包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）骨干等，预留部分将主要用于后续外延并购企业（如闻泰、Leoni 等）交割后优秀员工及其他新产业优秀人才的激励。期权在授予后将分为 5 年解锁，行权条件为 25-29 年营收不低于 2900/3200/3500/3800/4100 亿元；如按照 6 月初首次授予对应的成本摊销在 25-30 年测算分别为 3.55/4.66/2.89/1.80/0.97/0.27 亿元。行权价格为 25.35 元/份，相较于 21/22 年两次激励计划 35.33 元/29.22 元的最新行权

价格更低，激励覆盖面与 22 年相当，为后续并购企业人员整合预留了部分期权，有望有更佳激励效果，彰显对未来发展信心。

□ **维持“强烈推荐”投资评级。**基于最新财报和外部趋势，我们最新预测公司 25/26/27 年营收 3217/3893/4672 亿，归母净利润为 162/196/241 亿，对应最新股本 EPS 为 2.24/2.71/3.33 元，对应当前股价 PE 为 14/12/10 倍，明显低估。总体来说，公司消费电子、通信和汽车业务三大业务长线布局清晰，并且在 AI 端侧、算力和 Smart EV 等前沿方向拥有绝佳卡位，同时，公司运营效率和各项财务指标持续优化。公司正迎来长线布局良机，我们维持“强烈推荐”评级和 60 元目标价，坚定看好公司长线空间。

□ **风险提示：**全球政治经济环境波动，新品新业务布局不及预期，竞争加剧。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	231905	268795	321747	389314	467177
同比增长	8%	16%	20%	21%	20%
营业利润(百万元)	12860	16142	19255	23368	28752
同比增长	15%	26%	19%	21%	23%
归母净利润(百万元)	10953	13366	16211	19630	24073
同比增长	20%	22%	21%	21%	23%
每股收益(元)	1.53	1.85	2.24	2.71	3.33
PE	20.9	17.4	14.3	11.8	9.6
PB	4.1	3.3	3.3	2.7	2.1

资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 立讯精密业务体系

业务领域	分类	细项
消费电子业务	零组件类	连接器、线束组件、Speaker（扬声器）、Mic（麦克风）、Wi-Fi 模组、Haptic（震动马达）、VCM（音圈马达）、可变光圈、天线、蓝牙模组、电源组件（Power cord、UPS、逆变器、排插、充电插头、无线充电收发模组及充电器）、磁吸组件、塑胶成型件、金属结构件等。
	模组类	屏幕模组、mini LED、SiP（系统级封测组件）等。
	系统集成类	1) 智能终端：笔记本电脑、一体机等。 2) 声学领域：话务耳机、头戴式耳机、TWS 耳机、骨传导运动耳机、AI 会议耳机、会议音箱、SoundBar 等。 3) 智能可穿戴设备：AI 眼镜、AR/VR/XR 眼镜、智能手环、智能手表等。 智能家居：智能音箱、智能家居摄像头、智能开关、智能门铃、智能门锁、扫地机器人、电动牙刷、洁面仪、美容仪、按摩仪等。 4) 户外电子产品：运动相机、无人机、智能云台、电动滑板车、户外储能电源等。 5) 网通类产品：WIFI6/WIFI7 路由器、5G CPE、5G 毫米波 CPE 等。 6) 其他消费级系统产品：电子价签、ETC、电子温湿度器、移动 POS 机、家用 2D/3D 打印机、网络会议摄像头、电子触控笔、血糖监测终端、胰岛素泵、助听器等。
通信及数据中心业务	数据中心业务	1) 铜缆高速互联解决方案：Intrepid 高速背板解决方案、CPC & NPC 解决方案、高速外部互连解决方案（DAC/ACC/Lite Active Cable 及相关连接器）、高速内部互连解决方案（高速内部线缆、SSIO、Riser Cable）等。 2) 光高速互联解决方案：DPO 光模块及 AOC、LPO 光模块及 AOC、LRO 光模块及 AOC，速率至高支持 1.6T，Form Factor 涵盖 SFP、QSFP、QSFP-DD、OSFP 以及 SMF/MMF Fiber 等。 3) 热管理解决方案：拥有主动、被动、液冷、温控系统四大产品系列，包括全规格风扇模组、Heat Sink、Heat Pipe、VC、冷板液冷系统、Manifold、插框式 CDU、柜式 CDU、盲插快接头、浸没式液冷 Tank 等。 4) 数据中心电源解决方案：Power Shelf & Rectifier（AI 机柜电源解决方案）、Busbar 直流母排、70A-1000A 54V Busbar Clip、至高 3200W 12V/54V AC/DC CRPS、至高 3200W 12V MCRPS、以及多款 Power Module/VRM/VPM（AI 节点模块电源解决方案）等。
	通信业务	基站天线，单多频滤波器，天线滤波器模组，无线射频单元及系统，微波回传室内外单元及系统，数字室分单元及系统，微功率基站，卫星终端，工业平台。
汽车业务	整车线束	高压线束、低压线束、USB 线束、ABS 线束、EPB 线束、Fraka 线束、HSD 线束、Ethernet 线束、充电枪等
	整车连接器	高压连接器、低压连接器、高速连接器等。
	电子电器类	车载 USB 模块、WPC（无线充电模块）、UWB 数字钥匙、ACU（安全气囊控制器）、SJB（智能保险丝盒）、CMS（电子后视镜）、隐藏式门把手等。
	智能座舱	C-HUD（组合型抬头显示系统）、W-HUD（风挡型抬头显示）、AR-HUD（增强现实型抬头显示系统）、TBOX（智能网联模块）、DMS（驾驶员监测系统）、车载显示屏模组、ZCU（区域控制单元）、CCU（中央控制单元）、高通 8255 平台域控制器、DCU（车门控制单元）等。
	智能辅助驾驶	ADAS（高级驾驶辅助系统）、高通 8797 平台域控制器、地平线 J6E 行泊一体域控制器、地平线 J3 前视一体机、PDC（超声波倒车雷达）等。
	智能底盘	PPK（转向系统控制单元）、ARS（主动后轮转向系统）、LPS（直线位移传感器）、EMB（线控制动系统）、VMC（车辆运动域控制器）等。
	动力系统	汽车多合一动力总成、MCU（电机控制器）、PDU（高压继电器）、DCDC（电源电压变换器）、OBC（车载充电机）、PNG（电源隔离模块）、BMS（电池管理系统）等。
医疗业务	病人监护类	血氧饱和度探头线缆、心电电缆导联线、体温探头、胎心监护线缆等。
	手术类	超声刀线缆、电刀笔线缆、手术类连接器等。
	其他	除颤线缆、雾化器、可穿戴的肌肉电刺激设备、可穿戴活动监测及康复设备等。

