

内容目录

1、立讯精密：消费电子龙头，不断拓宽业务半径	6
1.1、发展历程：消费电子起家，纵深横扩拓展业务版图	6
1.2、股权结构：股权结构较为稳定，核心团队经验丰富	8
1.3、主营业务：消费电子为主，通讯和汽车业务快速发展	9
2、消费电子：Apple Intelligence 时代来临，深度合作大客户拥抱 AI 浪潮	12
2.1、端侧 AI 时代来临，苹果重磅推出 Apple Intelligence	12
2.2、深度合作北美大客户，业务领域不断拓宽	16
2.2.1、零组件和模组：依托自身声光电热磁技术有望获得更多零部件和模组产品	17
2.2.2、系统组装：北美大客户全系产品形成合作，手机组装份额有望持续提高	17
3、通讯：AI 浪潮来袭，服务器市场空间较大	20
3.1、海外巨头持续加大资本开支，AI 服务器出货量快速增长	20
3.2、公司通信产品线丰富，新客户开拓顺利	22
4、汽车：汽车新四化进程不断演进，外延并购打造 Tier 1 平台	24
4.1、新能源汽车销量快速增长，汽车电子市场规模空间较大	24
4.2、外延并购不断强化自身能力，逐渐成为 Tier 1 领导厂商	25
5、盈利预测与评级	28
6、风险提示	30

图表目录

图 1: 立讯精密发展历程	6
图 2: 立讯精密主营产品	7
图 3: 立讯精密全球化布局	8
图 4: 立讯精密股权结构 (截至 2024 年三季报)	9
图 5: 公司营业总收入及同比	9
图 6: 公司归母净利润及同比	9
图 7: 公司主营业务收入构成	10
图 8: 公司盈利能力	10
图 9: 公司分业务毛利率	11
图 10: 公司三费率情况	11
图 11: 公司研发投入情况	11
图 12: 苹果营收和净利润情况	13
图 13: 苹果营收分产品情况 (单位: 亿美元)	13
图 14: 智能机行业整体与苹果智能机出货量情况	13
图 15: 苹果手机出货量和营业收入市占率情况	14
图 16: 2023 年部分科技巨头收购 AI 公司数量估算	15
图 17: Apple Intelligence	15
图 18: 全球新一代 AI 手机出货量 (亿部)	15
图 19: 2027 年 AI 手机存量规模有望破 10 亿部	15
图 20: 全球 iPhone 活跃用户 (亿人次)	16
图 21: 盐城立铠营收及同比	17
图 22: 盐城立铠净利润及同比	17
图 23: 立臻股权结构图	18
图 24: 立臻投资收益认列规则	18
图 25: 2023 年 iPhone 15 系列机型组装厂产量份额	18
图 26: 全球智能手表出货量情况 (单位: 百万部)	19
图 27: 2023 年全球智能手表品牌出货量	19
图 28: Apple Watch 部分健康功能	19
图 29: 全球 TWS 耳机出货量情况	20
图 30: 2024 年 Q2 全球 TWS 耳机出货量格局	20
图 31: 全球云巨头厂商资本开支情况 (单位: 百万美元)	21
图 32: 全球服务器市场规模 (单位: 百万美元)	21
图 33: 全球 AI 服务器出货量预测 (单位: 万台)	21
图 34: 全球 AOCs, DACs 和 AECs 的销售额	22
图 35: 公司通信业务产品线	22
图 36: 汇聚科技营收及同比	23
图 37: 汇聚科技净利润及同比	23
图 38: NVlink 线缆	23
图 39: 立讯精密部分电链接和线缆产品	23
图 40: 全球新能源汽车销量	24
图 41: 中国新能源汽车销量	24
图 42: 中国汽车电子市场规模	25
图 43: 中国汽车线束市场规模及同比	25
图 44: 中国新能源汽车连接器市场规模 (单位: 亿元)	25

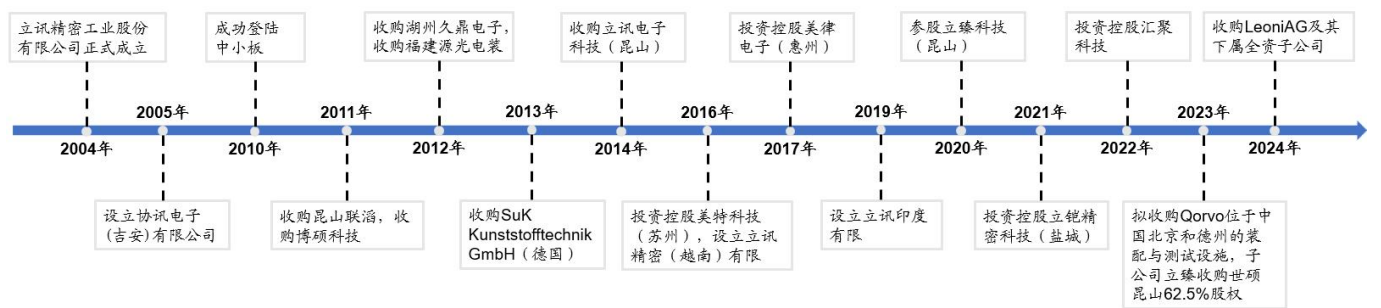
图 45: 立讯精密汽车产品 (截至 2021 年报)	26
图 46: 奇瑞集团汽车销量	26
图 47: 立景创新车载摄像头产品	27
图 48: 速腾聚创激光雷达产品	27
图 49: 莱尼部分产品图示	28
图 50: 莱尼全球布局	28
表 1: 公司持续进行收并购	6
表 2: 公司部分研发项目 (截至 2023 年年报)	12
表 3: SW 消费电子板块 2023 年营业利润 TOP 10 公司	14
表 4: 立讯精密切入北美大客户产业链时间线梳理	16
表 5: Leoni AG 与 Leoni K 营收和净利润情况 (未经审计)	28
表 6: 公司分业务盈利预测 (单位: 亿元)	29
表 7: 可比公司估值 (截至 2024.11.28)	30

1、立讯精密：消费电子龙头，不断拓宽业务半径

1.1、发展历程：消费电子起家，纵深横扩拓展业务版图

历经二十年发展，消费电子龙头持续拓宽自身业务半径。立讯精密于2004年成立，2010年在深交所中小板挂牌上市，最初公司聚焦电脑连接器业务，后公司开启收并购之旅，不断拓展自身业务范围，产品线不断扩充，逐渐成为消费电子龙头公司，并切入通讯和汽车领域，业务半径进一步拓宽。

图 1：立讯精密发展历程



资料来源：公司官网，Qorvo 官网，wind，公司公告，国海证券研究所

公司持续进行收并购动作，拓宽业务范围。公司通过多次收并购，结合自身的强大整合能力，不断丰富自身产品线，深耕零组件和系统级产品组装，在消费电子、通讯、汽车等领域均有收并购动作，持续拓宽业务版图半径，并丰富自身技术实力和客户群体。

表 1：公司持续进行收并购

	消费电子	通讯	汽车
2011 年	收购博硕科技（江西）；收购联滔电子	收购科尔通实业	-
2012 年	收购珠海双赢柔软电路	-	收购福建源光电装
2013 年	-	-	收购 SuK Kunststofftechnik GmbH（德国）
2014 年	收购苏州丰岛	-	-
2015 年	持股中国台湾宣德科技	-	-
2016 年	控股苏州美特	-	-
2017 年	收购惠州美律	-	控股股东收购采埃孚旗下全球车身控制系统事业部
2018 年	通过立景创新收购光宝 CCM 事业部	-	-
2020 年	收购江苏纬创、昆山纬新；立景创新收购高伟电子	-	-
2021 年	控股日铠电脑（改名为盐城立铠）	-	与速腾聚创作
2022 年	-	收购汇聚科技	与奇瑞集团合作
2023 年	拟收购 Qorvo 位于中国北京和德州的装配与测试设施，子公司立臻收购世硕昆山 62.5% 股权	-	-
2024 年	-	-	收购 LeoniAG 及其下属全资子公司

资料来源：东方财富网，集微网，每经网，wind，芯语，Qorvo 官网，高伟电子公司公告，立讯精密公司公告，国海证券研究所（注：此表为不完全统计信息）

公司产品线丰富：消费电子业务，公司产品覆盖智能移动终端、健康穿戴、声学穿戴、智能办公、智能家居等领域；通讯及数据中心业务，公司产品包括电连接、光连接、风冷/液冷散热、电源管理、射频等；汽车业务，公司产品线涵盖高/低压线束、高速线束、充电枪、汽车连接器、智能座舱域控制器、三合一电机系统、AR HUD 等。

图 2：立讯精密主营产品



资料来源：公司公告，国海证券研究所

全球化布局，实现快速响应并就近服务客户。公司的业务据点遍布全球，在全球拥有 110 多家生产企业，主要分布于中国的广东、江苏、浙江、台湾等，以及越南、德国、马来西亚、墨西哥、印度、菲律宾等，可为全球客户实现就近配套服务。此外，公司设立了 16 个研发中心，包括中国的深圳、东莞、苏州、上海、台北等，以及美国。

图 3: 立讯精密全球化布局



资料来源：公司官网

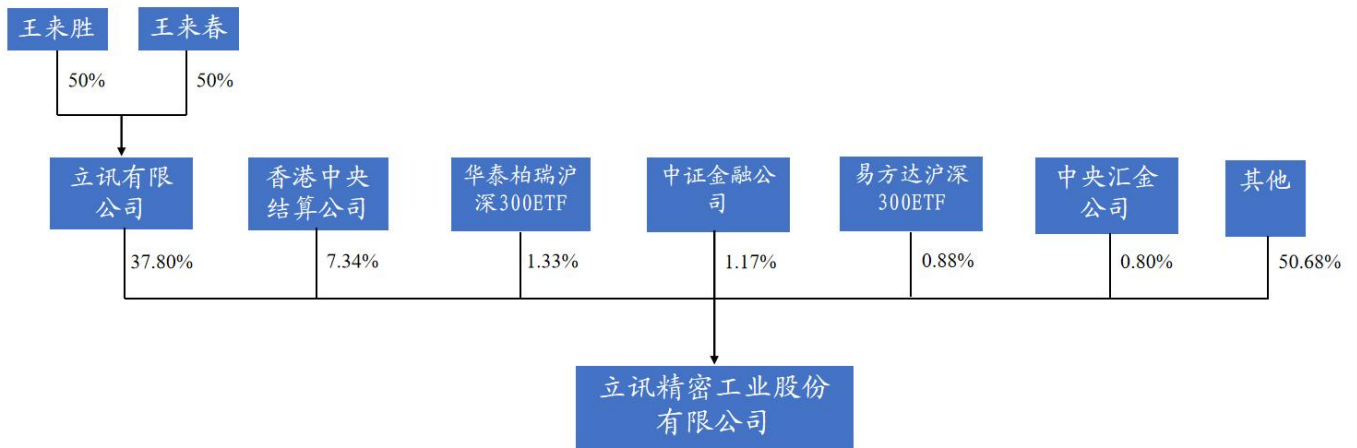
1.2、股权结构：股权结构较为稳定，核心团队经验丰富

公司股权结构较为稳定，实控人为王来春和王来胜。公司控股股东为立讯有限公司，实控人为创始人王来春和王来胜，截至 2024 年三季报，两人通过立讯有限持有公司 37.80% 的股权。此外，王来春担任立讯精密董事长和总经理，王来胜担任公司副董事长。公司股权结构较为集中，股权架构较为稳定。

董事长王来春产业经验丰富，高管团队同样拥有资深从业经验。公司董事长王来春女士于 1988 年起在台湾鸿海下属富士康线装事业部工作近 10 年，由普通流水线操作工做到当时大陆员工能够升到的最高职位--“课长”，1997 年，王来春离开富士康，开始进行自主创业，2004 年成立了立讯精密，依靠自身丰富的产业经验，立讯精密行业地位持续攀升。此外，高管团队中，公司终端天线事业部负责人钱继文拥有近 30 年精密电子制造行业相关工作经验，半导体封装及 SMT 事业部负责人郝杰拥有扎实的运营管理理论知识和丰富的消费电子行业从业经验。

子公司业务覆盖领域广泛。根据 wind 数据，截至 2023 年报，公司有 148 家控股或参股子公司，涉及领域较广。其中，SuK Kunststofftechnik GmbH 主营产品主要涉及汽车领域等，盐城立铠精密主要产品为手机精密显示结构模组等，同时公司还有越南和印度子公司。

图 4：立讯精密股权结构（截至 2024 年三季度）

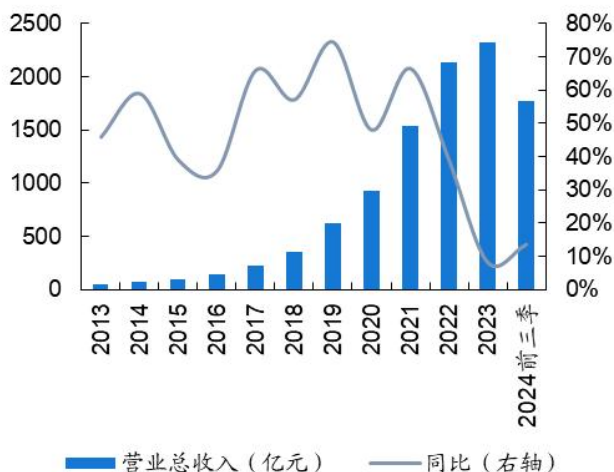


资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

1.3、主营业务：消费电子为主，通讯和汽车业务快速发展

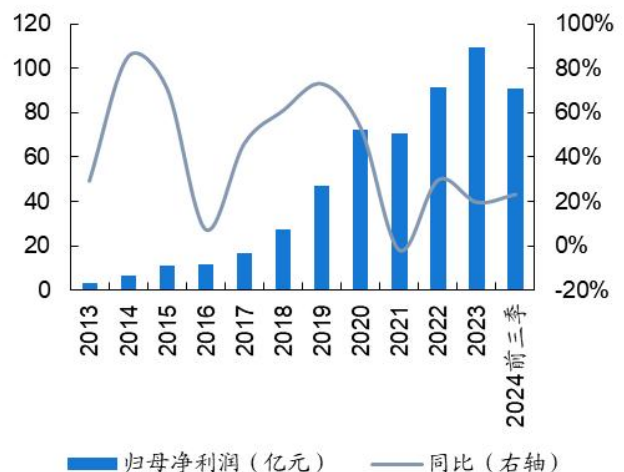
受益消费电子赛道红利以及顺利开拓大客户业务，公司营收和归母净利润快速增长。从 2013 年至 2023 年，公司的营收及归母净利润迅速增长，十年复合年均增速 CAGR 分别为 48.02%、41.52%，2023 年公司实现营收 2319.05 亿元，同比+8.35%，实现归母净利润 109.53 亿元，同比+19.53%，逆势实现正增长。2024 年前三季度，公司业绩继续表现亮眼，实现营收 1771.77 亿元，同比+13.67%，实现归母净利润 90.75 亿元，同比+23.06%。

图 5：公司营业总收入及同比



资料来源：wind，国海证券研究所

图 6：公司归母净利润及同比

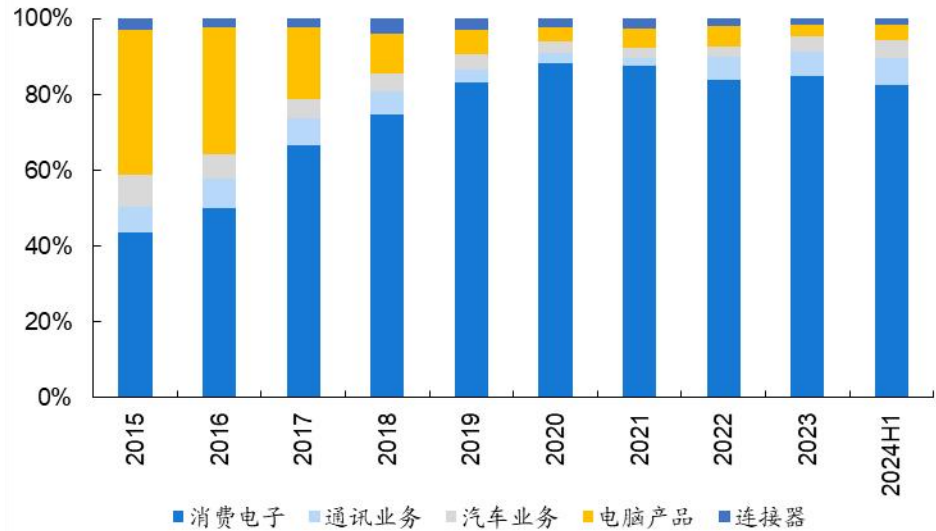


资料来源：wind，国海证券研究所

消费电子业务是公司收入来源，通讯+汽车业务有望成为第二增长曲线。2015 年，公司消费电子业务实现营收 44.16 亿元，营收占比为 43.56%，加上电脑类产品后，营收占比为 81.93%，2023 年，公司消费电子业务营收达 1971.83 亿

元，营收占比 85.03%。2015 年，公司通讯+汽车业务营收为 15.44 亿元，营收占比为 15.23%，2023 年营收已经提高至 237.90 亿元，营收占比为 10.26%，同比+1.39pct。公司在通讯和数据中心业务以及汽车业务方面积极投入，未来有望成为公司重要收入来源。

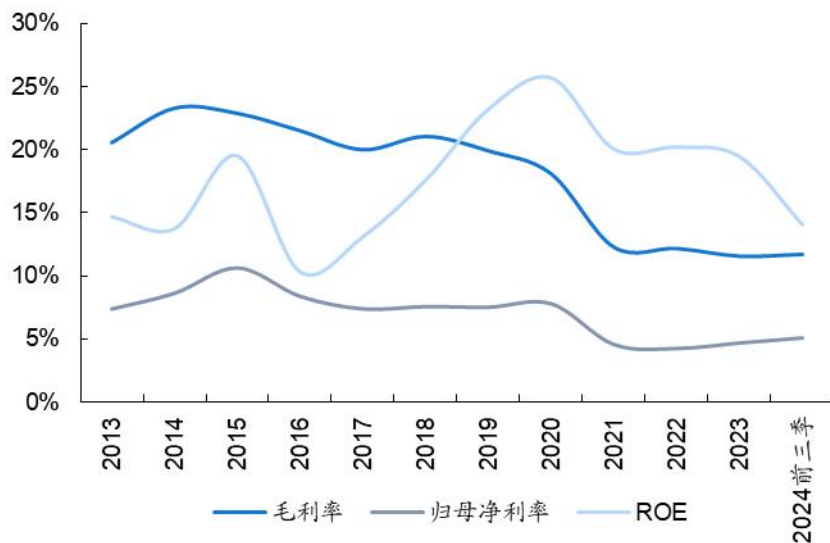
图 7：公司主营业务收入构成



资料来源：wind，国海证券研究所

业务结构调整导致毛利率有所下滑，ROE 维持较高水平。公司毛利率和归母净利润率自 2015 年开始呈现下滑趋势，主要因为公司业务结构有所调整，低毛利率的模组和系统组装业务占比有所提升。2015 年至今，公司 ROE 水平整体表现良好，2023 年，公司 ROE 为 19.45%。

图 8：公司盈利能力

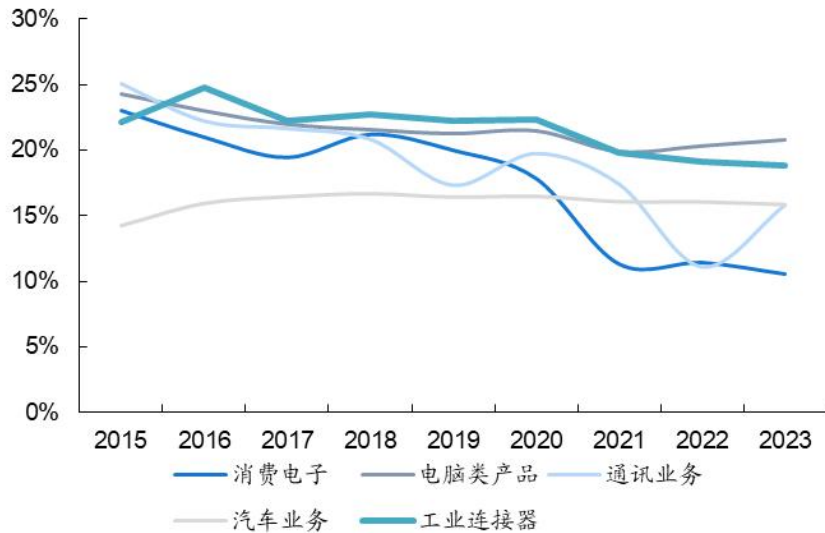


资料来源：wind，国海证券研究所

分业务来看，公司消费电子业务毛利率近年来有一定程度下滑，主要系公司逐步切入到低毛利率的模组端和系统产品组装业务，随着该类业务收入占比的提高，

导致公司消费电子毛利率有所下滑。汽车业务的毛利率基本维持稳定，2015-2023 年位于 16% 上下，通讯业务毛利率在 2023 年有所恢复，同比提高 4.67 个百分点至 15.80%。

图 9：公司分业务毛利率



资料来源：wind，国海证券研究所

三费率管控良好，研发持续加码。2014-2023 年，公司销售和管理费用率整体呈现下滑趋势，费用管控效果明显，公司财务费用率始终低于 1%，不同年份间有所波动主要系受到汇率波动等影响。公司持续加码研发投入，2019-2023 年研发费用率下滑，主要是因为公司出于谨慎性原则，将部分研发费用重分类至管理费用，公司目前在研项目较多，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 产品等项目，公司紧跟行业趋势，保障自身技术先进性。

图 10：公司三费率情况

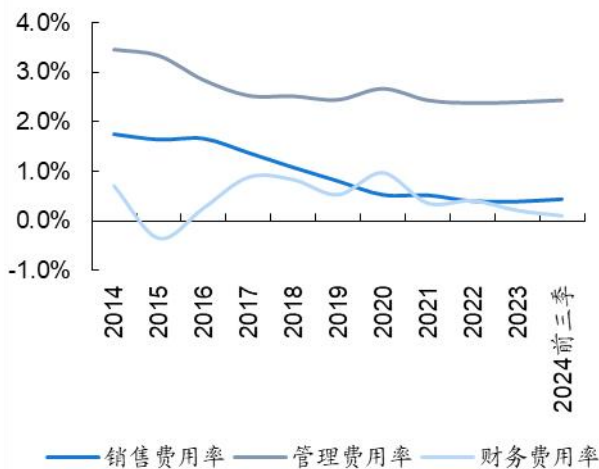
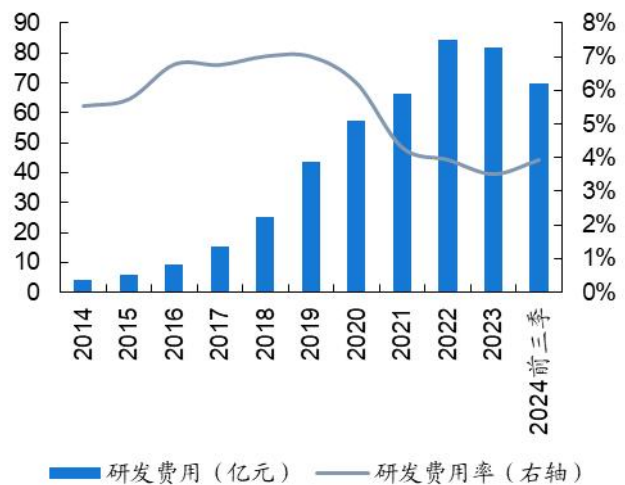


图 11：公司研发投入情况



资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所（注：2018 年前的管理费用已经剔除研发费用）

资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

表 2: 公司部分研发项目 (截至 2023 年年报)

领域	项目名称	项目进展
消费电子	超轻薄智能 AR 眼镜整机研发	试产/量产
	互动式超轻薄智能 VR 头显的研发	试产/量产
	穿戴式 GPS 定位之夜跑安全节拍器的研发	已完成
	穿戴式装置声学传感作为腕部心脏监测的研发	已完成
	非接触式血糖侦测应用于穿戴式装置的研发	已完成
汽车	基于瑞芯微 RK3588 芯片的 NBOX 的研发	样品调试中
	XC2C 新能源电池包线束总成开发项目	已量产交付
	基于 TDA4VM 芯片的 ADAS 和自动驾驶域控制器的研发	样品试制中
	新能源汽车充电枪液冷系统的研发	中试阶段
通信	基于八通道 OSFP 外形的低功耗热插拔光模块的研究与开发	完成优化样品制作
	基于 PCIe6.0CEM 连接器线缆组件的研究与开发	已完成开发

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

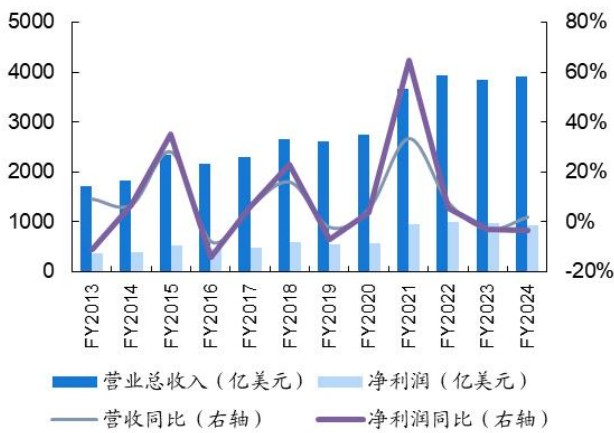
2、消费电子: Apple Intelligence 时代来临, 深度合作大客户拥抱 AI 浪潮

2.1、端侧 AI 时代来临, 苹果重磅推出 Apple Intelligence

苹果是消费电子行业巨头, 消费电子产品定义先驱。苹果是消费电子行业巨头, 主营业务包括手机、电脑、平板电脑、可穿戴产品以及软件相关服务等。我们认为苹果一直是产品定义先驱者, 从笔电、手机到 TWS 耳机, 再到手表, 均成功定义产品。

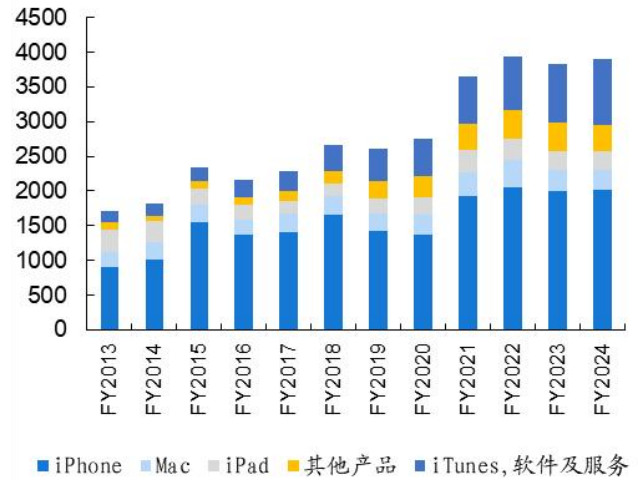
苹果营收体量大, iPhone 是主要来源。苹果营收体量较大, 自身盈利能力也较强, 2024 财年, 苹果实现营收 3910.35 亿美元, 同比+2.02%, 实现净利润 937.36 亿美元, 同比-3.4%。分产品来看, iPhone 是苹果主要收入来源, 2024 财年 iPhone 收入 2011.83 亿美元, 营收占比 51%。

图 12: 苹果营收和净利润情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 13: 苹果营收分产品情况 (单位: 亿美元)



资料来源: wind, 国海证券研究所

全球智能机出货量缓步复苏，苹果份额 2019-2023 年持续提升。2023 年，受宏观经济承压、下游需求低迷、智能机行业库存水位较高等影响，根据 IDC，2023 年全球智能机出货量为 11.67 亿部，同比-3.2%，但季度出货量已经同比为正，Q4 智能机出货量已经同比+8.5%，2024Q1 出货量继续正增长，同比+7.8%达 2.894 亿部，2024Q2 同比+6.5%至 2.854 亿部，2024Q3 同比+4.0%至 3.161 亿部，IDC 预测 2024 年将同比+5.8%达 12.3 亿部。苹果智能机出货量份额 2019-2023 年持续上升，2023 年为 20.1%，同比+1.34pct。

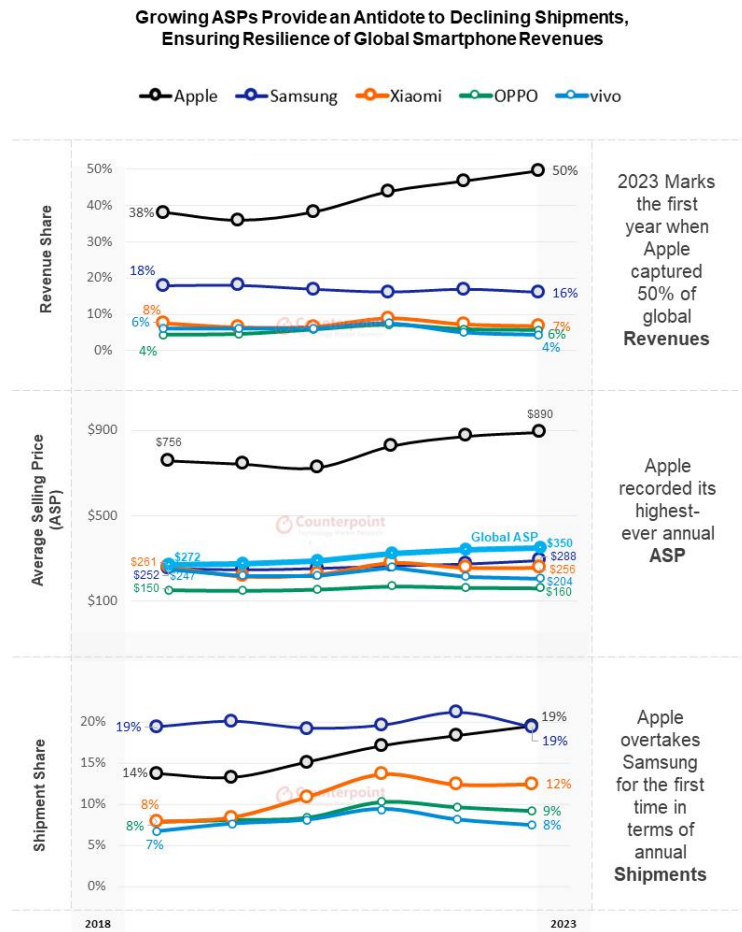
图 14: 智能机行业整体与苹果智能机出货量情况



资料来源: IDC, 国海证券研究所

苹果产品市场竞争力强，营收和利润市占率高。根据芯智讯转引 Counterpoint Research 数据，2023 年，苹果手机出货量市占率为 19%，但营业收入市占率达 50%，利润占比超 90%，较高的营收和利润市占率彰显苹果产品的强大竞争力。

图 15: 苹果手机出货量和营业收入市占率情况



资料来源: Counterpoint Research (注: 自 2021Q3 起, OPPO 包含一加)

苹果自身盈利能力较强, 给供应商的报价预留的利润空间或更可观。苹果供应商门槛较高, 其供应商或大多为行业翘楚。此外, 苹果自身的盈利能力较强, 利润率水平较高, 因此给供应商的报价预留利润空间或更可观。2023 年, SW 消费电子板块, 营业利润绝对额 top 10 中, 苹果供应商数量占比过半。依托于苹果公司的高利润率, 相关供应商也有望获得较为可观的利润空间。

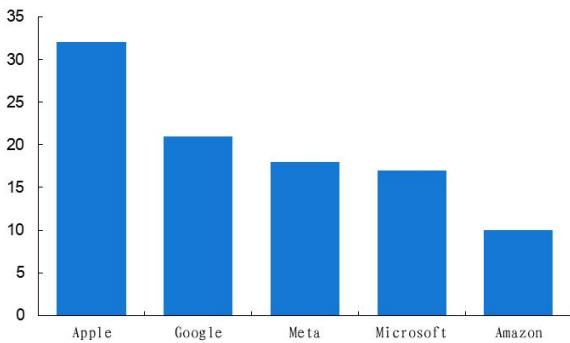
表 3: SW 消费电子板块 2023 年营业利润 TOP 10 公司

公司代码	公司名称	营业利润 (亿元)	
		2022 年	2023 年
601138.SH	工业富联	218.72	230.67
002475.SZ	立讯精密	111.54	128.60
688036.SH	传音控股	30.32	67.47
300433.SZ	蓝思科技	29.66	32.77
603296.SH	华勤技术	28.04	28.31
002600.SZ	领益智造	20.54	25.53
601231.SH	环旭电子	34.61	21.78
300866.SZ	安克创新	12.75	18.06
002841.SZ	视源股份	23.26	15.21
000021.SZ	深科技	8.08	9.68

资料来源: wind, 国海证券研究所

Apple Intelligence 正式上线，AI 功能持续迭代。2024 年 6 月，苹果召开 WWDC24 大会，更新了 iOS、iPadOS、MacOS、watchOS、TVOS 和 VisionOS，并推出了个人化智能系统--Apple Intelligence。2024 年 10 月底，Apple Intelligence 正式上线，可以帮助用户优化写作，为通知、邮件和消息生成摘要，体验交互更自然、功能更丰富的 Siri，使用消除工具移除图像中令人分心的物体。根据 MacRumors，iOS 18.2 Beta 1 中引入了一系列全新的 Apple Intelligence 功能，包括文生图工具 Image Playground 和自定义表情工具 Genmoji 等，后续 AI 功能预计持续增加，并将上线更多国家或地区。

图 16: 2023 年部分科技巨头收购 AI 公司数量估算



资料来源: Stocklytics, Statista, 国海证券研究所

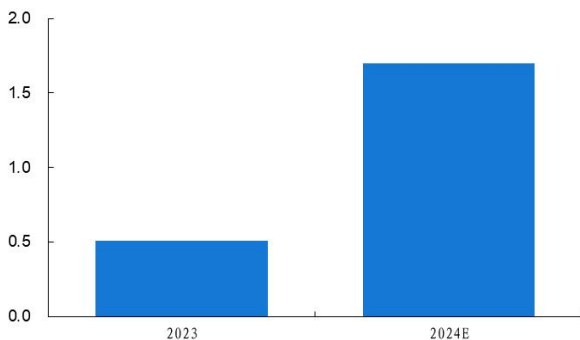
图 17: Apple Intelligence



资料来源: 智东西

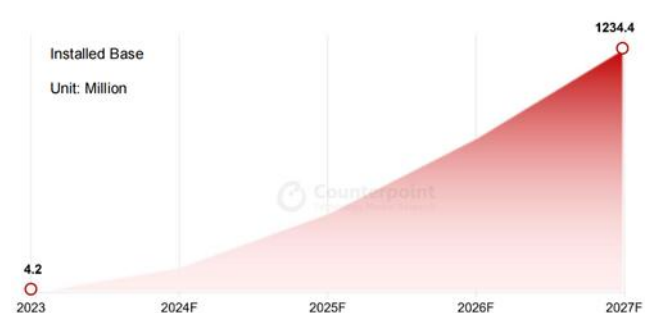
AI 手机陆续面世，占全球智能手机出货量的比重预计将快速提升。我们认为 AI 手机预计将显著提高消费者使用体验，在全球智能机换机周期不断拉长的背景下，有望引起一波换机潮，占全球智能手机出货量的比重预计快速提升。IDC 预测 2024 年 AI 手机出货量为 1.7 亿部，渗透率为 15%，Counterpoint 预计 2027 年 AI 手机出货量超 5.5 亿部，占全球智能手机出货量的比重达 43%左右，存量规模预计达 12.3 亿部，出货量快速增长。

图 18: 全球新一代 AI 手机出货量 (亿部)



资料来源: 《AI 手机白皮书》(OPPO&IDC), 国海证券研究所

图 19: 2027 年 AI 手机存量规模有望破 10 亿部

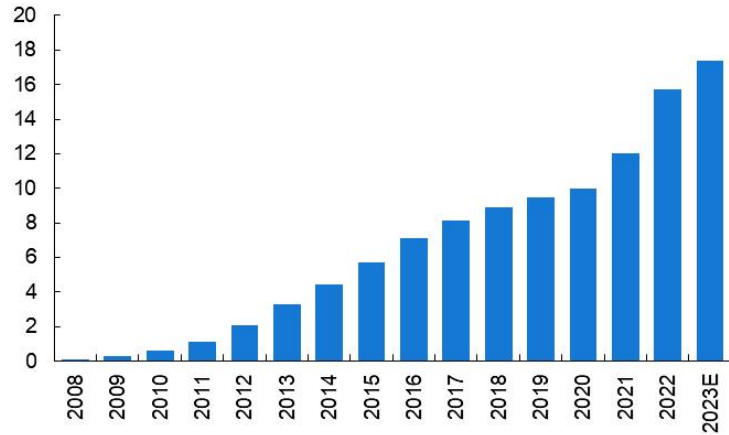


资料来源: Counterpoint AI 360 Service

Apple Intelligence 使用存在限制，预计将带动一波换机潮。Apple Intelligence 诸多功能较为亮眼，但 AI 功能目前仅支持 iPhone 16、iPhone 16 Plus、iPhone 16 Pro、iPhone 16 Pro Max、iPhone 15 Pro、iPhone 15 Pro Max、搭载 A17 Pro、

M1 或后续芯片的 iPad 设备以及搭载 M1 或后续芯片的 Mac 设备。根据 Sharing 3C 数据，2022 年全球 iPhone 活跃用户数量为 15.7 亿人次，预计 2023 年为 17.4 亿人次。我们判断仍有绝大部分 iPhone 用户使用的是 A16 及以下芯片的机型，若需体验苹果 AI 功能，则需进行换机升级，因此苹果 AI 功能一定程度上可以带动一波换机潮。

图 20: 全球 iPhone 活跃用户 (亿人次)



资料来源: Sharing 3C, 国海证券研究所

2.2、深度合作北美大客户，业务领域不断拓宽

坚持“老产品，新客户、新市场”的拓展思路，不断加深与大客户合作关系。立讯精密自 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，有望助力公司未来持续拿到新料号和新的整机产品。

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。

表 4: 立讯精密切入北美大客户产业链时间线梳理

时间	切入产品
2011-2012	MACBook/iPad 内部连接线
2013	iPad lightening/iPhone lightening/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 组装和 Sip 封装
2021	Top Module、Housing 金属结构件/iPhone13 pro 组装

资料来源: 巴伦周刊, 国海证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/265342020323012010>