

买入 (维持)

立讯精密 (002475)

牵手北美大客户迎 XR 机遇，汽车业务助力再腾飞

2023 年 06 月 07 日

市场数据

| 市场数据日期 | 2023-06-06 |
|-----------|------------|
| 收盘价(元) | 26.27 |
| 总股本(百万股) | 7130.39 |
| 流通股本(百万股) | 7118.50 |
| 净资产(百万元) | 47415.96 |
| 总资产(百万元) | 146457.37 |
| 每股净资产(元) | 6.65 |

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证电子】立讯精密 2022 年报及 2023 年一季报点评: 一季度逆势增长, 多重点在研项目未来可期》2023-04-28

《【兴证电子】立讯精密三季报点评: Q3 业绩在预告中上限, 全年业绩预计保持高速增长》2022-10-30

《【兴证电子】立讯精密半年报点评: 三季度预计重回高增长, 汽车业务有望成为未来主要增长点》2022-08-26

分析师:

姚丹丹

yaodandan@xyzq.com.cn

S0190519120001

投资要点

- **消费电子行业龙头, 业务版图持续扩张。**立讯精密是消费电子行业龙头公司, 公司以连接器起家, 目前产品覆盖消费电子、汽车电子、通信电子等三大领域, 2022 年收入占比分别为 89.22%、2.87%、6.00%。公司历史曾有多次收购, 持续提高产品线覆盖率, 业务版图不断拓展, 同时持续进行垂直整合, 形成“零组件-模组-系统”的布局。
- **苹果是消费电子行业巨头, 公司深度绑定大客户打开未来增量空间。**苹果是全球消费电子巨头, 旗下手机、电脑、TWS 等均定义产品性质, 引领消费电子行业发展。1) 公司声光电磁能力兼具, 助力公司持续拿到新料号和产品组装订单; 2) XR 时代到来带动消费电子新一轮创新周期, 叠加大客户 MR 成功发布, 有望引爆市场, 公司是 MR 组装的供应商, 深度合作大客户增长确定性强。
- **汽车业务享受赛道和国产替代红利, 深度合作奇瑞+速腾打造 Tier 1 平台。**汽车新四化趋势已定, 国内新能源车企崛起带动公司份额提高。1) 电动化趋势带动线束+连接器需求量和 ASP 提升, 公司线束和连接器产品线较全, 受益国产替代, 份额有望提升; 2) 汽车智能化趋势助推智能驾驶和智能座舱市场规模快速增长, 作为传统消费电子龙头, 公司相关技术成熟; 3) 公司收购 BCS 切入众多传统整车厂供应链, 控股股东参股奇瑞, 公司自身与奇瑞、速腾建立战略合作, 助力公司发展 Tier 1 业务。
- **通信业务受益 AIGC 新技术, 收购汇聚科技完善业务布局。**ICT 行业中, 新技术不断出现, 传统基础设施不断演进, 数据中心迎来快速发展, 叠加 AIGC 已成趋势, 高算力需求日渐提高, 通信市场规模有望快速增长, 公司产品线覆盖完全, 是一体化解决方案供应商, 同时收购汇聚完善相关布局, 未来有望跟随市场大盘增长。
- **盈利预测与投资建议:**考虑到欧美通胀对大客户产品销量的影响, 我们略微下修此前的盈利预测。我们预测公司 2023/2024/2025 年的收入分别为 2302.95、2961.36 和 3534.68 亿元, 同比分别+7.6%、28.6%和 19.4%, 预测归母净利润分别为 110.21、148.29 和 185.66 亿元, 同比分别+20.3%、34.6%和 25.2%, 对应 2023 年 6 月 6 日收盘价的 PE 分别为 17.0、12.7 和 10.1 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 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 214028 | 230295 | 296136 | 353468 |
| 同比增长 | 39.0% | 7.6% | 28.6% | 19.4% |
| 归母净利润(百万元) | 9163 | 11021 | 14829 | 18566 |
| 同比增长 | 29.6% | 20.3% | 34.6% | 25.2% |
| 毛利率 | 12.2% | 12.6% | 12.7% | 12.9% |
| ROE | 20.2% | 20.1% | 21.6% | 21.7% |
| 每股收益(元) | 1.28 | 1.54 | 2.08 | 2.60 |
| 市盈率 | 20.5 | 17.0 | 12.7 | 10.1 |

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

目 录

| | |
|---|--------|
| 1、消费电子龙头公司，横向多元化+垂直一体化双向发展 | - 5 - |
| 1.1、业务版图不断扩张，纵横双向延伸 | - 5 - |
| 1.2、股权结构集中，股权激励绑定核心员工 | - 9 - |
| 1.3、消费电子业务为目前主要收入来源，汽车和通讯业务占比快速提高 .. | - 11 - |
| 2、深度绑定优质头部客户，XR 打开消费电子业务增长空间 | - 14 - |
| 2.1、绑定北美大客户，不断拓展业务半径 | - 14 - |
| 2.2、苹果是消费电子行业绝对王者，定义产品引领市场 | - 24 - |
| 2.3、苹果 MR 头显 Vision Pro 发布，立讯将显著受益新一轮创新周期 | - 30 - |
| 3、汽车业务布局不断完善，协同体外公司有望快速发展 | - 35 - |
| 3.1、汽车新四化趋势明显，汽车电子市场空间广阔 | - 35 - |
| 3.2、汽车电子加速国产替代，智能驾驶市场前景可观 | - 39 - |
| 4、通信业务产品线持续扩张，通信市场成长空间大 | - 49 - |
| 4.1、受益 AIGC 等新技术涌现，通信市场发展迅速 | - 49 - |
| 4.2、通信业务产品线持续扩张，收购汇聚进一步完善布局 | - 51 - |
| 5、盈利预测及投资建议 | - 54 - |
| 6、风险提示 | - 55 - |

图目录

| | |
|------------------------------------|--------|
| 图 1、公司发展历程图 | - 5 - |
| 图 2、消费电子产品线 | - 6 - |
| 图 3、通讯业务产品线 | - 7 - |
| 图 4、汽车业务产品线 | - 8 - |
| 图 5、公司产能布局 | - 9 - |
| 图 6、立讯精密股权结构图（截至 2023 年一季报） | - 10 - |
| 图 7、公司营业总收入及同比情况 | - 11 - |
| 图 8、公司归母净利润及同比情况 | - 11 - |
| 图 9、公司主营业务收入构成 | - 12 - |
| 图 10、公司盈利能力情况 | - 12 - |
| 图 11、公司毛利率分业务情况 | - 12 - |
| 图 12、公司三费率管控良好 | - 13 - |
| 图 13、公司研发投入情况 | - 13 - |
| 图 14、公司消费电子业务产品线持续拓展 | - 15 - |
| 图 15、博硕科技（江西）营收和净利润情况 | - 16 - |
| 图 16、昆山联滔营收和净利润情况 | - 16 - |
| 图 17、立铠精密营业收入（亿美元） | - 17 - |
| 图 18、立铠精密净利润（亿美元） | - 17 - |
| 图 19、苏州美特主营产品 | - 18 - |
| 图 20、苏州美特部分合作伙伴 | - 18 - |
| 图 21、立景创新主要产品 | - 18 - |
| 图 22、高伟电子相机模组产品 | - 19 - |
| 图 23、高伟电子营收及增速（亿美元） | - 20 - |
| 图 24、高伟电子归母净利润及增速（亿美元） | - 20 - |
| 图 25、高伟电子第一大客户销售收入情况 | - 20 - |
| 图 26、苹果 TWS 耳机出货量 | - 21 - |
| 图 27、2022 年 Q4 全球 TWS 耳机市场格局 | - 21 - |
| 图 28、苹果智能手表出货量情况 | - 22 - |
| 图 29、2020 年中国消费者度智能手表功能关注度 | - 22 - |
| 图 30、Apple watch ultra 图示 | - 22 - |

| | |
|---|--------|
| 图 31、2022 年全球智能手表各厂商市占率 | - 23 - |
| 图 32、立臻股权结构图 | - 23 - |
| 图 33、iPhone 手机出货量及同比情况 | - 24 - |
| 图 34、苹果营收和 YOY 情况 | - 25 - |
| 图 35、苹果归母净利润和 YOY 情况 | - 25 - |
| 图 36、苹果盈利能力强 | - 25 - |
| 图 37、苹果注重研发投入 | - 25 - |
| 图 38、苹果重要战略时间轴 | - 26 - |
| 图 39、苹果各产品线营收情况（亿美元） | - 26 - |
| 图 40、苹果毛利率情况 | - 26 - |
| 图 41、行业整体与苹果智能机出货量及 YOY 情况 | - 27 - |
| 图 42、iPhone 份额进一步提升 | - 27 - |
| 图 43、苹果手机销量和利润市占率情况 | - 27 - |
| 图 44、苹果产品基本三代左右引爆市场 | - 29 - |
| 图 45、App Store Open AI ChatGPT 软件 | - 29 - |
| 图 46、全球 VR/AR 头显出货量 | - 30 - |
| 图 47、市场现有 XR 头显产品 | - 31 - |
| 图 48、2022 年 VR 新品各终端形态数量 | - 31 - |
| 图 49、3D 模型生成期间排除对象 | - 32 - |
| 图 50、检测和响应用户行为的头戴式设备 | - 32 - |
| 图 51、苹果 MR 眼镜外观 | - 33 - |
| 图 52、消费电子历史行情主线 | - 35 - |
| 图 53、汽车向智能终端演进的过程中迎来黄金十年 | - 36 - |
| 图 54、全球新能源汽车销量 | - 36 - |
| 图 55、中国新能源汽车销量情况 | - 37 - |
| 图 56、中国新能源汽车渗透率 | - 37 - |
| 图 57、自动驾驶分级标准 | - 37 - |
| 图 58、中国智能网联汽车出货量 | - 38 - |
| 图 59、智能驾驶市场规模（亿美元） | - 38 - |
| 图 60、全球智能驾驶各级别渗透率 | - 38 - |
| 图 61、中国 ADAS 市场规模 | - 39 - |
| 图 62、全球汽车电子市场规模 | - 39 - |
| 图 63、中国汽车电子市场规模 | - 39 - |
| 图 64、汽车供应链壁垒高 | - 40 - |
| 图 65、传统汽车产业链的金字塔结构 | - 40 - |
| 图 66、2022 年全球新能源乘用车 TOP 前 20 厂商销量及市占率 | - 41 - |
| 图 67、中国部分新能源车企 | - 41 - |
| 图 68、博世对未来汽车电子电气架构发展趋势的观点 | - 42 - |
| 图 69、2021 年全球汽车线束市场格局 | - 42 - |
| 图 70、中国汽车线束市场规模 | - 42 - |
| 图 71、汽车线束平均单车 ASP | - 43 - |
| 图 72、公司线束产品 | - 43 - |
| 图 73、全球连接器市场规模 | - 44 - |
| 图 74、2022 年全球连接器市场竞争格局 | - 44 - |
| 图 75、中国连接器市场规模 | - 44 - |
| 图 76、2021 年中国连接器市场下游应用领域 | - 44 - |
| 图 77、公司连接器和结构件产品 | - 45 - |
| 图 78、2021 年中国连接器市场格局 | - 46 - |
| 图 79、奇瑞新能源汽车销量 | - 46 - |
| 图 80、中国车载摄像头出货量 | - 47 - |

| | |
|-----------------------------|--------|
| 图 81、中国激光雷达市场规模..... | - 47 - |
| 图 82、2022 年激光雷达竞争格局..... | - 48 - |
| 图 83、BCS 主要产品..... | - 49 - |
| 图 84、中国 ICT 市场规模..... | - 50 - |
| 图 85、全球服务器市场出货量..... | - 50 - |
| 图 86、全球 AI 服务器出货量..... | - 50 - |
| 图 87、中国通信连接器市场规模..... | - 51 - |
| 图 88、通信产品线不断丰富..... | - 51 - |
| 图 89、公司通信业务垂直整合..... | - 52 - |
| 图 90、汇聚科技主营产品..... | - 53 - |
| 图 91、汇聚科技营收及同比（亿美元）..... | - 53 - |
| 图 92、汇聚科技归母净利润及同比（亿美元）..... | - 53 - |

表目录

| | |
|---|--------|
| 表 1、公司并购历程..... | - 6 - |
| 表 2、公司部分控股或参控股公司..... | - 10 - |
| 表 3、2022 年股票激励计划..... | - 11 - |
| 表 4、公司部分在研项目..... | - 13 - |
| 表 5、立讯精密切入北美大客户产业链时间..... | - 14 - |
| 表 6、立铠精密智能工厂..... | - 16 - |
| 表 7、立臻投资收益认列规则..... | - 24 - |
| 表 8、SW 消费电子板块 2022 年营业利润 TOP 10 公司..... | - 28 - |
| 表 9、苹果 MR 产品部分信息..... | - 33 - |
| 表 10、Apple Vision Pro 与市场旗舰头显参数对比..... | - 33 - |
| 表 11、立景创新车载摄像头模组..... | - 47 - |
| 表 12、公司各业务拆分情况（单位：亿元）..... | - 54 - |
| 表 13、可比公司估值..... | - 54 - |

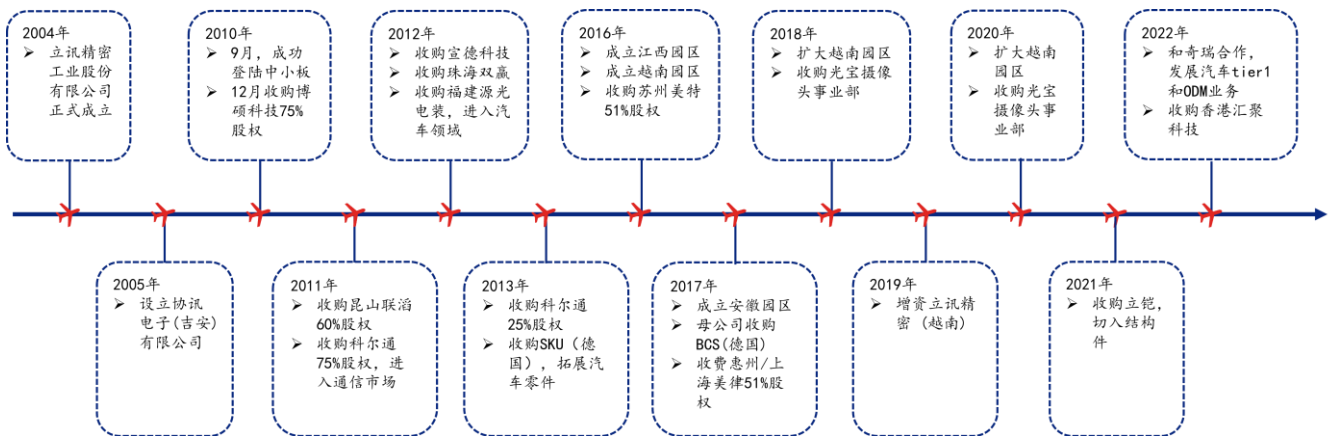
报告正文

1、消费电子龙头公司，横向多元化+垂直一体化双向发展

1.1、业务版图不断扩张，纵横双向延伸

消费电子龙头，业务版图不断扩张。立讯精密成立于 2004 年，以电脑连接器起家，2010 年公司成功登陆深交所中小板，此后公司积极发展和拓宽消费电子业务产品线，同时进行多次收购动作，业务范围不断扩大，逐渐成为消费电子龙头公司。

图 1、公司发展历程图



资料来源：公司官网，每日财经网，兴业证券经济与金融研究院整理

公司主要提供高速互连、声学、射频天线、无线充电、震动马达、通信基站相关产品的解决方案，同时也是智能穿戴、智能家居产品的系统制造商。公司历史上经过多次并购，业务覆盖范围持续拓宽，目前主要专注于消费电子、通讯、汽车和工业领域。

表 1、公司并购历程

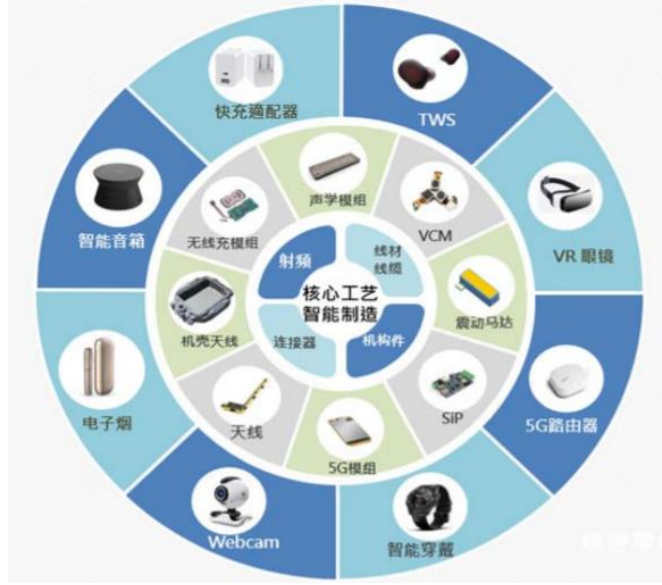
| | 消费电子 | 通讯 | 汽车 |
|--------|--|--------------------------------|---------------------------|
| 2011 年 | 1 月，收购江西博硕，切入线束 5 月，收购昆山联滔，切入大客户笔电和平板连接器 | 11 月，收购科尔通，切入通讯连接器和线束（智能手机产业链） | |
| 2012 年 | 9 月，收购珠海双赢柔软电路，切入柔性线路板 | | 5 月，收购福建源光电装，切入汽车线束 |
| 2013 年 | | | 10 月，收购德国 SuK，切入汽车门锁塑胶件 |
| 2014 年 | 3 月，收购苏州丰岛，切入可穿戴和智能家居 10 月，收购吉安协讯，巩固连接器主营业务 | | |
| 2015 年 | 7 月，持股台湾宣德科技，切入台湾电子连接器市场 | | |
| 2016 年 | 7 月，控股苏州美特，切入大客户声学组件 | | |
| 2017 年 | 4 月，收购惠州美律/上海美律，补强声学组件能力 | | |
| 2018 年 | 通过立景创新收购光宝 CCM 事业部（体外），切入手机摄像头模组 | | 收购采埃孚旗下 BCS 部门（体外），切入汽车电子 |
| 2020 年 | 7 月，收购江苏纬创、昆山纬新，切入大客户手机组装 12 月，立景创新收购高伟电子 45% 股权（体外），切入大客户手机摄像头模组 | | |
| 2021 年 | 2 月，控股日铠（改名为立铠），强化金属结构件能力 | | |
| 2022 年 | 12 月，立景创新收购光宝影像事业部，加强光学能力 | 2 月，收购汇聚科技，完善通信业务布局 | 2 月，与奇瑞、速腾合作，加深激光雷达等合作 |

资料来源：东方财富网，每日财报网，工商时报，兴业证券经济与金融研究院整理

以并购切入北美大客户供应链，消费电子业务是核心业务。2004-2010 年，公司主要是聚焦电脑连接器领域，2010 年，公司收购博硕科技 75% 的股权，成功切入到其他消费电子领域，此后消费电子业务产品线不断扩展，目前主要包括声学产品 TWS 蓝牙耳机等，智能生活类 5G CPE、Wifi 可便携式路由器，智能终端类可穿戴手表手环、AR/VR/MR 等产品。

图 2、消费电子产品线

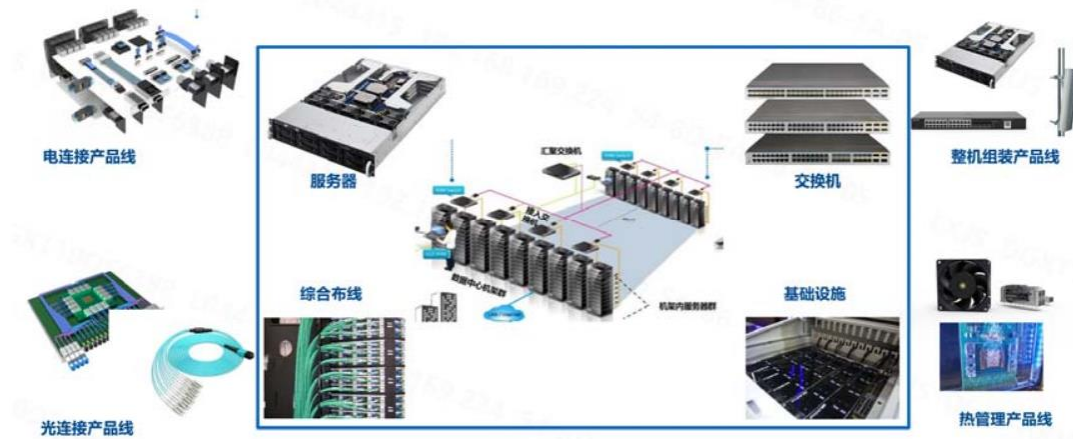
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

收购科尔通进入通信领域，持续提高产品线覆盖率。2011 年，公司收购科尔通 75% 的股权切入通信市场，2022 年收购汇聚科技再度完善通信领域布局，产品线覆盖率不断提升，在电连接、光连接、射频天线等产品线基础上，进一步增加了热管理和工业连接等产品，不断完善产品线布局。