资料来源：公司公告，招商证券

立讯精密 24 年及 25Q1 管理层业绩说明会

时间：2025 年 4 月 26 日 13:00-14:20

公司领导：董事长、总经理王来春女士；财务总监吴天送先生；会计机构负责人陈会永先生；董事会秘书肖云兮女士；消费电子 CPBG 负责人李敏先生；通信及数据中心业务负责人熊藤芳先生；汽车业务负责人李晶女士。

一、董事长、总经理王来春女士针对 2024 年度及 2025 年一季度经营情况进行说明

总体而言，2024 年至今，虽然国际形势错综复杂，地缘政治冲突不断，贸易壁垒与政策频繁变动，给跨国企业的供应链和市场拓展带来一些不确定性和挑战，但是我们也看到，新一轮科技革命和产业变革持续爆发，AI、虚拟现实等前沿技术在各行业加速融合，为我们消费电子、汽车和通信领域创造了更多的机会和更为广阔的市场成长空间。这一块稍后分别请我们消费电子、汽车和通信板块的负责人作详细说明。

过去的几年，面对复杂多变的外部环境，我们立讯的团队一如既往地踏实进取、凝心聚力，凭借对市场趋势的精准把握和高效执行，在困境中寻求发展，在变革中积极突破和创新。我们已经用高于行业平均以上年增长的水平证明我们的发展逻辑，尤其是在面对当下需求结构调整、供应链重构和市场预期波动的复杂环境，凭借我们前瞻多元的业务发展规划，全球化的研发和生产基地布局以及稳健扎实的经营管理，越是在充满挑战的大环境下，我们越是能够发现机会、把握机会，这是我们对未来持续成长拥有信心的底气！

二、公司会计机构负责人陈会永先生针对 2024 年度及 2025 年一季度主要财务指标进行说明

1、2024 年度财务基本情况

2024 年公司实现收入为 2,687.95 亿元，较上年同期增长 15.91%；归属于上市公司股东的净利润为 133.66 亿元，较上年同期增加 22.03%；扣非后归属上市股东的净利润为 116.94 亿元，较上期同期增加 14.81%。

2024 年年度毛利率为 10.41%，相较于 2023 年同期的 11.58%降低 1.17 个百分点，主要系个别智能可穿戴产品在 2024 年出货，但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准。

2025 年第一季度毛利率已升至 11.18%，同比增加 0.43 个百分点。

2024 年销管研等运营费用率为 5.94%，较 2023 年同期的 6.30%减少 0.36 个百分点，主要系公司业绩增长带来一定的规模效应，同时，公司内部不断创新并通过 AI 应用来提升运营效率。

2024 年净利润率为 5.42%，较去年同期提升了 0.14 个百分点。

2024 年 ROE 为 21.34%，与去年同期基本持平，略降 0.27 个百分点。

2024 年公司经营活动净现金流入 271.17 亿元，较去年同期基本持平，略降 4.88 亿，主要系 2023 年营收有部分来自去期初库存，采购性经营现金流支出较少，

2024 年因采购物料支付的现金同比增加 253.36 亿,以及员工薪酬及福利相关支付同比增加 40.88 亿导致。销售及回款一切正常,2024 年公司应收帐款周转天数 37.54 天,同比 2023 年 38.46 天,减少 0.91 天。

2024 年资本支出 121.11 亿元,较去年同期增加 7.23 亿元,主要是海外扩建厂房基建,以越南为主,公司一直在持续严格控制。

2024 年公司负债率为 62.16%,较上年同期的 56.61%,增加 5.55 个百分点,一是同步营收的增加导致应收账款、存货及应付账款同步增加,二是适当增加借款以更好的支持新产品和新业务的内增或外延扩展。

2024 年期末存货 317.03 亿元,较期初增加 19.45 亿元,同比增加 6.54%,但存货周转天数 45.94 天,较去年下降 12.98 天,整体库存状况良好。

财务费用方面:

2024 年利息收入较去年减少 0.37 亿,系公司在兼顾流动性及更高收益的前提下,部分资金从银行活期存款转向大额存单所致;利息费用 14.63 亿同比增加 0.86 亿,主要因素系有息负债增加所致。

2024 年非经常性收益 16.71 亿,同比增加 9.04 亿,主要系财政补贴、理财投资及外汇套期保值操作收益,其中部分影响系备用资金在未实际使用前,为兼具企业需要流动性,同时尽可能获得较高的资金收益,通过做定期存款及购买大额存单,获得相较于活期存款较高的投资收益以冲抵利息费用,而这部分投资收益是算在非经常性收益。

