

全球定制电线互连龙头，数通、汽车与医疗三线并进

汇聚科技(1729.HK)

核心观点

汇聚科技在电线互连领域深耕超过三十年，是立讯系重要成员，公司电线组件、数字电线与服务器三大业务全面开花，业绩快速增长。在数通领域，随着光模块速率向 800G/1.6T 演进及 CPO 技术的推进，MPO 作为光通信中的核心连接元件，其市场规模快速增长，公司卡位谷歌等海外头部 CSP 供应链，未来几年有望持续扩大业务规模，同时公司以 JDM/ODM 模式切入 AI 服务器、存储服务器及整机柜领域，打造新的成长曲线。在汽车领域，新加坡汇聚收购全球领导者 Leoni 汽车线缆业务，布局高端汽车线缆市场，通过立讯精密全方位战略赋能与资源协同，Leoni K 运营体系与财务结构将得到全面优化，未来盈利能力有望显著提升。

摘要

全球知名的定制电线互连方案供应商，三大业务全面开花

汇聚科技是一家在电线互连领域深耕超过三十年的领先企业，公司主营产品涵盖铜缆与光缆电线组件、数字电线、医疗线束及服务器整机代工。立讯精密于 2022 年 3 月收购公司股份并成为控股股东，依托控股关系，双方已实现客户、供应商及市场资源的整合共享，汇聚科技亦能充分借助立讯精密的设备、设施、技术和研发能力等，提升核心竞争力。当前公司通过上下游收购不断完善产业闭环，通过收购德晋昌掌控关键铜材资源并补齐泰国制造基地，有效平抑成本波动并强化全球供应链灵活性，在下游应用方面，2025 年 7 月新加坡汇聚正式收购莱尼汽车电缆解决方案业务，汇聚科技持有 49% 股权。在此背景下，公司电线组件、数字电线与服务器三大主力业务全面开花，2025H1 公司实现营收 48.54 亿港元，同比增速高达 82.1%，净利润同比增速 47.1%。

AI 算力需求旺盛，公司卡位光电互连核心赛道

随着光模块速率向 800G/1.6T 演进以及 CPO 技术的推进，MPO 连接器因其高密度集成特性，在 CPO 架构变革下用量和价值占比大幅提升。依托母公司立讯精密的产能协同与全球化布局，公司深度绑定谷歌等全球头部客户，MPO 作为核心利润来源，将持续受益于下游对高速光模块的确定性强劲需求。服务器业务自 2022 年切入以来已迅速成长为公司的增长新曲线。伴随 AI 大模型成熟及国内互联网企业（如阿里、腾讯）资本开支（CAPEX）大幅增长，算力基建需求强劲。公司以 JDM/ODM 模式切入 AI 服务器、存储服务器及整机柜领域，凭借深度定制化能力与零部件自研优势提升盈利能力。

首次评级

买入

刘双锋

liushuangfeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070002

SFC 编号:BNU539

王定润

wangdingrun@csc.com.cn

021-68801600

SAC 编号:S1440524060005

梁艺

liangyidzz@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525080006

发布日期：2026 年 02 月 06 日

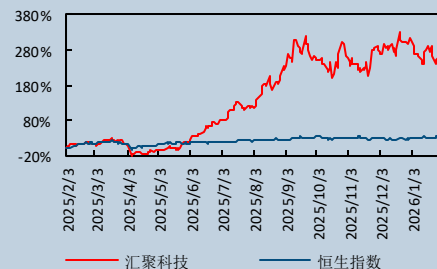
当前股价：15.32 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-9.94/-14.40	-2.11/-5.46	250.57/218.18
12 月最高/最低价（港元）		18.45/3.45
总股本（万股）		198,217.54
流通 H 股（万股）		198,217.54
总市值（亿港元）		303.67
流通市值（亿港元）		303.67
近 3 月日均成交量（万）		1028.55
主要股东		
立讯精密有限公司		70.71%

股价表现



相关研究报告

外延并购 Leoni Kable，构建全球高端汽车电缆平台

2025年7月新加坡汇聚收购全球领导者 Leoni 汽车线缆业务，布局高端汽车线缆市场。Leoni K 已于 2023 年完成债务重组，负债规模缩减近半，并于 2024 年上半年成功扭亏为盈。收购后，通过立讯精密的全方位战略赋能与资源协同，其运营体系与财务结构将得到全面优化，未来盈利能力有望显著提升，进而增厚公司业绩。此外，立讯精密在汽车线束、连接器等多个汽车电子领域开展深度布局，客户资源丰富，有望在产业链上下游供应链、管理运营、商务拓展、国内客户资源等方面对 Leoni K 开展全方位赋能，同时，借助汇聚和立讯的平台，Leoni K 未来有望在消费、工业、医疗等多个领域进行扩展，打开长期的成长空间。

盈利预测与估值

投资建议：我们预计公司 2025 年-2027 年营业收入分别为 120.8 亿、170.6 亿和 190.6 亿港元，同比增长 63%、41% 和 12%，对应归母净利润分别为 7.4 亿、13.2 亿和 17.4 亿港元，当下市值对应的 PE 分别为 41.1 倍、22.9 倍和 17.5 倍，首次覆盖，给予买入评级。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,764.84	7,388.75	12,077.66	17,060.39	19,055.29
YoY(%)	60.58	28.17	63.46	41.26	11.69
净利润（百万元）	215.14	450.87	739.30	1,323.84	1,736.37
YoY(%)	27.89	109.57	63.97	79.07	31.16
毛利率(%)	10.84	14.60	13.10	13.60	15.00
销售净利率(%)	3.74	6.10	6.13	7.77	9.12
ROE(%)	19.00	25.53	30.46	36.66	33.63
EPS(摊薄/元)	0.11	0.23	0.37	0.67	0.88
P/E(倍)	141.15	67.35	41.08	22.94	17.49
P/B(倍)	26.82	17.19	12.51	8.41	5.88

资料来源：iFinD，中信建投证券

目录

1 汇聚科技：全球知名的定制电线互连方案供应商	1
2 数通：AI 算力需求旺盛，公司卡位光电互连核心赛道.....	6
2.1 MPO: AI 推动光模块迭代，MPO 用量快速增长	6
2.2 服务器：高景气赛道，公司增长新曲线.....	9
3 汽车：收购莱尼汽车线缆业务，构建全球高端汽车线缆平台.....	10
4 医疗：需求升级与资源协同共振，医疗业务有望增长新动能.....	11
5 盈利预测与投资建议.....	12
6 风险分析.....	14
报表预测.....	15

图目录

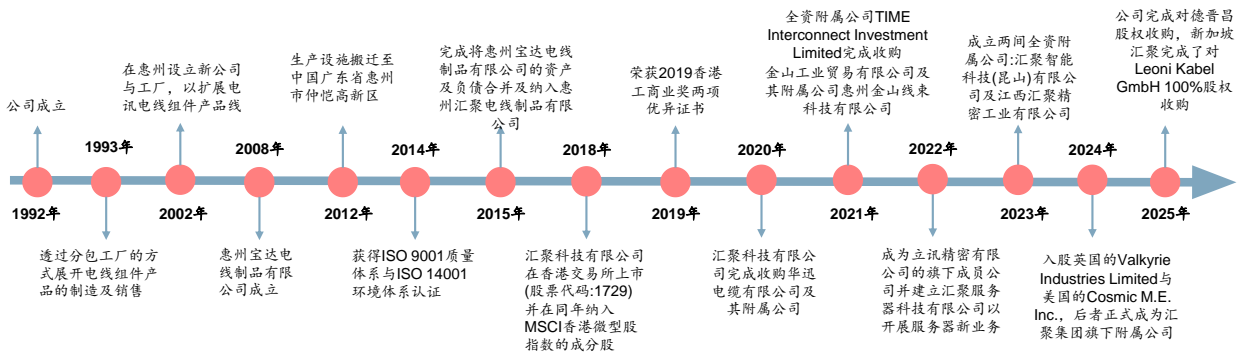
图 1:公司发展历程.....	1
图 2:公司业务布局.....	1
图 3:公司股权架构.....	2
图 4: Leoni K 股权交割示意图.....	3
图 5: 2019-2025H1 公司营业收入及增长率	3
图 6: 2019-2025H1 公司营收构成	3
图 7: 2019-2025H1 电线组件营收（百万港元）	4
图 8: 2023-2025H1 电线组件业务营业利润率.....	4
图 9: 2019-2025H1 数字电线业务营收（百万港元）	4
图 10: 2023-2025H1 数字电线业务营业利润率.....	4
图 11: 2019-2025H1 服务器业务营收（百万港元）	5
图 12: 2023-2025H1 服务器业务营业利润率.....	5
图 13:公司 2019-2025H1 年公司经营费用（万港元）	5
图 14:公司 2019-2025H1 经营费用率	5
图 15: MPO 连接器与光模块连接结构示意图	6
图 16: MPO 连接器内部结构.....	6
图 17:光模块升级周期缩短至此前的一半	6
图 18:全球光模块市场预测	6
图 19: 400G 光模块光口芯数示意图（8-12 芯）	7
图 20: 800G 光模块光口芯数示意图（16 芯）	7
图 21:数据中心 CPO 交换机.....	7
图 22: SENKO 和 Marvell 联合开发的 CPO 服务器托盘	7
图 23: CPO 交换机内部有大量光纤部署需求.....	8
图 24:由单模光纤和保偏光纤组成的 CPO FAU 组件	8
图 25:电信与数据通信业务主要应用场景	8
图 26:电信与数据通信连接方案主要产品	8
图 27:阿里和腾讯资本性支出（亿元）	9

图 28:莱尼汽车线缆业务全球化布局	10
图 29:汇聚科技车载业务布局	10
图 30: Leoni AG 及 Leoni K 营收情况（单位：万欧元）	10
图 31: Leoni AG 及 Leoni K 净利润情况（单位：万欧元）	10
图 32:汇聚科技医疗器材产品及应用场景	11
图 33:立讯精密医疗产品及应用场景	11
图 34: 公司营业收入营业利润拆分	12
图 34: 可比公司估值	13

1 汇聚科技：全球知名的定制电线互连方案供应商

汇聚科技是一家在电线互连领域深耕超过三十年的领先企业，凭借持续的技术积累与广泛的全球产能布局，已成长为行业内颇具影响力的定制互连方案供应商。公司总部位于香港，并在中国大陆的上海、苏州、江西与惠州，以及日本与墨西哥设立制造基地，形成覆盖亚太与美洲的跨区域供应链体系，具备高效率的交付能力与规模化生产优势。

图 1:公司发展历程



数据来源：公司官网，中信建投证券

公司主营产品涵盖铜缆与光缆电线组件、数字电线、医疗线束及服务器整机代工，产品广泛应用于电信网络、数据中心、医疗设备、工业自动化与智能汽车等高增长行业。公司以“定制化+高可靠性”为核心竞争力，通过精准满足客户在传输性能、使用场景与装配方式上的差异化需求，实现了在多个行业中的快速渗透。2022年，汇聚正式成为立讯精密集团的成员企业，依托立讯强大的研发、客户网络与全球制造资源，公司在产品设计能力、自动化能力以及跨品类协同方面获得显著加强，为后续的业务升级与全球化奠定基础。

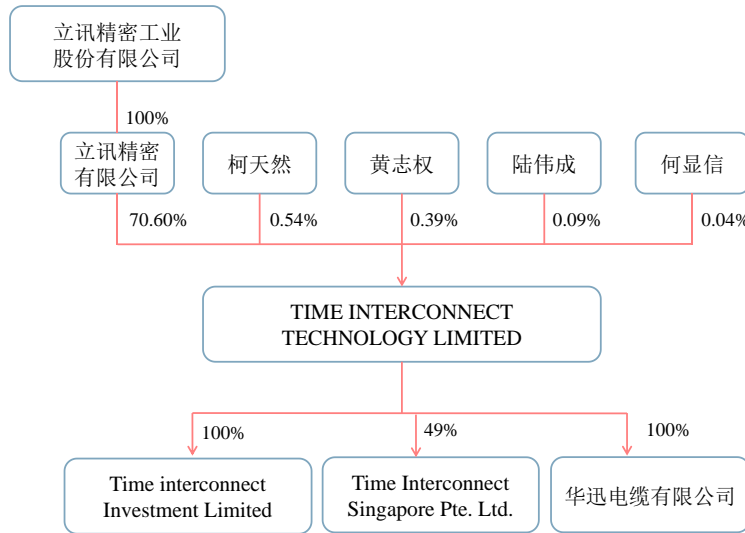
图 2:公司业务布局



数据来源：公司官网，中信建投证券

汇聚科技的股权结构清晰且集中，立讯精密为控股股东。立讯精密有限公司于2022年3月收购汇聚科技股份并成为控股股东，截至2025年8月，立讯精密持有公司约70.60%的股份。汇聚科技与立讯精密在产品线、客户群体上形成有效互补，并在精密制造、数字化管理及经营理念上相互赋能。依托控股关系，双方已实现客户、供应商及市场资源的整合共享，汇聚科技亦能充分借助立讯精密的设备、设施、技术和研发能力等，提升核心竞争力。

图 3:公司股权架构

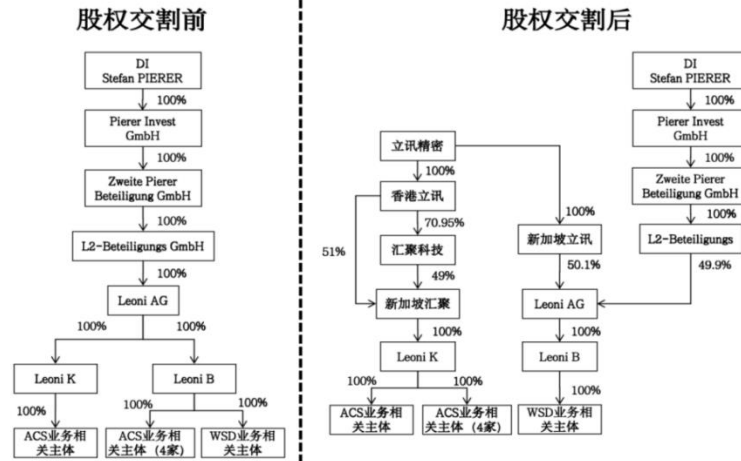


数据来源：公司官网，中信建投证券，数据截止2025年8月

公司收购德晋昌，强化关键原材料控制能力。2025年8月28日，汇聚科技与德晋昌投资有限公司签署收购协议，以总代价4.6亿港元收购其全部股权，其中1.3亿港元以现金支付，余下3.3亿港元通过发行代价股份的方式支付。德晋昌旗下布局惠州、南通及泰国三地铜线生产基地，具备成熟的制造体系与东南亚产能基础。本次收购对汇聚的战略价值主要体现在三个方面：首先，通过向上游铜材产能延伸，公司能够直接掌控关键原材料的质量与供应节奏，降低成本波动，对下游定制产品交付形成更强保障。其次，德晋昌在东南亚产能较为成熟，将显著提升公司在全球供应链中的灵活性，有助于减轻贸易壁垒或关税变化带来的潜在风险。

新加坡汇聚正式收购莱尼汽车电缆解决方案业务，汇聚科技持有49%股权。2024年9月，立讯宣布启动对莱尼汽车电缆解决方案业务（ACS）的收购。按照最终确定的方案，立讯通过旗下香港立讯与汇聚共同成立的新加坡汇聚平台，以3.2亿欧元收购Leoni K 100%股权，汇聚持有该平台49%股权，从而间接持有莱尼ACS的相关权益，该交易于2025年7月10日正式完成。莱尼作为全球百年汽车线缆巨头，长期服务梅赛德斯-奔驰、宝马、大众、雷诺等欧洲主流整车企业，并在车载以太网、高压线缆与智能驾驶线缆等领域具备领先技术。其全球化产能布局遍布欧洲、北美与亚洲，构成全球知名车企体系中不可替代的重要供应商。此次收购对汇聚的战略意义深远，公司以此进入技术要求更高、认证周期更长的高端汽车线缆市场，与全球汽车电动化和智能化大趋势高度契合。

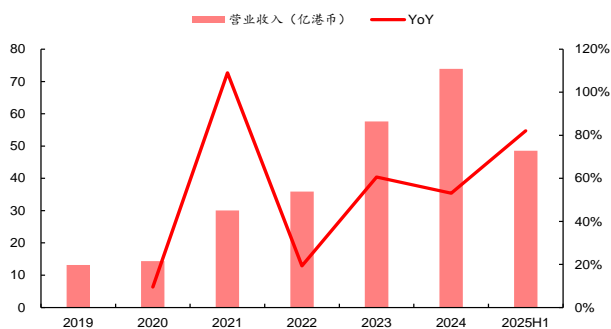
图 4: Leoni K 股权交割示意图



数据来源: 公司官网, 中信建投证券

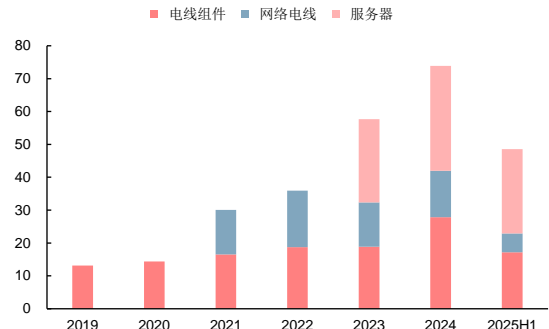
公司近年来不断实现了规模扩张与结构转型。过去五年, 公司在营收规模、业务结构与盈利能力方面实现多维度提升。2019 - 2024 年公司营收从 13.14 亿港元快速增长至 73.89 亿港元, 复合增长率高达 41.3%。2025H1 公司延续高增长态势, 实现营收 48.54 亿港元, 同比增速高达 82.1%。其中, 电线组件、数字电线与服务器三大主力业务全面开花, 2024 年电线组件业务收入同比+61.0%, 数字电线+63.7%, 服务器业务+42.9%。公司近年来的净利润与毛利润均保持强劲增长, 2024 年公司实现毛利润 10.8 亿港元, 同比+58.6%。实现净利润 4.5 亿港元, 同比+62.7%, 25H1 延续高增, 净利润与毛利润同比分别+47.1%和+30.4%。

图 5: 2019-2025H1 公司营业收入及增长率



数据来源: iFind, 中信建投证券

图 6: 2019-2025H1 公司营收构成 (亿港元)

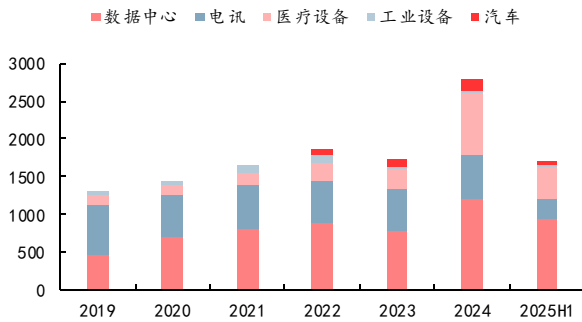


数据来源: iFinD, 中信建投证券

电线组件是公司营收和盈利的核心业务。受益于全球 AI 兴起, 2024 年起电线组件业务开启营收高增长, 该业务营收规模从 2019 年的 13.1 亿港元稳步增长至 2023 年的 17.3 亿港元。受益于数据中心、医疗业务驱动, 2024 年营收同比高增 61%; 2025H1 持续受数据中心业务高增带动, 收入同比+29.6% 至 17.2 亿港元。2023-2025H1 公司电线组件营业利润率由约 9.1% 逐步快速提升至约 20.6%。25H1 数据中心订单高增长, 占电线业务的营收比重同比+12pct 至 55%, 显著带动电线组件业务总体营业利润率约同比+2.0pct 至 20.6%。

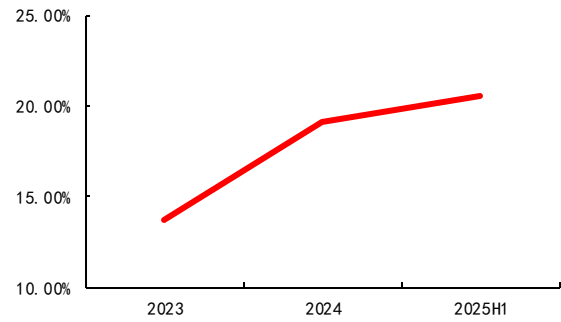
请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

图 7: 2019-2025H1 电线组件营收（百万港元）



数据来源: iFind, 中信建投证券

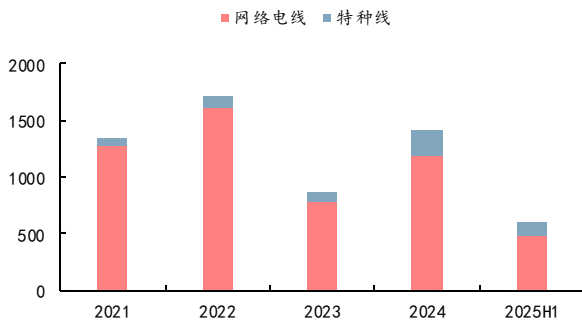
图 8: 2023-2025H1 电线组件业务营业利润率



数据来源: iFinD, 中信建投证券

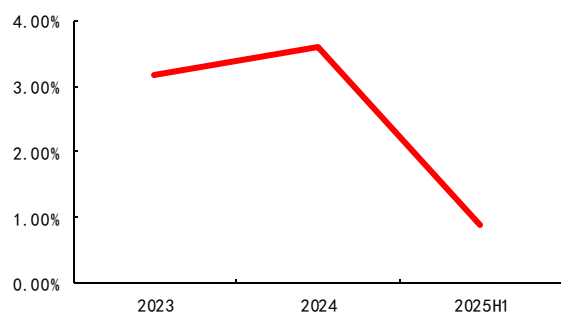
数字电线受宏观因素影响近年来总体营收呈波动态势。数字电线业务由网络电线、特种线两部分构成，网络电线贡献主要营收，特种线规模较小但增速较高。近年来公司数字电线业务呈现波动态势。2021-2024 收入由 13.5 亿港元增至 14.2 亿港元，2025H1 数字电线业务同比-21.4% 至 5.7 亿港元，主要系网络电线业务受关税影响导致海外订单的部分受到影响。2025H1 数字电线盈利能力短期承压，营业利润率下滑至约 0.94%，主要系上半年关税影响网络电线海外订单下滑所致；然而特种线分部受高速电缆需求驱动仍延续增长，预计未来利润率相对较高的高速线缆有望持续助力该分部结构改善。

图 9: 2019-2025H1 数字电线业务营收（百万港元）



数据来源: iFind, 中信建投证券

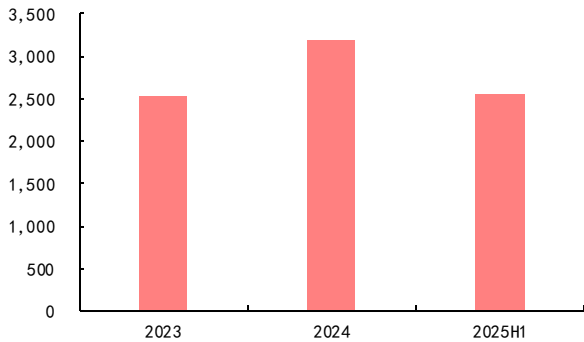
图 10: 2023-2025H1 数字电线业务营业利润率



数据来源: iFinD, 中信建投证券

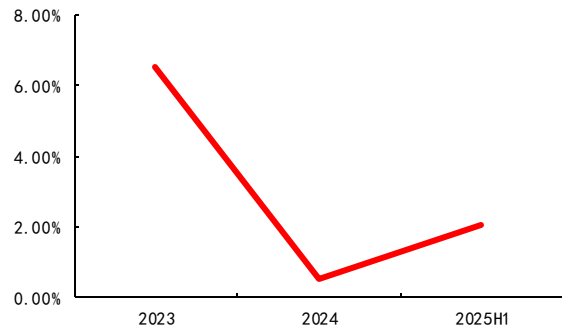
在立讯精密体系的支持下，公司服务器业务领域快速放量，成为推动公司规模扩张的重要力量。公司自 2022 年拓展服务器业务，2023-2024 服务器营收由 25.3 增至 31.9 亿港元，25H1 服务器业务实现同比 318% 的高增长，营收达 25.6 亿港元。在盈利能力方面，25H1 营业利润率约 2.1%，后续产品结构升级、规模效应有望带动盈利能力持续提升。

图 11: 2019-2025H1 服务器业务营收（百万港元）



数据来源: iFind, 中信建投证券

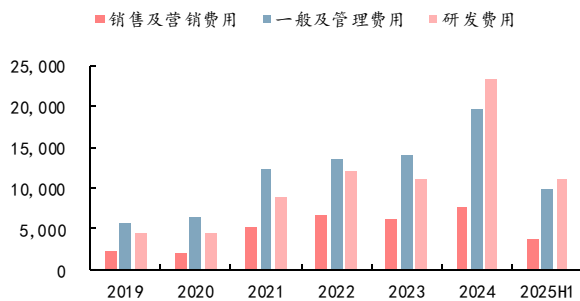
图 12: 2023-2025H1 服务器业务营业利润率



数据来源: iFind, 中信建投证券

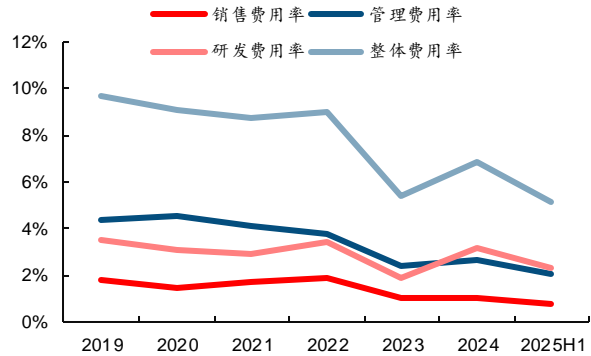
公司积极投入研发，严格管控费用率水平。2024 公司研发、管理和销售费用共 5.1 亿港元，同比+89.0%，主要受到服务器新品开发投入及新厂房投运的影响，费用率同比上升 1.46pct 至 6.7%。其中公司的销售费用率整体呈现下降趋势，管理费用率 2024 年有所上升，主要源于员工成本上升、信贷亏损拨备及资产减值等因素，研发方面，公司持续投入于员工成本、服务器及测试材料等关键领域，研发费用率在 2024 年同比提升 1.25pct 至 3.15%，2025H1 随着公司业务规模的扩大，公司整体费用率同比下滑 2.7pct 至 5.1%。

图 13: 公司 2019-2025H1 年公司经营费用（万港元）



数据来源: iFind, 中信建投证券

图 14: 公司 2019-2025H1 经营费用率



数据来源: iFind, 中信建投证券

2 数通：AI 算力需求旺盛，公司卡位光电互连核心赛道

2.1 MPO: AI 推动光模块迭代，MPO 用量快速增长

光纤连接器又称光纤跳线，是光通信器件中的关键组成部分。MPO 主要用于实现光纤与光纤、光纤与设备之间的快速、灵活连接。其核心作用在于通过精密设计的插芯与对中结构，将两根光纤的端面精准对准，从而保证光信号高效、稳定地传输。光纤跳线支持重复插拔与灵活配置，广泛应用于光纤线路对接、光收发模块接口连接以及光器件之间的耦合。优良的光纤连接器需具备低插入损耗、高回波损耗及可靠的机械性能，以确保信号传输质量，同时为光纤网络的部署、维护与管理提供便利。

图 15: MPO 连接器与光模块连接结构示意图

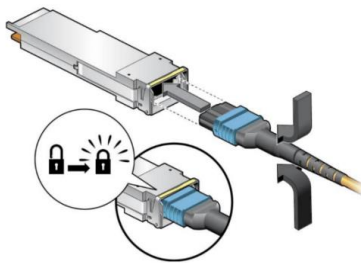
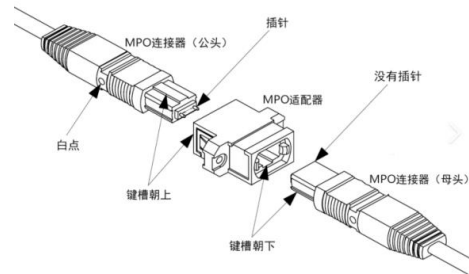


图 16: MPO 连接器内部结构



数据来源：华瑞高光子官网，中信建投证券

数据来源：态路通信，中信建投证券

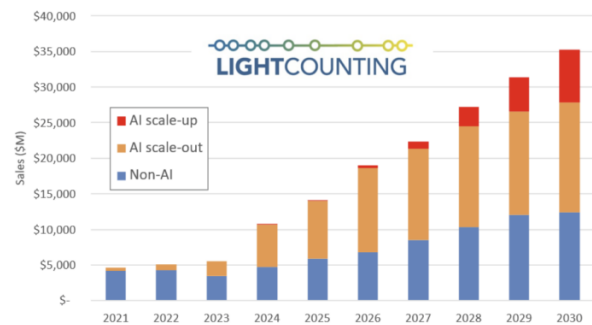
AI 推动光模块迭代周期缩短，光模块市场未来将步入更具持续性的发展阶段。随着 AI 技术的突破与算力需求的爆发，全球数据中心建设进入高速扩张期，推动了密集连接技术的迭代升级与应用推广。作为数据中心的基础设施，综合布线系统承担着保障数据高速稳定流通的关键功能。根据 LightCounting 预测，2023-2025 年期间，光模块市场年增长率将达 30-35%，在 AI 纵向扩展与横向扩展网络建设的直接推动下，以太网光模块市场（含重定时模块、线性驱动可插拔模块 LPO 及共封装光学 CPO）呈现爆发式增长，2026-2030 年，市场增长动能将持续由 AI 集群的深度部署所驱动，期间 CPO 技术预计将凭借其更高的带宽密度和可靠性，成为扩展网络连接的关键选择。

图 17: 光模块升级周期缩短至此前的一半



数据来源：LightCounting，中信建投证券

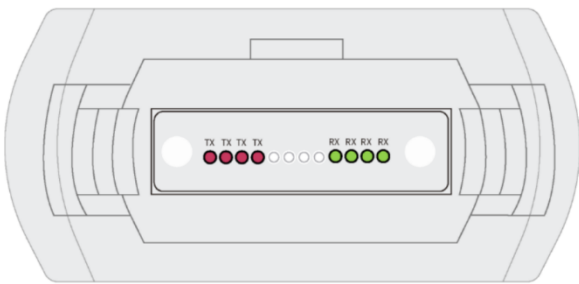
图 18: 全球光模块市场预测



数据来源：LightCounting，中信建投证券

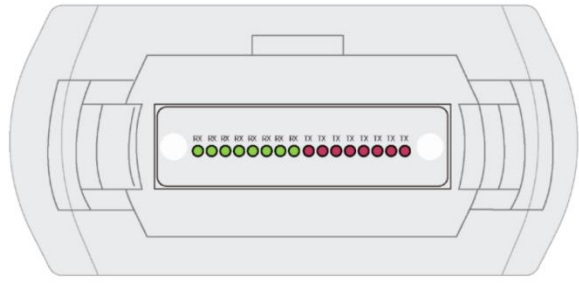
受益于 AI 浪潮，光模块迭代驱动 MPO 实现量价齐升。在 AI 数据中心升级与高算力需求的推动下，MPO 光纤连接器因其高密度集成与模块化特性，正成为光通信架构中的关键环节。随着光模块速率从 400G 向 800G 及 1.6T 演进，传输通道数量成倍增加，例如 800G 光模块需同时使用 16 根光纤进行并行传输。MPO 连接器通过单一插头集成多根光纤（如 12 芯、16 芯乃至 24 芯），能够以一根跳线替代大量传统 LC 跳线，显著优化机柜空间利用率，降低布线复杂度，并支持设备快速部署与后期灵活扩展。光模块速率提升不仅直接带动 MPO 用量增加，也推动其向更高芯数与更大容量发展。

图 19: 400G 光模块光口芯数示意图 (8-12 芯)



数据来源：易飞扬通信，中信建投证券

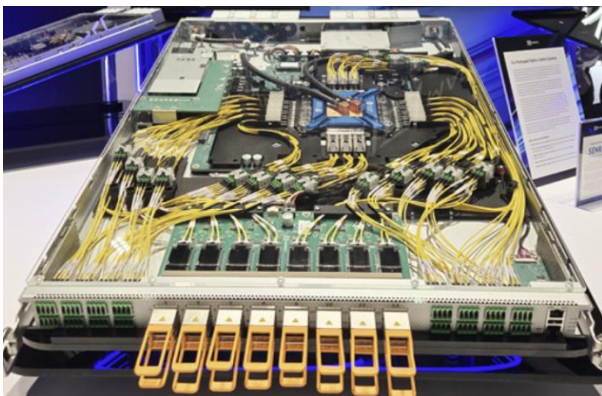
图 20: 800G 光模块光口芯数示意图 (16 芯)



数据来源：易飞扬通信，中信建投证券

CPO (Co-Packaged Optics) 是光通信领域解决高速率与低功耗矛盾的关键技术路径。不同于传统光模块独立插拔的形态，CPO 通过将光引擎（如激光器、调制器、探测器等）与交换芯片（如 ASIC）进行同一个封装体的近距离合封，最大限度缩短了电信号在 PCB 板上的传输路径。这种物理距离的拉近，有效规避了高频信号长距离传输带来的损耗难题。相比传统可插拔光模块，CPO 可实现功耗降低 50% 以上，同时显著减小模组体积并降低传输延迟。凭借高带宽密度与能效优势，CPO 正成为支撑 AI 大模型与高性能计算中心（HPC）持续扩容的底层互连基石。

图 21: 数据中心 CPO 交换机



数据来源：Marvell 官网、中信建投证券

图 22: SENKO 和 Marvell 联合开发的 CPO 服务器托盘



数据来源：Marvell 官网、中信建投证券

CPO 的架构变化使得每台设备的 MPO 类连接器用量和价值占比大幅提升。CPO 是未来的技术发展趋势，

汇聚科技深度绑定全球头部客户，并积极布局海外产能。公司不仅依托母公司立讯在资金、技术研发与全球化产能方面的协同支持，更与谷歌等头部客户保持长期紧密合作，共同推动产品迭代，已建立起稳固的客户壁垒与技术优势，随着全球 AI 算力集群建设进入高速发展期，公司凭借在高性能光互连领域的卡位优势，将持续受益于下游客户对高速光模块的确定性强劲需求。同时，公司借助立讯的自动化技术与产能资源，不断提升生产效率和良率，有效支撑产能释放与毛利率优化。此外，公司积极布局全球化战略，布局海外生产基地，公司的墨西哥生产基地计划在 26Q1 正式投产，欧洲、东南亚等基地也具备灵活的扩产空间，海外产能的布局有望进一步拓展客户覆盖并打开新增量市场，驱动业务迈向新一轮成长周期。

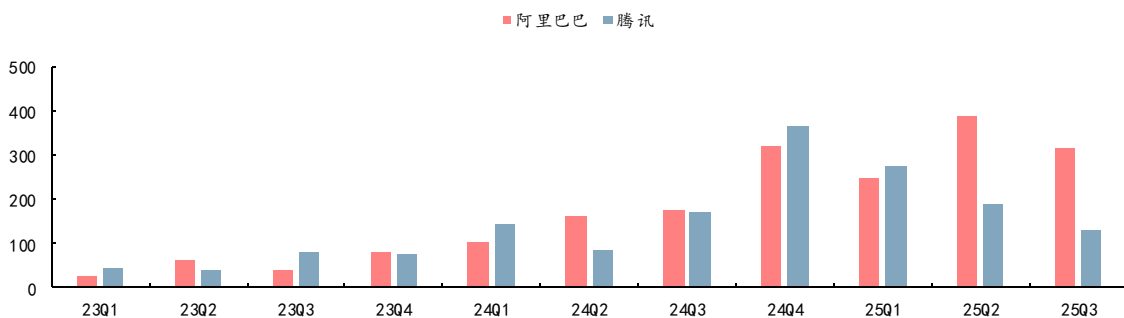
随着光模块速率向 800G/1.6T 演进以及 CPO 技术的推进，MPO 作为光通信架构中的核心连接元件，其市场规模持续提升。MPO 业务是汇聚的核心利润来源，卡位谷歌等海外云大厂供应链，未来几年有望进一步扩大业务规模，并带动整体营业利润实现显著增长。

2.2 服务器：高景气赛道，公司增长新曲线

服务器业务自 2022 年正式切入以来，已迅速成长为公司最具战略价值的核心业务之一。借助立讯精密长期积累的客户资源、供应链基础与自动化制造能力，汇聚科技以 JDM/ODM 模式切入 AI 服务器、边缘计算服务器、存储服务器以及整机柜等核心产品领域。

