



公司评级 买入（维持）

报告日期 2025年09月08日

### 基础数据

09月05日收盘价（元）	47.20
总市值（亿元）	3,422.95
总股本（亿股）	72.52

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

### 相关研究

【兴证电子】立讯精密 2024 年报&2025 年一季报点评：25H1 业绩指引彰显信心，三大核心业务板块协同发展注入成长性-2025.04.28

### 分析师：姚康

S0190520080007  
yaokang@xyzq.com.cn

### 分析师：王恬恬

S0190524040002  
wangtiantian22@xyzq.com.cn

## 立讯精密(002475.SZ)

# 消费电子龙头受益 AI 浪潮，通讯、汽车打造多级增长曲线

### 投资要点：

- **消费电子龙头，内生增长+外延并购拓宽业务领域。**公司历经 20 多年的发展成长为消费电子龙头，并通过内生增长和外延并购，逐渐形成消费电子、通讯和汽车三轮驱动的产业布局，能够全方位提供从核心零部件、模组到系统组装的一体化智能制造解决方案。公司股权结构稳定，历年来实施多次股权激励绑定核心员工，业绩多年来实现稳健增长，随着 AI 端侧、AI 算力和汽车电子的蓬勃发展，公司有望迎来新一轮快速成长。
- **苹果加速打造端侧 AI 产品序列，深度绑定大客户受益 AI 浪潮。**今年以来，苹果持续加大 AI 投入，模型能力不断提升，AI 进入下半场后，生态卡位的重要性凸显，给予苹果在 AI 中弯道超车的机会。硬件层面，苹果未来 2-3 年围绕 iPhone、可穿戴、智能家居将打造非常丰富的产品序列，将成为苹果端侧 AI 生态的重要构成。公司多年以来深度绑定大客户，产品覆盖范围不断扩大，目前产品和业务已经综合覆盖“零组件-模组-系统组装”，未来也将深度参与大客户端侧 AI 的各类新品，收购闻泰后也将进一步开拓安卓系市场空间，提升市场竞争力。
- **AI 算力需求爆发，高速互联业务高速增长。**AI 推理需求爆发，成为了算力的主要驱动力，同时 ASIC 网络部署加速，带动服务器、交换机需求激增。四家北美 CSP 云厂 2025Q2 的 capex 再创新高，对未来投入的指引也有上修，印证了算力需求的持续性。随着算力集群规模的不断扩大，NVIDIA、AWS 等厂商均采用机柜方案，对高速互联的要求也在不断提升，充分打开高速铜缆和光模块的市场空间。公司深耕高速互联领域，在电连接、光连接、散热和电源领域均有深入布局，多个产品已成功进入全球各大客户的供应链体系，未来随着算力集群规模的持续扩大，公司通讯业务的成长空间广阔。
- **并购百年历史 Leoni，汽车电子市场空间广阔。**汽车逐渐向“超级移动智能终端”发展，国内新势力推出重磅辅助驾驶方案，带动汽车电子 ASP 提升。辅助驾驶系统的高速发展推动高速高频连接器的需求增加，且这一市场目前主要被国外企业主导，国产替代空间较大。公司在线束、连接器、智能控制和动力系统方面不断提升竞争力，其中汽车线束是立讯汽车领域最成熟的产品类别，占据了汽车业务 60%的份额，在 2024 年新增的 45 亿元销售额中，线束产品贡献了 27 亿元，是行业内增长最为迅猛的一家。公司去年启动 Leoni 的并购，瞄准汽车线束和连接器领域，今年 7 月并购已完成，后续将充分发挥协同效应，市场份额有望不断提升。
- **盈利预测与估值：**苹果 AI 端侧进展加速，公司作为消费电子龙头，有望充分受益 AI 浪潮，打开消费电子成长空间。同时，公司积极拓展通讯、汽车业务，打造第二、第三增长曲线。我们调整此前的盈利预测，预计公司 2025-2027 年利润分别为 166.73/207.90/253.24 亿元，对应当前股价（2025 年 9 月 5 日收盘价）PE 为 20.5、16.5 和 13.5 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**消费电子需求低迷，大客户业务拓展不及预期，行业竞争加剧

### 主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	268795	355399	423045	480570
同比增长	15.9%	32.2%	19.0%	13.6%
归母净利润（百万元）	13366	16673	20790	25324
同比增长	22.0%	24.7%	24.7%	21.8%
毛利率	10.4%	10.2%	11.0%	11.2%
ROE	19.3%	19.6%	20.1%	20.1%
每股收益（元）	1.84	2.30	2.87	3.49
市盈率	25.6	20.5	16.5	13.5

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

## 目录

一、 消费电子龙头，内生增长+外延并购拓宽业务领域.....	4
（一） 消费电子龙头辐射通讯、汽车板块，业务版图不断扩展 .....	4
（二） 股权结构集中，股权激励绑定核心员工 .....	5
（三） 业绩多年稳健增长，通讯、汽车收入占比提升 .....	7
二、 苹果加速打造端侧 AI 产品序列，深度绑定大客户受益 AI 浪潮 .....	8
（一） 苹果持续加大 AI 投入，打造丰富端侧 AI 产品序列 .....	8
（二） 深度绑定北美大客户，并购闻泰增强市场竞争力 .....	14
三、 AI 算力需求爆发，高速互联业务高速增长 .....	17
（一） 推理驱动光模块、电连接需求爆发 .....	17
（二） 深耕高速互联领域，产品、客户不断拓展 .....	20
四、 并购百年历史 Leoni，汽车电子市场空间广阔 .....	24
（一） 汽车智能化持续渗透，汽车业务增长势头强劲 .....	24
（二） 收购百年历史 Leoni，协同共进打开成长空间 .....	28
五、 盈利预测与估值 .....	30
六、 风险提示 .....	31

## 图目录

图 1、 立讯精密发展历程 .....	4
图 2、 公司产品结构 .....	5
图 3、 公司国内外收入占比 .....	5
图 4、 公司产品布局完善 .....	5
图 5、 立讯精密股权结构（截至 2025 中报） .....	6
图 6、 公司营业收入及同比情况 .....	7
图 7、 公司归母净利润及同比情况 .....	7
图 8、 公司盈利能力情况 .....	8
图 9、 公司毛利率分业务情况 .....	8
图 10、 苹果季度研发费用持续增长 .....	8
图 11、 苹果季度 capex 持续增长 .....	8
图 12、 苹果计划未来四年内在美国投资超过 5000 亿美元（2025 年规划） .....	9
图 13、 台积电 3nm 制程的不同版本 .....	9
图 14、 AFM 设备端模型与外部模型在代表性基准测试上的对比 .....	10
图 15、 AFM 服务器模型与外部模型在代表性基准测试上的对比 .....	10
图 16、 苹果基础模型在文本上的人类评估 .....	11
图 17、 苹果预计推出折叠机 .....	12
图 18、 苹果 2027 有望推出真正意义的全面屏手机 .....	12
图 19、 苹果家居摄像头相关专利 .....	13
图 20、 苹果桌面机器人产品概念图 .....	13
图 21、 苹果 Vision Pro2 未来示意图 .....	13
图 22、 苹果眼镜概念图 .....	13
图 23、 立铠精密收入及增速情况 .....	15
图 24、 立铠精密净利润及增速情况 .....	15
图 25、 立臻股权结构图（截至 2025 中报） .....	16

图 26、	iPhone15 系列组装份额分配 (2023 年)	16
图 27、	立讯 2022 年占据全球智能手表外包出货的 21%	16
图 28、	收购前标的资产架构示意图	17
图 29、	预计 2028 年数据中心 Capex 支出将超 1000B 美元	18
图 30、	Marvell 将 2028 年 ASIC 规模上修至 554 亿美金	18
图 31、	百万数量 XPU 的集群很快就会出现	18
图 32、	海外科技龙头季度资本支出(左轴百万美元, 右轴 YoY)	19
图 33、	英伟达 GB200 NVL72 架构采用大量铜连接	19
图 34、	一个 compute tray 上有 2 颗 T2 芯片	20
图 35、	AWS 采用机柜方案	20
图 36、	预计 2029 年全球高速线缆市场规模达 67 亿美元	21
图 37、	公司部分电连接产品示意	21
图 38、	预计 2025Q2 光模块市场将主要由 800G 模块拉动增长	22
图 39、	公司部分光连接产品示意	22
图 40、	中国液冷服务器市场规模预测 (2025 年及以后为预测数据)	23
图 41、	立讯部分热管理产品展示	23
图 42、	全球服务器电源市场规模预测 (右轴为同比增速)	24
图 43、	立讯电源管理产品	24
图 44、	汽车向智能终端演进的过程中汽车电子价值量持续提升	25
图 45、	我国辅助驾驶 L2 及以上渗透率持续提升	25
图 46、	新能源汽车连接器及线束应用	26
图 47、	汽车线束平均单车价值 (元) (2024 年统计)	27
图 48、	不同辅助驾驶等级高速连接器单车价值量 (2024 年统计)	27
图 49、	公司汽车业务快速增长	28
图 50、	公司收购 Leoni 后的股权交割示意图	29
图 51、	Leoni AG 主要财务情况 (万/欧元)	29
图 52、	Leoni K 主要财务情况 (万/欧元)	29

## 表目录

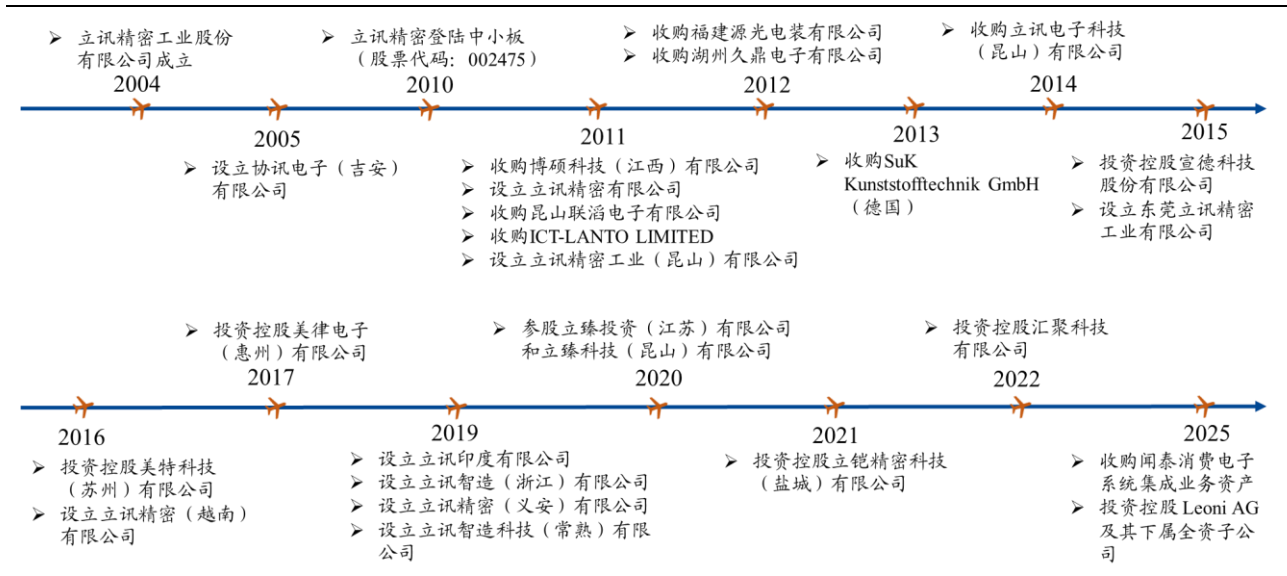
表 1、	公司部分控股或参控股公司	6
表 2、	2025 年股权激励计划	7
表 3、	苹果拟推出 AI 硬件产品列表	14
表 4、	立讯切入大客户产品时间线 (不完全统计)	14
表 5、	公司汽车业务产品线	27
表 6、	公司收入分拆	31

