

华勤技术（603296.SH）

优于大市

全球领先的智能硬件 ODM 企业，多业务布局展现强劲增长

核心观点

2024 年公司营收增长 28.8%，归母净利润增长 8.1%。公司 2024 年营业收入 1098.78 亿元 (YoY 28.76%)，主要受益于高性能计算产品的业务规模增加；归母净利润 29.26 亿元 (YoY 8.10%)，扣非归母净利润 23.45 亿元 (YoY 8.43%)，毛利率 9.30% (YoY -2.03pct)。

2025 年一季度营收增长超 115%，归母净利润增长超 39%。公司 1Q25 营业收入 349.98 亿元 (YoY 115.65%, QoQ 3.34%)，归母净利润 8.42 亿元 (YoY 39.05%, QoQ -3.93%)，扣非归母净利润 7.61 亿元 (YoY 43.55%, QoQ 16.86%)；毛利率 8.42% (YoY -5.40pct, QoQ 0.15pct)。

全球智能硬件 ODM 龙头，提供产品研发到运营制造端到端服务。公司创立于 2005 年，是全球领先的智能产品平台型企业，专业从事智能硬件产品的研发设计、生产制造和运营服务。公司主要涵盖高性能计算、智能终端、AIoT 及其他、汽车及工业产品等业务板块，主要产品包括智能手机、笔记本电脑、平板电脑、智能手环/手表、TWS 耳机、AIoT 产品及服务器等智能硬件。

3+N+3 战略实现智能生态协同，ODMM 核心能力创造核心竞争力。“3+N+3”战略以智能手机、笔记本电脑、数据中心 3 大核心业务为基石，衍生出 N 多品类产品组合，进一步拓展机器人、软件、汽车电子 3 大新兴领域，努力成为智能生态全方位供应商。ODMM 要求公司具备高效运营、研发设计、先进制造和精密结构件的核心能力，从而实现资源协同整合创造核心竞争力。

算力需求爆发带动数据业务高速增长，多元业务扩展行业竞争力。公司数据产品业务能够提供通用/存储/AI 服务器、交换机等全栈式产品组合，2024 年收入同比增长 178.8%。同时，公司非手机业务营收占比超过 70%，智能穿戴、AIoT、汽车业务等多元化业务高速增长。

投资建议：目标价 87.20-94.46 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。我们看好公司在智能硬件 ODM 行业中的领先地位，认为有能力构建硬件生态协同的 ODM 在产业链的价值优势会更加显著，同时看好人工智能、云计算、5G 高速发展对于 AI 服务器、AI PC、AI 智能手机、智能穿戴、AIoT 等带来的增长机会，预计公司 2025-2027 年归母净利润同比增长 26.1%/19.2%/20.9%至 36.91/44.00/53.20 亿元，根据相对估值，给予目标价 87.20-94.46 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：估值的风险；盈利预测的风险；行业周期风险；产品研发风险；技术迭代风险；国际贸易摩擦及政策限制风险；主要原材料价格波动的风险；ODM 市场规模下滑的风险；市场竞争风险；汇率波动风险。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	85,338	109,878	139,446	169,014	195,129
(+/-%)	-7.9%	28.8%	26.9%	21.2%	15.5%
净利润(百万元)	2707	2926	3691	4400	5320
(+/-%)	5.6%	8.1%	26.1%	19.2%	20.9%
每股收益(元)	3.74	2.88	3.63	4.33	5.24
EBIT Margin	2.8%	2.0%	2.4%	2.4%	2.5%
净资产收益率 (ROE)	13.0%	13.0%	14.8%	15.9%	17.1%
市盈率 (PE)	17.7	22.9	18.2	15.2	12.6
EV/EBITDA	23.4	36.7	27.1	24.8	22.5
市净率 (PB)	2.29	2.97	2.69	2.42	2.16

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·消费电子

证券分析师：胡剑
021-60893306
hujian1@guosen.com.cn
S0980521080001

证券分析师：叶子
0755-81982153
yezi3@guosen.com.cn
S0980522100003

证券分析师：詹浏洋
010-88005307
zhanliuyang@guosen.com.cn
S0980524060001

联系人：连欣然
010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

证券分析师：张大为
021-61761072
zhangdawei1@guosen.com.cn
S0980524100002

证券分析师：李书颖
0755-81982362
lishuying@guosen.com.cn
S0980524090005

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	87.20 - 94.46 元
收盘价	66.00 元
总市值/流通市值	67049/37651 百万元
52 周最高价/最低价	105.98/42.84 元
近 3 个月日均成交额	961.59 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

华勤技术：全球领先的智能硬件 ODM 企业

深耕智能硬件 ODM 行业二十年，稳居全球 ODM 龙头企业优势地位

公司为全球科技品牌客户提供从产品研发到运营制造的端到端服务。公司创立于 2005 年，是全球领先的智能产品平台型企业，专业从事智能硬件产品的研发设计、生产制造和运营服务。经过二十年深耕智能硬件 ODM 行业，当前公司已经发展成为具备先进的智能硬件研发制造能力与生态平台构建能力、并在全球消费电子 ODM 领域拥有领先市场份额和具有独特产业链地位的大型科技研发制造企业。

经过二十年的探索与发展，公司目前主要经历五大发展阶段：

1、2005-2009 年：手机 IDH 阶段。公司在成立之初主要从事功能手机 IDH 服务，仅覆盖手机产业链中的研发设计环节，产品形态主要为研发设计方案及软硬件高度集成的 PCBA 主板。

2、2010-2014 年：手机、平板 ODM 阶段。公司逐步由 IDH 业务模式向 ODM 业务模式转型，首个制造基地于 2009 年正式投入使用，开始生产整机产品。随着智能手机技术的不断成熟，公司从功能手机迭代到智能手机并开拓海外市场。2013 年起，公司从智能手机 ODM 延展到平板电脑 ODM 业务。

3、2015-2019 年：智能终端多品类 ODM 阶段。公司进入快速发展期，产品线逐渐丰富，逐渐完善了多品类 ODM 业务模式。2015 年公司战略布局笔记本电脑市场，成为全球笔记本电脑 ODM 市场的代表性企业之一。2016 年公司打造出首款儿童智能手表产品，开始进军智能穿戴市场，并开始逐步布局 AIoT 产品。2017 年切入到服务器领域，开始建立自主的服务器团队，于 2019 年开始形成规模收入。

4、2020-2024 年：智能硬件平台阶段。公司紧密围绕战略布局，在牢牢巩固智能手机、平板电脑等产品的领先地位的同时，加大开拓笔记本电脑、智能穿戴、AIoT 及服务器等市场，持续积极导入品牌客户并实现了多品类智能硬件的批量出货。

5、2025 年至今：智能产品平台阶段。公司于 2024 年底新升级“3+N+3 全球智能产品平台”战略，构建起 ODMM 核心能力，建成“1+5+5”的全球布局及“China+VMI”生产制造基地，服务于全球科技客户的生态布局，努力成为数字经济大背景下基础建设的全方位供应商。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

升级 3+N+3 产品战略，实现智能生态协同发展。公司于 2024 年底新升级“3+N+3 全球智能产品平台”业务战略，以智能手机、笔记本电脑、数据中心“3”大核心的成熟业务为基石，衍生出涵盖智慧生活、商业数字生产力以及数据中心全栈解决方案的“N”多品类产品组合，并进一步拓展机器人、软件、汽车电子“3”大新兴领域，满足全球科技客户的智能化产品需求。通过 3+N+3 智能产品大平台下的立体业务组合，服务于全球科技客户的生态布局，努力成为数字经济大背景下基础建设的全方位供应商。

图2：公司“3+N+3”全球智能产品平台



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司聚焦智能硬件行业，业务涵盖高性能计算、智能终端、AIoT 及其他、汽车及工业产品等。公司作为人工智能全场景下的软硬件服务商，主要服务于国内外知名的智能硬件品牌厂商及互联网科技公司，如三星、OPPO、小米、vivo、亚马逊、联想、宏碁、华硕、索尼等，产品和服务惠及全球超过 100 个国家和地区。公司产品线涵盖智能手机、笔记本电脑、平板电脑、智能穿戴、AIoT 产品及服务器等智能硬件产品，主要业务板块如下：

1、高性能计算业务：包括个人电脑、平板电脑及数据产品业务。在个人电脑领域，公司已与国内外知名品牌客户建立了良好的合作关系，客户队列持续丰富，市场份额不断扩大；在平板电脑领域，公司目前已进入国际一线品牌供应链，目前是平板电脑 ODM 领域的全球龙头企业；在数据产品领域，公司在服务器 ODM 领域形成了较强的研发能力和生产制造水平，能够提供通用服务器、存储服务器、AI 服务器、交换机的全栈式产品组合，已与多个国内知名的云厂商建立了密切的合作关系并成为核心供应商。

2、智能终端业务：包括智能手机及智能穿戴业务。在智能手机领域，公司服务于全球一流终端品牌厂商，成为多家国内外知名终端厂商的重要供应商，是智能手机 ODM 领域的全球龙头企业；在智能穿戴领域，公司已在智能手表、智能手环、无线耳机等领域进入多家知名品牌厂商的供应商队列。

3、AIoT 及其他业务：公司设计生产智能家居、XR、游戏产品等新兴智能硬件产品，在智能家居领域形成音频产品、家居控制产品、IPCamera 等多品类产品的量产交付，在 XR、游戏产品领域不断突破核心项目，与客户合作开发的产品出货量

保持稳定的增长。

4、汽车及工业产品业务：在汽车电子领域，公司目前已构建起包含硬件、软件、HMI、测试等在内的全栈式自研能力以及通过车规认证的制造中心，在智能座舱、显示屏、智驾三大业务模块均已实现突破；在工业产品领域，公司已成为多场景智能终端的解决方案商，设计生产了智能 POS 机、工业 PDA、人脸识别新零售终端等新兴智能硬件产品，并对多家知名终端厂商实现出货。

表 1：公司主要产品

产品领域	产品类别	产品示意图	产品领域	产品类别	产品示意图
高性能计算	个人电脑		AIoT 及其他业务	智能音响	
	平板电脑			智能家居	
	通用服务器			智能门锁	
	数据产品 AI 服务器			XR、游戏产品等	
智能终端	交换机		汽车及工业产品	智能座舱	
	智能手机			显示屏	
	智能手表			智能驾驶	
	智能穿戴 智能手环			智能 POS 机	
	无线耳机			工业产品 工业 PDA	
				人脸识别新零售终端	

资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

先后建成“1+5+5”全球布局，China+VMI 全球制造取得实质进展。华勤“1+5+5”全球布局即 1 个总部，位于上海。国内设有 5 大研发中心，分别位于上海、东莞、南昌、西安、无锡，覆盖手机、平板、笔电、智能穿戴、数据中心产品、汽车电子等智能硬件全领域产品设计开发。全球布局 5 大制造基地，分别是南昌、东莞两大国内制造中心和越南、墨西哥、印度（VMI）三大海外制造基地，目前印度、越南制造的终端产品实现大规模量产交付，墨西哥制造体系加速布局，形成服务全球客户的竞争优势。

表 2：公司研发中心和制造基地

研发中心	运营时间	建筑面积（万平米）	制造基地	投产时间	建筑面积（万平米）
上海研发中心&全球总部	2025 年	17.3	南昌第一制造中心	2019 年 6 月	41.6
东莞研发中心	2018 年	6.9	南昌第二制造中心	2022 年 Q2	93.7
南昌研发中心	2020 年	16.6	东莞第一制造中心	2011 年	26.4
西安研发中心	2023 年	13.3	东莞第二制造中心	2022 年 Q1	47.7
无锡研发中心	2019 年	11.0	东莞第三制造中心	2023 年 Q1	45.6
			越南制造中心	2021 年	60.5
			印度制造基地	2019 年	5.1
			墨西哥制造基地	2025 年	7.4

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

构建 ODMM 核心能力，协同整合创造核心竞争力。公司在长期运营过程中赋予 ODM 新的定义，即高效运营（Operation）、研发设计（Development）、先进制造（Manufacturing）和精密结构件（Mechanical）的 ODMM 核心能力。在高效运营方面，公司持续提升全球海量交付能力以及内部运营效率；在研发设计方面，公司在关键硬件、软件、结构等核心技术上有着深厚积累，并将研发成果产品化；在先进制造方面，公司持续贯彻智能制造、精益制造理念，持续发展工厂的自动化、数字化和精益化，满足全球客户的多元化交付需求；在精密结构件方面，公司通过垂直整合精密模具优势企业，提升公司零部件研发创新以及稳定交付能力。

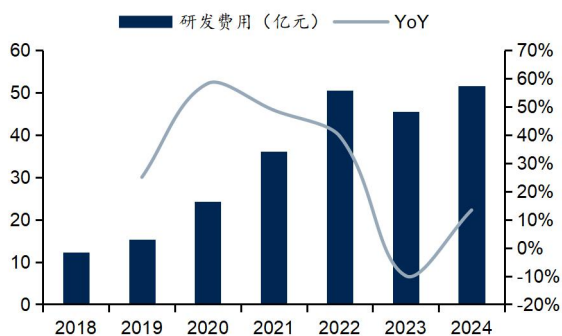
图3：公司 ODMM 核心能力



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

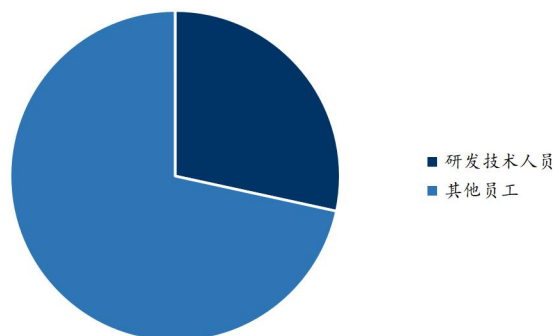
持续投入不断研发创新，构筑技术护城河。2024 年公司研发投入达 51.6 亿元，同比增长 13.4%，近三年累计研发投入 147.5 亿元。公司研发队伍庞大，目前拥有研发技术人员超 1.6 万人，占员工总数 28.4%。公司每年在研发上持续而稳健地投入，在结构设计、硬件设计、软件开发等领域不断实现技术创新，因此也取得了较为丰富的自主创新成果。截至 2024 年末，公司获得知识产权授权 5950 份、软件著作权 1798 份、有效发明专利授权 1330 份、海外专利授权 32 份。

图4：公司 2018-2024 年研发费用



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

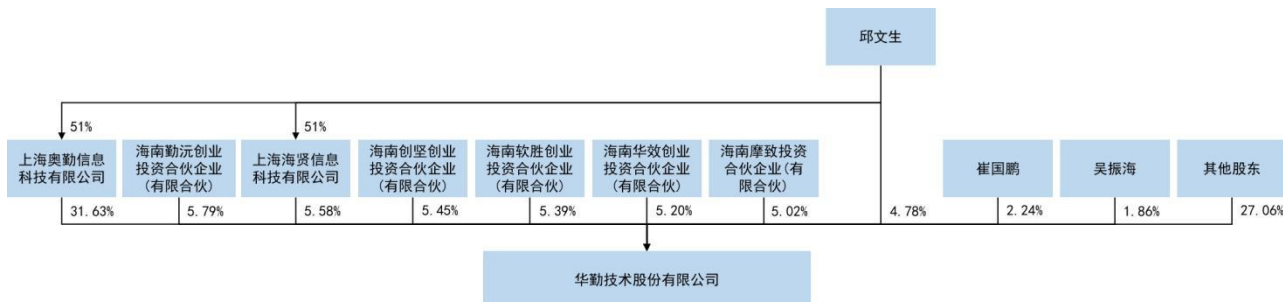
图5：公司 2024 年研发技术人员占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司股权结构稳定，实际控制人为邱文生先生。截至 2025 年 3 月 31 日，公司第一大股东为上海奥勤信息科技有限公司，持有公司 31.63% 股份。公司董事长兼总经理邱文生先生直接持有公司 4.78% 股份，并通过持有上海奥勤信息科技有限公司 51% 股份、上海海贤信息科技有限公司 51% 股份间接持有公司股份，合计持有公司 23.76% 股份，因此为公司实际控制人。

图 6：公司股权结构图



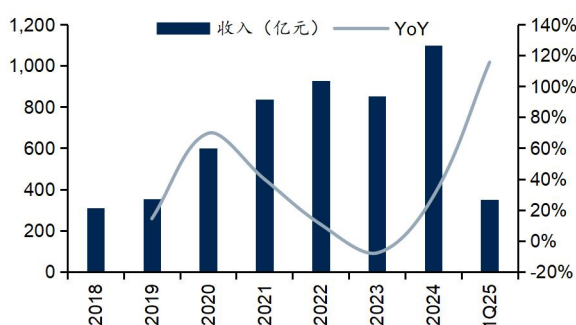
资料来源：Wind，公司公告，天眼查，国信证券经济研究所整理 注：数据截至 2025 年 3 月 31 日

收入利润呈现稳步增长态势，多元化业务布局展现强劲发展动能

公司近年收入整体呈现稳步增长态势，2024 年收入和利润均创新高。2018–2024 年，公司收入由 308.81 亿元增长至 1098.78 亿元，对应 CAGR 达 23.6%。其中，2023 年收入有所下降，主要由于智能终端等产品单台售价降低所导致。2018–2024 年，公司归母净利润快速增长。其中，2020 年净利润显著提高主要受益于收入规模及毛利率的同步提升。总体而言，公司销售规模持续扩大，营业收入保持高速增长态势。

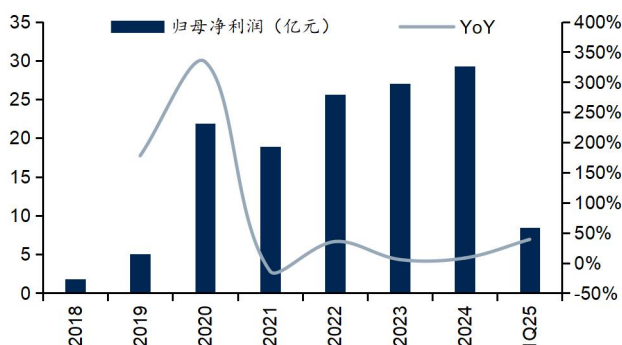
2024 年公司营业收入 1098.78 亿元，同比增长 28.76%，主要原因为高性能计算产品的业务规模增加所致。对应到 2024 年归母净利润 29.26 亿元，同比增长 8.10%。1Q25 公司营业收入 349.98 亿元，同比增长 115.65%；归母净利润 8.42 亿元，同比增长 39.05%。

图 7：公司历年营业收入



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 8：公司历年归母净利润

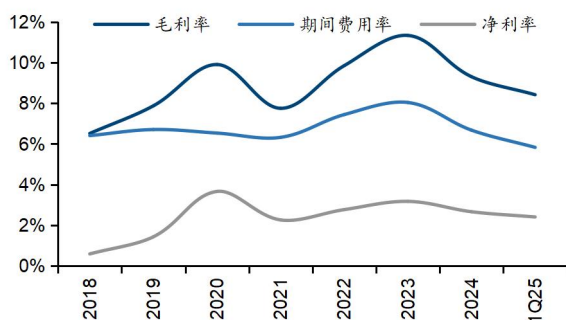


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司毛利率不同年度波动较大，净利率近年虽有波动但整体保持相对稳定。毛利率方面，公司 2018–2020 年、2021–2023 年毛利率均呈现上升趋势，其中 2023 年毛利率达 11.33%，为近年最高值，主要由于高性能计算及智能终端业务毛利率均

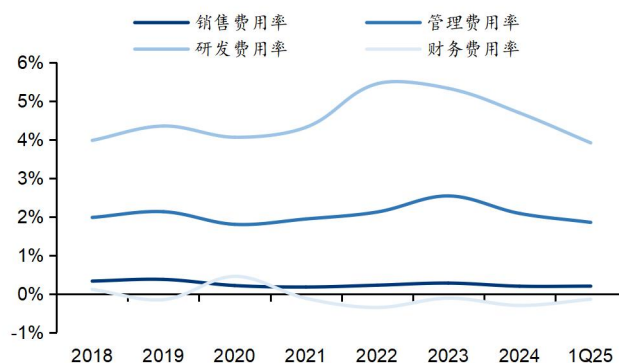
有提高；2024 年毛利率为 9.30%，同比下降 2.03pct，主要受到出货产品结构及上游原材料价格等因素影响；1Q25 毛利率为 8.42%。期间费用率方面，2018-2021 年公司期间费用率保持相对稳定，基本维持 6.32%-6.70% 范围内；2022-2023 年由于研发投入增加导致研发费用率上升，因此期间费用率也形成较大增幅；2024 年期间费用率为 6.67%，回归到过往相对平稳的区间；1Q25 期间费用率为 5.83%。净利率方面，2018-2020 年随着毛利率的逐年提升而期间费用率保持相对稳定，净利率也由 0.59% 持续提升至 3.66%；2021-2024 年整体净利率稳中有增，2024 年净利率为 6.67%；1Q25 净利率为 2.41%。

图9：公司历年毛利率、期间费用率、净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：公司历年期间费用率明细



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司主要收入来源为高性能计算业务和智能终端业务，同时多元化布局新业务实现稳健增长。智能手机、笔记本电脑和数据业务作为公司的优势业务，是公司稳定而核心的收入来源。同时，智能穿戴、AIoT、汽车业务等多元化业务高速增长，当前非手机业务营收占比超过 70%，展现了公司在多元领域的强劲拓展能力和竞争力。

高性能计算业务 2024 年收入 632.20 亿元，同比增长 28.79%，收入占比由 2022 年的 52.0% 提升至 57.5%；毛利率 7.77%，同比减少 1.64pct。公司笔记本电脑发货量保持高速增长，已实现全栈式个人电脑产品组合量产发货，包括笔记本电脑、一体机、台式机及电脑周边配件等，同时北美大客户取得突破，市场份额不断扩大。公司积极拥抱 AI 产业趋势，与客户合作的 AI PC 产品持续量产出货。平板电脑方面，2024 年公司为客户端打造的学习平板顺利上市，在教育培训赛道上实现了创新突破。数据业务方面，公司持续稳固核心供应商地位，发挥计算及网络融合技术优势，成为多个国内知名互联网厂商的核心供应商；2024 年数据业务收入同比增长 178.8%。

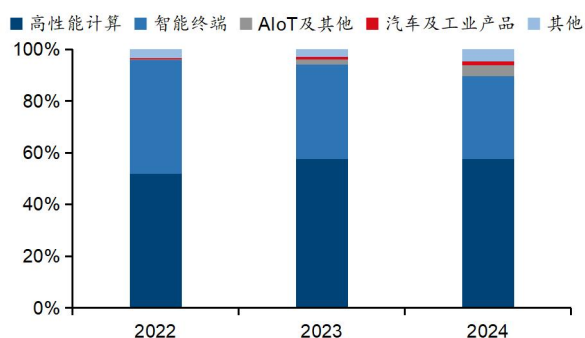
智能终端业务 2024 年收入 353.16 亿元，同比增长 12.93%，收入占比由 2022 年的 43.8% 下降至 32.1%；毛利率 9.00%，同比减少 3.30pct。公司作为智能手机 ODM 领域的全球龙头企业，连续多年年出货量上亿部；公司持续提升智能手机硬件性能，积极布局 AI 融合，增强客户粘性。2024 年公司智能穿戴产品出货量同比增长 74.7%，已经成为全球头部的穿戴类产品的主要供应商；积极布局音频全栈产品，TWS 产品覆盖主流安卓客户；公司智能手表旗舰机等产品凭借卓越性能亦获得市场认可。

AIoT 及其他业务 2024 年收入 46.72 亿元，同比增长 187.93%，收入占比由 2022 年的 0.3% 提升至 4.3%；毛利率 15.29%，同比减少 4.90pct。公司游戏掌机发货超 200 万只，展现出强劲的发展镜头。公司与北美互联网客户达成全品类 AIoT 合作，

实现了 XR 产品的全球主流客户主流项目的研发及量产交付。同时，公司在智能家居领域形成可持续发展的营收贡献。

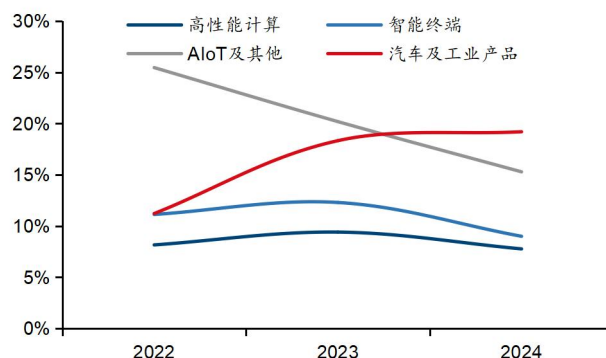
汽车及工业产品业务 2024 年收入 15.62 亿元, 同比增长 91.09%, 收入占比由 2022 年的 0.6% 提升至 1.4%; 毛利率 19.20%, 同比提升 0.87pct。公司实现了首个智能座舱产品全栈研发交付, 全品类车规制造获得认可, 在传统品牌主机厂之外完成新势力车企客户的突破。商务模式方面, 公司形成了软硬件研发设计的 JDM 模式以及纯制造代工的 CM 模式, 并逐步形成规模效应。在工业产品领域, 公司 POS 机及工业设备产品已实现海外行业客户的产品交付。

图11: 公司历年营业收入分产品占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司历年主要产品毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

公司主要包括高性能计算、智能终端、AIoT 及其他、汽车及工业产品等业务，盈利预测假设条件如下：

高性能计算业务：2024 年公司笔记本电脑发货量保持高速增长，看好 PC 行业经历恢复期后进入上行周期及 AI PC 所带来的变革和增长；同时随着人工智能技术不断突破，引领全球算力需求增加，AI 基础设施建设加速，因此看好公司数据业务特别是以服务器为代表的高性能计算产品高速增长趋势。预计 2025-2027 年公司高性能计算业务收入同比增长 32.1%/24.1%/16.3%至 835.00/1036.25/1205.45 亿元，预计 2025-2027 年毛利率为 7.60%/7.49%/7.44%。

智能终端业务：随着芯片算力提升、生成式 AI 技术的发展开启消费电子行业新一轮创新周期，AI 手机等智能终端设备出货量显著增长，看好公司作为智能手机 ODM 龙头在当前创新周期下出货量进一步增长；同时以智能手环、智能手表为代表的可穿戴智能设备正处于快速增长阶段，公司作为全球穿戴类产品主要供应商有望深度收益。预计 2025-2027 年公司智能终端业务收入同比增长 16.1%/11.6%/6.7%至 409.95/457.32/487.84 亿元，预计 2025-2027 年毛利率为 9.85%/9.63%/9.74%。

AIoT 及其他业务：通信技术的不断发展、5G 网络的普及以及生成式 AI 技术的发展使得以 AIoT 为代表的泛智能终端在人工智能、大数据的加持下不断繁荣，看好公司 AIoT 相关业务特别是智能家居、XR、游戏机等出货量将保持稳健增长。预计 2025-2027 年公司 AIoT 及其他业务收入同比增长 37.2%/32.6%/29.9%至 64.12/85.01/110.43 亿元，预计 2025-2027 年毛利率为 15.0%/15.0%/15.0%。

汽车及工业产品业务：随着新能源汽车的快速发展，汽车电子行业整体向着电动化、智能化、网联化方向稳步推进，智能驾驶、智能座舱相关产品需求量持续增长，看好公司在汽车电子产品领域不断突破；同时 2024 年公司 POS 机、工业设备产品已实现海外客户产品交付，看好公司作为多场景智能终端的解决方案商在工业产品领域的稳步增长，预计 2025-2027 年公司汽车及工业产品业务收入同比增长 54.3%/57.7%/56.0%至 24.11/38.02/59.31 亿元，预计 2025-2027 年毛利率为 20.0%/21.0%/22.0%。

主要费率：参考过往期间费用率情况，在此基础上考虑公司预计采取费用率管控相关措施，因此假设 2025-2027 年销售费用率为 0.20%/0.20%/0.20%，管理费用率为 2.00%/2.00%/2.00%，研发费用率为 4.50%/4.50%/4.50%。

表3：公司营业收入及毛利率预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
高性能计算						
收入（亿元）	481.41	490.86	632.20	835.00	1036.25	1205.45
增速	-	1.96%	28.79%	32.08%	24.10%	16.33%
毛利（亿元）	39.29	46.17	49.15	63.44	77.57	89.70
增速	-	17.51%	6.44%	29.08%	22.27%	15.64%
毛利率	8.16%	9.41%	7.77%	7.60%	7.49%	7.44%
智能终端						
收入（亿元）	405.89	312.72	353.16	409.95	457.32	487.84
增速	-	-22.95%	12.93%	16.08%	11.56%	6.67%
毛利（亿元）	45.17	38.48	31.78	40.39	44.02	47.51
增速	-	-14.82%	-17.40%	27.08%	8.99%	7.93%
毛利率	11.13%	12.30%	9.00%	9.85%	9.63%	9.74%
AIoT 及其他						
收入（亿元）	2.86	16.23	46.72	64.12	85.01	110.43
增速	-	466.53%	187.93%	37.23%	32.58%	29.91%
毛利（亿元）	72.92	327.57	714.30	961.73	1275.08	1656.42
增速	-	349.21%	118.06%	34.64%	32.58%	29.91%
毛利率	25.46%	20.19%	15.29%	15.00%	15.00%	15.00%
汽车及工业产品						
收入（亿元）	5.94	8.17	15.62	24.11	38.02	59.31
增速	-	37.57%	91.09%	54.33%	57.71%	56.02%
毛利（亿元）	0.67	1.50	3.00	4.82	7.98	13.05
增速	-	124.76%	100.14%	60.76%	65.59%	63.45%
毛利率	11.22%	18.33%	19.20%	20.00%	21.00%	22.00%
其他						
收入（亿元）	30.36	25.40	51.07	61.29	73.55	88.26
增速	-	-16.33%	101.10%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利（亿元）	5.35	7.27	11.14	13.90	17.92	20.26
增速	-	35.78%	53.30%	24.80%	28.91%	13.04%
毛利率	17.63%	28.61%	21.81%	22.68%	24.36%	22.95%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

未来 3 年业绩预测

表4：公司未来 3 年盈利预测表（单位：亿元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	926.46	853.38	1098.78	1394.46	1690.14	1951.29
YoY	-	-7.89%	28.76%	26.91%	21.20%	15.45%
营业成本	835.24	756.69	996.57	1262.29	1529.90	1764.20
销售费用	2.07	2.38	2.17	2.79	3.38	3.90
管理费用	19.65	21.67	22.91	27.89	33.80	39.03
研发费用	50.47	45.48	51.56	62.75	76.06	87.81
财务费用	-3.28	-0.96	-3.32	0.92	-0.25	-0.65
营业利润	28.04	28.31	30.22	38.24	45.57	55.09
利润总额	28.00	28.34	30.34	38.27	45.63	55.16
归母净利润	25.64	27.07	29.26	36.91	44.00	53.20
YoY	-	5.59%	8.10%	26.13%	19.21%	20.90%
EPS（元）	3.93	3.97	2.89	3.63	4.33	5.24
ROE（%）	20.70%	12.97%	12.98%	14.83%	15.89%	17.12%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别同比增长 26.9%/21.2%/15.5% 至 1394.46/1690.14/1951.29 亿元，对应综合毛利率为 9.5%/9.5%/9.6%。我们预

计 2025-2027 年公司期间费用率为 6.8%/6.7%/6.7%；预计 2025-2027 年公司归母净利润分别同比增长 26.1%/19.2%/20.9%至 36.91/44.00/53.20 亿元。

盈利预测的情景分析

我们对盈利预测进行情景分析，以前述假设为**中性情形**，则预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 36.91/44.00/53.20 亿元。

悲观情形：若行业及公司出现不可预知的负面变化，假设公司营收增长率、股利分配比率较中性情形下降 2%，营业成本占比、管理费用率、研发费用率、销售费用率、营业税及附加占比、所得税税率较中性情形上升 2%，则预计公司 2025-2027 年归母净利润为 10.52/11.66/15.42 亿元，较中性情形下预测值 36.91/44.00/53.20 亿元低出 71.5%/73.5%/71.0%。

乐观情形：若行业及公司出现不可预知的正面变化，假设公司营收增长率、股利分配比率较中性情形上升 2%，营业成本占比、管理费用率、研发费用率、销售费用率、营业税及附加占比、所得税税率较中性情形下降 2%，则预计公司 2025-2027 年归母净利润为 63.56/76.88/91.79 亿元，较中性情形下预测值 36.91/44.00/53.20 亿元高出 72.2%/74.7%/72.5%。

表5：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乐观预测					
营业收入(百万元)	85,338	109,878	140,037	170,325	197,168
(+/-%)	-7.9%	28.8%	27.4%	21.6%	15.8%
毛利率	11.3%	9.3%	11.3%	11.3%	11.4%
净利润(百万元)	2707	2926	6356	7688	9179
(+/-%)	5.6%	8.1%	117.2%	21.0%	19.4%
摊薄 EPS	3.74	2.88	6.26	7.57	9.04
中性预测					
营业收入(百万元)	85,338	109,878	139,446	169,014	195,129
(+/-%)	-7.9%	28.8%	26.9%	21.2%	15.5%
毛利率	11.3%	9.3%	9.5%	9.5%	9.6%
净利润(百万元)	2707	2926	3691	4400	5320
(+/-%)	5.6%	8.1%	26.1%	19.2%	20.9%
摊薄 EPS(元)	3.74	2.88	3.63	4.33	5.24
悲观预测					
营业收入(百万元)	85,338	109,878	138,854	167,708	193,103
(+/-%)	-7.9%	28.8%	26.4%	20.8%	15.1%
毛利率	11.3%	9.3%	7.7%	7.7%	7.8%
净利润(百万元)	2707	2926	1052	1166	1542
(+/-%)	5.6%	8.1%	-64.1%	10.8%	32.3%
摊薄 EPS	3.74	2.88	1.04	1.15	1.52
总股本(百万股)	724	1,016	1,016	1,016	1,016

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

公司主要从事智能硬件产品的研发设计、生产制造和运营服务，产品线涵盖智能手机、笔记本电脑、平板电脑、智能穿戴、AIoT 产品及服务器等智能硬件产品。考虑公司的业务特点，我们采用相对估值法来估算公司的合理估值区间。

相对估值：合理估值区间 87.20-94.46 元

我们选择闻泰科技、龙旗科技、立讯精密、歌尔股份、浪潮信息、光弘科技作为公司的可比公司。其中：

闻泰科技是集研发设计和生产制造于一体的半导体、产品集成企业，为全球主流品牌提供半导体、新型电子元器件、智能手机、平板电脑、笔记本电脑、智能硬件、IoT 模块、家电、汽车电子等产品研发设计和生产制造服务，包括新产品开发、ID 设计、结构设计、硬件研发、软件研发、生产制造、供应链管理。

龙旗科技是从事智能产品研发设计、生产制造、综合服务的科技企业，属于智能产品 ODM 行业，为全球头部消费电子品牌商和领先科技企业提供专业的智能产品综合服务，形成了涵盖智能手机、AI PC、汽车电子、平板电脑、智能手表/手环、TWS 耳机、MR/AR/AI 眼镜的产品布局。

立讯精密是精密制造领域的领军企业，主要从事消费电子、通信及数据中心、汽车、医疗等领域相关零组件、模组及系统集成业务，致力于为客户提供一站式多品类核心零部件、模组及系统级产品。

歌尔股份为客户提供精密零组件和智能硬件整机的垂直整合产品解决方案，以及相关设计研发和生产制造服务，主营业务包括精密零组件业务、智能声学整机业务和智能硬件业务，主要产品包括声学、光学、微电子、结构件等精密零组件，以及 VR/AR/MR、智能无线耳机、智能可穿戴、智能家用电子游戏机及配件、智能家居等智能硬件产品。

浪潮信息是全球领先的 IT 基础设施产品、方案和服务提供商，为客户提供云计算、大数据、人工智能等各类创新 IT 产品和解决方案。算力方面，公司发展新一代以系统为核心的计算架构，打造开放、多元、绿色、智能的元脑智算产品和方案，为人工智能的创新和应用，提供强大算力平台

光弘科技是国内领先的 EMS 企业，终致力于打造全球一流的电子制造平台，主营业务为专业从事消费电子类、网络通讯类、汽车电子、新能源类等电子产品的半成品及成品组装，主要产品包括消费电子类（智能手机、平板电脑）、汽车电子类、网络通讯类、物联网、新能源等电子产品。

我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 36.91/44.00/53.20 亿元，参考可比公司 Wind 一致预期下 2025 年 PE 均值（25.90 倍），考虑到公司在全球 ODM 行业中的领先优势，在当前人工智能、云计算、5G 高速发展过程中对于数据中心产品特别是 AI 服务器、笔记本电脑特别是 AI PC、智能手机特别是 AI 手机带来的增长空间，给予公司 2025 年 24-26 倍预期 PE，对应公司合理估值区间为 886-960 亿元，对应 87.20-94.46 元/股。

表6: 可比公司估值比较 (股价截至 2025 年 4 月 30 日)

代码	简称	股价 (原始货币)	EPS(原始货币)				CAGR (24-27E)	PE(倍)				PEG (2025E)	总市值 (亿原始货币)
			2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E		
603296	华勤技术	66.00	2.88	3.63	4.33	5.24	22.0%	22.91	18.17	15.24	12.60	0.82	670
	可比公司												
600745	闻泰科技	34.67	-2.28	1.89	2.43	2.59	46.4%	-15.21	18.34	14.29	13.37	0.40	431
603341	龙旗科技	40.87	1.10	1.89	2.42	-	-100.0%	37.15	21.66	16.87	-	-0.22	190
002475	立讯精密	30.85	1.86	2.35	2.86	3.38	22.0%	16.59	13.13	10.77	9.14	0.60	2236
002241	歌尔股份	21.18	0.79	1.02	1.25	1.46	22.6%	26.81	20.79	16.94	14.53	0.92	739
000977	浪潮信息	50.85	1.56	2.07	2.53	3.04	25.0%	32.66	24.62	20.13	16.74	0.99	749
300735	光弘科技	24.68	0.36	0.43	0.62	-	-100.0%	68.56	56.88	40.13	-	-0.57	189
	可比公司平均		0.56	1.61	2.02	2.62	-14.0%	27.76	25.90	19.86	13.45	0.35	-

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测 注: 可比公司盈利预测均基于 Wind 一致预期

投资建议: 目标价 87.20-94.46 元, 首次覆盖给予“优于大市”评级

我们看好公司在智能硬件 ODM 行业中的领先地位, 认为有能力构建硬件生态协同的 ODM 在产业链的价值优势会更加显著, 同时看好人工智能、云计算、5G 高速发展对于 AI 服务器、AI PC、AI 智能手机、智能穿戴、AIoT 等带来的增长机会。综合上述相对估值, 我们认为公司估值的合理区间为 886-960 亿元, 对应 87.20-94.46 元/股, 首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了相对估值方法得出公司的合理估值在 87.20-94.46 元之间，但该估值是建立在较多假设前提基础上的计算而来的，特别是对可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险。具体来说，相对估值法中我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，通过 PE 估值的方式得到相对估值法下公司估值的合理区间，如果市场整体风险偏好发生变化、估值中枢向下调整，公司有可能面临估值下调的风险。

盈利预测的风险

在盈利预测中，我们看好公司在智能硬件 ODM 行业中的领先地位，同时看好人工智能、云计算、5G 高速发展对于 AI 服务器、AI PC、AI 智能手机、智能穿戴、AIoT 等带来的增长机会，因此预计 2025-2027 年公司营业收入分别同比增长 26.9%/21.2%/15.5%至 1394.46/1690.14/1951.29 亿元，归母净利润分别同比增长 26.1%/19.2%/20.9%至 36.91/44.00/53.20 亿元。如果这些盈利预测的假设条件不成立，我们的盈利预测存在出现偏差的风险。

经营风险

1、行业周期风险。公司主要从事智能硬件产品的研发设计、生产制造和运营服务。智能硬件产品本身虽不具备明显的行业周期性，但作为公司主营业务占比较高的消费电子产品，不可避免地会受到宏观经济景气度的影响。近年来，受国际贸易摩擦等因素的影响，全球宏观经济环境呈现出明显的周期性波动，消费电子行业中智能手机的市场容量增速出现放缓趋势。若未来全球经济发生衰退，将对公司所处行业造成不利影响。

2、产品研发风险。为始终保持行业竞争力，公司需要持续进行技术创新与研发投入，不断进行新兴技术方案与新品类产品的开发设计，公司当前的产品研发方向符合全球智能硬件领域的发展趋势与国家重大产业布局的指导方向。随着大数据、万物互联、云计算、人工智能等新技术的不断发展与落地，智能硬件的技术与产品也在不断升级迭代。由于消费电子行业产品品类拓展和更新速度较快，若公司的产品研发、技术方向与市场趋势不符，或公司未来研发资金投入不足，公司可能会浪费研发与生产资源并错失市场机遇，进而对未来公司的经营业绩造成不利影响。

3、技术迭代风险。智能硬件属于消费电子产品，技术更新迭代速度较快。当前，随着 5G 通信、嵌入式软件开发、多摄技术、健康监测技术和人工智能技术的不断发展，智能硬件的功能也在逐步丰富、强大。若未来公司的技术迭代速度落后于行业竞争对手，或公司的技术方向偏离市场主流发展趋势，公司的持续盈利能力将受到不利影响。

4、国际贸易摩擦及政策限制风险。公司一直有较为稳定的境外业务，近年来公司境外销售收入占主营业务收入的比例维持在 50%左右，并有部分原材料需要向境外供应商采购。随着国际市场经济形势波动加大、竞争越来越激烈，部分国家之间出于政治因素，针对性地进行国际贸易保护，通过提高关税、限制进出口等方式进一步加强贸易壁垒，可能导致公司部分原材料出现供给受限等情况，亦可能影响到公司产品出口国家和地区下游客户对公司产品的需求。因此，如果未来部

分国家或地区对公司的主要产品出口实行新的贸易保护主义政策和措施，将影响公司的产品出口或原材料进口，进而对公司的经营业绩产生不利影响。

市场风险

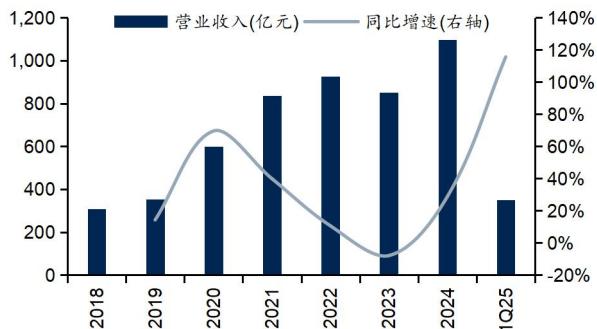
1、主要原材料价格波动的风险。公司采购的主要原材料包括电子元器件、结构器件和包装材料等。报告期内，公司原材料成本占主营业务成本的比例较高，对公司营业成本和盈利能力影响较大。未来如果因为宏观经济形势变化、地缘政治、上游产能供给、供应商经营策略调整、不可抗力等因素导致公司采购的主要原材料采购价格发生大幅波动或出现原材料产能紧张、供应短缺甚至停止供应等情形，公司的经营状况和盈利水平将可能受到不利影响。

2、ODM 市场规模下滑的风险。智能硬件属于消费电子产品，受消费电子行业周期影响较大。若未来宏观经济环境或消费电子行业环境发生波动，消费者对消费电子产品需求减少，或由于客户调整产品战略，例如采用 In-house 模式自行研发设计或生产制造，减少或停止委外研发或制造，公司可能面临市场规模下滑风险。

3、市场竞争风险。近年来，智能硬件产品在全球范围内迅速普及，行业竞争激烈，品牌厂商对 ODM 公司研发生产能力的要求逐渐提高。ODM 公司若未能及时跟上行业发展的技术趋势，可能会丧失部分高端产品订单。同时，部分 EMS 厂商与关键零部件制造商也在近些年逐步涉足 ODM 领域，也使下游客户对公司的商业模式、技术能力、供应链管理、产品质量、产品成本、服务响应效率等方面提出更高的要求。如果公司不能在激烈的市场竞争环境中始终保持自身的竞争优势，可能会对公司的经营业绩产生不利影响。

4、汇率波动风险。公司在海外多个国家和地区开展经营，并建立了全球化的供应链体系，因此存在一定比例的境外销售和部分原材料境外采购，公司境外销售和部分原材料境外采购，主要以美元结算。未来若汇率出现大幅波动，可能会对公司经营业绩产生不利影响。

图13: 公司营业收入及增速 (亿元, %)



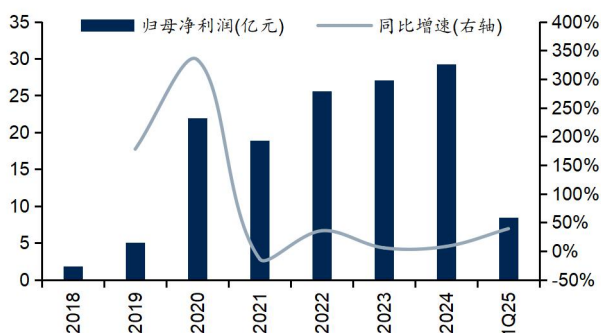
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 公司分季度营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图15: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)



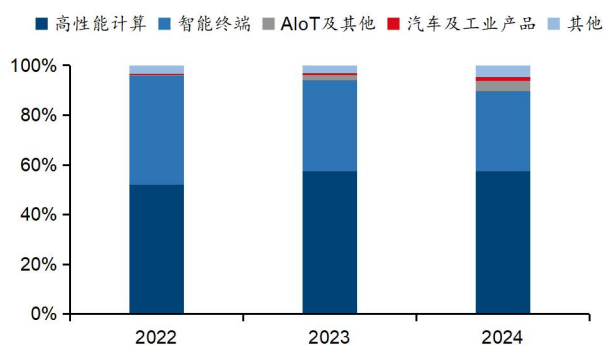
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 公司分季度归母净利润及增速 (亿元, %)



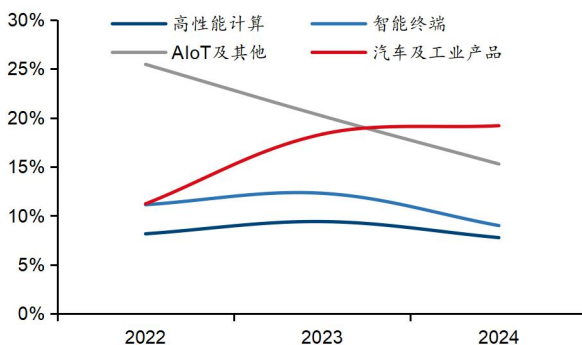
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图17: 公司分产品营收占比



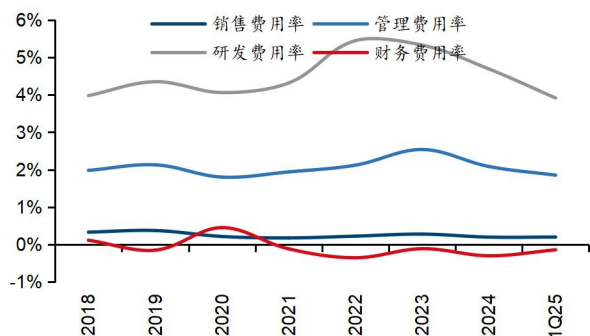
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图18: 公司分产品毛利率 (%)



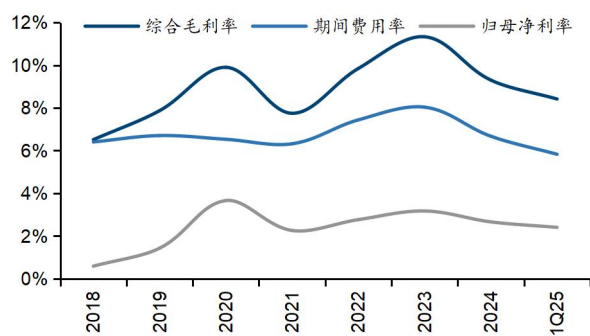
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图19：公司费用率



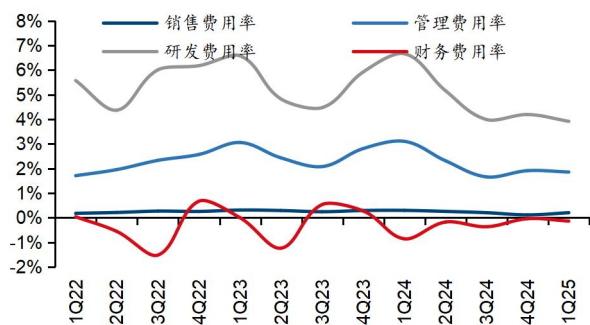
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图20：公司毛利率、净利率、费用率（%）



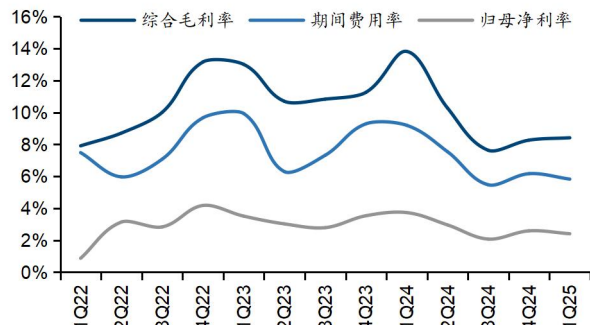
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图21：公司分季度费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图22：公司分季度毛利率、净利率、费用率（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	12756	13653	13254	15975	17713	营业收入	85338	109878	139446	169014	195129
应收款项	14777	26283	26370	33885	40899	营业成本	75669	99657	126229	152990	176420
存货净额	4344	11476	10420	13039	16659	营业税金及附加	294	337	410	533	596
其他流动资产	1480	2743	2987	3591	4399	销售费用	238	217	279	338	390
流动资产合计	36134	56222	55119	68597	81798	管理费用	2167	2291	2861	3452	3974
固定资产	7627	9560	10761	11802	12734	研发费用	4548	5156	6275	7606	8781
无形资产及其他	1179	1791	1720	1648	1576	财务费用	(96)	(332)	92	(25)	(65)
其他长期资产	5423	7076	7076	7076	7076	投资收益	4	262	45	104	137
长期股权投资	1147	1648	1832	2031	2326	资产减值及公允价值变动	(25)	(316)	(32)	(124)	(157)
资产总计	51510	76297	76506	91154	105510	其他收入	333	525	510	456	497
短期借款及交易性金融负债	4930	9313	5655	6633	7201	营业利润	2831	3022	3824	4557	5509
应付款项	21634	37281	39083	49563	59324	营业外净收支	2	12	3	6	7
其他流动负债	1862	3075	3460	4228	5057	利润总额	2834	3034	3827	4563	5516
流动负债合计	28426	49669	48199	60423	71582	所得税费用	178	121	152	182	219
长期借款及应付债券	1345	2473	1731	1212	848	少数股东损益	(51)	(13)	(16)	(19)	(23)
其他长期负债	896	1231	1316	1473	1665	归属于母公司净利润	2707	2926	3691	4400	5320
长期负债合计	2241	3704	3047	2684	2513	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	30667	53373	51245	63108	74095	净利润	2655	2914	3675	4381	5297
少数股东权益	(23)	381	371	359	344	资产减值准备	(43)	85	40	14	14
股东权益	20866	22543	24890	27688	31071	折旧摊销	933	1059	978	1162	1309
负债和股东权益总计	51510	76297	76506	91154	105510	公允价值变动损失	25	316	32	124	157
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(96)	(332)	92	(25)	(65)
每股收益	3.74	2.88	3.63	4.33	5.24	营运资本变动	(1232)	(4274)	3037	681	(644)
每股红利	0.24	1.05	1.32	1.58	1.91	其它	1606	1609	(126)	17	59
每股净资产	28.81	22.19	24.50	27.25	30.58	经营活动现金流	3850	1376	7727	6355	6127
ROIC	33%	26%	32%	41%	47%	资本开支	(1465)	(2067)	(2178)	(2271)	(2341)
ROE	13%	13%	15%	16%	17%	其它投资现金流	(1860)	(1553)	(204)	(220)	(316)
毛利率	11%	9%	9%	9%	10%	投资活动现金流	(3325)	(3619)	(2382)	(2491)	(2656)
EBIT Margin	3%	2%	2%	2%	3%	权益性融资	(235)	74	0	0	0
EBITDA Margin	4%	3%	3%	3%	3%	负债净变化	(2041)	1128	(742)	(519)	(364)
收入增长	-8%	29%	27%	21%	15%	支付股利、利息	(176)	(1066)	(1344)	(1602)	(1937)
净利润增长率	6%	8%	26%	19%	21%	其它融资现金流	7889	3211	(3658)	978	568
资产负债率	59%	70%	67%	70%	71%	融资活动现金流	5437	3348	(5744)	(1144)	(1733)
息率	0.3%	1.6%	2.0%	2.4%	2.9%	现金净变动	5728	1195	(399)	2720	1738
P/E	17.7	22.9	18.2	15.2	12.6	货币资金的期初余额	4503	10231	11425	11027	13747
P/B	2.3	3.0	2.7	2.4	2.2	货币资金的期末余额	10231	11425	11027	13747	15485
EV/EBITDA	23.4	36.7	27.1	24.8	22.5	企业自由现金流	0	(3152)	5094	3506	3094
						权益自由现金流	0	1188	606	3988	3360

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032