2、2025 年第一季度财务情况

2025 年第一季度公司实现营收 617.88 亿元,同比增加 93.81 亿元,增长 17.90%,主要是消费电子、汽车和通讯产业有较高的成长。2025 年第一季度公司实现净利润 33.77 亿元,同比增长 31.25%;净利润率 5.47%,同比增加 0.56 个百分点;归属于母公司的净利润 30.44 亿元,同比增长 23.17%,主要原因是内部持续精益管理和人效提升带来的成本优化。

2025 年第一季度经营活动产生的现金流量净额为-66.92 亿元,同比减少 58.47 亿元,公司收款同步营收的增长一切正常,付款受备料策略会造成短期波动影响,同时也有增加一些策略备料。

三、消费电子板块 CPBG 负责人李敏先生针对公司相关业务进行说明

2024 年是立讯消费电子业务实现跨越式发展的一年。我们以“场景生态、AI 赋能、全球协同”三位一体战略开启新篇章,同时以“垂直整合+场景创新”双轮驱动,在 OEM 和 ODM 领域完成从零部件到系统方案的全链条突破,实现业务进化三级跳:纵向上延伸 ODM 产品线完成“零件→模组→整机”的垂直整合;横向上持续推进客户业务拓展,丰富产品类型,构建全场景的九大产品体系,覆盖智能家居、智慧办公、健康医疗等领域。

另外,我们持续加大研发资源投入,通过结构性调整,实现从技术护城河到商业价值的递进整合;通过 AI 重构生产流程,以海内外产能联动构建弹性供应链,将绿色基因植入产品全生命周期——从材料端的生物基可降解应用,到制造端的节能减耗工艺,再到使用端的低碳场景解决方案,实现“技术革新与生态责任”的双向奔赴。在 AI 大模型与生成式技术加持下,年度业务增长显著,九大产品线

正从单一设备向跨场景智能体集群进化，为全球客户提供“本地化响应+全球化赋能”的立体服务。

首先，我们的网通产品线囊括了行业核心客户，针对重点客户群体持续攻坚，本年度业务从网通品牌客户往终端通讯商客户拓展。同步持续针对不同产品线扩展，针对不同芯片平台选型进行开发；未来产品规划将包括 5G CPE、WIFI7、毫米波、交换机等消费品类，预计 2025 年新项目落地数量较 24 年增幅将超过 40%。

其次，2024 年全球可穿戴腕带设备市场总量达到 1.9 亿台。市场增长点主要在健康监测功能升级、产品功能和技术拓展、市场细分和产品差异化、消费者体验和设计优化、生态系统互连互通。我们的产品规划聚焦户外的蓝牙运动手表、4G 智能手表以及专业领域手表产品，重点关注 AI 健康管理、采用绿色环保材料实现产品减重 15%、在医疗级传感器领域，通过节能工艺降低生产能耗 20%、面向户外运动场景推出太阳能充电手表，践行节能减耗理念，预计 2025 年健康监测产品线碳足迹降低 30%。同时结合医疗级传感器与 AI 健康管理的技术应用，拓展更多的产品应用场景，公司也将持续为既有国内 Top5 全系客户及战略合作伙伴赋能，提高市场份额，扩大客户产品多品类的合作。

第三，智慧终端产品线主要涵盖了商用终端及工业产品，包括 PDA、收银机、电子价签、智能购物车、智能支付音箱、工业级平板等品类。立讯已经布建智能终端研发机能，持续运用在物流、医疗和教育领域的经验，围绕市场头部客户进行布局，并挖掘潜在客户和战略合作伙伴。产品规划将围绕高端 5G 智慧终端产品研发以及现有 4G 产品技术升级迭代，形成高中低产品阵列，在技术融合、国产化替代以及场景应用上持续创新，深化垂直行业定制解决方案。

第四，在智慧办公产品线，主要服务于行业核心客户。产品规划包括智能键盘、鼠标、主动电容笔、多功能扩展坞、IOT 品类等。在绑定现有客户深度合作基础上，积极拓展办公客户群。已具备部分配件产品 JDM/ODM 开发能力，持续配合新客户做新品类开发并取得成果，业务比例相比去年同期增加 25%。

第五，智能家用安防系统级产品线与国内外市场头部品牌客户实现全面合作；4 月份刚与国内智能家居知名品牌举行了业界首条家用安防监控产品自动线的启动仪式，规划后续每年 500 万台的出货量；同时与 2024 年全球家用监控设备市场出货量第一的客户合作拓展云台机、卡片机、室内外机品类，预计整机类家用安防产品 25 年营收较 24 年将增长 70%。未来 5 年产品规划拓展包括智能门铃，门锁等 IOT 产品系列。

第六，声学产品线聚焦骨传导系列，2024 年由骨传导拓展到气传导及耳夹式产品系列，并在 2025 年初与骨传导开创者品牌达成战略合作，立讯通过自主模组垂直整合方式及智能制造赋能客户，预计后续每年协同客户按照 30%以上的增长速度互惠共赢。

第七，随着智能家居品类的市场繁荣，立讯通过前期技术积累，深耕行业头部客户，提升采购份额超 50%，构建第二增长曲线，基础智能家居产品线主要含清洁类、个护类、小家电等产品。与行业新贵企业深度开展战略合作，客户 24 年扫地机销量和销售额均居全球前列，预计未来将进一步扩大市场份额并维持行业领先地位。在产品系列上，立讯 25 年持续拓展扫地机器人、洗地机等产品系列，较 24 年为纯增量市场。立讯借助自主零件/组件的自研开发能力，由整机拆解至模组、零件，多维度、全方面赋能客户。从国内到海外，多模态服务客户。随着产品线的成熟及客户的持续粘合，未来预计可达到每年 50%的增长速度。

