

立讯精密 (002475.SZ)

强烈推荐 (维持)

收购莱尼及子公司股权，打造汽车线束全球领导厂商

事件：2024 年 9 月 14 日公司发布公告，拟收购 Leoni AG 及其下属全资子公司股权。本次交易完成后，公司将通过新加坡立讯持有 Leoni AG 的 50.1% 股权，全资子公司香港立讯与控股子公司汇聚科技合资成立的新加坡汇聚将持有 Leoni K 100% 股权。Leoni AG 和 Leoni K 将在完成股权交割后纳入公司合并报表范围。结合 15 日管理层专题交流电话会观点，我们综合点评如下：

□ 交易标的及方案：莱尼是欧洲第一、全球第四的汽车线束巨头，产能及客户遍布全球。莱尼总部位于德国，成立于 1917 年，是欧洲头部、全球领先的汽车电线电缆和线束解决方案供应商，2023 年总营收约 61 亿美元。公司业务分为汽车电缆 (ACS) 和线束系统 (WSD) 两部分，其中线束系统收入占比超 70%。产能方面，莱尼早在 20 世纪 70 年代开启全球扩张步伐，目前在全球 26 个国家拥有超过 9.5 万名雇员。客户方面，莱尼覆盖几乎全球 80% 以上汽车品牌，核心大客户均为奔驰、宝马、大众等头部车企，在欧洲地区及豪华品牌市场核心地位突出。受外部环境冲击、内部管理运营等因素影响，公司近年来业绩表现不佳，逐步开启业务收缩和重组。2023 年公司退市并调整重组计划，债务负担大幅减轻，24Q1 莱尼财务表现有所改善。此次立讯收购方案为通过新加坡立讯以 2.0541 亿欧元收购 Leoni AG 50.1% 股权，以及通过新加坡汇聚以 3.2 亿欧元收购 Leoni K 100% 股权。

□ 国内线束厂商迎来技术创新、自主崛起的格局重塑机遇，国产替代及出海扩张迎来发展窗口期。在需求端，E/E 架构升级改变整车线束拓扑结构，线束厂商来到同一起跑线，整车线束设计能力成为竞争重点。新势力率先破局，引领汽零供应链格局重塑，为国内线束厂商打开顶层设计突破口；自主品牌崛起、汽车出海趋势、终端降本诉求带来产业链配套需求，进一步驱动国内线束及连接器行业发展。在供给端，国产厂商在线束及连接器产业链多环节取得技术突破，部分领域与海外龙头看齐，叠加自身成本优势，国产替代和海外扩张空间可期。

□ 收购协同效应：资源互补、战略协同，打造汽车线束全球领导厂商。立讯精密自上市起即切入汽车电子领域，持续内生+外延合作扩大业务布局；2022 年明确定位 Tier1 供应商，并积极与奇瑞、广汽等主机厂开展战略合作。公司以汽车线束业务为基石，共打造 6 大汽车业务产品线，汽车业务连续 3 年实现近 50% 同比高增长。此次莱尼并购协同效应明显：对于立讯来说，莱尼在线束研发经验、海外优质客户基础、全球产能布局方面具备深厚优势，与立讯汽车线束业务具有高度互补性，收购莱尼有助于汽车线束实现区域性龙头向全球性巨头的跃升，在客户准入、产能布局、市场拓展等方面实现快速拓展，亦为立讯除线束外的多产品线打开出海口；对于莱尼来说，立讯在管理运营、资金、商务拓展等方面全方位优化赋能，有助于快速降低财务成本和提升运营效率，从而改善自身经营及业绩表现。我们判断收购将于 25 年正式完成，公司目标在 25 年帮助莱尼实现损益两平，26-27 年盈利逐步提升，并在 5-7 年内追平立讯自身线束盈利水平，二者强强联手打造全球汽车线束连接器行业领导厂商，结合其他品类业务同步发展，进一步助力立讯在三个五年内成为全球汽车 Tier1 领导厂商。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。在交割完成之前，暂不考虑莱尼 25-26 年并表，我们维持 24/25/26 年营收为 2449/2767/3188 亿，归母净利润为 137/172/211 亿，对应 EPS 为 1.92/2.41/2.95 元，对应当前股价 PE 为 19/15/13 倍，处于历史低位。总体来说，公司消费电子、通信和汽车业务三大业务长线布局清晰，并且在 AI 端侧、算力和 Smart EV 等前沿方向拥有绝佳卡位，同时，公司运营效率和各项财务指标持续优化。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。

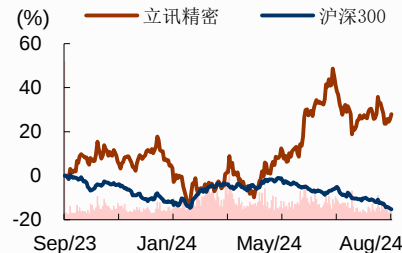
TMT 及中小盘/电子
目标估值：60.00 元
当前股价：37.15 元

基础数据

总股本 (百万股)	7203
已上市流通股 (百万股)	7188
总市值 (十亿元)	267.6
流通市值 (十亿元)	267.0
每股净资产 (MRQ)	8.3
ROE (TTM)	20.2
资产负债率	59.5%
主要股东	立讯有限公司
主要股东持股比例	37.93%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	31	24
相对表现	7	43	39



相关报告

- 《立讯精密 (002475) — 三驾马车共驱上半年业绩成长，看好下半年增长提速》2024-08-26
- 《立讯精密 (002475) — 一季报和上半年展望均超预期，三驾马车共驱成长》2024-04-25
- 《立讯精密 (002475) — Q3 及全年展望逆势提速，消费电子、汽车、通讯三轮驱动》2023-10-23

鄢凡 S1090511060002

yanfan@cmschina.com.cn

□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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	214028	231905	244892	276728	318791
同比增长	39%	8%	6%	13%	15%
营业利润(百万元)	11154	12860	15971	20053	24587
同比增长	37%	15%	24%	26%	23%
归母净利润(百万元)	9163	10953	13725	17201	21107
同比增长	30%	20%	25%	25%	23%
每股收益(元)	1.29	1.53	1.92	2.41	2.95
PE	28.8	24.2	19.3	15.4	12.6
PB	5.8	4.7	3.9	3.2	2.6

资料来源：公司数据、招商证券

1、收购 Leoni AG 及其下属全资子公司股权详情

根据公司公告，2024 年 9 月 13 日，立讯精密拟通过股权交易收购 Leoni AG（以下简称“莱尼公司”）的 50.1% 股权及 Leoni AG 之全资子公司 Leoni Kabel GmbH（以下简称“Leoni K”）的 100% 股权。

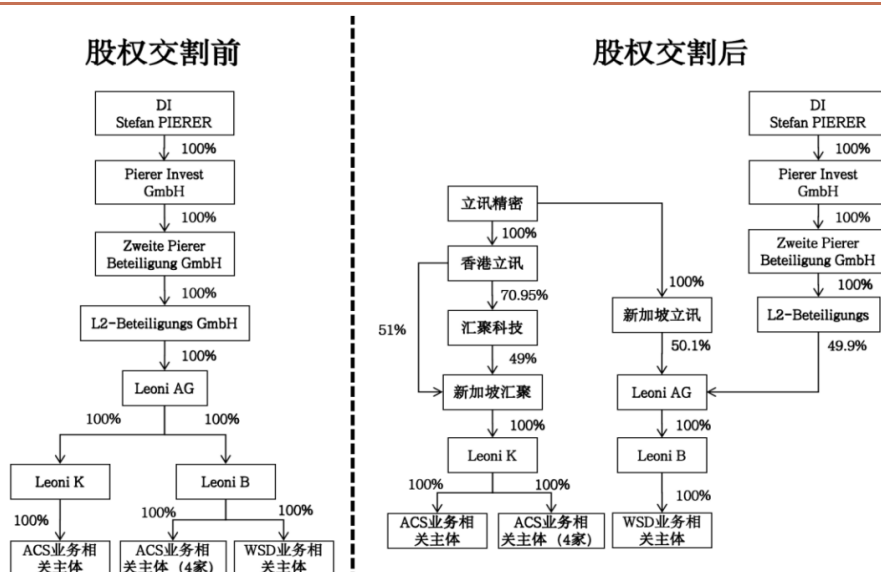
莱尼公司作为全球头部的电缆、电线和线束系统解决方案供应商，拥有百余年的发展历史。其主要产品涵盖标准化电缆、特种电缆以及定制开发的线束系统与相关组件，广泛应用于汽车制造业、通信工业、医药器械工业等领域。

莱尼公司旗下包含两大核心业务：Automotive Cable Solutions Division（以下简称“ACS 业务”或“汽车电缆事业部”）和 Wiring System Division（以下简称“WSD 业务”或“线束系统事业部”）。其中，ACS 业务的主要运营主体为 Leoni K，WSD 业务的主要运营主体为 Leoni AG 另一全资子公司 Leoni Bordnetze-Systeme（以下简称“Leoni B”）。此外 L2-Beteiligungs GmbH（以下简称“L2-Beteiligungs”或“卖方”）为 Leoni AG 的唯一股东。本次交易架构如下：

1、ACS 业务相关交易：立讯精密全资子公司 Luxshare Precision Limited（简称“香港立讯”）与公司下属控股子公司 Time Interconnect Technology Limited（以下简称“汇聚科技”）共同设立 Time Interconnect Singapore Pte. Ltd.（以下简称“新加坡汇聚”），注册资本 40 万美元，其中香港立讯持有新加坡汇聚 51% 股权，汇聚科技持有新加坡汇聚 49% 股权。此后，新加坡汇聚将以 32000 万欧元的交易对价收购 Leoni AG 持有的 Leoni K 100% 股权。

2、WSD 业务相关交易：立讯精密全资子公司 Luxshare Precision Singapore Pte. Ltd.（以下简称“新加坡立讯”）将以 20541 万欧元的交易对价收购 L2-Beteiligungs 持有的 Leoni AG 50.1% 股权，对应股份数量 2505 万股，Leoni AG 剩余 49.9% 股权继续由 L2-Beteiligungs 持有。

图 1：股权交割示意图



资料来源：公司公告，招商证券

2、莱尼：欧洲第一、全球第四的汽车线束巨头，产能及客户遍布全球

莱尼（LEONI）总部位于德国，是欧洲头部、全球领先的电线电缆和线束解决方案供应商。公司成立于 1917 年，1923 年上市；1977 年在突尼斯建成首个海外生产基地，由此开启海外扩张步伐，并陆续在欧洲匈牙利、波兰、斯洛伐克等及美洲、亚洲等地进军，设立多个生产基地及办事处。2008 年莱尼收购了法雷奥的线束部门，成为欧洲市场领导者和全球第四大汽车线束系统供应商。目前莱尼在全球 26 个国家拥有超过 9.5 万名雇员，2023 年营业收入 54.62 亿欧元（约 60.62 亿美元）。公司主要产品涵盖标准化电缆、特种电缆以及定制开发的线束系统及相关组件，应用于汽车制造工业、通信工业、医药器械工业等领域；根据 marklines，公司汽车产品营收占比达 94%。

表 1：莱尼发展历程

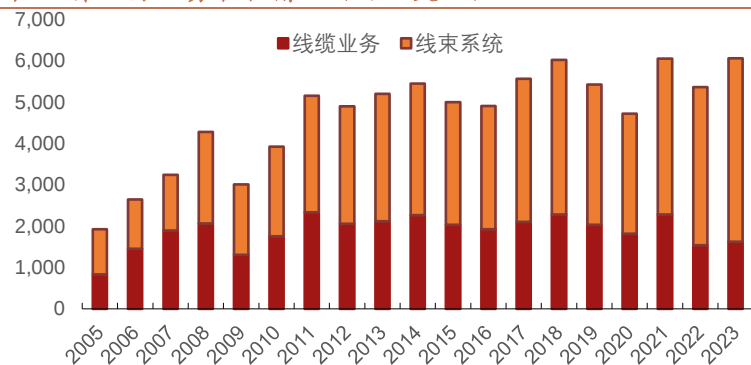
年份	事件
1917-1970 年：初创与早期发展	
1917 年	在德国成立
1923 年	在德国上市
1928-1967 年	开始生产漆包线，逐步扩展到橡胶套电缆、聚氯乙烯绝缘电缆、电源线、电缆组件、线束生产
1970-1999 年：全球扩张	
1970-2000 年	收购多家电缆、钢绞线和线束厂，并在欧洲、美国、中国、墨西哥、非洲等多地设立工厂
2008 年	收购法雷奥的线束部，成为欧洲市场领导者
2010-2020 年：技术创新	
2011 年	首款标配莱尼电动汽车部门完整线束系统的电动汽车 Mia 微型客车推出，包括低压和高压
2012 年	展示用于太阳能热电厂的新产品和服务组合
2020 年起：调整和业务重组	
2020 年	受疫情影响，削减欧洲、北非、美国的线束生产
2021 年	逐步出售电线电缆业务部门：出售子公司 Studer AG 和控股公司 LEONI Schweiz AG、LEONI Fiber Optics；出售莱尼 Kerpen GmbH 数据通信和复合材料部门
2022 年	汽车线缆解决方案业务出售失败
2023 年	宣布财务重组计划并从交易所退市
2024 年	莱尼公司 50.1%股权及全资子公司 Leoni Kabel GmbH 100%股权拟被立讯精密收购

资料来源：marklines，立讯精密公司公告，招商证券

公司核心业务分为汽车电缆事业部（ACS）和线束系统事业部（WSD）两大部分，2022 年以来线束系统营收占比超 70%。2022 年公司总营收约 54 亿美元，同比 -11%，下滑主要系公司 ACS 部门逐步终止和剥离所致；此外财务压力、重组等因素亦对公司线束新业务拓展造成拖累。2022 年公司线束系统/汽车线缆业务营收分别为 38/15 亿美元，同比+1%/-32%，占总营收比重分别为 71%/29%。根据立讯精密公告未审计数据，2023 年莱尼公司总营收达 54.6 亿元（约 61 亿美元），同比有所改善。

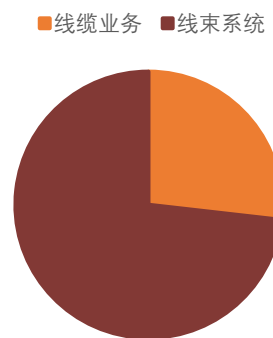
- **汽车电缆事业部（Automotive Cable Solutions Division, ACS）**：制造电线、绞线、光纤、标准电缆、特种电缆等产品。
- **线束系统事业部（Wiring Systems Division, WSD）**：生产线束、高压线束、配电部件、特殊连接器等。

图 2：莱尼分业务营收情况（百万美元）



资料来源：2005-2022 年来自彭博，2023 年来自立讯精密公司公告；招商证券

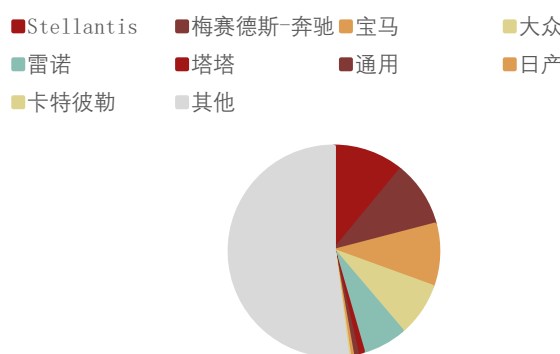
图 3：2023 年莱尼分业务营收占比



资料来源：立讯精密公司公告，招商证券

公司覆盖几乎全球 80% 以上汽车品牌，核心大客户均为欧系头部车企，豪华品牌市场影响力突出。据彭博，2021-2022 年公司前五大客户为 Stellantis、梅赛德斯-奔驰、宝马、大众、雷诺，市占率约在 11%/10%/10%/8%/7% 以上。此前公司位于俄罗斯、乌克兰的四家工厂主要面向欧洲市场供货；由于 2022 年初俄乌冲突引发莱尼乌克兰工厂车用线束断供，大众、奥迪、保时捷、宝马、奔驰等车企出货均受到影响，足见公司在欧洲汽车线束市场的核心地位。据上缆所，莱尼几乎是所有欧洲整车企业的供应商，同时供应约全球 80% 以上的汽车品牌。

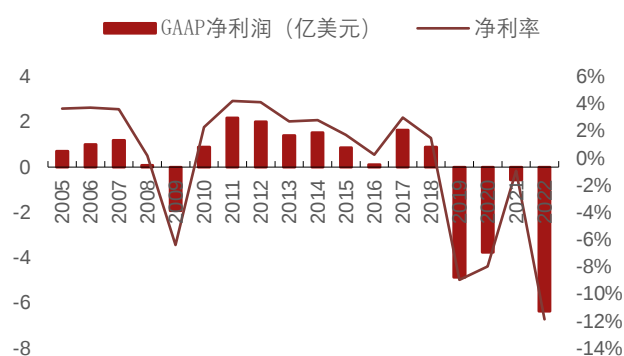
图 4：莱尼前十大客户



资料来源：彭博统计及预测，招商证券

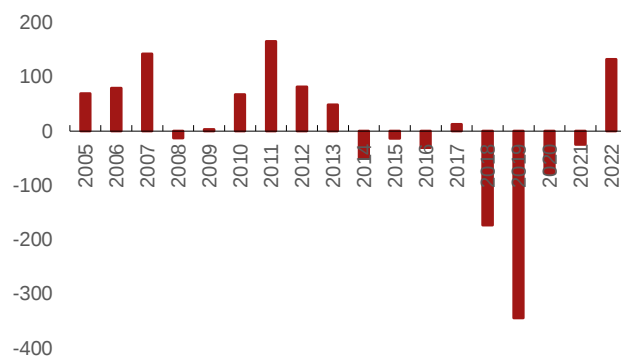
受外部环境冲击、公司管理混乱等影响，近年来公司经营业绩不佳。2019 年以来，公司自由现金流和净利润持续多年为负，原因包含内外两方面因素：1) 外部环境方面，公司经历了疫情造成的需求不振、原材料/能源/物流/劳动力成本上升的冲击，此外 22 年俄乌冲突导致公司两家共超 7000 人的乌克兰线束工厂断供，进一步对公司销售额和利润造成影响。2) 内部因素方面，公司近年来存在管理职责不清、高层人士变动频繁等问题，此外潜在风险的拨备减值亦对公司利润带来损失。2018 年起，公司在新任 CEO Kamper 的带领下实施“Value21”自救计划，现金流和盈利亏损有所缓解。然而后续 2022 年底公司汽车线缆业务出售失败、23 年 1 月 CEO 突然辞职进一步加剧了危机。

图 5: 莱尼净利润情况



资料来源：彭博，招商证券

图 6: 莱尼自由现金流情况 (百万美元)



资料来源：彭博，招商证券

图 7: 莱尼 Value21 自救计划



资料来源：automobi，招商证券

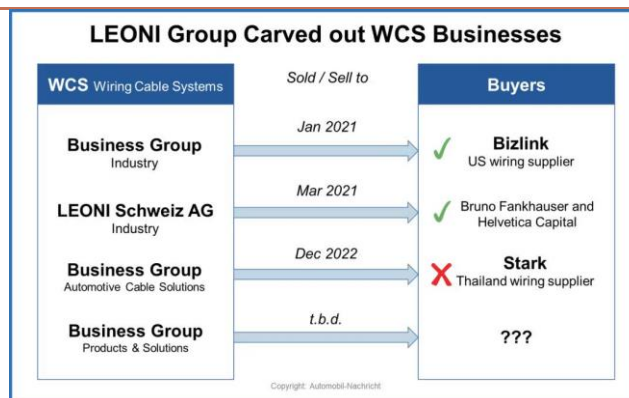
图 8: 2016-2022 年莱尼 CFO 变动情况



资料来源：automobi，招商证券

开启系列重组和剥离计划，2022 年底汽车线缆业务解决方案出售失败，2023 年退市重组以减轻债务负担。为缓解公司经营困境，莱尼启动了系列重组计划，其中包括出售部分电线电缆解决方案业务以改善财务状况。2021 年-2022 年一季度，公司陆续出售子公司 Studer AG 和控股公司 LEONI Schweiz AG、LEONI Fiber Optics; Kerpen GmbH 数据通信和复合材料部门等，财务压力得到缓解。2022 年 5 月，莱尼宣布计划将 WCS 业务出售给泰国线束厂商 Stark 集团；然而 Stark 集团于 2022 年 12 月撤回收购意向。本次汽车线缆业务出售计划的失败导致集团缺少超 4 亿欧元的资金，现金流和债务情况再度恶化。公司重新调整再融资和重组计划，并于 2023 年退市。

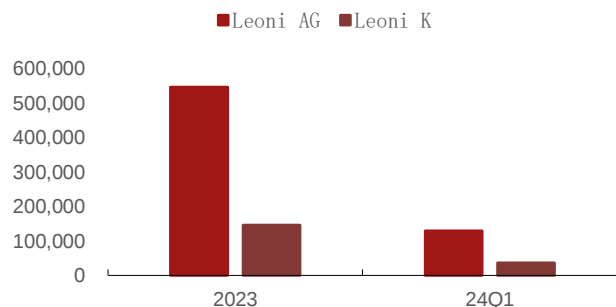
图 9：莱尼电线电缆业务剥离进展



资料来源：automobi，招商证券

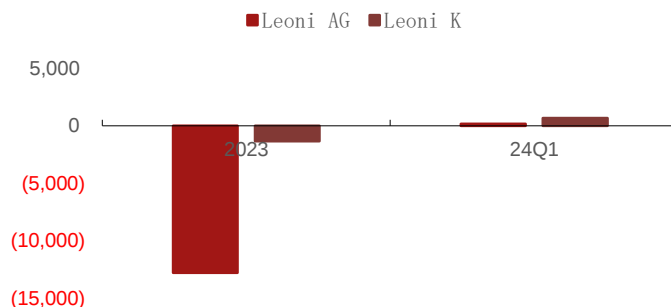
退市重组以来，公司财务状况有所改善，但整体仍处于亏损状态。根据新《企业稳定与重组法》（StaRUG），新的重组方案中债权人免除了约 7.08 亿欧元的债务，从而减轻了莱尼约一半的债务负担。根据立讯公告，2023 年 Leoni AG（莱尼公司）总体营收约 54.6 亿欧元，净利润-1.3 亿欧元；其中全资子公司 Leoni K 营收约 14.6 亿欧元，净利润-0.1 亿欧元。24Q1 Leoni AG 营收 12.9 亿欧元，净利润 164 万欧元；Leoni K 营收 3.6 亿欧元，净利润 658 万欧元，我们判断 24Q1 净利润回正主要系莱尼启动重组程序、大股东 Stefan Pierer 出资并接管莱尼 45% 的银行债务所带来的财务表现改善。

图 10：Leoni AG 及 Leoni K 营收情况（万欧元）



资料来源：立讯精密公告，招商证券

图 11：Leoni AG 及 Leoni K 净利润情况（万欧元）



资料来源：立讯精密公告，招商证券

3、立讯精密：收购莱尼实现深度协同，助力汽车线束业务及全球化布局跃升

3.1 立讯精密：内生+外延拓展汽车业务线，剑指汽车 Tier 1 全球领导厂商

立讯精密自上市起即切入汽车电子领域，早期定位汽车 Tier2 供应商，通过内生+外延合作持续扩大业务布局。在内生布局方面，公司从 2010 年上市时就以 Tier2 身份服务德尔福等企业，切入汽车数码影音娱乐线束和连接器领域，2011 年成立立讯精密工业（昆山）有限公司，2017 年成立晋江立讯，发展新能源电动汽

车高压连接系统，2021 年成立立昇智能科技（上海）有限公司，着力研发智能驾驶系统软硬件业务。在对外收购方面，公司 2012 年并购福建源光电装，拓展日系客户；2013 年并购德国 SUK，大幅增强在汽车精密塑胶件的技术实力，并拿到优质德国客户的供应商资质；2018 年公司收购采埃孚子公司 TRW 旗下全球车身控制系统事业部（BCS），在体外有负责人机界面（HMI）解决方案，与上市公司汽车业务形成协同。2024 年，公司宣布拟收购德国头部汽车线束线缆厂商莱尼 50.1% 股权及其子公司 Leoni K 100% 股权，进一步强化自身线束业务垂直一体化和全球化布局。

立讯明确定位 Tier1 供应商，积极与主机厂开展合作，实现动态入局、快速发展。

近年来，伴随汽车电动智能化快速发展，新能源汽车价值链加速重构，具备一定垂直一体化能力、支持上游自定义产品的新型 Tier 1 正在诞生。立讯抓住软硬件解耦带来的新型商业模式突破口，于 2022 年初确立“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。在对外合作上，立讯分别在 2022/2023 年与奇瑞汽车、广汽集团达成战略合作并成立合资公司，以合作的整车平台为出海口和切入点，不断打磨自身 tier1 实力。

表 2：立讯精密汽车业务布局历程

时间	具体事件	布局	其他信息
2010	为德尔福批量供应汽车连接器	布局汽车连接器	产品应用在车载娱乐系统，主要为 USB、RCA 音频连接器等产品 通过与德尔福合作，分别为福特、克莱斯勒、通用、神龙等汽车品牌开发 100 余个项目
2011	收购昆山联滔电子 60% 股权 设立立讯精密工业（昆山）有限公司	持续布局汽车电子	昆山联滔电子为研发制造中心，联滔电子主力为 3C 产品，同时亦有参与汽车电子跨界产品 立讯精密工业（昆山）有限公司主要聚焦汽车及医疗行业线束及连接器产品
2012	收购福建源光电装有限公司 55% 股权	切入汽车线束日系、美系客户	源光电装股东包含日本住友，主要从事汽车电子装置制造（汽车发动机控制系统、车身电子控制系统等系列）及汽车组合线束、塑胶配件等零部件制造
2013	收购德国 SuK 公司	切入德国汽车零件市场	SUK 是宝马、奔驰等一线汽车厂商的汽车塑胶件核心供应商
2014	收购丰岛电子科技 改名为立讯电子科技（昆山）有限公司	持续布局汽车电子 提升昆山联滔产品自制能力，形成协同效应	从事消费类电子连接器、汽车类结构件连接器等研发、制造及销售
2017	合资设立晋江立讯	开展新能源汽车零部件战略	子公司昆山立讯与科斯诺合资设立晋江立讯 晋江立讯主要产品为新能源汽车高压连接系统（含连接器，高压线束总成，充电连接器，复合母排）
2018	收购采埃孚子公司 TRW 旗下全球车身控制系统事业部（BCS）	切入车身控制系统	BCS（苏州立胜汽车科技）在体外负责人机界面（HMI）解决方案，与上市公司汽车业务形成协同
2020	子公司立景创新获得 TS 16949 资质	光学零组件获得车规体系认证	后续可为汽车事业部、整机厂、Tier1 提供车载摄像头

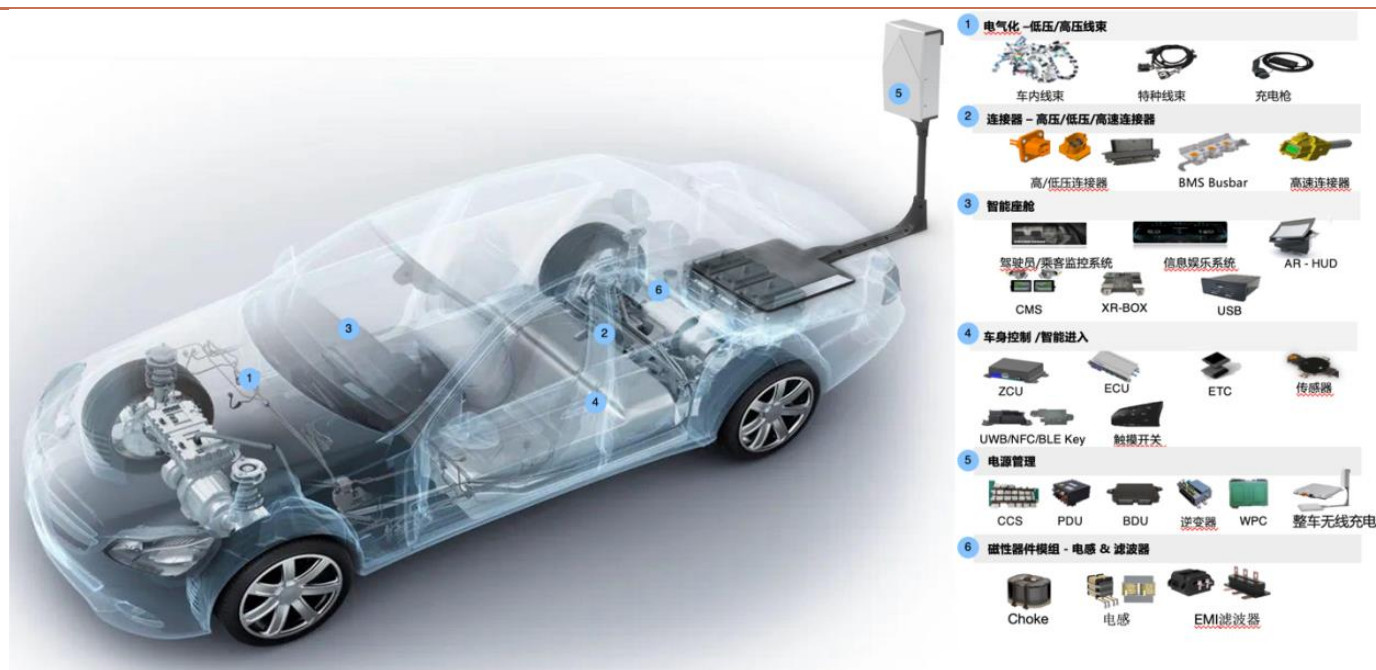
设立智能驾驶独立产品线 布局智能驾驶领域 -

2021	成立立昇智能科技(上海)有限公司 与速腾聚创达成战略合作	布局智能驾驶系统软硬件业务 拓展激光雷达业务	立昇智能着力研发高性能的智能驾驶传感器以及控制器,包括智能前视一体机、长短距离毫米波雷达、智能驾驶域 2022年2月,公司控股股东香港立讯有限还参与了速腾聚创新一轮的战略融资,再次深化双方合作
2022	与奇瑞达成战略合作,成立合资公司	打造整车 ODM 平台	立讯入股奇瑞汽车,合资公司做汽车 ODM,立讯定位 Tier 1
2023	与广汽达成战略合作,成立合资子公司	拓展域控制器业务	-
2024 年	拟收购 Leoni AG 及其下属全资子公司股权	拓展汽车线束业务	收购 Leoni AG 50.1%股权及其全资子公司 Leoni Kabel GmbH 的 100%股权

资料来源:公司公告,天眼查,立昇智能科技公众号,线束世界,盖世汽车,招商证券

目前公司产品以汽车神经系统为基础,打造 6 大产品线。通过十余年的研发及业务开拓,公司汽车产品布局延伸至舱内、舱外多品类产品。近年来公司汽车主力产品线逐渐明确,共包含以下布局:汽车线束(车内线束、特种线束、充电枪等)、连接器(高/低压连接器、高速连接器、BMS Busbar 等)、智能座舱(驾驶员/乘客监控系统、信息娱乐系统、AR-HUD、CMS、XR-BOX、USB 等)、车身控制(ZCU、ECU、ETC、传感器等)、电源管理(CCS、PDU、BDU、逆变器、WPC 等)、磁性器件模组(电感、滤波器、EMI 滤波器)。

图 12: 立讯精密汽车业务产品布局



资料来源:公司年报,招商证券

产能多点布局,支撑规模增长。公司遵循就近原则,在国内亳州、保定、宣城、长治、恩施、溧阳、盐城、昆山、麻城、阜阳等多地建厂,提升产品成本优势。同时,公司在越南、印度、墨西哥等国家与地区亦有成熟的产能基地与研发中心。通过就近建设大幅缩减零部件运输成本,同时赋予供应系统快速灵活地响应能力,使工厂能够按照生产计划时间灵活调配,为未来市场开拓提供强劲支撑。

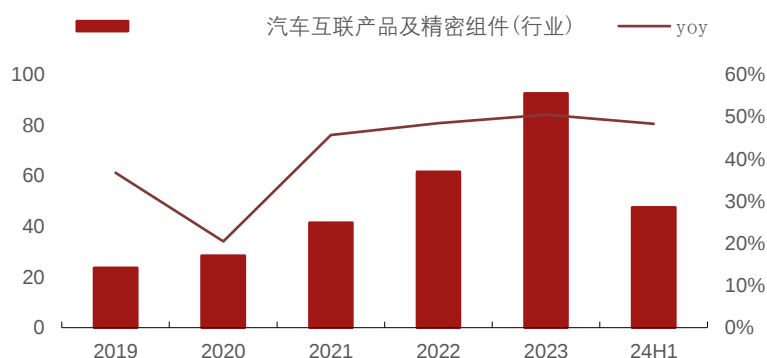
表 3: 立讯国内汽车产能部分布局

地点	项目披露/公司成立时间	投资额	主要产品	产值
安徽亳州	2010		新能源汽车整车线束	
江西新余	2012		汽车线束	
四川遂宁	2013		汽车线束	11 亿
山西长治	2017		车载链接系统	
湖北恩施	2018		汽车线束	
江苏溧阳	2020	10 亿	汽车电子电气架构和线束	20 亿
江苏盐城	2021		年产 500 万件连接线	30 亿
江苏昆山	2021	30 亿	连接器	100 亿
湖北麻城	2022	10 亿	汽车电子电气架构和线束	15 亿
	2017	3.5 亿	精密新建连接线、连接器组件项目	
河北保定	2019	2 亿	汽车发动机和喷油嘴线束技改项目	
	2021	3 亿	汽车整车线束二期	
	2017			
安徽宣城	2021		汽车电子、新能源汽车智能网联产品（含 新能源连接器、新能源汽车控模组等）	
	2023			
安徽阜阳	2023	30 亿	年产 20 万辆新能源高端零配件	

资料来源：河北项目网、采招网、荆楚网、遂宁开发区官网、长治高新区综合办公室、智慧盐城、宣城市宣州区人民政府网、麻城市人民政府、鑫县经济开发区管委会公众号、阜阳市人民政府，招商证券整理

汽车业务高速发展，2021-2024H1 业务持续同比高增长。伴随公司与主机厂的合作陆续落地以及 Tier1 零部件与项目的开展，公司汽车业务实现高速发展。2021/2022/2023/2024H1 汽车业务营收分别为 41.4/61.5/92.5/47.6 亿元，同比+46%/48%/50%/48%，其中汽车线束连接器业务占比约 7 成。

图 13: 2019-2024H1 立讯汽车业务营收（亿元）及增速



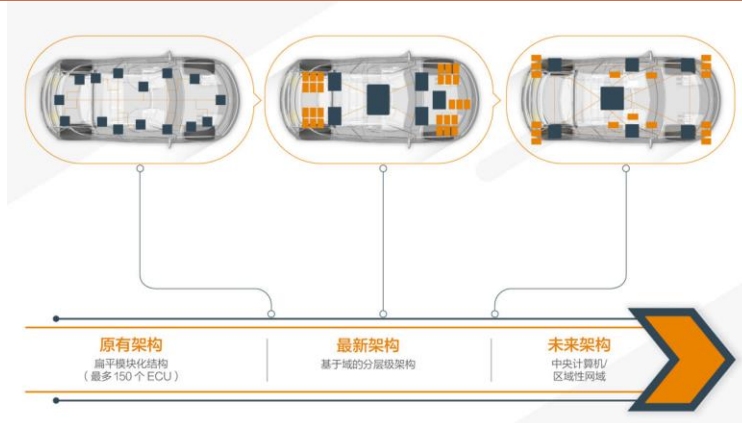
资料来源：wind，招商证券

3.2 行业趋势: 技术变革、自主崛起有望重塑线束市场格局， 国产替代及出海迎良机

E/E 架构加速演进，有望重塑线束行业格局。

E/E 架构变革将直接改变整车线束拓扑结构。伴随汽车新功能的大规模引入，目前汽车 E/E 架构的复杂性已到扩展极限，面临从高度分散到域集中转型的需求。E/E 架构转型涉及电子器件连接、电源分配、网络通信方式等多方面变革，从而带来线束方案变更需求。传统分布式架构中采取扁平化的点对点连接；而在域集中架构中，多部件控制将集中在单个域控中实现，各区域需设计独立的线束系统，最大程度降低线束设计复杂度。以特斯拉为例，Model3 上采用 3 域集中式架构，整车线束较 Model S 减少近 50%。

图 14：汽车 E/E 架构的演进



资料来源：TE，招商证券

E/E 架构变革处于快速迭代期，整车线束设计能力成为竞争重点，行业格局面临重塑。当前汽车电子电气架构处于多种方案共存的过渡阶段，相关线束供应链迎来重塑机遇。在新平台、新架构面前，传统车型长期沿用线束拓扑形态已经无法满足行业需求，线束厂商来到同一起跑线。新系统的开发要求对电子、机械、软件、热分布等多领域的理解，对参与者的开发设计能力提出挑战。线束厂通过与主机厂协作开发、参与系统设计的早期阶段，能够决定最佳线束架构、减少后期变更次数、提升响应速度和交付可靠性，从而在新一轮技术趋势下占据有利位置。

新势力和自主品牌崛起，打开线束顶层设计突破口。

新势力是电动智能化、E/E 架构变革的引领者，线束设计转型进展较快。1) 以特斯拉、蔚小理、华为问界等为代表的新势力厂商历史负担更轻、整车线束平台转型成本低，可更敏捷地进行线束架构开发和转型。2017 年特斯拉在 Model 3 上率先落地准中央域集中式架构，小鹏、零跑、理想等快速跟进，推出小鹏 X-EEA 3.0/3.5、零跑 LEAP 3.0、理想 LEEA 3.0 等架构。2) 其他自主品牌主机厂也在积极布局，如长城、广汽埃安、比亚迪、长安、吉利等。3) 海外传统车企亦在跟进，但受制于风格保守、转型成本压力大等因素影响，实际进度相对较慢，部分海外厂商转向与国内车企合作，如 2024 年小鹏-大众联合开发准中央计算架构 CEA、吉利-沃尔沃联合研发 SEA 浩瀚架构等。

新势力及自主品牌对国产供应商更包容，打开整车线束设计和连接器配套突破口。过去合资车企占据主导地位，采购体系较为封闭，国内线束厂商难以渗透进入合作共研的供应链层级，更多为提供来图制造服务。新势力破局及自主品牌的崛起为国产厂商带来更多前期切入合作的机会。

国内产业链多环节全面提升，国产替代及出海扩张提速。

国内厂商在高压、高速多环节取得突破，部分领域与海外龙头看齐。以连接器产品为例：

- **高压连接器：**产品性能与国外龙头看齐。国内厂商如中航光电、瑞可达、永贵电器等均有 1000V 产品，在额定电流、工作范围、防护等级等方面也已达到相近水平。
- **高速连接器：**1) FAKRA、HSD 产品国内厂商技术成熟，特别是 FAKRA 市场竞争已相对激烈。2) mini-FAKRA、以太网连接器方面，国内已有多家厂商建立了相对完整的产品矩阵，如电连、立讯、瑞可达、中航光电等。目前国内厂商的产品性能与海外巨头罗森伯格、泰科等仍有一定差距，未来有望通过加强标准制定、专利积累等方式快速追赶。

表 4：海内外厂商高压连接器性能对比

公司	产品系列	额定电流	最大额定电	工作温度范围	防护等级
TE	AMP+HV 连接器 系列	300A (85°C)	1000V	-40°C ~ 140°C	IP67, IP6K9k
	IPT-HD power bolt	250A/300A/400A(85° C)	1000 V	-40°C - +125°C	IP67, IP68, IP6K9K
安费诺	HVMC 系列	400A ~ 450A (85°C)	1000V	-40°C ~ 140°C	IP67, IP6K9K
	HVSL 系列	110A ~ 350A (70°C)	1000V	最大 125°C	IP67, IP6K10K
瑞可达	REB, REG, RIPT, REA 等系列 (塑胶外壳)	10A ~ 350A	1000V	-40°C ~ 140°C	IP6K9K, IP68 等
	RQD, RQF, RIPT, REG2, REX 等系列 (金)	10A ~ 400A	1000V	-40°C ~ 140°C	IP6K9K, IP68 等
	EVH1/EVH1A 系列	250A	1000V	-40°C ~ 125°C	IP67, IP6K9K, IPXXB
中航光电	EP1 系列	300A	1000V	-40°C ~ 125°C	IP67, IPX7, IPXXB
	CJ37 系列	3A ~ 40A	1000V	-5°C ~ +12°C	-
永贵电器	YGC1266 系列(高压大电流)	250A	1000V	-40°C ~ 140°C	IP67 & IP6K9K, IPXXB2

资料来源：各公司官网，招商证券

表 5：海内外厂商高速连接器产品线

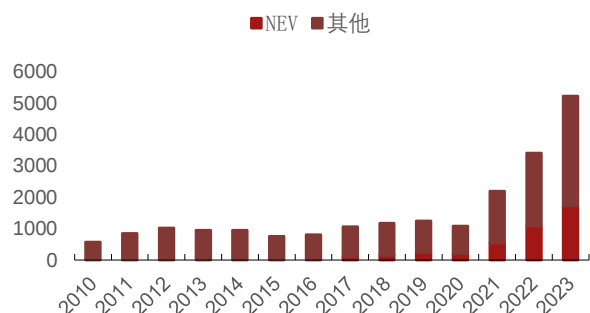
	厂商	产品矩阵
海外巨头	罗森伯格	FAKRA、mini-FAKRA、HSD、以太网连接器 (MTD、H-MTD、AMEC) 等
	泰科	FAKRA、MATE-AX、HSD/HSL、MATENet/GEMnet (以太网连接器)、HDMI 连接器、
	安费诺	FAKRA、mini-FAKRA、HSD、以太网连接器等
国内厂商	电连技术	FAKRA、mini-FAKRA、HSD、以太网连接器、USB 等
	立讯精密	FAKRA、mini-FAKRA、HSD、以太网连接器、USB 等
	瑞可达	FAKRA、mini-Fakra、HSD、以太网 VEH、TypeC 等
	林积为	FAKRA、X-FAKRA (mini-FAKRA)、HSD/HSL、以太网等
	中航光电	Fakra、mini-Fakra、HSD、以太网等
	维峰电子	Fakra、mini-Fakra、以太网等

资料来源：各公司官网，招商证券

成本优势和本地化服务助力线束及连接器厂商国产替代；此外国内汽车品牌出海、海外 OEM 降本需求有望带动线束行业出海扩张。

- **本地化服务：**就近配套、及时响应、供应链安全助力线束及连接器的本土市场份额提升。在需求端，中国是全球最大的汽车线束和连接器消费市场，2020 年中国连接器市场规模 249 亿美元，占全球 32%；相应的本土线束和连接器厂商具备就近配套优势，能够提高服务效率、降低物流成本和供货周期。此外伴随主机厂开发流程持续提速，从 36 个月缩短到 24 个月甚至 18 个月内，对线束的早期参与和响应速度提出更高要求。此外供应链安全是近年重要考量因素，国内线束厂及相关零部件厂商有望进一步受益。
- **成本优势：**海内外终端车企降本诉求强烈，带来线束企业国产替代、出海替代成长空间。伴随汽车行业竞争加剧，汽车零部件迎来供应链调整机遇。在国内市场，本土线束厂商在制造、物流等方面成本优势凸显，同时伴随规模扩大、生产装备升级，有望进一步巩固价格优势，提升国内车企业务份额。此外，随着部分国内线束大厂率先开启海外扩张之路，通过收并购等方式实现本地化研发生产，有望结合自身既有经验，满足海外车企降本增利诉求。
- **跟随大客户出海：**国内车企出海步伐加快，带来核心线束及连接器企业海外配套需求。近年来国内车企出海加速，2023 年中国超越日本成为全球最大汽车出口国，出口总量达 520 万台。随着国内车企由产品出口（整车出口）逐步向产能出口（海外建厂）转变，核心配套的线束及连接器厂商亦有望迎来出海机遇。

图 15：中国汽车出口量（千辆）



资料来源：钛媒体，招商证券

图 16：部分国内车企出海建设产能情况

上汽集团	泰国（2014起）	与正大集团合资，先后于2014年和2017年为MG汽车设立两家组装工厂
吉利	马来西亚（2017）	2017年与宝腾马来西亚战略合作，获取当地产能和零部件供应链
长城汽车	泰国（2021）	在罗勇府建造海外第二大生产基地，2021年投入运营
比亚迪	泰国（2024）	与泰国工业开发商WHA伟华集团签订协议，在东南亚境内建造首家比亚迪新能源工厂

资料来源：钛媒体，招商证券

3.3 交易协同效应：资源互通、优势互补，强强联手打造全球汽车线束领导厂商

立讯精密与莱尼强强联手、优势互补，有望提升自身在全球汽车线束市场的竞争力和影响力，加快汽车业务出海进程。莱尼为欧洲第一、全球第四的汽车线束大厂，产能布局全球，线束研发制造经验丰富，客户覆盖全球主流 OEM，特别在欧洲市场具备核心地位。通过与莱尼合作，有助于立讯精密在产品开发、市场拓展、客户准入、产能布局、物料采购等方面与莱尼公司实现资源互通、优势互补和战略协同，快速形成在全球汽车线束领域的差异化竞争优势，为中国车企出海以及海外传统车企提供更加便捷、高效的垂直一体化服务。除汽车线束外，立讯在汽

车连接器、智能座舱、自动驾驶等多领域具备丰富的产品线，收购标的有望为公司广泛的汽车业务打开海外出口。

立讯将通过多角度开源节流、商务拓展等赋能莱尼，助力收购标的快速提升经营业绩表现。立讯精密具有多次内生外延的宝贵经验，有望结合多年积累的制程优化、垂直整合、工厂运营等能力优势，为莱尼提供财务、业务、采购、生产、人员结构、内部控制等开源节流、商务拓展方面的优化与赋能，具体举措如下：

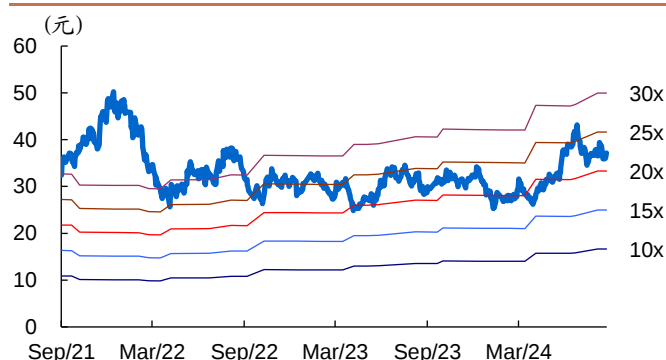
- 发挥公司集团化优势，协助莱尼公司及 Leoni K 降低市场融资利率及生产物料综合采购成本；
- 通过对莱尼全球多个国家与地区的产能基地进行适当整并，提高资产利用效率，优化运营费用；
- 借助立讯在汽车线束领域所积累的智能制造、模治具开发、制程优化等经验，协助莱尼实现人效比的快速提升及变动成本、固定成本的优化；
- 结合莱尼在汽车线束领域积累的设计研发与海外产能布局优势，为莱尼公司、Leoni K 导入优质客户资源，助力中国车企实现核心零部件产能出海。

我们判断收购将于 25 年正式完成，公司目标在 25 年帮助莱尼实现损益两平，26-27 年盈利逐步提升，并在 5-7 年内追平立讯自身线束盈利水平，二者强强联手打造全球汽车线束连接器行业领导厂商，结合其他品类业务同步发展，进一步助力立讯在三个五年内成为全球汽车 Tier1 领导厂商。

4、投资建议

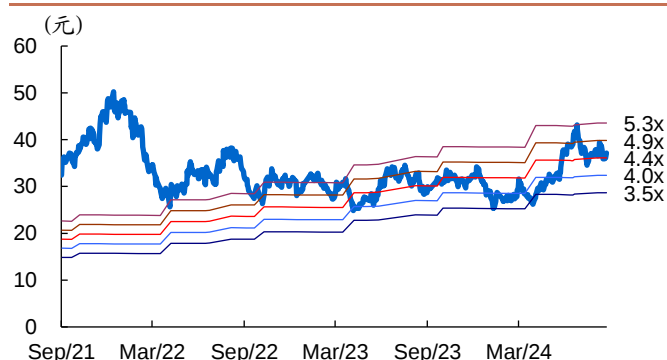
维持“强烈推荐”投资评级。在交割完成之前，暂不考虑莱尼 25-26 年并表，我们维持预测 24/25/26 年营收为 2449/2767/3188 亿，归母净利润为 137/172/211 亿，对应 EPS 为 1.92/2.41/2.95 元，处于历史低位。总体来说，公司消费电子、通信和汽车业务三大业务长线布局清晰，并且在 AI 端侧、算力和 Smart EV 等前沿方向拥有绝佳卡位，同时，公司运营效率和各项财务指标持续优化。公司正迎来长线布局良机，我们维持“强烈推荐”评级和 60 元目标价，坚定看好公司长线空间。

图 17：立讯精密历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 18：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、《立讯精密（002475）—三驾马车共驱上半年业绩成长，看好下半年增长提速》2024-08-26
- 2、《立讯精密（002475）—一季报和上半年展望均超预期，三驾马车共驱成长》2024-04-25
- 3、《立讯精密（002475）—Q3 及全年展望逆势提速，消费电子、汽车、通讯三轮驱动》2023-10-23
- 4、《立讯精密（002475）—上半年业绩符合预期，下半年新品新业务驱动增长提速》2023-08-29
- 5、《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

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	88292	94228	86236	109728	139209
现金	19367	33620	22618	38145	57031
交易性投资	1353	1721	1721	1721	1721
应收票据	950	261	276	312	359
应收款项	26043	23504	24800	28024	32283
其它应收款	431	322	340	385	443
存货	37363	29758	31161	35132	40449
其他	2784	5042	5320	6010	6924
非流动资产	60092	67764	67683	67566	67427
长期股权投资	2000	4233	4233	4233	4233
固定资产	44026	44561	45037	45410	45702
无形资产商誉	4426	4392	3953	3558	3202
其他	9641	14578	14460	14366	14290
资产总计	148384	161992	153919	177294	206636
流动负债	74631	74835	53716	60080	68603
短期借款	14912	20514	0	0	0
应付账款	50302	46401	48603	54796	63089
预收账款	502	244	255	288	331
其他	8916	7676	4858	4997	5183
长期负债	14969	16872	16872	16872	16872
长期借款	9205	12039	12039	12039	12039
其他	5764	4833	4833	4833	4833
负债合计	89600	91707	70588	76953	85475
股本	7100	7148	7148	7148	7148
资本公积金	4180	5539	5539	5539	5539
留存收益	34063	43623	55211	70353	88880
少数股东权益	13441	13975	15432	17301	19594
归属于母公司所有者权益	45343	56310	67898	83041	101567
负债及权益合计	148384	161992	153919	177294	206636

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	12728	27605	21070	22944	25432
净利润	9163	10953	13725	17201	21107
折旧摊销	7800	10320	10235	10271	10293
财务费用	1038	1377	635	302	130
投资收益	(998)	(1771)	(4235)	(5098)	(6318)
营运资金变动	(5613)	5791	(749)	(1605)	(2079)
其它	1337	935	1459	1873	2298
投资活动现金流	(13326)	(19560)	(5919)	(5056)	(3836)
资本支出	(13584)	(11387)	(10154)	(10154)	(10154)
其他投资	258	(8172)	4235	5098	6318
筹资活动现金流	8156	4070	(26153)	(2361)	(2710)
借款变动	8336	11234	(23381)	0	0
普通股增加	49	48	0	0	0
资本公积增加	933	1359	0	0	0
股利分配	(775)	(7881)	(2137)	(2059)	(2580)
其他	(387)	(691)	(635)	(302)	(130)
现金净增加额	7557	12115	(11002)	15527	18886

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	214028	231905	244892	276728	318791
营业成本	187929	205041	214770	242137	278783
营业税金及附加	476	535	565	638	735
营业费用	831	889	882	969	1084
管理费用	5076	5543	6269	6780	7651
研发费用	8447	8189	8620	9547	10839
财务费用	883	483	635	302	130
资产减值损失	(894)	(1296)	(1415)	(1400)	(1300)
公允价值变动收益	14	210	388	388	388
其他收益	602	825	916	900	930
投资收益	1046	1894	2931	3810	5000
营业利润	11154	12860	15971	20053	24587
营业外收入	34	93	57	58	58
营业外支出	31	68	50	50	50
利润总额	11158	12885	15978	20061	24595
所得税	667	642	796	991	1195
少数股东损益	1328	1291	1458	1869	2293
归属于母公司净利润	9163	10953	13725	17201	21107

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	39%	8%	6%	13%	15%
营业利润	37%	15%	24%	26%	23%
归母净利润	30%	20%	25%	25%	23%
获利能力					
毛利率	12.2%	11.6%	12.3%	12.5%	12.6%
净利率	4.3%	4.7%	5.6%	6.2%	6.6%
ROE	20.2%	19.5%	20.2%	20.7%	20.8%
ROIC	13.4%	11.9%	16.4%	17.0%	17.4%
偿债能力					
资产负债率	60.4%	56.6%	45.9%	43.4%	41.4%
净负债比率	17.1%	21.9%	7.8%	6.8%	5.8%
流动比率	1.2	1.3	1.6	1.8	2.0
速动比率	0.7	0.9	1.0	1.2	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.4	1.6	1.6	1.5
存货周转率	6.5	6.1	7.1	7.3	7.4
应收账款周转率	7.3	9.1	10.0	10.4	10.5
应付账款周转率	3.9	4.2	4.5	4.7	4.7
每股资料(元)					
EPS	1.29	1.53	1.92	2.41	2.95
每股经营净现金	1.79	3.86	2.95	3.21	3.56
每股净资产	6.39	7.88	9.50	11.62	14.21
每股股利	1.11	0.30	0.29	0.36	0.44
估值比率					
PE	28.8	24.2	19.3	15.4	12.6
PB	5.8	4.7	3.9	3.2	2.6
EV/EBITDA	15.0	12.6	10.8	9.4	8.2

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。

评级说明

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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、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。