图 3、通讯业务产品线



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

汽车事业部成立较早，公司致力于提供一站式产品解决方案。2011 年，立讯成立汽车事业部，2012 年收购福州源光切入汽车电子领域，次年收购德国 SuK 进入汽车配件领域，2018 年，公司控股股东立讯有限并购德国 BCS，成功进入智能汽车领域，逐渐完善汽车业务布局，2022 年，控股股东立讯有限与奇瑞成立合资公司助力立讯精密 Tier 1 平台建立。目前汽车业务可划为四部分，线束+连接器、雷达相关、智能座舱相关、动力系统相关，公司致力于提供一站式产品解

决方案。

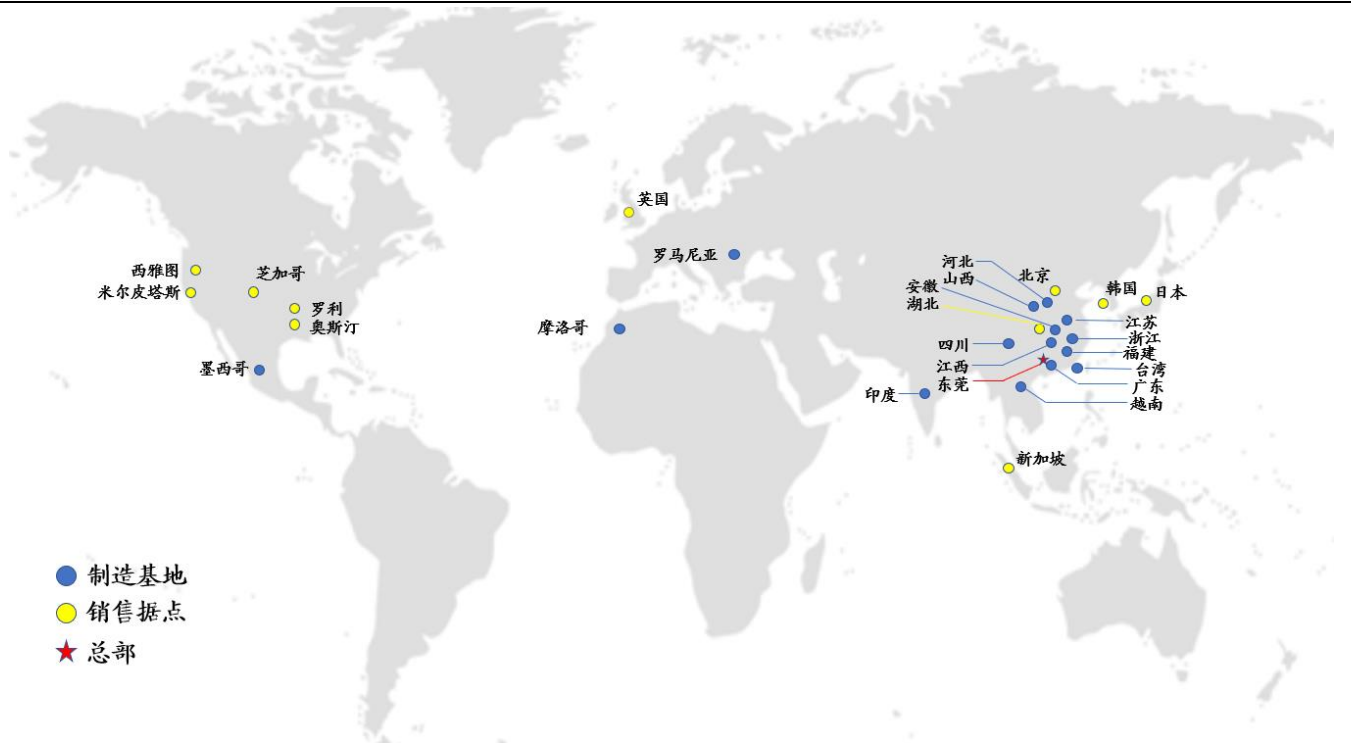
图 4、汽车业务产品线



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司实行全球化布局，设有多个研发中心和生产基地。公司总部位于中国广东省东莞市，其中国内的制造基地主要分布在广东、江西、江苏、安徽、浙江、山西、河北、四川、台湾等地，海外制造基地主要位于越南、印度、墨西哥、罗马尼亚、摩洛哥等，并在全球多个地区或国家设立研发中心，包括广东东莞、江苏昆山、台湾及美国等。

图 5、公司产能布局



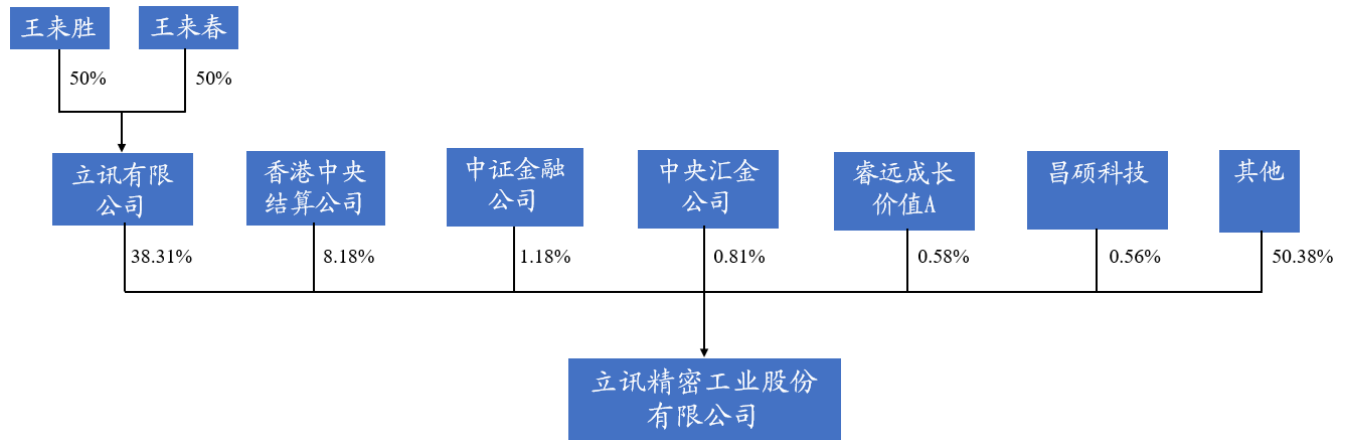
资料来源：公司官网，公司公告，Asprova 官网新闻，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、股权结构集中，股权激励绑定核心员工

公司股权结构集中，实控人担任公司管理层重要职位。公司控股股东为立讯有限，实控人为王来胜和王来春，两人通过立讯有限持有公司 38.31% 的股权比例。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。公司股权结构集中，股权架构稳定，实控人担任管理层重要职位。

董事长产业经验丰富，在富士康有近十年工作经历。公司董事长王来春女士自 1988 年起在台湾鸿海下属富士康线装事业部工作近 10 年，因吃苦耐劳品质+不断学习相关技术+持续提高管理经验，王来春深受郭台铭赏识，由普通流水线工人做到当时大陆员工能够升到的最高职位--“课长”一职，1997 年王来春离开富士康自主创业，2004 年建立立讯，依靠自身相关产业经验和远见卓识，立讯精密的规模体量和行业地位与日俱增。王来春有勇有谋，拿捏有度，平易近人，也被内部员工称为“王大姐”。

图 6、立讯精密股权结构图（截至 2023 年一季报）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

子公司众多，布局多业务领域。根据 2022 年报，公司目前有 139 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，SuK 主营产品主要涉及汽车领域，立铠精密业务主要为 top module 和系统级产品的组装。

表 2、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 |
| SuK Kunststofftechnik GmbH | 100% | 汽车、医疗、工业等领域的热塑产品及模具的设计、研发、制造及销售 |
| 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 |

资料来源：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。2022 年度，公司再次实施股权激励，向 3505 名管理人员、核心骨干等授予 1.69 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，2018 年和 2019 年股权激励计划业绩考核要求目标均超额完成。

表 3、2022 年股票激励计划

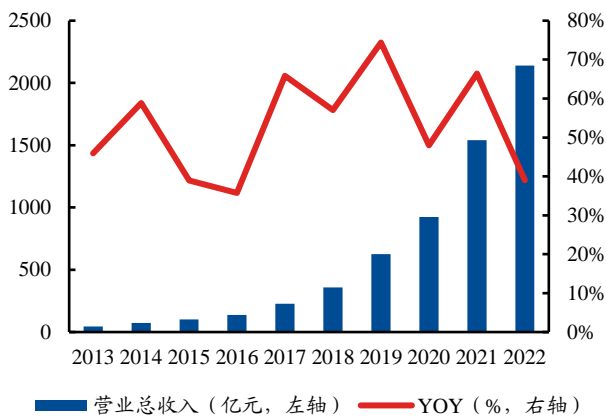
| 行权期 | 业绩考核标准 | 可行权数量比例 |
|--------|------------------------|---------|
| 第一个行权期 | 2023 年营业收入不低于 2,300 亿元 | 20% |
| 第二个行权期 | 2024 年营业收入不低于 2,600 亿元 | 20% |
| 第三个行权期 | 2025 年营业收入不低于 2,900 亿元 | 20% |
| 第四个行权期 | 2026 年营业收入不低于 3,200 亿元 | 20% |
| 第五个行权期 | 2027 年营业收入不低于 3,500 亿元 | 20% |

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、消费电子业务为目前主要收入来源，汽车和通讯业务占比快速提高

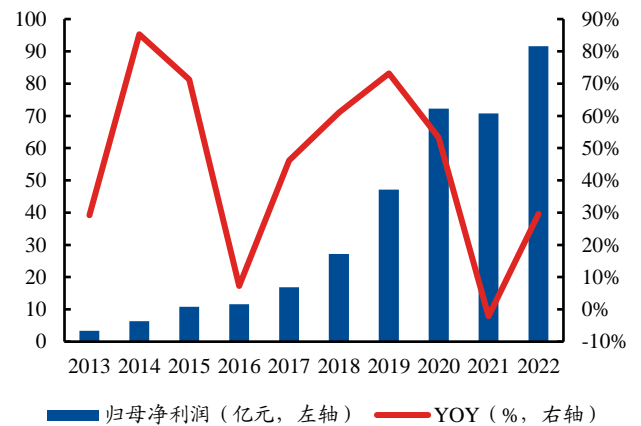
享受消费电子赛道红利+公司持续开拓新业务，公司营收和归母净利润快速增长。公司自 2010 年上市后，营收增速较快，2013 年公司营收为 45.92 亿元，2022 年破 2000 亿元，营收为 2140.28 亿元，同比+39.03%，2013-2022 年复合增速 CAGR9=53.24%。2013 年，公司归母净利润为 3.40 亿元，2022 年为 91.63 亿元，同比+29.59%，CAGR9=44.20%，公司连续多年业绩高增长。

图 7、公司营业总收入及同比情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

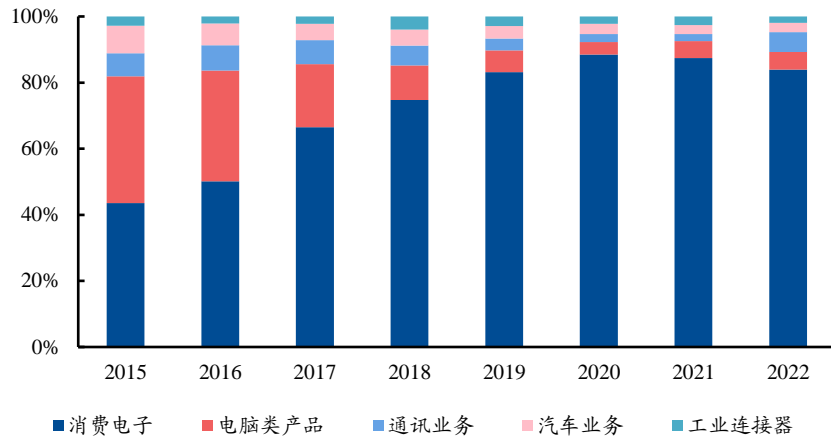
图 8、公司归母净利润及同比情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

消费电子业务始终是公司收入主要贡献点，通讯+汽车业务去年营收占比有所提高。2015 年，公司消费电子业务营收 44.16 亿元，营收占比 43.55%，加上电脑类产品，营收占比达 81.91%，2022 年除电脑类的消费电子营收达 1796.67 亿元，营收占比为 83.95%。2022 年，公司通讯+汽车业务营收占比达 8.87%，同比+4.05pct，近两年公司非消费电子业务占比有提升趋势，未来随着公司加大对汽车业务的投入，汽车板块收入占比有望逐渐提高，成为公司收入重要来源。

图 9、公司主营业务收入构成

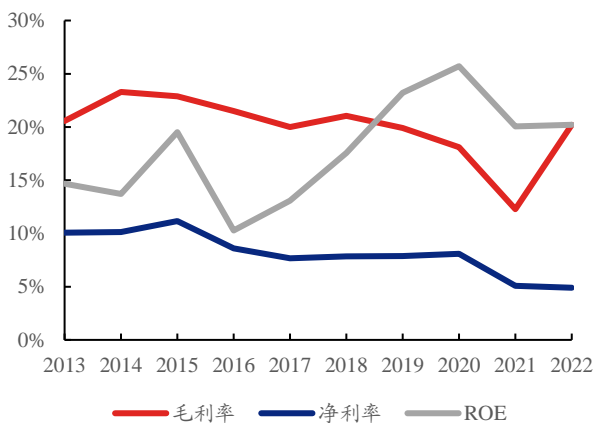


资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理（首页第一段中“消费电子“涵盖公司对外披露的“消费电子业务“和”电脑类产品“）

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。2016-2020 年，公司 ROE 增长态势强劲，2021 年受到疫情带来的停工和运输受阻、原材料价格上涨、部分产品处于产能爬坡期等影响，ROE 有所回落，2022 年已有所回升。2022 年公司，ROE 为 20.21%，同比+0.17pct。

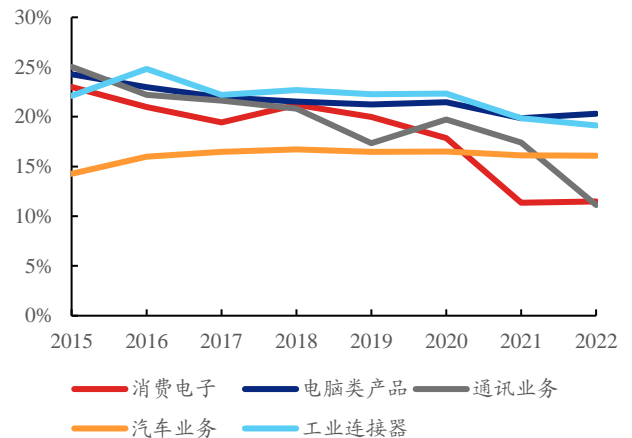
分业务看，公司消费电子毛利率有一定下滑，其他业务毛利率基本维稳。消费电子业务毛利率近年来有所下滑主要因公司逐步切入到整机组装端，而整机组装业务因其材料成本占比高故毛利率较低，电脑类产品毛利率基本维持在 20% 左右，汽车业务毛利率稳定在 16% 上下。

图 10、公司盈利能力情况



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

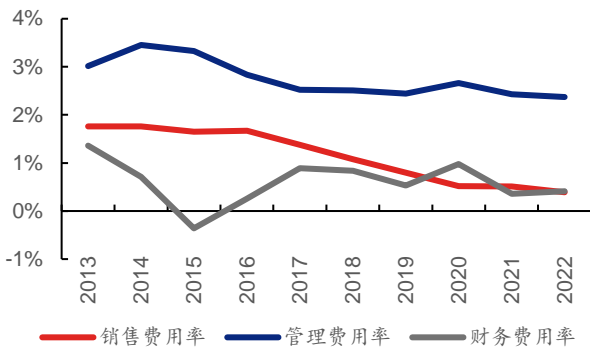
图 11、公司毛利率分业务情况



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

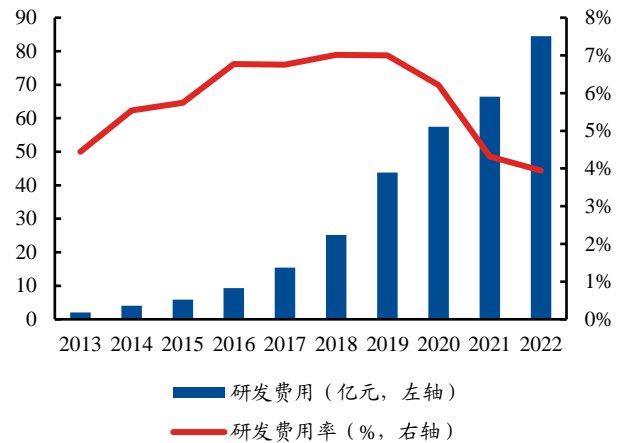
三费率管控良好，公司注重研发投入。2013-2022年，公司销售、管理费用率基本呈现下滑趋势，管控效果显著，2022年销售、管理费用率分别为0.39%、2.37%，同比分别-0.12pct、-0.06pct。2014-2022年，公司财务费用率始终低于1%，波动主要因为受到汇兑等因素影响。公司研发投入逐年加大，2019-2022年研发费用率下滑主要是出于谨慎性原则，公司审计机构将部分研发费用重分类至管理费用。

图 12、公司三费率管控良好



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、公司研发投入情况



资料来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

多个重点项目在研，未来成长可期。公司有多个在研项目，涵盖范围广泛且进展较为顺利，涉及手机、可穿戴、汽车、通信等领域，具体包括可穿戴与健康检测功能结合、XR 产品、钛合金金属外壳等项目，公司紧跟行业趋势，继续加大研发投入保障公司技术先进性和核心竞争力。

表 4、公司部分在研项目

| 领域 | 项目名称 | 项目进展 |
|-----|--|-------------------|
| 手机 | 高精密光学与传感器复合防抖摄像头马达的研发 | 已完成并量产 |
| | 单面驱动减震微型扬声器的研究开发 | 研发项目已进入小批量试产阶段 |
| | TWS 耳机体温监测与心率监测功能的研究与开发 | 研发项目已完成 |
| | 穿戴设备进行抑郁症筛查的数字生物标志物、高山症预防应用、移动压力检测和监控系统的研发 | 研发项目已完成 |
| 可穿戴 | 穿戴式装置可预防交通事故之行为侦测、空气品质侦测、应用动态感测器在车辆导航定位的研发 | 部分已完成 |
| | 钛合金金属外壳的加工开发 | 研发项目完成并量产 |
| | 一体式 VR 眼镜/VR 一体机的研发 | 研发项目已通过设计、调试和验证阶段 |
| 汽车 | 汽车 FAKA 线束的研发 | 已完成并量产 |

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

| | | |
|----|----------------------------------|-----------------|
| | 汽车 MCU 产品研发 | 项目样品装机测试验证阶段 |
| | 48V 轻混动电机控制器壳体的研发 | 研发项目完成 |
| | 基于 8155 芯片的智能座舱域控开发 | 样品阶段 |
| | 1200W 车载前装储能装置 | 研发项目已通过试产调试验证阶段 |
| 通信 | 5G 无线通信光模块研发 | 已完成并量产 |
| | 基于 PCIe5.0 应用的 ASM 外部高速连接器 及线缆组件 | 批量生产交付 |

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2、深度绑定优质头部客户，XR 打开消费电子业务增长空间

2.1、绑定北美大客户，不断拓展业务半径

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 5、立讯精密切入北美大客户产业链时间

| 时间 | 切入产品 |
|-----------|---|
| 2011-2012 | MACBook/iPad 内部连接线 |
| 2013 | iPad lightning/iPhone lightning/MacBook 电源线 |
| 2016 | iPhone 转接头 |
| 2017 | iPhone 声学器件 |
| 2018 | 线性马达/LCP 天线/无线电充电接收端 |
| 2017-2019 | AirPods/AirPods pro 组装 |
| 2020 | iPhone 12 mini 组装/Apple watch 组装 Sip 封装 |
| 2021 | Top Module、Housing 金属结构件/iPhone 13 pro 组装 |

资料来源：《巴伦周刊》中文版，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、公司消费电子业务产品线持续拓展

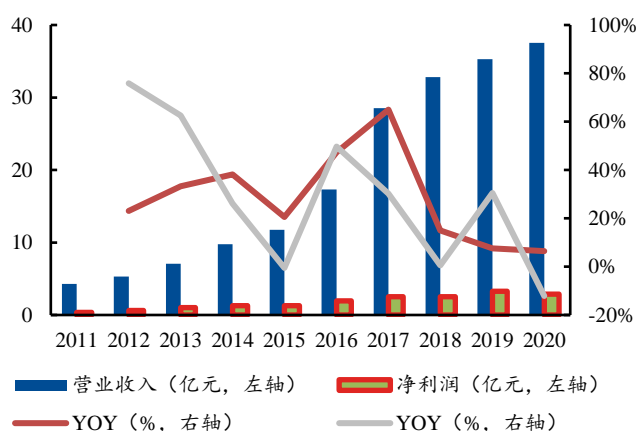


资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

一方面，公司通过多次收购切入新产品供应链，整合+协同拿到更多新产品。公司曾多次通过收购子公司来切入新产品或新业务的供应链，再与公司原有业务进行协同，拿到更多新产品，如公司收购江西博硕增加线束能力、收购昆山联滔切入大客户电脑内部连接线、收购立铠精密切入结构件等，是后续公司陆续拿到了内外部线缆、lightning 充电口和 top module 等核心产品的重要原因。