第八，在 OEM 智能出行产品线，主要含滑板车、共享车中控、智能冰箱等车载附件，目前重点客户为市场头部产品，立讯占客户出货份额超过 50%，相关产品年出货 50-60 万台；共享单车中控为头部品牌独家供应商，24 年出货量超 160 万片。利用我们丰富的研发资源配合客户优化，快速落地，提升产品竞争力。目前已经规划滑板车三电系统研发资源，绑定核心客户，同步以多年产品经验，开拓市场头部客户。此外我们紧随电动汽车的发展大潮，开拓智能车载支架等后装品类，已与目前头部智驾品牌客户合作，逐步拓展至全系列，同时接洽其它国内汽车品牌意向客户，拓宽车载智能冰箱/智能遮阳帘等品类，为客户提供 ODM 及 JDM 服务，从后装产品到前装产品进行全线布局。

第九，在 OEM 医疗产品线上，集中力量发展二/三类医疗器械合规开发能力，同时与国际 Top2 医疗器械厂商深度绑定，以 CMO 模式拓展，为千亿级医疗电子市场卡位，相比去年同期业务量增加 20%。

未来，我们将集中精力做技术攻坚，加强 ODM 资源布建，结合 AIoT、生成式 AI 助手赋能办公/家居/医疗/出行等多场景多模态，构建机器人智能体协作网络，机器人智能体产线覆盖率计划提升至 60%，在智能制造中部署 AI 质检单元；通过海内外产能联动建立应急响应圈，实现全球订单智能调配；坚定实施全球化布局战略方针，建立北美/东南亚本地化研发中心及制造基地；建立弹性供应链网络，缩短交付周期；深入践行绿色环保承诺，2025 年持续推动可再生物料使用，生产环节单位能耗结构性调整，2025 年目标单位产值能耗降低 15%，所有新品符合 EPEAT 环保标准。

从智能单体到生态共同体，从中国智造到全球共造，立讯将以科技之力绘制可持续发展的未来图景。让我们携手，共同开启智能进化与绿色增长的新纪元！

四、通信板块负责人熊藤芳先生针对公司相关业务进行说明

大家好，我将从三个角度向大家汇报公司通信业务的情况，一是通信行业未来 3-5 年的机遇与挑战，二是关于我们的战略布局与核心优势，三是对通信业务的未来展望以及整体规划。

1、通信行业未来 3-5 年的机遇与挑战

第一，近几年大家能看到全球通信行业在 AI、算力、云计算的驱动下，AI 基础设施的建设正在全球范围内加速，不管是大型 CSP（云服务提供商）还是芯片商，大家都在做大规模投入。今年年初，我们看到的信息显示北美市场单年投入大概是 3,000 亿美金，当然受一些政策的影响，这些投资近期看来有放缓，但只是基于政策所带来的震荡，并不代表这些投资会被取消。因为算力是刚需，在政策稳定的时候，还是会持续投资，同时也要在现有地缘政治和各种关税政策下有一个合理的供应链布局，所以我们坚信投资以及未来的需求仍然会呈现爆发式的增长。

第二，因为 AI 大模型的爆发式增长，对高带宽、低时延、低功耗的硬件提出了更高要求。我们做个简单的总结，其中 CPU 是提供算力、内存和硬盘提供载力、公司所生产的产品在高速传输互联方面提供运力，目前的瓶颈和压力恰恰来自于运力。全球只有少数企业有能力提供运力上的产品，立讯有幸就是其中头部企业之一。我们从数据上看到，预计在 2028 年，GPU 服务器渗透率将从 2023 年的 7% 跃升至 30%，这将直接带动大量的运力需求；同时由于单机的功耗不断提升，

会同步带来对光铜互联、电源管理及热管理等核心部件的需求增长。

AI 的应用场景深化，它不局限于大模型，正逐步从“贵族”走向“平民”。它以前局限于传统的感知和生成，现在正快速向代理型 AI（Agentic AI）和物理实体 AI（Physical AI）拓展，甚至 AI 已经在深入各行业，比如医疗、自动驾驶、金融工业等等。包括我们自身已经在实验场景跑通了文本通过 AI 生成图纸的方式，同时我们也开始使用很多 AI 工具。总的来说，我们对 AI 的整体发展抱有非常大的信心。

2、立讯精密的战略布局 and 核心优势

首先，我简单汇报下通信板块的数据，我们 2024 年的营收为 183.59 亿元，同比增长 26.29%，其中主要增长来源于零部件业务的增长，我们在零部件业务上打造了“五位一体”的竞争格局，通过电、光、热、电源以及系统协同，构建了完整的技术矩阵。现在相较过去最大的差异点在于，我们以前的业务要么是跟随做 second source，要么是跟整机客户拿需求；但现阶段我们已经跨越到协同芯片企业做概念设计，当芯片方案还没有确定时，我们通过五维的协同，帮助其做芯片的概念设计以及一系列的方案，确保他们的设计能够准确落地。这并不代表我们要把所有产品一家包干，只是在设计过程中，我们有能力帮客户做所有的设计参考，这也增加了我们产品的适配性。基于此，我们跟所有的头部芯片厂商已经建立了具备较高信任度的深度合作关系，我们的电连接产品线因此实现相对较快的技术突破和行业领先。

我们在互联产品上既有显著技术，又有成本优势，目前 224G 高速线缆产品已在量产，448G 产品 24 年 1 月份开始已经跟多家客户进行预研，我们也参与了非常多的项目，其中有市场已经知悉的，也有还未被广泛了解的，因此未来电连接产品的成长很值得期待。光连接产品方面，我们的 800G 硅光模块处于量产阶段，1.6T 产品正在进行客户验证，现阶段还是以 7 纳米的产品为主，后续随着 5 纳米的发布我们也会迭代到 5 纳米产品，同时 LRO/LPO 等关键技术我们在非常早期就进行了布局。未来几年我们会较大比重投资光领域，除引进顶级的核心人才外，在核心器件的自制以及战略结盟上都会投入大量的资源和精力，还将同步建设光的高度智能化工厂。

其次，热管理方面，我们已经完成产品线的全场景开发和覆盖，今年热管理产品线的营收和利润均有望超过 100% 增长。同时，我们不仅将在国内快速导入所有云厂家及设备厂家，还有望突破北美 1-2 家 CSP（云服务提供商）客户。

电源管理方面，我们重组了产品的策略和布局。在成本竞争压力巨大的局面下，消费电子会通过芯片和核心器件的技术创新建立技术成本优势，目前消费电子的电源产品线有明显转变，已经初步看到成效。而通信电源的产品线相对非常年轻，到目前为止只有两年历史，但仅仅在这两年里，我们的三次电源产品，也就是模块电源产品已经通过了北美核心客户的认证，并且在去年 10 月底已经量产。三次电源是目前 AI 里面技术难度最大的产品，与此同时我们建立了完善的一次电源和二次电源产品能力。目前我们在北美已有十多个项目处于量产或者开发状态，希望通过三次电源在北美建立的客户影响力，加快一次和二次电源的导入速度，

我认为立讯在应对全球化布局和风险方面有一定优势，因为我们已有多元化的产地布局、非常高弹性的供应链体系，以及高度的垂直整合能力，所以我们相较同业有更强的能力去应对地缘政治或市场波动带来的挑战。

3、对通信业务的未来展望以及整体规划

展望未来，我们的宗旨不变，正如给通信板块取名时定为“立讯技术”，我们将永远深耕自身，不断地加深技术护城河，持续拓展新兴市场。面向未来，我们聚焦三大方向，第一是强化高速互联技术，推动光模块、高速铜连接迭代升级，持续为 AI 提供运力支撑；第二是深化 AI 基础设施布局，在热管理、电源管理等关键部件上同步跟上，为 AI 整机柜不断迭代升级提供我们技术力量的同时，增加在单个 AI 机柜里的货值；第三是在低轨高通、边缘计算等通信领域，完善“T 型战略”，依托在通信行业已有的技术护城河，深度、横向延展到各领域，包括工业产品、医疗产品等，不断去拓展和完善。我相信通讯行业正在进入黄金时代，立讯精密将坚持以技术创新为驱动、客户需求为导向，和所有的伙伴共同成长，共享行业红利。

五、汽车板块负责人李晶女士针对公司相关业务进行说明

2024 年，汽车业务延续了强劲的增长势头，销售额实现 137 亿，与 2023 年相比，增长近 50%；今年第一季度继续保持高速增长，同比增速超过 50%。这一成绩的取得，得益于我们在汽车领域长期的战略布局与持续投入。

汽车板块传承了消费类电子多产品线发展的成功策略，历经十余年的沉淀和发展，如今产品矩阵已基本成型。目前，我们的汽车业务涵盖四大类产品线：

1、汽车线束

汽车线束包含整车低压、整车高压、高速等各种特种小线束以及充电枪，作为我们最成熟的产品类别，汽车线束占据了汽车业务 60% 的份额。在 2024 年新增的 45 亿销售额中，线束产品贡献了 27 亿，是行业内增长最为迅猛的一家。我们的客户分布较为均衡，最大客户的占比未超过 20%。

近两年，除低压线束外，我们着重发力高压、高速线束领域。2024 年，我们斩获众多新项目定点，预计在 2025 年陆续量产落地，今年的线束业务营收有望成为中国线束企业的第一名，市场地位越来越明确。

2、汽车连接器

我们的汽车连接器产品包括低压、高压、高速连接器以及精密结构件，值得一提的是，我们是国内唯一一家能够正向全套开发汽车连接器的企业。2024 年，高压连接器已稳定为头部车厂批量供货，而低压、高速连接器更是在主流车厂项目上实现重大突破，不仅赢得国内车厂的青睐，外资品牌也对我们的连接器产品表现出浓厚兴趣，并有强烈的引入意向。这充分彰显了我们在汽车连接器领域的技术实力与产品竞争力。

3、智能控制

智能控制领域涵盖智能辅助驾驶、智能座舱、智能底盘以及电子电器类产品。2024 年该类产品销售额增长了 15 亿。智能辅助驾驶与智能座舱市场瞬息万变，竞争异常激烈，但我们始终保持战略定力，持续高强度投入研发。2024 年，除 EMS 模式的项目外，我们自主研发的智能辅助驾驶、智能座舱产品均获得头部客户的项目定点，预计 2025 年第四季度将进入批量供货阶段。

智能底盘是我们去年新布局的产品线，基于汽车智能化演变趋势从局部智能化向整车智能化方向发展趋势，我们看到底盘产品即将迎来技术变革的时代，未来智

能底盘将是下一个汽车智能化爆发的产品类别。去年我们跟头部品牌客户已经达成合作，预计 2025 年，我们将在该领域实现营收从 0 到 1 的关键突破。

此外，汽车电子电气类产品中，车载无线充电作为我们从消费电子领域跨界拓展汽车领域的首个产品线，目前已成为全球汽车客户覆盖最广的供应商。后续，车载 USB、UWB、数字钥匙等产品也将陆续拓展市场份额。

4、动力系统

动力系统包括 MCU、PDU、多合一动力总成以及电池周边零部件。这类产品我们从 EMS 的商务模式起步，2024 年实现了这类产品的批量稳定供货，在此基础上，2025 年将启动 JDM 合作模式，进一步深化与客户合作，提升产品市场竞争力。

立讯在汽车零部件领域的产品线极为丰富，在每个产品大类下都有诸多细分产品，是中国汽车零部件独立供应商中产品线最广的企业之一。在自主品牌崛起与外资品牌加大中国区研发投入的双重驱动下，我们成功获得了绝佳的市场卡位与宝贵的拓展机遇，现已跻身 Local for Global 第一梯队零部件供应商行列。多产品线策略是我们持续高速增长的重要支撑，凭借丰富的产品线，我们能够满足不同客户多样化的需求，有效抵御单一产品市场波动带来的风险。同时，各产品线之间形成协同效应，促进技术共享与创新，不断提升公司整体竞争力。我们有十足的底气与信心，在未来继续保持汽车业务的高速增长态势。

六、公司管理层与投资者互动交流

1、公司对于消费电子、通信和汽车板块做了非常详细的梳理和说明，请您再展望对于这些板块公司的营收、利润长期目标如何？

答：在多个业务板块，公司均制定了富有挑战的内部目标，各业务团队正全力配合推进。

在消费电子板块，公司过去几年在 OEM 业务上取得了良好成绩。但是 ODM 业务因前端投入更高、量产周期更长，其盈利模式与大规模 OEM 截然不同，在现有平均的盈利水平上提高 1-2 个点是我们的目标；从未来几年的增长目标来看，ODM 业务的整体增速基本上保持 30%；之前的交流中我们也提到对这一块业务千亿以上的长期业务目标。

在通信板块，电源产品中模块电源利润率良好，电源以外的其他产品线，利润表现基本与行业头部企业平均水平相差不远。其中，高速连接产品包含电连接和光模块的成长性非常好，当前市场报价显示，公司产品定价未因“新进者身份”出现显著折价。今天，我们在国外与通信行业的客户开会，客户对公司团队的专业能力和服务质量给予的高度评价远超我们预期。

2、请公司阐述财务管理层面的规划，特别是如何充分应对外延式并购、国际汇率波动等带来的潜在财务风险？

答：服务于外延式并购整合的项目，公司财务面上会呈现“存”“贷”并存的情况。“存”的部分，为获取更高的投资回报冲抵利息成本涉及理财操作，一般会产生非主营业务的投资收益；“贷”的部分则影响当期财务费用中的利息支出。在 2024 年度及 2025 年一季度，应该都会涉及对扣非净利润增速 5%左右的还原处理。公司财务团队在并购整合前期，便与银行展开充分沟通，力求将理财效益最大化，使

其不局限于成本消化，我认为这对公司发展颇为有利。

在应对外汇汇率波动风险上，公司一般会通过合理开展远期购汇理财业务，对 50-70%左右的应收账款进行对冲，以此降低汇率波动带来的潜在损失。

3、如何评价去年的 Capex？今年的 Capex 规划是怎样的？

答：去年对我们 Capex 影响较大的因素主要是公司在越南投资建设了一个较大的厂区，以满足未来两到三年的生产需求，与 Leoni 和闻泰部分资产的收购关系不大。未来，公司计划对北越的厂房进行升级改造，同时在印尼也将产生厂房建设支出。短期内，公司在中国暂不需要对生产厂房进行扩建。

4、预计三年后越南厂区将会为公司承担多大的产能？

答：预计会接近 30%。

5、请问对 Leoni 的收购进度如何？收购 Leoni 后，公司是否有对其北美或者东欧等地存在产能过剩的工厂进行优化处理的规划？是否有考虑将其部分工厂让渡给消费电子业务？

答：我们会在各方面条件满足的情况下尽快促成交割并及时发布公告。对于工厂的产能，在客户有需求的情况下，我们会尽量在已有的工厂或者在距离客户较近的地方做一些扩充，无论消费电子、通信还是汽车，我们尽可能产能集中化，这样对于资源的协同和优化集团整体费用支出。

6、在 2025 年第一季度，公司整体利润实现了良好增长，同时毛利率与净利率在同比和环比维度均有提升。请问驱动提升的核心因素是什么？

答：公司盈利增长一方面来自业绩的增长，具体的内容前面三位主管已进行详细地说明。这样的增长，得益于公司多元产品线的布局以及强大的核心竞争力。另一方面，除了业务的成长之外，我们还通过 AI 工具和智能制造来优化内部的治理结构，提高生产效率和管理效能，这是公司盈利水平提升的两大因素。

7、鉴于当前关税政策充满变数的背景下，公司发布的中期业绩指引仍维持 20%-25%的增速预期，是否说明关税对实际经营并无较大影响？

答：上次已经和大家探讨过有关关税方面的内容，自 2018-2019 贸易战开始以来，出口至美国的产品都已在海外生产，目前市场上更多的是情绪上的恐慌，但从企业实际经营的角度来看，大多数出口美国的终端产品已在海外生产，余下少数产品我们配合客户作出相应的调整，个别的产品关税增加的成本并不会由供应商承担，而是由客户再转嫁至终端消费市场并由其吸收。

8、当前国产品牌以高性价比策略带动汽车行业销量增长，国产品牌也在大力推动平价智能辅助驾驶，好处是整体的量在增长，但另一方面车企对供应链成本管控要求更高。请问这一趋势对公司汽车业务带来哪些机遇与挑战？

答：如刚才我们在会上与大家分享的内容一样，我们从事的品类较多并构建了差异化竞争优势，面对同质化较高的产品与市场时，客户给予我们比较好的商业机会，并且我们的议价能力和平台的选择都很好，这在很大程度上反映到经营中比较好的盈利表现。我们也一直在做海外的布局，这让我们成为国内想出海的客户及海外客户寻求更好的中国供应商时，我们也是客户的首选。这些给短期经营带来的亮丽表现都是我们坚持做中长期布局的支持。

9、我们看到汽车智能化，包括智能辅助驾驶、智能驾舱、智能底盘等，这些是

新型的增量市场，但同时也是竞争激烈的市场，公司对汽车智能化这个板块的切入点是什么，如何去看待今明两年的爆发点？

答：关于汽车智能化这个板块，无论是智能座舱、智能辅助驾驶亦或是智能底盘，海内外客户的标准和需求都不尽相同，无论是 ODM、OEM，还是 OEM plus，也就是我们说的 Tier 1、Tier 1.5、Tier 2，这个需求还不是稳态，具有多样性，未来三五年都是动态变化的。立讯有能力在未来成为汽车智能化产品领域技术和成本领先且拥有全球配合能力的供应商，我们可以充分发挥垂直整合、全球布局的能力，为客户提供全方位的服务，并借助在消费电子的系统端集成的基础，能更好地为智能辅助驾驶、智能座舱、智能底盘等产品赋能。

10、前段时间部分客户有提前拉货的现象，是否会对公司上半年业绩产生较大影响？

答：首先，无论哪个领域的客户，在关税政策频繁变化且产能可支持的情况下，进行产品提前拉货是正常的，但是这种提前拉货是有额度限制的，必须要产业链上的所有产能都能支持，还有一些 capex 的支持。

从立讯的角度来讲，在三四月份有部分产品有提前拉货的现象，如果对整个季度或整半年这部分产品总量有 5%-10% 的影响，我们都能涵盖在预测的范围内。

对盈利性的预期良好是因为这么多年经营的经验，让我们的团队能够较为从容淡定地把握风险。国际政策变动虽存在不确定性，我们作为企业能够以最好的全球化布局作为竞争力的保障，来满足企业的生存和发展，所以动态去应变就好，无需过度担忧，将精力聚焦于持续提升公司在行业内的综合竞争力。

11、公司未来全球产能布局规划如何？

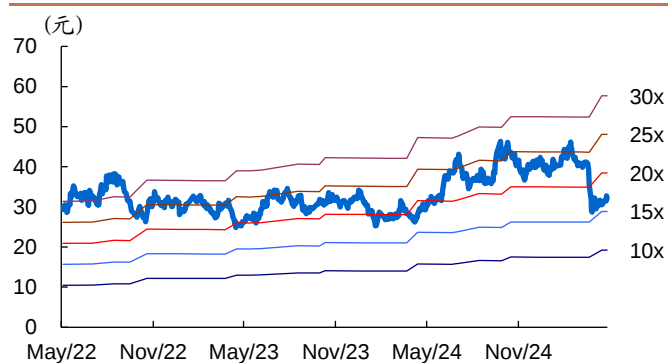
答：在内生投资方面，基于部分产业有一些特殊的需求，公司仍会考虑在东南亚地区进行少量投资布局；在外延并购方面，鉴于公司现有两个较为重大的收购项目，考虑到团队整合、运营资源分配以及财务稳健经营等多方面因素，预计公司在未来两年内不会开展大规模的外延收购行动。不过，对于一些契合公司战略方向的小型标的项目，我们还是会考虑。长期以来，公司一直对 Capex 进行严格控制和审慎评估，这么多年来没有出现投资上的失误，未来也会继续严控同时把握节奏。

12、在当前关税问题日渐复杂的国际背景下，中资企业应该如何面对新的机遇与挑战？在汽车业务方面，如何理解“local for local”策略的落地机会？

答：对中资企业而言，当前环境带来的挑战与机遇是并存的，但我们认为挑战显著大于机遇。但如果企业仅仅维持与传统外资企业相近的竞争力，将难以把握新兴的商业机会，因此必须通过持续技术创新，在产品性能、服务响应等多维度建立起显著优势，才能把握住机遇，在竞争中突围。现有的产品市场趋于稳定，但新兴市场和产品业务还是很有挑战的。

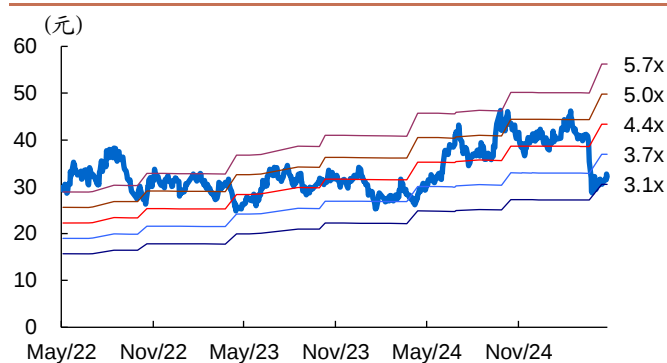
汽车业务板块方面，传统 tier 1 企业的节奏比较缓慢，而中国的供应链经过长期的发展与沉淀，已形成独特竞争优势，其快速响应能力和技术迭代速度给海外客户留下深刻印象。目前大部分主流的国际车厂都在积极寻求与中国企业合作的机会。

图 1: 立讯精密历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 立讯精密历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《立讯精密（002475）—Q3 稳健增长符合预期，Q4 业绩提速可期》2024-10-28
- 2、《立讯精密（002475）深度跟踪—收购莱尼及子公司股权，打造汽车线束全球领导厂商》2024-09-18
- 3、《立讯精密（002475）—三驾马车共驱上半年业绩成长，看好下半年增长提速》2024-08-26
- 4、《立讯精密（002475）—一季报和上半年展望均超预期，三驾马车共驱成长》2024-04-25
- 5、《立讯精密（002475）—Q3 及全年展望逆势提速，消费电子、汽车、通讯三轮驱动》2023-10-23
- 6、《立讯精密（002475）—上半年业绩符合预期，下半年新品新业务驱动增长提速》2023-08-29

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	94228	138545	138456	166933	199970
现金	33620	48360	30834	37073	44488
交易性投资	1721	1403	1403	1403	1403
应收票据	261	350	419	507	608
应收款项	23504	32561	38952	47132	56558
其它应收款	322	917	1097	1328	1593
存货	29758	31703	37918	45814	54909
其他	5042	23252	27833	33677	40411
非流动资产	67764	85282	87922	89913	91406
长期股权投资	4233	7488	7488	7488	7488
固定资产	44561	48231	51492	54028	55999
无形资产商誉	4392	4677	4210	3789	3410
其他	14578	24886	24732	24608	24510
资产总计	161992	223828	226377	256846	291377
流动负债	74835	113875	113879	125254	136334
短期借款	20514	35313	23535	17097	7659
应付账款	46401	65966	78919	95353	114283
预收账款	244	263	314	379	455
其他	7676	12333	11111	12425	13937
长期负债	16872	25266	25266	25266	25266
长期借款	12039	19620	19620	19620	19620
其他	4833	5646	5646	5646	5646
负债合计	91707	139140	139145	150520	161600
股本	7148	7236	7236	7236	7236
资本公积金	5539	8073	8073	8073	8073
留存收益	43623	54017	54959	72158	93286
少数股东权益	13975	15360	16963	18858	21180
归属于母公司所有者权益	56310	69327	70269	87468	108596
负债及权益合计	161992	223828	226377	256846	291377

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	27605	27117	19706	22639	26485
净利润	10953	13366	16211	19630	24073
折旧摊销	10320	10908	11360	12009	12507
财务费用	1377	1463	1138	980	636
投资收益	(1771)	(4547)	(7211)	(7450)	(7950)
营运资金变动	5791	2814	(3402)	(4432)	(5113)
其它	935	3113	1610	1902	2332
投资活动现金流	(19560)	(35656)	(6789)	(6551)	(6051)
资本支出	(11387)	(12111)	(14001)	(14001)	(14001)
其他投资	(8172)	(23545)	7211	7450	7950
筹资活动现金流	4070	25890	(30442)	(9849)	(13019)
借款变动	11234	24161	(14035)	(6437)	(9438)
普通股增加	48	88	0	0	0
资本公积增加	1359	2534	0	0	0
股利分配	(7881)	(2137)	(15269)	(2432)	(2945)
其他	(691)	1244	(1138)	(980)	(636)
现金净增加额	12115	17351	(17525)	6239	7415

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	231905	268795	321747	389314	467177
营业成本	205041	240809	288093	348086	417189
营业税金及附加	535	637	708	856	1028
营业费用	889	1060	1223	1402	1635
管理费用	5543	6352	7593	9188	10652
研发费用	8189	8556	9588	11485	13735
财务费用	483	(503)	1138	980	636
资产减值损失	(1296)	(1256)	(1361)	(1400)	(1500)
公允价值变动收益	210	(63)	428	450	450
其他收益	825	993	936	1000	1000
投资收益	1894	4584	5847	6000	6500
营业利润	12860	16142	19255	23368	28752
营业外收入	93	54	58	58	58
营业外支出	68	87	80	80	80
利润总额	12885	16109	19233	23346	28730
所得税	642	1530	1419	1821	2334
少数股东损益	1291	1213	1603	1894	2323
归属于母公司净利润	10953	13366	16211	19630	24073

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	39%	8%	16%	20%	21%
营业利润	37%	15%	26%	19%	21%
归母净利润	30%	20%	22%	21%	21%
获利能力					
毛利率	12.2%	11.6%	10.4%	10.5%	10.6%
净利率	4.3%	4.7%	5.0%	5.0%	5.0%
ROE	20.2%	19.5%	19.3%	23.1%	22.4%
ROIC	13.4%	11.9%	9.6%	14.0%	15.2%
偿债能力					
资产负债率	60.4%	56.6%	62.2%	61.5%	58.6%
净负债比率	17.1%	21.9%	25.6%	19.1%	14.3%
流动比率	1.2	1.3	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.7	0.9	0.9	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.6	1.5	1.4	1.4	1.6
存货周转率	6.5	6.1	7.8	8.3	8.3
应收账款周转率	7.3	9.1	9.5	8.9	8.9
应付账款周转率	3.9	4.2	4.3	4.0	4.0
每股资料(元)					
EPS	1.29	1.53	1.85	2.24	2.71
每股经营净现金	1.79	3.86	3.75	2.72	3.13
每股净资产	6.39	7.88	9.58	9.71	12.09
每股股利	1.11	0.30	2.11	0.34	0.41
估值比率					
PE	24.9	20.9	17.4	14.3	11.8
PB	5.0	4.1	3.3	3.3	2.7
EV/EBITDA	13.1	11.0	9.7	8.0	7.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。