AI 赋能下，算力基建需求大幅增长。伴随 AI 大模型的成熟和训练成本的下降，AI 的应用场景不断丰富，这也进一步拉动算力基建需求，当前国内互联网企业纷纷提升与算力相关的资本开支。2025Q3 阿里资本开支达到 315 亿元，同比+77.97%，并提出未来三年在云和 AI 的基础设施投入预期将超越过去 10 年的总和。当前公司的客户以国内头部 CSP 厂商为主，将充分受益于国内互联网客户 CAPEX 的增长。

图 27: 阿里和腾讯资本性支出（亿元）



数据来源：公司官网，中信建投证券

公司服务器业务核心竞争力在于：（1）深度定制化研发能力：依托股东立讯精密的技术支持和客户关系，公司能够从研发阶段即与客户深度合作，提供全系列服务器的定制化、高质量的解决方案；（2）一体化能力：公司积极投入研发，通过零部件自研提升毛利率；（3）资金能力：对于服务器业务而言，供应商需要有充足的资金实力进行算力卡的备货，这是保证客户供应稳定的关键。总结而言，公司服务器业务有望成为未来三年业绩增长的核心驱动力，与 MPO 光互连业务形成强相关的协同效应，构建“光互连 + 服务器”的战略增长双曲线。

3 汽车：收购莱尼汽车线缆业务，构建全球高端汽车线缆平台

新加坡汇聚收购莱尼汽车线缆业务，布局高端汽车线缆市场。Leoni 作为拥有百年历史的汽车电缆解决方案全球领导者，具备深厚的客户基础与品牌影响力，莱尼几乎是所有欧洲整车企业的供应商，同时供应约全球 80% 以上的汽车品牌。在全球布局方面，Leoni 拥有成熟的跨国生产研发体系，覆盖德国、东欧、北美及中国等核心市场。此次收购将直接补齐公司在中国产能布局、高端客户资源及线缆研发经验上的短板，实现海外市场的快速渗透。同时，莱尼丰富的海外产能也能为公司在数据中心等业务的出海提供有力支持。

图 28:莱尼汽车线缆业务全球化布局

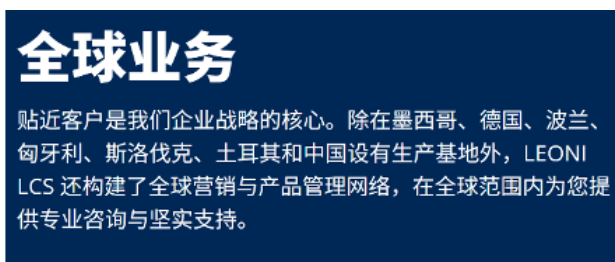
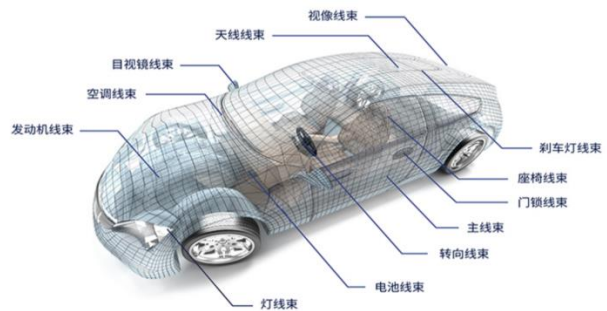


图 29:汇聚科技车载业务布局

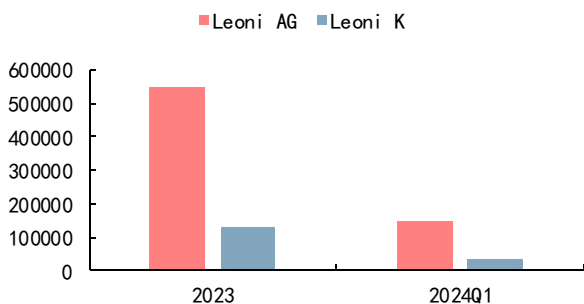


数据来源：汇聚科技（惠州）有限公司，中信建投证券

数据来源：公司官网，中信建投证券

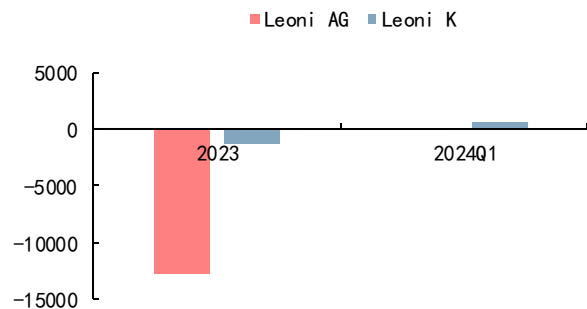
立讯协同赋能莱尼，有望显著增厚 Leoni K 业绩。2019 年以来，受疫情冲击、原材料及能源成本攀升、内部管理调整与资产减值等因素拖累，Leoni K 连续多年处于自由现金流与净利润为负的状态。2023 年，公司通过实施《企业稳定与重组法》完成债务重组，债权人免除约 7.08 亿欧元债务，使负债规模缩减近半，为业务恢复奠定基础。此后公司财务状况逐步改善，2024 年 Q1 Leoni K 实现净利润 658 万欧元，Leoni AG 营收约为 12.91 亿欧元，净利润为 164 万欧元，转亏为盈。收购后，控股股东立讯精密将对 Leoni Kable 进行全方位战略赋能，通过集团强大的资源协同优势，全面优化其运营体系与财务结构，公司未来盈利能力有望显著提升。此外，立讯精密在汽车线束、连接器等多个汽车电子领域开展深度布局，客户资源丰富，有望在产业链上下游供应链、管理运营、商务拓展、国内客户资源等方面对 Leoni K 开展全方位赋能，同时，借助汇聚和立讯的平台，Leoni K 未来有望在消费、工业、医疗等多个领域进行扩展，打开长期的成长空间。

图 30: Leoni AG 及 Leoni K 营收情况（单位：万欧元）



数据来源：立讯精密公告，中信建投证券

图 31: Leoni AG 及 Leoni K 净利润情况（单位：万欧元）



数据来源：立讯精密公告，中信建投证券

4 医疗：需求升级推动市场扩容，资源协同与科技投资驱动快速增长

高端化、智能化和国产化共同推动医疗设备市场持续扩容。1) **高端化**：在全球老龄化与慢病负担加重的背景下，影像诊断、微创手术及重症监护等高端领域需求增速显著。此类设备对连接组件的信号屏蔽性、耐弯曲度及生物兼容性提出了严苛要求，大幅推高了供应链的价值壁垒与单品附加值；2) **智能化**：智能医疗时代，AI 辅助诊断要求线束具备超高带宽、低延迟，手术机器人则对精密传动与控制线缆提出了极致的可靠性要求，新技术渗透不仅提升了零部件价值量，更为提供一体化解决方案的厂商打开了广阔空间；3) **国产化加速**：中国医疗器械行业正经历黄金窗口期，本土头部企业正加速崛起，带动上游优质供应链企业成长。

汇聚科技医疗业务产品覆盖场景广泛。(1) **医学成像场景 (MRI/CT/超声波室)**：核心产品包括高精度的磁共振成像 (MRI) 线圈电缆，采用多芯同轴设计，具备极佳的信号屏蔽与弯曲特性 (经测试可承受超 65,000 次弯曲循环)，超声波传感器电缆专为超声诊断系统设计，采用极细直径与微同轴工艺，满足高灵活性操作需求 (弯曲寿命超 30,000 次)。(2) **病房监护与临床护理场景 (心脏监测仪、氧饱和度监测仪)**：核心产品包括便携式超声波传感器电缆 与各类监护仪连接组件。该产品引入了消费电子级的便捷性设计 (如 USB Type-C 至 Micro B 接口)，支持设备间的可更换互连与热插拔功能，同时保持医疗级的高电气性能 (弯曲周期超 10,000 次)，有效提升了医护人员的操作效率。(3) **外科手术与急救场景 (血流系统、心肺机)**：核心产品包括重点布局呼吸加热器组件等生命支持系统配件。该组件支持系统通过软管将气流加湿并加热传送至患者，直接改善呼吸情况。此类产品对材料的安全性和耐高温、耐腐蚀性能有着严苛的医疗级认证要求。

立讯深度赋能，医疗业务实现快速增长。2024 年医疗业务营收同比增长 217% 至 8.2 亿港元，这主要得益于：

(1) 立讯精密的深度赋能，公司导入了全球 Top 2 医疗器械厂商的 CMO 合作模式，并直接复用了立讯开发的六大类医疗级连接器标准，实现了技术与客户资源的跨越式升级。(2) 自身产能的显著扩张，随着昆山与江西两座现代化新厂房的投产，公司交付能力显著提升，能够快速响应疫情后持续增长的健康设备订单需求。

图 32: 汇聚科技医疗器材产品及应用场景



数据来源：公司官网、中信建投证券

图 33: 立讯精密医疗产品及应用场景



数据来源：立讯精密年报，中信建投证券

公司积极进行医疗方面的科技投资，实现从医疗线束向整机医疗设备代工的业务升级。2024 年 7 月，公司先后完成对日本 Cosmic M.E. Inc. 及英国 Valkyrie Industries Limited 的战略入股，精准卡位关键赛道。战略协同上，依托 Cosmic M.E. Inc. 逾 30 年的电子医疗仪器研发制造经验及其成熟的日本生产设施，公司快速补齐了整机制造能力，能够实时提供高质量医疗产品。借助英国初创公司 Valkyrie Industries 在触觉传感与虚拟现实领域的 7 年深耕及其专利可穿戴技术，公司成功切入神经肌肉恢复、游戏康健等前沿领域。2025 年 4 月公司成功投资一家总部设于英国的初创企业，该公司的产品定位为可穿戴机械仪器，其结合纺织品、铜线和 AI 科技，凭藉非侵入式可穿戴产品，强化肌肉力量并促进骨骼愈合，同时亦能实时侦测人体活动。这些布局不仅助力公司推进可穿戴设备与康复监测产品的量产及全球渠道拓展，更通过高附加值产品显著提升了单价与利润率，为公司

打开全球数百亿规模的医疗设备市场奠定了坚实基础。

5 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2025 年-2027 年营业收入分别为 120.8 亿、170.6 亿和 190.6 亿港元，同比增长 63%、41% 和 12%，对应归母净利润分别为 7.4 亿、13.2 亿和 17.4 亿港元。**关键假设：**

(1) 电线组件：该业务包含数据中心、电信、医疗设备、工业设备和汽车五大下游应用领域，数据中心是公司电线组件板块中收入规模最大以及成长最快的部分，近年来直接受益于全球 AI 算力建设的浪潮，保持旺盛需求与高出货水平。MPO 作为光通信架构中的核心连接元件，其市场规模持续提升，公司的 MPO 业务已成功卡位全球头部 CSP 客户供应链，未来有望进一步扩张海外产能建设且拓展客户群体，并带动整体营业利润实现显著增长。我们预计 2025-2027 年该业务收入分别为 38.3 亿、48.1 亿、59.9 亿港元，考虑到数据中心业务占比的提升，以及自动化率的提升，该业务的营业利润率也将积极提升。

(2) 数字电线：该业务主要包含网络电线和特种线，网络电线目前以 Cat 6/6A 产品为主，未来产品结构有望向更高规格升级，该业务在 2025 上半年受关税等因素影响，部分海外订单有所下滑。特种线业务覆盖工业通讯、铁路交通及 HDBT 高清数据通讯电缆等细分领域，近年来，在 AI 算力建设等需求的直接推动下，其高速电缆产品增长显著，预计未来将保持快速发展态势。预计 2025-2027 年该业务收入分别为 12.4 亿、12.8 亿、14.2 亿港元。

(3) 服务器：公司于 2022 年切入服务器业务，主要采用 JDM/ODM 模式。在 AI 算力需求爆发的驱动下，该业务收入实现高速增长，预计 2025-2027 年该业务收入分别为 70.1 亿、94.7 亿、116.5 亿港元。

(4) 铜线：2025 年公司正式完成德晋昌收购，考虑到德晋昌部分对内销售后，我们预计 2026-2027 年该业务的营业收入为 15 亿、15.75 亿港元。

图 34: 公司营业收入营业利润拆分

百万港币	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	4826.0	7388.8	12077.7	17060.4	19055.3
YOY		53%	63%	41%	12%
电线组件业务	1729	2784	3828	4811	5992
YOY		61.0%	37.5%	25.7%	24.6%
数字电线业务	866	1417	1,236	1,281	1,417
YOY		63.6%	-12.8%	3.7%	10.6%
服务器业务	2231	3188	7014	9468	11646
YOY		42.9%	120.0%	35.0%	23.0%
铜线				1500	1575
YOY					5.00%

数据来源: wind, 中信建投证券

相对估值方面，我们选取与公司业务相似的太辰光、致尚科技、仕佳光子和立讯精密为可比公司，根据 Wind 一致预期，2025 年-2027 年可比公司平均 PE 为 71.3 倍、57.2 倍和 44.1 倍，公司的 PE 分别为 41.1 倍、22.9 倍和 17.5 倍。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

图 35: 可比公司估值

代码	简称	最新价	总市值 (亿)	归母净利润 (亿)			归母净利润增速 (%)			P/E(倍)		
				25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
300570.SZ	太辰光	115.56	262.47	4.21	6.84	10.26	61.3%	62.2%	50.0%	62.3	38.4	25.6
301486.SZ	致尚科技	190.47	245.10	2.23	2.04	2.48	231.5%	-8.5%	21.6%	109.9	120.1	98.8
688313.SH	仕佳光子	88.19	398.61	4.40	7.59	10.66	577.5%	72.5%	40.5%	90.6	52.5	37.4
002475.SZ	立讯精密	52.22	3,804.66	169.26	214.64	263.02	26.6%	26.8%	22.5%	22.5	17.7	14.5
均值										71.3	57.2	44.1
1729.HK	汇聚科技	15.32	303.67	7.39	13.24	17.36	64.0%	79.1%	31.2%	41.1	22.9	17.5

数据来源: wind, 中信建投证券, 数据截止 2026/2/2 注: 汇聚科技的单位为港币, 可比公司均为人民币

投资建议:我们预计公司 2025 年-2027 年营业收入分别为 120.8 亿、170.6 亿和 190.6 亿港元,同比增长 63%、41% 和 12%, 对应归母净利润分别为 7.4 亿、13.2 亿和 17.4 亿港元, 当下市值对应的 PE 分别为 41.1 倍、22.9 倍和 17.5 倍, 首次覆盖, 给予买入评级。

6 风险分析

下游行业景气波动风险：公司主要产品广泛应用于数据中心、光通信、汽车、服务器及医疗设备等多个领域，业务高度依赖下游资本开支与行业景气度。如果全球 AI 算力建设节奏放缓、汽车智能化渗透不及预期，或医疗器械市场出现周期性波动，将可能影响客户采购节奏，从而对公司的订单需求与收入表现造成不确定性。

主要原材料价格与供应稳定性风险：铜材、精密塑胶件、光学器件等核心原材料的价格波动，会对公司成本结构造成影响。尽管公司逐步推进上游垂直整合以强化成本可控性，但若原材料价格大幅上涨或供应链受地缘政治、物流扰动影响，公司可能面临成本压力无法完全向下游转嫁的情况，进而对毛利率形成不利影响。

汇率波动风险：公司收入和成本覆盖美元、港元、人民币及欧元等多种货币，汇率波动将对结算金额、汇兑损益和盈利表现产生影响。虽然公司通过外汇套期保值管理部分风险，但若国际货币市场波动加剧，仍可能导致短期财务波动。此外，公司产能布局遍布多国，需面临各地贸易政策、税务制度与营商环境变化带来的不确定性。

宏观环境及突发事件影响风险：全球宏观经济波动、原材料供应链扰动、国际贸易摩擦升级，或自然灾害、公共卫生事件等突发因素，均可能影响公司上下游生产经营稳定性，进而对公司业务拓展、产能利用率及整体盈利带来不利影响。

盈利预测假设不成立的风险：盈利预测基于公司下游应用领域需求做出假设预测公司产品销售数量，存在实际需求数量比预期数量少的可能，从而导致公司收入出现下降，根据敏感性测算，如果产品销售数量下降 10%，公司对应收入下降 10%/20%，归母净利润下降约为 10.06%/20.13%。

报表预测

资产负债表 (百万港元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,866.74	3,783.54	6,877.51	9,691.08	10,749.83
现金	1,262.65	550.25	603.88	853.02	952.76
应收票据及应收账款合	1,266.54	1,481.74	2,811.89	3,971.95	4,436.40
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	43.79	102.19	125.26	176.94	197.63
存货	2,050.56	1,391.13	2,928.68	4,113.12	4,519.63
其他流动资产	243.20	258.22	407.80	576.05	643.40
非流动资产	1,240.23	1,244.67	1,053.58	1,042.49	1,131.40
长期投资	0.00	10.69	10.69	190.69	470.69
固定资产	880.19	920.15	775.99	631.83	487.68
无形资产	343.65	281.60	234.66	187.73	140.80
其他非流动资产	16.39	32.24	32.24	32.24	32.24
资产总计	6,106.96	5,028.21	7,931.10	10,733.57	11,881.24
流动负债	4,270.64	3,134.49	5,144.33	6,722.21	6,315.46
短期借款	2,760.44	1,385.00	2,075.79	2,407.48	1,557.19
应付票据及应付账款合	867.34	1,396.52	2,291.21	3,217.84	3,535.87
其他流动负债	642.86	352.97	777.33	1,096.89	1,222.40
非流动负债	692.26	114.67	345.90	385.37	385.37
长期借款	551.81	5.63	236.86	276.33	276.33
其他非流动负债	140.45	109.04	109.04	109.04	109.04
负债合计	4,962.89	3,249.16	5,490.22	7,107.58	6,700.84
少数股东权益	11.72	12.90	13.62	14.91	16.61
股本	19.46	19.49	1,019.49	2,019.49	3,019.49
资本公积	1,112.89	1,746.67	746.67	-253.34	-1,253.34
留存收益	0.00	0.00	661.10	1,844.93	3,397.64
归属母公司股东权益	1,132.35	1,766.15	2,427.26	3,611.08	5,163.80
负债和股东权益	6,106.96	5,028.21	7,931.10	10,733.57	11,881.24

现金流量表 (百万港元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-1,447.992	1,047.988	-728.7655	105.8975	1,211.5644
净利润	215.89	450.50	740.02	1,325.14	1,738.06
折旧摊销	92.00	101.58	191.09	191.09	191.09
财务费用	55.82	73.24	73.08	99.56	89.54
其他经营现金流	-1,811.69	422.67	-1,732.95	-1,509.89	-807.12
投资活动现金流	-2,310.73	673.43	11.65	11.65	11.65
资本支出	-214.76	-211.11	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-2,095.97	884.54	11.65	11.65	11.65
筹资活动现金流	3,834.27	-1,646.74	770.75	131.59	-1,123.47
短期借款	1,972.30	-1,375.45	690.79	331.69	-850.29
长期借款	277.79	-546.18	231.22	39.48	0.00
其他筹资现金流	1,584.17	274.89	-151.27	-239.58	-273.18
现金净增加额	75.54	74.68	53.63	249.14	99.75

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

利润表 (百万港元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,764.84	7,388.75	12,077.66	17,060.39	19,055.29
营业成本	5,140.17	6,310.14	10,495.49	14,740.17	16,196.99
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	61.40	76.56	108.70	136.48	190.55
管理费用	250.09	430.00	543.49	750.66	876.54
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	55.82	73.24	73.08	99.56	89.54
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	-0.65	0.00	180.00	280.00
营业利润	257.35	498.16	856.90	1,513.51	1,981.66
其他非经营损益	-1.11	37.57	13.71	13.71	13.71
利润总额	256.24	535.73	870.61	1,527.22	1,995.37
所得税	40.35	85.23	130.59	202.08	257.31
净利润	215.89	450.50	740.02	1,325.14	1,738.06
少数股东损益	0.75	-0.37	0.72	1.29	1.70
归属母公司净利润	215.14	450.87	739.30	1,323.84	1,736.37
EBITDA	404.06	710.55	1,134.77	1,817.87	2,275.99
EPS (元)	0.11	0.23	0.37	0.67	0.88

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	60.58	28.17	63.46	41.26	11.69
净利润(%)	28.30	108.68	64.27	79.07	31.16
获利能力					
毛利率(%)	10.84	14.60	13.10	13.60	15.00
销售净利率(%)	3.74	6.10	6.13	7.77	9.12
ROE(%)	19.00	25.53	30.46	36.66	33.63
ROIC(%)	12.42	12.74	24.94	29.41	28.57
偿债能力					
资产负债率(%)	81.27	64.62	69.22	66.22	56.40
净负债比率(%)	179.15	47.24	70.01	50.49	17.00
流动比率	1.14	1.21	1.34	1.44	1.70
速动比率	0.60	0.68	0.69	0.74	0.88
营运能力					
总资产周转率	0.94	1.47	1.52	1.59	1.60
应收账款周转率	4.55	4.99	4.30	4.30	4.30
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.23	0.37	0.67	0.88
每股经营现金流(最新)	-0.73	0.53	-0.37	0.05	0.61
每股净资产(最新摊薄)	0.57	0.89	1.22	1.82	2.61
估值比率					
P/E	141.15	67.35	41.08	22.94	17.49
P/B	26.82	17.19	12.51	8.41	5.88
EV/EBITDA	7.27	2.40	15.81	18.50	21.14

分析师介绍

刘双锋

中信建投证券电子首席分析师。3年深南电路，5年华为工作经验，从事市场洞察、战略规划工作，涉及通信服务、云计算及终端领域，专注于通信服务领域，2018年加入中信建投通信团队。2018年IAMAC最受欢迎卖方分析师通信行业第一名团队成员，2018《水晶球》最佳分析师通信行业第一名团队成员。

王定润

电子行业分析师，复旦大学材料物理专业硕士，2019年加入中信建投证券研究发展部，2022年加入中信建投电子团队，覆盖消费电子、被动元器件、PCB产业链等。

梁艺

北京大学金融硕士，曾就职于浙商证券，主要覆盖消费电子等领域

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内 容。违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：(8610) 56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk