

通讯业务海外客户全面突破，长期成长潜力被低估

核心观点

- **通讯及汽车业务加速增长，平台型龙头核心能力助力下游拓展。**部分投资者认为公司是苹果产业链组装及零部件龙头，利润及业绩主要受到单一大客户增量影响，且后续在 A 客户中增速有所放缓。我们认为，公司内生消费电子业务 Non-A 业务增长稳健，利润率高，且在闻泰产品集成业务并表后公司 Non-A 业务竞争力进一步加强。同时立讯汽车和通讯业务已开始进入加速放量阶段，利润占比将快速增长。立讯在消费电子端积累的世界级零部件-模组-组装的一体化能力、全球化供应链管理、成本管控优势、内控及经营效率等优势，以及底层技术的通用化、平台化应用能力将迁移至通讯、汽车等领域助力其快速突破行业头部客户，我们已经看到公司通信业务正在海外头部 CSP 及芯片厂商全面突破，汽车业务也将在莱尼并表后有望成长为全球汽车线束龙头。
- **通讯业务产品矩阵全面，海外客户全面突破。**公司围绕通讯及数据中心构建了电连接、光连接、热管理、电源管理四大模块，提供从核心零部件到 AI 整机柜的整体解决方案能力。其中公司在高速铜连接领域积累深厚，连接器及线束作为立讯起家业务，是少数能够突破海外一流客户的国内厂商。产品维度，公司 224G 高速线缆实现量产，448G 产品也在与多家主流客户展开联合开。公司正通过拳头产品电连接带动其他业务板块拓展，25H1 通讯业务营收 111 亿元，同比增长超 49%，其中 60% 的收入增长来源于高速电连接产品，另有约 40% 则来自电源模块、高效散热解决方案等，通讯业务各个产品线正全面突破所有 CSP 客户、芯片客户以及设备商客户，我们预计公司通讯业务有望自 26 年进一步加速放量。
- **公司创新型 CPC 方案具备性能优势。**在数据中心领域,机柜外部的互联主要以光为主,机柜内部则以铜为主。其中 CPC (Co-Packaged Copper) 方案将高速连接器与芯片基板直接集成，具备带宽密度更大、信号质量更好、无 DSP 低功耗、走线简化、串扰低等优势，后续有望成为高速信号传输的主流技术方案。立讯与所有头部客户共同经历了 3-4 年的产品技术预研，目前正进入研发成果向产品转化并实现量产的阶段，后续有望在下游国内外芯片厂逐步渗透。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 2.25/3.09/3.84 元（原 25/26 年预测分别为 2.42/2.95 元，参考下游客户销量变化、通讯业务海外放量、闻泰产品集成业务及莱尼并表等因素调整盈利预测），根据可比公司 25 年 32 倍 PE 估值水平，对应目标价为 72.00 元，维持给予买入评级。

风险提示

- 大客户占比较高风险、行业竞争加剧风险、中美贸易冲突加剧风险

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	231,905	268,795	361,270	475,850	544,985
同比增长(%)	8.4%	15.9%	34.4%	31.7%	14.5%
营业利润(百万元)	12,860	16,142	19,233	25,997	32,241
同比增长(%)	15.3%	25.5%	19.2%	35.2%	24.0%
归属母公司净利润(百万元)	10,953	13,366	16,340	22,404	27,881
同比增长(%)	19.5%	22.0%	22.3%	37.1%	24.4%
每股收益(元)	1.51	1.84	2.25	3.09	3.84
毛利率(%)	11.6%	10.4%	10.0%	10.4%	10.8%
净利率(%)	4.7%	5.0%	4.5%	4.7%	5.1%
净资产收益率(%)	21.5%	21.3%	21.0%	22.9%	22.7%
市盈率	34.9	28.6	23.4	17.1	13.7
市净率	6.8	5.5	4.4	3.5	2.8

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

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

投资评级	买入（维持）
股价（2025年09月15日）	52.74元
目标价格	72.00元
52周最高价/最低价	55.66/26.96元
总股本/流通A股（万股）	725,202/723,887
A股市值（百万元）	382,471
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025年09月17日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	6.01	36.67	69.72	42.76
相对表现%	4.54	28.8	52.41	-0.73
沪深300%	1.47	7.87	17.31	43.49



证券分析师

韩潇锐	021-63326320 hanxiaorui@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080004
蒯剑	021-63326320 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
薛宏伟	021-63326320 xuehongwei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524110001

联系人

朱茜	021-63326320 zhuqian@orientsec.com.cn
李晋杰	021-63326320 lijinjie@orientsec.com.cn

相关报告

Q3 业绩符合预期，Q4 有望环比加速成长	2024-10-28
AI 赋能消费电子业务站上新台阶，“汽车+通信”接力增长动能	2024-09-19

盈利预测与投资建议

我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 2.25/3.09/3.84 元（原 25/26 年预测分别为 2.42/2.95 元，参考下游客户销量变化、通讯业务海外放量、闻泰产品集成业务及莱尼并表等因素调整盈利预测），根据可比公司 25 年 32 倍 PE 估值水平，对应目标价为 72.00 元，维持给予买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2025/9/16	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
歌尔股份	002241	33.44	0.76	0.97	1.21	1.46	43.92	34.42	27.64	22.90
信维通信	300136	25.87	0.68	0.77	0.86	0.97	37.83	33.44	30.06	26.57
蓝思科技	300433	30.30	0.69	0.98	1.26	1.52	44.18	30.92	24.04	19.91
水晶光电	002273	27.46	0.74	0.89	1.08	1.28	37.08	30.79	25.33	21.38
鼎通科技	688668	109.10	0.79	1.58	2.05	2.56	137.65	69.19	53.19	42.57
电连技术	300679	56.44	1.46	1.82	2.40	2.91	38.53	31.01	23.55	19.39
	最大值						137.65	69.19	53.19	42.57
	最小值						37.08	30.79	23.55	19.39
	平均数						56.53	38.29	30.64	25.45
	调整后平均						41.12	32.45	26.77	22.69