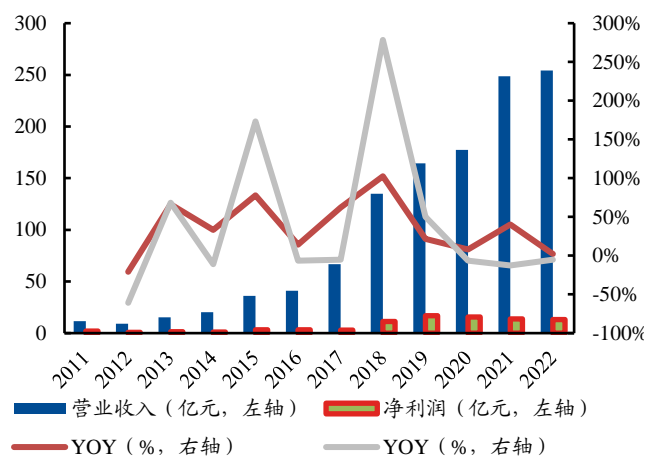
另一方面，立讯管理能力强，带动被收购子公司业绩快速发展。立讯收购整合子公司后，被收购的子公司业绩大多表现可观，如博硕科技（江西）2011-2020 年间营收年均复合增速 CAGR9=27.24%，净利润 CAGR9=26.10%，昆山联滔 2011-2022 年间营收年均复合增速 CAGR11=32.46%，净利润 CAGR9=18.19%，博硕和联滔均迎来近十年的高增长。

图 15、博硕科技（江西）营收和净利润情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、昆山联滔营收和净利润情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司垂直一体化布局优势显著，目前综合覆盖“零组件-模组-系统组装”。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和盈利能力不断提高。

1) 零组件

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。

表 6、立铠精密智能工厂

| 智能工厂 | 位置与面积 | 成立时间 | 主营业务 |
|----------------|----------------------|-------------|--|
| 立铠精密科技(盐城)有限公司 | 江苏省盐城市亭湖区，占地 1500 亩 | 2021 年 2 月 | 主要生产 3C 电子产品用耐高温绝缘材成型件、五金冲压零件、铆钉、转轴、结构件及其他零配件等 |
| 日善电脑配件(嘉善)有限公司 | 浙江省嘉兴市嘉善县，占地 400 亩 | 2015 年 6 月 | |
| 日达智造科技(如皋)有限公司 | 江苏省如皋市长江镇，占地 2800 亩 | 2020 年 10 月 | |
| 日铭电脑配件(上海)有限公司 | 上海市金山区亭林工业区，占地 170 亩 | 2011 年 4 月 | 从事设计、研发、生产精密型腔模具、金属制品模具、非金属制品模具及模具标准件 |

资料来源：立铠精密官网，兴业证券经济与金融研究院整理

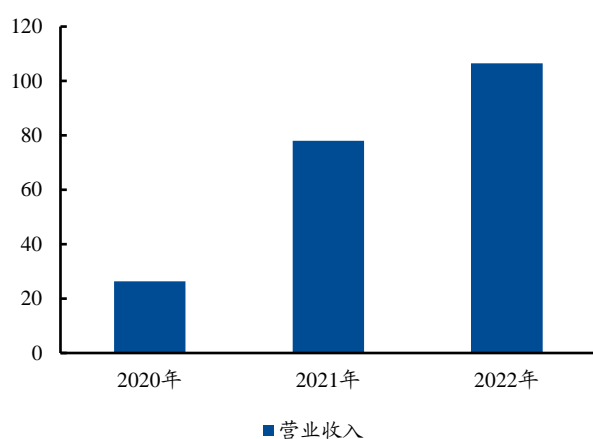
立铠营收增速较快，被立讯收购后收入和利润体量快速增长。立铠精密营收主

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

要来源为显示触控模组（top module）业务和金属结构件业务，top module 成本结构中的物料占比较高，利润率较低，2021 年净利率下滑主要因为 top module 占比大幅提高。

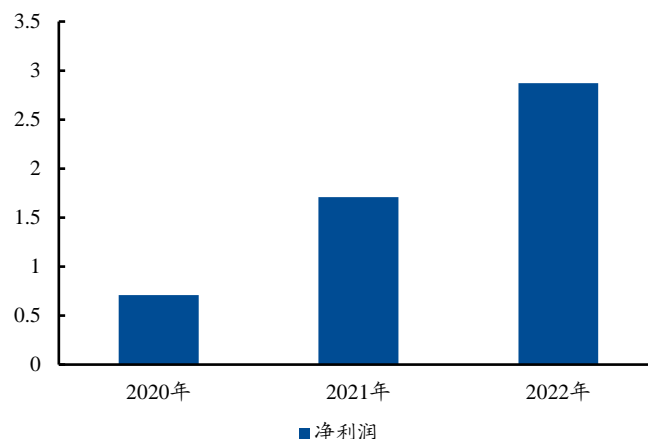
立铠在被立讯收购后，收入体量和利润体量快速增长，2021 年立铠收入和净利润分别为 77.99 和 1.71 亿美元，同比分别+196.20%和+140.85%，2022 年增速同样可观，同比分别+36.58%和 67.84%。目前立铠也成功拿到了 bottom module 订单，后续也有望导入大客户手机结构件等高单价产品。未来随着 top module、bottom module 的份额持续提升和新产品的导入，叠加公司优秀的管理能力，立铠精密营收和利润贡献有望逐渐增加。

图 17、立铠精密营业收入（亿美元）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、立铠精密净利润（亿美元）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2) 模组

收购昆山联滔切入大客户连接器产品供应链，大客户手机新品 lighting 接口转 type-c 有望带来新增量。2011 年，立讯收购昆山联滔成功进入北美大客户的连接器供应链，陆续获得了手机转接头、平板内部线、笔电电源线等订单。为遵守欧盟有关电子设备统一接口的规定，大客户手机及其他仍使用 Lightning 接口的设备未来将改用 USB Type-C 接口，为公司带来一定增量。

1) 声学模组

子公司昆山联滔收购苏州美特，切入大客户手机声学器件业务。2016 年，子公司昆山联滔收购苏州美特 51% 的股权，成功切入声学模组业务。苏州美特是全球声学领导厂商，主营产品涉及耳机、扬声器、微机电麦克风、辅听器等，与谷歌、亚马逊、苹果、华为、小米等客户均有合作，在台湾、香港、深圳、上海、美国等全球 25 个地区或国家均有布局。通过美特切入大客户声学业务，也是公司为后续争取到大客户耳机组装核心供应商门票的重要布局。

图 19、苏州美特主营产品



资料来源：苏州美特官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、苏州美特部分合作伙伴



资料来源：苏州美特官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2) 光学模组

立景创新是立讯精密重要策略联盟伙伴，依托立景，公司光学模组快速发展。立景创新实控人为王来喜先生，王来春和王来喜为姐弟关系，因而立景与立讯关系密切。立景主营产品为摄像头模组，下游包括手机、电脑、汽车、AIoT、XR 等。立景研发实力强劲，曾是产业界首个量产手机相机三摄模组的厂商。

图 21、立景创新主要产品



资料来源：立景创新官网，兴业证券经济与金融研究院整理

立景收购台湾光宝相机模组 (CCM) 事业部，进入光学模组领域。2018 年 2 月，台湾光宝将其旗下相机模组 (CCM) 事业部转让给立景创新，光宝 CCM 事业部成立已有十余年，产品应用领域主要包括手机、平板、笔电等消费电子产品。2017 年，光宝的摄像头模组出货量全球排名第 19，双摄模组出货量全球排名第 8，实力强劲，2018 年 Q1 光宝 CCM 事业部收入为 53.39 亿新台币，Q2 为 87.53 亿新台币。光宝 CCM 技术储备充分，客户范围广泛，是全球行动装置品牌客户

的主要供货商。2022 年，立景再度收购光宝影像事业部门，进一步补全光学板块能力。

依托高伟电子，成功切入大客户手机摄像头模组。2020 年，立景创新收购高伟电子 45%的股权，截至 2022 年报，立景持有高伟电子 73.51%的股权，是第一大股东。高伟电子主要设计、开发、制造及销售各类相机模组，应用于手机、平板、笔电等设备，其客户包括苹果、三星、LG 等。

图 22、高伟电子相机模组产品

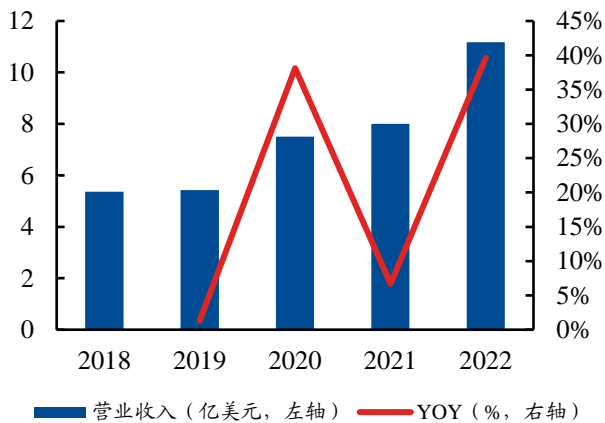


资料来源：高伟电子招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

高伟电子与苏大维格建立合资公司，助力 XR 领域布局。2021 年，高伟电子与苏大维格签署战略合作协议框架，设立合资公司进行 ToF diffuser、DOE 光学器件、VR 光学器件、AR 光波导镜片、AR-HUD 光学材料等产品的研发与生产。苏大维格在大面积微纳三维光刻、纳米光刻、纳米压印等方面技术优势明显，与苏大维格合作补强高伟电子技术，助力 XR 领域的布局。

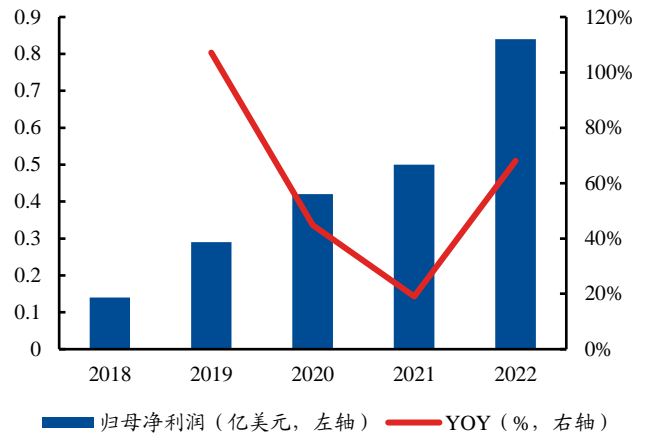
高伟电子与北美大客户合作关系紧密，营收和利润稳步增长。近年来，高伟电子营收和归母净利润增长情况良好，2022 年营收为 11.17 亿美元，同比+39.63%，归母净利润为 0.84 亿美元，同比+68%。

图 23、高伟电子营收及增速（亿美元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

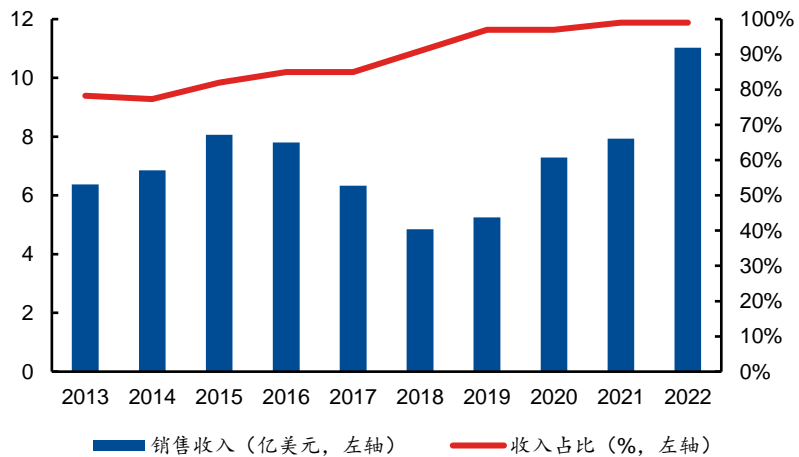
图 24、高伟电子归母净利润及增速（亿美元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

高伟电子第一大客户收入占比逐渐提高，深度绑定大客户。高伟电子相机模组产品的客户主要为苹果、三星和LG，光学部件的客户主要为三星、LG和日立，2014年开始，高伟电子的光学部件业务收入占比逐渐降低，2020年为0.04%，2022年该业务已经被剔除。随着手机相机模组业务占比的提高，高伟电子来自北美大客户的营收占比逐渐提高，2022年，北美大客户销售收入占比已经达99%。

图 25、高伟电子第一大客户销售收入情况



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

3) 系统组装

公司综合具备光、声、电、磁、热、射频等能力，垂直一体化优势显著，顺利切入组装。公司通过深度工艺解析和技术分解，将复杂结构转化为多个成熟的工艺制程，再叠加声、光、电、磁等技术赋能，有效帮助客户实现产品落地。公司凭借在零组件和模组产品上的优异表现，顺利切入了大客户的系统组装产品供应链，且品类不断扩充。

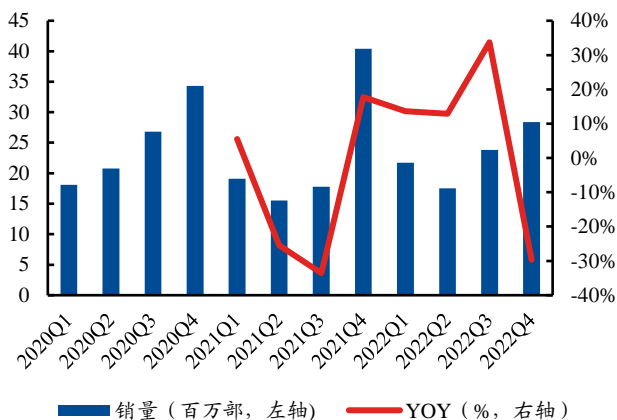
➤ 大客户耳机组装

苹果领跑全球 TWS 耳机市场，份额超 30%。根据 Canalys，2022 年全球 TWS 耳机出货量为 2.87 亿部，其中苹果 TWS 耳机（包含 AirPods 系列和 Beats）出货量为 0.91 亿部，份额为 31.85%，领跑全球 TWS 耳机市场。根据 Counterpoint Research 发布的报告，2023 年 TWS 耳机全球销售量预计将超过 3 亿对，随着 TWS 耳机搭载健康监测功能，苹果 TWS 耳机出货量增速有望快于市场，目前立讯精密“TWS 耳机体温监测与心率监测功能”的研发项目已经完成，未来有望应用于客户产品。

进入北美大客户耳机组装供应链，公司深度绑定大客户。2016 年苹果发布第一款 TWS 耳机，大客户第一代耳机组装厂商主要为台企英业达，2017 年，公司收购苏州美特和惠州美律切入声学领域，加强声学相关能力，并逐渐切入耳机系列产品的代工供应链。公司起初份额较低，随着大客户耳机销量的快速爬升，英业达的组装良率和产能已无法满足需求，一度出现官网断货情况，而公司自动化能力出众，极大缩短交货周期和提高了制造良率，份额不断提高。

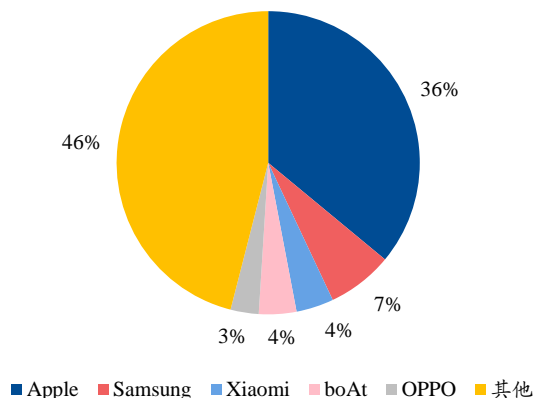
2017 年，苹果总裁库克来中国，参观立讯的耳机生产线，表示高度肯定。此外，受去年部分供应链企业退出的影响，公司 2022 年的耳机组装份额有所增长，今年份额预计进一步提高。

图 26、苹果 TWS 耳机出货量



资料来源：Canalys，兴业证券经济与金融研究院整理

图 27、2022 年 Q4 全球 TWS 耳机市场格局

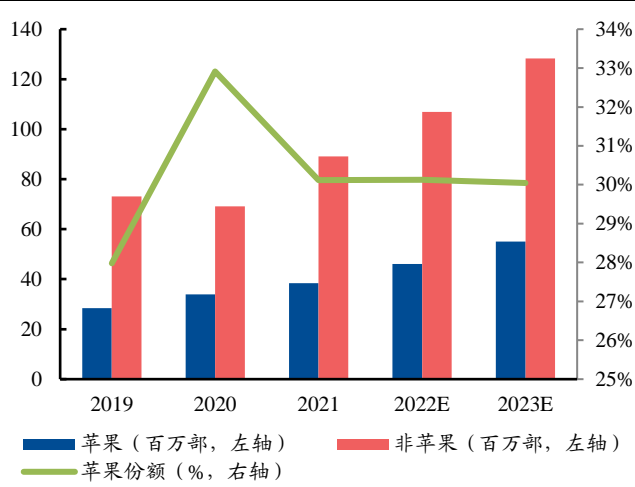


资料来源：Canalys，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ 大客户手表组装

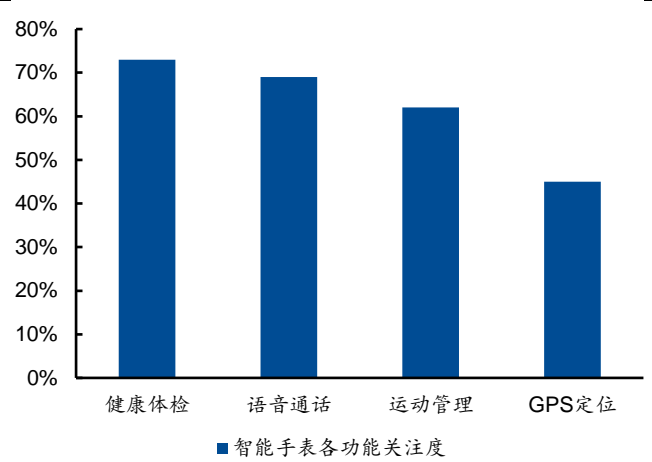
苹果智能手表份额领先，搭载健康检测功能未来可期。根据 Counterpoint 数据，预计 2023 年全球智能手表出货量将达到 1.83 亿部，同比+19.87%，其中苹果智能手表出货量预计为 0.55 亿部，市占率预计 30%。智能手表的健康检测功能已经成为了消费者最关注的功能，苹果智能手表 iWatch 系列是全球首次作为搭载健康检测的手表，目前健康监测功能正不断完善。

图 28、苹果智能手表出货量情况



资料来源：Counterpoint，兴业证券经济与金融研究院整理

图 29、2020 年中国消费者度智能手表功能关注度



资料来源：Global Market Monitor，兴业证券经济与金融研究院整理

高阶款 ultra 面世，逐渐朝专业市场前进。去年苹果新推出针对极限运动和专业探险需求的 Apple Watch Ultra，由大众市场走向专业市场，其在电池续航、防水防尘级别、GPS、智能报警功能、健康检测功能（体温、睡眠、心脏、血氧）等均有显著提高，搭配钛合金表框，深度考虑消费者需求与感受，拉动高端市场销售额。

图 30、Apple watch ultra 图示

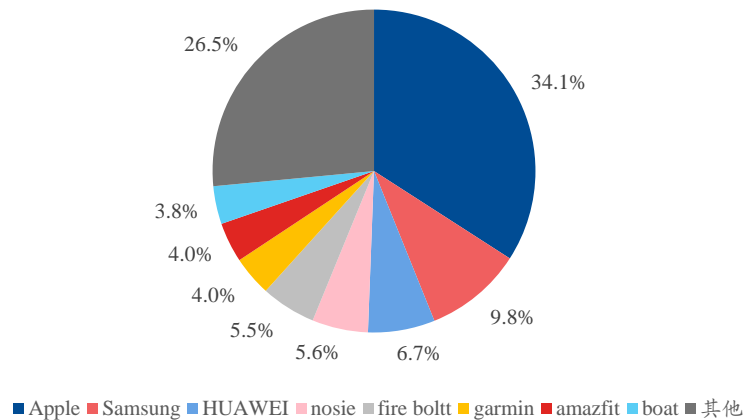


资料来源：Apple 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

血糖检测有望成未来新卖点，大客户手表销量有望再上台阶。大客户不断完善手表的健康监测功能，根据 Mark Gurman，苹果在无创血糖监测技术已经取得突破性进展，其可以通过一种硅光子芯片收集激光照射到皮肤后传回的光学吸收光谱，来确定体内的葡萄糖浓度，目前该技术已经处于可行的概念验证阶段，未来有望在 Apple watch 搭载，推动销量进一步增长。

立讯精密切入大客户手表组装，份额不断提高。2020 年，立讯成功切入大客户的手表组装业务，产能主要在中国大陆和越南，且份额不断提高，目前是主要供应商。目前全球智能手表市场中，苹果市占率遥遥领先，2022 年为 34.1%，第二为 Samsung，市占率为 9.8%，比苹果低 24.3pct。未来随着血糖监测功能的搭载+立讯对大客户的深度配套，立讯手表组装业务成长空间较大。

