

立讯精密 (002475.SZ)

强烈推荐-A (维持)

业绩及展望超越悲观预期，逆势 alpha 和低估价值凸显

事件：立讯近期公布 22 年报、23 一季报及 23 半年报业绩展望，1) 22 年营收 2140 亿，同比增长 39%，归母净利 91.6 亿，同比增长 30%；2) 23Q1 营收 499 亿，同比增长 20%，归母净利 20.2 亿，同比增长 12%；3) 23 年上半年展望归母净利为 41.6-45.4 亿，对应 10-20%同比增长。我们详细分析财报，并结合管理层在线业绩说明会交流观点（纪要附在正文），更新公司观点如下。

□ 22 年业绩略低于前期展望，主因 Q4 下游波动、额外激励和财务费用影响。公司 22 年营收 2140 亿，同比增长 39%；归母净利 91.6 亿，同比增长 30%，扣非净利 84.4 亿，同比增长 40%。其中，Q4 单季营收 688 亿，同比下降 5.7% 环比提升 8.7%，归母净利 27.6 亿，同比增长 16% 环比 5.6%。22 年归母净利略低于前期三季报展望的 35-40% 区间，主要原因为：1) Q4 新品需求相对疲软，叠加华中地区重要系统厂商产能受阻，导致公司部分零组件及模组呈现被动下滑进而影响稼动率，同时亦导致更多库存减值准备；2) 新推出的股权激励在 Q4 新增大几千万摊销费用；3) 公司海外美元融资因持续加息导致去年下半年以来利息明显提升，从 Q4 财务费用高达 4.7 亿可看出。

□ 详解 22 年增长动能，关注公司新品研发布局。我们认为，公司 22 年逆势增长主要动能包括手机组装（我们测算出货量超 2000 万，贡献 6 亿+净利<联营企业投资收益近 8 亿的大部分>）、手表销量增长及份额提升（测算立讯出货超过 2000 万，独家供应 Ultra 系列）、耳机的份额提升（Airpods Pro2 转单），零部件中包括立铠（22 年收入 742 亿、净利 20 亿立讯并表 10 亿+），以及 VCM、SIP 和 MINILED 等业务的导入和持续提升，通信业务 128 亿 YoY 293%（原有高速互联业务增长之外，新增合并汇聚 46 亿和华荣 24 亿收入）以及汽车业务 61.5 亿 YoY 48% 等。公司整体毛利率略有提升至 12.2%，且经营净现金流 127 亿 YoY 74.7%，加权 ROE 为 23%，同比上升 0.65pct。此外，从公告的研发项目中，我们可看到立讯在 XR\Smart EV\高速通信\热管理等多领域亦有前沿布局和积极进展。

□ 23Q1 及上半年展望逆势超越悲观预期。公司一季度营收 499 亿，同比增长 20%，归母净利 20.2 亿，同比增长 12%，扣非净利 17.7 亿，同比增长 16%；同时展望 23H1 归母利润 41.6-45.4 亿，同比 10-20% 增长；扣非 37.7-41.1 亿，同比 11-24% 增长，区间中值对应 Q2 业绩继续同环比增长，这在行业下滑和同行纷纷负增长背景下，已经非常优秀。我们认为逆势增长主要来自：1) 一季度苹果 iPhone 销量相对稳定，立讯在上半年淡季承接了数百万部 14 Pro max 增量转单，叠加部分零部件增量，此为最主要 alpha（从 Q1 联营企业投资收益达 3.5 亿、同比大幅增长可以看出），而手表、耳机尽管因去库存下滑幅度大一些，但公司凭借份额提升亦在降低影响，叠加公司在非 A 消费电子、汽车和数通方面的增量，公司在去年 18 亿较高利润基数下，仍实现了双位数增长。另外，公司在电话会中亦表示，3 月份以来部分下游市场有所回暖。我们认为，公司份额 alpha 叠加管理提效，加上去年二季度因疫情基数不高，亦进一步推动上半年业绩超越悲观预期，如果考虑美元债产生的额外利息成本（从 Q1 财务费用仍有 3.66 亿可看出）和新增激励费用的影响，则公司实际经营数字更佳。

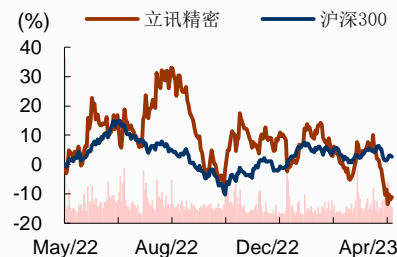
TMT 及中小盘/电子  
目标估值：60.00 元  
当前股价：25.84 元

基础数据

总股本 (万股)	713039
已上市流通股 (万股)	711850
总市值 (亿元)	1842
流通市值 (亿元)	1839
每股净资产 (MRQ)	6.6
ROE (TTM)	19.8
资产负债率	58.4%
主要股东	立讯有限公司
主要股东持股比例	38.31%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-16	-16	-13
相对表现	-14	-23	-13



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《立讯精密 (002475) — 详解新一轮股权激励方案，逆周期推出彰显长线信心》2022-11-17
- 2、《立讯精密 (002475) — 三季度及全年展望超预期，逆周期 alpha 与低估价值凸显》2022-10-31
- 3、《立讯精密 (002475) — 中报及三季度展望大超预期，重回业绩高增长轨道》2022-08-26

鄢凡 S1090511060002

yanfan@cmschina.com.cn

- **下半年增长提速，全年逆势快速成长可期。** 展望下半年，公司内外挖潜，在追随消费电子智能移动、智能可穿戴等 IoT 市场零组件、模组与系统的解决方案等新机会外，公司同步加强在汽车、通信、工业、能源、医疗等新市场及新材料、新工艺、新应用等技术方面的大力建设。具体来说，行业需求复苏叠加苹果 iPhone15+MR 创新大年新品驱动，公司手机新品份额大幅提升和参与 USB-C、潜望结构件和 VCM 等诸多增量零部件，将推动消费电子业务明显提速。而公司的汽车电子品类布局在下半年落地将加速，单车 ASP 提升明显，整体汽车业务将实现 50%以上增速；另外，公司在数通上游前瞻卡位，尤其在电连接、光连接、光模块、风冷/液冷散热部件等核心零组件上，公司海内外业务拓展成果丰硕，与此同时，公司在高速互联产品相关技术上拥有广泛且深度的专利布局，并积极主导或参与相关行业标准的制定，如 CPO 光互联标准、设备专业界面 QSFP112 国际标准等，未来将明显受益 AI 和云计算发展。总体而言，我们认为 23 年仍将实现业绩快速成长，如果考虑全年美元债的额外利息成本（约 300 多亿 RMB 规模相较以前低利率阶段 3 个百分点额外增加近 10 亿）和激励费用（我们报告测算激励费用在 23 年合计摊销约 8-9 亿），则公司实际经营业绩更好。
- **投资建议。** 考虑整体宏观环境、额外财务费用和激励费用等因素，我们调整 23/24/25 年营收预测至 2600/3277/4096 亿，调整归母净利润预测至 112/146/193 亿，对应 EPS 为 1.58/2.06/2.72 元，对应当前股价 PE 为 16/13/10 倍，并认为这一预测在外部环境改善下有超预期弹性。基于下半年增长提速、新品新业务逐步落地和清晰的中长线逻辑，加上估值处于历史低位，公司正迎来长线布局良机，我们维持“强烈推荐”评级和 60 元目标价，坚定看好公司长线空间。
- **风险提示：全球政治经济环境波动，新品新业务布局不及预期，竞争加剧。**

**财务数据与估值**

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	153946	214028	260044	327656	409570
同比增长	66%	39%	22%	26%	25%
营业利润(百万元)	8167	11154	13226	16977	22225
同比增长	0%	37%	19%	28%	31%
归母净利润(百万元)	7071	9163	11200	14604	19326
同比增长	-2%	30%	22%	30%	32%
每股收益(元)	1.00	1.29	1.58	2.06	2.72
PE	25.8	20.0	16.4	12.6	9.5
PB	5.2	4.0	3.8	3.0	2.3

资料来源：公司数据、招商证券

## 财报要点

### 一、公司业务矩阵：

立讯精密在消费电子、汽车、通信、医疗产业深度聚焦和发展，通过从零件、模组到系统，顺向或逆向的垂直整合，不断挖掘价值的深度，致力于在不同应用场景下多元化布局各类产品线：

- 1、办公场景中，公司充分发挥数字化时代万物互联的机会，将公司线缆组装、连接器、无线充电模组、声学模组、屏模组、VCM、振动马达、SIP、Mini LED、天线模组及结构件等零组件以及系统级组装产品深度布局智能显示器、智能会议系统、AR/VR/MR、智能音箱、笔记本电脑、控制器、平板电脑、智能手机、无线充电及安防摄像头等产品；
- 2、在智能穿戴场景中，随着消费者对运动、健康的进一步关注，公司通过布局 AR 眼镜、骨传导耳机、无线蓝牙耳机、智能手环、智能手表等产品界面，实现对消费者健康数据的追踪和监控；
- 3、在室内家庭应用场景中，公司高度关注消费者对娱乐、影音、美容、健身等居家生活品质的不断追求，也充分布局了智能吸尘器、游戏手柄、智能转接头、电子烟、路由器、智能音箱、电子书、扫地机器人、美容仪、TAG 追踪器、VR 等产品界面；
- 4、公司将多个应用场景下不同产品界面的能力延伸至室外应用场景，通过户外电源、平衡车、电动滑板车、智能车锁、电动车充电器、智能头盔等产品线，满足了消费者对于移动装置设备及相应的能源产品需求；
- 5、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，并持续在低速、高速 IO 接口的光、电传输及电源类产品上提供原创性开发并拥有广泛且深度的专利布局。在以 CPO/CPC 技术为基础的匹配高算力数据中心高速连接方案架构的研发更处于领先地位。同时，随着传输数据量的持续增长，热管理问题也随之产生，公司去年已成功布局热管理系统模块，实现了数据中心完整解决方案的垂直整合；
- 6、在射频通讯场景中，公司深度整合和聚焦在天线、CPE、塔放、射频单元等产品线；
- 7、在汽车电动化、网联化、智能化的背景下，公司通过十余年的研发及业务开拓，将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；
- 8、公司从消耗类产品起步进入医疗产品线，多年来，随着在消费电子、通信行业累积的光、声、电、磁、热、射频等综合能力，公司已开始向手术、影像类等设备产品线进行快速整合。

### 二、公司发展战略：

基于核心管理层对市场、产品、客户的前瞻规划，在全体员工兢兢业业、使命必达、勇于创新的不努力下，公司在消费电子、汽车、通信领域已形成多元化、集成化、协同化的战略布局。面对新市场格局，公司深知机遇与挑战所在，并将坚定不移地投资未来，在强大核心竞争力驱动下，充分发挥自身各项优势，致力于为行业、为客户带来更多核心价值。

未来几年，消费电子业务仍将占据公司重要位置。从零组件、模组到系统，公司将持续贯彻和深化垂直整合理念，努力革新传统供应思维与方式、重构供应链，追求协同效应最大化，不断提升企业为客户创造价值的能力，不断追求可持续发展战略。同时，针对部分核心模块与工艺，公司将遵循“老产品、新客户、新市场”的战略原则，深耕产品广度与深度，有效扩大其应用领域范围，提高在不同市场、客户的占有率，进一步提升企业经营抗风险能力。结合强化内外双循环的经济发展大趋势，消费电子在更大的消费需求被激发的大背景下，科技改变生活的智能消费性电子产品将蓬勃发展，相关产品包括智能可穿戴、智能家居、智能显示等，无论是核心零部件或整机系统组装，公司均已具备完整的综合能力，并已成为新产品/新业务做好充分准备。其中，在 AR/VR/MR 领域，公司将着力进行完整的产品深度布局，发挥自身在产品工艺、精益生产、自动化等方面明显优势，力争在新赛道取得好成绩；在通信互连领域，公司通过技术深耕与产学研一体化的开展，目前已在部分细分领域实现了全球领先。未来，公司将持续坚持“应用、开发、预研”的一体化战略原则，持续保持对市场与前沿技术的高度粘性，努力实现在更多细分领域的全方位突破。针对通信射频业务，公司将围绕“核心零部件+模块+系统”的产品战略规划，持续加大设计研发投入，提升核心零部件的自制能力，通过数字化转型升级，在精益生产、供应链管理等方面持续提高内部运营效率；面对汽车“电动化”、“智能化”和“网联化”给中国汽车企业带来的商业机会，公司战略目标清晰明确，即专注于 Tier 1 核心零部件市场。在汽车消费电子化的浪潮下，传统稳定的供应格局将被打破，越来越多的商业机会将密切拥抱在消费电子领域拥有沉淀和底蕴，同时也深度具备汽车产业经验的复合型厂商。未来几年，公司将继续把在消费电子、通信领域积累的精密制造经验与解决通信级别高速传输的开发能力降维应用于汽车业务当中，充分发挥所长。同时，以合作的整车 ODM 平台为出海口和切入点，不断打磨自身 Tier 1 能力，迎接 Smart EV 百家争鸣时代的新挑战和新机遇。

### 三、2023 年经营规划：

2022 年，公司始终抱着敬畏之心看待市场机会和挑战，全体同仁使命必达、克服万难，在努力完成年初既定目标的同时，持续规划和制定下一年度经营计划。

2023 年，面对复杂多变的内外部环境，公司始终坚守主业，力求准确把握新发展阶段中的“变”与“不变”，通过深刻感悟变局、感悟大势、感悟其中蕴藏的发展机遇，把公司高质量成长的主动权牢牢掌握在自己手里。未来，公司将继续围绕主业持续探索，夯实既定商业计划，在追随消费电子智能移动、智能可穿戴等 IoT 市场零组件、模组与系统的解决方案等新机会外，公司同步加强在汽车、通信、工业、能源、医疗等新市场及新材料、新工艺、新应用等技术方面的大力建设；针对新并入和孵化的单位与业务，我们将充分发挥自身所长，在客户资源、供应链资源、精益生产、自动化、数字化、智能化等方面进行协同赋能，达到快速培育和效益放大的战略目标。

在消费电子领域，公司将持续深耕既有客户及产品，在夯实自身基础的前提下，灵活运用多年来在消费电子行业所积累的底层技术与工艺的复合开发能力，实现对产品的持续赋能和差异化经营，并通过将公司多品类零组件、模组产品的堆叠，在不同的应用场景下营造更多的生态组合，其中包括对现有产品的功能升级，也包括对全新产品界面的复杂工艺流程和多技术融合下的深度赋能。此外，公司将分别从不同终端产品的核心零组件、模组及系统级产品等角度出发，深度剖析已有的服务能力，对不同需求、不同规模体量的不同客户进行深度调研和精准服务，同时依托对消费电子产品需求的前瞻预判及现有消费者痛点的持续改良，实现在红海竞争中突围领跑，在蓝海挖掘中弯道超车。

在汽车领域，公司将持续配合海内外品牌客户进行零部件业务的开发投入，依托在消费电子、通信领域积累的客户平台、产品矩阵和制造实力，以汽车“神经”系统为基础，进一步拓展连接器、新能源、智能座舱、智能网联等产品线。同时，建立在与奇瑞公司合作的整车 ODM 平台，以及未来与更多平台的潜在合作基础上，公司将持续为汽车核心零部件业务拓展更多前沿的研发设计、量产平台及出海口，以此取得 0 到 1 的商业机会，并借助自身优势充分参与市场竞争，使公司 Tier 1 产品在市场的磨炼中彰显更多内在价值，致力于在未来三个五年内实现成为全球汽车零部件 Tier1 领导厂商的中长期目标。

在通信领域，全球 AI 热潮预计将拉动以算力为核心的服务器及相关零组件、模组的的市场需求。未来随着在 AIGC 时代下，自然语言处理（NLP）与计算机视觉（CV）等多模态预训练模型及相关衍生应用的大面积落地，庞大的数据洪流将越来越依赖于高性能计算能力和数据中心的高速网络，这也为高速互联技术发展提供了新的机遇。面对创新的市场机遇，公司越发深度地研判产业链核心价值所在，找准真正具备进入壁垒和技术自主权的关键环节，定位国内外头部需求客户，有的放矢，快速形成差异化竞争优势。在此战略指引下，公司将持续加强在网络通信、基站射频等领域相关核心技术的研发与创新，通过精准把握电连接、光连接、风冷/液冷散热部件等数据/超算中心核心零组件相关新兴技术的变革趋势，着力锻造为全球领先客户提供高附加值产品及服务的能力，开辟公司更多增长曲线。

## 附：立讯精密 22 年报及 23Q1 在线业绩交流会纪要

公司领导：董事长、总经理王来春女士；副总经理、董事会秘书黄大伟先生；

财务总监吴天送先生；会计机构负责人陈会永先生。

时间：2023 年 4 月 28 日，下午 1 点-2 点半

### 一、董事长、总经理王来春女士针对 2022 年度及 2023 年一季度经营情况进行说明：

2022 年，全球宏观经济低迷、地缘政治冲突不断，加上第四季度华中地区重要系统厂商出现的特殊事件以及其后总体防控措施的调整，这些都导致整体生产状态受影响，公司较高毛利的零部件、模组产品交货受阻，给公司整体生产经营带来了一些挑战。面对第四季度的极端特殊情况，虽然短期内受到了较大的扰动，但我们仍凭借非常扎实的基本功与多元化的产品布局取得了不错的成长，年度营收首次突破两千亿大关。

如我们于年报中所提到的，除上述提到的一些影响外，美元持续加息带来的融资成本上升也确实给公司净利润带来了一定的影响。我们有大约 300 亿左右的融资是海外美元融资，此前美元处于低息的情况下确实能够帮助我们很好的降低融资成本，但去年下半年开始至今，这种融资环境反倒是不利的。

今年一季度，大环境挑战重重，即便如此，立讯人却更坚定地选择直面挑战，而非消极躺平。公司凭借持续的业务开源及降本增效，毅然顶住压力，充分展现了公司的韧性，实现了收入 20%和扣非净利润 16%的增长。相信有些投资界的朋友应该也在朋友圈看过我的感概，立讯的团队非常努力！和大家一样同作为立讯的股东，我非常感谢立讯团队所付出的努力！

在消费电子板块，虽然外部大环境有压力，但我们在零部件、模组及系统解决方案上都取得了非常可观的成绩，在份额或是在新机种的表现上都非常出色。在严峻的大环境下，团队持续稳定的高水平发挥让我对公司未来几年在新、老产品上的表现比从前更有信心！在新产品方面，我们充分看好 AR/MR 等产业在未来广阔的发展空间，我们会协助一流客户共同开发。面对全新终端产品，我们一如既往地通过工艺解析，将复杂的结构转化为多个成熟的工艺制程，通过声、光、电、磁、热等技术赋能，结合强大的自动化制程能力，帮助客户实现超越市场期望的交付和体验。

在汽车板块，我们看到随着汽车产业“电气化”、“智能化”和“网联化”发展趋势的持续演进，新能源智能汽车的价值链、供应链正在加速重构，相对封闭的配套体系正在被逐渐打破。整车厂越来越重视具有消费电子经验的零部件公司所独具的快速迭代能力、成本控制意识，能够更好地助力整车厂在新产品、新技术上的推广和应用。过去一年，立讯汽车业务发展迅猛，实现了近 50% 的成长。在汽车线束、连接器、智能座舱、自动驾驶等领域搭建了丰富的产品矩阵，实现了国内外无论是新能源车或是燃油车客户的业务提速发展。2022 年是立讯汽车业务跨越式发展的元年，在多元化产品平台、全系列客户平台及全球化制造平台的强大支撑下，未来将持续以超过 50% 的增速成长，我们对于进入全球 Tier1 前十的目标非常有信心，实现此目标指日可待。

在通信业务板块，我们取得了数倍的成长，这里部分来自于我们对汇聚、华荣的并表以及服务器业务所带来的营收，但更要归功于我们立讯技术团队在电连接、光连接、电源、散热、射频等核心零部件海内外市场的顺利拓展。我们参与了头部客户下一代芯片平台的联合技术研究以及白皮书发布，与主流行业客户联合发布服务器、交换机的高速互连界面标准，我们技术上的实力逐步被客户所赞赏，也取得了丰硕的商务成果。站在现阶段看，算力中心、AI 技术的高速发展，无疑将进一步拓宽通信领域相关核心零部件的需求空间，这也是我们一直以来前瞻布局的方向。我们坚信，在海内外市场的协同发力下，立讯有能力在通信细分领域取得更多的商业机会，也为公司下一阶段发展提供更多动能。

一直以来，我们对自身的能力优势有很清晰的认识，对行业趋势的演进也有准确的判断，在一些细分领域立讯之所以能够走得更快更远，不是因为我们天赋异禀，而是我们比过去更努力、比同业更进取，我们从来不躺平！感谢大环境的挑战让我看到团队的顽强和无限潜能，我为这样的团队而骄傲。在线的立讯新、老朋友们，感谢大家的关注、关心，我深知一段时间来买入立讯的朋友们都觉得委屈了，我本人也觉得蛮委屈的。立讯在行业下滑和同行纷纷负增长甚至暴雷背景下，依然有良好的表现。我们对市场增长空间有长期布局，对未来业绩持续增长的目标充满信心。

## 二、财务总监吴天送先生对 2022 年度及 2023 年一季度财务状况进行说明：

2022 年度，在面对物流、供应链的不顺畅，地缘政治的加剧冲突，美联储加息等诸多不利因素冲击下，公司顶住了压力，在三个五年发展规划指引下，实现了营业收入 2,140.28 亿元，较上年同期增长 39.03%；归属上市公司股东净利润 91.63 亿元，较上年同期增加 29.6%；扣非后归属上市股东的净利润为 84.42 亿元，较上年同期增加 40.34%。总体来说这个成绩实属不易，从几个重要的财务指标上看：

- 1、公司 2022 年度毛利率为 12.19%，虽公司面对外部诸多不利因素影响，但凭借不断优化精益的运营平台，仍达成与 2021 年度相仿的毛利率。其中，销管研运营费用率为 6.71%，较上年同期降低了 0.55%；研发费用为 84.47 亿元，较上年同期增加了 18 亿元；
- 2、公司 2022 年度净利润率为 4.9%，较上年同期降低了 0.18%，因第四季度高毛利产品延迟出货、美联储加息而造成美元融资利率上升、利息支出增加及所得税费用增加等，这些因素都不同程度影响了公司的净利润；
- 3、公司 2022 年度 ROE 为 23%，较上年度的 22.35% 增加了 0.65%，能在 2022 年度这样充满挑战的经营环境下实现 ROE 的进步实属不易，主要因公司于数字化，智能化以及模组化的管理运营已日趋成熟，在资源整合以及组织能效上收获一定的成果；
- 4、公司经营活动净现金流入 127.3 亿元，较上年同期的 72.8 亿，增加约 54.4 亿元。主要因营收增加与客户回款加速，应收帐款周转天数从 53 天下降至 48.5 天；
- 5、12 月底存货金额为 373 亿元，较上年同期增加 165 亿元，主要因营收增加及策略备料所导致。存货金额在 2023 年 3 月底则下降了 78 亿元；
- 6、2023 年第一季度财务数据状况：2023 年第一季度，公司实现营业收入 499 亿元，较上年同期增长 20%；归属于上市公司股东的净利润为 20.18 亿元，较上年同期增长 11.90%。净利润增长的动能主要来自以下三个方面：（1）营收增长带来的获利增加；（2）联营企业投资收益增加；（3）集团各事业处进行的降本增效得到一定成果；
- 7、2023 年一季度净利润率为 4.2%，较上年同期下降 0.81%，主要原因有两方面：（1）部分去年年末的存货于今年一季度实现销售，去年年底时汇率较高，今年的销售因一季度人民币升值而压缩了利润空间；（2）美元加息，除造成公司融资成本增加外亦影响了公司的净利润。

### 三、公司管理层与投资者互动交流

#### 1、如何看待今年上、下半年公司的成长动能？

答：相信绝大部分的朋友都有相同的疑问，因为各位也较为清楚现阶段的环境是具有挑战性的。正常情况下，公司所设立的内部目标会高于大家的预期，也同样高于公司向市场所释放的目标。一方面，任何一家公司所设立的目标必须是具挑战性的，这样才能激发团队潜力；另一方面，承担起成长过程中来自外界压力与磨练对于团队来说同样是必不可少的。所以即便当前大环境虽较严峻，但对于立讯来说，持续保持符合外界对立讯所期望的相对成长，我们还是充满信心的。特别是下半年，我相信下半年的表现会好于今年一季度。作为长期奋战在一线的人员，明显能感受到一、二月所承受的压力是很大的，而三月的表现明显要好于前两个月，这应该是受到品牌厂商在年初去库存或保持保守观望的态度有关。但从3月及现在临近4月底的表现情况来看，大家不需要太过焦虑，我们对此还是持乐观的看法。

#### 2、如何看待印度市场的趋势和挑战？

答：对于产业外迁趋势，作为身处其中的产业人，我的看法是有以下三个因素在推动：（1）成本，大部分产品基于其规模量及生命周期的因素，仍然属于劳动密集型，这与其本身是否为高科技产业没有绝对的关系。而就目前劳动力成本比较，沿海是内地的1.5倍，是越南的1.5-2倍，是印度的4-5倍，不过未来印度成本应会持续上升。加上内地存量务工人员无法规模化，超规模生产需要引入外地劳务工，随之成本上涨，这就导致大规模劳动密集型企业会在外在压力同时牵动下选择外迁；（2）国内供电和三年疫情影响，也导致市场产生产能分拆避险的趋势；（3）结合前两点因素，地缘政治在其中便产生催化作用。电子产业迭代快，综合考量物流、人流、人力资源及招商基础，适合该产业转移的地方是越南，而我们已在2016年便启动越南投资，目前运作趋于成熟。

印度市场，不少国际品牌客商都受印度市场的吸引，过去、现在都是。品牌厂商选择在印度投资建产能无可厚非，如果印度中央及地方政府能像我们中国政府的执行力和开放的政策，或许是一个不错的成长机会。我们4年前已在印度金奈购买了前Nokia和Moto两个完善的生产厂区，也有5倍于目前厂房的扩建土地，现在配合欧洲通讯客户在保证3年价量的前提下已在去年底投产，也承接了印度重要通讯营运商的一些网通产品业务，有序推进，目前尚不存在大家担心的营运问题。至于消费电子客户，我们会谨慎考虑，因为投资重、需求波动大、政策影响也大，我们会考虑轻资产方式谨慎，或合作前行。如大家看到宁德和福特在美的模式，目前环境下，应是有能力的中企在特定环境下不错的选择。

#### 3、通讯板块未来发展的计划？

答：看到近期大家对于高超算力服务器、储存器及相关板卡的关注，市场未来在这些方面的需求是毋庸置疑的，我们也一定不会缺席，无论是OEM、JDM或是ODM的模式。我们的团队是老酒装新瓶，虽然成立时间在业内较短，只有大概2年的时间，但团队成员的配置非常成熟，在市场上的口碑已逐步建立。去年在评估电子料件价格放量上涨、电子料件质量随价格波动而可能存在品质隐患后，即便有着更多的商务选择机会，但我们仍然选择了保守的市场政策。去年的环境下不止电子物料存在价格波动，服务器的需求也偏于低迷，我们适时地调整策略进行收缩，深度聚焦于国内核心的四大客户。从服务器产品本身的价值量看，价值量大的并不在组装业务上，服务器内部四大件、四小件已经接近占成本的95%。这些四大件的业务基本上已由数据中心用户或运营商与核心策略厂商确定好价格与数量，余下的价值量才是组装厂所可以发挥的，利润较为有限。立讯精密不会缺席的原因在于现时除在系统业务上的发挥外，公司对于未来强劲的市场需求高度认可，我们拥有关键的高速光电传输解决方案、热处理方案，也有电源模块团队，这能较大程度地影响在高超算力服务器上的服务品质，也是我们与其他组装厂不同的优势，能够让我们争取更好的垂直服务机会。

#### 4、请问公司对于新项目从规划到量产以及实现收入，大致的周期是怎样？

答：除技术门槛较低的项目外，目前大部分项目从立项到实现收入，周期大致在1-3年，需要具体项目具体分析，但实现收入后往往需要2-3年的商业孵化期，才能达到盈利状态。如此一来，从第7年开始，具有优势的项目才能脱颖而出，为公司持续带来正向的、良性的循环，这也是公司一直坚持做好三个五年的短中长期规划的原因。

#### 5、请公司介绍关于与奇瑞汽车合作的具体进展以及未来的规划？

答：目前公司与奇瑞汽车在Tier 1项目上的合作一直处在良好的发展状态，在奇瑞及其他相关车企均有定点项目进行中，相信未来随着奇瑞汽车在海外市场的持续拓展，立讯汽车团队所带来的赋能会更多，且在公司下一阶段资金面更充裕的前提下，公司汽车业务将会有更广阔的发展空间。现阶段公司会更多地将资源集中在Tier 1项目上，以助力其更好、更快地成长。

#### 6、年报上联营企业投资收益大概是8亿左右，想请教一下手机组装业务具体的情况以及未来的展望？

答：首先这个收益是包含了多个产品线的，其中手机组装业务的收益十分符合我们的预期，我们相信未来几年的收益，不管是从量还是从质，都会不断的优化提升。

### 7、如何看待消费电子整体行业的复苏节奏？

答：这个话题我可能只能说出我们的感受。针对智能可穿戴产品，比如说高端智能手表，其 50%以上都在美国本土销售，而美国的通货膨胀对这种区域性比较明显的产品而言会有一些极端的影响。对于电脑、平板这类产品，前三年因为大家要居家上课或办公而提前消费了，所以我认为今年甚至明年上半年，大家还是会去消化，去把三年期间因为工作学习而提前透支消费的产品需求抵消掉，这是一个不好环境下存在的客观因素。对手机而言，我觉得现在除了高端手机以外，普通手机大家都觉得千篇一律，再加上品质的稳定，其使用周期会更长。所以我认为手机除了高端的产品以外，其他应该都还是属于存量，甚至是缩小的情况。个人判断是手机的高端市场是更值得关注的部分。

### 8、公司在 MR 浪潮中有怎样的卡位以及未来有何展望？

答：对于未来这种元宇宙的产品，我觉得最关键的是核心算力，谁掌握最高超算力的芯片，谁才能给使用元宇宙产品的用户提供更好的交互体验。如果一个企业的平台算力不怎么样，那他的产品也只是增强体验，而不能达到颠覆式交互的体验。对立讯而言，我们一直都在关注有能力提供高超算力芯片的品牌。我认为这个产品未来有一个比较好的趋势，但会是一个逐渐释放的过程。

### 9、如何看待往越南迁移的趋势？

答：我前面有提及，外迁的主要原因是受成本和大环境牵引，加上地缘政治的影响，但因为消费电子是迭代比较快的产业，新产品的开发迭代非常依赖中国所具备的 NPI 能力以及工程师力量，所以新产品更多保留在中国，而迭代的旧产品往人力成本低的越南迁移，这是比较大的趋势。

### 10、请问下公司关于大客户 MR 产品及其他 AR/VR 产品在核心零部件、整机业务上的布局及规划？

答：很抱歉我们不方便针对单一客户单一产品做任何评论，但就如我刚才跟大家所分享的，我们认为这个产业的发展需要非常高超的算力芯片用于支持最终的用户体验。那我们会分析，市场上哪个平台能提供这样的产品，能让消费者有更好的体验，也就会有所选择的去做一些基础的工作。不管是核心的零部件还是系统端的组装，这个产品一定会有更大的挑战，但立讯最擅长的也是对工艺的解读。无论是声、光、电、热还是磁，我们都在核心部件上都有较深的介入。我们的工作围绕着除芯片以外的核心部件，提供全产业链的整合。

### 11、作为领先的自动化企业，未来生产及管理的升级方向？

答：在大环境下，我们始终坚持“比昨天更进步，比同业更领先”才能不断增强客户粘性，并满足投资人及股东对我们的期待。作为方案的解决商及零组件模組的系统制造厂商，升级关键在于提升效益，所以我们在智能制造方面，通过柔性生产叠加使用大算力，更好地提升组装及测试的能力，比如使用平台抓取数据，提前在制造中间发现并筛出瑕疵品，减少不必要的工时与成本浪费。我们一直致力于加大自动化规模，目标在 3-4 年内可以提升一倍人效，随着人效提升必然会有 Capex 投入，所以尽管有很好的自动化解决方案，但考虑到投入回报比，我们不会盲目为了达成目标而造成资金压力，会综合考虑各因素的平衡。

### 12、请问董事长对于新能源汽车产业以及公司汽车产品出海口未来 1-2 年的展望及规划如何？

答：对于我国汽车产业，我认为将会有两点变化，其一随着自主品牌汽车的逐步发展及品牌影响力的逐步扩大，相信更多的消费者倾向于选择支持国货；其二是自主品牌借助我国一带一路战略的优势，持续加强海外市场的拓展，在市占率方面将迎来更大突破，这二者对于长期服务车企的 Tier 1 厂商而言，都会是一个很好的机会。目前公司在多个国家均有配套产能就近服务客户，但从基础设施和当地招商政策上评估，越南更具优势。我认为现在公司在汽车业务上并不是在等待商业机会，而是在等待团队的成长，因为汽车的 Tier1 团队培育与消费电子不同，无论是技术的储备还是人员的培养，周期会更长，但只有这样才能更好地铸就在产品及业务上的护城河。

### 13、资本支出是否有超预期的情况？

答：作为中游的厂商，我们无论是在土地还是厂房等资本支出上都有明确指向，以区间为范围，不存在超预期的 Capex 投资。去年是公司可预见的资本支出高峰期，我们会逐步优化这项指标，就像我们在库存上的优化一样，今年一季末较去年底已减少 70 多亿，二季度将继续优化。

### 14、目前定增的进展如何？

答：定增的项目已经拿到批文，发行有效期还有一段时间，我们会视情况考虑决定需求。

### 15、请问公司认为未来在 Tier 1 项目上，如何开拓更多的成长空间？

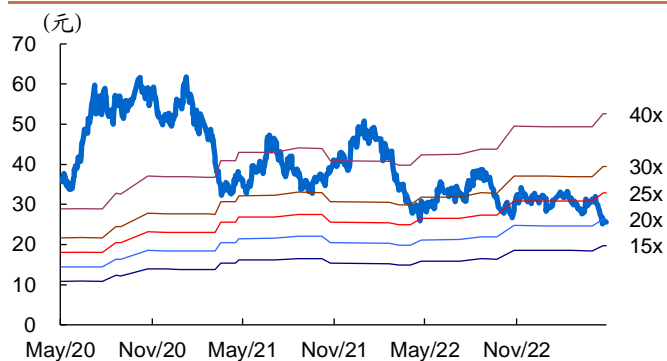
答：从业务模式上而言，新产品、新项目的落地速度主要取决于不同客户对于产品需求的紧迫性。现阶段来说，我们

会着重思考手里掌握多少资源，如何更好地分配这些资源，从而在市场竞争中取得占位优势以及与之相匹配的收益，因此我们更希望将有限的资源分配给海外及国内领先的客户群体，以此给汽车业务带来新的增量空间。

**16、下半年从宏观环境以及下游需求端有没有看到一些潜在的积极变化？**

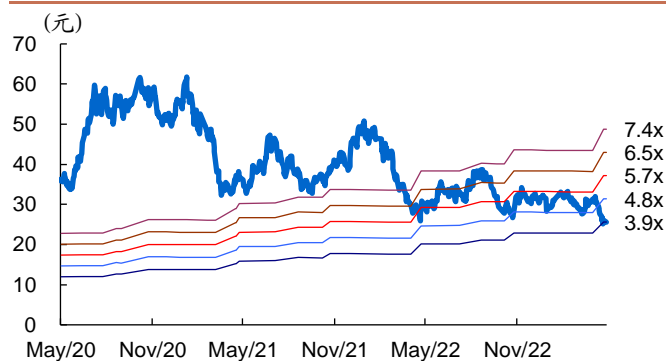
答：就目前整体市场环境而言，相比年初时已有所改善，所以我们相信下半年会比一季度有所回暖。

**图 1：立讯精密历史 PE Band**



资料来源：公司数据、招商证券

**图 2：立讯精密历史 PB Band**



资料来源：公司数据、招商证券

**参考报告：**

- 1、《电子行业 2011 年中期投资策略：静待旺季拐点，把握结构性机会》2011/6/10  
把握行业景气动向，并指出电子行业细分性优质个股的估值修复机会，首推立讯精密。
- 2、《立讯精密 2011 年中报点评 - 业绩大幅超预期，高成长启程》2011/7/14
- 3、《立讯精密重大事项点评 - 收购切入华为供应链，华南布局进一步深化》2011/8/3
- 4、《立讯精密 2011 年三季报点评 - 业绩超预期，看好明年高成长》2011/10/14
- 6、《立讯精密重大事项点评 - 携手台湾宣德，优化业务布局》2012/02/22
- 7、《立讯精密快报点评 - 会计调整致业绩落于下限，仍看好新年新成长》2012/02/29
- 8、《立讯精密 2011 年报点评 - 静待新品新业务带来的全面成长》2012/03/29
- 9、《立讯精密重大事项点评 - 并购联姻住友电装，汽车连接器大有可为》2012/04/10
- 10、《立讯精密 2011 年一季报点评 - 业绩拐点已至，新品新业务驱动高成长》2012/4/17
- 11、《立讯精密重大事项点评 - 收购进军 FPC 领域，业务版图进一步完善》2012/8/6
- 12、《立讯精密 2012 年中报点评 - 新品新业务值得期待》2012/8/8
- 13、《立讯精密 2012 年三季报点评 - 新品放量在即，更宜看重明年高成长》2012/10/25
- 14、《立讯精密 - 新品新业务突破，迎来三年高增长的业绩拐点》2013/2/28
- 15、《立讯精密 2012 年年报点评 - 厚积薄发，13 年迎来收获期》2013/4/3
- 16、《立讯精密 1 季报点评 - 逆周期投入致费用上升，静待下半年新品放量》2013/4/22
- 17、《立讯精密 13 年中报点评 - 三季度展望超预期，迎来经营拐点》2013/8/2
- 18、《立讯精密重大点评 - 业绩拐点确认，收购德国 SUK 公司如虎添翼》2013/10/25
- 19、《立讯精密 (002475) - 博硕并购落地，少数股权整合加速》2013/12/31
- 20、《立讯精密 (002475) - 增发助力三年高增长，上调目标价至 48 元》2014/03/05
- 21、《立讯精密 (002475) - 一季报及半年展望超预期，高增长趋势确立》2014/04/22
- 22、《立讯精密 (002475) - 全面开花，迎接三年黄金成长》2014/07/25
- 23、《立讯精密 (002475) - 下一代接口 USBType-C 发布，打开长线空间》2014/08/13
- 24、《立讯精密 (002475) - 持续超预期的连接器龙头，跨年首推品种》2014/10/21
- 25、《立讯精密 (002475) - 业绩逆势达标，15 年全面开花》2015/03/02
- 26、《立讯精密 (002475) - 一季报预告符合预期，迎接爆发的二季度》2015-03-30
- 27、《立讯精密 (002475) - 受益无线充电与 Type-C 大势，上调目标价至 60 元》2015-04-15
- 28、《立讯精密 (002475) - 二季度弹性显现，业绩与新品双轮驱动》2015-04-23
- 29、《立讯精密 (002475) - 核心逻辑仍然不变，四季度将重拾高增长》2015-08-17
- 30、《立讯精密 (002475) - 股权激励大超预期，彰显未来三年高增长信心》2015-09-22
- 31、《立讯精密 (002475) - 四季度高增长确认，三年基本面无忧》2015-10-16
- 32、《立讯精密 (002475) - 增发与收购双轮驱动，平台型制造龙头崛起》2015-12-08



- 33、《立讯精密 (002475) —逆势全面成长, 平台效应显著》2016-02-01
- 34、《立讯精密 (002475) —15 年业绩超预期, 16 年将再续高增长》2016-02-26
- 35、《立讯精密 (002475) —新品新业务将驱动 16 年增速逐季向上》2016-04-26
- 36、《立讯精密 (002475) —二季度展望超预期, 确认逐季向上趋势》2016-04-29
- 37、《立讯精密 (002475) —业绩受累苹果销量及新品投入, 下半年将迎拐点》2016-07-12
- 38、《立讯精密 (002475) —新品新业务放量在即, 业绩拐点将至》2016-08-10
- 39、《立讯精密 (002475) —三季报及展望确认业绩拐点, 三年黄金增长可期》2016-10-20
- 40、《立讯精密 (002475) —四季度营收大超预期, 17 年高增长可期》2017-02-28
- 41、《立讯精密 (002475) —新品新业务全面布局, 新一轮高增长开始》2017-04-20
- 42、《立讯精密 (002475) —上半年业绩超预期, 新品投入给明后年带来可观弹性!》2017-08-25
- 43、《立讯精密 (002475) —三季度逆势强劲表现, 新品放量助力 Q4 和明年高增长》2017-10-22
- 44、《立讯精密 (002475) —能与凤凰同飞者必是俊鸟, 从苹果高管拜访一窥立讯的精密制造平台价值》2017-12-05
- 45、《立讯精密 (002475) —迎接业务全面开花的 2018 年》2018-03-01
- 46、《立讯精密 (002475) —汇兑损失拖累 Q1 业绩, 但业务增长健康且强劲》2018-04-02
- 47、《立讯精密 (002475) —二季度展望增长提速, 下半年新品放量驱动高成长》2018-04-25
- 48、《立讯精密 (002475) —业绩逐季提速趋势确立, 五年激励保障长线发展》2018-08-24
- 49、《立讯精密 (002475) —三季度业绩上修大超预期, 新品新业务放量和盈利能力提升是主因》2018-10-09
- 50、《立讯精密 (002475) —漂亮的成绩单, 经营指标趋势性迈上新台阶》2018-10-22
- 51、《立讯精密 (002475) —业绩逆势上修再超预期, 多点开花平台效应凸显》2019-01-10
- 52、《立讯精密 (002475) —18 年营收和盈利均超预期, 19 年高成长动能清晰》2019-02-26
- 53、《立讯精密 (002475) —一季度逆势再超预期, 新激励计划彰显长线信心》2019-03-29
- 54、《立讯精密 (002475) —全面优化的财务指标, 高额研发助力未来成长》2019-04-16
- 55、《立讯精密 (002475) —上半年展望再超预期, 消费电子和通信全面发力》2019-04-23
- 56、《立讯精密 (002475) —超预期成长的背后, 核心竞争力与未来方向》2019-08-21
- 57、《立讯精密 (002475) —三季报大超预期的背后, 上调盈利预测与目标价》2019-10-22
- 58、《立讯精密 (002475) —19 年业绩大幅超市场预期, 上调盈利预测与目标价》2020-02-28
- 59、《立讯精密 (002475) 跟踪报告—逆风前行, 使命必达》2020-03-25
- 60、《立讯精密 (002475) —一季报预告逆势高成长, 无线耳机与通信双轮驱动》2020-04-08
- 61、《立讯精密 (002475) —从过去看未来, 深入解读全面优化的 2019 年》2020-04-22
- 62、《立讯精密 (002475) —一季报业绩达上限, 上半年展望逆势高成长》2020-04-27
- 63、《立讯精密 (002475) 深度跟踪—携大股东收购纬创昆山工厂, 手机组装布局拉开序幕》2020-07-20
- 64、《立讯精密 (002475) —产业资本与长线资金加持, 助大股东产业链深度布局》2020-07-23
- 65、《立讯精密 (002475) —中报大超预期的背后, 详解下半年成长动能》2020-08-25
- 66、《立讯精密 (002475) —Q3 及全年展望再超预期, 增资印度完善海外布局》2020-10-28
- 67、《立讯精密 (002475) 深度跟踪—60 亿增资携手台湾锐胜, 打造金属结构件新平台》2021-01-29
- 68、《立讯精密 (002475) —AirPods 及 12mini 预期修正已逐步到位, 中长线高成长逻辑仍清晰, 低估价值凸显》2021-03-24
- 69、《立讯精密 (002475) —详解年报数据的背后, 把握公司中长线发展脉络》2021-04-21
- 70、《立讯精密 (002475) —一季度业绩符合预期, 二季度展望逆势成长》2021-04-28
- 71、《立讯精密 (002475) —挑战中寻机遇, 坚定布局“两个五年”》2021-08-25
- 72、《立讯精密 (002475) —Q3 业绩受累于新品量产延后, Q4 将迎业务拐点》2021-10-28
- 73、《立讯精密 (002475) 深度跟踪—携手奇瑞 ODM 造车, 剑指汽车 Tier1 全球领导厂商》2022-02-14
- 74、《立讯精密 (002475) —增发加码消费电子及汽车电子, 助力长线业务成长》2022-02-23
- 75、《立讯精密 (002475) —21 年营收大超预期, Q4 与 22Q1 业绩拐点趋势确认》2022-03-15
- 76、《立讯精密 (002475) —Q1 营收与净利均超预期, “三个五年”长线战略拐点确立》2022-04-28
- 77、《立讯精密 (002475) —中报及三季度展望大超预期, 重回业绩高增长轨道》2022-08-26
- 78、《立讯精密 (002475) —三季度及全年展望超预期, 逆周期 alpha 与低估价值凸显》2022-10-31
- 79、《立讯精密 (002475) —详解新一轮股权激励方案, 逆周期推出彰显长线信心》2022-11-17

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	72309	88292	108718	137827	170315
现金	14205	19367	24935	32612	39135
交易性投资	2107	1353	1353	1353	1353
应收票据	308	950	1154	1454	1817
应收款项	31623	26043	31619	39839	49799
其它应收款	598	431	524	660	825
存货	20901	37363	45746	57639	72049
其他	2567	2784	3388	4269	5336
<b>非流动资产</b>	48263	60092	68480	75280	80789
长期股权投资	1126	2000	2000	2000	2000
固定资产	34113	44026	53018	60346	66318
无形资产商誉	3620	4426	3983	3585	3226
其他	9404	9641	9479	9349	9245
<b>资产总计</b>	<b>120572</b>	<b>148384</b>	<b>177198</b>	<b>213107</b>	<b>251104</b>
<b>流动负债</b>	64831	74631	98826	120366	139547
短期借款	11920	14912	28032	32128	30174
应付账款	45651	50302	61600	77616	97020
预收账款	269	502	614	774	968
其他	6992	8916	8579	9848	11386
<b>长期负债</b>	9959	14969	14969	14969	14969
长期借款	5025	9205	9205	9205	9205
其他	4934	5764	5764	5764	5764
<b>负债合计</b>	<b>74789</b>	<b>89600</b>	<b>113795</b>	<b>135335</b>	<b>154516</b>
股本	7050	7100	7100	7100	7100
资本公积金	3247	4180	4180	4180	4180
留存收益	24991	34063	37382	50306	67442
少数股东权益	10494	13441	14741	16185	17866
归属于母公司所有者权益	35289	45343	48662	61586	78722
<b>负债及权益合计</b>	<b>120572</b>	<b>148384</b>	<b>177198</b>	<b>213107</b>	<b>251104</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	7285	12728	17304	20712	25275
净利润	7071	9163	11200	14604	19326
折旧摊销	5188	7800	8756	10344	11635
财务费用	656	1038	1727	2154	2161
投资收益	(689)	(998)	(3130)	(3850)	(4700)
营运资金变动	(5631)	(5613)	(2558)	(3996)	(4841)
其它	690	1337	1309	1456	1694
<b>投资活动现金流</b>	(8380)	(13326)	(14016)	(13296)	(12446)
资本支出	(12567)	(13584)	(17146)	(17146)	(17146)
其他投资	4188	258	3130	3850	4700
<b>筹资活动现金流</b>	(390)	8156	2280	262	(6306)
借款变动	(555)	8336	11888	4095	(1954)
普通股增加	51	49	0	0	0
资本公积增加	830	933	0	0	0
股利分配	(770)	(775)	(7881)	(1680)	(2191)
其他	55	(387)	(1727)	(2154)	(2161)
<b>现金净增加额</b>	<b>(1485)</b>	<b>7557</b>	<b>5568</b>	<b>7677</b>	<b>6522</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	153946	214028	260044	327656	409570
营业成本	135048	187929	230139	289976	362470
营业税金及附加	194	476	579	729	912
营业费用	790	831	910	1147	1229
管理费用	3742	5076	6111	7536	9420
研发费用	6642	8447	9882	12287	15154
财务费用	555	883	1727	2154	2161
资产减值损失	(190)	(894)	(600)	(700)	(700)
公允价值变动收益	(116)	14	300	200	200
其他收益	854	602	830	850	900
投资收益	644	1046	2000	2800	3600
<b>营业利润</b>	8167	11154	13226	16977	22225
营业外收入	21	34	34	23	23
营业外支出	46	31	31	31	31
<b>利润总额</b>	8143	11158	13230	16970	22217
所得税	322	667	730	921	1210
少数股东损益	750	1328	1300	1444	1681
<b>归属于母公司净利润</b>	7071	9163	11200	14604	19326

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	66%	39%	22%	26%	25%
营业利润	0%	37%	19%	28%	31%
归母净利润	-2%	30%	22%	30%	32%
<b>获利能力</b>					
毛利率	12.3%	12.2%	11.5%	11.5%	11.5%
净利率	4.6%	4.3%	4.3%	4.5%	4.7%
ROE	20.0%	20.2%	23.0%	23.7%	24.6%
ROIC	13.3%	13.4%	13.9%	15.0%	16.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	62.0%	60.4%	64.2%	63.5%	61.5%
净负债比率	14.3%	17.1%	21.0%	19.4%	15.7%
流动比率	1.1	1.2	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.3	1.4	1.5	1.5	1.6
存货周转率	7.9	6.5	5.5	5.6	5.6
应收账款周转率	6.7	7.3	8.7	8.8	8.8
应付账款周转率	3.9	3.9	4.1	4.2	4.2
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.00	1.29	1.58	2.06	2.72
每股经营净现金	1.03	1.79	2.44	2.92	3.56
每股净资产	5.01	6.39	6.85	8.67	11.09
每股股利	0.11	1.11	0.24	0.31	0.41
<b>估值比率</b>					
PE	25.8	20.0	16.4	12.6	9.5
PB	5.2	4.0	3.8	3.0	2.3
EV/EBITDA	15.5	10.9	8.8	7.1	5.8

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**郝凡：**北京大学信息管理、经济学双学士，光华管理学院硕士，14年证券从业经验，08-11年中信证券，11年加入招商证券，现任研发中心董事总经理、电子行业首席分析师、TMT及中小盘大组主管。11/12/14/15/16/17/19/20/21/22年《新财富》电子最佳分析师第2/5/2/2/4/3/3/4/3/5名，11/12/14/15/16/17/18/19/20年《水晶球》电子第2/4/1/2/3/3/2/3/3名，10/14/15/16/17/18/19/20年《金牛奖》TMT/电子第1/2/3/3/3/2/2/1名，2018/2019年最具价值金牛分析师。

**曹辉：**上海交通大学工学硕士，2019/2020年就职于西南证券/浙商证券，2021年加入招商电子团队，任电子行业分析师，主要覆盖半导体领域。

**王恬：**电子科技大学金融学、工学双学士，北京大学金融学硕士，2020年在浙商证券，2021年加入招商电子团队，任电子行业分析师。

**程鑫：**武汉大学工学、金融学双学士，中国科学技术大学硕士，2021年加入招商电子团队，任电子行业研究助理。

**谌薇：**华中科技大学工学学士，北京大学微电子硕士，2022年加入招商电子团队。

**涂银山：**昆士兰大学金融学学士，伦敦大学学院金融学硕士，2023年加入招商电子团队。

## 投资评级定义

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

**强烈推荐：**预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

**增持：**预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

**中性：**预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**减持：**预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 行业评级

**推荐：**行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

**中性：**行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。