数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

大客户占比较高风险、行业竞争加剧风险、中美贸易冲突加剧风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	33,620	48,360	46,813	61,974	87,534	营业收入	231,905	268,795	361,270	475,850	544,985
应收票据、账款及款项融资	24,353	34,017	45,720	60,221	68,970	营业成本	205,041	240,809	325,210	426,585	486,355
预付账款	487	389	523	689	789	销售费用	889	1,060	1,316	1,638	1,821
存货	29,758	31,703	42,814	56,160	64,029	管理费用	5,543	6,352	8,393	10,960	12,443
其他	6,011	24,077	24,392	24,783	25,019	研发费用	8,189	8,556	11,319	14,814	16,857
流动资产合计	94,228	138,545	160,262	203,827	246,341	财务费用	483	(503)	127	469	324
长期股权投资	4,233	7,488	7,488	7,488	7,488	资产、信用减值损失	1,296	1,256	1,157	1,333	1,253
固定资产	44,561	48,231	47,455	47,846	48,693	公允价值变动收益	210	(63)	100	100	100
在建工程	2,226	5,379	11,497	15,780	18,778	投资净收益	1,771	4,547	5,198	5,930	6,458
无形资产	2,663	2,791	2,670	2,549	2,427	其他	413	393	187	(84)	(248)
其他	14,081	21,392	20,922	20,604	20,470	营业利润	12,860	16,142	19,233	25,997	32,241
非流动资产合计	67,764	85,282	90,033	94,267	97,857	营业外收入	93	54	0	0	0
资产总计	161,992	223,828	250,295	298,095	344,197	营业外支出	68	87	0	0	0
短期借款	20,514	35,313	20,000	16,000	16,000	利润总额	12,885	16,109	19,233	25,997	32,241
应付票据及应付账款	46,401	65,966	89,087	116,857	133,230	所得税	642	1,530	1,539	2,080	2,579
其他	7,920	12,595	12,685	12,797	12,865	净利润	12,243	14,579	17,695	23,918	29,662
流动负债合计	74,835	113,875	121,772	145,654	162,095	少数股东损益	1,291	1,213	1,355	1,513	1,781
长期借款	12,039	19,620	19,620	19,620	19,620	归属于母公司净利润	10,953	13,366	16,340	22,404	27,881
应付债券	2,799	3,305	3,305	3,305	3,305	每股收益(元)	1.51	1.84	2.25	3.09	3.84
其他	2,034	2,341	2,341	2,341	2,341						
非流动负债合计	16,872	25,266	25,266	25,266	25,266	主要财务比率					
负债合计	91,707	139,140	147,038	170,920	187,361		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	13,975	15,360	16,715	18,228	20,009	成长能力					
实收资本(或股本)	7,148	7,236	7,252	7,252	7,252	营业收入	8.4%	15.9%	34.4%	31.7%	14.5%
资本公积	5,012	7,546	8,406	8,406	8,406	营业利润	15.3%	25.5%	19.2%	35.2%	24.0%
留存收益	43,470	54,719	71,058	93,463	121,344	归属于母公司净利润	19.5%	22.0%	22.3%	37.1%	24.4%
其他	680	(174)	(174)	(174)	(174)	获利能力					
股东权益合计	70,285	84,687	103,257	127,174	156,836	毛利率	11.6%	10.4%	10.0%	10.4%	10.8%
负债和股东权益总计	161,992	223,828	250,295	298,095	344,197	净利率	4.7%	5.0%	4.5%	4.7%	5.1%
						ROE	21.5%	21.3%	21.0%	22.9%	22.7%
						ROIC	13.0%	11.2%	12.1%	15.4%	16.4%
						偿债能力					
						资产负债率	56.6%	62.2%	58.7%	57.3%	54.4%
						净负债率	6.5%	14.3%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	1.26	1.22	1.32	1.40	1.52
						速动比率	0.85	0.93	0.95	0.99	1.10
						营运能力					
						应收账款周转率	9.4	9.6	9.4	9.3	8.7
						存货周转率	5.9	7.5	8.4	8.2	7.7
						总资产周转率	1.5	1.4	1.5	1.7	1.7
						每股指标(元)					
						每股收益	1.51	1.84	2.25	3.09	3.84
						每股经营现金流	3.86	3.75	2.59	3.40	4.19
						每股净资产	7.76	9.56	11.93	15.02	18.87
						估值比率					
						市盈率	34.9	28.6	23.4	17.1	13.7
						市净率	6.8	5.5	4.4	3.5	2.8
						EV/EBITDA	17.2	14.3	15.3	11.8	9.8
						EV/EBIT	29.3	25.0	20.2	14.8	12.0

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

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

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

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

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

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

行业投资评级的量化标准：

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

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

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

免责声明

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

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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

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

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

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

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

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

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

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