图 31、2022 年全球智能手表各厂商市占率

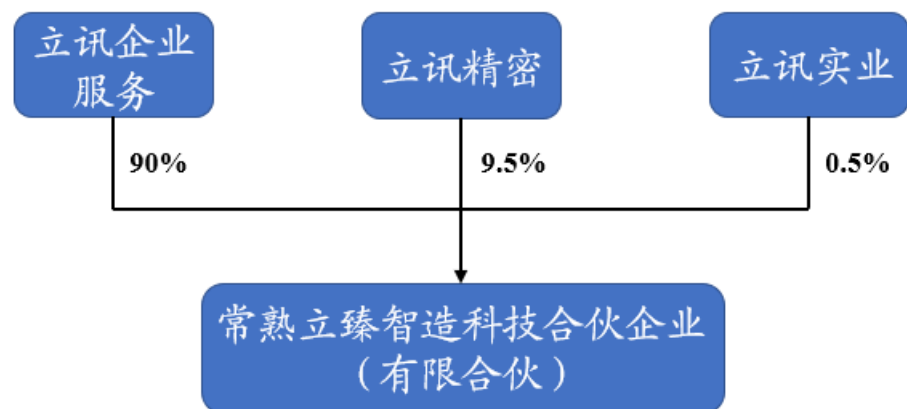


资料来源：Counterpoint，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ 大客户手机组装

公司通过收购纬创切入大客户手机组装，通过与母公司合作在大客户份额不断提高。纬创资通是全球最大的 ODM 代工厂之一，2015 年开始为北美大客户提供代工组装服务。2020 年，立讯精密及其控股股东以 60 亿元收购纬创资通旗下的“江苏纬创”与“昆山纬新”两大工厂，成功切入北美大客户的手机组装业务。

图 32、立臻股权结构图

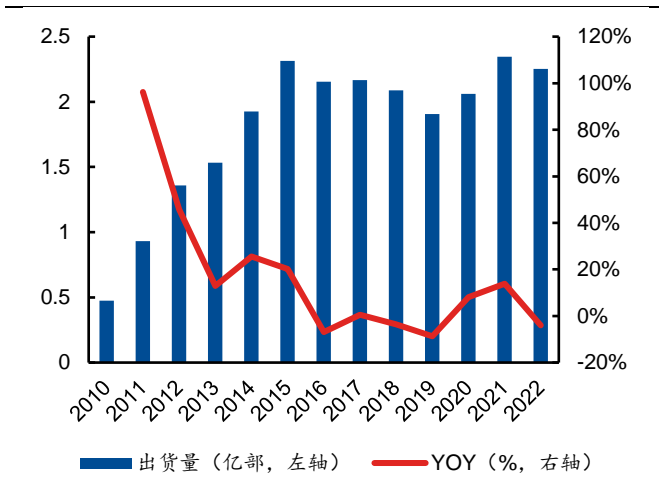


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司在大客户手机组装业务的份额不断提高，助力利润增长。立讯精密由于持股比例低，不并表立臻，但是会认列投资收益，具体认列方式为：1) 上年净利润在总出资额 3% 及以内的部分，按照出资比例分别认列；2) 上年净利润在总出资额 3%-5% 的部分，1/3 划分给立讯企业，2/3 划分给立讯实业和立讯精密；3) 上年净利润在总出资额 5% 以上的部分，10% 划分给立讯企业，90% 划分给立讯实业和立讯精密，即净利润越高，立讯精密可认列投资收益越多。

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），目前随着公司自动化水平等优势显现，公司正逐渐朝高阶款迈进，大客户高端机型基本是富士康独家承接，难度较大，立讯精密是首家切入的新厂商，份额有望不断提高。未来随着大客户手机销量的提升+公司份额的增加，利润贡献有望不断提高。

图 33、iPhone 手机出货量及同比情况



资料来源：IDC，兴业证券经济与金融研究院整理

表 7、立臻投资收益认列规则

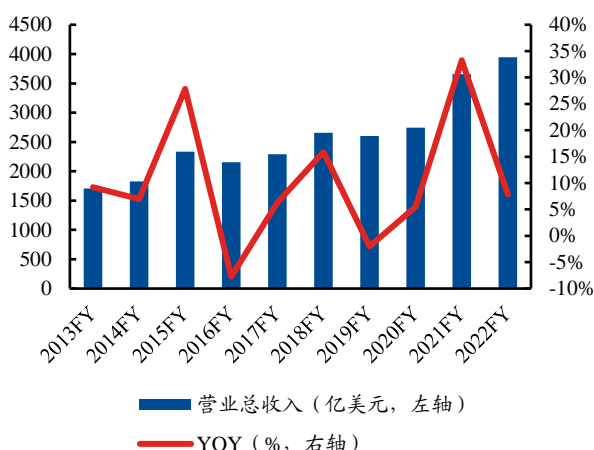
| 总出资额 | 60 亿元 | |
|------------|----------|-------|
| 净利润占总出资额之比 | 投资收益认列方式 | |
| (0,3%] | 立讯企业服务 | 90.0% |
| | 立讯精密 | 9.5% |
| | 立讯实业 | 0.5% |
| (3%,5%) | 立讯企业服务 | 33.3% |
| | 立讯精密 | 6.3% |
| | 立讯实业 | 0.3% |
| (5%,+∞) | 立讯企业服务 | 10.0% |
| | 立讯精密 | 8.6% |
| | 立讯实业 | 0.5% |

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、苹果是消费电子行业绝对王者，定义产品引领市场

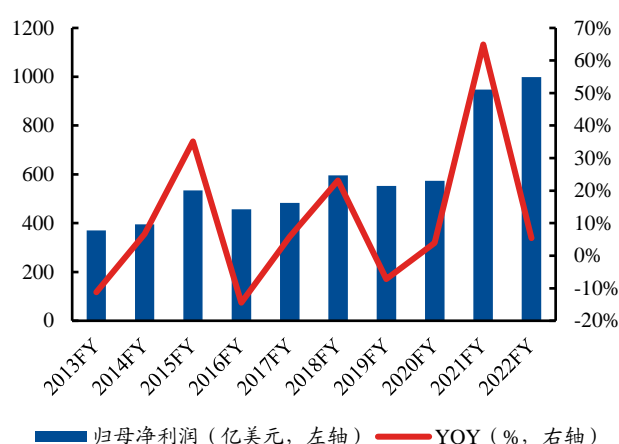
苹果消费电子巨头，营收体量近 4000 亿美元。苹果公司是消费电子行业巨头，多年来均是全球市值最高的公司，2013 财年营收体量破千亿美元，2022 财年营收为 3943.28 亿美元，同比+7.79%，2013-2022 财年营收 CAGR9=9.73%。公司归母净利润增速表现更优，2022 财年归母净利润为 998.03 亿美元，2013-2022 财年 CAGR9=11.64%，双位数增长。

图 34、苹果营收和 YOY 情况



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 35、苹果归母净利润和 YOY 情况

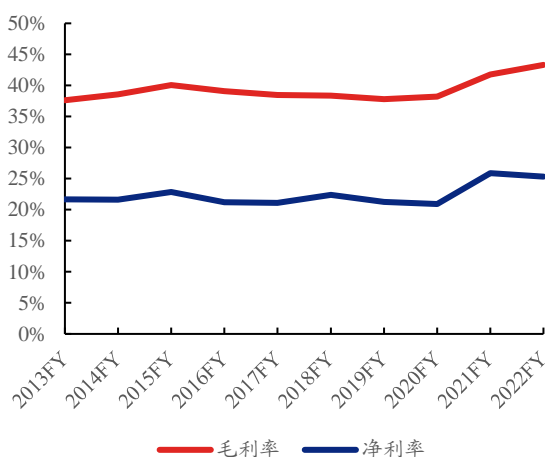


资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

苹果盈利能力强，毛利率始终近 40%，净利率超 20%。苹果作为消费电子行业龙头，市场地位高，产品竞争力强，自身盈利能力很强。2013-2022 财年，苹果毛利率始终在 40%上下浮动，净利率始终超 20%。2022 财年，苹果公司毛利率为 43.31%，净利率为 25.31%。

苹果注重研发投入，高研发投入保证创新力和产品竞争力。苹果始终坚持高研发投入，深度解读消费者需求，不断进行技术和产品创新。2022 财年，苹果研发费用为 262.51 亿美元，研发投入占比为 6.7%，同比+0.7pct，持续的高研发投入为苹果创新保驾护航，推动产品竞争力不断提高。

图 36、苹果盈利能力强



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 37、苹果注重研发投入



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

产品定义先驱，持续领跑市场。苹果一直是消费电子行业巨头，其主营产品包括手机、电脑、平板电脑、可穿戴产品以及软件相关服务。从电脑、手机到 TWS 耳机，再到手表，苹果一直定义产品性质与形态，引领市场，其手机、电脑、

TWS 耳机、手表均领跑各自细分市场。

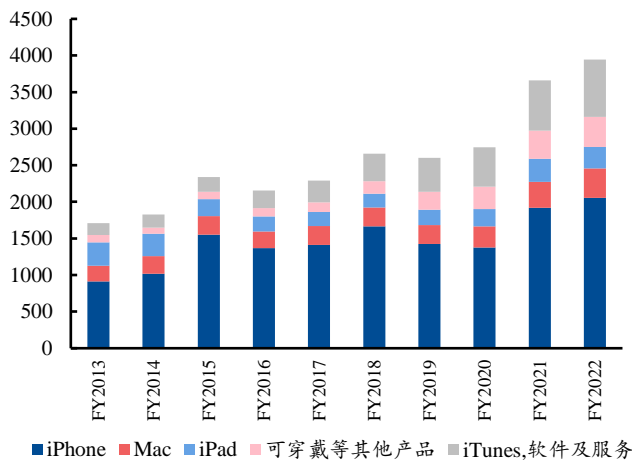
图 38、苹果重要战略时间轴



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

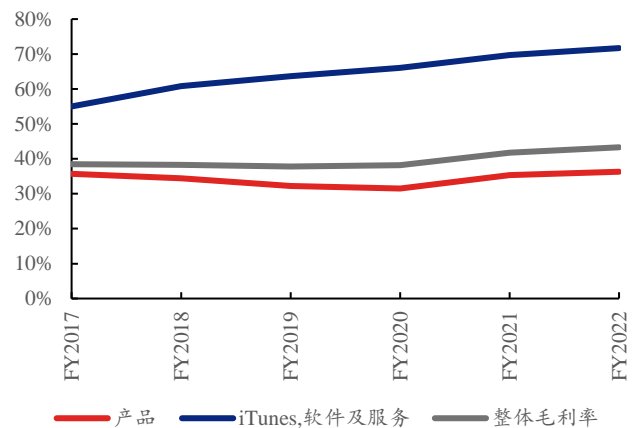
苹果营收主要贡献来源为手机，整体毛利率始终超 35%。iPhone 始终是苹果公司主要收入来源，2022 财年 iPhone 收入 2054.89 亿美元，营收占比超 50%。2017-2022 年，苹果公司整体毛利率一直超 38%，其中软件服务毛利率较高，超 50%，硬件产品毛利率超 30%，

图 39、苹果各产品线营收情况（亿美元）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 40、苹果毛利率情况

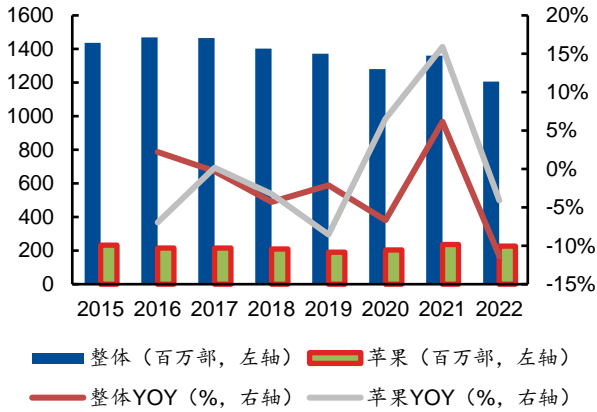


资料来源：wiind，苹果公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

去年受宏观环境等影响智能机市场表现不佳，苹果智能机下滑幅度显著低于行业整体。2022 年，因受到宏观经济不利、终端需求萎靡等因素影响，根据 IDC，2022 年全球智能机出货量为 12.06 亿部，同比-11.35%，苹果智能机出货量为 2.26 亿部，同比-4.07%，下滑幅度显著低于行业整体，韧性较强，iPhone 市占率进一步提高。根据 Counterpoint，2008 年开始，iPhone 份额急速提高，2022 年 iPhone

销量市占率为 18%，同比再度提高 1 个百分点。

图 41、行业整体与苹果智能机出货量及 YOY 情况



资料来源: IDC, 兴业证券经济与金融研究院整理

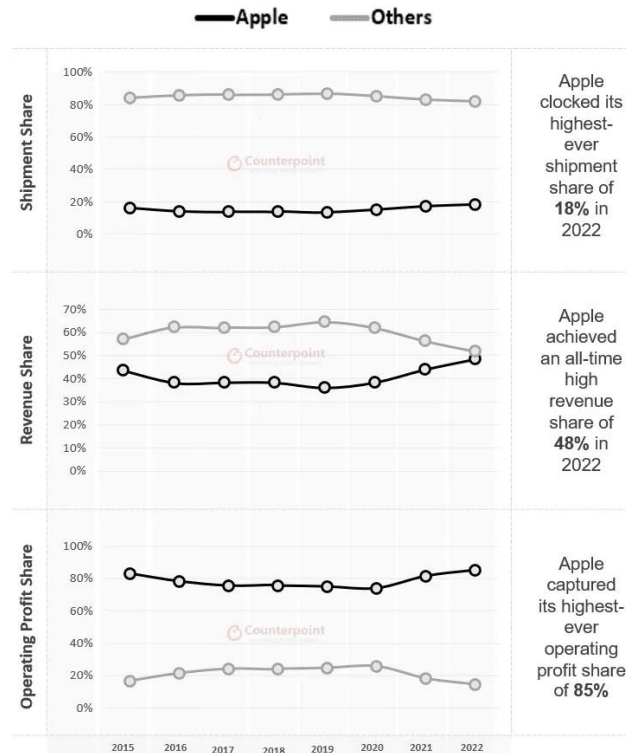
图 42、iPhone 份额进一步提升



资料来源: Counterpoint, 兴业证券经济与金融研究院整理

苹果产品市场竞争力强，手机利润占行业整体之比超 80%。根据 Counterpoint，2013-2022 年，苹果手机销量市占率在 20% 上下浮动，但经营利润占行业整体基本超 80%。2022 年，iPhone 销量市占率为 18%，经营利润市占率为 85%，“二八定律”明显，超高利润占比再次映证产品竞争力。

图 43、苹果手机销量和利润市占率情况



资料来源: Counterpoint, 兴业证券经济与金融研究院整理

大客户自身利润率高，产业链中供应商准入门槛高，但给供应商的报价预留的利润空间更客观，国内龙头消费电子公司基本都是苹果链公司。苹果供应商门槛较高，对于供应商的规模、供货能力与品牌信誉等均有较高要求，其供应商基本均为行业翘楚，苹果年度供应商榜单也深受市场推崇，该榜单竞争极其激烈。2022年，申万SW消费电子板块，营业利润绝对额top 10中，苹果供应商占比过半，立讯精密围绕大客户布局业务，利润快速增长是长期绑定优质客户的必然结果。

表 8、SW 消费电子板块 2022 年营业利润 TOP 10 公司

| 股票代码 | 股票名称 | 营业利润（亿元） | |
|-----------|------|----------|----------|
| | | 2021 年 | 2022 年 |
| 601138.SH | 工业富联 | 223.9760 | 218.7235 |
| 002475.SZ | 立讯精密 | 81.6742 | 111.5449 |
| 601231.SH | 环旭电子 | 21.3181 | 34.6080 |
| 688036.SH | 传音控股 | 48.2667 | 30.3216 |
| 300433.SZ | 蓝思科技 | 21.6268 | 29.6613 |
| 002841.SZ | 视源股份 | 18.3079 | 23.2635 |
| 002600.SZ | 领益智造 | 10.8370 | 20.5368 |
| 002241.SZ | 歌尔股份 | 46.8332 | 16.1048 |
| 300866.SZ | 安克创新 | 10.9232 | 12.7453 |
| 000021.SZ | 深科技 | 10.2102 | 8.0760 |

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

苹果历史产品市场表现优异，基本三代左右成为爆款。苹果一直是产品定义先驱者，2007年推出初代iPhone，将玻璃触控屏与手机结合，开创触屏操控时代，iPhone 4系列发布后带动苹果手机知名度和用户规模快速扩大，iPhone 4系列销量约1.11亿部，相较iPhone 3系列增加0.79亿部，同时Airpods也重新定义真无线蓝牙耳机形态，引领真无线耳机发展，2019年发布第三代产品—Airpods Pro后，2019年销量达6000万副，销量同比提高约71%。XR时代即将来临，苹果推出的MR头显有望再度定义产品，引领市场。

图 44、苹果产品基本三代左右引爆市场



资料来源：苹果官网、兴业证券经济与金融研究院整理

AI 技术兴起，AI Phone 有望激发硬件升级和消费者换机欲望。AI 技术多年前已经应用在手机端，苹果总裁库克在 2023 年二季度财报会议中提到“AI 潜力巨大，并且苹果已经将机器学习和 AI 技术用在了部分产品中”。2023 年 5 月 19 日，OpenAI 宣布 ChatGPT 正式推出 iOS APP，大模型开始在手机上深度运行，AI Phone 时代到来，这有望激发新一轮硬件层面的升级更新和消费者的换机欲望。

图 45、App Store Open AI ChatGPT 软件

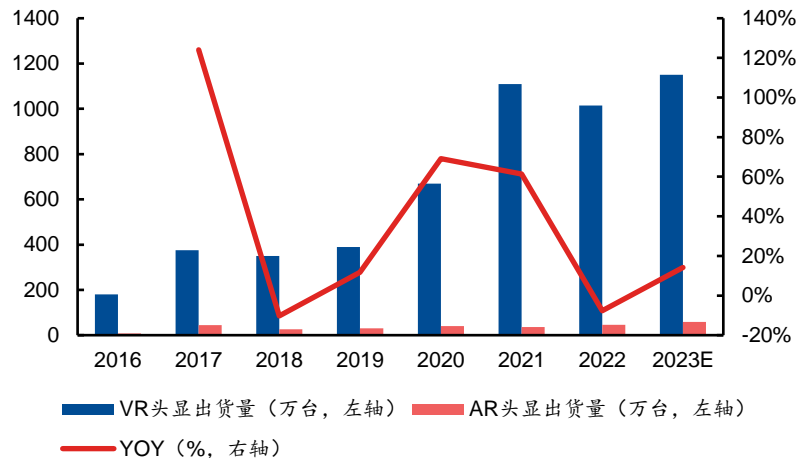


资料来源：网易新闻，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、苹果 MR 头显 Vision Pro 发布，立讯将显著受益新一轮创新周期

去年全球 VR/AR 头显出货量小幅下滑，XR 时代正逐渐到来。电脑-手机-TWS 成就消费电子历史主线行情，XR 预计是新一轮行情。2022 年，全球 VR/AR 头显出货量为 1059.2 万台，同比-7.6%，主要是受到疫情、宏观经济环境等影响，叠加目前 XR 头显还未大规模进入消费级市场，预计 2023 年出货量达 1208.8 万台，同比+14.1%。

图 46、全球 VR/AR 头显出货量



资料来源：陀螺研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

XR 时代即将到来，带动消费电子新一轮创新周期。目前各大厂商均积极布局 XR 领域，包括 VR 厂商 Pico、Meta 等，AR 厂商 Nreal、Vuzix 等，以及 MR 厂商微软等，众多厂商积极进行研发投入，不断推出新产品，受下游应用的局限性和硬件、成像等相关难题，目前还未迅速起量。但各大厂商积极布局 XR，拥抱 XR 时代，有望带动消费电子新一轮创新周期来临。

图 47、市场现有 XR 头显产品

VR设备



PICO 4 Pro



PICO 4



Meta Quest Pro



Oculus Quest2

AR设备



Nreal Air



Vuzix Blade 2



联想 YOGA T1



麦耘 MY 1代

MR设备



燧光 Rhino X Pro



微软 HoloLens 2



Lenovo Explorer

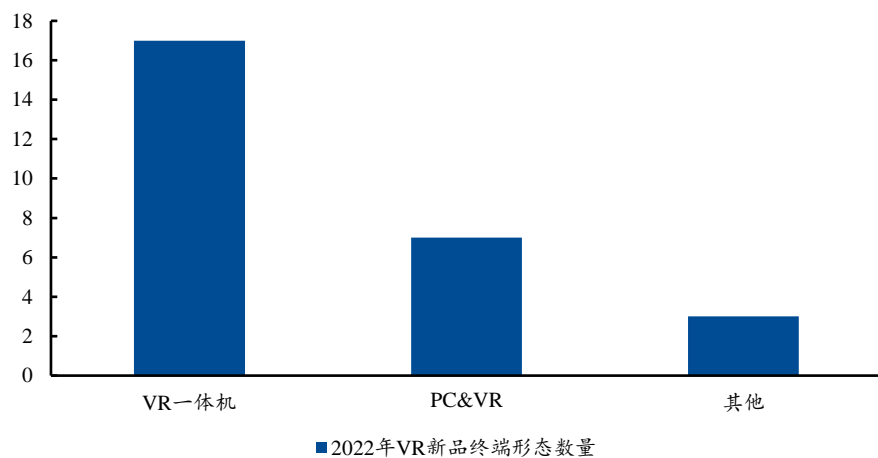


三星 Odyssey

资料来源：各公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

VR 一体机已成主流形态，公司相关研发项目进展顺利。2022 年推出的 VR 新品中，VR 一体机形态的产品有 17 种，已成主流产品形态，立讯精密紧跟时代脚步，其在研项目“一体式 VR 眼镜/VR 一体机的研发”已通过设计、调试和验证阶段，静待量产。

图 48、2022 年 VR 新品各终端形态数量

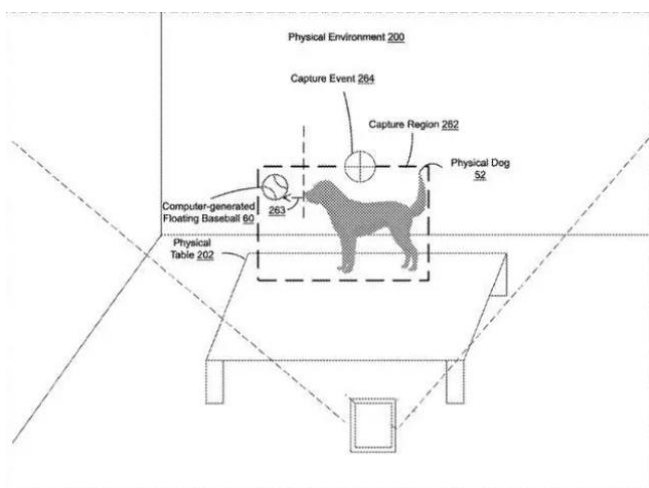


资料来源：陀螺研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

苹果相关专利布局充分，MR 头显成功面世。美国专利商标局公布的苹果新授予

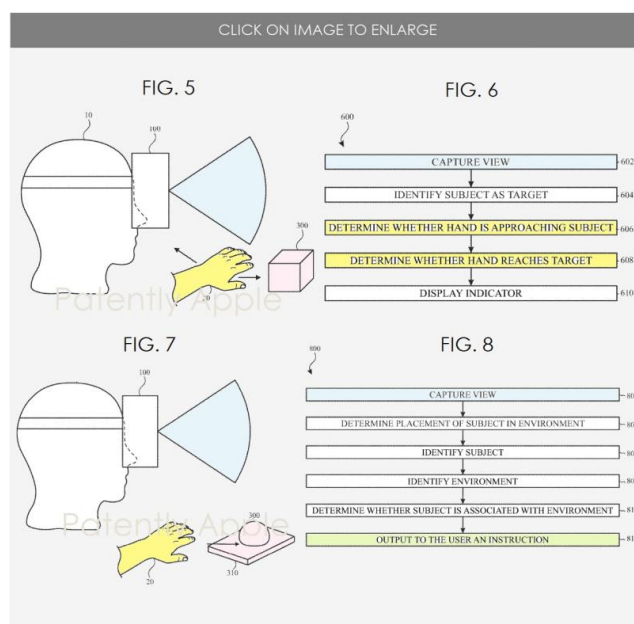
专利，涵盖了一系列 AR/VR/MR/XR 开发流程，其中包括 3D 模型生成期间排除对象专利，基于物理环境的图像、在物理环境中检测到的深度信息以及用于跟踪设备或深度相机的特定位置和方向的其他信息生成 3D 模型，使用深度数据和从 RGB 图像数据生成的对象掩码排除了可能移动的人或其他对象。除此以外，苹果还申请了“检测和响应用户行为的头戴式设备”专利，通过检测并回应用户的失语、失用表现，可检测诊断阿尔茨海默病并提供日常帮助。北京时间 6 月 6 日凌晨 1 点，苹果举办 WWDC2023 开发者大会，成功发布其首款 MR 头显—Apple Vision Pro。

图 49、3D 模型生成期间排除对象



资料来源：美国专利商标局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 50、检测和响应用户行为的头戴式设备



资料来源：美国专利商标局，兴业证券经济与金融研究院整理

苹果生态体系完整，软件+硬件双双提前布局。专利方面，2023 年 5 月，美国专利商标局公布苹果 25 项新专利，涵盖 XR 系列开发流程。软件方面，公司 ARKit 开发平台已迭代至 6.0 版本，功能持续升级，根据陀螺科技消息，截至 2022 年 6 月 15 日，苹果的 APP Store 目前约有 1.4 万个基于 ARKit 开发的应用，并有约 3000 万人的开发者。苹果一直是消费电子行业的产品定义者，此次发布 MR 有望进一步推动消费电子创新周期到来。

Apple Vision Pro 搭载 M2+R1 双芯片，硬件性能强大。苹果在 WWDC 2023 上公布了其首款 MR 头显 Vision Pro 的部分参数。Vision Pro 搭载 Apple 的 M2+R1 双芯片，其中 M2 芯片提供独立计算运算，并保证 Vision Pro 保持舒适的温度和静音运行，R1 芯片负责传输内容，可以实时传输，使得图像 12ms 内传到显示屏，双芯片结合确保了其非凡的性能和舒适的体验。显示方面，Vision Pro 采用 Micro-OLED 屏幕，双屏幕共有 2300 万像素，分辨率达双眼 8K。续航方面，插

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

电时可全天使用，此外苹果还提供一块可使用 2 小时的外接电池。应用方面，Vision Pro 搭载全新操作系统 Vision OS 和专用应用商店。

Vision Pro 被库克称为“革命性产品”和“有史以来最先进的个人电子设备”，其作为一台空间计算设备可以一键在增强现实和虚拟现实之间进行切换，全虚拟现实模式下可以使用 EyeSight 功能展示自己的眼睛，以避免与周围人隔绝。

表 9、苹果 MR 产品部分信息

| | | | |
|--------|-----------------------|-------------|----------------------|
| 产品名称 | Apple Vision Pro | 操作系统 | Vision OS 系统 |
| 输入输出设备 | 12 颗摄像头、5 个传感器、6 个麦克风 | EyeSight 透视 | 外屏 OLED，可以显示眼睛动作 |
| 光学方案 | Micro-OLED | 屏幕分辨率 | 两个面板 2300 万像素，单眼超 4K |
| 处理器 | M2 芯片+R1 芯片 | 音频 | 空间音频扬声器 |
| 屈光度调节 | 不支持，提供近视镜框和蔡司配镜 | IPD | 自动 IPD 调节 |
| 安全认证 | OpticID（虹膜） | 其他特性 | 语音、视觉、手势交互、虹膜辨识技术 |
| 电池 | 外接电池，续航约两小时 | 售价 | 3499 美元 |

资料来源：Apple 官网，青亭网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 51、苹果 MR 眼镜外观



资料来源：Apple 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

Apple Vision Pro 硬件参数优异，可搭配苹果自有生态使用。Vision Pro 的 M2+R1 双芯片性能强大，分辨率达双眼 8K，远高于市面上的头显，同时拥有虹膜安全识别技术，安全性极高。Vision Pro 支持语音、视觉、手势进行人机交互，没有提供硬件操控，且可以随意控制应用显示大小和位置。此外，Vision Pro 可以与 Mac 进行连接使用。Vision Pro 价格高于市面 VR 头显设备，但与微软 Hololens 2 相比，仍具备一定优势。

表 10、Apple Vision Pro 与市场旗舰头显参数对比

| 公司 | Apple | Microsoft | PICO | Meta | HTC |
|------|------------|------------|------------|----------------|-------------|
| 产品名称 | Vision Pro | Hololens 2 | Pico 4 Pro | Meta Quest Pro | HTC Vive XR |

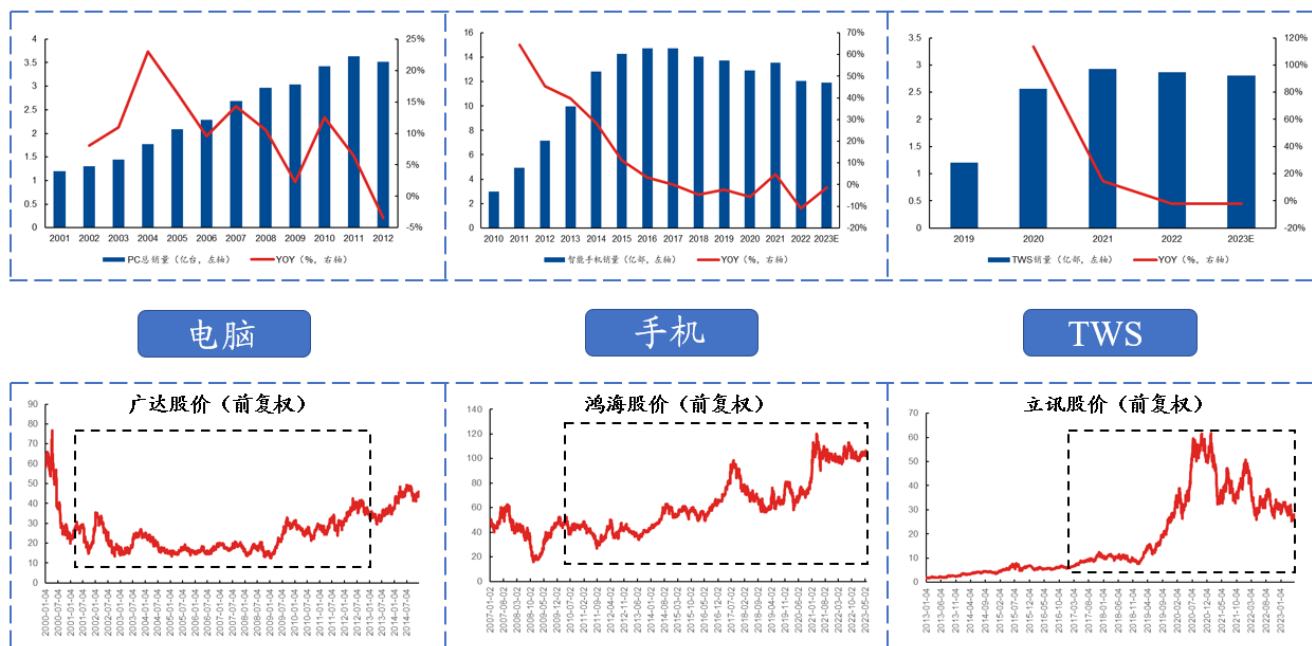
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

| | | | | | |
|---------|------------------------------|---------------------------------|--------------------|----------------------------|--------------------|
| | | | | | Elite |
| 价格(人民币) | 约 24850 | 27388 | 3799 | 7098 | 7809 |
| 重量(g) | / | 566 | 597 | 722 | 625 |
| 电池 | 外置电池续航 2 小时 | 有效使用 2-3 小时 | 20W 充电功能 3 小时续航 | 45W 充电功能 2.5 小时续航 | 30W 充电功能 3 小时续航 |
| 处理器 | Apple M2 Apple R1 | 高通骁龙 850 计算平台 | 高通骁龙 XR2 | 高通骁龙 XR2+ | 高通骁龙 XR2 |
| 光学方案 | 定制 Micro-OLED | 透明全息透镜 (波导) | LCD Pancake 光学透镜 | Mini LED Pancake 光学透镜 | LCD Pancake 光学透镜 |
| FOV | / | 52° | 105° | 106° | 110° |
| 分辨率 | 双眼 8K | 单眼 2K | 双眼 4K+ | 双眼 2K+ | 双眼 4K+ |
| 功能 | 面部追踪 眼动追踪 手势控制 键鼠操作 | 手部追踪、眼部追踪、语音命令、空间映射、混合现实捕捉、6DoF | 面部追踪 眼动追踪 手柄 | 面部追踪 眼动追踪 手势控制 手柄 | 面部追踪 眼动追踪 手柄 |
| 充电器 | 外置电池充电 | USB-PD 快速充电 | Type-C | Type-C 磁吸充电站 | Type-C |
| 头显类型 | MR | | VR | | VR+AR |

资料来源：各公司官网，vrcoast，兴业证券经济与金融研究院整理

电脑-手机-TWS 主线行情分别成就一代龙头，立讯作为大客户 MR 头显组装厂商未来增长确定性强。2001 年开始，笔记本电脑逐渐普及，出货量逐渐增加，笔电代工厂商台企广达顺势崛起，2011 年开始，智能机覆盖率快速提高，大客户手机代工组装厂鸿海从中受益，快速发展，2016 年起，大客户的真无线蓝牙耳机面世，立讯和歌尔成功切入组装供应链，市值快速增长。根据 DigiTimes 报道，立讯将成为大客户第一代 MR 头显组装厂商，深度捆绑行业龙头客户，叠加 XR 主线行情到来，立讯未来增长确定性强。

图 52、消费电子历史行情主线



资料来源：wind，IDC，兴业证券经济与金融研究院整理

3、汽车业务布局不断完善，协同体外公司有望快速发展

3.1、汽车新四化趋势明显，汽车电子市场空间广阔

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。

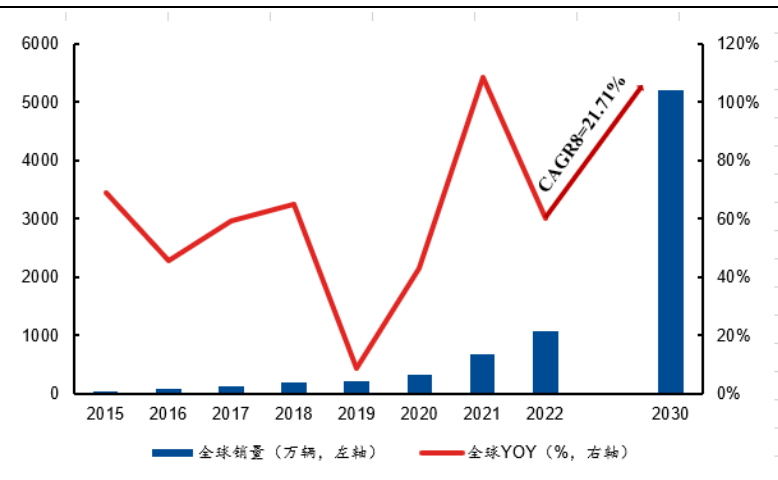
图 53、汽车向智能终端演进的过程中迎来黄金十年



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

全球新能源汽车销量 2030 年有望破 5000 万辆。2022 年，全球新能源汽车销量突破千万辆级别，为 1082.4 万辆，同比+60.36%，根据 EV Tank，2030 年，全球新能源汽车销量有望达到 5212 万辆，CAGR8 为 21.71%，全球新能源汽车销量迅速增长，市场空间较大。

图 54、全球新能源汽车销量

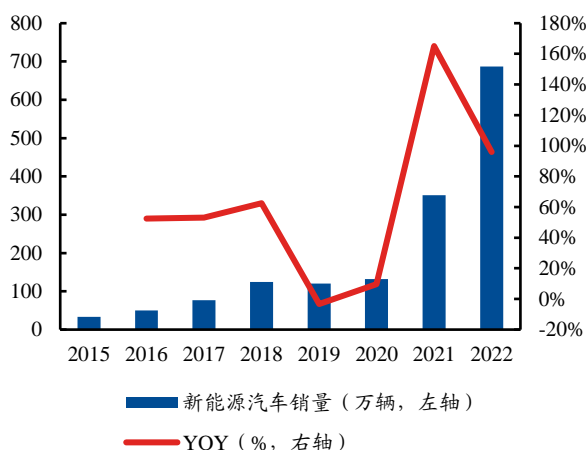


资料来源：EV Tank, CleanTechnica, 兴业证券经济与金融研究院整理

中国新能源汽车销量快速增长，渗透率迅速提高。根据中汽协数据，2015 年，我国新能源汽车销量为 32.89 万辆，2022 年为 687.23 万辆，同比+96%，CAGR7

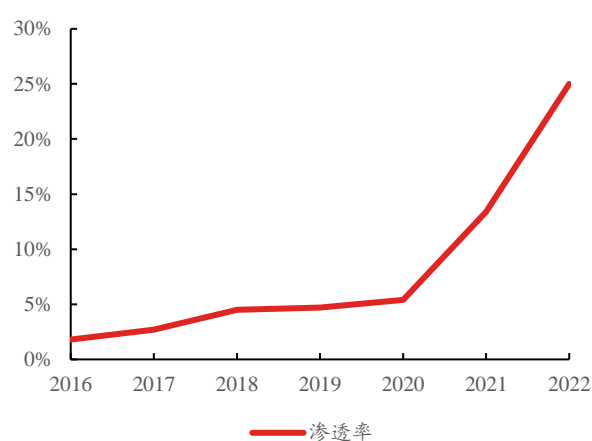
为 54.37%。渗透率方面，2016 年我国新能源车渗透率为 1.80%，2022 年已经达到 25%，同比+12pct，新能源汽车渗透率不断提高。目前我国已经成为全球最大的新能源汽车市场，本土车厂快速崛起有望带动本土供应链企业切入汽车赛道。

图 55、中国新能源汽车销量情况



资料来源：中汽协，兴业证券经济与金融研究院整理

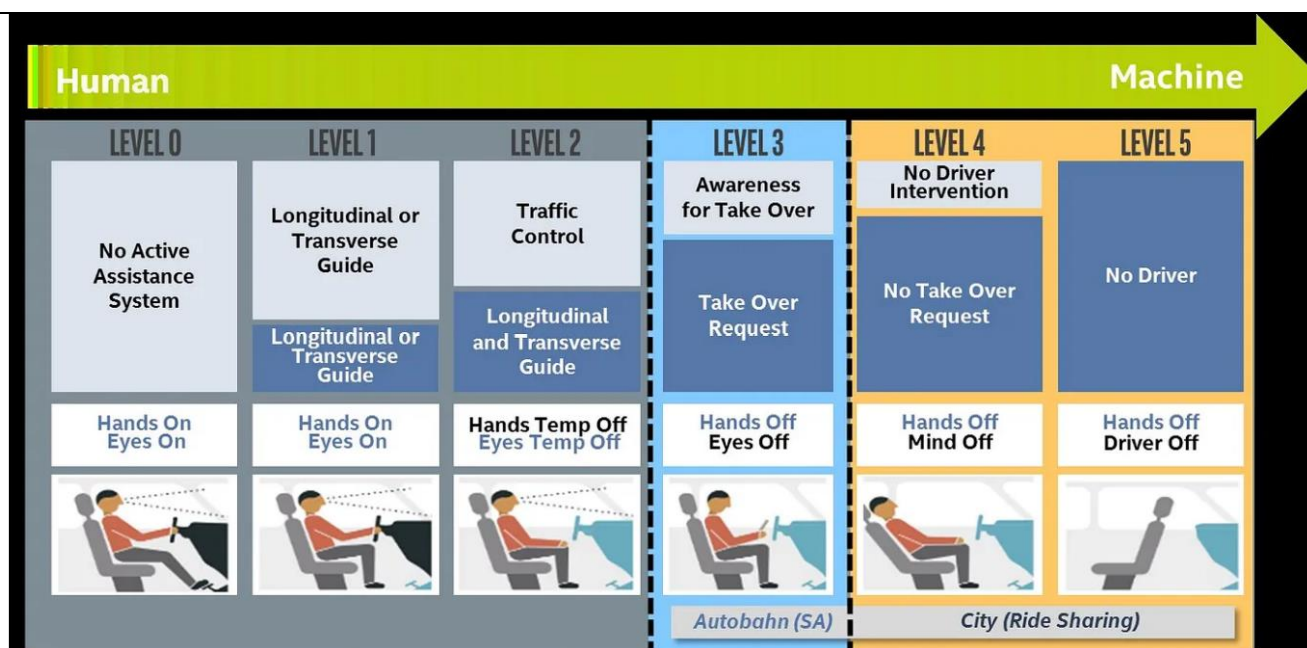
图 56、中国新能源汽车渗透率



资料来源：中汽协，兴业证券经济与金融研究院整理

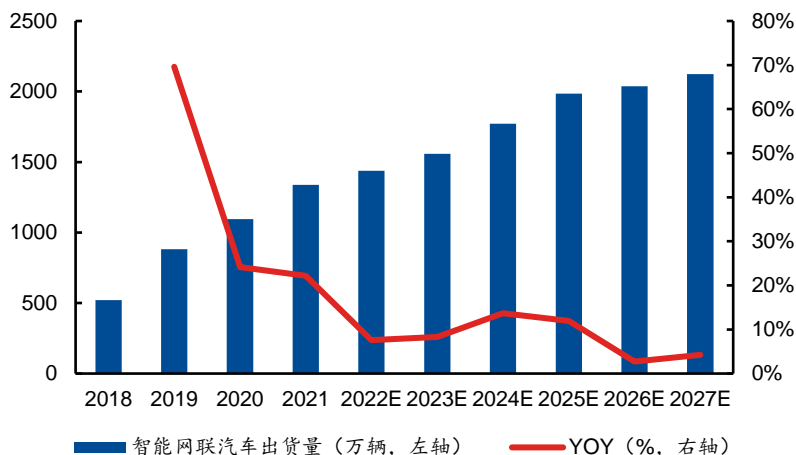
汽车智能驾驶是未来趋势，智能网联汽车销量有望破 2000 万辆。智能驾驶可分为 L0-L5 五个等级，L5 等级意味着彻底解放用户，车辆可自动行驶。根据 GGAI，预计 2023 年，中国智能网联汽车销量将达到 1559 万辆，到 2027 年将达到 2124 万辆，CAGR4=8%。随着新能源汽车的快速发展，智能驾驶不仅可以帮助用户减轻工作量，还可以提高安全性，智能驾驶是诸多汽车的主要卖点之一。

图 57、自动驾驶分级标准



资料来源：TMTPOST，兴业证券经济与金融研究院整理

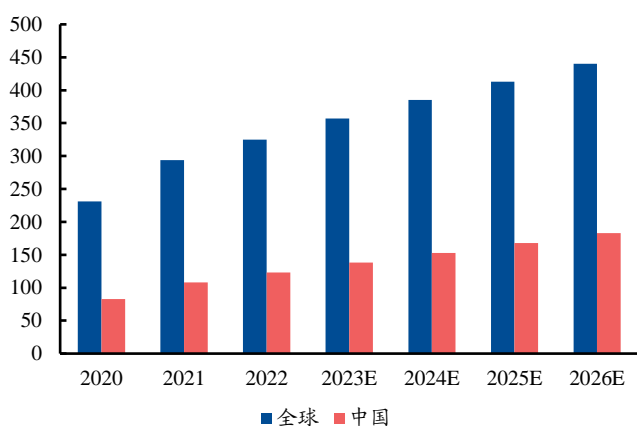
图 58、中国智能网联汽车出货量



资料来源：GGAI《中国智能网联汽车导航市场报告》，兴业证券经济与金融研究院整理

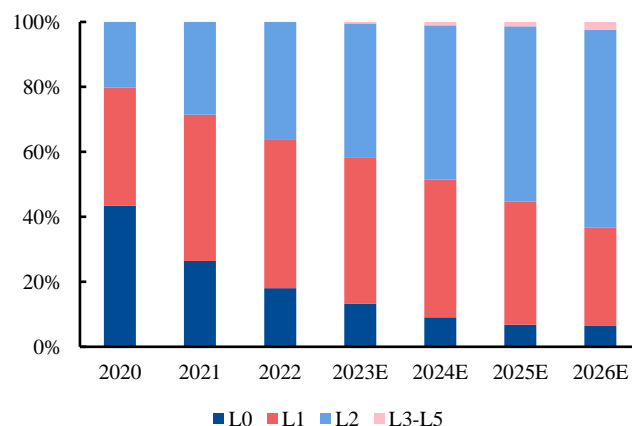
智能驾驶市场规模持续扩大，L1 和 L2 仍为目前主要级别。2022 年，全球智能驾驶市场规模为 325 亿美元，预计到 2026 年为 440 亿美元，CAGR4=7.87%，中国市场增速略快，2022 年市场规模为 123 亿美元，预计 2026 年为 183 亿美元，CAGR4=10.44%，千亿元级别市场。目前全球智能驾驶仍旧以 L1 和 L2 为主，L1/L2 被称为驾驶辅助系统，2022 年，L1 渗透率为 45.51%，预计此后会慢慢下滑，2026 年达 27.27%，L2 目前渗透率为 36.25%，预计 2026 年将达到 54.76%，提高 18.51pct，L3-L5 自动驾驶系统渗透率也将逐渐爬高，2026 年将达到 2.21%。

图 59、智能驾驶市场规模 (亿美元)



资料来源：ICV Tank，兴业证券经济与金融研究院整理

图 60、全球智能驾驶各级别渗透率

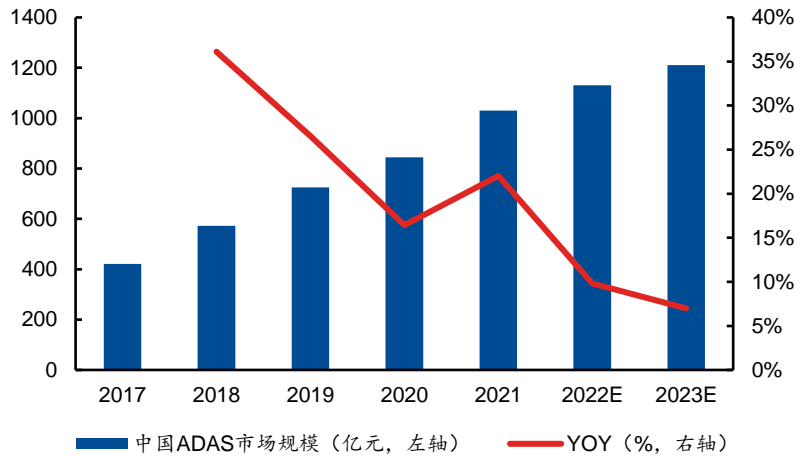


资料来源：亿欧，兴业证券经济与金融研究院整理

智能驾驶渗透率提高，中国 ADAS 市场规模增长趋势明显。随着智能驾驶渗透率逐渐提高，对于 ADAS 的需求正逐渐加大，根据中商产业研究院数据，预计 2023 年中国 ADAS 市场规模将达到 1210 亿元，同比+6.98%，2017-2023 年 CAGR6=19.24%，增速较快。未来随着智能驾驶渗透率进一步提高，ADAS 市场

规模将进一步增长。

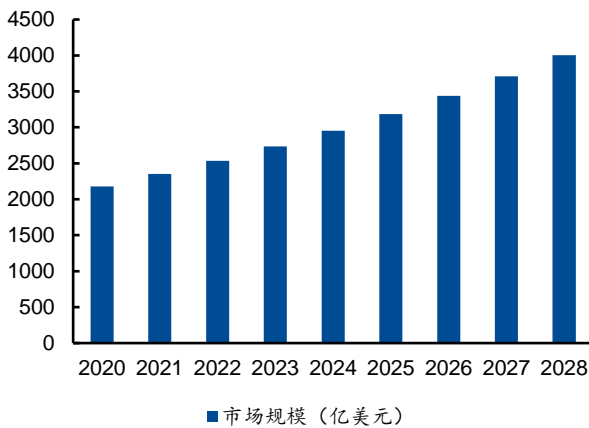
图 61、中国 ADAS 市场规模



资料来源：中商产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

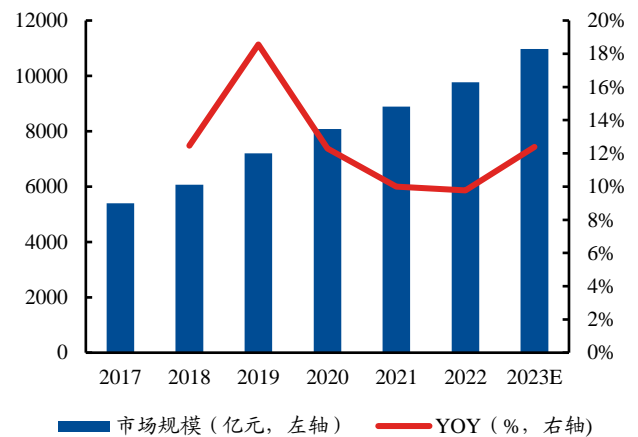
汽车新四化带动汽车电子市场规模持续增长。受益于汽车电动化+智能化趋势发展，全球汽车电子市场规模持续增长，根据 Statista 数据，2022 年全球汽车电子市场规模为 2536 亿美元，预计 2028 年破 4000 亿美元。2017 年中国汽车电子市场规模为 0.54 亿元，2022 年为 0.98 万亿元，预计 2023 年为 1.10 万亿元，汽车电子市场空间广阔。

图 62、全球汽车电子市场规模



资料来源：Statista，兴业证券经济与金融研究院整理

图 63、中国汽车电子市场规模



资料来源：中汽协，中商产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

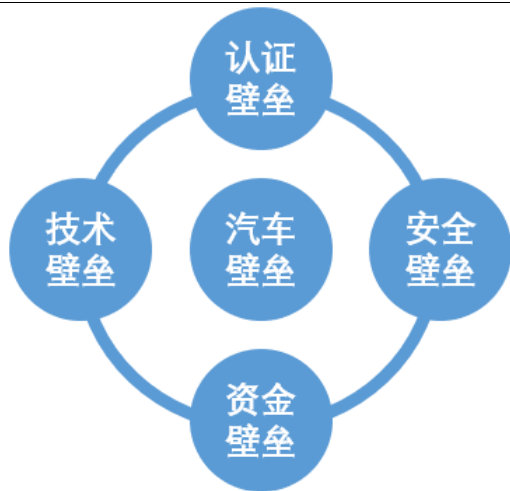
3.2、汽车电子加速国产替代，智能驾驶市场前景可观

传统汽车供应链壁垒高，较封闭。汽车对安全性要求高，有较严格的认证体系，认证过程复杂，认证周期长，从开始认证到批量供货周期较长。同时，整车厂对

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

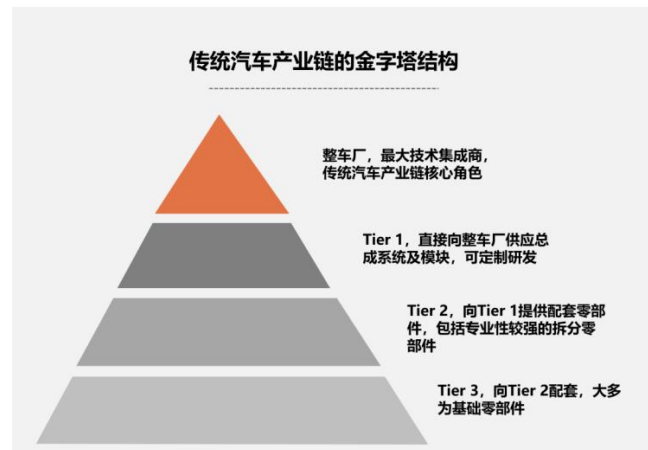
于 tier 1 厂商的黏性也较高，需要供应商有较长的经营年限和合作历史，一般不会轻易更换供应商，因此新进厂商较难切入汽车供应链。

图 64、汽车供应链壁垒高



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图 65、传统汽车产业链的金字塔结构

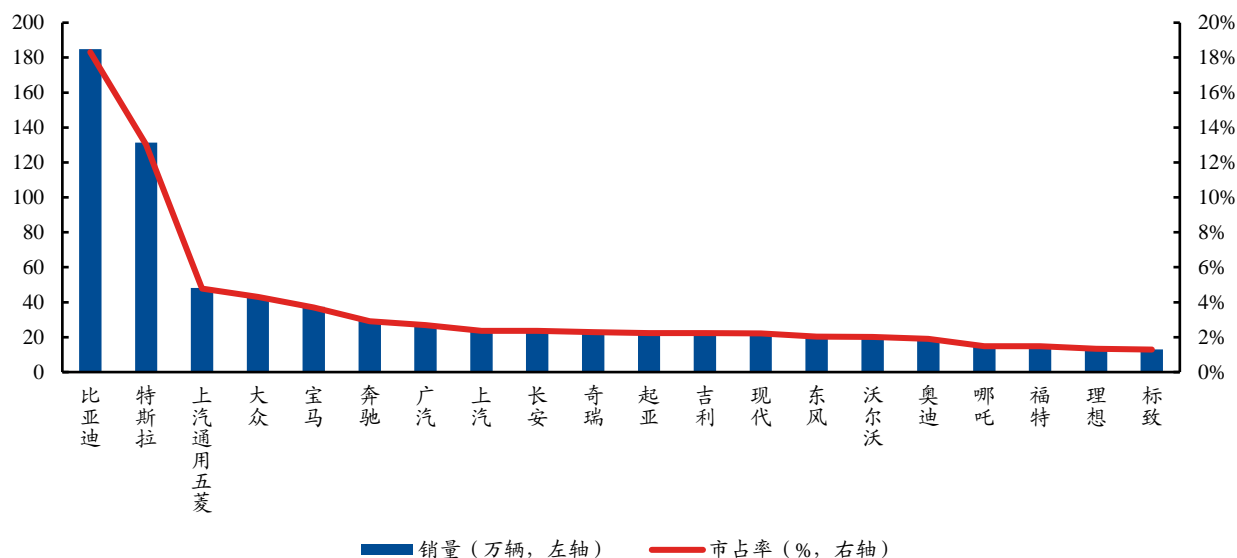


资料来源：远川研究所，兴业证券经济与金融研究院整理

受益于汽车四化带来的技术革命，国内新能源车企话语权不断加强，有望带动本土汽车零部件等供应商发展。国内新势力品牌凭借在汽车电动化+智能化浪潮中的抢先布局实现弯道超车，也给更多本土配套供应链创造入局机会。根据 CleanTechnica，2022 年全球新能源乘用车销量 TOP 前 20 厂商中，中国品牌占有多席，如比亚迪、上汽、柳汽、奇瑞等。

随着新势力品牌话语权逐渐增强，一方面中国本土线束/连接器等厂商有望借机进入汽车供应链，享受国产替代，另一方面，汽车智能化趋势下，汽车更像一个移动的电脑，有利于传统消费电子厂商切入部分汽车电子赛道。此外，华为、小米等传统消费电子品牌公司也下场造车，汽车产业与消费电子产业深度融合。

图 66、2022 年全球新能源乘用车 TOP 前 20 厂商销量及市占率



资料来源: CleanTechnica, 兴业证券经济与金融研究院整理

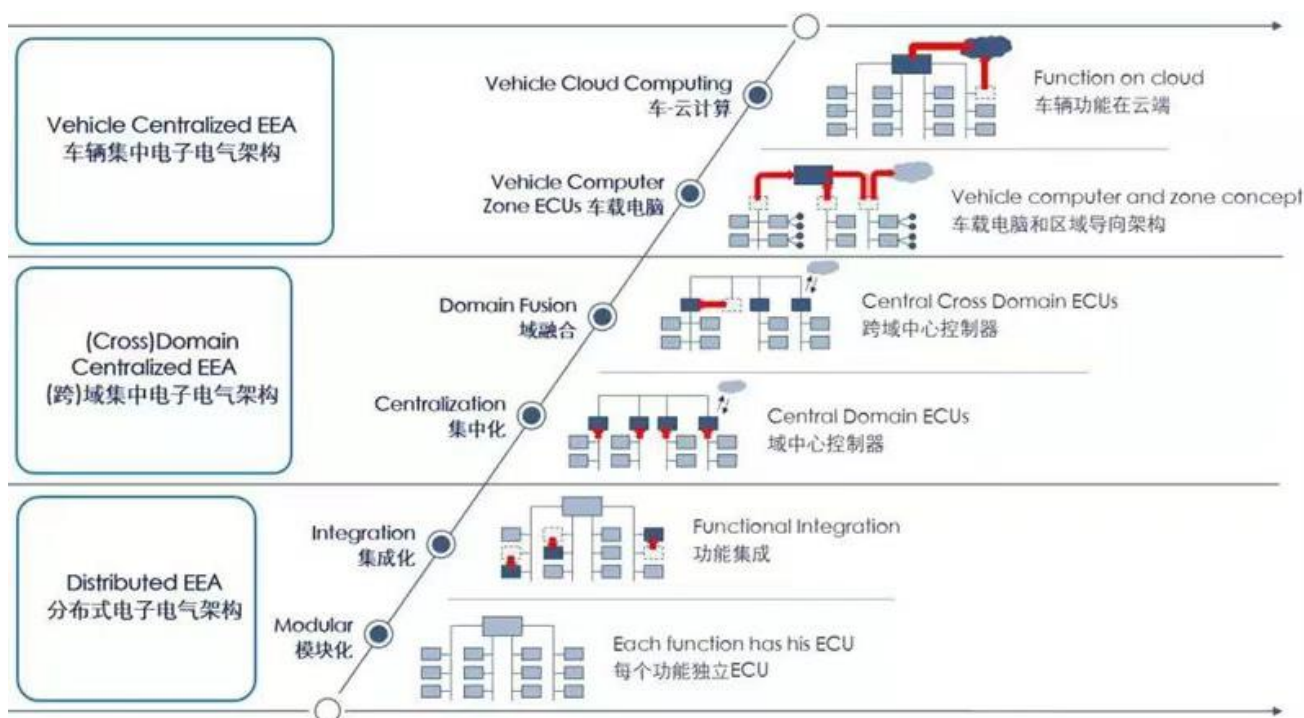
图 67、中国部分新能源车企



资料来源: 集微网, 兴业证券经济与金融研究院整理

整车电子电气架构朝车辆集中式架构演进，线束市场规模有望量价齐升。目前，整车电子电气架构主要是域集中式架构，即进行区域模块控制+电气控制，未来会逐渐朝着车辆集中式架构演进，利用高性能的计算机单元模块取代 ECU，线束长度将有所缩短，但所需材料将更复杂，ASP 有望提升。

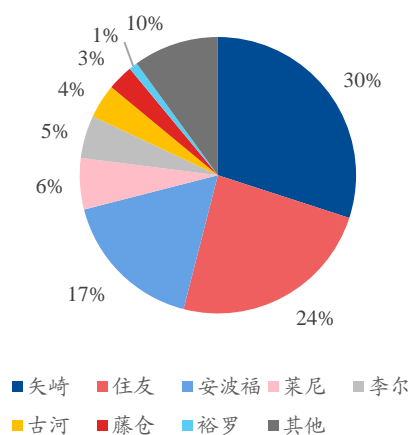
图 68、博世对未来汽车电子电气架构发展趋势的观点



资料来源：新浪汽车，兴业证券经济与金融研究院整理

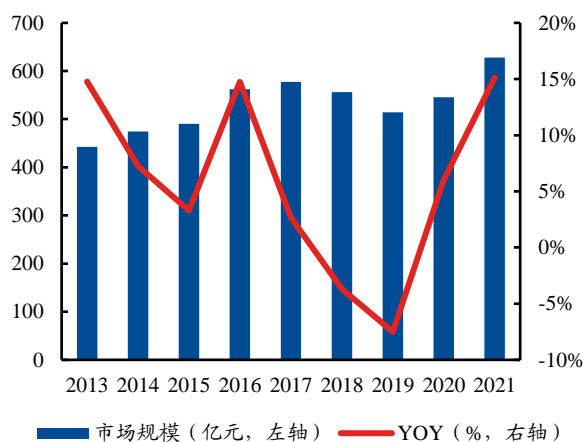
全球汽车线束基本由国外厂商垄断，中国汽车线束市场规模正快速增长。全球汽车线束市场主要由海外厂商主导，2021 年全球汽车线束市场中，矢崎、住友、安波福三大厂商市占率合计达 71%。中国汽车线束市场发展较快，2021 年市场规模为 628 亿元，同比+15.13%，预计 2025 年有望达到 1200 亿元。未来随着中国新能源车销量上升，话语权加重，中国汽车线束厂商有望享受国产替代红利，逐渐享有一席之地。

图 69、2021 年全球汽车线束市场格局



资料来源：华经产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

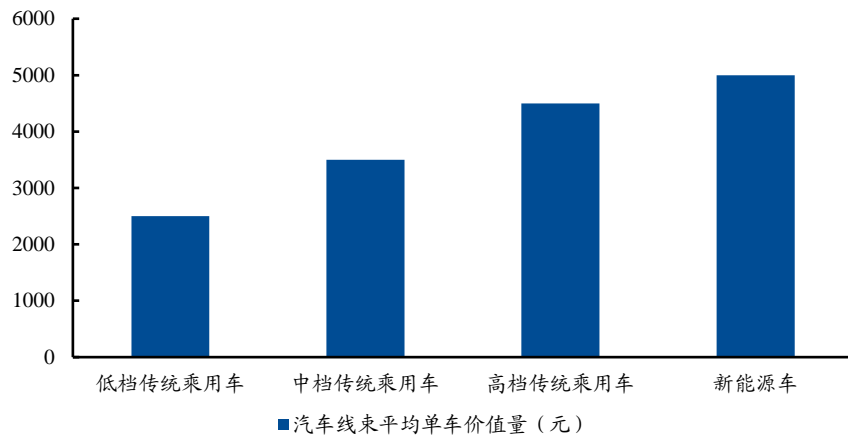
图 70、中国汽车线束市场规模



资料来源：华经产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

新能源车线束单车 ASP 较高，随着 EEA 架构演进将进一步提高。传统乘用车线束单车 ASP 较低，高档传统乘用车线束的单车 ASP 为 4500 元，与之相比，新能源车线束的单车 ASP 更高，达 5000 元，未来随着汽车电子电气架构的演进，新能源车线束单车 ASP 将继续提升，带动市场规模爬升。

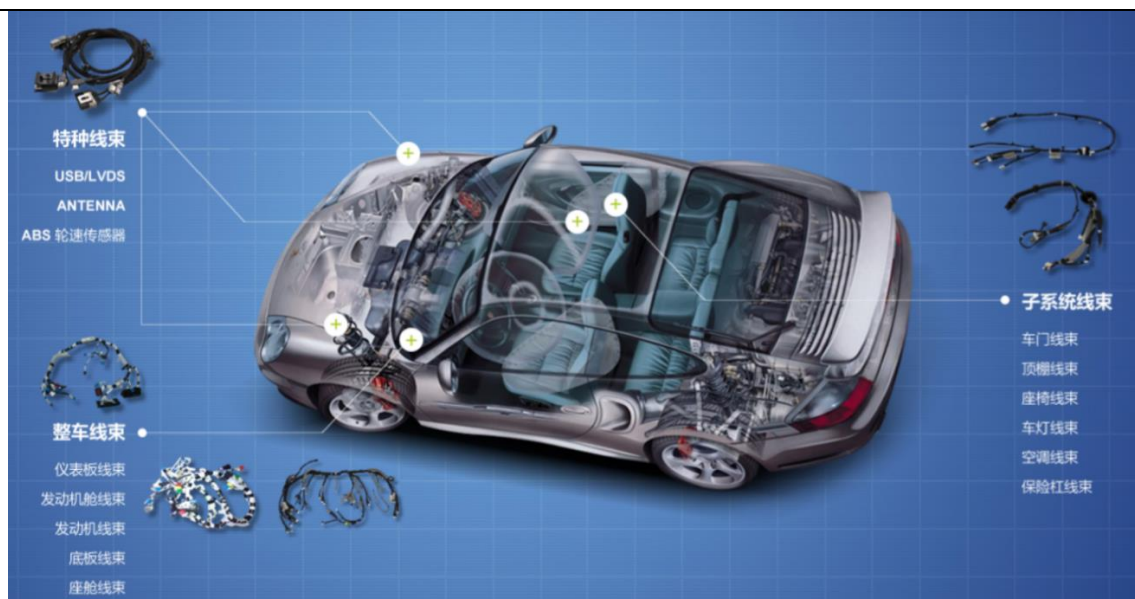
图 71、汽车线束平均单车 ASP



资料来源：华经产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

立讯线束产品涵盖范围广泛。公司业务主要专注于整车“血管和神经系统”的汽车电气以及智能网联，产品包括低压整车线束、特种线束、新能源车高压线束和连接器、高速连接器、智能电气盒、RSU（路侧单元）、车载通讯单元（TCU）及中央网关等。公司已成为集完整的整车线束、特种线束以及智能电气盒的设计、制造、验证于一体的供应商。

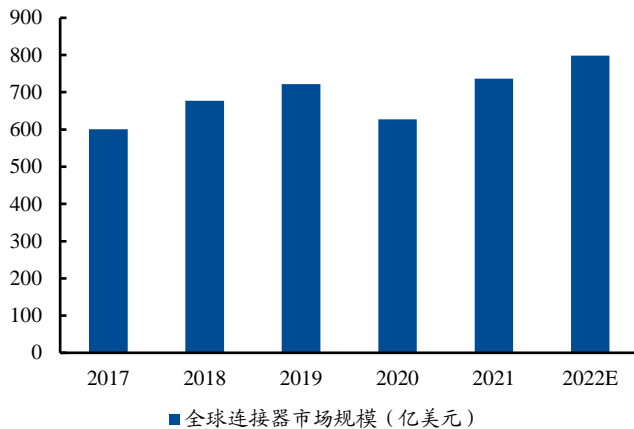
图 72、公司线束产品



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

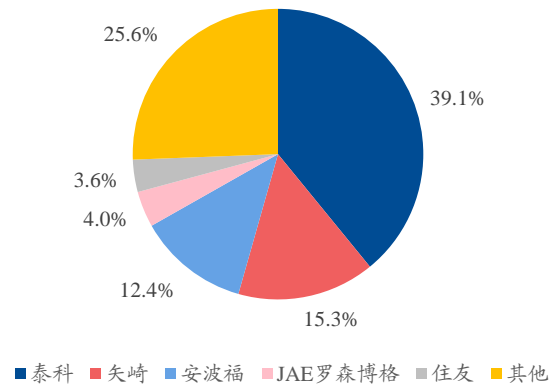
全球连接器市场行业集中度高，海外厂商占主导地位。根据 Bishop&Associates，2017年，全球连接器市场规模为 601 亿美元，2022 年预计接近 800 亿美元。竞争格局方面，前五大厂商 CR5 市占率为 74.4%，均为欧美厂商，其中泰科以 39.1% 的市占率遥遥领先，矢崎和安波福市占率分别为 15.3% 和 12.4%。

图 73、全球连接器市场规模



资料来源：Bishop&Associates，兴业证券经济与金融研究院整理

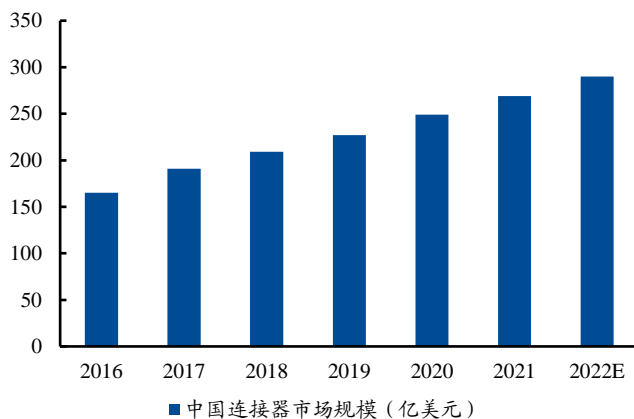
图 74、2022 年全球连接器市场竞争格局



资料来源：Bishop&Associates，中商产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

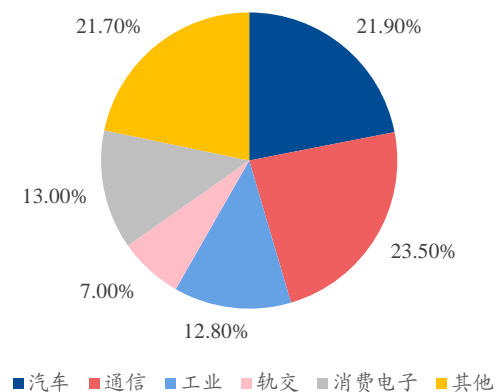
中国是全球最大连接器市场，通信和汽车是主要下游应用领域。根据 Bishop&Associates，2021 年中国连接器市场规模是 249.78 亿美元，占全世界 32% 的市场份额。从行业结构看，目前通信和汽车领域是连接器主要应用下游，分别占比达 23.5% 和 21.9%。

图 75、中国连接器市场规模



资料来源：中商产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

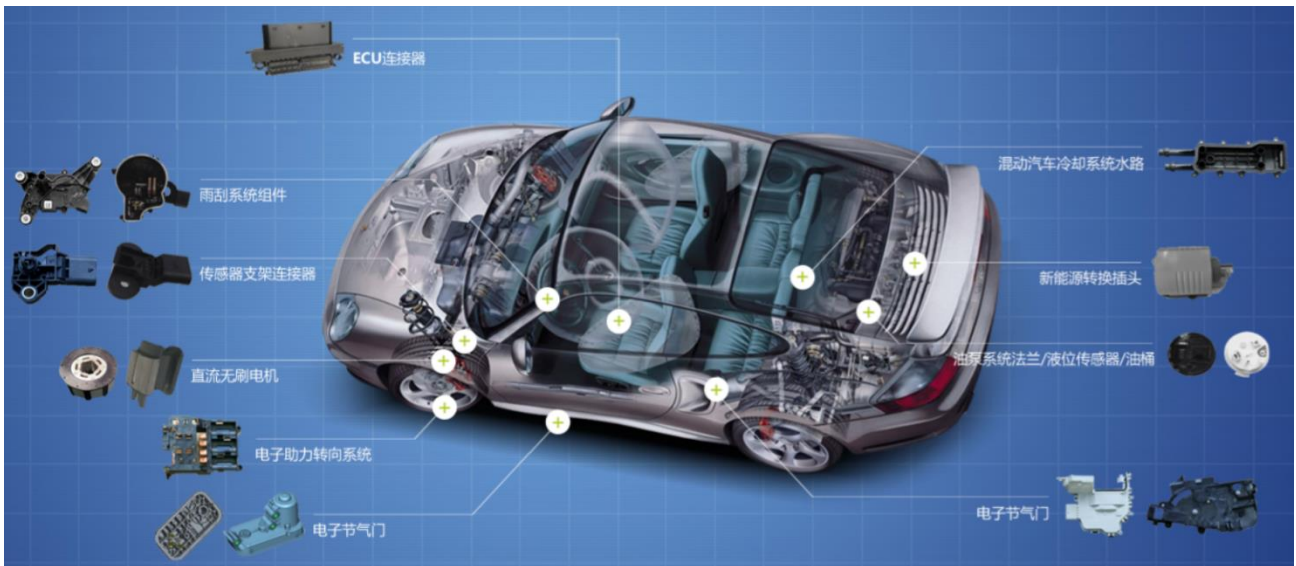
图 76、2021 年中国连接器市场下游应用领域



资料来源：观研报告网，兴业证券经济与金融研究院整理

公司在通讯和消费电子的连接器的资源积累深厚，技术经验可复用于汽车连接器。公司已经设计和开发涵盖整车内所有高压连接器，包括充电连接器、高压连接器、母排等。公司自主研发生产的千兆以太网连接器采用全屏蔽双绞线缆连接结构，可广泛的应用于 infotainment、ADAS、域控制器等产品。

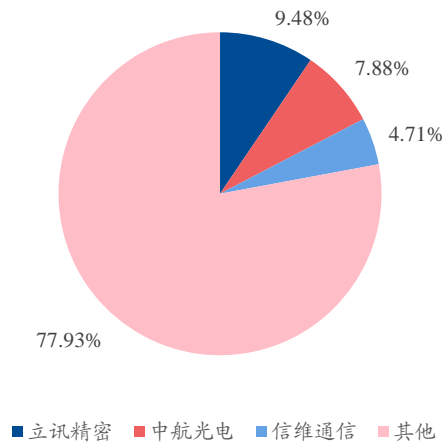
图 77、公司连接器和结构件产品



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

中国连接器市场格局较分散，公司市占率位列第一。根据 Bishop&Associate，2021 年中国连接器市场规模为 249.78 亿美元，其中立讯精密市占率为 9.48%，位列第一，其后是中航光电和信维通信，份额分比为 7.88%和 4.71%，连接器市场格局较分散，随着汽车不断朝电子化发展，连接器市场规模会进一步扩大，再加上国内车厂崛起，公司份额有望进一步提高。

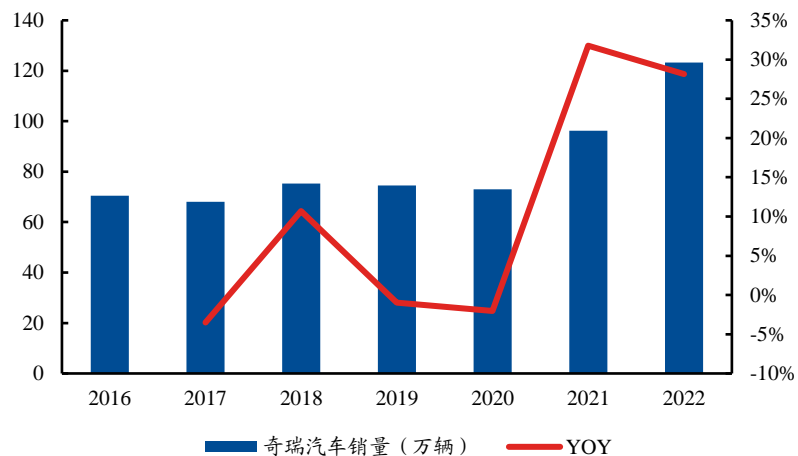
图 78、2021 年中国连接器市场格局



资料来源：Bishop&Associate，兴业证券经济与金融研究院整理

控股股东与奇瑞深度合作，公司借助奇瑞进一步夯实 Tier 1 厂商供应能力。2022 年，公司控股股东立讯有限参股奇瑞集团，收购奇瑞控股 19.88% 股权、奇瑞股份 7.87% 股权和奇瑞新能源 6.24% 股权，同时公司自身与奇瑞签署《战略合作框架协议》，进行深度合作。奇瑞汽车销量可观，2022 年销量为 123.27 万辆，同比 +28.15%，其中出口销量为 45.17 万辆，在国内品牌出口销量中排名第二，行业地位较高，同时奇瑞自身有 25 年造车经验，技术底蕴深厚，本次合作有望快速提升立讯作为 Tier1 厂商的核心零部件综合能力，未来大客户进军汽车领域时，公司可快速切入。

图 79、奇瑞新能源汽车销量



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

智能驾驶是未来趋势，车载摄像头和激光雷达市场兴起。智能驾驶感知方案分为两种，一种是纯视觉派，依靠人工智能算法处理，另外一种为激光雷达融合派。前者需要车载摄像头，预测 2023 年中国车载摄像头出货量将达到 6577 万颗，后

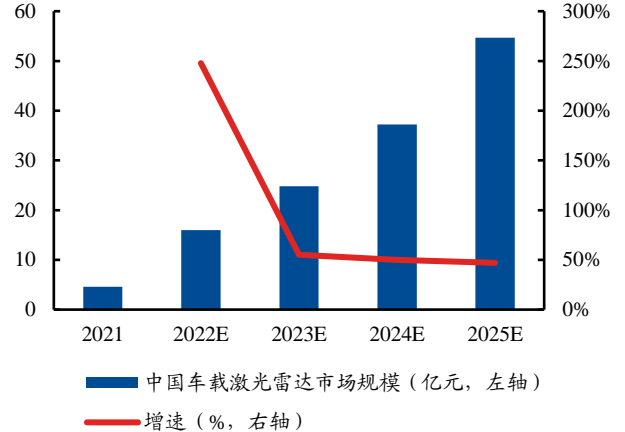
者需要激光雷达，预计 2025 中国激光雷达市场规模将达到 54.7 亿元，2021-2025 年 CAGR4=85.70%。随着智能驾驶市场规模不断扩大，智能驾驶渗透率不断提高，公司有望享受赛道红利。

图 80、中国车载摄像头出货量



资料来源: ofweek, 中商产业研究院, 兴业证券经济与金融研究院整理



图 81、中国激光雷达市场规模



资料来源: 沙利文研究, 华经产业研究院, 兴业证券经济与金融研究院整理

借力立景切入车载摄像头模组领域，完善车载布局。立景创新在手机相机模组领域积累深厚，表现出色，其相关技术已迁移至车载摄像头模组领域。公司依托于立景自身对于相机模组的技术和经验，有望完善公司未来在汽车业务的布局。

表 11、立景创新车载摄像头模组

| | AVM | DMS |
|-------------|---|---|
| Resolution | 1280X720 | 1280X720 |
| FoV | H: 190.8°, V: 100.6° | FoV |
| Frame Speed | 30fps | 60fps |
| Vcsel | / | 940nm |
| Data Formal | YUV422 | RAW8 |
| Interface | POC | POC |
| Connector | FAKRA | FAKRA |
| Device |  |  |

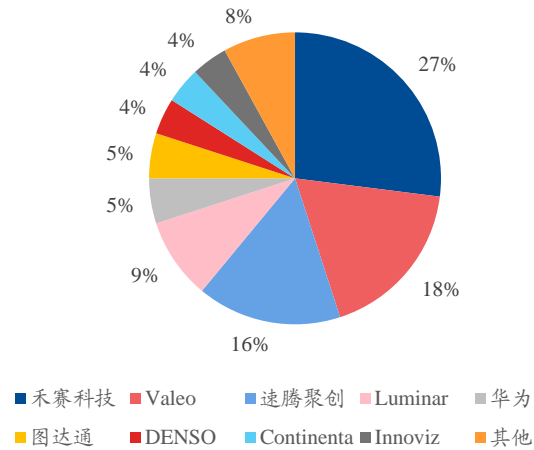
资料来源: 立景创新官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

牵手速腾聚创，围绕激光雷达实现深度协同。速腾是激光雷达全球领先制造商，2022 年全球激光雷达市场中，速腾市占率为 16%，位列第三，同时速腾技术先进，合作伙伴覆盖全球各大自动驾驶科技公司、车企、一级供应商等，根据 S&P Global 于 2022 年发布的全球激光雷达市场格局报告，速腾聚创的整车厂合作数

量为 18 家，排名第一。目前速腾的前装定点量产项目已经覆盖超跑、轿跑、SUV、重卡等 50 多款车型。

2021 年 11 月，立讯宣布与速腾聚创达成战略合作，2022 年 2 月，公司控股股东香港立讯有限参与速腾聚创战略融资，进一步加强两者合作关系，依托速腾聚创在激光雷达领域的技术积累，完善公司在激光雷达领域布局。

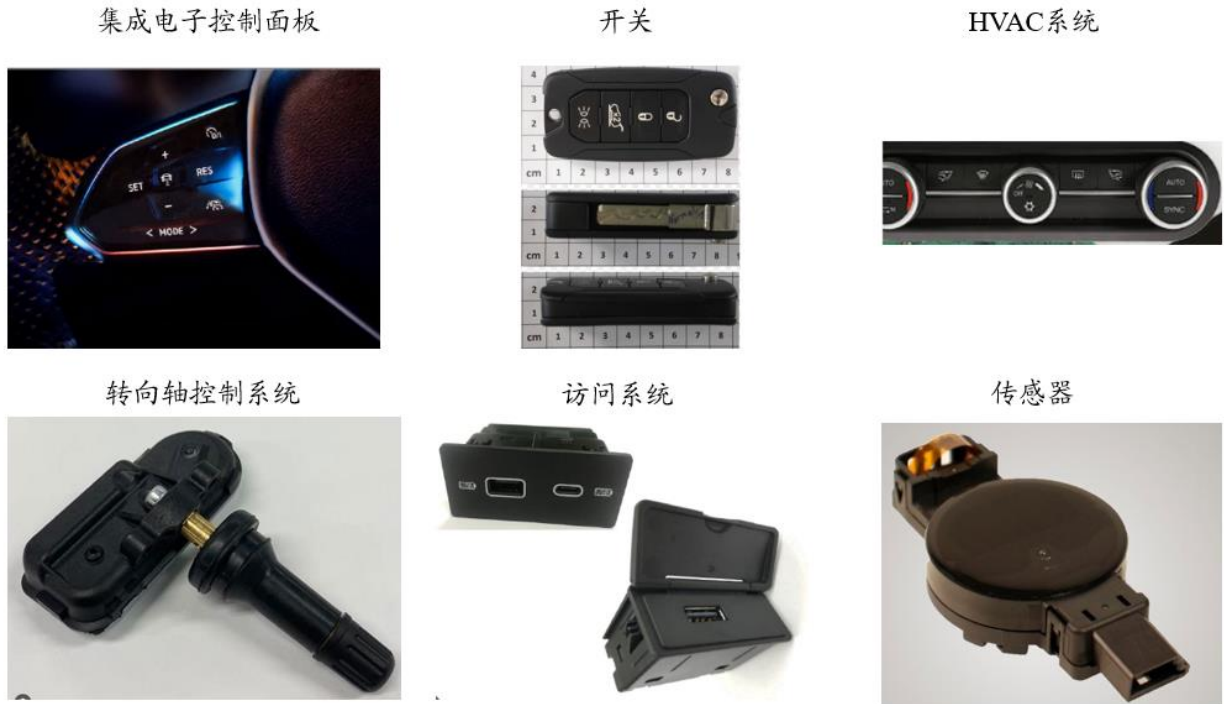
图 82、2022 年激光雷达竞争格局



资料来源：Yole，兴业证券经济与金融研究院整理

BCS 是全球领先零部件厂商，收购后产生协同效应助力公司汽车业务发展。 2018 年，立讯有限收购 BCS（前身为 ZF TRW 的全球车身控制系统业务部），更名为立胜汽车科技。BCS 实行全球化策略，在全球 12 个国家均有布局，有 8 个制造工厂，拥有众多老牌整车厂的供应商代码，其未来产品线分为三大类，智能座舱、智能网连及自动驾驶。立讯精密可利用 BCS 原有工厂快速与客户形成配套，实现客户资源和产品资源的协同。

图 83、BCS 主要产品



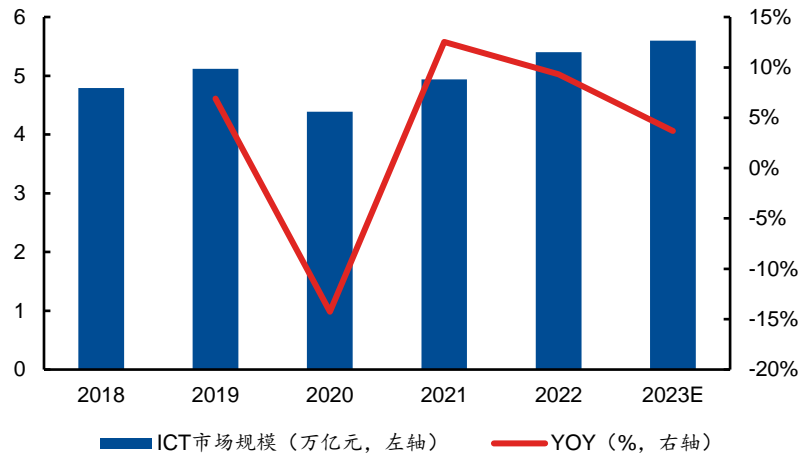
资料来源：Markline，兴业证券经济与金融研究院整理

4、通信业务产品线持续扩张，通信市场成长空间大

4.1、受益 AIGC 等新技术涌现，通信市场发展迅速

ICT 行业发展迅速，市场规模较大。在 5G、大数据和边缘计算技术的推动下，信息与通信技术行业迅速发展，市场规模迅速扩大，2018 年，中国 ICT 市场规模为 4.79 万亿元，预计 2023 年将达到 5.6 万亿元，同比+3.7%。未来随着 AI 的快速发展，ICT 行业市场规模有望进一步扩大。

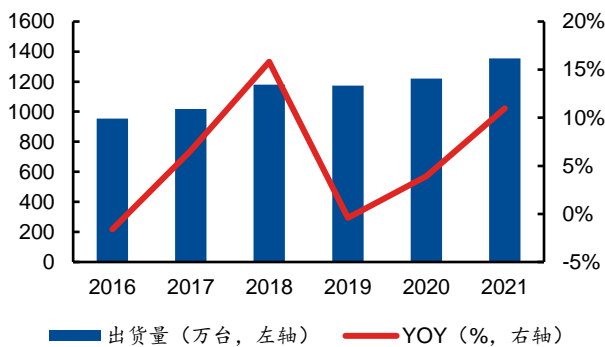
图 84、中国 ICT 市场规模



资料来源：中商产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

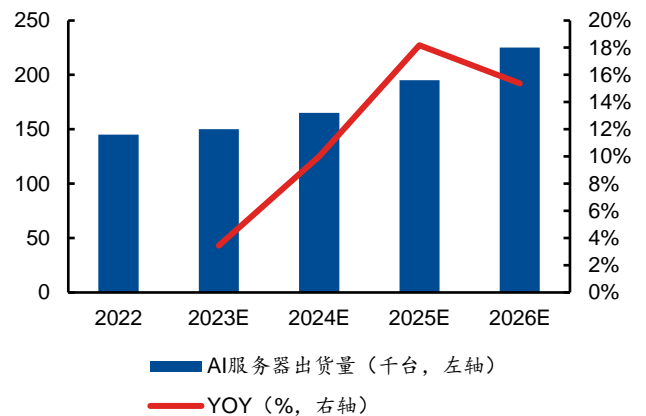
受益于 AIGC 等新技术浪潮，全球 AI 服务器市场有望快速增长。根据 IDC，2021 年全球服务器出货量为 1353.9 万台，同比+10.98%，但根据 TrendForce，受经济持续疲软及高通胀等影响，2023 年全球服务器出货量将下跌至 1443 万台。然而，AI 服务器受益于 AIGC 等技术的兴起出货量有望增加，AIGC 等新技术对于算力要求较高，带有 GPGPU 的 AI 服务器能很好满足该需求，2022 年出货 14.5 万台，预计 2026 年将出货 22.5 万台，CAGR4=11.61%。

图 85、全球服务器市场出货量



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

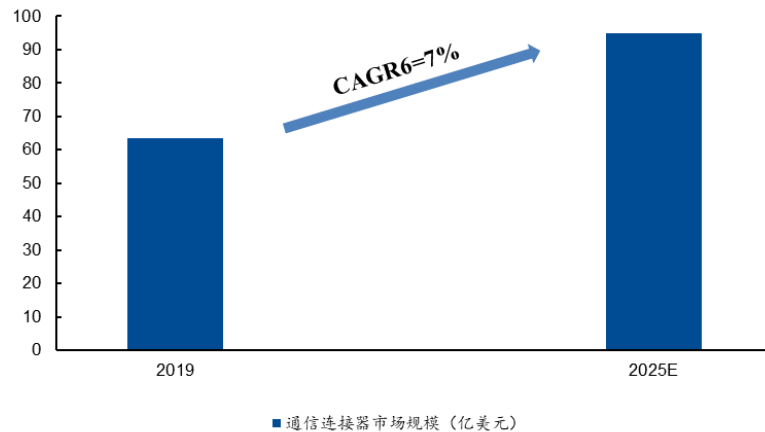
图 86、全球 AI 服务器出货量



资料来源：TrendForce，兴业证券经济与金融研究院整理

通信连接器市场规模发展迅速，年均复合增速为 7%。随着 5G 基地的加速建设，通信连接器市场规模将快速增长，主要包括射频同轴连接器、高速背板连接器和高速 I/O 连接器、光模块等。根据 Bishop&Associate，2019 年我国通信连接器市场规模为 63.3 亿美元，预计 2025 年将达到 95 亿美元，CAGR6=7%。

图 87、中国通信连接器市场规模



资料来源：Bishop&Associate，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2、通信业务产品线持续扩张，收购汇聚进一步完善布局

通信业务深度布局，产品线不断丰富。基于数据中心的快速发展趋势，公司不断丰富自身产品系列，在电连接（高速电连接器及线缆）、光连接（AOC 和光模块）、射频通信（基站天线、基站滤波器、塔顶放大器、双工器、合路器、RRU、AAU、小基站）等现有产品基础上，增加了热管理（热管、VC、轴流风扇、冷板、液冷散热）和工业连接等产品，产品线覆盖率不断提升。

图 88、通信产品线不断丰富

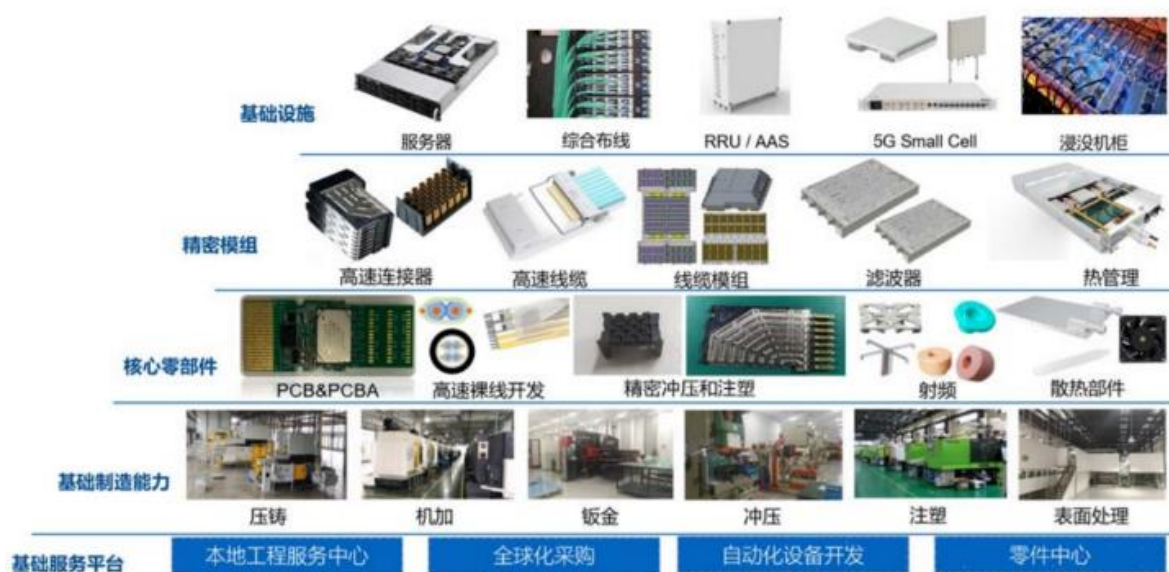


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司由多品类的零组件、模组产品延伸至服务器整机组装，进一步垂直整合。公司致力于核心技术能力的培养，建立基础研发能力，为公司通信产品提供技术支持，系统产品方面，公司通过对产品组成模块和部件的拆解、单点制造工艺和技术的拆解，已经能够实现大规模自动化生产，在通信业务不断垂直整合，成为

一体化解决方案厂商。

图 89、公司通信业务垂直整合

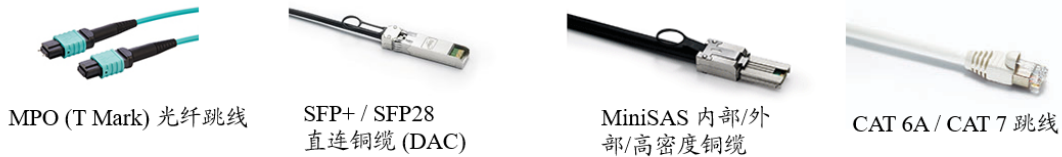


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

收购汇聚科技，完善通信领域布局。2022年2月，公司收购汇聚科技，截至2022年9月30日，持有其70.95%的股权。汇聚科技是定制电线组件供应商，主营产品为种铜缆和光纤电缆组件，数字电缆产品和服务器，有超过30年的生产经验，在中国上海、苏州、惠州和东莞均设有制造工厂。

图 90、汇聚科技主营产品

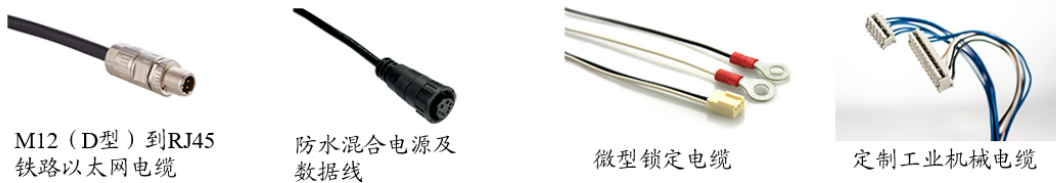
电信与数据通信的连接方案



医用器材的连接方案



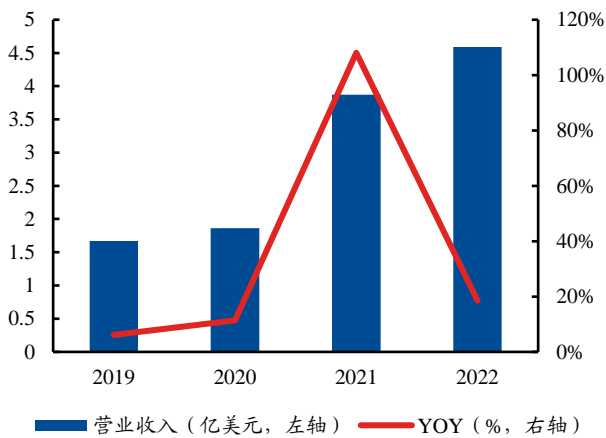
交通信号与工业器材的连接方案



资料来源：汇聚科技（惠州）官网，兴业证券经济与金融研究院整理

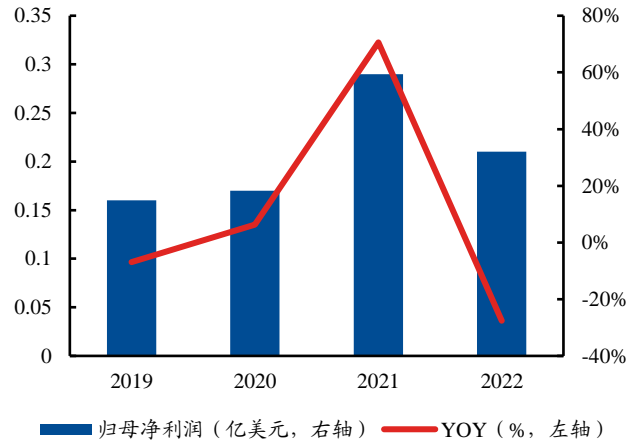
汇聚科技去年受原材料价格上涨等利润有所下滑，整体态势良好。2021 年，汇聚科技业绩表现良好，营收和归母净利润增速分别为 108.60%和 70.59%，2022 年受原材料价格有所上涨以及市场需求萎靡，公司营收为 4.59 亿美元，同比 +18.60%，归母净利润为 0.21 亿美元，同比-27.59%，但 AI 是未来趋势，算力要求更高，公司有望享受赛道红利，增速有望提升。

图 91、汇聚科技营收及同比（亿美元）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 92、汇聚科技归母净利润及同比（亿美元）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

5、盈利预测及投资建议

考虑到欧美通胀对大客户产品销量的影响，我们略微下修此前的盈利预测。我们预测公司 2023/2024/2025 年的收入分别为 2302.95、2961.36 和 3534.68 亿元，同比分别+7.60%、28.59%和 19.36%，预测归母净利润分别为 110.21、148.29 和 185.66 亿元，同比分别+20.27%、34.55%和 25.20%，对应 2023 年 6 月 6 日收盘价的 PE 分别为 17.0、12.7 和 10.1 倍，维持“买入”评级。

表 12、公司各业务拆分情况（单位：亿元）

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入 | 2140.28 | 2302.95 | 2961.36 | 3534.68 |
| YOY | 39.03% | 7.60% | 28.59% | 19.36% |
| 归母净利润 | 91.63 | 110.21 | 148.29 | 185.66 |
| YOY | 29.60% | 20.27% | 34.55% | 25.20% |
| 消费电子业务 | | | | |
| 收入 | 1909.47 | 1987.46 | 2453.15 | 2732.49 |
| YOY | 34.00% | 4.08% | 23.43% | 11.39% |
| 汽车业务 | | | | |
| 收入 | 61.49 | 100.00 | 230.00 | 440.00 |
| YOY | 48.44% | 62.63% | 130.00% | 91.30% |
| 通信业务 | | | | |
| 收入 | 128.34 | 173.49 | 234.21 | 316.19 |
| YOY | 292.55% | 35.18% | 35.00% | 35.00% |
| 其他 | | | | |
| 收入 | 40.98 | 42.00 | 44.00 | 46.00 |
| YOY | 1.45% | 2.49% | 4.76% | 4.55% |

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理与预测

立讯精密是消费电子龙头公司，且与大客户合作关系密切，因此我们选取 A 股上市的歌尔股份、蓝思科技、领益智造、东山精密作为可比公司。考虑到公司未来有望继续拿到大客户新料号和系统组装业务订单，同时公司正大力拓展布局汽车业务和通信业务，增速较快，因此给予公司一定的估值溢价。

表 13、可比公司估值

| 公司代码 | 公司名称 | 收盘价 (元) | 总市值 (亿元) | EPS | | | PE | |
|-----------|------|------------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2022A | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E |
| 002241.SZ | 歌尔股份 | 17.96 | 614.30 | 0.51 | 0.72 | 0.97 | 26.80 | 19.87 |
| 300433.SZ | 蓝思科技 | 11.38 | 565.98 | 0.49 | 0.59 | 0.84 | 20.04 | 14.07 |
| 002600.SZ | 领益智造 | 6.15 | 432.88 | 0.23 | 0.32 | 0.40 | 19.98 | 15.90 |
| 002384.SZ | 东山精密 | 23.95 | 409.51 | 1.38 | 1.76 | 2.24 | 14.45 | 11.36 |

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

| | | 平均 PE | | | | | 20.32 | 15.30 |
|-----------|------|-------|---------|------|------|------|-------|-------|
| 002475.SZ | 立讯精密 | 26.27 | 1873.15 | 1.54 | 2.08 | 2.60 | 17.03 | 12.66 |

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理（立讯精密采用兴业证券相关研究报告，其他公司估值引用 wind 一致预测，收盘价日期为 2023.6.6）

6、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，新料号和系统级产品订单获取不及预期，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

| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 88292 | 110262 | 150521 | 192381 |
| 货币资金 | 19367 | 32459 | 52016 | 76617 |
| 交易性金融资产 | 1353 | 1906 | 1755 | 1738 |
| 应收票据及应收账款 | 26993 | 35974 | 45569 | 52885 |
| 预付款项 | 587 | 597 | 782 | 931 |
| 存货 | 37363 | 36311 | 47193 | 56846 |
| 其他 | 2628 | 3015 | 3206 | 3364 |
| 非流动资产 | 60092 | 52287 | 47463 | 42381 |
| 长期股权投资 | 2000 | 1577 | 1643 | 1680 |
| 固定资产 | 44026 | 40116 | 35184 | 29858 |
| 在建工程 | 2695 | 1358 | 689 | 354 |
| 无形资产 | 2696 | 3106 | 3537 | 3973 |
| 商誉 | 1730 | 1162 | 1235 | 1289 |
| 长期待摊费用 | 811 | 700 | 580 | 446 |
| 其他 | 6134 | 4269 | 4596 | 4781 |
| 资产总计 | 148384 | 162549 | 197984 | 234762 |
| 流动负债 | 74631 | 79455 | 97158 | 112265 |
| 短期借款 | 14912 | 10598 | 11181 | 11630 |
| 应付票据及应付账款 | 50302 | 62651 | 79322 | 93710 |
| 其他 | 9418 | 6206 | 6656 | 6925 |
| 非流动负债 | 14969 | 13722 | 16441 | 19324 |
| 长期借款 | 9205 | 11588 | 14198 | 17006 |
| 其他 | 5764 | 2134 | 2243 | 2318 |
| 负债合计 | 89600 | 93177 | 113599 | 131588 |
| 股本 | 7100 | 7130 | 7130 | 7130 |
| 资本公积 | 3653 | 3653 | 3653 | 3653 |
| 未分配利润 | 32288 | 42077 | 55245 | 71672 |
| 少数股东权益 | 13441 | 14429 | 15855 | 17730 |
| 股东权益合计 | 58784 | 69372 | 84385 | 103174 |
| 负债及权益合计 | 148384 | 162549 | 197984 | 234762 |

| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------|-------|-------|-------|
| 归母净利润 | 9163 | 11021 | 14829 | 18566 |
| 折旧和摊销 | 7800 | 5845 | 5992 | 6072 |
| 资产减值准备 | 894 | -369 | 256 | 239 |
| 资产处置损失 | -48 | -8 | -16 | -19 |
| 公允价值变动损失 | -14 | -20 | 5 | -7 |
| 财务费用 | 1038 | 965 | 1084 | 1227 |
| 投资损失 | -998 | -640 | -723 | -750 |
| 少数股东损益 | 1328 | 988 | 1426 | 1875 |
| 营运资金的变动 | -6622 | 1999 | -3923 | -2758 |
| 经营活动产生现金流量 | 12728 | 19654 | 18903 | 24447 |
| 投资活动产生现金流量 | -13326 | 1122 | -266 | -257 |
| 融资活动产生现金流量 | 8156 | -7684 | 920 | 410 |
| 现金净变动 | 8391 | 13092 | 19557 | 24601 |
| 现金的期初余额 | 8922 | 19367 | 32459 | 52016 |
| 现金的期末余额 | 17312 | 32459 | 52016 | 76617 |

| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 214028 | 230295 | 296136 | 353468 |
| 营业成本 | 187929 | 201323 | 258568 | 308012 |
| 税金及附加 | 476 | 484 | 622 | 750 |
| 销售费用 | 831 | 852 | 1007 | 1060 |
| 管理费用 | 5076 | 5435 | 6930 | 8059 |
| 研发费用 | 8447 | 9051 | 11401 | 13538 |
| 财务费用 | 883 | 965 | 1084 | 1227 |
| 其他收益 | 602 | 356 | 486 | 593 |
| 投资收益 | 998 | 640 | 723 | 750 |
| 公允价值变动收益 | 14 | 20 | -5 | 7 |
| 信用减值损失 | -47 | -30 | -33 | -35 |
| 资产减值损失 | -847 | -427 | -492 | -478 |
| 资产处置收益 | 48 | 8 | 16 | 19 |
| 营业利润 | 11154 | 12752 | 17219 | 21677 |
| 营业外收入 | 34 | 25 | 26 | 29 |
| 营业外支出 | 31 | 53 | 51 | 50 |
| 利润总额 | 11158 | 12725 | 17195 | 21656 |
| 所得税 | 667 | 716 | 940 | 1214 |
| 净利润 | 10491 | 12009 | 16254 | 20441 |
| 少数股东损益 | 1328 | 988 | 1426 | 1875 |
| 归属母公司净利润 | 9163 | 11021 | 14829 | 18566 |
| EPS(元) | 1.28 | 1.54 | 2.08 | 2.60 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长性 | | | | |
| 营业收入增长率 | 39.0% | 7.6% | 28.6% | 19.4% |
| 营业利润增长率 | 36.6% | 14.3% | 35.0% | 25.9% |
| 归母净利润增长 | 29.6% | 20.3% | 34.6% | 25.2% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 12.2% | 12.6% | 12.7% | 12.9% |
| 归母净利率 | 4.3% | 4.8% | 5.0% | 5.3% |
| ROE | 20.2% | 20.1% | 21.6% | 21.7% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 60.4% | 57.3% | 57.4% | 56.1% |
| 流动比率 | 1.18 | 1.39 | 1.55 | 1.71 |
| 速动比率 | 0.68 | 0.93 | 1.06 | 1.21 |
| 营运能力 | | | | |
| 资产周转率 | 159.2% | 148.1% | 164.3% | 163.4% |
| 应收帐款周转率 | 739.3% | 744.6% | 732.6% | 724.3% |
| 存货周转率 | 633.0% | 536.7% | 609.5% | 582.5% |
| 每股资料(元) | | | | |
| 每股收益 | 1.28 | 1.54 | 2.08 | 2.60 |
| 每股经营现金 | 1.78 | 2.75 | 2.65 | 3.42 |
| 每股净资产 | 6.35 | 7.69 | 9.59 | 11.96 |
| 估值比率(倍) | | | | |
| PE | 20.5 | 17.0 | 12.7 | 10.1 |
| PB | 4.1 | 3.4 | 2.7 | 2.2 |

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：A股市场以沪深300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 | 由于我们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，致使我们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 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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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门、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 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn | 地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦 32层01-08单元 邮编：100020 邮箱：research@xyzq.com.cn | 地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2 座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn |