

多品类驱动增长，全球化布局彰显韧性

核心观点

- 25Q1超预期增长，盈利能力环比持续改善。**公司24年全年营业收入达1099亿元，同比增长29%，归母净利润29.3亿元，同比增长8%。公司各业务板块均实现较快增长，智能终端、高性能计算、AIOT及其他、汽车及工业产品分别增长13%/29%/188%/91%。公司25Q1营收及利润超预期增长，营收350亿元，同比增长116%，归母净利润8.4亿元，同比增长39%，扣非归母净利润7.6亿元，同比增长44%。Q1营收高增长主要得益于智能手机、穿戴、数据中心、AIOT等业务，其中智能手机、穿戴及高性能计算收入均实现翻倍增长。毛利率同比下滑主要由于相对低毛利的数据中心业务快速起量占比提升，公司毛利率已呈现环比改善之势，25Q1毛利率环比提升0.15pct至8.42%，连续2个季度改善。
- 端侧AI多品类全面布局，云侧数据中心业务25年延续高增长。**智能手机方面公司连续多年年出货量上亿，根据counterpoint统计，公司24年智能手机ODM份额稳居前二。穿戴方面公司24年出货量同比增长75%，已成为全球头部穿戴产品主要供应商。公司PC发货量保持高速增长，实现包括笔电、一体机、台式机等全栈式产品组合出货，并突破北美客户，市场份额不断扩大。AIoT方面，公司XR、智能家居、游戏掌机等产品持续量产交付驱动高增长。数据中心业务方面，公司通过头部互联网客户和行业渠道客户的双轮驱动，持续保持业绩的高速增长，已成为多个国内知名互联网厂商的核心供应商，在当前复杂环境下公司预计25年数据中心业务仍将保持较大增长。
- 全方位品类布局&全球化产能布局彰显韧性。**公司实施“China+VMI”全球供应链布局战略，国内制造以东莞和南昌为主，海外在VMI（越南，墨西哥，印度）建立了全球化的制造布局。24年在越南和印度已经实现了产品量产交付，墨西哥已处于并购交割阶段，整体进展顺利，全球化产能布局有效对冲风险。从营收结构看，公司海外业务占比在50%左右，但其中直接销往美国的产品收入占比约10%，单一市场或客户对公司影响较为有限。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司25-27年归母净利润分别为39/48/58亿元(原25年预测为38亿元，主要上调收入预测，小幅下调毛利率预测)，根据可比公司25年21倍PE估值，对应目标价为80.01元，维持买入评级。

风险提示

- 终端需求不及预期风险、贸易环境变动风险、其他收益占比过高风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	85,338	109,878	145,871	174,856	204,256
同比增长(%)	-7.9%	28.8%	32.8%	19.9%	16.8%
营业利润(百万元)	2,831	3,022	4,299	5,338	6,485
同比增长(%)	1.0%	6.7%	42.2%	24.2%	21.5%
归属母公司净利润(百万元)	2,707	2,926	3,869	4,804	5,837
同比增长(%)	5.6%	8.1%	32.2%	24.2%	21.5%
每股收益(元)	2.66	2.88	3.81	4.73	5.75
毛利率(%)	11.3%	9.3%	9.8%	10.1%	10.1%
净利率(%)	3.2%	2.7%	2.7%	2.7%	2.9%
净资产收益率(%)	16.3%	13.5%	15.7%	16.5%	16.9%
市盈率	24.2	22.4	16.9	13.6	11.2
市净率	3.1	2.9	2.4	2.1	1.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年04月28日）	64.42元
目标价格	80.01元
52周最高价/最低价	105.98/42.84元
总股本/流通A股（万股）	101,589/57,048
A股市值（百万元）	65,444
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025年04月29日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	2.84	-17.77	-13.54	27.43
相对表现%	2.93	-14.36	-12.61	21.92
沪深300%	-0.09	-3.41	-0.93	5.51



证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080004
薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524110001

联系人

朱茜	zhuqian@orientsec.com.cn
----	--------------------------

相关报告

智能硬件 ODM 全球龙头，AI 赋能多品类 2024-04-02
共生成长

盈利预测与投资建议

我们预测公司 25-27 年归母净利润分别为 39/48/58 亿元(原 25 年预测为 38 亿元，主要上调收入预测，小幅下调毛利率预测)，根据可比公司 25 年 21 倍 PE 估值，对应目标价为 80.01 元，维持买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
歌尔股份	002241	20.55	0.31	0.76	1.02	1.25	65.93	26.92	20.19	16.49
闻泰科技	600745	33.64	0.95	-2.28	1.88	2.52	35.44	-14.78	17.87	13.36
浪潮信息	000977	48.05	1.21	1.56	2.06	2.51	39.68	30.86	23.38	19.15
龙旗科技	603341	39.28	1.30	1.08	1.89	2.42	30.18	36.45	20.81	16.21
亿道信息	001314	41.70	0.91	0.24	0.87	1.06	45.79	173.03	47.76	39.27
	最大值						65.93	173.03	47.76	39.27
	最小值						30.18	(14.78)	17.87	13.36
	平均数						43.40	50.50	26.00	20.90
	调整后平均						40.30	31.41	21.46	17.28

数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

终端需求不及预期风险、贸易环境变动风险、其他收益占比过高风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	12,756	13,653	14,587	22,731	30,638
应收票据、账款及款项融资	14,467	25,532	33,895	40,630	47,462
预付账款	42	122	163	195	228
存货	4,344	11,476	15,145	18,112	21,144
其他	4,525	5,438	5,685	5,890	6,097
流动资产合计	36,134	56,222	69,475	87,558	105,569
长期股权投资	1,147	1,648	1,648	1,648	1,648
固定资产	6,656	7,800	8,237	8,894	9,631
在建工程	971	1,760	2,986	3,844	4,445
无形资产	1,179	1,791	1,725	1,659	1,592
其他	5,423	7,076	7,028	6,982	6,982
非流动资产合计	15,376	20,075	21,624	23,027	24,298
资产总计	51,510	76,297	91,100	110,585	129,867
短期借款	3,845	7,982	6,510	11,425	14,889
应付票据及应付账款	21,634	37,281	49,201	58,837	68,687
其他	2,948	4,406	4,567	4,697	4,829
流动负债合计	28,426	49,669	60,278	74,959	88,404
长期借款	1,345	2,473	2,473	2,473	2,473
应付债券	0	0	0	0	0
其他	896	1,231	1,231	1,231	1,231
非流动负债合计	2,241	3,704	3,704	3,704	3,704
负债合计	30,667	53,373	63,982	78,662	92,108
少数股东权益	(23)	381	381	381	381
实收资本（或股本）	724	1,016	1,016	1,016	1,016
资本公积	10,698	10,195	10,577	10,577	10,577
留存收益	9,358	11,275	15,144	19,949	25,786
其他	86	57	0	0	0
股东权益合计	20,843	22,924	27,118	31,922	37,759
负债和股东权益总计	51,510	76,297	91,100	110,585	129,867

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,655	2,914	3,869	4,804	5,837
折旧摊销	905	1,731	958	1,103	1,234
财务费用	(96)	(332)	59	180	261
投资损失	(4)	(262)	(50)	0	0
营运资金变动	799	(3,199)	(295)	(218)	(168)
其它	(409)	523	(2)	45	46
经营活动现金流	3,850	1,376	4,539	5,915	7,210
资本支出	(1,241)	(4,149)	(2,506)	(2,506)	(2,506)
长期投资	86	(501)	0	0	0
其他	(2,170)	1,031	50	0	0
投资活动现金流	(3,325)	(3,619)	(2,456)	(2,506)	(2,506)
债权融资	(1,499)	1,373	0	0	0
股权融资	5,841	(212)	382	0	0
其他	1,095	2,187	(1,531)	4,735	3,203
筹资活动现金流	5,437	3,348	(1,149)	4,735	3,203
汇率变动影响	(235)	90	-0	-0	-0
现金净增加额	5,728	1,195	934	8,144	7,907

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	85,338	109,878	145,871	174,856	204,256
营业成本	75,708	99,657	131,522	157,280	183,611
营业税金及附加	294	337	448	537	627
销售费用	199	217	273	328	383
管理费用及研发费用	6,714	7,447	9,573	11,300	12,995
财务费用	(96)	(332)	59	180	261
资产、信用减值损失	343	118	147	194	194
公允价值变动收益	275	(188)	0	0	0
投资净收益	4	262	50	0	0
其他	375	516	400	300	300
营业利润	2,831	3,022	4,299	5,338	6,485
营业外收入	8	14	0	0	0
营业外支出	5	2	0	0	0
利润总额	2,834	3,034	4,299	5,338	6,485
所得税	178	121	430	534	649
净利润	2,655	2,914	3,869	4,804	5,837
少数股东损益	(51)	(13)	0	0	0
归属于母公司净利润	2,707	2,926	3,869	4,804	5,837
每股收益（元）	2.66	2.88	3.81	4.73	5.75

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-7.9%	28.8%	32.8%	19.9%	16.8%
营业利润	1.0%	6.7%	42.2%	24.2%	21.5%
归属于母公司净利润	5.6%	8.1%	32.2%	24.2%	21.5%
获利能力					
毛利率	11.3%	9.3%	9.8%	10.1%	10.1%
净利率	3.2%	2.7%	2.7%	2.7%	2.9%
ROE	16.3%	13.5%	15.7%	16.5%	16.9%
ROIC	11.2%	8.4%	10.9%	11.7%	11.7%
偿债能力					
资产负债率	59.5%	70.0%	70.2%	71.1%	70.9%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.27	1.13	1.15	1.17	1.19
速动比率	1.11	0.90	0.90	0.92	0.95
营运能力					
应收账款周转率	6.0	5.5	4.9	4.7	4.7
存货周转率	14.1	12.3	9.8	9.4	9.3
总资产周转率	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7
每股指标（元）					
每股收益	2.66	2.88	3.81	4.73	5.75
每股经营现金流	5.32	1.35	4.47	5.82	7.10
每股净资产	20.54	22.19	26.32	31.05	36.79
估值比率					
市盈率	24.2	22.4	16.9	13.6	11.2
市净率	3.1	2.9	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	16.4	13.5	11.2	9.0	7.5
EV/EBIT	21.9	22.2	13.7	10.8	8.9

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。