## 一、消费电子龙头，内生增长+外延并购拓宽业务领域

### （一）消费电子龙头辐射通讯、汽车板块，业务版图不断扩展

立讯精密成立于 2004 年，于 2010 年上市，公司最早从电脑连接器起家，后通过内生增长和外延并购，形成了消费电子、通讯和汽车三轮驱动的产业布局，能够全方位提供从核心零部件、模组到系统组装的一体化智能制造解决方案。

图1、立讯精密发展历程



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

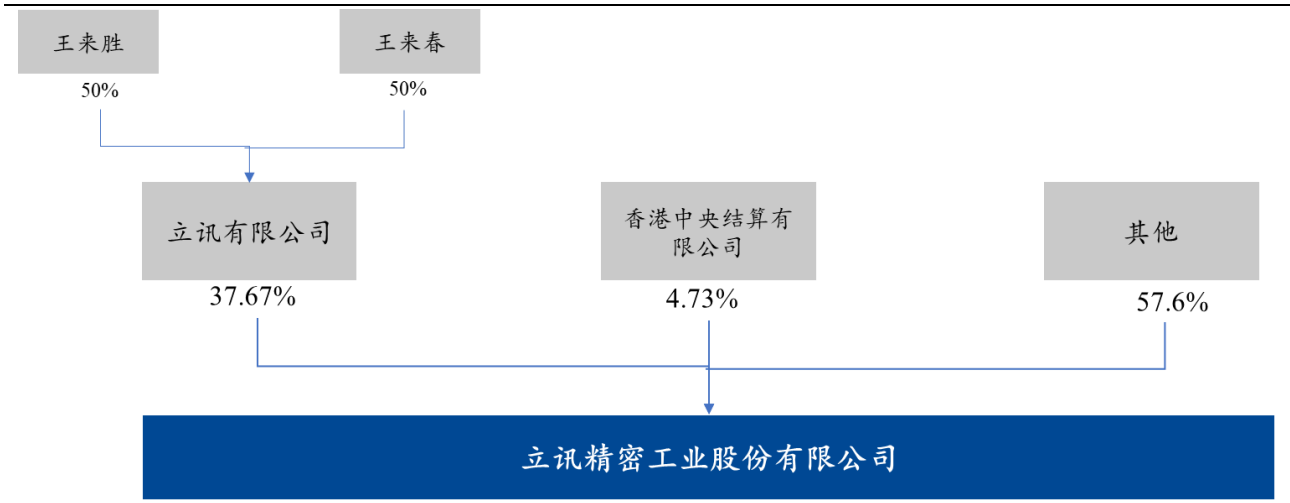
经过 20 余年的发展，公司持续推动产品创新、技术突破和工艺制程优化，以“摆渡人”的角色不断为客户创造价值，目前产品涵盖从消费电子领域的智能手机、智能可穿戴设备、混合虚拟现实设备、声学模组、无线充电模组、LCP 天线、震动马达、VCM 等，到汽车领域的线束、连接器、智能座舱、辅助驾驶等，再到企业通讯领域的高速互联、光模块、散热模块、电源、基站天线、基站滤波器等，业务版图非常完善。

从收入结构来看，公司 2025H1 收入中消费电子、通讯、汽车业务分别占比 78.55%、8.91%和 6.96%，且随着公司通讯和汽车业务的快速发展，近年来公司消费电子业务的收入占比不断降低。从海内外收入占比而言，公司收入以出口为主，海外收入基本都在 85%以上。



股权比例。同时，王来春担任立讯精密董事长和总经理的职位，王来胜担任公司副董事长的职位。

**图5、立讯精密股权结构（截至 2025 中报）**



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

根据公司 2024 年报，公司目前有 176 家控股或参股子公司，涉及业务领域广泛，下游包括手机、PC、声学、线束等。公司业务布局不断扩展，持续收购拓展业务边界，助推公司未来发展，其中，博硕科技主营产品为线束，昆山联滔主做电脑连接器相关，立铠精密业务主要为 top module 和系统级产品的组装。

**表1、公司部分控股或参控股公司**

子公司名称	持股比例	主营业务领域
立铠精密	49.75%	生产及销售应用于电脑、通讯、消费性电子等 3C 产品金属机构件
昆山联滔	100%	电脑周边设备、连接线、连接器
深圳立讯电声科技有限公司	100%	音响器材、连接线、连接器、电子产品零部件、塑胶五金制品、模具、天线的研发与销售
博硕科技(江西)有限公司	100%	设计、生产、销售各类电线电缆、塑胶抽粒、塑胶五金制品、精密模具、数码电子、电子资讯产品系统装配、高/低频资料传输连接线等
立讯精密工业(昆山)有限公司	100%	生产、加工、销售连接线、连接器、电脑周边设备、塑胶五金制品、电子组件、电子产品、汽车配件、模具

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

多次股权激励，绑定核心员工。公司历史上曾多次实施股权激励计划，深度绑定管理层和核心技术人员。2025 年度，公司再次实施股权激励，向 3126 名管理人员、核心骨干等授予 1.77 亿份的股票期权。公司于 2018、2019、2021、2022 年均实行了股权激励计划，股权激励实现程度高，且多个年度股权激励计划业绩考核要求目标超额完成。

表2、2025 年股权激励计划

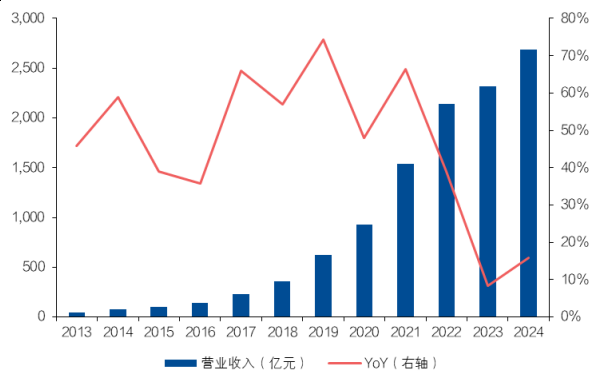
行权期	对应考核年度	业绩考核目标
第一个行权期	2025	营业收入不低于 2,900 亿元
第二个行权期	2026	营业收入不低于 3,200 亿元
第三个行权期	2027	营业收入不低于 3,500 亿元
第四个行权期	2028	营业收入不低于 3,800 亿元
第五个行权期	2029	营业收入不低于 4,100 亿元

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

### （三）业绩多年稳健增长，通讯、汽车收入占比提升

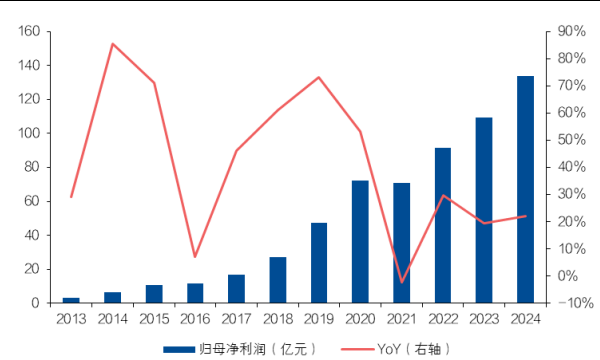
内生增长+外延并购拓宽业务领域，公司营收和归母净利润快速增长。公司自 2010 年上市后，营收增速较快，2013 年公司营收为 45.92 亿元，2024 年破 2500 亿元，营收为 2687.95 亿元，同比 +15.91%，2013-2024 年复合增速 CAGR11=44.77%。2013 年，公司归母净利润为 3.40 亿元，2024 年为 133.66 亿元，同比+22.03%，CAGR11=39.62%，公司连续多年业绩高增长。

图6、公司营业收入及同比情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、公司归母净利润及同比情况

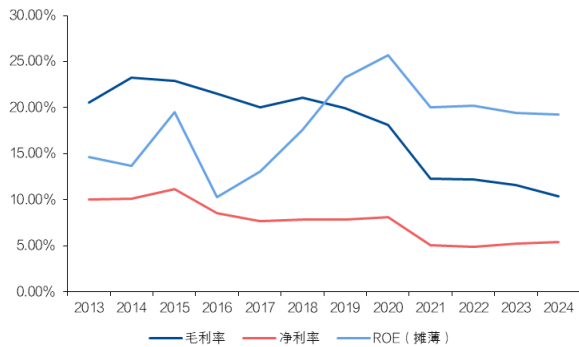


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

利润率方面，毛利率近年来因业务结构调整有所下滑，ROE 增长态势较良好。2016 年开始，公司毛利率和净利率呈现下滑趋势，主要系公司业务结构发生调整，低毛利率的模组和系统组装业务占比开始提高，但公司 ROE 整体表现良好，2024 年公司 ROE 为 19.28%。

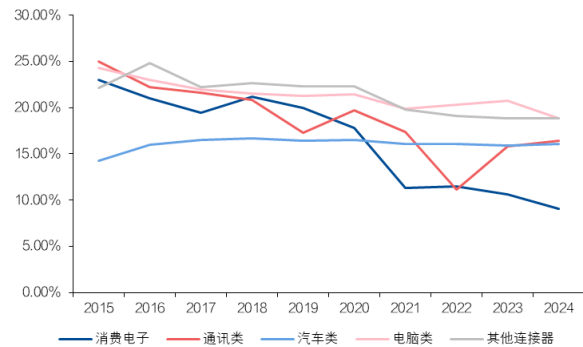
分业务看，公司消费电子毛利率有一定下滑，其他业务毛利率基本维稳。消费电子业务毛利率近年来有所下滑主要因公司逐步切入到整机组装端，而整机组装业务因其材料成本占比高故毛利率较低，电脑类产品毛利率基本维持在 20%左右，汽车业务毛利率稳定在 16%上下。

图8、公司盈利能力情况



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图9、公司毛利率分业务情况



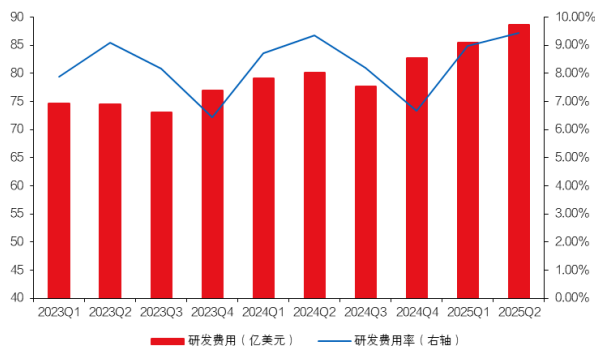
数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 二、苹果加速打造端侧 AI 产品序列，深度绑定大客户受益 AI 浪潮

### (一) 苹果持续加大 AI 投入，打造丰富端侧 AI 产品序列

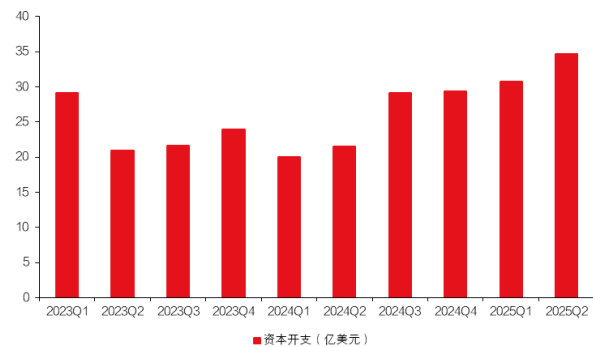
公司在《被低估的苹果 AI》一文中有所阐述,自去年 WWDC 大会上苹果推出 Apple Intelligence 后,近年来公司在持续加大研发投入和资本支出,并且资源向 AI 倾斜(砍掉一些产品线)。苹果近一个财季年化研发费用超过 300 亿美元,资本支出超过 130 亿美元,在业绩会上明确表示,公司在 AI 领域的投资正在显著增加,同时将更多员工重新分配到 AI 功能的开发中。

图10、苹果季度研发费用持续增长



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图11、苹果季度 capex 持续增长



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

关于资本支出,苹果主要采取混合策略,自建资产和第三方合作并行。过去苹果主要租用亚马逊和谷歌的云服务,年支出大几十亿美元。为了加速 AI 建设,今年 2 月 24 日,苹果宣布了一项重大计划,计划未来四年内在美国投资超过 5000 亿美元,预计将新增约 2 万个就业岗位和 24 家工厂,其中一项则是在得克萨斯州休斯顿建立一座 25 万平方英尺的人工智能(AI)服务器工厂,该工厂计划于 2026 年投产,主要用于生产支持苹果智能助手 Apple Intelligence 的服务器,将应用于 iPhone、iPad 和 Mac 电脑。除了新建工厂外,苹果还计划在全美范围内新增约 2

万个工作岗位，主要集中在研发、芯片工程、软件开发以及人工智能和机器学习等领域，以加速 AI 建设进程。近期，苹果又追加了 1000 亿美元投资。

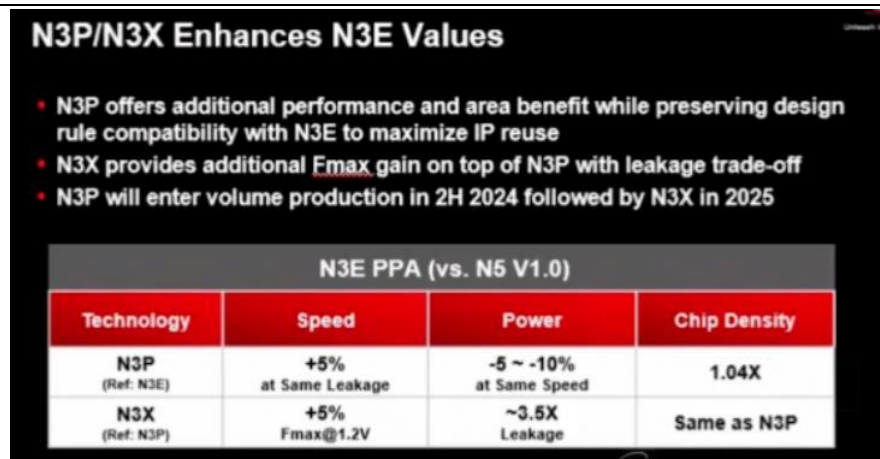
图12、苹果计划未来四年内在美国投资超过 5000 亿美元（2025 年规划）



数据来源：CSDN，兴业证券经济与金融研究院整理

一方面，苹果购买英伟达的 GPU 芯片，与服务器制造商戴尔、超微电脑合作，共同打造支持生成式 AI 应用的大型服务器集群。另一方面，苹果持续加速推进自研 AI 芯片战略，包括将 M 系列电脑芯片通过 Chiplet 形式封装成一颗高性能的 AI 服务器芯片，并且持续加大和 ASIC 芯片龙头博通合作开发。据 The Information 报道，苹果正与半导体巨头博通合作开发代号为"Baltra"的专用 AI 芯片。该芯片将采用台积电先进的 3nm N3P 制程工艺，据了解，Baltra 芯片量产有望加速至 2026 年下半年，也标志着苹果过去较为谨慎的资本支出计划逐渐转变。

图13、台积电 3nm 制程的不同版本



数据来源：trendforce、tsmc，兴业证券经济与金融研究院整理

模型能力方面，苹果内部采取赛马机制，自研大模型和外接大模型同步进行，外接大模型包括 Gemini、ChatGPT、Claude 等。自研大模型也取得了持续的进展，苹果公司今年 7 月正式发布了《Apple Intelligence Foundation Language Models Tech Report 2025》技术报告，这是继去年首次公开其 AI 基础模型技术细节后的重要更新。性能评估的结果显示，在 MMLU 等标准测试中，苹果的端上模型表现优于或持平于 Qwen-2.5-3B、Gemma-3-4B 等同规模的开源模型。

**图14、AFM 设备端模型与外部模型在代表性基准测试上的对比**

Model	MMLU	MMMLU	MGSM
AFM On-Device	67.85	60.60	74.91
Qwen-2.5-3B	66.37	56.53	64.80
Qwen-3-4B	75.10	66.52	82.97
Gemma-3-4B	62.81	56.71	74.74
Gemma-3n-E4B	57.84	50.93	77.77

数据来源：《Apple Intelligence Foundation Language Models Tech Report 2025》，兴业证券经济与金融研究院整理

服务器模型则在与 LLaMA 4 Scout 的对比中表现接近，但与 Qwen-3-235B 和 GPT-4o 等更大规模的模型相比仍有差距。从表格中粗略估计，落后领先模型 1 年左右，落后阿里半年左右。

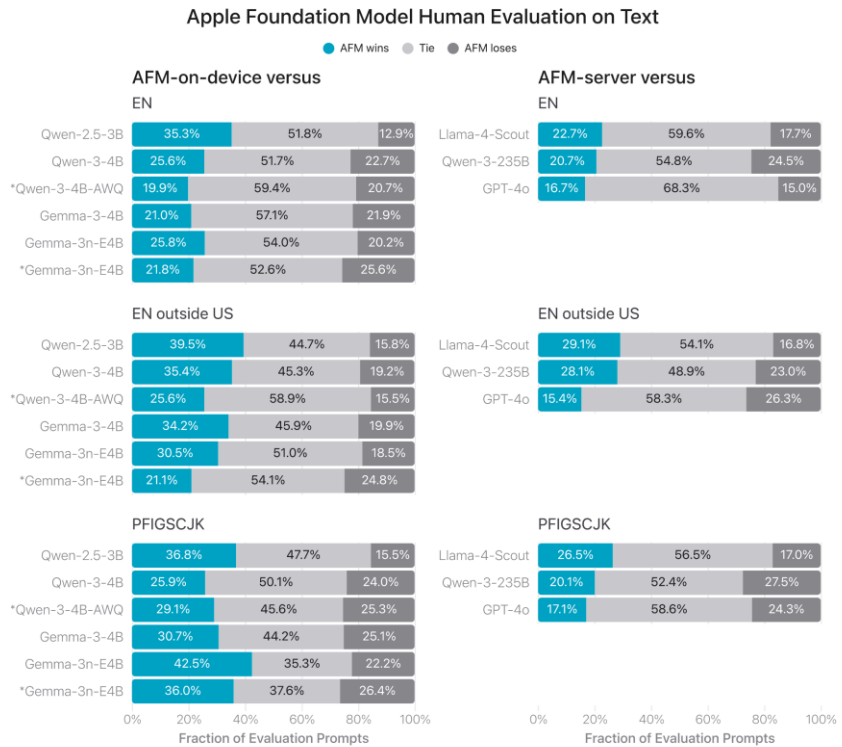
**图15、AFM 服务器模型与外部模型在代表性基准测试上的对比**

Model	MMLU	MMMLU	MGSM
AFM Server	80.20	74.60	87.09
LLaMA 4 Scout	84.88	80.24	90.34
Qwen-3-235B	87.52	82.95	92.00
GPT-4o	85.70	84.00	90.30

数据来源：《Apple Intelligence Foundation Language Models Tech Report 2025》，兴业证券经济与金融研究院整理

在与人类评分员进行的并排比较中，苹果模型在多个语言区域和任务中的表现都较为突出。

图16、苹果基础模型在文本上的人类评估



数据来源：《Apple Intelligence Foundation Language Models Tech Report 2025》，兴业证券经济与金融研究院整理

**大模型飞速发展推动端侧 AI 硬件创新浪潮来袭。**随着 AI 技术加速向终端设备渗透，全球科技巨头纷纷布局新型硬件创新，推动端侧 AI 产品进入爆发式增长阶段。从苹果 Vision Pro 的空间计算设备到 Meta 的 AI/AR 智能眼镜，再到字节跳动推出的 Ola Friend 类 AI 耳机，各类创新产品层出不穷，正在重塑人机交互方式。AI 从“云端赋能”向“终端自主”转变，为消费电子、智能家居等硬件领域带来全新可能性。

**苹果有望引领端侧 AI 硬件创新新潮流。**作为全球消费电子行业的标杆企业，苹果一直在消费电子领域引领新潮流，从开创智能手机新纪元的 iPhone，到重新定义无线音频体验的 AirPods，其产品创新持续为消费者带来革命性体验。随着 AI 落地端侧，苹果正通过深化智能硬件战略布局，积极构建多形态、多场景的 AI 硬件生态体系。未来几年内有望推出多形态多类型 AI 硬件产品，以此进一步稳固其在智能硬件厂商龙头地位。

1) iPhone: 作为苹果产品矩阵的核心支柱，iPhone 系列始终承载着科技创新的时代使命。根据 9to5mac 预测，苹果计划于今年 9 月发布 iPhone 17 Air 机型，该产品将取代传统 Plus 系列，以极致轻薄设计作为主要卖点，有望成为品牌历史上最薄的智能手机产品。这一战略调整不仅是满足市场需求，更是为 2026 年即将推出的折叠屏机型进行技术储备与市场铺垫。另据安兔兔援引的

彭博社报道，在 2027 年 iPhone 问世二十周年之际，苹果或将推出具有里程碑意义的纪念机型，其设计将突破现有技术边界，采用弧形玻璃边缘工艺、超窄边框结构以及完全无开孔的真正全面屏方案，有望实现真正意义上的全面屏手机。

图17、苹果预计推出折叠机



数据来源：AppleInsider，Netskao，兴业证券经济与金融研究院整理

图18、苹果 2027 有望推出真正意义上的全面屏手机

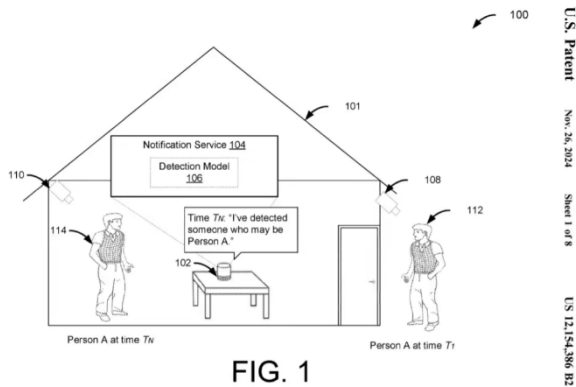


数据来源：安兔兔，兴业证券经济与金融研究院整理

2) 智能家居：作为消费电子领域的全球领导者，苹果公司在智能家居市场的战略布局正持续深化。据 tomguide 披露，苹果计划推出一款深度整合其生态系统的小型智能摄像头产品，该设备将搭载 Siri 智能语音助手，并运用人工智能技术实现智能通知推送及面部识别等核心功能，此举标志着苹果正式进军家庭安防市场。目前苹果已申请相关家居摄像头专利，将安全摄像头将深度整合 Apple Intelligence 技能，能够基于身体特征进行用户识别，包括衣着、步态、体型等，即使在面部图像不清晰的情况下也能准确识别身份。

此外，tomguide 报道指出，苹果正在研发一款创新型桌面机器人产品，其设计理念或将 iPad 与可移动机械臂相结合，实现更灵活的人机交互体验。通过这一系列智能家居产品的战略布局，苹果正加速推进人工智能技术在终端设备端的深度应用，这不仅将强化其在智能家居领域的市场竞争力，更有望推动整个行业进入 AI 端侧新发展阶段。

图19、苹果家居摄像头相关专利



数据来源：9to5Mac，全是技能公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图20、苹果桌面机器人产品概念图



数据来源：机器人大讲堂，兴业证券经济与金融研究院整理

3) 可穿戴产品: 苹果在可穿戴设备领域的战略布局正持续深化, 产品矩阵日趋完善。从 AirPods 到 Vision Pro, 苹果通过持续的技术创新不断拓展产品边界。据 macrumors 援引的彭博社新闻报道, 苹果正在加速 AI 眼镜布局, 研发新一代智能眼镜产品, 计划于 2027 年正式推出, 该产品将突破现有 Vision Pro 的技术局限, 进一步强化公司在 AI 终端设备领域的影响力, 苹果相关专利显示, 苹果 AI 眼镜或采用三重显示系统, 低分辨率副屏预览信息, 高分辨率主屏沉浸交互, 有望实现健康监测、情绪可视化、精准寻物等功能。在最新发布 iOS 26 系统(测试版)中, 苹果为 AirPods 新增了 Camera Remote 功能, 这预示着搭载摄像头的创新版 AirPods 或将面世。在 MR 方面, 虽然第一代 Vision Pro 因重量、价格及续航等方面的局限, 市场表现未达预期, 据 macrumors 援引的彭博社新闻报道, 苹果正在积极推进产品迭代, 新一代改进版产品有望在重量优化、性能提升及用户体验等方面实现显著突破。相关产品创新及迭代也体现了苹果作为消费电子龙头在端侧方面的前瞻性和深远布局。

图21、苹果 Vision Pro2 未来示意图



数据来源：科技次元，兴业证券经济与金融研究院整理

图22、苹果眼镜概念图



数据来源：三次方 AIRX, Matt Talks Tech, 兴业证券经济与金融研究院整理

表3、苹果拟推出 AI 硬件产品列表

苹果 AI 硬件布局	预计推出时间	相关产品
手机	2025 年	超薄款手机
	2026 年	折叠屏手机
	2027 年	真正意义上全面屏手机
智能家居	2026 年	智能家居摄像头
	2027 年	桌面机器人
	2026 年	Vision Pro 迭代产品
可穿戴设备	2027 年	智能眼镜
	2026/2027 年	带摄像头的 AirPods

数据来源：macrumors、彭博社、科技 basic、tomsguide、全是技能公众号、机器人大讲堂、9to5mac、彭博社、安兔兔、科技氪，兴业证券经济与金融研究院整理

## （二）深度绑定北美大客户，并购闻泰增强市场竞争力

公司坚持“老客户、新产品，老产品、新客户”的拓展思路，不断加深与大客户合作关系。立讯自 2011 年起，逐渐切入北美大客户产业链，首先切入平板和笔电的内部连接线，2013 年成功供应手机、平板、笔电的电源线，2017 年切入声学领域，而后又做到大客户耳机组装，2020 年起，开始承接大客户手机组装和手表组装订单。公司深度绑定大客户，各产品系列均有涉猎，目前公司兼具光、声、电、磁、热、射频等综合能力，助力公司未来持续拿到新料号和新的整机产品。

表4、立讯切入大客户产品时间线（不完全统计）

单品	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
MR													MR 组装	MR 组装
iPhone												iPhone Bottom Module	iPhone Bottom Module	iPhone Bottom Module
												iPhone Top Module	iPhone Top Module	iPhone Top Module
												Sip	Sip	Sip
												iPhone 组装	iPhone 组装	iPhone 组装
												无线充电接收端	无线充电接收端	无线充电接收端
												LCP 天线模组	LCP 天线模组	LCP 天线模组
												马达模组	马达模组	马达模组
Airpods														
Apple Watch														
iPad														
Macbook														

数据来源：射频美学，36 氪、《巴伦周刊》中文版，每日财报，潮商 plus，芯通社，证券时报，兴业证券经济与金融研究院整理

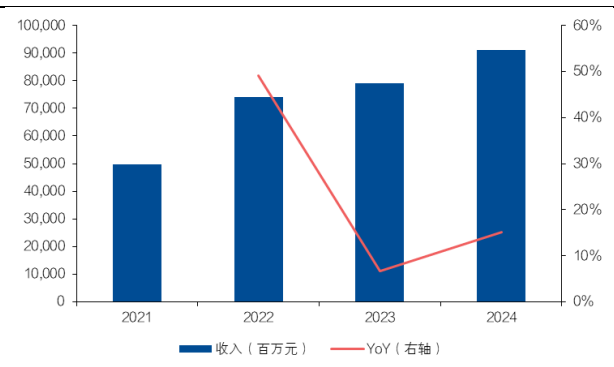
公司通过多次收购子公司拓展多元化业务布局，产品覆盖范围不断扩大，目前产品和业务已经综合覆盖“零组件-模组-系统组装”，垂直一体化优势下竞争力不断提升。

➤ 零组件及模组

收购日铠电脑强化自身精密制造能力，并切入大客户结构件业务。日铠电脑是和硕铠胜旗下生产机壳结构件的厂家，铠胜曾是大客户笔电机壳前五大供应商，在一体化成型、冲压等工艺方面积累较深厚，是世界知名品牌精密结构件制造商。2021年，立讯收购日铠电脑 50.01%的股权（后改名为立铠精密），强化了自身精密制造能力和 top module 能力。

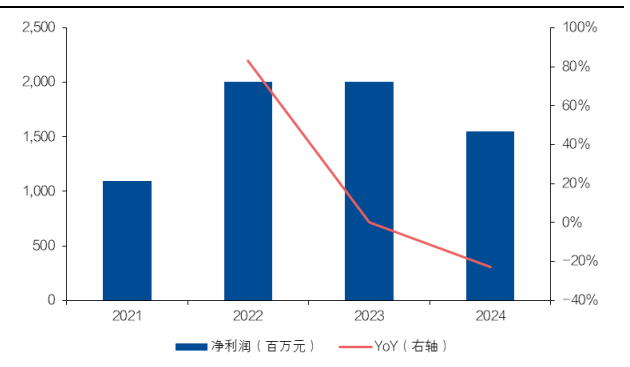
立铠精密营收主要来源为显示触控模组（top module）业务和金属结构件业务，立讯收购后立铠也成功拿到了 bottom module 订单，后续有望持续导入其他高单价产品。2024年立铠净利润有所下滑主要因为立铠在智能头显产品和开拓新市场新客户前期吸收了较大的成本费用的损失。后续立铠将在大客户稳定量产的产品线保持相对稳健的规模，并突破其他客户的消费电子产品，同时在大客户未来的XR产品上有所发力。

图23、立铠精密收入及增速情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图24、立铠精密净利润及增速情况

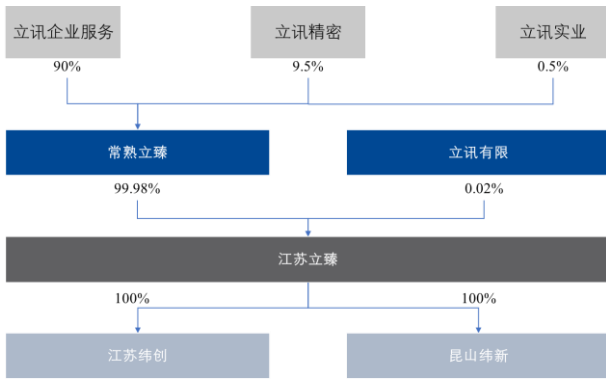


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ 整机组装

公司 2020 年通过江苏立臻收购江苏纬创和昆山纬新 100%的股权，正式切入大客户组装业务。立讯精密直接持股 9.5%，认列立臻投资收益。起初立臻组装机型多为北美大客户手机的基本款（即低端机型），2023年，公司在 iPhone15 系列的组装份额已有大幅提升，成功切入 iPhone15、iPhone15 plus 和 iPhone15 pro max 三款机型的组装，证明公司与客户的粘性日益加深。

图25、立臻股权结构图（截至 2025 中报）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图26、iPhone15 系列组装份额分配（2023 年）

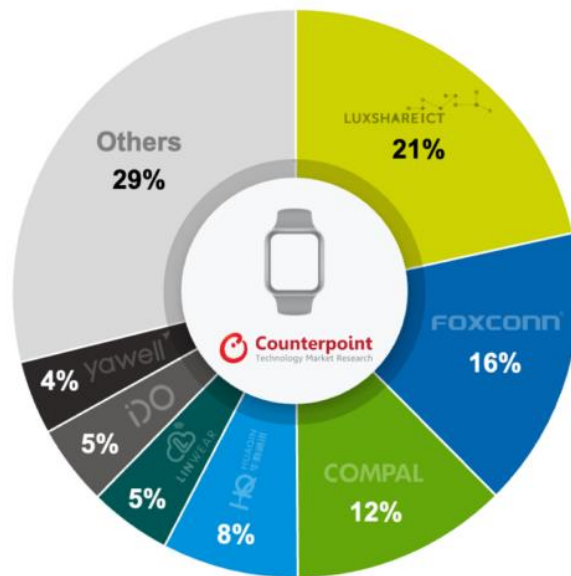


数据来源：phoneare, Trendforce, 兴业证券经济与金融研究院整理

除大客户手机业务外，公司还深度参与 airpods、Apple watch 的生产组装。2016 年通过收购苏州美特切入声学业务，现已在 airpods 供应链中占据重要份额；Apple watch 零组件和整机组装方面，立讯也是大客户的主要合作商，在 2022 年下半年的 Apple watch 供应中承接了约 40% 的订单，同时公司也是 Apple Watch Ultra 版本的独供。

图27、立讯 2022 年占据全球智能手表外包出货的 21%

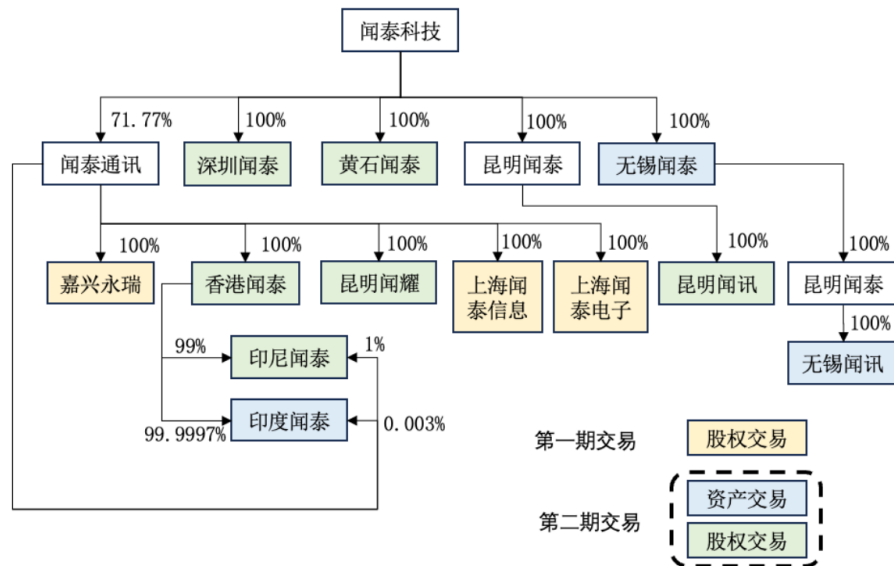
Global Smartwatch Outsourced Manufacturing Shipments Share, 2022



数据来源：艾邦智造资讯，counterpoint, 兴业证券经济与金融研究院整理

在安卓业务方面，公司 2025 年收购闻泰科技 ODM 业务，以在存量市场中开拓新的发展空间。闻泰科技 ODM 业务涵盖安卓系手机、平板及 PC 等多品类，过去因行业竞争激烈，利润边际不断被压缩。立讯收购闻泰后，将充分发挥自身在协同管理方面的丰富经验与显著优势，助力其优化供应链、研发与制造之间的协同流程，提升整体运营效率，进而实现盈利水平的显著提升。对于收购闻泰的 ODM 业务，公司明确制定了发展目标：力争在今年交割后实现损益平衡；两年内，推动业务达到行业内优秀水平；三年内，使其达到公司平均水准。同时，公司将拓展新业务，把握终端 AI 领域的 ODM 业务发展机遇，突破传统存量业务的局限，坚定不移地推进目标落地。

图28、收购前标的资产架构示意图



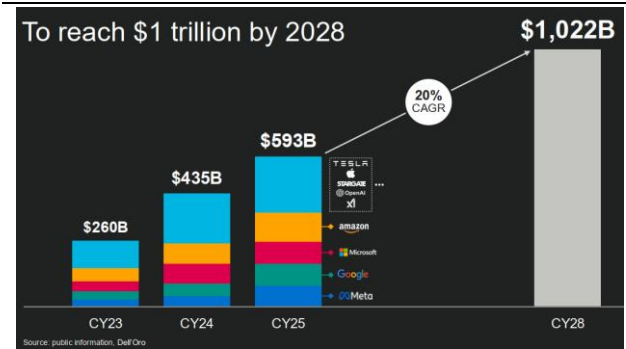
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 三、AI 算力需求爆发，高速互联业务高速增长

#### （一）推理驱动光模块、电连接需求爆发

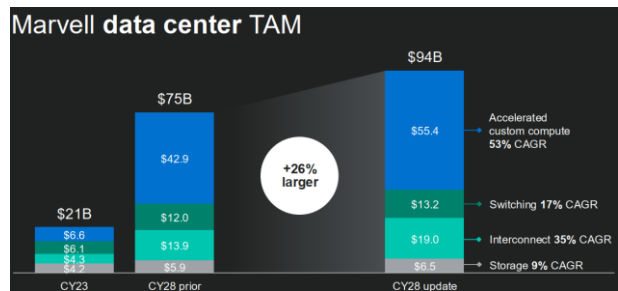
当前时点推理需求爆发，成为了算力的主要驱动力，同时 ASIC 网络部署加速，推理带动交换机需求激增。Marvell 在 AI Days 会议上上调了数据中心规模，预期 CSP 厂商的 Capex 支出有望在 2028 年超 1 万亿美元，预计 2025-2028 复合增速为 20%。针对 ASIC 市场而言，Marvell 将 2028 年的 ASIC 规模预期从去年的 429 亿美元上调至 554 亿美元，上调幅度达 29%，体现了当前推理侧的强劲需求。

图29、预计 2028 年数据中心 Capex 支出将超 1000B 美元



数据来源：Marvell，兴业证券经济与金融研究院整理

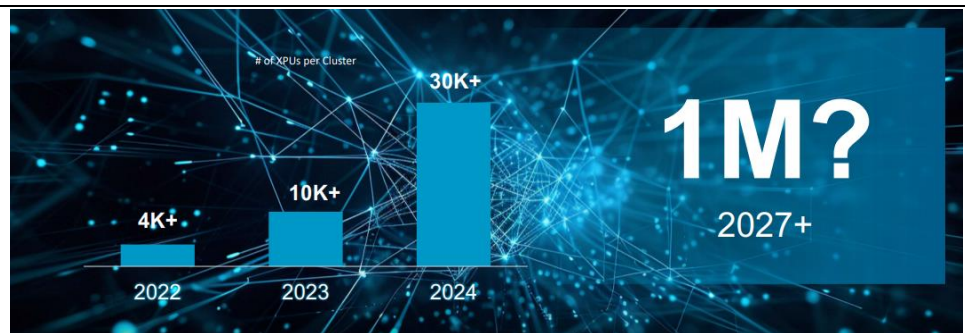
图30、Marvell 将 2028 年 ASIC 规模上修至 554 亿美金



数据来源：Marvell，兴业证券经济与金融研究院整理

前期的业绩会上，博通也对未来 ASIC 的规模给出过乐观预期，预计 2027 年 3 家客户的 ASIC+网络产生的需求达到 600-900 亿美元。另外博通还在与另 4 家客户深度合作，有机会在未来几年内产生巨大的收入贡献。

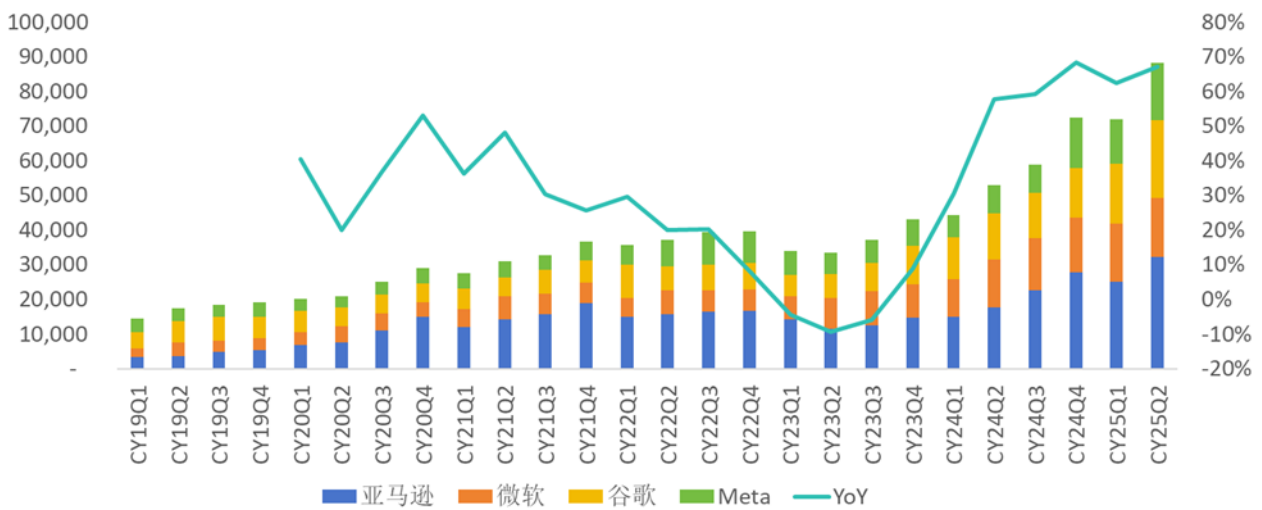
图31、百万数量 XPU 的集群很快就会出现



数据来源：AVGO，兴业证券经济与金融研究院整理

从四家 CSP 云厂的最新业绩会来看，25Q2 的 capex 再创新高，且对未来投入的指引也有上修：谷歌预计 2025 年的资本支出将达到约 850 亿美元，高于之前估计的 750 亿美元；Meta 预计 2025 年的资本支出(包括融资租赁的本金支付)将在 660 亿美元至 720 亿美元之间，下限高于之前预测的 640 亿美元至 720 亿美元，目前预计 2026 年资本支出仍将保持同样显著的增长；亚马逊认为 Q2 的资本开支可以合理代表 25 年下半年季度的资本开支水平，则预计全年资本开支有望达到 1100-1200 亿美金（高于先前 1000 亿美金预期-24 年 12 月 AWS 大会讲话）。

图32、海外科技龙头季度资本支出(左轴百万美元，右轴 YoY)

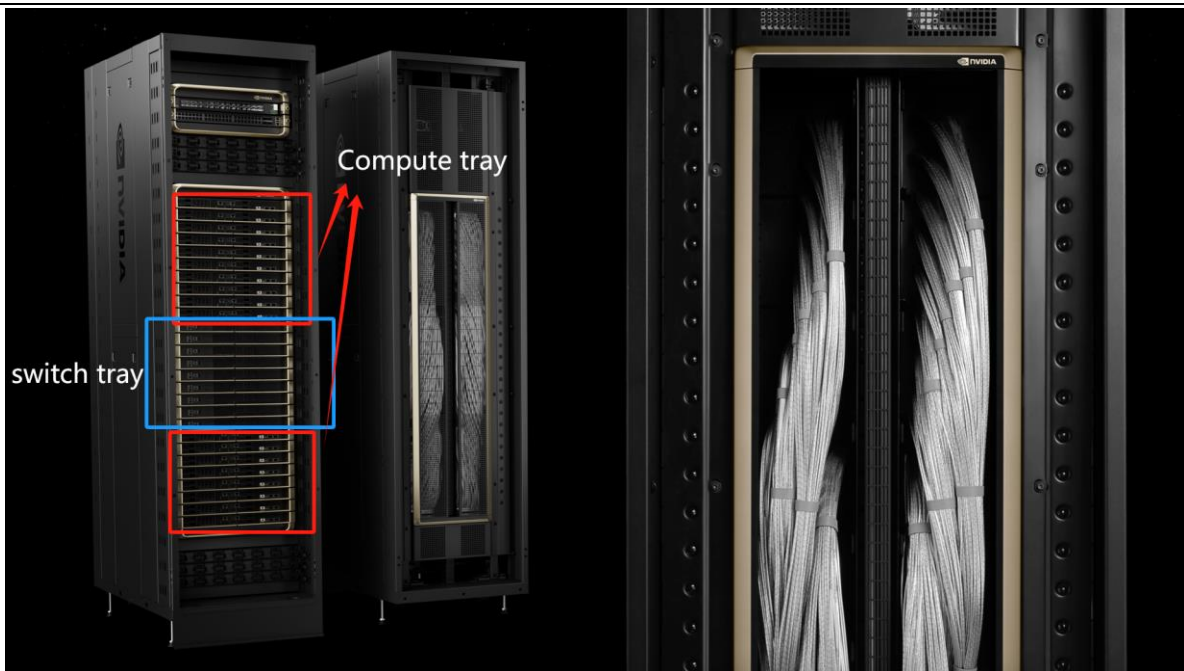


数据来源：公司公告、Factset，兴业证券经济与金融研究院整理

随着推理侧流量爆发，服务器、交换机等基础设施建设更为迫在眉睫，带动电连接、光模块等需求的大幅提升。

首先，从服务器架构而言，英伟达 CEO 黄仁勋在 GTC 大会上发布新一代芯片 GB200，GB200 通过卓越的硬件架构带来了显著的性能提升，但机柜部署的复杂性也急剧上升。以标准 NVL72 机柜架构为例，一个机柜中包含 18 个 Compute tray（即 GPU 模块）和 9 个 switch tray，GPU 模块和 switch 模块的互联由铜缆完成。

图33、英伟达 GB200 NVL72 架构采用大量铜连接

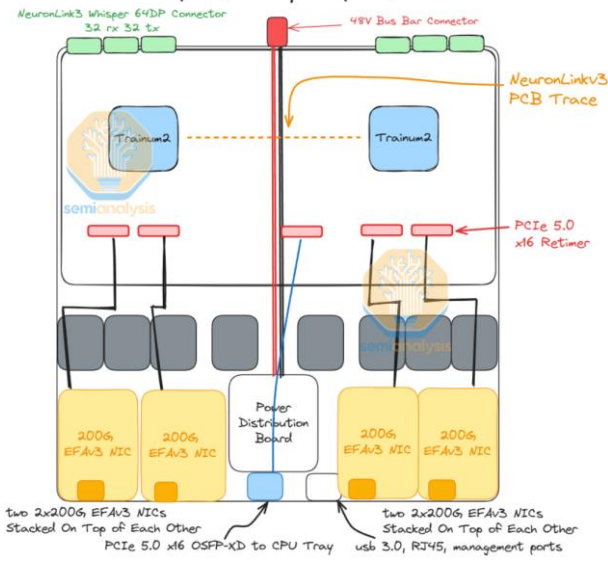


数据来源：NVIDIA Developer，兴业证券经济与金融研究院整理

亚马逊也采用了类似的架构，每个 Trainium2 服务器包含 8 个 compute tray，即配备 16 个 Trainium2 芯片，2 个 16 芯片的 Trainium2 服务器可以放入一个机架；若是 Trainium2-Ultra，则包含 4 个 16 芯片的物理服务器，将占用 2 个完整的机架，共包含 64 个芯片。同时，机柜中还搭配 Switch tray 和 power shelf，不同模块之间也是用铜缆实现连接。

图34、一个 compute tray 上有 2 颗 T2 芯片

Trainium2 Compute Tray Top View - Trn2 SKU



数据来源：semianalysis，兴业证券经济与金融研究院整理

图35、AWS 采用机柜方案



数据来源：semianalysis，兴业证券经济与金融研究院整理

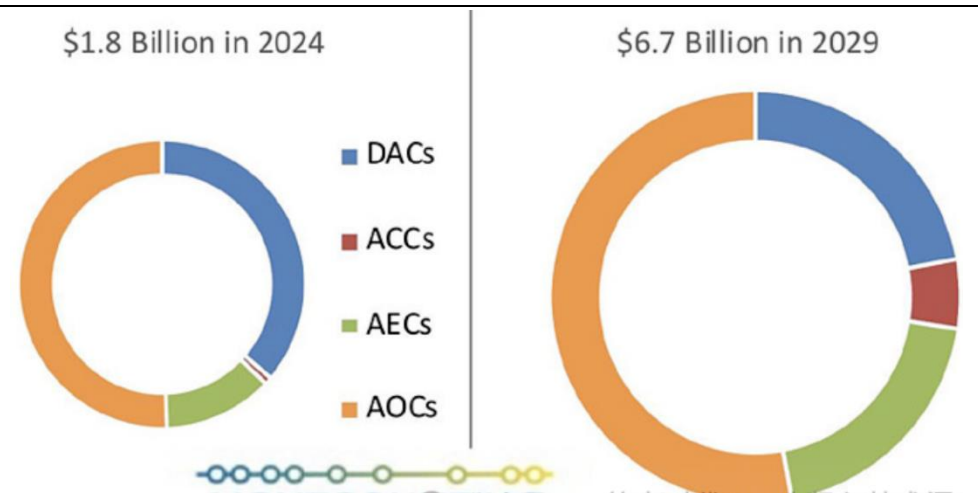
## (二) 深耕高速互联领域，产品、客户不断拓展

公司凭借在高速铜连接领域的深厚积累，目前已从原来的跟随者成长为被客户认可的技术引领者，并成功进入全球各大客户的供应链体系，建立了技术领先的品牌形象。同时，公司在电源、散热和光连接产品方面持续加强能力建设，不断打造公司的技术竞争力，实现在客户侧的持续突破，推动各产品线有节奏、持续地发力。通过不断增强研发实力、制造能力和数字化运营管理等多方面的综合能力，公司正系统构建在 AI 时代的核心竞争力与护城河。客户进展方面，公司已进入所有 CSP 客户、芯片客户以及设备商客户，且每个产品线在不同客户的深度上存在差异，这也为公司未来的持续增长提供了一个广阔的空间。

### 1. 铜缆高速互联解决方案

根据 LightCounting 的统计，预计未来五年高速线缆的销售额将增长两倍多，到 2029 年将达到 67 亿美元。有源电缆（AEC）和有源铜缆（ACC）的市场份额将逐渐超过无源直连铜缆（DAC）。与 DAC 相比，AEC 和 ACC 的传输距离更长，厚度更薄，且 ACC 的另一个优势是延迟更低，非常契合 AI 集群的需求。

图36、预计 2029 年全球高速线缆市场规模达 67 亿美元



数据来源：AI 算力时代 PCB 市场与技术洞察，Lightcounting，兴业证券经济与金融研究院整理

在电连接方面，公司致力于为数据与通信高速互联行业提供全方位、端到端的解决方案。无论是从芯片侧到存储、从芯片侧到 IO、还是从芯片侧到芯片侧，以及跨柜的互联，公司都能够根据客户的特定需求，提供定制化的产品方案，满足各种应用场景的独特要求。在产品方面，公司提供了丰富的选择，包括各类服务器通用标准、定制化的连接器、连接器模组、内部高速互联线缆及 Riser 等线缆模组解决方案。此外，公司还提供高速背板扣板及连接组件、外部互联连接器以及集成散热功能的一体式解决方案。为了满足下一代服务器内部高速互联的需求，公司的 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，公司未来电连接产品的成长很值得期待。

图37、公司部分电连接产品示意



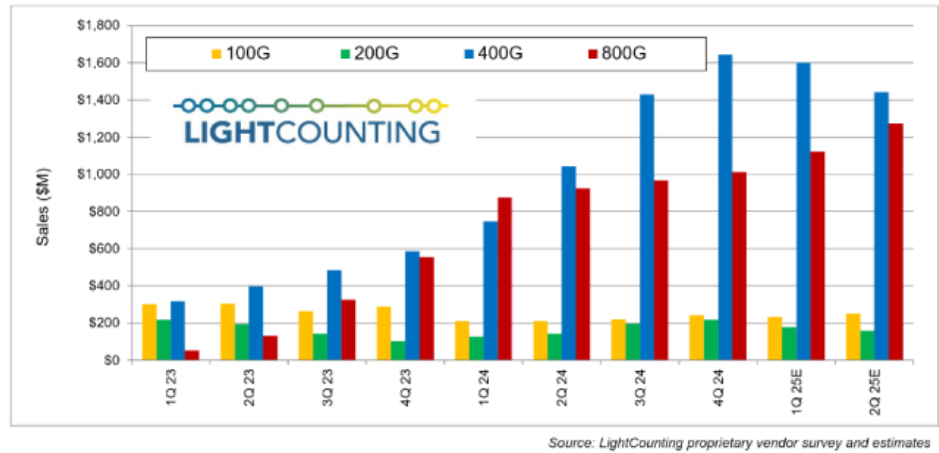
数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2. 光高速互联解决方案

随着突破性光学技术的引入和发展，光连接产品使网络具有更高的带宽和更远的传输距离，市场规模也随着未来数据中心往更高算力快速发展而扩大。LightCounting 报告显示，2025 年第二季度光模块市场将主要由 800G 模块拉动增长，部分 1.6T 光模块也将首次小批量出货，开始贡献收入。随着以亚马逊、

Meta 为代表的超大规模数据中心客户陆续转向更高速的光互连解决方案，800G、1.6T 光模块的需求将不断加速。Cignal AI 进一步指出，在 AI 训练与通用计算需求驱动下，预计 2025 年数据中心光器件市场收入将超过 160 亿美元，同比增长 60% 以上。

图38、预计 2025Q2 光模块市场将主要由 800G 模块拉动增长



数据来源：亿源通科技，Lightcounting，兴业证券经济与金融研究院整理

光连接产品方面，公司的 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 纳米的发布公司也会迭代到 5 纳米产品，同时 LRO/LPO 等关键技术公司在非常早期就进行了布局。未来几年公司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。

图39、公司部分光连接产品示意



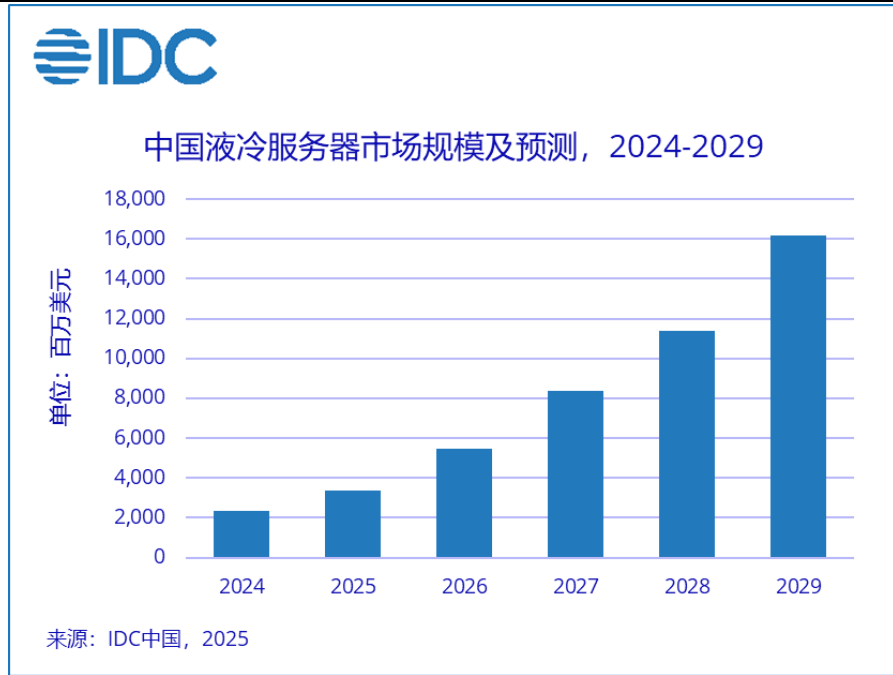
数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3. 热管理解决方案

随着算力技术的高速发展，终端对于散热技术的需求和要求也相应提升。其中液冷技术逐渐成为数据中心散热的新型解决方案，特别是冷板式和浸没式液冷技术，通过利用液体与服务器进行高效热交换，显著提高了散热效率。未来随着数据中心对高效率 and 环保散热解决方案的需求增加，液冷技术的应用也将进一步扩大。

根据 IDC 发布的报告，中国液冷服务器市场在 2024 年继续保持快速增长，市场规模达到 23.7 亿美元，与 2023 年相比增长 67.0%。IDC 预计，2024-2029 年，中国液冷服务器市场年复合增长率将达到 46.8%，2029 年市场规模将达到 162 亿美元。

图40、中国液冷服务器市场规模预测（2025 年及以后为预测数据）



数据来源：IDC，兴业证券经济与金融研究院整理

针对云计算、数据中心、边缘计算和通信四大核心领域，公司精心打造了涵盖风扇、热管、VC、水冷、液冷、CDU 以及集装箱温控等全方位的散热解决方案，确保各类场景的需求都能很好地满足。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，成长空间将不断打开。

图41、立讯部分热管理产品展示



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

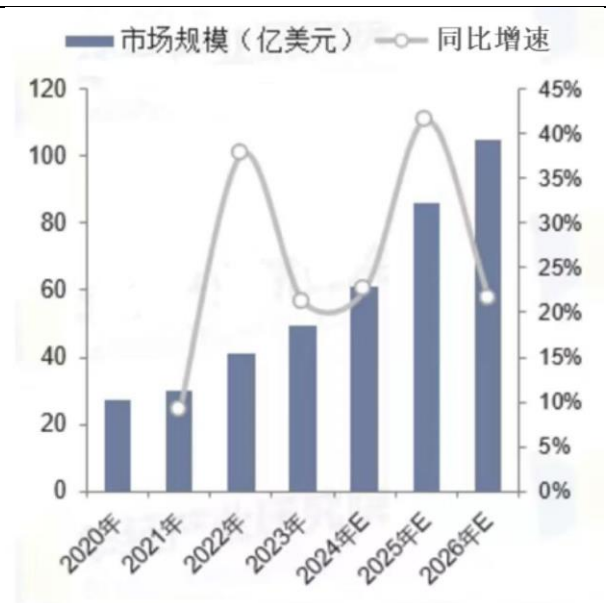
#### 4. 数据中心电源解决方案

算力需求高增推动数据中心建设，促进服务器电源的快速发展。根据华经产业研究院的统计，2020 年全球服务器电源市场规模约 27.3 亿美元，预计 2026 年将

突破百亿美元。随着 AI 大模型的快速发展，算力需求快速提升，AI 服务器作为算力承载的核心基础设施，其市场规模有望快速增长。

公司针对数据中心到 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。公司的三次电源产品已通过了北美核心客户的认证，并且在去年 10 月底实现量产。三次电源是目前 AI 里面技术难度最大的产品，与此同时公司建立了完善的一次电源和二次电源产品能力。目前公司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。

图42、全球服务器电源市场规模预测（右轴为同比增速）



数据来源：华经产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

图43、立讯电源管理产品



电源管理

通用冗余服务器电源，满足主流服务器供电架构

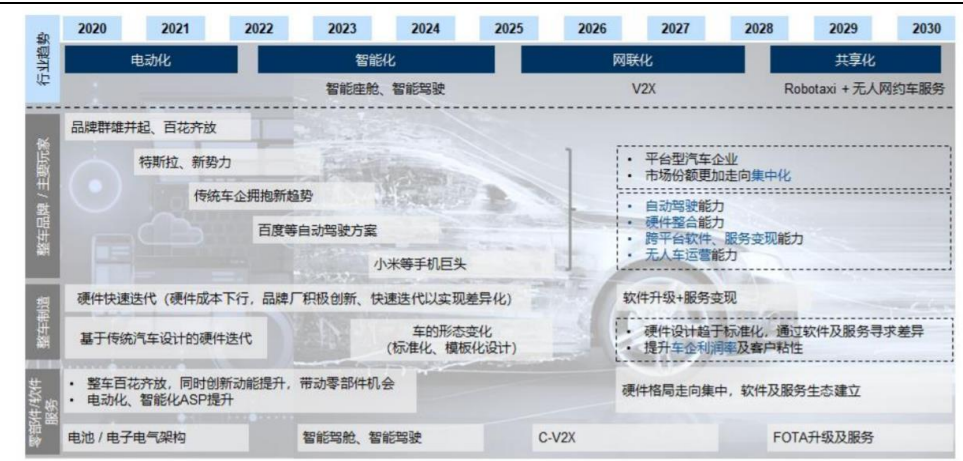
数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

## 四、并购百年历史 Leoni，汽车电子市场空间广阔

### （一）汽车智能化持续渗透，汽车业务增长势头强劲

汽车新四化浪潮来袭，加速汽车智能时代到来。汽车新四化指电动化、网联化、智能化、共享化，新四化趋势下，汽车逐渐朝“超级移动智能终端”发展，汽车设计方案创新将带动硬件的迭代，为零部件厂商带来发展机遇，同时功能的复杂也将带动产品 ASP 的提升。

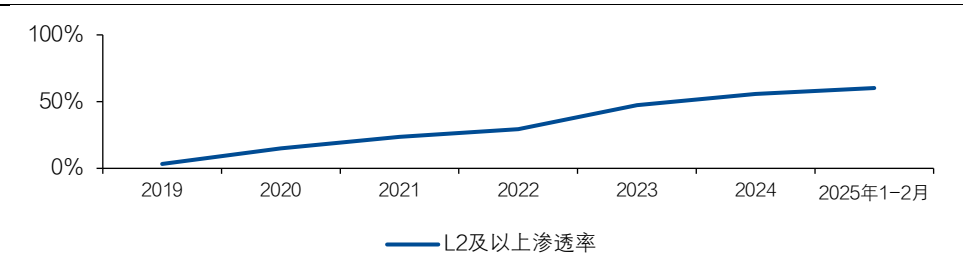
图44、汽车向智能终端演进的过程中汽车电子价值量持续提升



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

同时，2025 年伊始，比亚迪、吉利、奇瑞三大自主车企相继发布了重磅辅助驾驶方案，不仅在技术上取得了显著突破，更将辅助驾驶价格平民化，大幅降低了成本，将辅助驾驶从高端体验，变成日常出行的标配。从辅助驾驶渗透率角度而言，根据 NE 时代新能源的统计，我国 2025 年 1-2 月 L2 及以上辅助驾驶渗透率超过 60%，L2++ 及以上辅助驾驶渗透率达到 15.09%，且随着比亚迪、长安、吉利、奇瑞等车企辅助驾驶普及的车型量产，将辅助驾驶的价位下一步下探，未来 20 万元以下辅助驾驶渗透率将快速提升。

图45、我国辅助驾驶 L2 及以上渗透率持续提升



数据来源：NE 时代新能源，兴业证券经济与金融研究院整理

辅助驾驶系统的发展离不开高速高频连接器，在该系统中，传感器、摄像头、雷达以及 ADAS 辅助驾驶系统等设备之间需要进行大量、高速的数据传输。例如，FAKRA 连接器主要用于汽车与外部的连接，如鲨鱼鳍天线、360 环视摄像头等；HSD 连接器主要针对汽车内部高速数据的传输，如主机与显示屏 / T-BOX 的连接、LVDS、USB2.0/USB3.0/1080P 高清摄像头的应用。随着辅助驾驶等级的提升，单车所需的传感器数量不断增加，预计 L5 阶段单车将配备 30 个以上传感器，这将极大地带动对高速高频连接器的需求。同时，为了满足更高的数据传输速率和更低的信号延迟要求，新型的 mini-FAKRA、以太网连接器等产品不断涌

现，它们具有更高的传输频率、速率和集成度，未来有望进一步扩大应用，对传统的 FAKRA 和 HSD 线束形成替代。

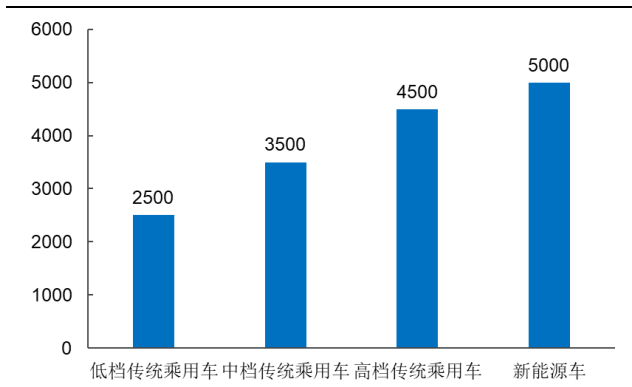
图46、新能源汽车连接器及线束应用



数据来源：新浪财经，兴业证券经济与金融研究院整理

从单车价值量而言，新能源汽车的增长也会带来线束、连接器的需求增加。传统燃油车主要搭载低压线束。在低档汽车、中档汽车、高档汽车线束平均价格分别为 2500 元、3500 元以及 5000 元左右；而新能源车平均价格 5000 元左右，其中低压线束和高压线束价格分别为 2500 元左右。随着辅助驾驶及智能座舱加速发展，车载传感器及智能座舱设备数量将增加，同时更多的网联应用以及城市辅助驾驶场景中大量的数据收集和处理，对所需传输数据量将持续扩大，进而增加使用的高速连接器数量。其中 L3 级别的辅助驾驶汽车，预计高速连接器单车价值量对比 L2 级别将翻倍，达到 1200 元，L4/L5 级别高速连接器单车价值量预计将达到 1500 元以上。

图47、汽车线束平均单车价值(元)(2024年统计)



数据来源：华经产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

图48、不同辅助驾驶等级高速连接器单车价值量(2024年统计)

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

数据来源：前瞻产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

目前我国高速连接器市场国产化程度较低，市场主要被罗森博格、泰科、安费诺等国外企业所主导，2021年中国汽车高速连接器市场中，仅罗森博格、泰科、安费诺三家企业就占据了约92%的市场份额，国内厂商仍存在较大的发展空间。立讯虽现在份额还不高，但依托强大的智能制造平台，充分汲取在消费电子和通信及数据中心领域长期深耕所积累的快速迭代能力、成本管控能力、全球化供应链优势以及研发创新优势，结合对车规级产品安全性、可靠性的深刻理解，有望迅速实现向汽车产业相关产品的跨界赋能，不断提升竞争力。

当前，公司汽车业务布局广泛，具体包含汽车线束、汽车连接器、汽车智能座舱、智能辅助驾驶、智能底盘、动力总成等电子电器产品，目前客户矩阵已成功覆盖国内外多家头部车企。

表5、公司汽车业务产品线

应用领域	具体产品
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。

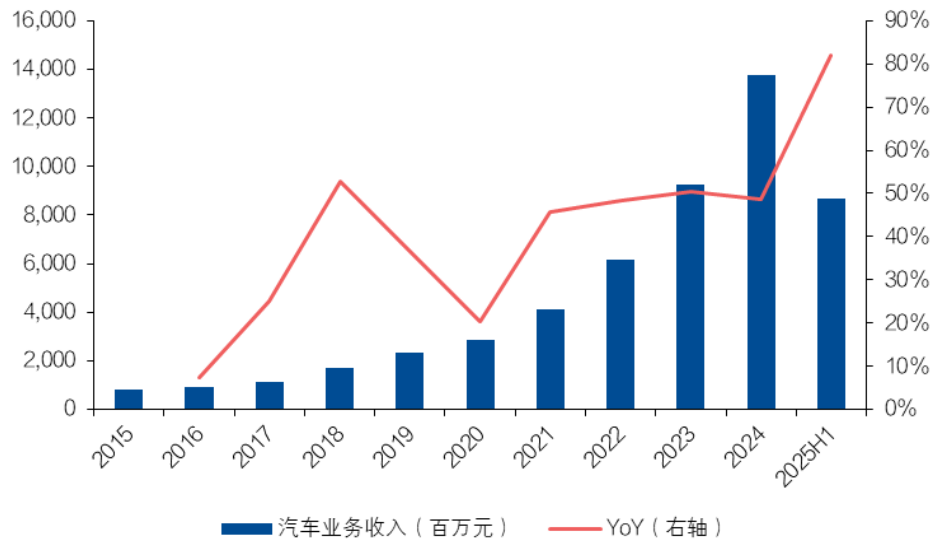
动力系统 汽车多合一动力总成、MCU（电机控制器）、PDU（高压继电器）、DCDC（电源电压变换器）、OBC（车载充电机）、PNG（电源隔离模块）、BMS（电池管理系统）等。

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

汽车线束是立讯汽车领域最成熟的产品类别，占据了汽车业务 60%的份额。在 2024 年新增的 45 亿元销售额中，线束产品贡献了 27 亿元，是行业内增长最为迅猛的一家。连接器方面，公司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，外资品牌也有强烈的引入意向。在智能控制和动力系统方面，公司也在不断提升市场竞争力。

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，公司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。多产品线策略是公司持续高速增长的重要支撑，凭借丰富的产品线，公司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，有望在未来继续保持汽车业务的高速增长态势。

图49、公司汽车业务快速增长

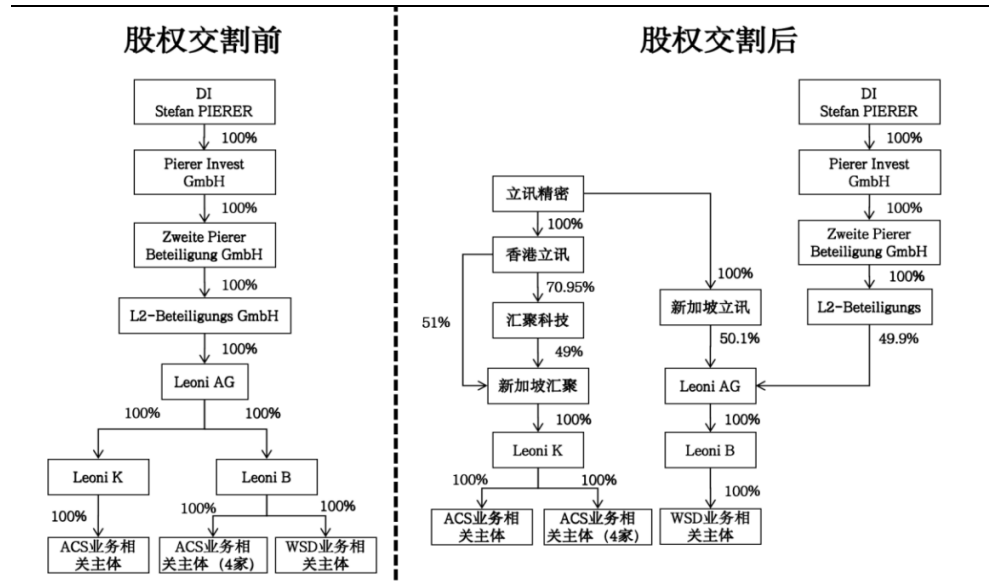


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## （二）收购百年历史 Leoni，协同共进打开成长空间

2024 年 9 月，公司正式启动对德国百年汽车线束厂商 Leoni 集团的收购行动。立讯收购 Leoni AG 50.1%股权及 Leoni K 100%股权，分别对应线束系统事业部（WSD），为汽车行业客户提供完整的线束系统和定制化线束；另一个是汽车电缆事业部（ACS），为汽车零部件供应商提供标准和专用电缆，此次收购能够有效提升立讯在全球汽车电缆和线束市场的竞争力。

图50、公司收购 Leoni 后的股权交割示意图



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

莱尼过去几年经营情况承压，主要因为缺少持续的资金支持，且莱尼的运营费用率较高，有较大的优化空间，产能稼动率方面亦有很大的提升空间。立讯目标在5~7年内，使得 Leoni 的整体经营状况达到最好的水平。具体而言，2025 年目标损益两平、2026 年实现小幅盈利、2027 年实现 3%及以上的净利率。

图51、Leoni AG 主要财务情况（万/欧元）

科目	2023/12/31 (未经审计)	2024/3/31 (未经审计)
资产总额	294,661.68	298,452.17
负债总额	222,795.12	227,047.60
净资产	71,866.56	71,404.57
科目	2023 年度 (未经审计)	2024 年第一季度 (未经审计)
营业收入	546,241.24	129,057.47
净利润	-12,809.30	164.37

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图52、Leoni K 主要财务情况（万/欧元）

科目	2023/12/31 (未经审计)	2024/3/31 (未经审计)
资产总额	99,225.58	102,267.90
负债总额	60,152.55	64,519.10
净资产	39,037.03	37,748.80
科目	2023 年度 (未经审计)	2024 年第一季度 (未经审计)
营业收入	146,405.08	36,299.15
净利润	-1328.18	657.93

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

借助此次收购，公司有望在产品开发、市场拓展、客户准入、产能布局、物料采购等方面与莱尼公司实现深度资源互通、优势互补以及战略协同。这不仅有助于公司提升自身运营效率与研发创新能力，更将快速塑造公司在全球汽车线束领域的差异化竞争优势，为中国车企出海以及海外传统车企提供更加便捷、高效的垂直一体化服务，进一步推动汽车业务规模与市场份额的快速增长，助力公司在汽车产业领域实现跨越式发展，公司将努力在第三个五年之前实现全球前十大 Tier1 厂商的目标。

## 五、盈利预测与估值

- **核心假设：**
- **消费电子：**苹果在 AI 领域的投资正在显著增加，未来几年内有望推出多形态多种类 AI 硬件产品，以此进一步稳固其在智能硬件厂商龙头地位。公司作为消费电子龙头，深度绑定北美大客户，产品综合覆盖“零组件-模组-系统组装”各个环节，并购闻泰后将进一步提升市场竞争力，闻泰已于 2025 年 7 月并表，预计 2025-2027 年消费电子业务收入为 2913/3321/3720 亿元。
- **通讯：**推理需求爆发成为了算力的主要驱动力，四家北美 CSP 云厂的 capex 再创新高，且对未来投入的指引也有上修，印证了算力需求的持续性。公司深耕高速互联领域，在电连接、光连接、散热和电源领域均有深入布局，多个产品已成功进入全球各大客户的供应链体系，未来随着算力集群规模的持续扩大，公司通讯业务的成长空间广阔。预计 2025-2027 年通讯业务收入分别为 248/297/342 亿元。
- **汽车：**汽车逐渐向“超级移动智能终端”发展，国内新势力推出重磅辅助驾驶方案，带动汽车电子 ASP 提升。辅助驾驶系统的高速发展推动高速高频连接器的需求增加，且这一市场目前主要被国外企业主导，国产替代空间较大。公司在线束、连接器、智能控制和动力系统方面不断提升竞争力，并购 Leoni 后将充分发挥协同效应，市场份额有望不断提升。预计 2025-2027 年汽车业务收入分别为 248/446/557 亿元。
- **盈利预测与估值：**苹果 AI 端侧进展加速，公司作为消费电子龙头，有望充分受益 AI 浪潮，打开消费电子成长空间。同时，公司积极拓展通讯、汽车业务，打造第二、第三增长曲线。我们调整此前的盈利预测，预计公司 2025-2027 年利润分别为 166.73/207.90/253.24 亿元，对应当前股价（2025 年 9 月 5 日收盘价）PE 为 20.5、16.5 和 13.5 倍，维持“买入”评级。

**表6、公司收入分拆**

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入 (亿元)</b>	2688	3554	4230	4806
YoY	15.9%	32.2%	19.0%	13.6%
毛利率	10.4%	10.2%	11.0%	11.2%
<b>消费电子</b>				
收入 (亿元)	2241	2913	3321	3720
YoY	13.7%	30.0%	14.0%	12.0%
毛利率	9.1%	8.9%	9.4%	9.5%
<b>通讯</b>				
收入 (亿元)	184	248	297	342
YoY	26.3%	35.0%	20.0%	15.0%
毛利率	16.4%	16.5%	16.5%	16.5%
<b>汽车</b>				
收入 (亿元)	138	248	446	557
YoY	48.7%	80.0%	80.0%	25.0%
毛利率	16.1%	14.0%	16.0%	16.5%
<b>电脑</b>				
收入 (亿元)	90	108	127	147
YoY	20.2%	20.0%	18.0%	15.0%
毛利率	18.9%	19.0%	19.0%	19.0%
<b>其他</b>				
收入 (亿元)	36	37	39	40
YoY	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%
毛利率	18.9%	19.0%	19.0%	19.0%

数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 六、风险提示

### 1、消费电子需求低迷

公司目前仍是消费电子业务主要贡献收入,若消费电子需求持续低迷,则会对公司营收和利润带来较大影响。

### 2、大客户业务拓展不及预期

公司深度绑定北美大客户,若公司在北美大客户处业务拓展不及预期,AI端侧进展缓慢,则会对公司未来发展影响较大。

### 3、行业竞争加剧

汽车行业和通信行业目前发展势头正盛，若较多企业进入赛道发展业务，则会加剧竞争，对公司业务发展带来影响。

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>138545</b>	<b>184039</b>	<b>218012</b>	<b>256686</b>
货币资金	48360	70231	88529	113565
交易性金融资产	1403	1603	1403	1503
应收票据及应收账款	32911	43892	52239	59337
预付款项	389	479	565	640
存货	31703	43127	49910	55684
其他	23780	24708	25366	25956
<b>非流动资产</b>	<b>85282</b>	<b>90074</b>	<b>95900</b>	<b>99930</b>
长期股权投资	7488	10488	13488	16488
固定资产	48231	48858	50954	51464
在建工程	5379	5865	6206	6444
无形资产	2791	2645	2490	2328
商誉	1886	2006	2126	2246
其他	19506	20212	20636	20960
<b>资产总计</b>	<b>223828</b>	<b>274114</b>	<b>313912</b>	<b>356616</b>
<b>流动负债</b>	<b>113875</b>	<b>144093</b>	<b>161175</b>	<b>176459</b>
短期借款	35313	36313	37313	38313
应付票据及应付账款	65966	85108	100435	113826
其他	12595	22673	23427	24321
<b>非流动负债</b>	<b>25266</b>	<b>28041</b>	<b>30341</b>	<b>32891</b>
长期借款	19620	21620	23620	25620
其他	5646	6422	6722	7272
<b>负债合计</b>	<b>139140</b>	<b>172135</b>	<b>191516</b>	<b>209351</b>
股本	7236	7252	7252	7252
未分配利润	53101	66011	81428	100207
少数股东权益	15360	16869	18751	21043
<b>股东权益合计</b>	<b>84687</b>	<b>101979</b>	<b>122396</b>	<b>147266</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>223828</b>	<b>274114</b>	<b>313912</b>	<b>356616</b>

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	13366	16673	20790	25324
折旧和摊销	11149	14683	16469	18263
营运资金的变动	1257	-4561	-1048	-507
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>27117</b>	<b>25314</b>	<b>36404</b>	<b>42684</b>
资本支出	-11852	-15877	-18758	-18749
长期投资	-25288	-3324	-2924	-3224
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-35656</b>	<b>-13868</b>	<b>-17105</b>	<b>-15697</b>
债权融资	22925	13102	3349	3599
股权融资	2407	878	0	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>25890</b>	<b>9878</b>	<b>-1001</b>	<b>-1951</b>
现金净变动	17583	21871	18298	25036

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**利润表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>268795</b>	<b>355399</b>	<b>423045</b>	<b>480570</b>
营业成本	240809	319154	376630	426846
税金及附加	637	853	1015	1153
销售费用	1060	1422	1692	1922
管理费用	6352	8316	9984	11341
研发费用	8556	11017	13537	15378
财务费用	-503	435	188	348
投资收益	4547	5864	5077	6776
公允价值变动收益	-63	0	0	0
信用减值损失	-10	10	-5	-5
资产减值损失	-1245	-1300	-1300	-1300
<b>营业利润</b>	<b>16142</b>	<b>20125</b>	<b>25082</b>	<b>30542</b>
营业外收支	-33	-35	-30	-27
<b>利润总额</b>	<b>16109</b>	<b>20090</b>	<b>25052</b>	<b>30515</b>
所得税	1530	1909	2380	2899
净利润	14579	18182	22672	27616
少数股东损益	1213	1509	1882	2292
<b>归属母公司净利润</b>	<b>13366</b>	<b>16673</b>	<b>20790</b>	<b>25324</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>1.84</b>	<b>2.30</b>	<b>2.87</b>	<b>3.49</b>

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长性</b>				
营业总收入增长率	15.9%	32.2%	19.0%	13.6%
营业利润增长率	25.5%	24.7%	24.6%	21.8%
归母净利润增长率	22.0%	24.7%	24.7%	21.8%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	10.4%	10.2%	11.0%	11.2%
归母净利率	5.0%	4.7%	4.9%	5.3%
ROE	19.3%	19.6%	20.1%	20.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	62.2%	62.8%	61.0%	58.7%
流动比率	1.22	1.28	1.35	1.45
速动比率	0.74	0.82	0.90	1.01
<b>营运能力</b>				
资产周转率	139.3%	142.7%	143.9%	143.3%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	1.84	2.30	2.87	3.49
每股经营现金	3.74	3.49	5.02	5.89
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	25.6	20.5	16.5	13.5
PB	4.9	4.0	3.3	2.7

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于公司无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使公司无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>