

# 立讯精密 (002475)

## 跨领域布局汽车/通信, 消费电子领军企业蓄力长期成长

买入 (首次)

2023年12月18日

证券分析师 马天翼

执业证书: S0600522090001

maty@dwzq.com.cn

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

研究助理 王润芝

执业证书: S0600122080026

wangrz@dwzq.com.cn

研究助理 孟璐

执业证书: S0600122080033

mengl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	214,028	255,095	296,734	348,387
同比	39%	19%	16%	17%
归属母公司净利润 (百万元)	9,163	11,030	14,241	18,203
同比	30%	20%	29%	28%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.28	1.54	1.99	2.55
P/E (现价&最新股本摊薄)	24.75	20.56	15.93	12.46

关键词: #第二曲线

### 投资要点

- **消费电子精密制造龙头, 跨领域布局汽车+通信蓄力长期成长:** 公司于2004年成立, 从电脑连接器横向拓展至消费电子领域产品并持续深耕, 执行深度绑定大客户战略, 实现消费电子领域千亿营收。同时前瞻性布局汽车电子和通信业务, 蓄力长期成长。
- **消费电子: 垂直整合奠定领军地位, 大客户 MR 新品注入新动能:** 立讯精密坚持精密制造、垂直整合平台化制造和大客户战略, 保障消费电子基本盘增长。**1) 纵向提升产品能力, 从零部件向整机组装持续深化布局:** 公司深度参与大客户产品迭代, 协同研发助力公司产品能力从零部件提升至模组、整机组装, 不断提升单机可供产品价值量并持续提升在大客户端份额, 助力业绩稳健增长。**2) 横向拓宽大客户产品线:** 核心客户发布全新 MR 产品, 公司凭借大客户深度合作关系, 直接参与 MR 产品组装以及部分零件供应, 有望持续受益于大客户新产品放量, 为消费电子板块业务注入新成长动能。
- **汽车: 致力打造汽车 Tier1 领导厂商。** 我们认为公司快速响应能力/一体化解决方案/成本控制等底层能力可实现跨界赋能。**1) 内部横向拓展+收购并行, 汽车业务营收稳步增长。** 公司于2011年成立汽车事业部, 主要生产汽车线束和连接器, 通过上市公司主体及母公司完成多笔收购逐步完善汽车业务布局。汽车业务营收仍处高速增长期。**2) 布局产品市场空间广阔, 产能储备充足。** 公司现有的汽车产品主要包括线束、连接器、新能源、智能网联、智能驾舱及智能制造, 单车 ASP 为 3-4 万元。因应汽车部分部件就近配套的特殊性, 公司目前在国内外已拥有多家制造基地就近服务客户, 密集布局汽车产能。**3) 业务开展模式: 积极对外合作主机厂, 快速提升综合能力。** 公司同步积极对外合作, 与广汽、奇瑞成立合资公司, 快速提升公司作为 Tier1 厂商的核心零部件综合能力。公司有望凭借【ODM 平台+消费电子经验+Tier1 产品竞争力】实现更多车企品牌【万元以上单车价值】的突破。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2023-2025 年归属母公司净利润 110/142/182 亿元, 对应 PE 为 21/16/12 倍。我们选取汽车零部件公司华阳集团/德赛西威/均胜电子以及消费电子类公司领益制造/东山精密作为立讯精密的可比公司, 可比公司估值均值为 30/21/16 倍(12月15日)。鉴于公司跨领域布局汽车+通信蓄力长期成长, 我们认为立讯精密应该享受更高估值, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 全球贸易环境不稳定风险; 新车型上量不及预期风险等

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	31.73
一年最低/最高价	25.00/35.58
市净率(倍)	4.35
流通 A 股市值(百万元)	226,419.54
总市值(百万元)	226,811.38

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	7.29
资产负债率(% ,LF)	61.15
总股本(百万股)	7,148.17
流通 A 股(百万股)	7,135.82

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 消费电子精密制造领军者，多领域发展蓄力业绩腾飞</b> .....	<b>5</b>
1.1. 垂直整合打造精密制造平台，前瞻布局增加核心竞争力.....	5
1.2. 智能制造业绩持续增长，高效成本管控费用率稳步降低.....	7
1.3. 战略眼光独到，平台化布局持续增强核心竞争力.....	8
<b>2. 垂直整合稳固消费电子基本盘，MR 打开成长天花板</b> .....	<b>10</b>
2.1. 垂直整合+大客户战略稳固行业地位.....	10
2.2. Vision Pro 引领空间计算新时代，深度参与大客户产品迭代.....	13
<b>3. 汽车：致力打造汽车 Tier1 领导厂商</b> .....	<b>16</b>
3.1. 内部横向拓展+收购并行，汽车业务营收稳步增长.....	16
3.1.1. 内部横向拓展+收购并行，汽车业务布局逐步完善.....	16
3.1.2. 汽车业务盈利能力稳定，营收仍处高速增长期.....	17
3.2. 布局产品市场空间广阔，公司产能储备充足.....	18
3.2.1. 线束：具备一站式线束解决方案能力.....	20
3.2.2. 连接器：可充分发挥垂直整合的协同优势.....	22
3.2.3. 智能座舱&智能驾驶：提供全面模块化产品.....	23
3.3. 业务开展模式：积极对外合作主机厂，快速提升综合能力.....	25
3.3.1. 收购奇瑞股权，加快立讯 Tier 1 能力提升.....	25
3.3.2. 与广汽成立合资公司，推动域控部件落地量产.....	26
<b>4. 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>26</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>27</b>

## 图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司重点业务布局.....	6
图 3: 公司股权结构图 (截至 2023 年三季报) .....	7
图 4: 公司 2018-2023Q1-3 营业收入及同比增速 .....	7
图 5: 公司 2018-2023Q1-3 归母净利润及同比增速 .....	7
图 6: 2018-2023H1 公司细分业务营收情况 (亿元) .....	8
图 7: 2023H1 各业务板块营收占比.....	8
图 8: 公司 2018-2023 年前三季度毛利率和净利率情况 .....	8
图 9: 公司 2018-2023 年前三季度三费率情况 .....	8
图 10: 历年来董事长王来春做出的重要战略决策.....	9
图 11: 公司业务未来布局.....	9
图 12: 全球消费电子市场收入预测.....	10
图 13: 2018-2022 A 客户消费电子电子产品收入情况.....	10
图 14: 立讯精密组装业务扩张历程.....	11
图 15: 立讯精密智能手机连接方案.....	12
图 16: 立讯精密 type-c 产品布局.....	12
图 17: 传统制造与智能制造对比.....	12
图 18: VR/AR/MR 对比图 .....	13
图 19: 全球 XR 头显出货量预测 .....	13
图 20: XR 各产品发展历程 .....	14
图 21: Vision pro 硬件示意图 .....	14
图 22: VisionOS 使用效果图 .....	14
图 23: Vision Pro 年出货量预测及同比增速.....	15
图 24: 立讯精密汽车业务发展历史.....	16
图 25: 汽车业务产品矩阵.....	17
图 26: 汽车业务营收 (左轴/亿元) 及同比增速 (右轴/%) .....	17
图 27: 汽车互联产品及精密组件出货量 (左轴/万套) .....	17
及单件 ASP (右轴/元) .....	17
图 28: 公司汽车业务毛利率 (%) .....	18
图 29: 汽车线束概览.....	20
图 30: 汽车线束分布.....	20
图 31: 线束发展趋势.....	20
图 32: 线束单车价值量提升.....	20
图 33: 2018 年全球线束厂商竞争格局.....	21
图 34: 汽车线束厂商认证体系 .....	21
图 35: 公司汽车线束产品.....	22
图 36: E/E 架构升级带来的变化.....	23
图 37: E/E 架构升级带来的变化.....	24
图 38: 奇瑞汽车股权结构整理 (截至 2023 三季报) .....	25
图 39: 智界 S7 .....	25
图 40: 立昇科技智能驾乘控制系统研发生产项目开工.....	26
图 41: 立昇科技股权架构.....	26

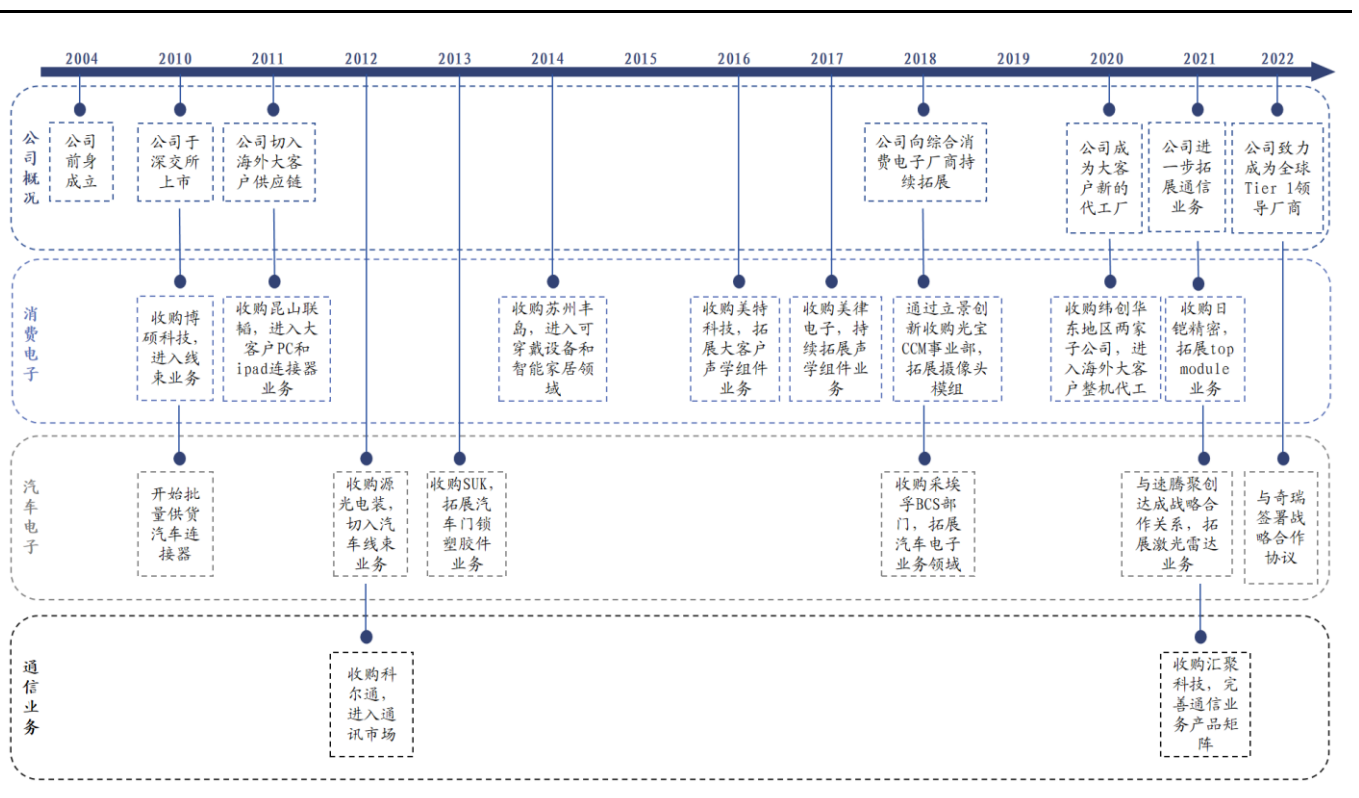
表 1: 公司部分汽车产品梳理.....	18
表 2: 公司部分汽车产品产能布局梳理.....	19
表 3: 由于线束原因导致的汽车召回案例.....	22
表 4: 立讯精密分业务收入拆分 (百万元) .....	26
表 5: 可比公司估值表 (2023 年 12 月 11 日) .....	27

## 1. 消费电子精密制造领军者，多领域发展蓄力业绩腾飞

### 1.1. 垂直整合打造精密制造平台，前瞻布局增加核心竞争力

消费电子精密制造领军企业，跨领域布局汽车+通信构筑第二成长曲线。立讯精密于2004年成立，最初的主营业务为生产电脑连接器。公司于2010年在深交所上市后，通过收购整合消费电子资源，横向拓展消费电子领域产品，同时垂直整合打造精密制造平台，顺利切入海外大客户供应链，在长期发展中与大客户形成深度绑定，为其多款产品提供模组及组装服务。此外，公司前瞻性布局汽车电子和通信业务，收购并购相关企业，积极拓展新能源汽车、5G基站、数据中心等多个领域，成果显著。目前公司提出“三个五年”战略目标，持续推进消费电子业务垂直整合扩大自身优势，并且利用汽车电子和通信业务打造公司增长“第二曲线”，在未来实现成为全球通信行业和汽车零部件Tier1领导厂商的目标。

图1：公司发展历程

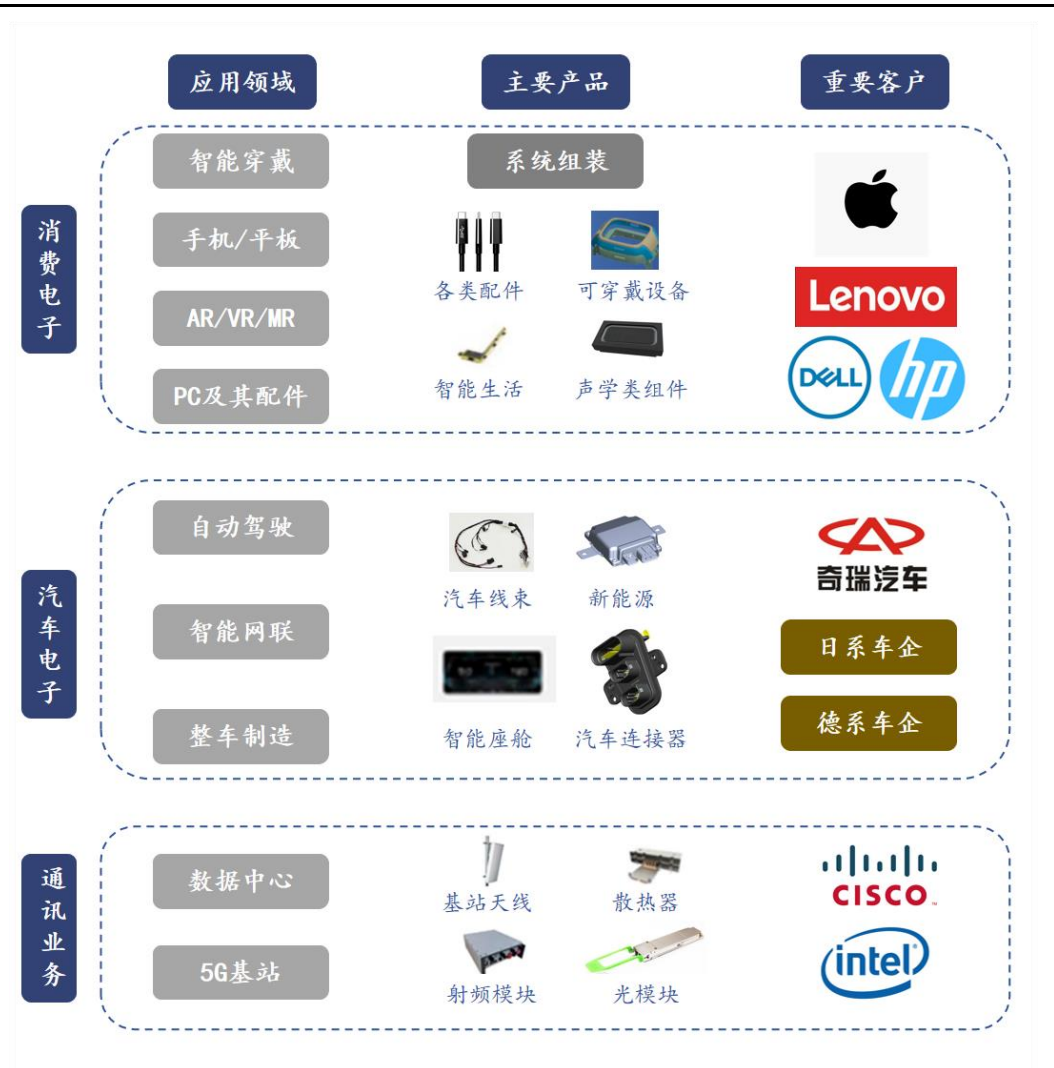


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

消费电子领域垂直整合绑定大客户，汽车电子+通讯产品拓展构筑增长新动力。公司产品业务布局呈现多元化和垂直一体化的特点，综合覆盖零部件、模组与系统组装，按领域可分为消费电子、汽车电子和通讯业务三大板块。1) 公司深耕消费电子领域多年，产品覆盖范围广泛。最初主营电脑连接器，2011年收购昆山联滔，将业务拓展至PC和平板连接器，顺利切入海外大客户供应链。自此公司围绕大客户拓展产品种类，切入可穿戴设备、智能家居、声学组件、摄像头模组等多块业务。2020年收购纬创华东地区

两家子公司，成为海外大客户的新组装厂，拓展整机组装业务。2021 年收购日铠电脑，进入 Top Module 代工业务。2) 公司汽车电子产品以汽车线束为基础，在此之上多线发展连接器、车载摄像头、智能座舱、智能网联等产品线。公司于 2021 年与激光雷达厂商速腾聚创达成战略合作关系，前瞻布局自动驾驶激光雷达产品。2022 年与奇瑞签署战略合作协议，与奇瑞公司合作建立整车 ODM 平台。3) 公司通讯业务主要围绕算力中心与无线基站布局，在算力中心场景中，公司由多品类的零组件、模组产品延伸至服务器整机组装。无线基站方面，公司覆盖天线、滤波器、射频单元等多条产品线，持续挖掘 5G 技术更新趋势。

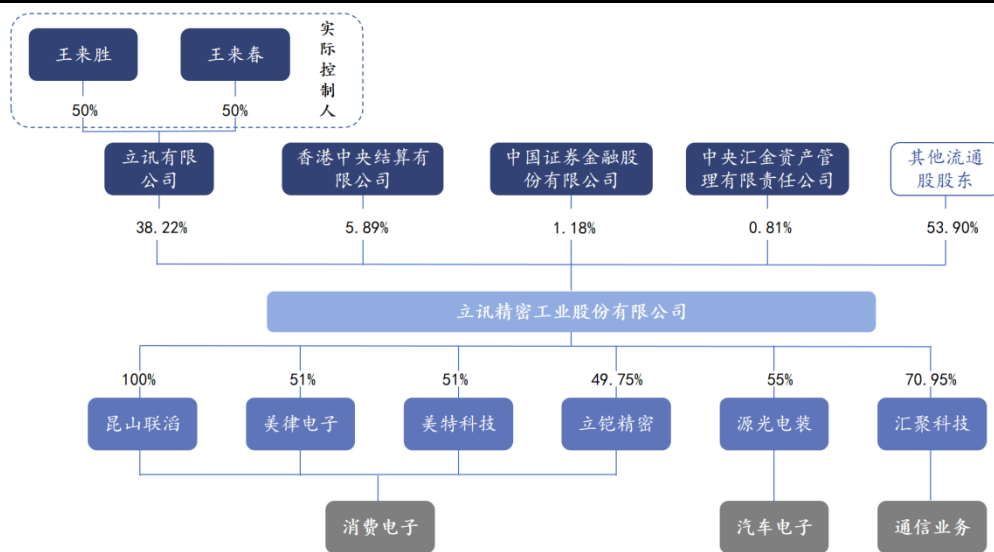
图2：公司重点业务布局



数据来源：公司官网，公司年报，东吴证券研究所

公司股权结构集中，实控人担任公司重要管理职位。公司股权结构稳定，立讯有限公司为发起人及控股股东。董事长王来春和副董事长王来胜为实际控制人，通过持股立讯有限公司控制立讯精密。公司下属子公司数量众多，细分板块业务广泛，多为业务拓展时期公司大量收购并购而来，体现出强大的资源整合能力。

图3：公司股权结构图（截至 2023 年三季报）

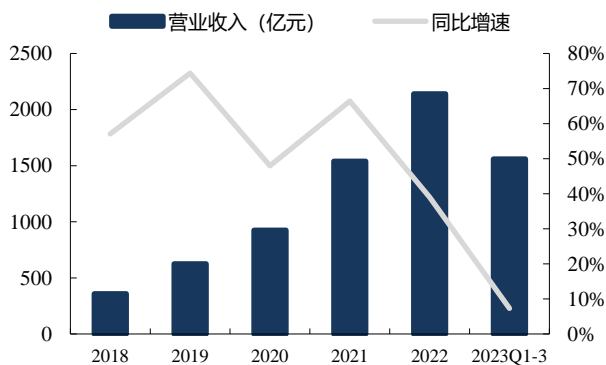


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.2. 智能制造业绩持续增长，高效成本管控费用率稳步降低

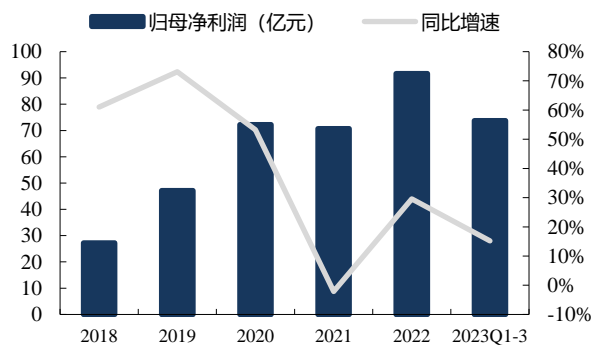
公司积极调整业务产品结构蓄力长期业绩增长。公司 2023 年 Q1-3 实现收入 1558 亿元，同比增长 7%，其中 Q3 单季实现营收 579 亿元，同比下降 9%。业绩增长态势放缓，主要受公司业务调整的影响，公司在三季度调整了多项低利润产品，一定程度上影响了单季度营收情况。过去五年内，立讯精密持续实施大客户战略，围绕大客户进行产品拓展，受益于大客户销售额迅速增长实现业绩腾飞，从 2018 年营业收入 359 亿元增长至 2022 年 2140 亿元。其中消费电子领域增长最为明显，在 2023H1 中达到 89% 的占比，为公司第一大业务板块。公司在消费电子技术创新放缓，行业竞争格局稳定中顺应产业链垂直整合的趋势，遵循“老产品，新客户、新市场”的战略原则，提高在不同市场、客户的占有率，同时积极布局汽车电子和通讯业务，扩大其在公司营业收入的占比，实现业绩高质量增长。

图4：公司 2018-2023Q1-3 营业收入及同比增速



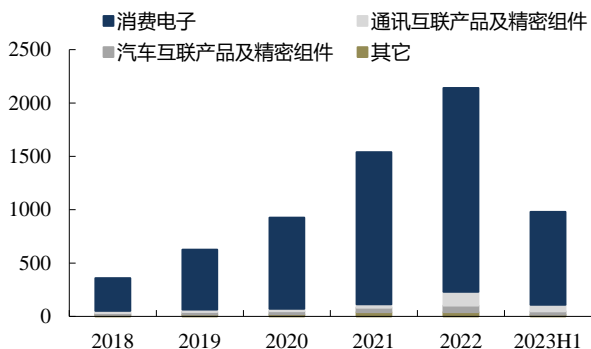
数据来源：wind，东吴证券研究所

图5：公司 2018-2023Q1-3 归母净利润及同比增速



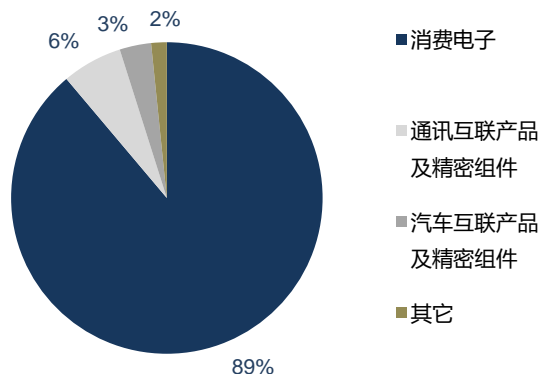
数据来源：wind，东吴证券研究所

图6：2018-2023H1 公司细分业务营收情况（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

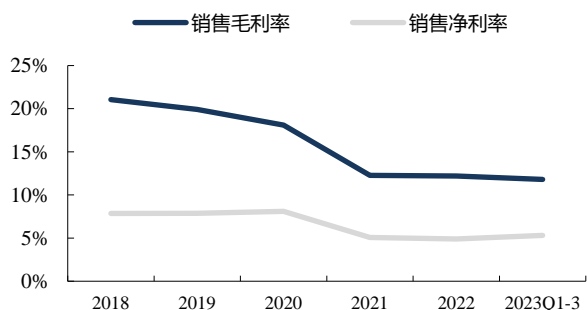
图7：2023H1 各业务板块营收占比



数据来源：wind，东吴证券研究所

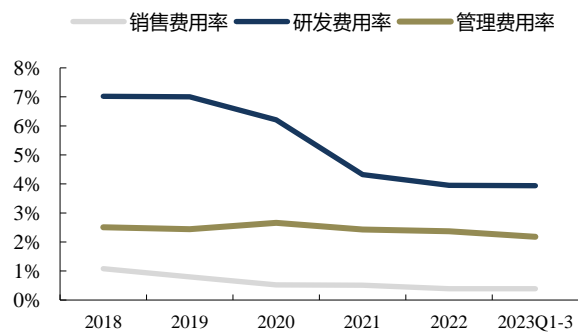
**成本控制及规模化管控降低费用率，毛利率水平趋于平稳。**公司 2023 年第三季度销售毛利率和销售净利率趋于平稳，费用率小幅下降。得益于公司成本控制意识与规模化管理，费用率总体持续下降趋势，并保持低位，降费战略效果明显。毛利率方面，2021 年由于收购立铠精密拓展低毛利率业务，产品结构发生变化，消费电子领域业务毛利率下降较多，使得公司 2021 年毛利率出现大幅下降，随着公司产业链资源不断垂直整合，毛利率趋向稳定。

图8：公司 2018-2023 年前三季度毛利率和净利率情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

图9：公司 2018-2023 年前三季度三费率情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

### 1.3. 战略眼光独到，平台化布局持续增强核心竞争力

**管理层经验丰富行动力强，前瞻规划为公司开辟发展新道路。**立讯精密管理层经验丰富，特别是董事长王来春，战略眼光前瞻，决策果断，多次在重要时间节点顺应时代、市场形式拓展大客户，开拓新业务，优秀的战略眼光和执行力使得公司顺利迈入千亿营收企业队列。目前王来春提出 3 个五年计划，希望公司在消费电子、汽车、通讯等多领域发展，降低客户集中、业务集中的经营风险，持续高质量高速度发展。

图10：历年来董事长王来春做出的重要战略决策

董事长王来春重要战略决策	
1999年	离职富士康，成立“全胜”代工厂
2004年	收购香港立讯，成立立讯精密，独立开拓自己的客户并研发自己的产品
2007年	王来春带领公司开发了台式机连接线的自主品牌，进而成为联想、同方、方正、华硕等国内著名电脑厂商的供应商
2010年	立讯精密于深交所上市
2011年	收购联滔电子，成功切入海外大客户供应链
2014年	王来春发现传统的产品线布局已经不能满足公司未来发展的需要，于是她开始着手制定规划，寻找并扩充新的产品线。
2017年	率领公司研发攻关 AirPods 组装，凭借优秀良率成功取得 AirPods 大额订单，取代大客户原有组装厂商英业达
2020年	王来春以 33 亿元一举收购台湾纬创集团的 iPhone 制造业务，成功进入 iPhone 整机代工链。
2021年	王来春推出 3 个五年计划，全方位发展消费电子、汽车、通信、工业、医疗等业务，在汽车业务领域制定了 Tier1（一级供应商）业务进入全球前十的战略目标。

数据来源：Forbes China、东吴证券研究所

**下游产业持续升级更新，平台化企业布局有望充分受益。**2023 年来消费电子、汽车电子和通信行业升级更新趋势明显，公司持续打造平台化企业，平台化业务，未来有望充分受益于下游行业更新发展。消费电子行业，XR 领域受到广泛关注，未来可以用于替代智能手机成为新的主力消费电子产品，2023 年 6 月 Vision Pro 头显产品发布，公司提前布局 Vision Pro 完整组装业务，提供平台化服务，有望受益于下游快速放量。汽车电子领域，智能化趋势逐渐成为共识，公司携手速腾聚创布局激光雷达，提前入局自动驾驶领域，与已有的汽车线束、智能座舱、新能源等产品形成平台优势，后续为智能汽车提供整体解决方案，目前公司已经开始向汽车电子转移产能，产品放量在即。通讯业务方面实现了数据中心完整解决方案的垂直整合，未来人工智能、5G 建设等趋势明显，下游需求旺盛，公司产品放量可期。

图11：公司业务未来布局



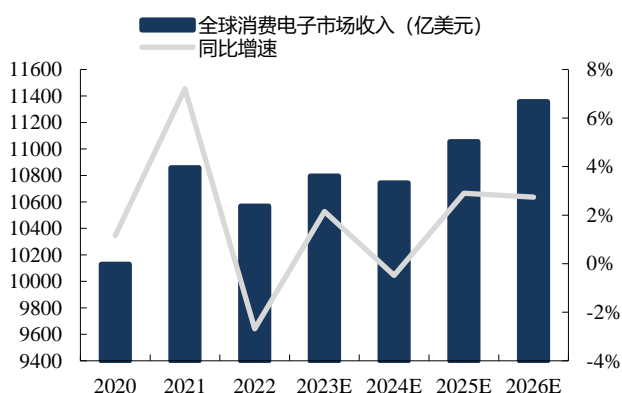
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

## 2. 垂直整合稳固消费电子基本盘，MR 打开成长天花板

### 2.1. 垂直整合+大客户战略稳固行业地位

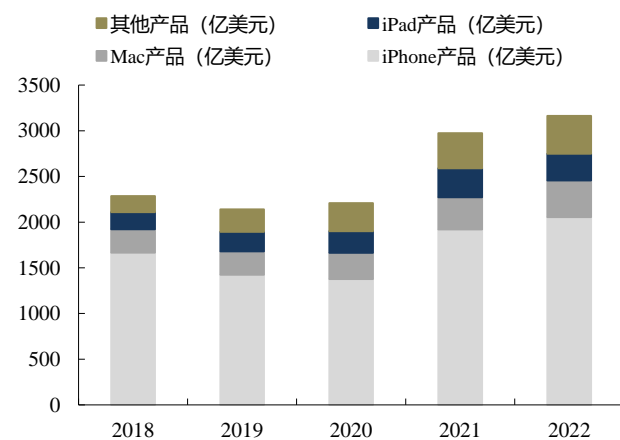
**垂直整合+大客户战略成为消费电子行业新趋势。**消费电子领域垂直整合的行业趋势明显，主要因为近年来技术创新放缓，疫情期间提前消费导致 2023 年市场需求不足等因素，品牌商对供应链成本控制诉求加强。与此同时，消费电子领域竞争格局趋向稳定，品牌商 A 客户稳居市场份额第一的位置，多项电子消费品实现增长。如此行情下，许多消费电子供应商采取大客户绑定+垂直整合的战略稳定营收基本盘，通过垂直整合打通供应链提高在大客户供应链中的供给份额，降低企业成本，保障自身核心竞争力。

图12：全球消费电子市场收入预测



数据来源：艾媒咨询，东吴证券研究所

图13：2018-2022 A 客户消费电子产品收入情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

**多年布局顺利切入海外大客户多项产品组装代工业务，份额占比逐年增加未来可期。**立讯精密于 2017 年成为 AirPods 组装厂商，凭借高产能高良率份额逐步提升，并于 2019 年成为 AirPods Pro 独家代工厂商。2020 年立讯精密收购纬创子公司顺利切入海外大客户手机代工组装服务，并逐步提升组装份额，于 2023 年成为 iPhone 15 Plus 主力组装厂商，同时首次拿下海外大客户高端机组装订单，总组装份额占 iPhone 15 系列 20% 左右，未来组装份额有望持续提升。在智能手表方面，2022 年立讯精密承担了 40% 的 Apple Watch 产量，成 2022 下半年最大智能手表外包制造商，今年秋季发布会上海外大客户公布多款新一代智能穿戴设备，公司或乘此东风成为全球最大智能手表外包组装厂商，获得更多 ODM/EMS 订单。

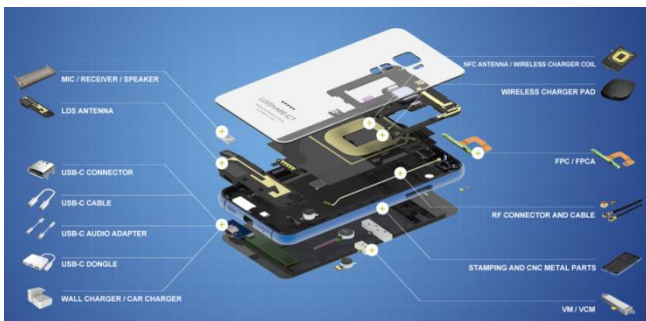
图14：立讯精密组装业务扩张历程

	iPhone 系列	apple watch 系列	airpods 系列
2017			成为 airpods 组装厂商
2018			凭借高良率高产能，获得 50% 的 AirPods 订单
2019			2019 年新款降噪蓝牙耳机 AirPods Pro 开始由立讯精密 100% 代工。立讯精密 2019 年 AirPods 累计出货近 4000 万，AirPods Pro 出货近 600 万部
2020	收购纬创子公司切入 iPhone 组装代工服务，拿下少量 iPhone 12 mini 的组装订单		
2021	立讯精密拿下了部分 iPhone 13/13 mini 的装配订单		立讯精密占 Air pods 产品 70% 的代工份额
2022	获得 iPhone 14 10% 左右的组装份额，并开始 iPhone 14 pro 系列的代工试产	立讯组装代工 Apple Watch 产量占比 40%，成 2022 下半年最大智能手表外包制造商	立讯获得 airpods pro2 的所有组装订单
2023	成为 iPhone 15 Plus 主力组装厂商，占比 60%，首次拿下高端机型 iPhone 15 Pro Max 30% 左右组装订单，总组装份额占 iPhone 15 系列 20% 左右		
2024	拿下 iPhone 16 Pro Max 的 NPI (new product introduction)		

数据来源：第一财经，公司年报，公司公告，东吴证券研究所整理

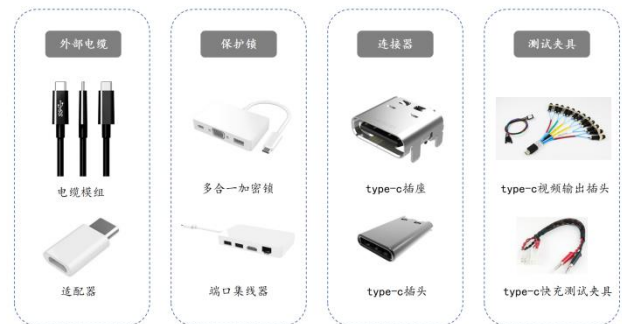
立讯精密垂直一体化优势明显，“零件+模组”全覆盖有望持续受益于大客户产品更新。零组件方面，公司控股日铠电脑（现已改名立铠精密），完善自身在精密结构件领域的产品矩阵，实现机声光电一体化供应，同时借助立铠精密补足 top module 领域产品空白，扩大其在大客户手机结构件及 top module 领域的占比，目前立铠已成功拿到了 bottom module 订单，未来有望持续提升在 iPhone 产品中的单机价值量和自供率，全方面渗透大客户零部件供应。模组方面，iPhone 15 系列首次搭载 type c 接口，未来将持续从 lighting 接口向 type c 接口过渡，type c 相关配件增量趋势明显。公司深耕连接器模组块十余年，2015 年成为全球第一家取得 USB Type-C Receptacle 及 Plug 连接器产品认证的公司，同年 9 月，又成为全球第一家取得 USB Type-C Cable Assembly 产品认证的公司，在全球占据 40% 的市场份额，有望在大客户连接器更新迭代中充分受益于增量。

图15: 立讯精密智能手机连接方案



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图16: 立讯精密 type-c 产品布局



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

**数字应用激发智造新潜能, 打造利润增长强劲引擎。**经过多年的发展, 立讯精密的精密制造能力实现了“被动式定位的自动化—主动式定位的自动化—全自动智能超精密模块化制造”三个阶段的嬗变, 目前立讯精密已经走在了工业 4.0 的路上, 以持续创新推动公司向更加高精尖领域突破。在数字化应用方面, 公司引入 SAP、PLM、MES、WMS 等系统, 实现生产效率和良率的不断提升; 在自动化工艺方面, 公司实现工艺制程中各项复杂技术, 依靠机器视觉的测量数据实时反馈, 增强自动化设备的深度自学习能力, 打造自动化工艺的闭环控制。在立讯实现智能制造和成本管理优化的策略下, 2023 年 H1 实现归母净利润 43.6 亿元, 同比增长 15%, 未来智能制造将协同垂直一体化平台以及绑定大客户战略持续改善公司利润率, 打造利润增长的强劲引擎。

图17: 传统制造与智能制造对比

	产品设计	生产加工	管理模式	产品服务
传统制造	产品设计比较常规, 主要面向功能需求, 同时新产品周期长	生产加工是按照预定计划生产, 生产方式固定, 人机分离, 生产组织高度集中, 半智能化加工与人工检测	传统制造的管理模式是以人工管理为主, 企业内部管理	传统制造是服务于产品本身
智能制造	虚实结合的个性化设计, 面向客户的需求进行设计, 设计周期短, 产品设计实时动态改变	柔性化生产, 可适时调整, 组织方式个性化、生产方式多样化, 全过程智能化生产与在线实时检测, 实时跟踪生产订单, 人机交互, 智能控制	智能制造是计算机辅助管理, 同时延伸至上下游企业	智能制造则是提供产品全生命周期服务

数据来源: 恒远科技, 东吴证券研究所整理

## 2.2. Vision Pro 引领空间计算新时代，深度参与大客户产品迭代

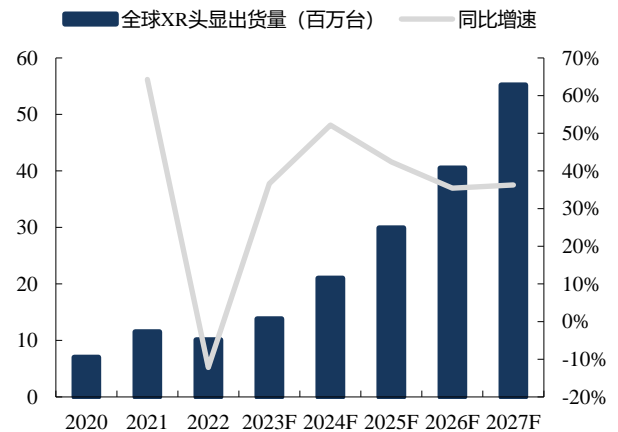
**XR 产品引领互联网新形态，未来市场规模可期。** XR (Extended Reality)，中文名为扩展现实，是指将现实与虚拟结合起来进行人机互动的可穿戴设备，目前主流的 XR 包括 1) VR (虚拟现实)：遮挡了所有视线，创造了完全的虚拟环境，通过 VR 头显可以体验 3D 虚拟沉浸感。2) AR (增强现实)：通过在现实世界中叠加图像、全息影像将虚拟物体与现实世界结合起来。3) MR (混合现实)：介于增强现实和虚拟现实之间，模糊了虚拟和现实的界限，在现实世界中融入了数字虚拟对象进行交互，在虚拟世界中现实物体又以虚拟现实出现。随着元宇宙的发展，XR 产品作为不可缺少的接入口，呈现出取代智能手机的趋势，将在信息维度由二维向三维升级中发挥重要作用，未来在便携性、高价格痛点解决后发展空间将进一步扩大。Technavio 数据显示，到 2027 年，全球 XR 市场规模预计将增加至 4214 亿美元。

图18: VR/AR/MR 对比图

	VR	AR	MR
产品形式			
虚拟图像	全部	较少	在虚拟环境中引入现实场景信息，同时建立客户与环境交互反馈回路
封闭性	隔绝外界光	透光性好	透光性好
GPU	图像绘制性能要求高	图像绘制性能要求相对较低	图像绘制性能要求高
CPU	性能要求相对较低	现实场景三维结构理解度高 CPU性能要求高	现实场景三维结构理解度高 CPU性能要求高
主要受众	C端	C端（当前B端为主）	C+B端
应用场景	社交、娱乐等	工业、娱乐等	医疗、教育、娱乐等
现场感	×	√	√
沉浸感	√	×	√
交互性	√	√	√

数据来源：创业邦研究中心，Lighthousepsychology，Thinkingtech，东吴证券研究所

图19: 全球 XR 头显出货量预测



数据来源：群智咨询，东吴证券研究所

**vision pro 引领 MR 新潮流，开启空间计算新时代。** 空间计算是一种整合 XR 技术的计算模式，旨在将数字信息与真实世界融合在一起，融合创造了一个全新的计算环境，能够感知和理解我们周围的空间，并将数字内容与现实场景相互交织。多个互联网大厂已经参与到 XR 产品和空间计算设计制造，2012 年谷歌推出 Google Glass 一代眼镜，2013 年 Facebook 以 20 亿美元收购 Oculus，并于同年发布 Oculus Rift 第二版开发套件，随后索尼、三星、HTC 等大厂也相继推出相关产品。伴随着 5G 全球布局，VR/AR 行业迎来技术迭代更新，2020 年 VR 一体机 Oculus Quest 2 上市，售价降至 299 美元，2021 年 9 月小米发布单目光波导 AR 智能眼镜。2023 年，A 客户发布首款头显 vision pro，正式进入 XR 产品领域，旨在颠覆传统设备带来的应用体验、影音娱乐以及空间社交，或“定义”消费电子的下一个十年，开创空间计算的新纪元。

图20: XR 各产品发展历程



数据来源: AR 圈, 东吴证券研究所

**Vision Pro 搭载新技术, 硬件升级+应用拓展助推产业高速发展。**硬件方面, Vision Pro 主显示屏采用定制 Micro OLED, 单眼分辨率达到 4K, 搭载 M2 和 R1 双高性能芯片, 提升空间计算的流畅度, 在 Vision Pro 上, 共有 12 个摄像头, 5 个传感器, 以实现空间环境感知、手势识别、三维建模和眼动追踪等功能, 可以说 A 客户为了实现高效果而大幅增加硬件数量和硬件性能, 只为实现行业标杆。为了匹配高性能配件, 应用方面采用全新开发的操作系统 visionOS, 与其他 AR/VR 操作系统不同, visionOS 真正改变了用户操作 Vision Pro 的方式, 无需额外硬件, 用户可以通过简单地注视、轻敲手指或使用语音指令来浏览应用程序, 而且 visionOS 支持第三方开发人员重新设计的 Apple 应用程序套件和体验, iPad 应用程序可以相对轻松地移植到该平台上, 这将极大地拓展 XR 应用场景, 促进更多优质应用的开发和使用。

图21: Vision pro 硬件示意图



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图22: VisionOS 使用效果图

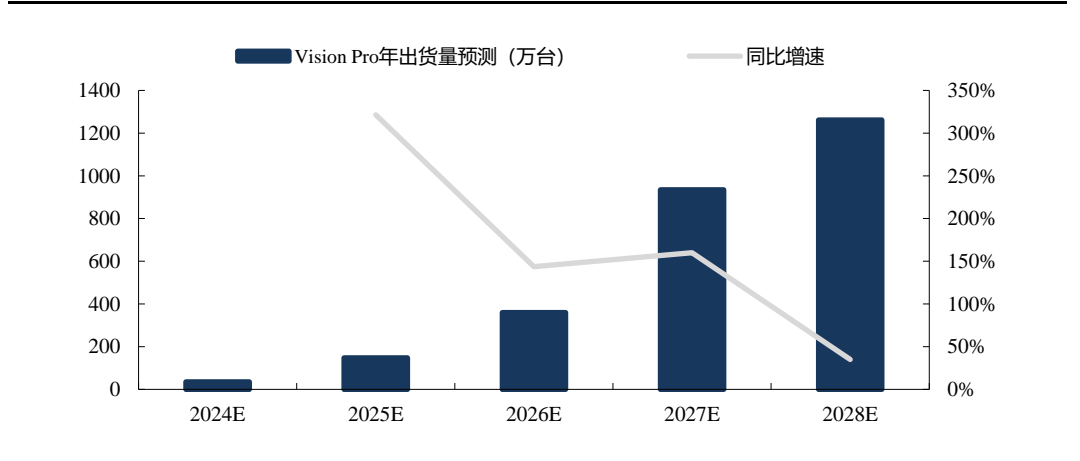


数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

**深度参与大客户产品迭代, 协同研发助力公司产品能力从零组件提升至整机组装。**立讯精密作为机声光电一体化大型供应商, 深度参与到大客户新一代产品布局中。截至 2022 年, 立讯精密累计研发投入超过 200 亿元, 主要用于对大客户产品的升级迭代, 以及对先进工艺制程及先进材料的前瞻性投入, 在研发 Vision Pro 头显期间, 立讯和大客

户展开了密切合作，有望切入更多的模组件相关产品供应链，充分受益于 Vision Pro 的销量崛起，根据 canalys 测算，预计 Vision Pro 头显上市后五年累计销量会超 2000 万台，市场规模超百亿美元。公司未来有望持续受益于 MR 头显系列放量，构筑新业绩增长点。

**图23: Vision Pro 年出货量预测及同比增速**



数据来源：canalys，东吴证券研究所

### 3. 汽车：致力打造汽车 Tier1 领导厂商

公司作为已在消费电子领域证明自身能力的优秀公司，在通信领域积累了高速传输技术实力，在消费电子领域沉淀了精密制造能力。我们认为公司从消费电子到汽车电子，快速响应能力/一体化解决方案/成本控制等底层能力可实现跨界赋能。

1) **资金实力**：根据公司 2023 年 2 月 24 日投资者关系活动记录表，根据目前公司在汽车电子及通信等长周期领域上的发展来看路线正确且市场广阔，近期不考虑特别设置对于汽车电子投资上限。公司多年来稳定经营，2019 年以来 ROE 稳定在 20% 以上，截至 2023 年三季报公司在手货币资金为 318 亿元，资金实力为后续汽车业务产能持续投放/技术深度研发提供坚实保障。

2) **快速响应能力/一体化解决方案/成本控制能力**：公司凭借多年高精度系统集成经验在光学、热学、电学等方面都具备领先优势，从成本控制、工艺管控及质量表现上具有领先优势，同时公司在 A 客户等消费电子客户端积累的快速响应能力和协同开发能力也可同步迁移，在开发过程中节省大量的开发周期与工作量。同时多业务布局下可为客户提供完整的系统解决方案，成为平台化的系统供应商。

#### 3.1. 内部横向拓展+收购并行，汽车业务营收稳步增长

##### 3.1.1. 内部横向拓展+收购并行，汽车业务布局逐步完善

公司于 2011 年成立汽车事业部，主要生产汽车线束和连接器，通过上市公司主体及母公司完成多笔收购逐步完善汽车业务布局。1) 2012 年以 9800 万元收购福建源光电装 55% 股权，切入汽车连接器业务；2) 2013 年以 400-500 亿欧元收购德国 SuK 100% 股权，进入汽车塑胶件领域；3) 2017 年公司控股股东立讯有限收购采埃孚下属子公司的车身控制系统事业部 100% 股权，更名为立胜汽车科技（苏州）有限公司，主打产品及业务包括复杂开关、集成电子控制模块、空调控制系统、转向柱控制模块、汽车进入系统、传感器产品的研发，生产及销售。未来产品线分为智能座舱、智能网联、自动驾驶三大类，其中智能座舱又细分为传感器、人机界面系统、控制、执行器，智能网联细分为天线、网关等，智能驾驶则分为摄像头、毫米波雷达等；4) 2018 年集团成立立景创新，提供 AWM、DMS 等汽车电子产品。

图24：立讯精密汽车业务发展历史



数据来源：公司官网，公开资料整理，东吴证券研究所

公司主要产品分为汽车神经系统、汽车智能驾驶、汽车动力系统及汽车智能驾舱四大部分。公司通过十余年的研发及业务开拓，将汽车产品布局延伸至舱内、舱外多品类产品线，现综合覆盖汽车线束、连接器、智能网联、智能座舱及新能源汽车动力系统等核心零部件，具体包括高/低压线束、特种线束、充电枪、汽车连接器、智能座舱域控制器、液晶仪表、AR HUD、DMS 等。

图25：汽车业务产品矩阵

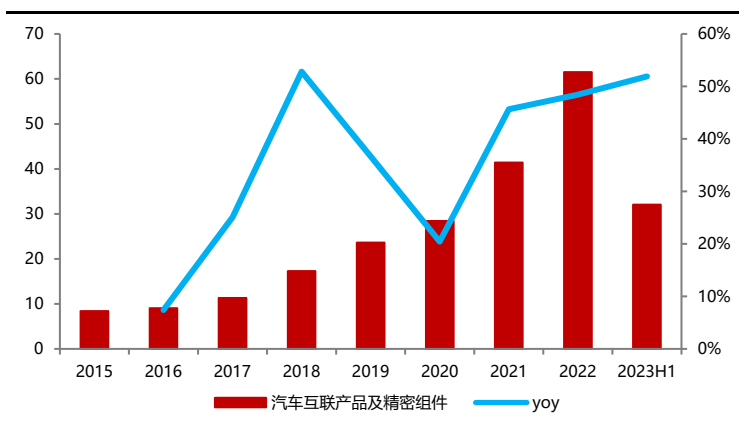


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.1.2. 汽车业务盈利能力稳定，营收仍处高速增长期

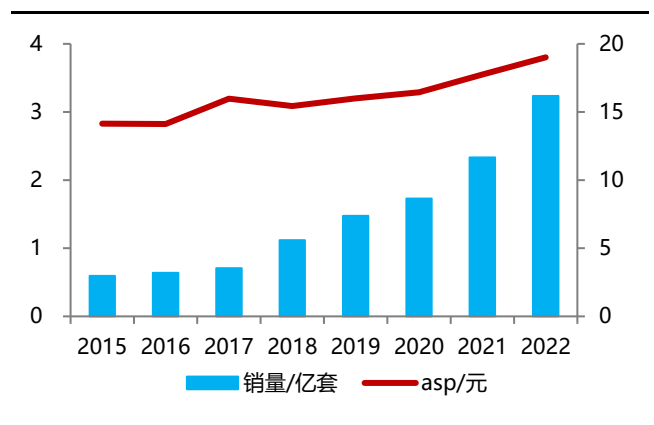
汽车业务营收仍处高速增长期。公司 2015-2022 年汽车业务营收复合增速为 38%，但占公司总营收比自 8.3% 下滑至 2.9%。2023H1 公司汽车业务实现营收 32.1 亿元，同比+52%。汽车互联产品出货量加速增长，2022 年共销售 3.23 亿套，同比增长 38.6%，汽车业务逐步迈入快速增长通道。盈利能力方面，汽车业务毛利率维持在 16% 左右，随着公司大力发展智能座舱及智驾业务，有望推动毛利率持续上涨。根据公司《2023 年 5 月 22 日投资者关系活动记录表》，公司预计未来 3-5 年在汽车业务上实现不低于 30% 的复合增速。

图26：汽车业务营收（左轴/亿元）及同比增速（右轴/%）



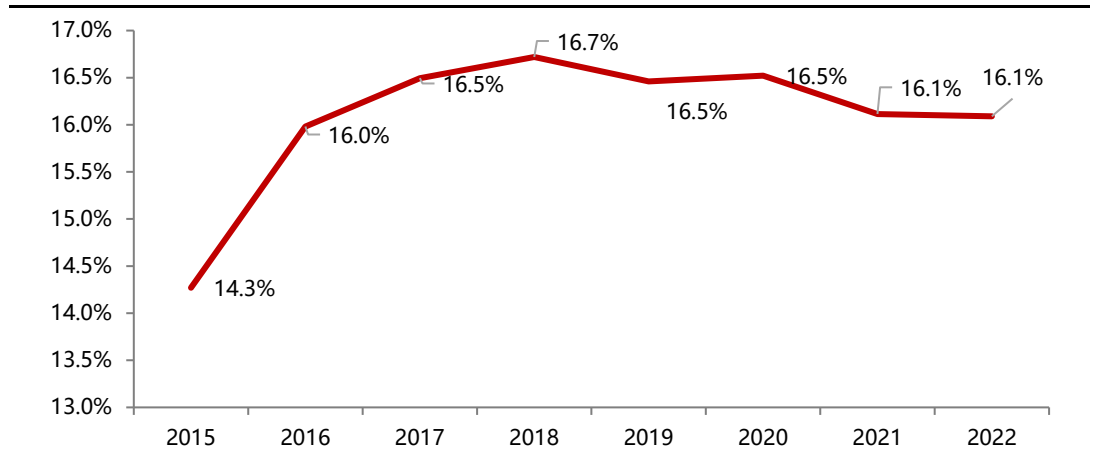
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图27：汽车互联产品及精密组件出货量（左轴/万套）及单件 ASP（右轴/元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图28：公司汽车业务毛利率（%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.2. 布局产品市场空间广阔，公司产能储备充足

公司现有的汽车产品主要包括线束、连接器、新能源、智能网联、智能驾舱及智能制造，单车 ASP 约为 3.3 万元。根据公司《2023 年 5 月 22 日投资者关系活动记录表》，公司可进入的所有产品 ASP 为 3~4 万元。

表1：公司部分汽车产品梳理

产品类别	具体产品	ASP/元
线束	整车线束	3500-6000
	特种线束	——
	充电枪	——
连接器	低压连接器	400-500
	高压连接器	1000-2000
	高速连接器	2000
新能源	Busbar	——
	PDU	200-800
	BDU	1200
智能网联	逆变器	4500
	路测单元	
	车载通讯单元	3000
智能驾舱	智能天线	
	V2X	
	多媒体仪表	1000
	信息娱乐系统	2000
	AR-HUD	1500-3000
	DMS/OMS	800
	域控制器	2000-15000
	无线充电	200-400

	USB	——
	电源网络隔离器	——
智能制造	嵌件注塑	——
	PCBA	——
合计		32950

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

因应汽车部分部件就近配套的特殊性，公司目前在国内外已拥有多家制造基地就近服务客户，密集布局汽车产能。1) 湖北麻城：2022年1月立讯精密（麻城）汽车电子产业园项目签约，6月麻城工厂开始投产，10月一期项目正式竣工，主要从事汽车线束产品的研发、生产和销售，目前二期项目正在有序推进。2) 河北保定：保定立讯同样主营汽车线束产品，投资3亿的二期项目已于2023年4月建设完成。3) 安徽明光：安徽明光工厂将建设2条智能自动化生产线，年产30万条汽车线束，2023年2月环评已公示。4) 安徽宣城：宣城立讯作为集团汽车业务生产总部，已进行环评公示的项目包括年产2000万件新能源汽车连接器（母排、高压连接器）项目、年产5000万件新能源汽车电控模组项目、年产5万台新能源汽车电机项目。5) 江苏盐城：盐城工厂主要从事连接线生产，建设周期为2022年7月-2024年12月，投产后预计年产500万件。6) 江苏常州：2022年2月，定增募资15亿投向常州新能源汽车高压连接系统产品生产线建设。

表2：公司部分汽车产品产能布局梳理

地点	时间	投资金额	占地面积	产品	投产时间
河北保定	2021.4（招标）	3亿	——	汽车线束二期项目	预计2023.4建设完成
安徽宣城	2021.4（环评公示）	5亿	100亩	年产2000万件新能源汽车连接器（母排、高压连接器）项目	——
江苏盐城	2022.1（招标）	——	150054m <sup>2</sup>	年产500万件连接线	建设周期2022.7-2024
湖北麻城	2022.1（签约）	10亿	300亩	汽车电子电气架构和线束	2022.6开始投产，2022.10.28一期项目正式投产（120亩），2023二期项目在建
江苏常州	2022.2（定增公告）	15亿	——	新能源汽车高压连接系统产品生产线	——
河北保定	2022.3（环评公示）	5亿	——	智能汽车连接系统产品生产线	——
安徽明光	2023.2（环评公示）	4000万	18898m <sup>2</sup>	2条智能自动化生产线，年产30万条汽车线束	——
安徽宣城	2023.3（环评批复）	10.1亿	87亩	年产5000万件新能源汽车电控模组	——
安徽宣城	2023.9（环评公示）	——	——	年产5万台新能源汽车电机	——

数据来源：公司公告，政府官网，东吴证券研究所

### 3.2.1. 线束：具备一站式线束解决方案能力

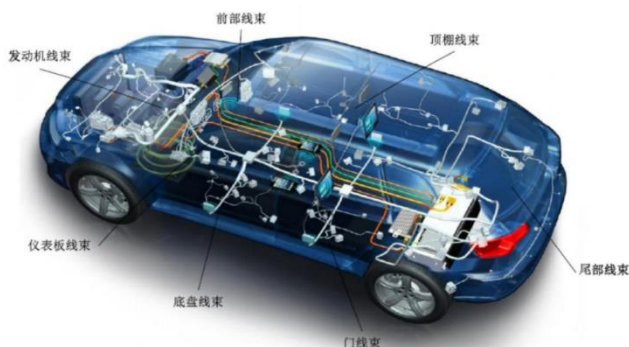
汽车线束是能源与信号运输载体，属于定制型产品。汽车线束是汽车电路的中枢神经系统，是汽车能源及信号运输的载体，将中央控制部件与汽车控制单元、电气电子执行单元、电器件有机地连接在一起，形成一个完整的汽车电控系统。主要分布于动力舱、座舱、仪表板，车门及顶棚部位。汽车线束产品属于定制型产品，不同整车厂商及其不同车型均有着不同的设计方案和质量标准。

图29：汽车线束概览



数据来源：线束世界，东吴证券研究所

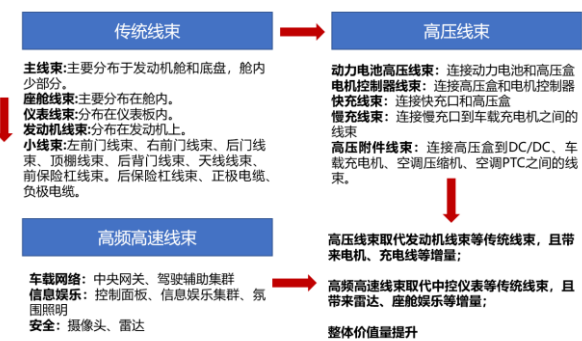
图30：汽车线束分布



数据来源：卡倍亿招股说明书，东吴证券研究所

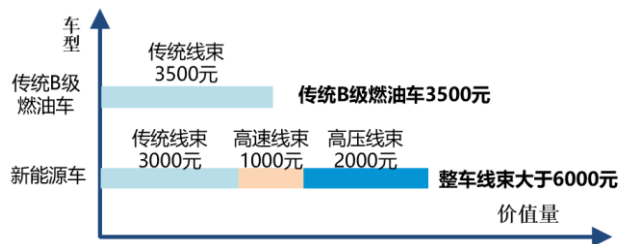
在电动智能化大趋势下，线束作为整车神经血管系统，是传输整车信号及能量的重要媒介，是不可缺失的系统级零部件，跟随电池、电机等传动部件的发展路径，有望成为汽车传动系统中的下一个大单品。从单车价值来看，随着高压以及智能化线束的导入，整车 ASP 可超过 6000 元；从市场份额来看，全球份额趋于集中，根据前瞻产业研究院数据，CR3 市场份额接近 70%；从国内来看，国内厂商份额整体较分散。

图31：线束发展趋势



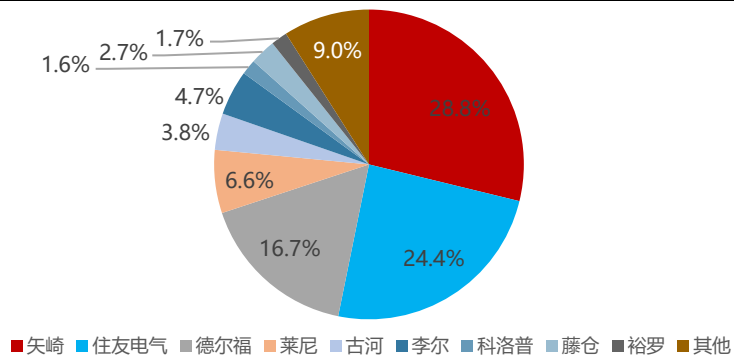
数据来源：线束世界，东吴证券研究所

图32：线束单车价值量提升



数据来源：EV Wire，东吴证券研究所

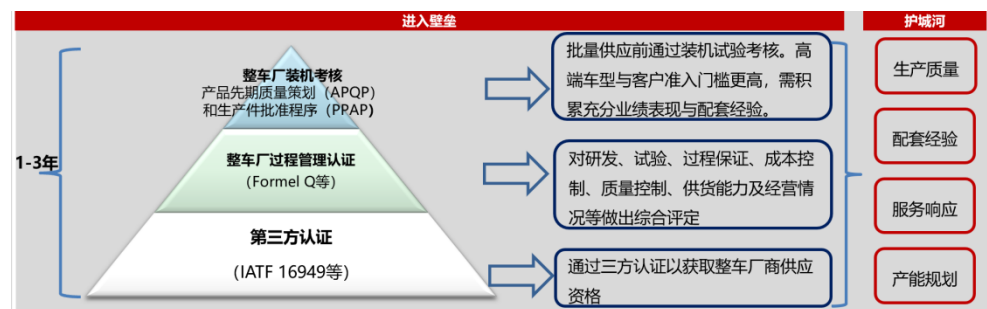
图33：2018 年全球线束厂商竞争格局



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

**第三方+主机厂资质认证打造行业壁垒，生产质量、产量与品牌积淀铸就行业护城河。**随着汽车转向助力、电加热、倒车影像等电控部件逐渐增多，线束的安全性和可靠性越来越得到重视。汽车线束属于汽车的安全件，资质认证壁垒较高，需要同时满足第三方认证以及主机厂内部管控体系标准。第三方标准方面，汽车零部件行业内普遍要求通过 IATF16949 质量管理体系标准认证；主机厂认证方面，通过第三方认证后，整车厂商仍要求供应商满足自身质量与过程管理体系要求，整体认证时间一般需要 1-3 年时间，认证周期长。故汽车整车厂商对汽车线束供应商的选择非常严格，出于质量控制及稳定供应等目的，单个整车项目同一零部件的供应商通常仅为 1-3 家。一旦成功进入整车体系便可形成较为固定的供应体系。而在此固定体系中，线束厂商长期配套的开发经验、生产质量的可靠性、实时响应主机厂产能规划的品牌积淀形成行业牢固的护城河。

图34：汽车线束厂商认证体系



数据来源：沪光股份招股说明书，东吴证券研究所

**线束为汽车中枢神经系统，同步研发能力及质量可靠性是关键。**1) **同步研发能力：**汽车零部件全球化采购的兴起以及整车企业与零部件企业形成的产业分工协作格局，使得汽车线束企业参与过程前置，车企逐步参与到整车厂商新车型的设计、研发与生产全流程中，对汽车线束企业的产品设计、同步研发能力提出了较高要求。2) **配套可靠性：**一旦线束出现短路、断路、过热、过湿，均易对行车安全产生影响。一般的整车线束有 1000-2000 的零部件，质量控制点多，其质量可靠性是线束厂商配套关键。

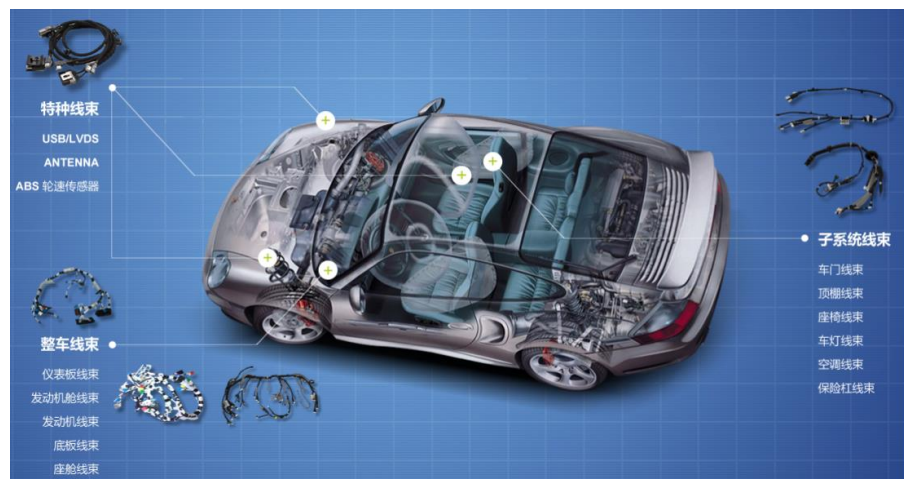
**表3：由于线束原因导致的汽车召回案例**

国别	发生次数	涉及车企	问题类型
澳大利亚	5	福莱纳、Windsor、保时捷、梅赛德斯-奔驰	线束质量问题；线束设计问题
德国	3	梅赛德斯-奔驰	线束设计问题
韩国	1	沃尔沃	线束质量问题
美国	11	Volta Power Systems、奥迪、保时捷、大众、林肯、别克、雪佛兰、PREVOST、保时捷、特斯拉、吉普、梅赛德斯-奔驰、梅赛德斯-迈巴赫	线束制造问题、线束设计问题
欧盟	7	梅赛德斯-奔驰、马自达、雪铁龙、标致、丰田	线束制造问题、线束设计问题
日本	4	五十铃、UD 汽车、三菱汽车	线束制造问题、线束设计问题
英国	9	特斯拉、沃尔沃、梅赛德斯-奔驰、保时捷、西雅特汽车	线束质量问题、线束制造问题、设计问题
中国	4	现代、保时捷、斯巴鲁、梅赛德斯-奔驰	线束质量问题、线束设计问题

数据来源：国家市场监督管理总局，东吴证券研究所

**立讯具备敏捷高效全面的一站式线束解决方案能力。**立讯可提供包括整车低压、高压、特种线束及充电枪完整的设计、制造和验证。公司拥有敏捷高效的设计研发、智能制造与创新技术应用的能力，保障效率、质量与解决能力并行。

**图35：公司汽车线束产品**



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 3.2.2. 连接器：可充分发挥垂直整合的协同优势

**连接器市场空间广阔，汽车连接器市场保持持续发展态势。**近年来，受益于新能源汽车、数据与通信、电脑及周边、消费电子等下游行业的持续发展，全球连接器市场规

模总体呈扩大趋势。据 Bishop & associates 统计，2011 年-2021 年全球连接器市场规模从 512 亿美元增长至 780 亿美元，区间复合增长率约为 4.3%。汽车连接器是连接器领域内市场规模最大的使用场景，**1) 传统连接器**：传统燃油车连接器以电连接器为主，主要用于 12V 电源下的整车信号传递，单车使用总数量约 250-1000 个，根据徕木股份招股书计算得，2013-2014 年汽车连接器平均单价为约 1.4 元，传统汽车连接器单车价值量约 350-700 元。**2) 高压连接器**：随着耐压与温升等要求的提高，高压连接器价值量显著提升，以瑞可达产品为例，新能源汽车连接器平均 48.65 元/套，乘用车单车价值量将达到 600-1500 元；**3) 高速连接器**：随着数据传输速度不断提升，高速连接器迎来发展新机遇，根据贸泽电子数据，安费诺 HSD 高速连接器产品的平均单价可达到 42.06 元/个。而 L2/L3 级别高速连接器单车价值量将达到 1000 元。

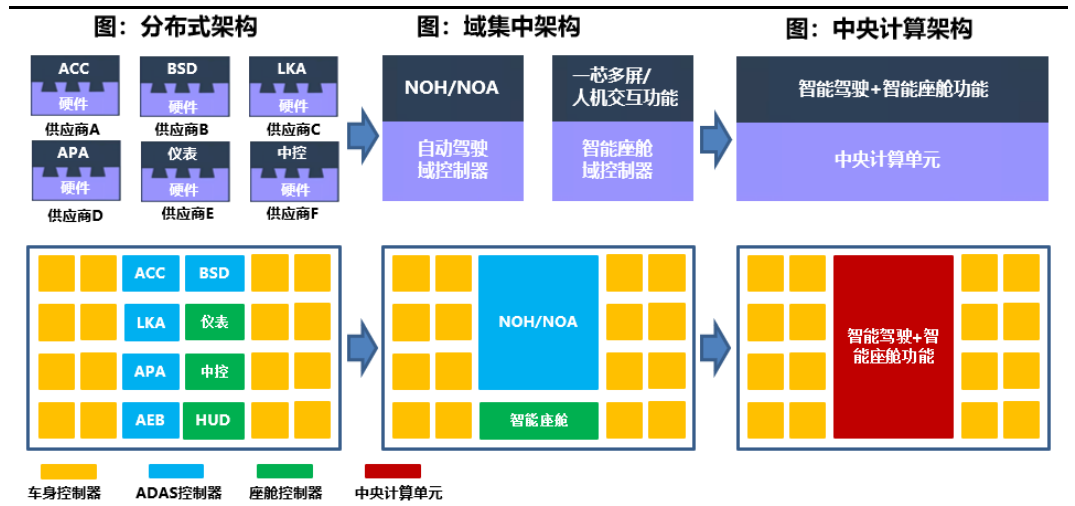
**本土厂商快速崛起，国产替代加速上行。**目前海外企业中，泰科、安费诺、安波福传统连接器、高压连接器、高速连接器均有布局，罗森伯格专精于高速连接器，高压连接器亦有布局，海外龙头市占率较高。国内企业凭借着研发投入与长期技术积累快速崛起，借助本土地理位置优势，满足客户定制化+共同研发要求，快速响应客户需求，汽车连接器国产替代正加速上行。

**汽车连接器行业进入壁垒较高。**汽车连接器质量要求较为苛刻，相应供应商必须获得 IATF16949 质量体系认证。除此之外，很多整车厂也定义了属于自己企业的连接器标准，如大众公司的 VW 75174、通用的 GMW-3191、上汽集团的 SMTC 3 862 001、吉利汽车的 Q / JLY J7110195C 等，进入整车供应链体系存在一定壁垒。产品认证手续繁杂、产品开发落地量产周期慢，因此进入汽车连接器领域需要长时间工程技术的积累和耐心。立讯在消费类电子单元和通讯单元在连接器领域积累多年，可提供高压连接器、低压连接器、同轴连接器等全套产品组合，充分发挥垂直整合的协同优势，为客户提供一站式的服务。

### 3.2.3. 智能座舱&智能驾驶：提供全面模块化产品

整车 E/E 架构从过去的分布式架构开始向域集中架构转变。在域集中架构的趋势下，所有软件价值汇集在域控制器内部，车企努力补足自身软件算法短板，凭借供应链强势地位获得算法价值增量。**Tier1 软件部分价值向 OEM 转移，核心争取算力集成带来的硬件增量。**

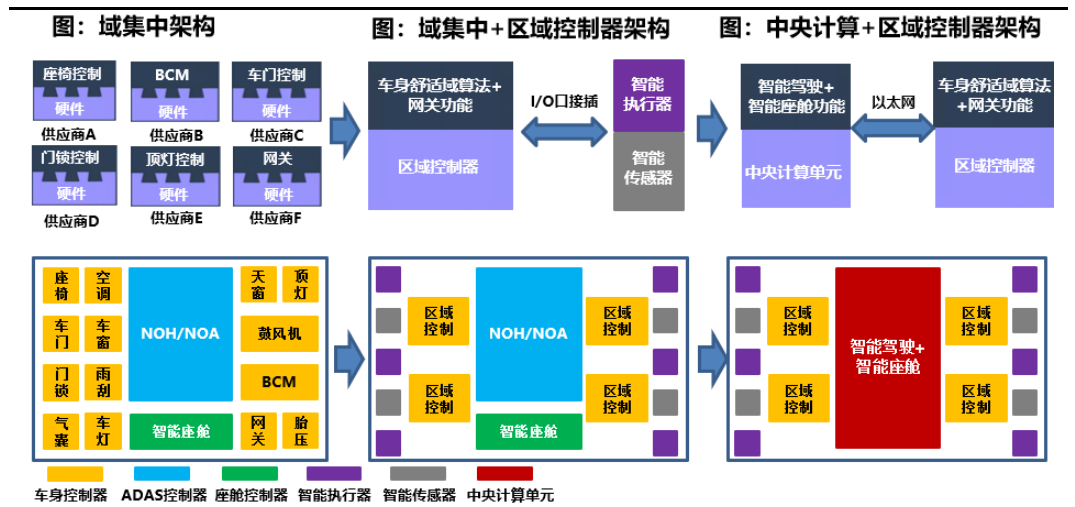
图36：E/E 架构升级带来的变化



数据来源：东吴证券研究所绘制

区域控制器推动车身舒适域控制器软硬件解耦，软件价值量进一步向区域控制器集中，分布控制器向智能执行器+智能传感器演进。结合网关+以太网对整车通讯进行管理，易于实现整车级别软件 OTA 升级。快速插拔 I/O 口，有利于 OEM 进行硬件快速迭代升级。Tier1 软件部分向区域控制器集中，努力争夺这部分价值新增量。

图37：E/E 架构升级带来的变化



数据来源：东吴证券研究所绘制

立讯在智能座舱方面的产品布局包含智能座舱域产品与车身控制域产品两大类。其中智能座舱域产品布局包含了智能座舱、AR 光学及视觉处理三类，车身控制域产品布局了电源管理及车身控制两类。1) 智能座舱域产品：公司智能座舱域控制器的产品线覆盖早期 NXP 座舱域控、国产化智能座舱平台及高通高端车机平台，公司下一代中央高算力平台的规划正在进行中。此外公司目前拥有 W HUD、AR HUD、双层 AR HUD 等抬头显示产品。2) 车身控制域产品：公司目前布局多功能车身域控制 BDCS 及下一代规划的区域控制器 ZCU 产品。

公司在智能驾驶方面的产品布局包括感知单元、感知系统和计算单元。1) L2 基础系统和 L2+的进阶系统：公司主要量产产品包括毫米波雷达，智能一体机、L2+ADAS 控

制器；2) 高阶智驾系统：公司中高算力平台可灵活使用 1 颗或者多颗高算力 soc 完成系统架构、原理开发、仿真测试等环节。

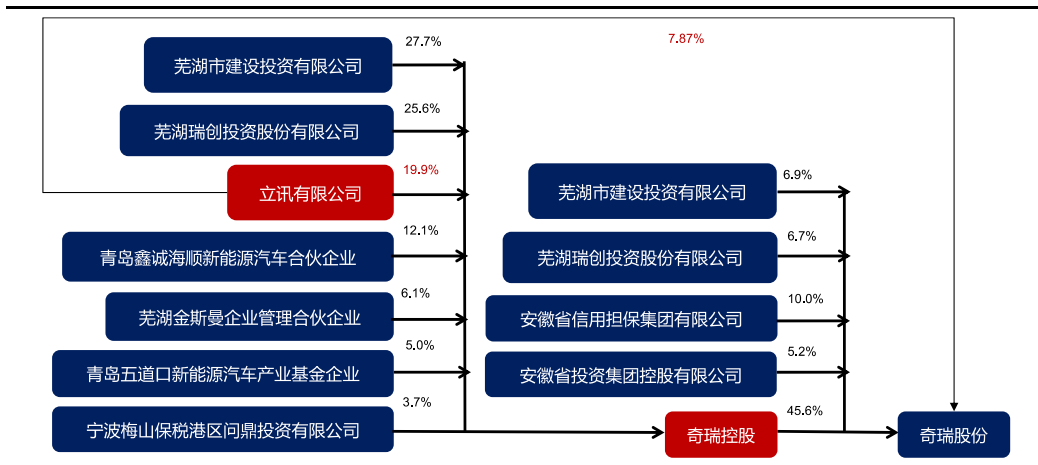
### 3.3. 业务开展模式：积极对外合作主机厂，快速提升综合能力

公司同步积极对外合作，与广汽、奇瑞成立合资公司，快速提升公司作为 Tier1 厂商的核心零部件综合能力。奇瑞+华为逻辑兑现后，公司有望凭借【ODM 平台+消费电子经验+Tier1 产品竞争力】实现更多车企品牌【万元以上单车价值】的突破。

#### 3.3.1. 收购奇瑞股权，加快立讯 Tier 1 能力提升

收购奇瑞股权，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。2022 年 2 月，立讯有限公司与青岛五道口新能源汽车产业基金企业签署《股权转让框架协议》，协议约定立讯有限以 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（奇瑞股份子公司）6.24% 股权，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。

图38：奇瑞汽车股权结构整理（截至 2023 三季度报）



数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所

华为+奇瑞进一步加快立讯 Tier 1 能力提升。2023 年 11 月华为+奇瑞合作的首款车型智界 S7 即将上市，公司更多以 Tier 1 的身份深度参与华为+奇瑞新车产业链中，实现万元以上单车价值的供应。

图39：智界 S7



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

### 3.3.2. 与广汽成立合资公司，推动域控部件落地量产

2023年7月立讯精密与广汽集团出资设立立昇科技，其中立讯精密持股45%，广汽集团与广汽零部件合计持股45%。立昇科技覆盖智能网联汽车核心零部件研发及生产制造，聚焦汽车行业智能化发展技术及应用创新。2023年9月立昇科技智能驾乘控制系统研发生产项目一期正式开工，该项目总占地面积约100亩、总投资额约30亿元，致力于实现汽车核心域控部件研发与生产的本地化，预计2024年实现量产，达产后预计可实现产值约100亿元。

图40：立昇科技智能驾乘控制系统研发生产项目开工



数据来源：广汽集团公众号，东吴证券研究所

图41：立昇科技股权架构

发起人	持股比例	认缴出资(万元)
立讯精密工业股份有限公司	45.00%	22,500 CNY
广州汽车集团股份有限公司	25.00%	12,500 CNY
广汽零部件有限公司	20.00%	10,000 CNY
广州立昇企业管理咨询合伙企业(有限合伙)	10.00%	5,000 CNY

数据来源：wind，东吴证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

基于以下核心假设，我们对立讯精密2023~2025年盈利进行预测。

表4：立讯精密分业务收入拆分（百万元）

		2022A	2023E	2024E	2025E
智能穿戴产品线	Airpods	23500	26618	25857	25477
	AppleWatch	42331	51597	52629	54448

iPhone 产品线	Antenna	11332	14362	14025	13849
	TapticEngine	3523	3701	3616	3585
	声学	3149	3269	3346	3243
	无线充电	3006	3141	3051	3006
	lighting 线	1800	1800	1800	1800
	音频转接	0	0	0	0
其他手机业务		91026	109231	139816	177566
电脑业务		11280	12746	14913	17299
通讯业务		12834	15145	17568	20027
汽车业务		6149	9224	15681	23521
其他		4098	4262	4432	4565
<b>总计</b>		<b>214028</b>	<b>255095</b>	<b>296734</b>	<b>348387</b>
<b>YoY</b>		<b>39%</b>	<b>19%</b>	<b>16%</b>	<b>17%</b>

数据来源：wind，东吴证券研究所

我们预计公司 2023-2025 年营业总收入 2550.95/2967.34/3483.87 亿元，归属母公司净利润 110/142/182 亿元，对应 PE 为 21/16/12 倍。我们选取汽车零部件公司华阳集团/德赛西威/均胜电子以及消费电子类公司领益智造/东山精密作为立讯精密的可比公司，可比公司估值均值为 30/21/16 倍（12 月 15 日）。鉴于公司跨领域布局汽车+通信蓄力长期成长，我们认为立讯精密应该享受更高估值，首次覆盖给予“买入”评级。

表5：可比公司估值表（2023 年 12 月 11 日）

证券代码	公司简称	市值/亿元	归母净利润/亿元			PE/倍		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002906.SZ	华阳集团	183.4	4.9	6.8	9.0	37	27	20
002920.SZ	德赛西威	715.8	14.5	22.9	30.8	49	31	23
600699.SH	均胜电子	256.4	9.8	15.1	20.8	26	17	12
002600.SZ	领益智造*	456.9	22.5	28.2	35.0	20	16	13
002384.SZ	东山精密	306.4	20.2	26.2	33.6	15	12	9
可比公司算术平均 PE						30	21	16
002475.SZ	立讯精密	2,246.7	110	142	182	21	16	12

数据来源：wind，东吴证券研究所（标\*公司盈利预测为 wind 一致预期，其余预测值来源于东吴证券研究所）

## 5. 风险提示

**全球贸易环境不稳定风险，全球经济环境恶化风险。**公司出口业务占比较高，若全球贸易环境恶化或经济环境恶化，将影响公司业务开展。

**新车型上量不及预期。**公司汽车业务以新车驱动销量持续向上，若重点客户新车上市上量不及预期将影响公司盈利情况。

汇率波动风险。公司出口业务占比较高，因此汇率等均会对公司盈利能力产生显著影响。

立讯精密三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>88,292</b>	<b>177,384</b>	<b>216,329</b>	<b>264,459</b>	<b>营业总收入</b>	<b>214,028</b>	<b>255,095</b>	<b>296,734</b>	<b>348,387</b>
货币资金及交易性金融资产	20,720	97,859	123,719	157,046	营业成本(含金融类)	187,929	224,994	262,610	307,626
经营性应收款项	27,580	31,743	36,927	43,353	税金及附加	476	612	712	836
存货	37,363	44,733	52,211	61,161	销售费用	831	1,071	1,187	1,324
合同资产	0	0	0	0	管理费用	5,076	6,199	6,973	8,013
其他流动资产	2,628	3,049	3,472	2,899	研发费用	8,447	10,714	12,166	13,587
<b>非流动资产</b>	<b>60,092</b>	<b>66,105</b>	<b>68,137</b>	<b>67,743</b>	财务费用	883	(170)	(2,458)	(3,208)
长期股权投资	2,000	2,566	3,018	3,649	加:其他收益	602	718	835	980
固定资产及使用权资产	44,968	47,577	47,363	45,259	投资净收益	998	1,148	1,128	1,115
在建工程	2,695	3,305	3,875	3,938	公允价值变动	14	0	0	0
无形资产	2,696	3,245	3,905	4,466	减值损失	(894)	(142)	(186)	(155)
商誉	1,730	2,129	2,661	3,082	资产处置收益	48	26	10	9
长期待摊费用	811	964	976	989	<b>营业利润</b>	<b>11,154</b>	<b>13,424</b>	<b>17,332</b>	<b>22,158</b>
其他非流动资产	5,193	6,319	6,338	6,361	营业外净收支	4	7	10	8
<b>资产总计</b>	<b>148,384</b>	<b>243,489</b>	<b>284,465</b>	<b>332,202</b>	<b>利润总额</b>	<b>11,158</b>	<b>13,431</b>	<b>17,342</b>	<b>22,166</b>
<b>流动负债</b>	<b>74,631</b>	<b>157,504</b>	<b>182,177</b>	<b>209,073</b>	减:所得税	667	803	1,037	1,326
短期借款及一年内到期的非流动负债	16,144	16,265	16,265	16,265	<b>净利润</b>	<b>10,491</b>	<b>12,628</b>	<b>16,304</b>	<b>20,840</b>
经营性应付款项	50,302	119,002	138,896	162,706	减:少数股东损益	1,328	1,598	2,063	2,637
合同负债	502	7,653	8,902	10,452	<b>归属母公司净利润</b>	<b>9,163</b>	<b>11,030</b>	<b>14,241</b>	<b>18,203</b>
其他流动负债	7,684	14,585	18,113	19,650	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.28	1.54	1.99	2.55
非流动负债	14,969	14,501	14,501	14,501	EBIT	11,211	13,261	14,883	18,958
长期借款	9,205	9,205	9,205	9,205	EBITDA	19,180	26,693	33,922	38,560
应付债券	2,690	2,690	2,690	2,690	毛利率(%)	12.19	11.80	11.50	11.70
租赁负债	801	801	801	801	归母净利率(%)	4.28	4.32	4.80	5.22
其他非流动负债	2,274	1,805	1,805	1,805	收入增长率(%)	39.03	19.19	16.32	17.41
<b>负债合计</b>	<b>89,600</b>	<b>172,005</b>	<b>196,677</b>	<b>223,573</b>	归母净利润增长率(%)	29.60	20.37	29.11	27.82
归属母公司股东权益	45,343	56,445	70,686	88,889					
少数股东权益	13,441	15,039	17,102	19,740					
<b>所有者权益合计</b>	<b>58,784</b>	<b>71,484</b>	<b>87,788</b>	<b>108,628</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>148,384</b>	<b>243,489</b>	<b>284,465</b>	<b>332,202</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	12,728	96,376	46,671	52,262	每股净资产(元)	6.30	7.82	9.81	12.36
投资活动现金流	(13,326)	(19,512)	(19,208)	(19,232)	最新发行在外股份(百万股)	7,148	7,148	7,148	7,148
筹资活动现金流	8,156	(653)	(703)	(703)	ROIC(%)	13.71	13.26	12.89	14.02
现金净增加额	8,391	76,339	26,760	32,327	ROE-摊薄(%)	20.21	19.54	20.15	20.48
折旧和摊销	7,969	13,432	19,039	19,602	资产负债率(%)	60.38	70.64	69.14	67.30
资本开支	(13,077)	(17,708)	(20,751)	(18,682)	P/E(现价&最新股本摊薄)	24.75	20.56	15.93	12.46
营运资本变动	(6,622)	70,799	11,587	12,093	P/B(现价)	5.04	4.06	3.23	2.57

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(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,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15% 与-5% 之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15% 以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5% 与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>