

华勤技术 (603296.SH)

全球领先的平台型 ODM，品类扩张与卓越品质助力成长

买入 (首次评级)

当前价格: 76.14 元
目标价格: 91.21 元

投资要点:

➤ **手机 IDH 起家，逐步成长为全球领先的平台型 ODM 企业。**

华勤技术成立于 2005 年，由功能手机 IDH 业务转型进入 ODM 领域，产品由功能机逐步向智能手机、平板电脑、笔记本电脑、智能穿戴、AIOT 等品类延伸，目前已成为全球头部的平台型 ODM 企业，根据 Counterpoint 数据显示，2021 年华勤技术在全球“智能硬件三大件”（智能手机、笔记本电脑以及平板电脑）出货量超 2 亿台，在智能硬件 ODM/IDH 行业位居全球第一。此外，公司在 2017 年起前瞻布局数据中心与汽车电子业务，不断拓展业务版图，致力于打造以智能手机、笔记本电脑为基石的“2+N+3”硬件平台，不断为公司成长增添新鲜血液。

➤ **AI 有望成为终端迭代的重要驱动力，消费电子或迎复苏成长共振，数据中心、汽车电子蓬勃发展。**

2023 年谷歌、高通、联发科等全球各大 SoC 厂商积极推出具备更高 AI 性能的芯片，AI 有望为智能手机更新迭代增添动能。PC 领域，据 IDC 数据显示，2023Q3 全球 PC 出货量环比增长 11%，PC 行业已出现复苏向好迹象，搭载 AI 技术的 PC 上市有望大幅提升用户体验，或将引发新一轮换机潮。根据 Canalsys 的预测，到 2027 年，全球兼容 AI 个人电脑的出货量预计将超过 1.75 亿台，占总个人电脑出货量的 60% 以上。AI 大模型的兴起和大数据时代的到来，迅速推升了模型计算的数据量，AI 服务器市场规模不断提升。据 IDC 预计，全球人工智能硬件市场规模将从 2022 年的 195 亿美元增长到 2026 年的 347 亿美元，五年复合增长率达 17.3%。得益于中国持续推进新能源汽车产业的发展，新能源汽车行业进入高速发展期，驱动汽车电子行业蓬勃发展。

➤ **ODM 行业向头部聚焦，公司凭借优质产品、强研发实力及高效运营占领一席之地。**

随着智能手机市场竞争加剧，产业链分工进一步细化，品牌商采用 ODM 模式逐渐成为智能手机行业的制造趋势之一，ODM 行业规模效应显著，头部厂商有望持续受益于 ODM 制造渗透率的提升。公司深耕智能硬件 ODM 行业十余年，在智能手机领域已成为三星、OPPO、VIVO、小米等国内外知名终端厂商的供应商，在 PC 领域突破台系厂商垄断，成功切入联想、宏碁、华硕等终端厂商供应链，凭借卓越的品质在客户群体中积累了优秀的口碑，为进军汽车电子、服务器等新领域打下了坚实的基础。此外，公司研发实力强劲，上海、东莞、西安、南昌、无锡五大研发中心驱动产品品类多元拓展，全球化生产布局、先进制造能力及高效运营助力公司盈利能力上行。

➤ **盈利预测与投资建议:**

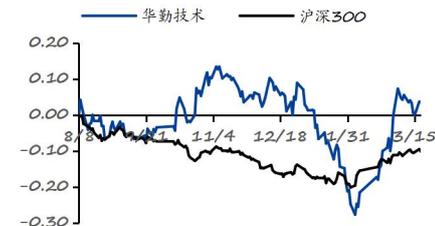
我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 851.31/979.15/1120.90 亿元，对应归母净利润分别为 26.77/30.09/34.19 亿元。当前股价对应 PE 分别为 20.6/18.4/16.2 倍。我们选取消费电子制造企业作为可比公司，参考可比公司 2024 年调整后平均 PE，根据相对估值法并给予一定估值溢价，我们给予公司 2024 年 22 倍 PE，对应目标价 91.21 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ **风险提示:** 行业周期风险、ODM 市场规模下滑风险、市场竞争风险、原材料价格上涨及短缺风险、汇率波动风险、募投项目实施风险。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	725.80/61.55
流通 A 股市值(百万元)	4,686.79
每股净资产(元)	27.71
资产负债率(%)	65.64
一年内最高/最低价(元)	85.25/50.85

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 杨钟(S0210522110003)
YZ3979@hfzq.com.cn
分析师: 赵心怡(S0210523050004)
zxy30115@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	83,759	92,646	85,131	97,915	112,090
增长率	40%	11%	-8%	15%	14%
净利润(百万元)	1,893	2,564	2,677	3,009	3,419
增长率	-14%	35%	4%	12%	14%
EPS(元/股)	2.61	3.53	3.69	4.15	4.71
市盈率(P/E)	29.2	21.6	20.6	18.4	16.2
市净率(P/B)	5.8	4.5	2.7	2.3	2.0

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



投资要件

关键假设

(1) 随着消费电子产业链分工持续细化，未来品牌商采用 ODM 模式逐渐成为智能手机行业的制造趋势之一，我们假设 2023-2025 年智能手机 ODM 模式出货量渗透率为 37%/38%/40%；笔记本、平板电脑行业发展较为成熟，产业链分工明确、完善，更新迭代幅度较小，我们假设 2023-2025 年笔记本电脑 ODM 模式出货量渗透率为 87%/88%/88%，平板电脑 ODM 模式出货量渗透率为 94%/94%/95%。

(2) 根据 Counterpoint 数据，2022 年全球智能手机 ODM 企业中华勤技术市占率为 28%，2023-2025 年全球智能手机行业缓慢复苏，我们假设公司市占率保持 28% 的水平；公司笔电业务仍处于快速放量阶段，预计市场份额将持续提升，假设 2023-2025 年公司市占率为 5.02%/6.02%/7.02%；平板电脑市场需求疲软，市场竞争或加剧，出于审慎考虑，我们假设 2023-2025 年公司市占率稳定在 20.6%。

(3) 智能手机产品，随着客供料比例提升，我们预测 2023 年公司手机产品单价有所下滑，2024-2025 年，若高端 5G 手机产品占比提高，单价有望持续回升；我们认为公司笔电业务仍处于快速上量期，伴随新产品放量，假设产品单价在 2022 年基础上稳步提升至 2025 年的 2390 元/台；平板电脑市场需求走弱，出货单价或有所承压，假设 2023-2025 年平板单价维持在 470 元/台。

我们区别于市场的观点

市场认为智能手机行业已步入存量竞争时代，公司智能手机 ODM 业务增长乏力，制约公司规模成长。我们认为伴随智能手机产业链分工进一步细化，品牌商采用 ODM 模式逐渐成为智能手机行业的制造趋势之一，在智能手机行业整体景气度平平的市场环境下，ODM 模式渗透率有望持续提升，叠加 ODM 出货的单机价值量提升，驱动公司智能手机 ODM 业务稳步扩张。同时公司不断扩展业务版图，PC 业务突破台系厂商垄断不断放量，平板电脑、AIOT、智能穿戴业务不断挖掘客户需求，服务器业务经过多年的研发和积淀，已逐步进入收获期，汽车电子业务有望成为下一个业绩增长极，公司整体产品结构不断升级，非手机业务占比有望持续提升，长期来看成长动力十足。

股价上涨的催化因素

智能手机 ODM 产品需求超预期、PC 业务放量超预期、服务器产品放量超预期、汽车电子业务推进进度超预期。

估值和目标价格

我们选取消费电子制造企业中立讯精密、歌尔股份、工业富联、春秋电子、光弘科技、传音控股、闻泰科技作为可比公司。我们认为公司基本盘智能手机 ODM 业务将持续受益于产业链分工细化、ODM 模式渗透率提升及 ODM 出货单机价值量提升，叠加公司笔电业务持续放量，平板电脑、AIOT、智能穿戴业务不断突破，服务器、汽车电子业务有望成为下一个业绩增长极，打开公司业绩增长天花板。参考可比公司 2024 年调整后平均 PE，根据相对估值法并给予一定估值溢价，我们给予公司 2024 年 22 倍 PE，对应目标价 91.21 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

投资风险

行业周期风险、ODM 市场规模下滑风险、市场竞争风险、原材料价格上涨及短缺风险、汇率波动风险、募投项目实施风险。



正文目录

1 华勤技术：深耕智能硬件 ODM 行业，实现行业全域覆盖	5
1.1 营收规模稳步提升，盈利能力有望持续上行	7
2 消费电子产品 ODM 出货量占比提升，行业规模效应显著	8
2.1 “ODM=EMS+IDH”	8
2.2 产业链分工进一步细化，智能手机 ODM 行业量价齐升	9
2.3 新老厂商角逐 PC 市场份额，“三巨头”平板电脑市场再占鳌头	11
2.4 AIoT 迅速崛起，ODM 厂商强势入局	12
3 AI 助力下消费电子或迎复苏成长共振，数据中心、汽车电子蓬勃发展	12
3.1 智能手机、PC 有望边际改善，AIoT 市场潜力巨大	12
3.2 AI 时代算力需求井喷，服务器需求持续释放	15
3.3 新能源汽车高速发展，汽车电子市场规模稳步增长	16
4 研发基因+高效运营，打造多品类卓越品质	17
4.1 产品覆盖面广，品类持续拓展	17
4.2 客户资源丰富，积累优秀口碑	19
4.3 IDH 起家，深埋研发基因，研发实力强劲	20
4.4 精耕细作，高运营效率	21
4.5 项目投产产能增加，助力开拓新产品市场	22
5 盈利预测与投资建议	23
5.1 盈利预测	23
5.2 投资建议	24
6 风险提示	25

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司业务版图持续扩张	5
图表 3: 公司股权结构（截止 2023Q3）	6
图表 4: 公司高级管理人员	6
图表 5: 2020-2023 年前三季度年公司营业收入	7
图表 6: 2020-2023 年前三季度公司归母净利润	7
图表 7: 2020-2023 年前三季度公司毛利率及净利率水平	8
图表 8: 2020-2023 年前三季度公司各项费用率水平	8
图表 9: 2020-2022 年公司各产品线自有产能	8
图表 10: 2020-2022 年公司各产品线产能利用率	8
图表 11: ODM、EMS、IDH 模式特征对比	9
图表 12: ODM 产业链	9
图表 13: 2023H1 全球智能手机 ODM/IDH 厂商市场格局	10
图表 14: 2015-2022 年全球智能手机 ODM/IDH 厂商出货量及其渗透率	10
图表 15: 2015-2021 年全球智能手机 ODM/IDH 厂商市场销售额及 ASP	10
图表 16: 主流手机厂商委外 ODM 的 5G 型号举例	10
图表 17: 2015-2021 年全球 PC 和平板电脑 ODM/EMS 厂商出货量及其渗透率	11
图表 18: 2020 年全球 PC ODM/EMS 厂商市场份额	12
图表 19: 2020 年全球平板电脑 ODM/EMS 厂商市场份额	12
图表 20: 2022 年全球智能手表 ODM/EMS 厂商市场份额	12
图表 21: 2022H1 年 TWS ODM/EMS 厂商市场份额	12
图表 22: 21Q2-23Q3 全球与中国智能手机出货量及 YOY	13
图表 23: 智能手机芯片及终端厂商纷纷布局 AI 大模型	13
图表 24: 21Q2-23Q3 全球 PC 出货量及 YOY	14
图表 25: 2020-2030 年 AI PC 市场预测	14
图表 26: 2015-2021 年全球智能手表与 TWS 耳机出货量及 YOY	15
图表 27: 23Q2 全球 TWS 耳机分地区市场份额	15



图表 28:	2010-2025 全球数据量	16
图表 29:	中国智能算力规模及预测	16
图表 30:	2020-2026 年全球人工智能服务器市场规模 (美元)	16
图表 31:	2017-2023 年中国新能源汽车产销量 (万辆)	17
图表 32:	2017-2023 年中国汽车电子市场规模 (亿元)	17
图表 33:	华勤技术 ODM 核心能力	17
图表 34:	华勤技术打造“2+N+3”硬件平台	18
图表 35:	华勤技术服务器及汽车电子相关产品	19
图表 36:	华勤智能硬件“三大件”客户体系	20
图表 37:	华勤主要客户合作产品品类	20
图表 38:	2022 年华勤与同业公司在营业收入、研发费用、研发费用率、研发人员方面情况	20
图表 39:	华勤在研项目应用领域情况	21
图表 40:	2020-2023 年前三季度华勤与同业公司研发费用率	21
图表 41:	“三巨头”应收账款周转率 (次)	22
图表 42:	“三巨头”存货周转率 (次)	22
图表 43:	“三巨头”毛利率 (%)	22
图表 44:	“三巨头”净利率 (%)	22
图表 45:	2020-2022 年华勤与同业公司销售费用率	22
图表 46:	2020-2022 年华勤与同业公司管理费用率	22
图表 47:	华勤募投项目情况	23
图表 48:	公司业绩拆分预测表	24
图表 49:	可比公司估值表	25
图表 50:	财务预测摘要	26

1 华勤技术：深耕智能硬件 ODM 行业，实现行业全域覆盖

华勤技术成立于 2005 年，经过 18 年的探索和发展，华勤技术从成立之初的以研发设计为主的 IDH 业务模式逐步发展到目前集研发设计与生产制造为一体的 ODM 业务模式，并由手机单一产品逐步发展为以智能手机为主，笔记本电脑、平板电脑、智能穿戴、AIoT 产品及服务器共生发展的多品类智能硬件平台。

公司与三星、OPPO、小米、vivo、亚马逊、联想、宏碁、华硕、索尼等全球智能硬件知名品牌企业建立了稳定的上下游合作关系。根据 Counterpoint 及公司销量数据，华勤技术在不同计算口径下均排名全球前列。以全球个人及家庭渗透率最高且为引领消费电子终端主力军，行业俗称“智能硬件三大件”的智能手机、笔记本电脑以及平板电脑统计，2021 年华勤技术全球“智能硬件三大件”出货量超 2 亿台，在智能硬件 ODM/IDH 行业位居全球第一。

图表 1：公司发展历程

发展阶段	业务发展情况
第一阶段 (2005—2009)	华勤技术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。
第二阶段 (2010—2014)	华勤技术在完成了初期阶段的经验积累后，成功抓住 2G 制式转 3G 制式、国内智能手机崛起的风口，完成了产品结构从功能手机到智能手机的迭代，并顺势拓展了平板电脑市场。
第三阶段 (2015—2019)	2015 年至 2019 年，华勤技术逐渐进入快速发展期，依靠在智能手机、平板电脑等智能硬件领域积累的研发经验、制造经验和客户口碑，公司产品线逐渐丰富，逐渐完善了多品类 ODM 业务模式。
第四阶段 (2020—至今)	2020 年至今，华勤技术紧密围绕公司战略，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。

数据来源：华勤技术招股书，华福证券研究所

目前，公司已经形成了智能手机为主，笔记本电脑、平板电脑、智能穿戴、AIoT 产品及服务器全面发展的多品类产品结构，发展为国际领先的多品类智能硬件 ODM 厂商。公司以智能手机为核心，充分利用公司在智能手机等业务领域中积累的强大的研发能力、制造能力、供应链能力、质量管控能力，发挥成本、规模等优势，致力于打造 2+N+3 (“智能手机+笔记本电脑”+“消费类电子产品”+“企业级数据中心产品+汽车电子产品+软件”) 的产品矩阵，扩展 ODM 业务版图。

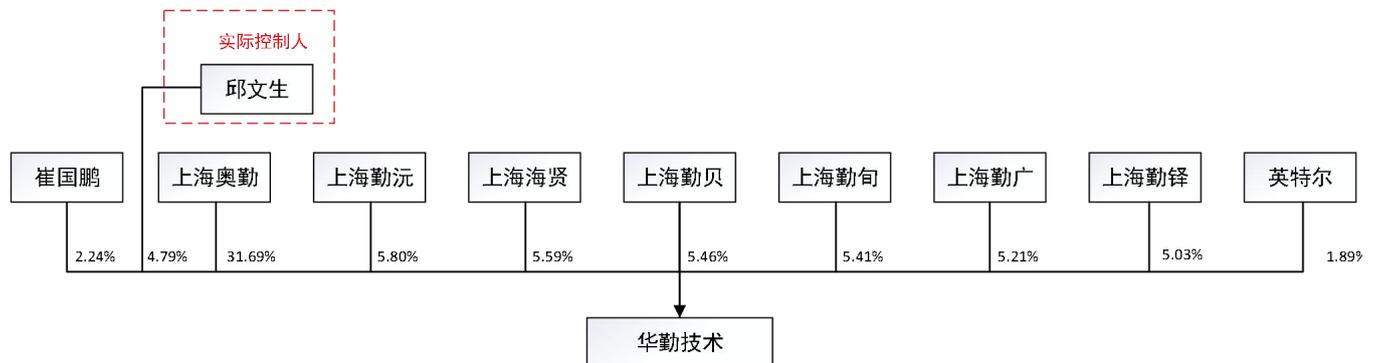
图表 2：公司业务版图持续扩张



数据来源：华勤技术招股书，华福证券研究所



公司创始人邱文生先生直接持有公司 4.79% 的股份，通过上海奥勤、上海海贤间接持有 31.69% 和 5.80% 的股份，崔国鹏持有 2.24% 的股份。英特尔为全球最大的半导体芯片制造商，持有公司 1.89% 的股权。

图表 3: 公司股权结构 (截止 2023Q3)


数据来源: Choice, 华福证券研究所

图表 4: 公司高级管理人员

姓名	职位	个人履历
邱文生	董事长、总经理	1998 年 7 月至 2005 年 8 月于中兴通讯股份有限公司历任软件工程师、手机软件部部长、手机系统部部长、全球移动通讯系统手机产品线总经理；2005 年 8 月至 2020 年 11 月历任华勤技术有限公司总经理、董事长；2020 年 11 月至今任公司董事长、总经理。
吴振海	董事、副总经理、流程与 IT 体系 SVP	2006 年 1 月至 2020 年 11 月历任华勤技术有限公司副总裁、高级副总裁、副总经理、董事等，先后负责研发体系、质量体系、技术中心、创新产品实验室、流程与 IT 体系；2020 年 11 月至今任公司董事、副总经理，现任公司流程与 IT 体系 SVP。
邓治国	董事、副总经理	2004 年 4 月至 2005 年 7 月于希姆通信息技术(上海)有限公司任工程师；2005 年 9 月至 2023 年 10 月于公司历任工程师、总监、事业部总经理等。
奚平华	董事、财务负责人，财经体系 SVP	2010 年 12 月至 2020 年 11 月历任华勤技术有限公司职能体系副总裁、财经体系高级副总裁等；2020 年 11 月至今任公司董事、财务负责人，现任公司财经体系 SVP。
邹宗信	董事、副总经理、XBG 体系 SVP	2006 年 1 月至 2020 年 11 月历任华勤技术有限公司市场总监、事业部总经理、供应链高级副总裁、营销体系高级副总裁等；2020 年 11 月至今任公司董事、副总经理、XBG 体系 SVP。
张文国	副总经理、CBG 中心 SVP	2005 年 9 月至 2020 年 11 月历任华勤技术有限公司软件经理、软件与产品部门总监、质量体系与采购体系副总裁、计算事业群高级副总裁等；2020 年 11 月至今任公司副总经理、CBG 中心 SVP。
王仕超	副总经理、运营中心 SVP	2010 年 3 月至 2020 年 11 月历任华勤技术有限公司软件总监、产品总监、项目总监、计划总监、运营体系副总裁、运营中心高级副总裁等；2020 年 11 月至今任公司副总经理、运营中心 SVP。
廉明	副总经理、营销体系 SVP	2010 年 11 月至 2020 年 11 月于华勤技术有限公司历任市场总监、事业部总经理；2020 年 11 月至今任公司副总经理、营销体系 SVP。
聂志刚	副总经理、第六产品事业部 SVP	2006 年 8 月至 2020 年 11 月历任华勤技术有限公司项目总监、产品总监、质量体系副总裁、事业部总经理等；2020 年 11 月至今任公司副总经理、第六产品事业部 SVP。
廖浩然	副总裁	2007 年 7 月至 2008 年 10 月于夏新电子任结构工程师，2008 年 10 月至

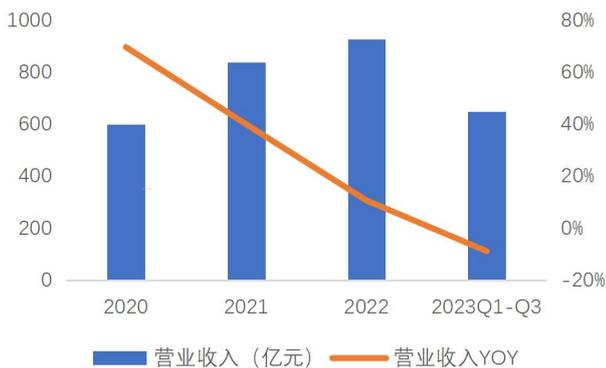
		2009年8月于上海鼎为任结构工程师，2009年9月至今任公司副总裁。
汪启军	副总裁	2001年3月至2007年1月于中兴通讯任项目经理，2007年2月至2014年3月于齐汇通讯任副总经理，2014年4月至今于公司任副总裁。
王志刚	董事会秘书、VP	2008年10月至2020年11月历任华勤技术有限公司市场经理、市场部总监、经营策划部高级总监、营销副总裁等；2020年11月至今任公司董事会秘书、VP。

数据来源：公司公告，华福证券研究所

1.1 营收规模稳步提升，盈利能力有望持续上行

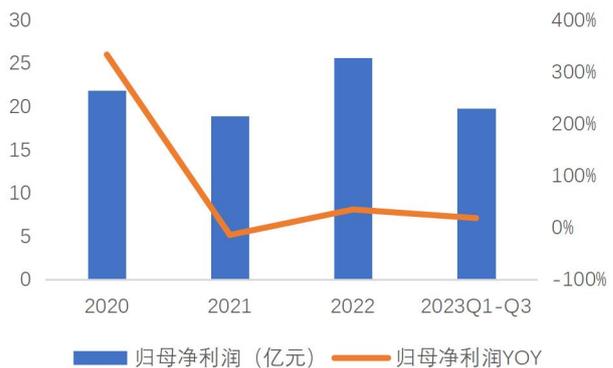
营业收入规模持续扩大，公司经营效果显著。2020年-2023年前三季度，公司分别实现营业收入598.66亿元、837.59亿元、926.46亿元、648.85亿元，分别实现归属于母公司股东的净利润21.91亿元、18.93亿元、25.64亿元、19.84亿元。2020-2022年公司营业收入保持增长，但2021年公司归属于母公司股东的净利润相比2020年下滑，主要原因为，受上游供需关系紧张等因素的影响，消费电子行业部分上游原材料出现价格上涨趋势，且人民币兑美元持续升值导致前期产品开发定价时预留的毛利率空间在实际量产出货时因汇率影响受到挤压，同时公司以智能穿戴、服务器、AIoT产品为主的新兴领域相关产品的布局及研发支出有所提升。2022年，公司归母净利润及扣非后归母净利润均实现良好增长。

图表 5: 2020-2023 年前三季度年公司营业收入



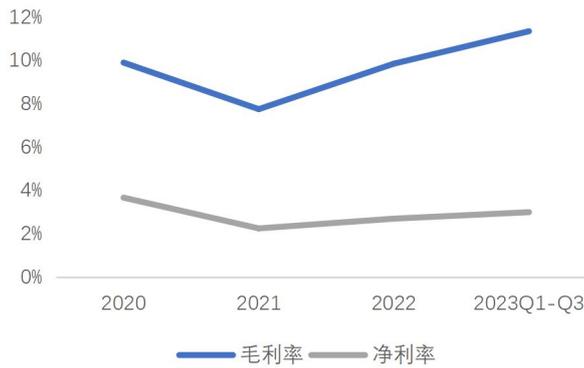
数据来源：Choice，华福证券研究所

图表 6: 2020-2023 年前三季度公司归母净利润

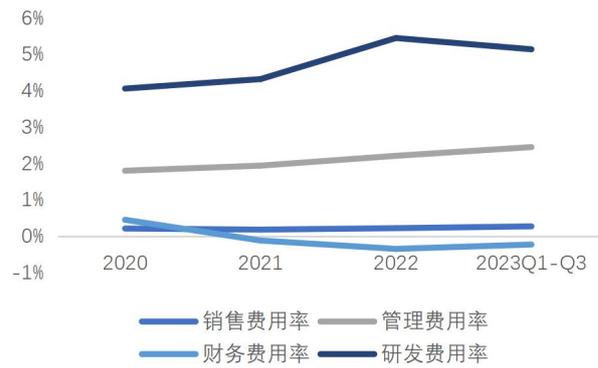


数据来源：Choice，华福证券研究所

2020年-2023年前三季度公司综合毛利率分别为9.90%、7.75%、9.85%、11.35%。2021年由于公司屏幕、主芯片、存储器、摄像头、功能IC等原材料平均采购单价出现不同幅度地上涨，提高了公司营业成本，使得公司毛利承压。2022年公司综合毛利率回升至9.85%。费用方面，2020-2023Q3年公司期间费用占营业收入比重相对较为稳定，2022年度期间费用率有所提升，主要系公司持续加大研发力度，研发费用率有所上涨所致。

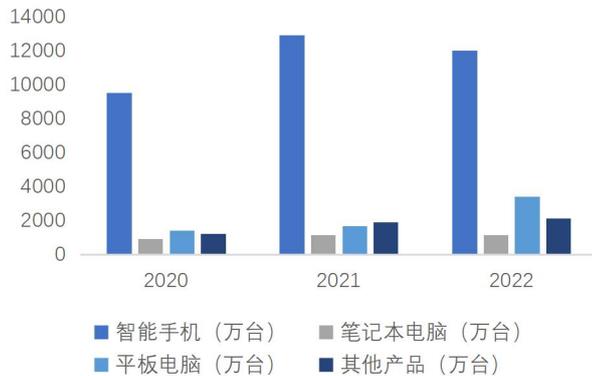

图表 7: 2020-2023 年前三季度公司毛利率及净利率水平


数据来源: Choice, 华福证券研究所

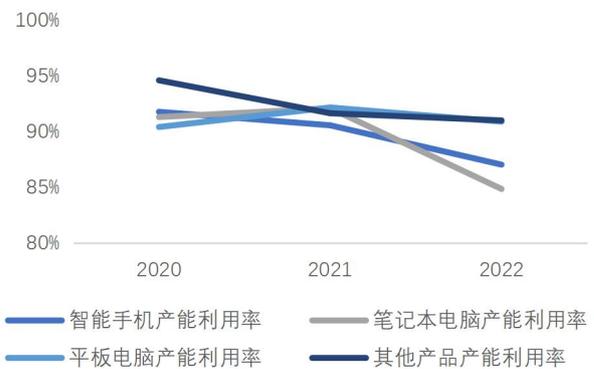
图表 8: 2020-2023 年前三季度公司各项费用率水平


数据来源: Choice, 华福证券研究所

2020-2022 年, 随着公司营业收入和经营规模的持续增长, 公司总体自有产能相应保持增长, 以满足公司的交付需求、业务布局及产能规划。

图表 9: 2020-2022 年公司各产品线自有产能


数据来源: 华勤技术招股书, 华福证券研究所

图表 10: 2020-2022 年公司各产品线产能利用率


数据来源: 华勤技术招股书, 华福证券研究所

2 消费电子产品 ODM 出货量占比提升, 行业规模效应显著

2.1 “ODM=EMS+IDH”

随着智能硬件产业链不断完善, 品牌厂商逐步把产品的研发、设计和制造委托给专业制造商。委外模式主要包括 ODM、EMS、IDH 三种模式。

- ODM (Original Design Manufacturing) 指原始设计制造商, 是一种制造商为品牌厂商研发、设计和制造产品的商业模式。
- EMS (Electronic Manufacturing Service) 指电子制造服务商, 制造商主要专注于为品牌厂商制造产品, 但不涉及产品的设计研发。
- IDH (Independent Design House) 指独立设计公司, 制造商仅为品牌厂商研发、设计产品。

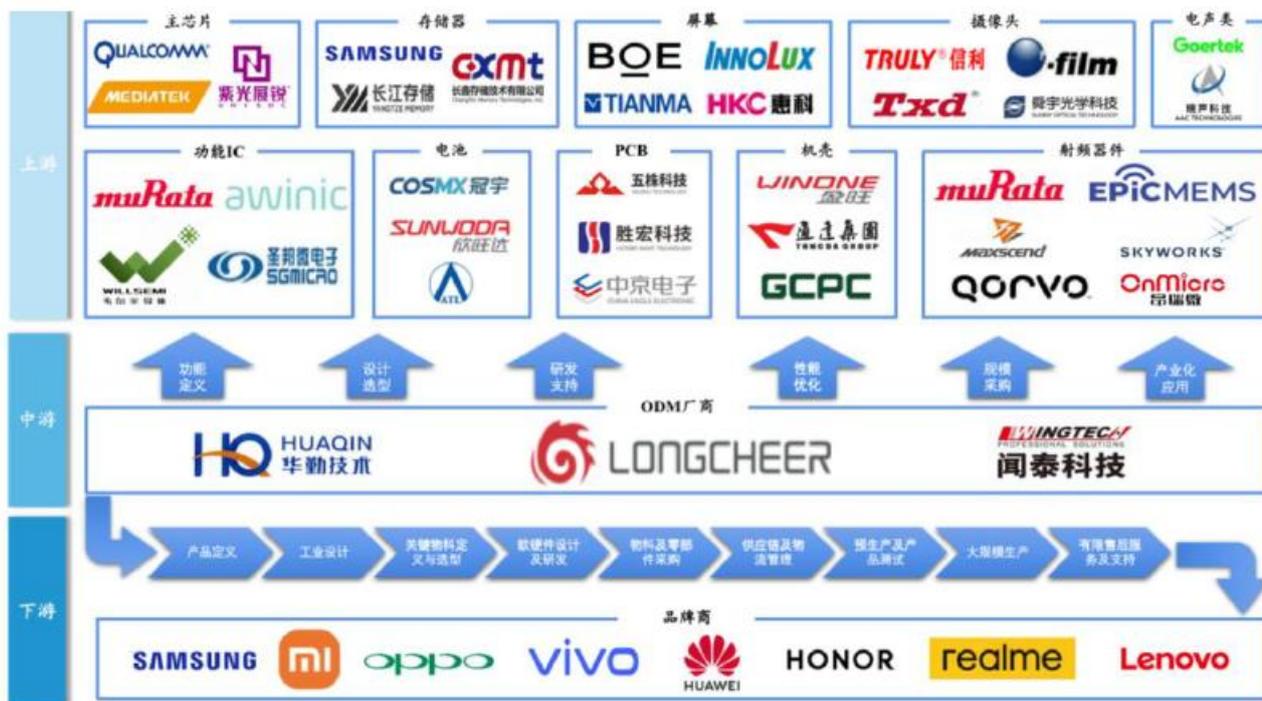
ODM 制造商在产品设计和研发方面有着较强的能力, 通常致力于满足市场特定需求, 使产品更具差异化。这是 ODM 区别于 EMS 的关键。ODM 行业的龙头厂商 (华勤、闻泰、龙旗) 早期均是 IDH 主要厂商。ODM 相较于 IDH 具有更大的灵活性和创新性, 能够有效管理供应链降低成本, 缩短产品更新周期更快地适应市场变化, 而 IDH 可能还要面临知识产权合规的挑战, ODM“一条龙”的服务逐渐取代 IDH 成为行业主流模式。

图表 11: ODM、EMS、IDH 模式特征对比

模式	研发设计	采购	物流	生产制造	品牌	渠道销售
ODM	√	√	√	√	×	×
EMS	×	√	√	√	×	×
IDH	√	×	×	×	×	×

数据来源: 华勤技术招股书, 华福证券研究所

图表 12: ODM 产业链



数据来源: 龙旗科技招股书, 华福证券研究所

2.2 产业链分工进一步细化, 智能手机 ODM 行业量价齐升

2015-2022 年全球智能手机 ODM/IDH 厂商出货量占比不断攀升。尽管 2022 年因市场饱和、换机周期延长、技术更新速度放缓、疫情因素等综合作用导致智能手机 ODM/IDH 出货量同比下降 5%, 但从渗透率来看, 2022 年全球智能手机 ODM/IDH 渗透率达 39.4%, ODM/IDH 渗透率同比提升 2.7pct, 智能手机 ODM 未来仍然有显著提升空间, 2023 年上半年全球智能手机 ODM/IDH 厂商的出货量虽然有所减少, 但此类机型在整体智能手机市场中的占比有所提升, Counterpoint 预计 2025 年智能手机 ODM/IDH 模式渗透率将达到 42%。随着智能手机市场竞争加剧, 产业链分工进一步细化, 品牌商采用 ODM 模式逐渐成为智能手机行业的制造趋势之一。

ODM 头部厂商逐步扩大其市场份额, 规模效应打造更强的盈利能力, 留存收益可投资于提升生产能力、研发技术等方面, 通过优化资源、提升效率, 形成价格优势, 增强技术领先优势, 龙头企业形成良性循环, ODM 厂商进一步向头部聚集。从具体的厂商份额来看, 2023H1, 华勤以 30.5% 排名第一, 龙旗以 24.9% 的份额排名第二, 闻泰科技以 20.2% 的份额排名第三, 前三厂商累计共占据了 75.6%, 紧随其后的则是天珑、mobiwire、innovatech、中诺通讯。前六大 ODM/IDH 厂商占据了总出货量的 90%+。

图表 13: 2023H1 全球智能手机 ODM/IDH 厂商市场格局

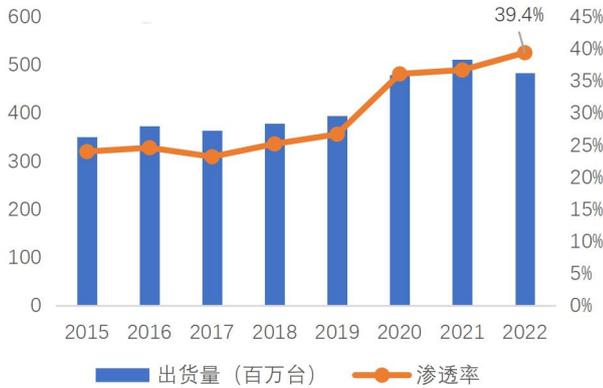


■ 华勤 ■ 龙旗 ■ 闻泰 ■ 天珑移动 ■ MobiWire ■ innovatech ■ 中诺通讯 ■ 其他

数据来源: counterpoint, 芯智讯, 华福证券研究所

全球智能手机 ODM/IDH 平均售价上行。其中, 华勤技术智能手机单价从 2020 年度的 252.29 元/台上升达 2022 年度的 335.41 元/台。一方面, 消费者对智能手机高性能和高速互联的追求, 拉动中高端智能手机和 5G 手机的市场需求。其中, 5G 手机的平均售价明显高于 4G 机型, 拉动智能手机均价不断提升。另一方面, 越来越多的品牌商释放 5G 和中端机型给 ODM 厂商, 推动了 ODM 智能手机单机价值量的提升。

图表 14: 2015-2022 年全球智能手机 ODM/IDH 厂商出货量及其渗透率



数据来源: counterpoint, 芯八哥, 华福证券研究所

图表 15: 2015-2021 年全球智能手机 ODM/IDH 厂商市场销售额及 ASP



数据来源: 观研天下, 华福证券研究所

图表 16: 主流手机厂商委外 ODM 的 5G 型号举例

品牌	产品型号	中国市场上市指导价格¥	ODM 供应商
小米	Redmi Note10 5G	¥1599 起	华勤
Realme	V15 5G	¥1499 起	龙旗
荣耀	X30 Max	¥2399 起	华勤
中国联通	U-magic 20 Plus	¥2299 起	龙旗
OPPO	A55 5G	¥1599 起	闻泰

数据来源: counterpoint, 华福证券研究所

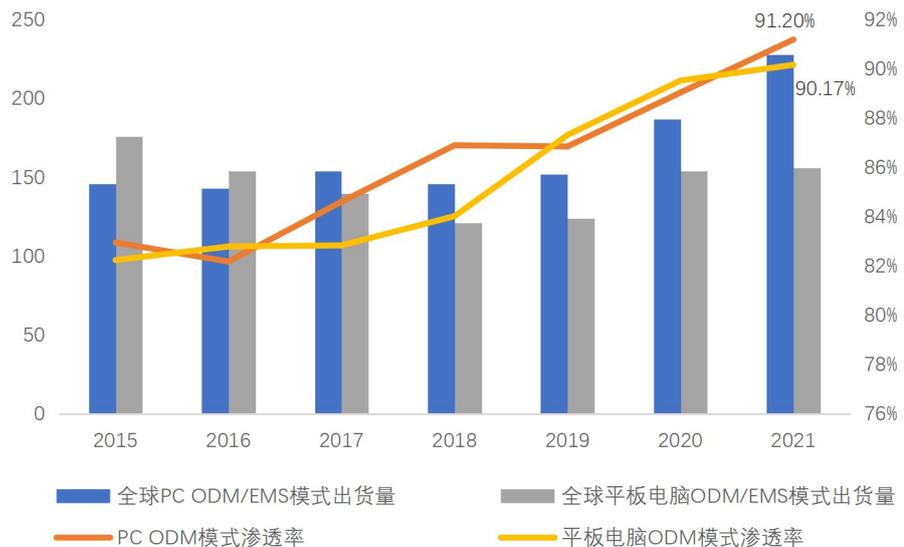


2.3 新老厂商角逐 PC 市场份额，“三巨头”平板电脑市场再占鳌头

2021 年笔记本电脑和平板电脑 ODM/EMS 出货模式渗透率已达 90%+，老牌厂商与新晋厂商竞争激烈，角逐市场份额。从 2020 年全球 PC ODM/EMS 市场份额来看，位列前五的厂商分别是广达、仁宝、纬创、英业达、和硕，市场份额合计超过 85%。目前老牌 PC ODM 厂商主要是台资企业，台湾电子产业发展较早，ODM 厂商与联想、惠普、华硕、戴尔等品牌厂商较早建立合作关系。随着中国台湾电子产业逐渐向江苏、安徽、重庆等地转移生产基地，大陆地区逐渐形成 PC 完整的产业链。随着硬件配置水平提升，PC 逐渐走向轻薄化、便携式的趋势。智能手机 ODM 厂商凭借设计和制造手机产品的丰富经验和技術迁移能力，成功将智能手机的轻薄化、全面屏、窄边框、金属机身等引入 PC 市场。智能手机 ODM 厂商在产品的设计方面的优势引领 PC 市场外观设计新潮流，成为 PC ODM 领域重要的新晋厂商。

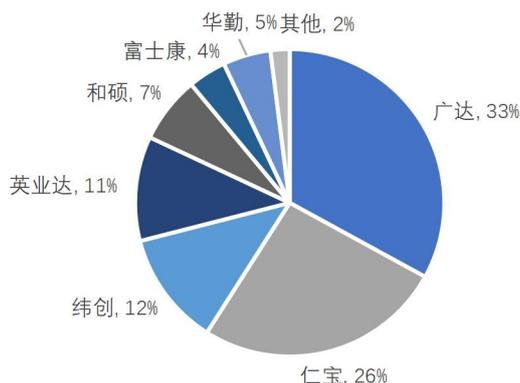
从目前平板电脑 ODM/EMS 厂商市场份额来看，位列前五的厂商分别是仁宝、富士康、华勤、闻泰、龙旗。分 ODM/EMS 模式来看，仁宝和富士康主要是以 EMS 模式为主，成为 iPad 的供应商；华勤、闻泰、龙旗则是以 ODM 模式为主，占据安卓平板电脑市场。根据 Counterpoint 数据，2021 年全球平板电脑 ODM 市场，华勤、闻泰、龙旗分别位列前三。这些智能手机龙头企业凭借其在智能手机领域的技术和研发经验，与三星、联想、亚马逊等品牌商建立密切合作关系，推动市场份额进一步向头部企业集中。

图表 17: 2015-2021 年全球 PC 和平板电脑 ODM/EMS 厂商出货量及其渗透率



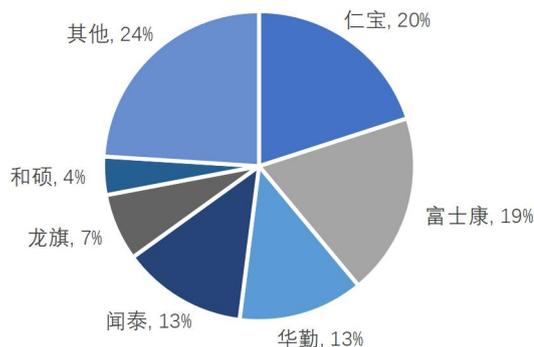
数据来源：华勤技术招股书，Counterpoint，华福证券研究所

图表 18: 2020 年全球 PC ODM/EMS 厂商市场份额



数据来源: counterpoint, 思翰产业研究院, 华福证券研究所

图表 19: 2020 年全球平板电脑 ODM/EMS 厂商市场份额

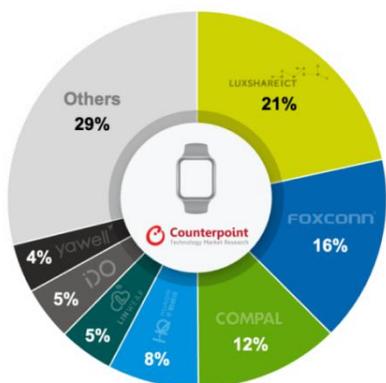


数据来源: counterpoint, 集微网, 华福证券研究所

2.4 AIoT 迅速崛起, ODM 厂商强势入局

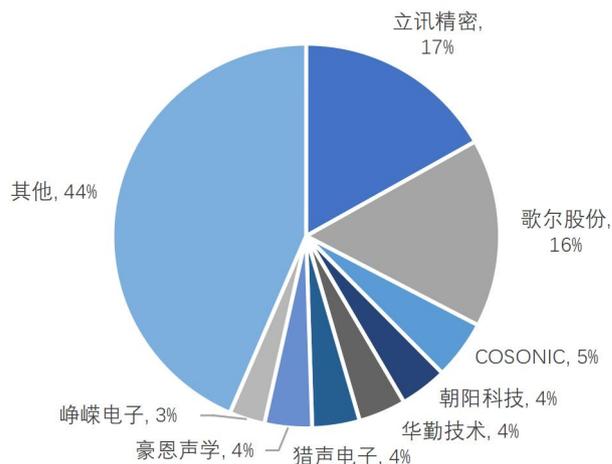
随着物联网、人工智能的快速发展, 智能手表、TWS 耳机、VR/AR 产品、智能音箱等在内的 AIoT 产品进入高速成长期。Counterpoint 数据显示, 2021 年智能手表 ODM/EMS 厂商渗透率为 76%, 出货量约 9600 余万只, 预计至 2025 年 ODM/EMS 厂商出货量将提升至接近 1.68 亿只, ODM/EMS 模式渗透率逐步提高至 80%, 市场竞争呈现头部集中、长尾分散的格局。TWS 耳机早期依靠智能手机品牌效应进行推广, 智能手机品牌商也主要是采用 ODM/EMS 模式。AIoT 产品的生产流程与智能手机生产流程相似, 智能手机 ODM 厂商可以充分发挥研发设计、大规模制造和供应链管理等方面的优势。AIoT 目前仍处于高速发展阶段, ODM 市场仍比较分散。除了传统 ODM 厂商以外, 立讯精密、歌尔股份等新势力在智能手表、TWS 耳机、VR/AR 等领域成为重要参与者, 台企广达、仁宝、英业达等在智能手表、智能音箱方面表现亮眼。

图表 20: 2022 年全球智能手表 ODM/EMS 厂商市场份额



数据来源: counterpoint, 集微网, 华福证券研究所

图表 21: 2022H1 年 TWS ODM/EMS 厂商市场份额



数据来源: counterpoint, 国际电子商情, 华福证券研究所

3 AI 助力下消费电子或迎复苏成长共振, 数据中心、汽车电子蓬勃发展

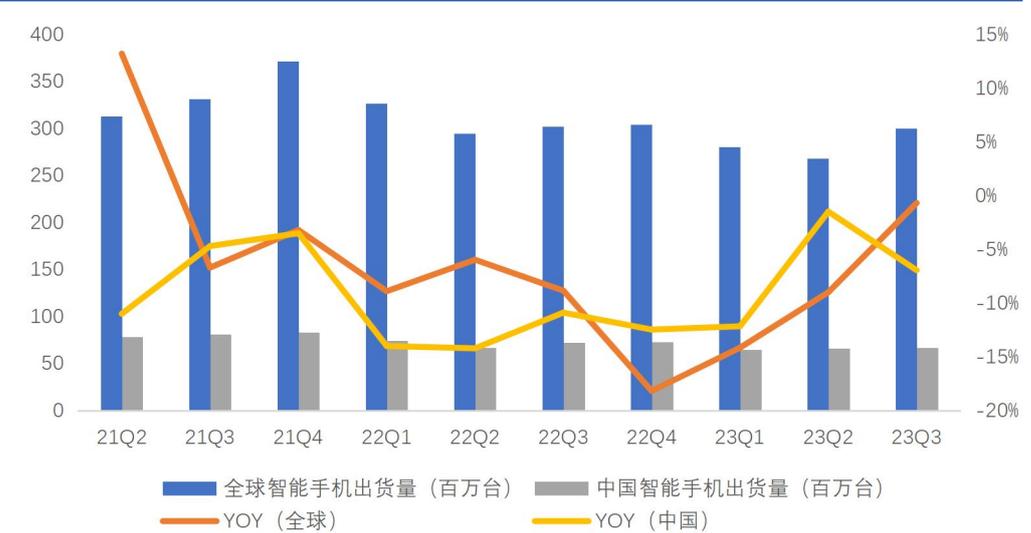
3.1 智能手机、PC 有望边际改善, AIoT 市场潜力巨大

23Q3 全球智能手机出货量同比下降 0.70%, 中国智能手机出货量同比下降 6.94%。



全球智能手机出货量连续 9 个季度同比下降，市场低迷颓势有所缓解。目前，智能手机市场已进入存量替换阶段，智能手机品牌商市场份额竞争加剧。华为、苹果等品牌商新品发布带来一波市场热度回升，其他品牌商为了保持市场竞争力需要推出更具差异化、高品质的新品，产品的迭代不断推进。此外，折叠手机也为智能手机市场注入新活力，消费者对于大屏幕和独特外观设计的需求以及折叠屏手机轻薄化、价格下探，推动了折叠手机市场的繁荣，折叠手机也成为各大品牌商开拓的领域之一。

图表 22: 21Q2-23Q3 全球与中国智能手机出货量及 YOY



数据来源: IDC, 199it, 芯智讯, C114 通信网, 格隆汇, 华福证券研究所

各大品牌商抢滩 AI 大模型，AI 有望为智能手机市场注入活水。随着人工智能技术的发展，AI 热潮也席卷到智能手机行业，Google、高通、联发科等芯片厂商推出具有 AI 性能的芯片，为智能手机终端端侧大模型运行提供算力支持。智能手机品牌商将焦点转向人机交互新范式，华为、小米、荣耀、vivo 等先后推出各自的手机端侧 AI 大模型，语音助手、图像处理等基于用户需求的技术在新品发布会纷纷亮相。AI 大模型将成为拉动智能手机成长的重要驱动力，推动智能手机市场又一次革命性创新，新一轮的换机潮有望形成。

图表 23: 智能手机芯片及终端厂商纷纷布局 AI 大模型

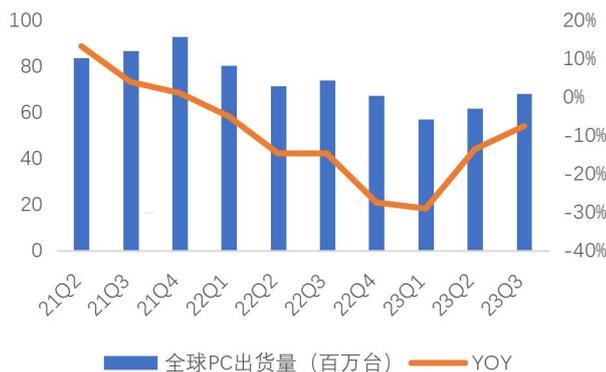
时间	公司	事件
2023. 05. 11	Google	谷歌发布第二代大语言模型 AI 语言模型 PaLM 2, 其中 Gecko 模型可在智能手机上运行。
2023. 05. 19	OpenAI	发布 ChatGPT iOS 版本, 可以提供自动化生成文本、知识问答、智能助手等功能。
2023. 08. 04	华为	HarmonyOS 4 系统全面接入盘古大模型, 成为全球首个嵌入 AI 大模型能力的移动终端操作系统。
2023. 08. 14	小米	小米自研的端侧大模型已经在骁龙平台跑通, 目前自研 13 亿参数端侧大模型的效果在部分场景可以媲美行业 60 亿参数的云端大模型。小爱同学已升级 AI 大模型并开启测试招募。
2023. 09. 21	华为	盘古大模型 3.0, 提供 5+N+X 的三层解耦架构, 通过分层的 AI 能力及工具, 成就不同客户百模千态的需求。
2023. 10. 24	高通	第三代骁龙®8 将高性能 AI 注入整个平台系统, 赋能 Android 旗舰终端。
2023. 10. 26	荣耀	荣耀 Magic6 系列将支持 70 亿参数的 AI 端侧大模型。
2023. 11. 01	vivo	发布自研蓝心大模型 BlueLM, 蓝心大模型包含覆盖十亿、百亿、千亿三个参数量级的五款 vivo 自研大模型。10 亿量级模型是主要面向端侧场景打造的专业文本大模型, 70 亿模型是面向手机打造的端云两用模型。vivo X100 系列率先搭载蓝心大模型。
2023. 11. 06	联发科	发布的年度旗舰 SoC 天玑 9300 是 5G 生成式 AI 移动芯片, 配有 70 亿参数大语言模型, vivo X100 系列首发联发科天玑 9300 芯片。

2023. 11. 08	三星	生成式人工智能模型“三星高斯”由三星高斯语言、三星高斯代码和三星高斯图像组成，供应商力芯微表示三星预计2024年推出S24AI手机。
2023. 11. 16	OPPO	2023OPPO开发者大会发布自主训练的个性专属大模型与智能体——安第斯大模型(AndesGPT)。
2023. 11. 21	联发科	发布5G生成式AI移动芯片天玑8300，支持100亿参数AI大语言模型，赋能终端侧生成式AI的创新应用。据悉，Redmi K70系列中的K70E将会首发天玑8300芯片。

数据来源：各公司官网，公开新闻（中国日报中文网、江西网络广播电视台、vivo官网、时代周报、华为官网、21世纪经济报道、澎湃新闻、荣耀官网、新浪财经、和讯网、高通官网、太平洋号、东方财富网、腾讯网（快科技、全天候科技官方账号、证券之星官方账号、钛媒体）、新浪科技），华福证券研究所整理

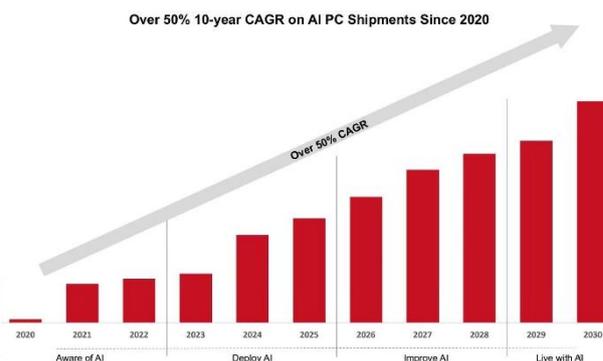
PC行业已出现向好迹象，未来有望持续温和复苏。23Q3全球PC出货量同比下降7.59%，23Q3全球PC出货量环比上升10.71%，PC行业已出现回暖迹象。同时，在操作系统方面，微软已宣布停止支持Win10 21H2，22H2版本也将于2025年停止支持，且2022年调查显示全球市场有42.76%的PC无法满足升级Win11的需求。我们认为2024年PC有望进入下一轮换机周期，Win10向Win11的切换普及、ARM架构PC处理器及AI PC的推出有望刺激消费者需求，促进PC更新迭代。此外，随着联想发布首款AI PC，惠普、戴尔、宏碁等厂商也陆续布局AI PC，AI PC将成为PC出货量的新增长引擎。Counterpoint预计AI PC在2020-2030年间将保持50% CAGR，2026年AI PC渗透率超过50%。

图表 24: 21Q2-23Q3 全球 PC 出货量及 YOY



数据来源：IDC，太平洋科技，IT之家，199it，媒体滚动，新浪科技，第一财经，环球网，人民资讯，华福证券研究所

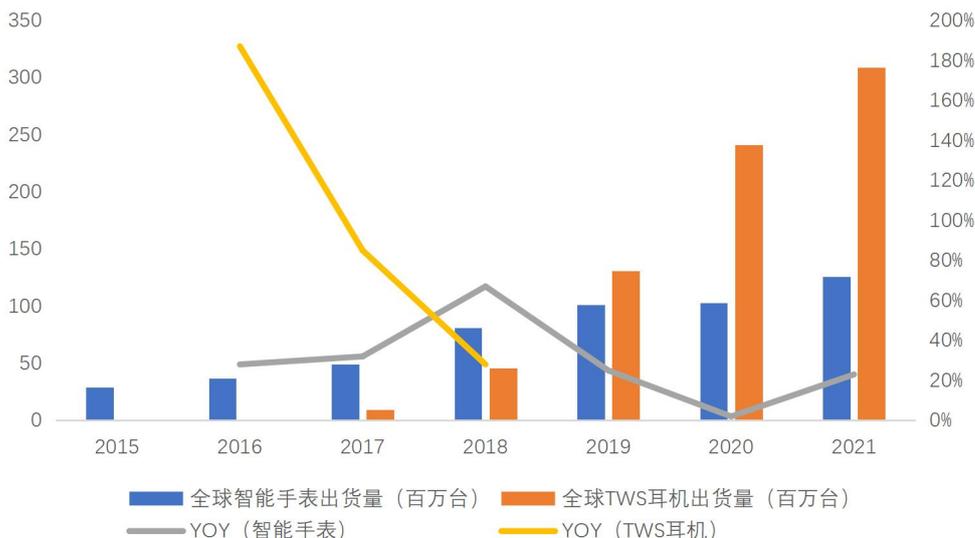
图表 25: 2020-2030 年 AI PC 市场预测



数据来源：counterpoint，华福证券研究所

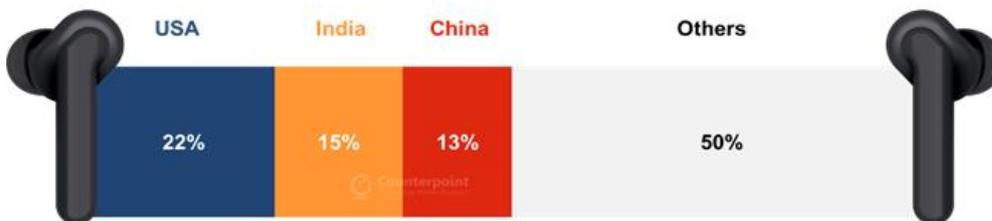
智能穿戴等 AIoT 产品出货量在近几年发展迅猛。counterpoint 数据显示，全球新兴智能硬件（智能手表+真无线耳机+XR+智能音箱）出货量和销售额在2019-2021年YOY超20%。随着人工智能、物联网、云计算等与消费者生活联系越来越密切，新兴智能硬件市场增长潜力巨大。其中，智能手表和TWS耳机也保持高速增长态势。值得关注的是，TWS耳机在北美、欧洲等成熟市场的需求平稳，而印度、中东、非洲、拉美等新兴市场成为其重要增长点。23Q2印度TWS出货量同比增长高达34%，占全球出货量的15%。印度已经连续三个季度在全球TWS出货量排名第二，仅次于美国，消费者对平价产品的需求是其增长的主要动力。新兴市场的开辟有望带动AIoT市场新一轮增长。

图表 26: 2015-2021 年全球智能手表与 TWS 耳机出货量及 YOY



数据来源: counterpoint, 华勤技术招股说明书, 华福证券研究所

图表 27: 23Q2 全球 TWS 耳机分地区市场份额



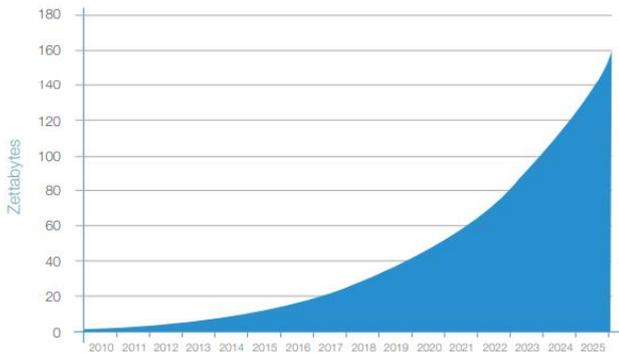
数据来源: counterpoint, 动点科技, 华福证券研究所

3.2 AI 时代算力需求井喷，服务器需求持续释放

AI 大模型的兴起和大数据时代的到来，迅速推升了模型计算的数据量。随着大数据时代的到来, IDC 在《数据时代: 2025》中预计 2025 年全球数据规模将达到 160ZB。同时，数据量的增加对模型算力提出了更高的要求。据 IDC 数据，我国智能算力市场规模逐年增加，增势迅猛，至 2027 年中国智能算力规模预计达到 1117.4 EFLOPS。



图表 28: 2010-2025 全球数据量



数据来源: IDC, 《数据时代: 2025》, 华福证券研究所

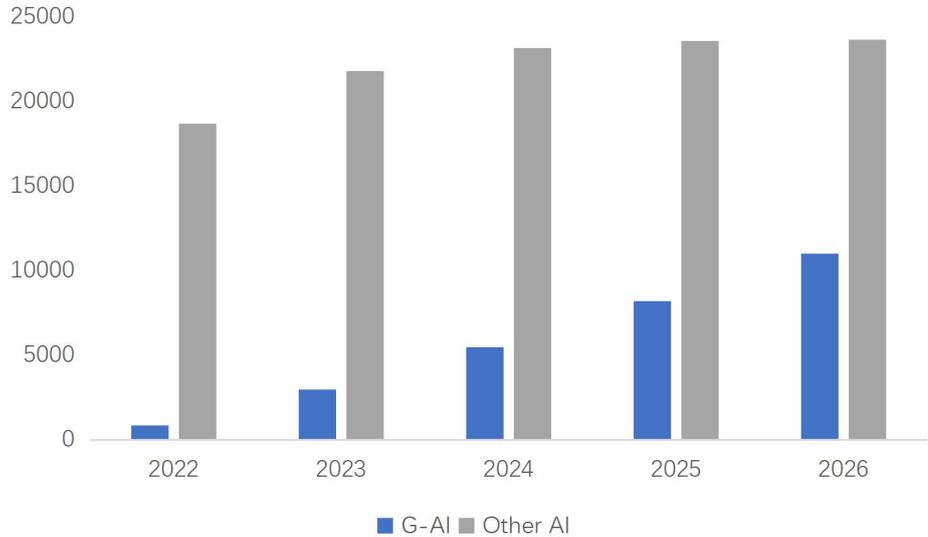
图表 29: 中国智能算力规模及预测



数据来源: IDC, 《2023-2024 中国人工智能算力发展评估报告》, 华福证券研究所

数据量的增加对算力提出了更高的要求, 高算力需要依托 AI 服务器实现, AI 服务器的市场规模不断提升。IDC 预计, 全球人工智能硬件市场 (服务器), 将从 2022 年的 195 亿美元增长到 2026 年的 347 亿美元, 五年年复合增长率达 17.3%; 其中, 用于运行生成式人工智能的服务器市场规模在整体人工智能服务器市场的占比将从 2023 年的 11.9% 增长至 2026 年的 31.7%; IDC 预计 2023 年, 中国人工智能服务器市场规模将达 91 亿美元, 同比增长 82.5%, 2027 年将达到 134 亿美元, 五年年复合增长率为 21.8%。

图表 30: 2020-2026 年全球人工智能服务器市场规模 (美元)



数据来源: IDC, 《2023-2024 中国人工智能算力发展评估报告》, 华福证券研究所

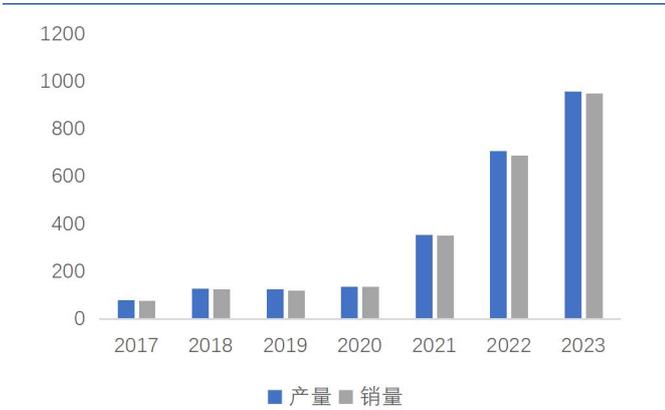
3.3 新能源汽车高速发展, 汽车电子市场规模稳步增长

中国持续推进新能源汽车产业的发展, 新能源汽车行业进入高速发展期。2023 年, 中国新能源汽车产销分别完成了 958.7 万辆和 949.5 万辆, 同比分别增长 35.8% 和 37.9%, 新车销量达到汽车新车总销量的 31.6%。新能源汽车的高速发展, 汽车电子占整车的比重将不断提升。随着电池、电机、电控等汽车制造业逐步成熟, 人工智能、5G、车用芯片、移动互联网等技术加速迭代演进, 汽车电子成为新能源车厂市场竞争的关键因素之一。新能源汽车的普及对汽车电子产业链提出更高的要求, 从充电桩到智能电网都需要依靠先进的电子技术来实现高效的能源管理和智能互联。

2017 年以来, 我国先后对车联网、智能汽车等基于汽车电子发展的新兴产业出台发展战略, 汽车电子行业向着电动化、智能化、网联化方向稳步推进。汽车电子在自动驾驶、安全驾驶、智能座舱等应用场景进一步拓展, 车联网、智能驾驶辅助

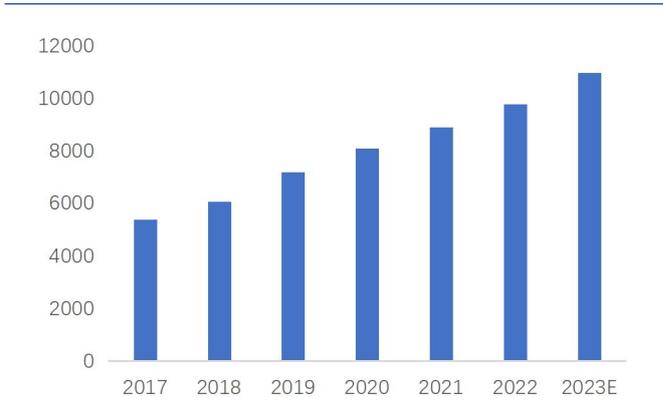
系统等技术极大提升了驾驶的便利性和舒适性。中汽协数据显示，2022年我国汽车电子市场规模达到9783亿元，2017-2022年均增速达到13.29%，预计2023年中国汽车电子市场规模将进一步增长至10973亿元，汽车电子市场规模稳步增长。

图表 31: 2017-2023 年中国新能源汽车产销量 (万辆)



数据来源: 中汽协, 华经产业研究院, 华福证券研究所

图表 32: 2017-2023 年中国汽车电子市场规模 (亿元)



数据来源: 汽车工业协会, 中商产业研究院, 华福证券研究所

4 研发基因+高效运营, 打造多品类卓越品质

4.1 产品覆盖面广, 品类持续拓展

华勤深耕智能硬件 ODM 行业十余年, 依托自身的研发设计、系统软件开发、工程测试、供应链资源整合、生产制造和品质管理能力, 紧抓全球电子信息产业专业化分工、智能硬件成为万物互联时代重要的数据流量及服务入口的发展契机, 目前, 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独特产业链地位的大型科技研发制造企业。

图表 33: 华勤技术 ODM 核心能力



数据来源: 华勤技术 2023 年半年报、华福证券研究所

华勤业务覆盖面之广得益于其业务发展中的品类扩展基因。2013 年华勤满足智能手机客户产品多样化需求, 从智能手机业务延展到平板电脑业务; 2015 年布局 PC 市场, 华勤利用智能手机轻薄化技术积累, 把窄边框设计运用至 PC, 确立 PC ODM 厂商地位; 2016 年进军智能穿戴市场, 陆续推出多种 AIoT 产品; 2017 年成功切入服务器领域; 2020 年导入 TWS 耳机业务, 开拓数据中心蓝海市场和汽车电子增量市场。目前华勤已形成“2+N+3” (“智能手机+笔记本电脑”+“消费类电子产品”+“企业级数据中心产品+汽车电子产品+软件”) 的产品结构, 产品线覆盖智能硬件“三大件” (智能手机、PC、平板电脑)、智能穿戴 (智能手表、智能手环、TWS 耳机等)、家庭终端 (VR&AR、智能音箱、智能门锁、TV 等)、汽车电子 (智能座舱、智能



网联、智能车控、智能驾驶）、商用设备（POS机、移动数据采集终端、智能门锁、智能音箱、智慧办公、工业网络摄像头及边缘计算机等）、数据中心（通用服务器、网络交换机、异构服务器、边缘服务器等全栈产品）。

图表 34：华勤技术打造“2+N+3”硬件平台



数据来源：华勤技术 2023 年半年报，华福证券研究所

在新业务领域中，服务器方面，公司自 2017 年起开始布局服务器 ODM 市场，经过多年的研发和积淀，目前已经具备通用服务器、交换机及 AI 服务器的交付能力，是国内为数不多能够提供从通用服务器、异构人工智能服务器、交换机数通产品到存储服务器等全栈式产品组合的厂商，已与多个国内知名的云厂商建立了密切的合作关系，服务器业务已进入收获期。2023Q3，公司服务器业务实现营收 41.53 亿元，同比增长达 670%，继续呈现高质量成长的趋势。公司实现头部互联网客户 TH5 主流交换机中标，成功突破交换机大客户。公司通过推出自主规划的 AI 服务器和交换机来服务渠道客户覆盖行业客户，逐步构建覆盖各类行业客户的能力。汽车电子方面，公司 2018 年进入汽车电子领域，专注于智能汽车领域的智能化、电气化、网联化产品和技术，产品覆盖智能座舱、智能网联、智能车控、智能驾驶四大品类，目前与国内汽车自主主机厂、新势力造车头部客户等达成多项合作，2023Q3 公司座舱域控 8155 平台量产发货，已经定点到多个主流主机厂，客户及业务导入持续推进。

图表 35: 华勤技术服务器及汽车电子相关产品

服务器产品		
 P6220 Whitley 2U2P	 P6410 Ampere 2U2P	 P6230 2U机架服务器
 H8000 GPU BOX	 H8230 4U8 GPU 服务器	 P1220 1U MEC Server
汽车电子产品		
 高通SA8155座舱娱乐系统	 屏总成	 5G T-box
 VCU	 智能网关	 77G毫米波雷达

数据来源: 华勤技术 2023 半年报, 华福证券研究所

4.2 客户资源丰富, 积累优秀口碑

华勤以手机业务起家, 积累丰富的客户资源。华为、华硕等品牌客户率先成为华勤手机业务的主要客户, 为公司奠定了基础客户群体。2016 年底华勤开始进入小米 ODM 供应链, 并与乐视、魅族等品牌商达成合作。2019 年华勤接入三星业务迎来爆发点, 进一步提升了手机 ODM 行业地位。此外, 2013 年华勤从联想的手机业务延伸至平板电脑业务, 2014 年接入 Amazon 平板电脑业务, 打开北美市场, 成功进入平板电脑知名品牌商供应链。PC ODM 领域竞争格局稳定, 属于重资产领域进入壁垒高。2015 年华勤就开始布局 PC 领域, 最早与宏碁合作, 2016 年与 PC 市场头部厂商英特尔达成合作打开大陆市场, 2017 年华勤又把智能手机产品的窄边框、大屏幕等应用到华为笔记本电脑, 从此在 PC 市场名声大噪。华勤从生产加速卡、板卡等得到客户认可, 凭借卓越的品质逐步切入 PC 市场, 成为全球 PC ODM 市场的代表性企业之一。目前, 华勤已成为行业高质量的代名词, 在客户群体中积累了优秀的口碑, 为进军汽车电子、服务器等新领域打下了坚实的基础。

图表 36: 华勤智能硬件“三大件”客户体系



数据来源：华勤技术招股书，华福证券研究所整理

深耕存量客户潜在需求，挖掘商业新机会。手机品牌商不仅有智能手机 ODM 需求，同时还有 PC、平板电脑、AIoT 产品等委外需求。2021 年华勤新增三星的平板电脑业务和 OPPO 的 PC 业务，2022 年新增小米的智能穿戴、平板电脑业务。华勤凭借其卓越的产品质量和客户服务，在业界积累了优秀的口碑，目前已经与三星、华为、小米、OPPO、VIVO 头部手机品牌厂商实现智能手机、PC、平板电脑、AIoT 领域全品类合作，未来开拓 AIoT 领域合作，产品渗透率有望进一步提升。

图表 37: 华勤主要客户合作产品品类

	智能手机	PC	平板电脑	AIoT
三星	✓	✓	✓	✓
华为	✓	✓	✓	✓
VIVO	✓	✓	✓	✓
小米	✓	✓	✓	✓
OPPO	✓	✓	✓	✓
联想	✓	✓	✓	✓
华硕	✓	✓		×
宏碁		✓	×	
索尼	✓			×
中邮通信	✓			

数据来源：华勤技术招股书，证券之星，中国证券报，中证网，华硕官网、宏碁官网、索尼官网，华福证券研究所注：“✓”表示华勤与该客户在该品类有合作，“×”表示目前华勤未与该客户在该品类达成合作

4.3 IDH 起家，深埋研发基因，研发实力强劲

华勤技术以 IDH 起家，凭借其卓越的研发实力，秉持创新精神，不断深耕研发领域，力争成为行业翘楚。华勤技术拥有研发技术人员 12000+人，已授权专利近 2500 项，其中发明专利 900+项，计算机软件著作权 1300+项，海外专利 10+项。公司在国内先后建成上海、东莞、西安、南昌、无锡五大研发中心，并成立 X-LAB 核心技术科研机构。华勤在研发人员、研发费用投入方面处于行业上游，研发费用率位于行业前列，在研项目应用领域既包括智能硬件“三大件”，也包括汽车电子、AIoT 设备等，全方面研发布局实现品类高速拓展。

图表 38: 2022 年华勤与同业公司在营业收入、研发费用、研发费用率、研发人员方面情况

公司	华勤	闻泰	龙旗	立讯	歌尔	浪潮	广达	仁宝	纬创	英业达
----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	-----

营业收入 (亿元)	926.46	580.79	152.83	2140.28	1048.94	695.25	2873.86	2408.85	2209.93	1215.93
研发费用 (亿元)	50.47	33.94	6.41	84.47	52.27	32.3	66.71	19.17	56.13	27.15
研发费用率	5.45%	5.84%	4.19%	3.95%	4.98%	4.65%	2.32%	0.80%	2.54%	2.23%
研发人员 (人)	12308	8912	2810	18421	19496	3153				

数据来源：华勤技术招股书，华福证券研究所

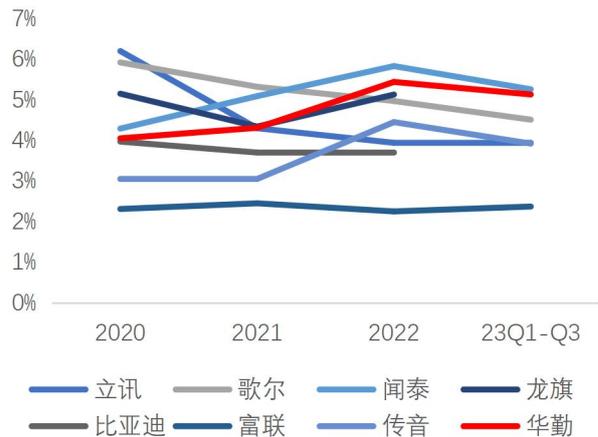
注：龙旗科技相关数据截止于2022年06月30日，其他公司相关数据截止于2022年12月31日

图表 39：华勤在研项目应用领域情况



数据来源：华勤技术招股书，华福证券研究所

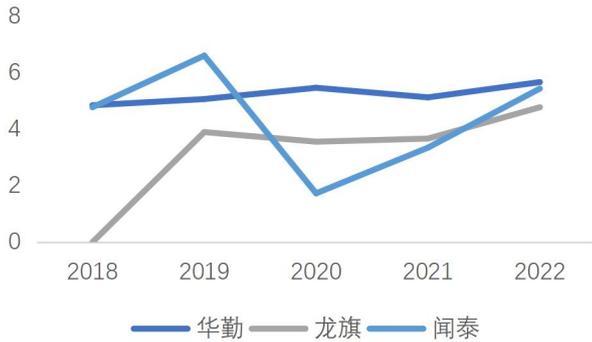
图表 40：2020-2023 年前三季度华勤与同业公司研发费用率



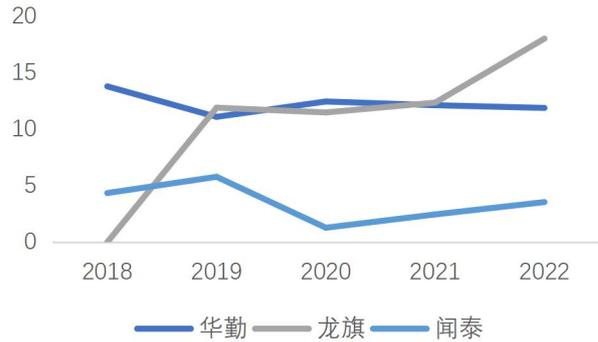
数据来源：华勤技术招股书，Choice，ifind，华福证券研究所

4.4 精耕细作，高运营效率

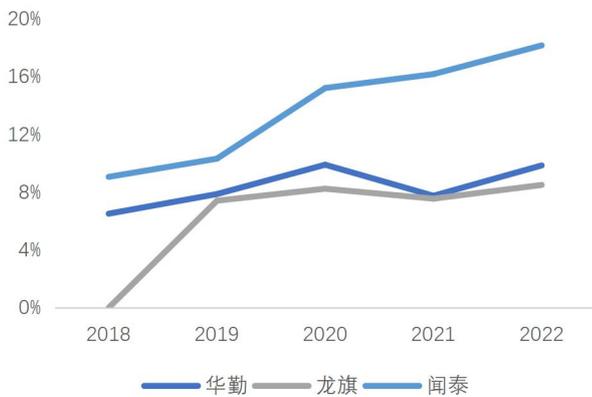
华勤以精耕细作为特点，注重供应链管理和成本管控等方面的能力，持续提高运营效率。在供应链管理方面，华勤应收账款周转率和存货周转率都较为平稳，应收账款周转率略高于龙旗和闻泰；存货周转率略低于龙旗，高于闻泰。华勤 2021 年启动 ISC 集成供应链、财经、HR 领域的数字化变革，引入透明、安全、敏捷、成本领先、可持续发展的供应链管理体系，布局 2 大制造中心、5 大园区，建立标准化二、三级供应商管理机制，保障全球 115 个国家和地区客户交付。在盈利能力方面，华勤技术 2022 年毛利率 9.85%，同比+2.10pct，略高于龙旗，低于闻泰；净利率 2.69%，同比+0.45pct，同期略高于龙旗和闻泰。在费用控制方面，公司期间费用率相对较为稳定，其中公司销售费用率相对接近龙旗科技、比亚迪电子和工业富联，略低于立讯精密、歌尔股份，相对低于闻泰科技；公司管理架构较为精简，行政管理人员规模相对较低，因此管理费用率略低于同行业可比公司均值。


图表 41: “三巨头”应收账款周转率(次)


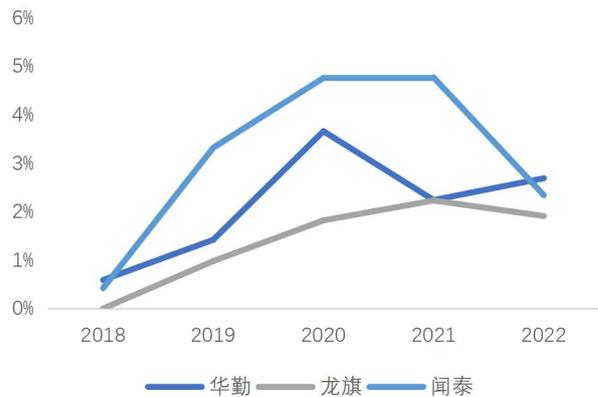
数据来源: Choice, 华福证券研究所

图表 42: “三巨头”存货周转率(次)


数据来源: Choice, 华福证券研究所

图表 43: “三巨头”毛利率(%)


数据来源: Choice, 华福证券研究所

图表 44: “三巨头”净利率(%)


数据来源: Choice, 华福证券研究所

图表 45: 2020-2022 年华勤与同业公司销售费用率

公司名称	2022 年度	2021 年度	2020 年度
立讯精密	0.39%	0.51%	0.52%
歌尔股份	0.52%	0.57%	0.82%
闻泰科技	1.58%	1.44%	2.09%
龙旗科技	未披露	0.20%	0.28%
比亚迪电子	0.50%	0.31%	0.32%
工业富联	0.21%	0.20%	0.21%
传音控股	7.77%	6.57%	10.21%
平均值	1.83%	1.40%	2.06%
华勤技术	0.22%	0.18%	0.21%

数据来源: 华勤技术招股说明书, 华福证券研究所

图表 46: 2020-2022 年华勤与同业公司管理费用率

公司名称	2022 年度	2021 年度	2020 年度
立讯精密	2.37%	2.43%	2.66%
歌尔股份	2.19%	2.50%	2.82%
闻泰科技	3.99%	3.84%	2.49%
龙旗科技	未披露	1.15%	1.30%
比亚迪电子	1.15%	1.17%	0.92%
工业富联	0.75%	0.95%	1.04%
传音控股	2.72%	2.62%	2.97%
平均值	2.20%	2.09%	2.03%
华勤技术	2.12%	1.94%	1.80%

数据来源: 华勤技术招股说明书, 华福证券研究所

4.5 项目投产产能增加, 助力开拓新产品市场

募投项目围绕主营业务, 扩大产能且提升研发能力。一方面, 瑞勤科技消费类电子智能终端制造项目、南昌笔电智能生产线改扩建项目提升智能设备、智能穿戴、笔记本电脑产能; 另一方面, 上海新兴技术研发中心项目、华勤丝路总部项目、华勤技术无锡研发中心二期继续加大对 5G、物联网、智能穿戴、软件等技术和产品研发。研发能力是华勤的核心竞争力之一, 持续的研发投入是卓越技术实力的保障。

华勤搭建“多基地制造+柔性生产交付”模式，布局南昌和东莞国内两大制造基地，募投项目不断提高制造基地数字化、自动化、精益化水平，提高产能和产品质量。在5G、物联网技术发展的带动下，其相关产品智能穿戴、汽车电子、AIoT设备成为ODM行业新的发展机遇，募投项目专注于技术创新，不断开拓前沿技术，凭借其高效的研发能力未来可以在新兴智能硬件占据更多市场份额。

图表 47: 华勤募投项目情况

募投项目	投资总额 (万元)	实施主体	对主营业务发展贡献
瑞勤科技消费类电子智能终端制造项目	270648.96	广东瑞勤	新增移动智能设备产能 8400 万台/年，新增智能穿戴设备 1800 万台/年
南昌笔电智能生产线改扩建项目	80961.81	南昌华勤	新增笔记本电脑产能 2160 万台/年
上海新兴技术研发中心项目	150149.55	华勤技术	5G、物联网等新兴技术的研发
华勤丝路总部项目	99883.27	西安创趣	智能穿戴产品研发
华勤技术无锡研发中心二期	51625.00	无锡睿勤	推动嵌入式软件水平提升

数据来源：华勤技术招股书，华福证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们对 2023-2025 年业绩做出以下假设：

(1) 智能手机业务：随着消费电子产业链分工持续细化，未来品牌商采用 ODM 模式逐渐成为智能手机行业的制造趋势之一，智能手机 ODM 模式出货量渗透率有望持续提升，驱动公司智能手机产品销量上行，我们预测 2023-2025 年公司智能手机出货量分别为 1.17/1.24/1.36 亿台；随着客供料比例提升，我们预测 2023 年公司手机产品单价有所下滑，2024-2025 年，若高端 5G 手机产品占比提高，单价有望持续回升；由于 2023 年以来上游芯片等原材料价格有所回落，叠加 2023 年内人民币经历了较长时间的贬值阶段，预计 2023 年智能手机业务毛利率提升至 12.25%，2024-2025 年毛利率回归稳定水平 10.60%/10.50%。

(2) 笔记本电脑业务：我们认为公司笔电业务仍处于快速放量阶段，预计市场份额将持续提升，我们预计 2023-2025 年公司笔记本电脑销量分别为 1056/1286/1531 万台，产品单价在 2022 年基础上稳步提升；2023 年受原材料及汇率影响，预计 2023 年笔记本电脑业务毛利率提升至 8%，2024-2025 年毛利率分别为 7.00%/7.00%。

(3) 平板电脑业务：平板电脑市场需求走弱，我们审慎假设 2023-2025 年公司市占率稳定在 2021 年 20.6% 的水平，2023-2025 年公司平板电脑销量分别为 3112/2942/2706 万台，毛利率分别为 8%/8%/8%。

(3) 智能穿戴业务：2023 年，受下游市场需求周期性波动带来的出货量减少，我们预测公司智能穿戴产品销量有所承压。2024-2025 年有望跟随消费电子大周期持续修复，我们预计 2023-2025 年智能穿戴产品销量分别为 1408/1549/1704 万台，毛利率分别为 21%/21%/21%。

(4) AIOT 业务：公司 AIoT 产品线主要包括智能 POS 机、汽车电子、智能音箱、电视棒等产品，其中智能 POS 机产品线及汽车电子等品类产品不断拓宽新客户与新产品，销售收入年复合增速较高，我们认为汽车电子类产品仍处于快速渗透阶段，有望成为 AIoT 产品销售金额提升的主要原因。预计 2023-2025 年 AIOT 产品线销量分别为 245/270/310 万件；公司在 AIOT 领域的前瞻性布局正逐步实现规模效应，因此公司在各自品类的毛利率从早期投入期的较低水平稳步提升，预计 2023-2025 年毛利率水平分别为 15.90%/16.00%/16.20%。

(5) 服务器业务：公司从 2017 年开始战略布局服务器 ODM 市场，2022 年，公司中高端通用服务器、异构服务器、AI 服务器等服务器 ODM 业务大幅增长，带动



单价和整体服务器产品收入上涨。我们认为公司服务器业务已步入收获期，将有望凭借全栈式产品服务快速获取客户订单，实现产品快速放量，预测公司 2023-2025 年销量分别为 230/346/484 万台。我们预计 2023-2025 年服务产品毛利率会伴随 AI 服务器等高端新品不断上量而持续提升，预计毛利率分别为 13.00%/13.65%/14.30%。

综上，我们预计公司 2023-2025 年收入增速分别为 -8.11%/15.02%/14.48%，归母净利润增速分别为 4.42%/12.42%/13.60%，对应 EPS 分别为 3.69/4.15/4.71 元。

图表 48：公司业绩拆分预测表

		2022	2023E	2024E	2025E
智能手机					
	收入（百万元）	37606.93	29031.16	31882.65	34914.86
	YoY	-0.19%	-22.80%	9.82%	9.51%
	毛利率	10.36%	12.25%	10.60%	10.50%
笔记本电脑					
	收入（百万元）	23442.41	25583.92	31140.59	37062.65
	YoY	14.22%	9.14%	21.72%	19.02%
	毛利率	6.61%	8.00%	7.00%	7.00%
平板电脑					
	收入（百万元）	22028.12	14792.69	13998.37	12894.84
	YoY	27.66%	-32.85%	-5.37%	-7.88%
	毛利率	9.63%	8.00%	8.00%	8.00%
智能穿戴					
	收入（百万元）	2981.78	2482.23	2767.21	3096.15
	YoY	-9.14%	-16.75%	11.48%	11.89%
	毛利率	20.84%	21.00%	21.00%	21.00%
AIOT					
	收入（百万元）	880.60	928.32	1021.15	1169.86
	YoY	-24.39%	5.42%	10.00%	14.56%
	毛利率	15.85%	15.90%	16.00%	16.20%
服务器					
	收入（百万元）	2670.31	9216.66	13946.46	19730.33
	YoY	565.34%	245.15%	51.32%	41.47%
	毛利率	9.67%	13.00%	13.65%	14.30%
其他					
	收入（百万元）	3035.56	3096.28	3158.20	3221.37
	YoY	-12.12%	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	17.63%	18.31%	19.21%	18.85%

数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

5.2 投资建议

我们选取消费电子制造企业中立讯精密、歌尔股份、工业富联、春秋电子、光弘科技、传音控股、闻泰科技作为可比公司。我们认为公司基本盘智能手机 ODM 业务将持续受益于产业链分工细化、ODM 模式渗透率提升及 ODM 出货单机价值量提升，叠加公司笔电业务持续放量，平板电脑、AIOT、智能穿戴业务不断突破，服务器、汽车电子业务有望成为下一个业绩增长极，打开公司业绩增长天花板。参考可比公司 2024 年调整后平均 PE，根据相对估值法并给予一定估值溢价，我们给予公司 2024 年 22 倍 PE，对应目标价 91.21 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 49: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价(元)		EPS(元)			PE(倍)			
		2024/3/19	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
002475.SZ	立讯精密	29.46	1.29	1.54	2.00	2.49	22.83	19.12	14.75	11.82
002241.SZ	歌尔股份	17.86	0.51	0.61	0.89	0.96	34.92	29.12	20.03	18.54
601138.SH	工业富联	25.51	1.01	1.28	1.49	1.66	25.24	19.98	17.11	15.36
603890.SH	春秋电子	10.03	0.36	0.24	0.57	0.78	28.00	41.98	17.55	12.85
300735.SZ	光弘科技	28.11	0.39	0.53	0.69	0.89	71.89	52.79	40.89	31.50
688036.SH	传音控股	164.00	3.09	6.63	7.96	9.60	53.08	24.73	20.62	17.09
600745.SH	闻泰科技	39.40	1.17	2.30	2.98	3.64	33.64	17.13	13.21	10.81
	调整后平均值(剔除最高、最低值)						38.26	26.42	18.01	15.13
603296.SH	华勤技术	76.14	3.93	3.69	4.15	4.71	19.36	20.64	18.36	16.17

数据来源: ifind(除华勤技术外所有数据均取自 ifind), 华福证券研究所

6 风险提示

行业周期风险: 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。

ODM 市场规模下滑: 若未来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。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, 进一步面临市场规模下滑的风险。

市场竞争风险: 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, 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。

原材料价格上涨及短缺风险: 若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。

汇率波动风险: 公司境外销售收入占主营业务收入的比例较高, 公司境外销售主要以美元结算。同时公司存在部分原材料境外采购, 一般也以美元结算。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。

募投项目实施风险: 募投项目存在无法正常实施或者无法实现预期目标的风险, 进而可能对公司的持续经营能力造成不利影响。



图表 50: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	7,851	12,857	14,988	17,540	营业收入	92,646	85,131	97,915	112,090
应收票据及账款	14,357	17,515	19,477	21,954	营业成本	83,524	75,911	87,980	100,530
预付账款	224	98	114	130	税金及附加	213	157	186	221
存货	6,211	6,777	7,827	8,898	销售费用	207	170	196	224
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,965	1,788	1,958	2,242
其他流动资产	2,415	2,237	2,483	2,753	研发费用	5,047	4,376	5,033	5,761
流动资产合计	31,059	39,485	44,888	51,275	财务费用	-328	-81	-137	-143
长期股权投资	1,233	1,231	1,231	1,231	信用减值损失	-27	-265	-75	-92
固定资产	5,352	6,459	6,870	6,909	资产减值损失	-85	-120	-74	-82
在建工程	1,858	1,358	1,158	1,258	公允价值变动收益	331	283	403	339
无形资产	1,176	1,175	1,175	1,174	投资收益	-132	-70	50	30
商誉	1	1	1	1	其他收益	708	300	300	300
其他非流动资产	3,142	3,149	3,161	3,173	营业利润	2,804	2,932	3,296	3,745
非流动资产合计	12,762	13,373	13,596	13,747	营业外收入	5	5	5	5
资产合计	43,821	52,859	58,485	65,022	营业外支出	9	3	3	3
短期借款	2,398	2,000	2,000	2,000	利润总额	2,800	2,934	3,298	3,747
应付票据及账款	22,222	24,263	27,838	31,337	所得税	307	322	362	412
预收款项	0	0	0	0	净利润	2,493	2,612	2,936	3,335
合同负债	577	212	244	279	少数股东损益	-71	-65	-73	-83
其他应付款	210	160	160	160	归属母公司净利润	2,564	2,677	3,009	3,418
其他流动负债	1,771	2,444	2,028	2,195	EPS (按最新股本摊薄)	3.53	3.69	4.15	4.71
流动负债合计	27,178	29,079	32,269	35,971					
长期借款	3,386	2,386	1,886	1,386					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	846	667	667	667					
非流动负债合计	4,232	3,054	2,554	2,054					
负债合计	31,410	32,132	34,823	38,025					
归属母公司所有者权益	12,383	20,763	23,772	27,191					
少数股东权益	28	-37	-110	-194					
所有者权益合计	12,411	20,726	23,662	26,997					
负债和股东权益	43,821	52,859	58,485	65,022					

现金流量表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,567	1,344	3,993	3,968
现金收益	3,051	3,542	4,005	4,471
存货影响	1,630	-566	-1,049	-1,071
经营性应收影响	4,634	-2,912	-1,903	-2,412
经营性应付影响	-5,516	1,990	3,575	3,499
其他影响	-1,231	-711	-635	-519
投资活动现金流	-3,194	-1,352	-978	-1,059
资本支出	-2,316	-1,618	-1,418	-1,418
股权投资	-135	2	0	0
其他长期资产变化	-743	264	440	358
融资活动现金流	1,259	5,014	-884	-357
借款增加	2,525	-701	-1,021	-500
股利及利息支付	-243	-261	-208	-178
股东融资	0	5,854	0	0
其他影响	-1,023	122	345	321

主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	10.6%	-8.1%	15.0%	14.5%
EBIT 增长率	26.7%	15.4%	10.8%	14.0%
归母公司净利润增长率	35.4%	4.4%	12.4%	13.6%
获利能力				
毛利率	9.8%	10.8%	10.1%	10.3%
净利率	2.7%	3.1%	3.0%	3.0%
ROE	20.7%	12.9%	12.7%	12.7%
ROIC	17.1%	13.0%	13.3%	13.5%
偿债能力				
资产负债率	71.7%	60.8%	59.5%	58.5%
流动比率	1.1	1.4	1.4	1.4
速动比率	0.9	1.1	1.1	1.2
营运能力				
总资产周转率	2.1	1.6	1.7	1.7
应收账款周转天数	64	67	68	66
存货周转天数	30	31	30	30
每股指标 (元)				
每股收益	3.53	3.69	4.15	4.71
每股经营现金流	3.54	1.85	5.50	5.47
每股净资产	17.06	28.61	32.75	37.46
估值比率				
P/E	22	21	18	16
P/B	4	3	2	2
EV/EBITDA	415	361	319	285

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



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注册为证券分析师，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn