

电子行业|公司深度研究报告

证券研究报告

2025/06/30

华勤技术深度报告——

多业务线共振增长，智能产品平台型企业腾飞

证券分析师：张世杰

分析师登记编号：S1190523020001

证券分析师：李珏晗

分析师登记编号：S1190523080001

报告摘要

全球领先的智能产品平台型企业，3+N+3多成长条线布局。公司是全球头部智能产品平台型企业，成功向“3+N+3”智能产品大平台战略转型，形成以“智能手机+PC+数据中心”成熟业务为核心、多品类产品组合为衍生、“汽车电子+软件+机器人”新兴领域为拓展的多成长条线布局。伴随公司产品线不断丰富，公司24年突破千亿营收规模，营收18-24年复合增速23.56%，归母净利润18-24年复合增速58.87%。公司25Q1延续高位增长趋势，多个产品线均实现显著推进，其中高性能计算/智能手机/可穿戴业务同比超翻倍增长。

乘国内CSP算力军备竞赛东风，公司服务器业务构筑强势增长极。全球AI浪潮下，国内算力军备竞赛提速。百度、阿里、腾讯、字节24年资本开支合计约2400亿元，同比增速约155%，25年多家厂商资本开支根据指引预计延续高位扩张趋势，4家合计资本开支预计将突破4000亿元。互联网厂商催生服务器定制化需求，ODM Direct模式因此打破此前以服务器品牌商为绝对主导的市场格局。根据IDC数据，24Q4 ODM Direct规模达到365.70亿美元，同比增速高达155.5%，份额逐步占据产业半壁江山。公司作为内资ODM Direct厂商，提供全栈式服务器产品出货，是国内头部CSP腾讯、阿里、字节的核心供应商，服务器业务有望成为公司增长新引擎。

头部ODM厂商集中大势所趋，公司智能终端业务充分受益。智能手机市场景气度修复，根据IDC数据，24年出货量同比增速约6.2%。可穿戴业务等个人终端向智能手机品牌集中，与智能手机软硬件形成紧密协同。公司客户覆盖海外传统消费电子头部品牌如三星、新一代国产龙头如OPPO&vivo、国内互联网生态链龙头如小米等。当前产业模式正逐步向ODM过渡，ODM/IDH渗透率40%左右，对标笔电行业80%的渗透率仍存在大幅提升空间，公司在ODM/IDH市场份额领先，占比约28%。公司在份额向头部ODM集中+客户出货旺盛的背景下有望迎来业务规模增长。

报告摘要

盈利预测与投资建议：预计2025-2027 年营业总收入分别为1389.27、1681.94、2005.94 亿元，同比增速分别为26.44%、21.07%、19.26%；归母净利润分别为37.06、45.30、57.03 亿元，同比增速分别为26.66%、22.23%、25.89%，对应25-27 年PE 分别为19X、16X、13X，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期风险；行业竞争加剧风险；地缘政治风险。

图表1：盈利预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	109,878	138,927	168,194	200,594
营业收入增长率(%)	28.76%	26.44%	21.07%	19.26%
归母净利（百万元）	2,926	3,706	4,530	5,703
净利润增长率(%)	8.10%	26.66%	22.23%	25.89%
摊薄每股收益（元）	2.89	3.65	4.46	5.61
市盈率（PE）	24.55	19.49	15.94	12.66

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

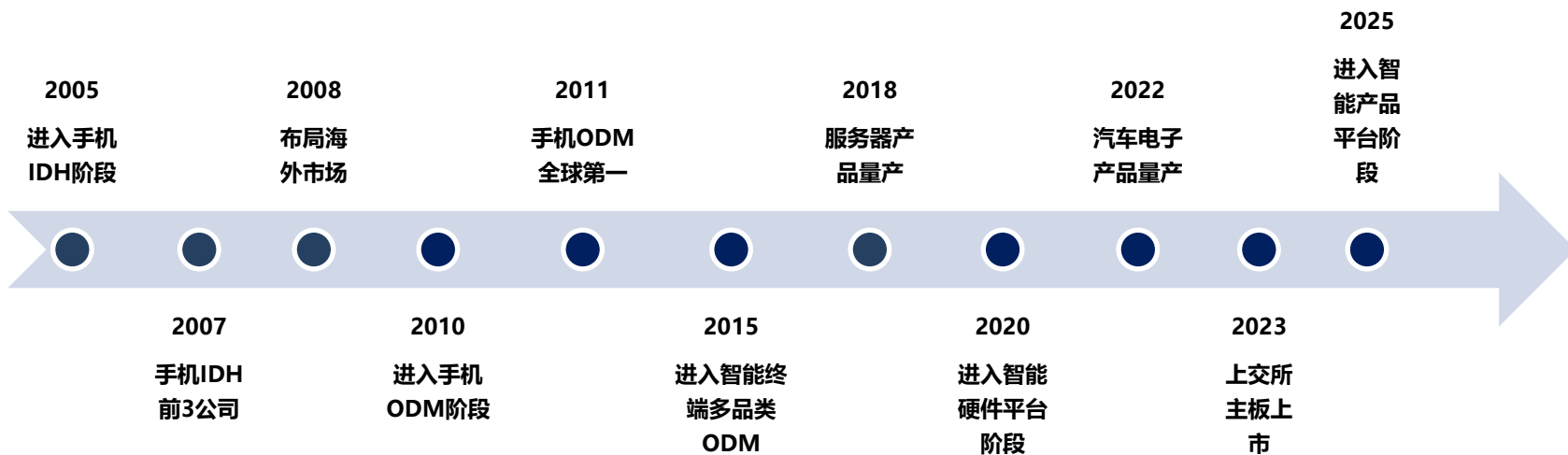
目录

- I 全球领先的智能产品平台型企业，3+N+3多成长条线布局
- II 乘国内CSP算力军备竞赛东风，服务器业务构筑强势增长极
- III 头部ODM厂商集中大势所趋，公司智能终端业务充分受益
- IV 盈利预测与投资建议

1.1. 公司概况：全球领先的智能产品平台型企业，3+N+3多业务线布局

➤ **公司为全球头部智能产品平台型企业。**公司于05年创立，并于23年上市，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，产品线覆盖智能手机、平板电脑、笔记本电脑、智能穿戴、AIoT、数据中心产品和汽车电子产品。公司05-09年定位为手机IDH公司；10-14年开启手机整机ODM业务，提供手机ODM整机的出货；15-19年定位智能终端多品类ODM业务，提供多种智能产品的整机服务；20年构建“2+N+3”智能硬件平台，25年升级为“3+N+3”全球智能产品硬件平台。

图表2：公司发展历程

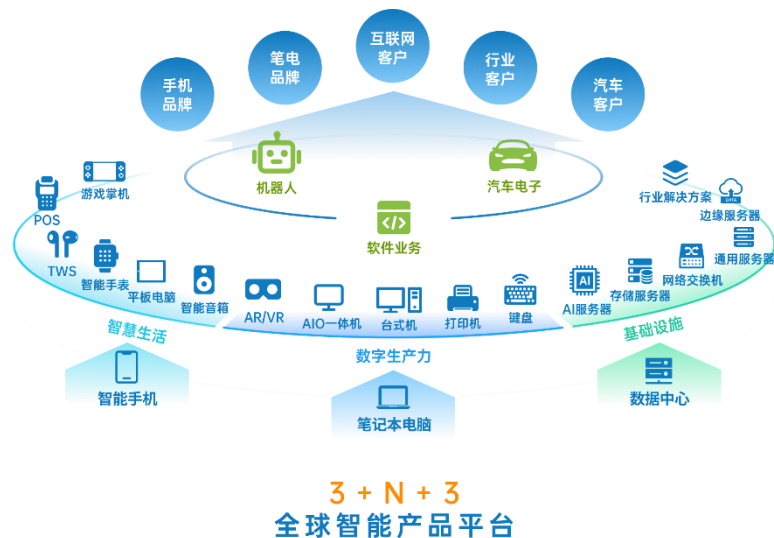


资料来源：公司官网，太平洋证券

1.1. 公司概况：全球领先的智能产品平台型企业，3+N+3多业务线布局

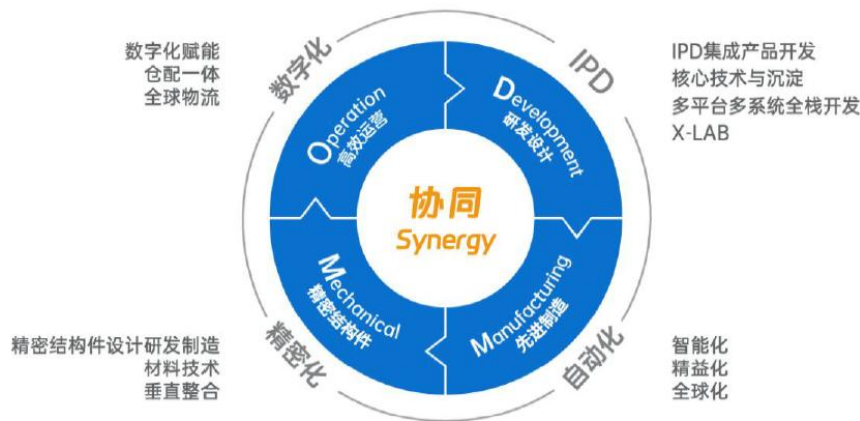
- “3+N+3”全球智能产品大平台战略转型成功，布局多业务线成长。公司向“3+N+3”智能产品大平台战略转型成功，“3+N+3”战略即构筑三大核心成熟业务智能手机+PC+数据中心，衍生多品类产品组合，包括涵盖智慧生活、商业数字生产力以及数据中心全栈解决方案等，并且拓展三大新兴领域汽车电子+软件+机器人，以此形成多条产品线布局，满足全球客户智能化产品需求，为公司增添新成长曲线。

图表3：3+N+3全球智能产品平台战略



资料来源：公司官网，公司公告，太平洋证券

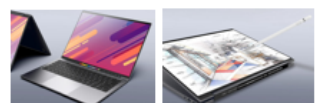
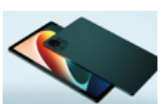
图表4：赋予ODM新定义



资料来源：公司官网，公司公告，太平洋证券

1.1. 公司概况：全球领先的智能产品平台型企业，3+N+3多业务线布局

图表5：公司主营业务线及产品

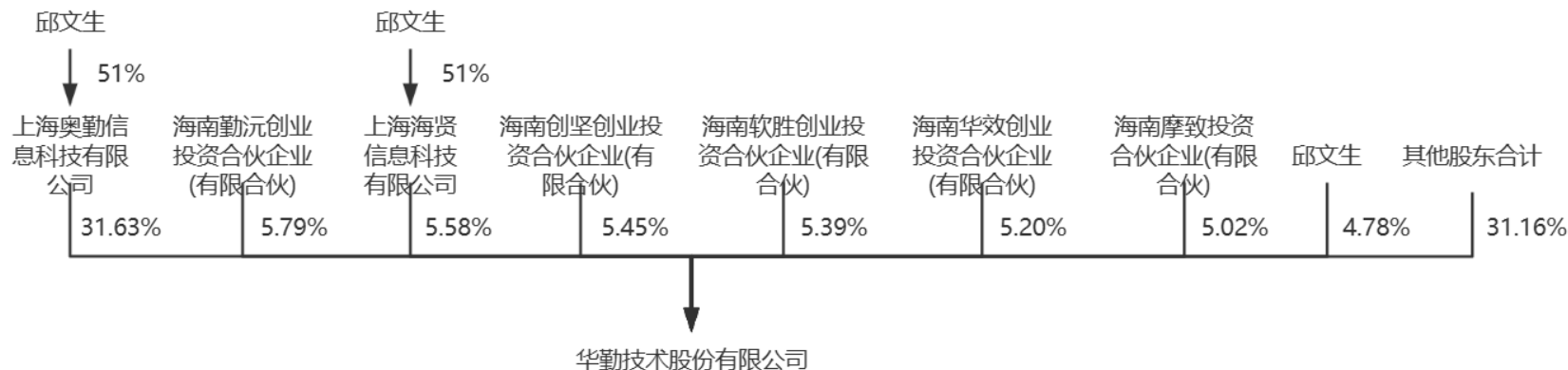
业务条线	产品条线	基本情况	图例
智能终端	智能手机	公司为智能手机ODM领域的全球龙头企业，服务于全球一流终端品牌厂商，覆盖Android主流品牌。	
	可穿戴	公司在智能手表、智能手环、无线耳机等领域进入多家知名品牌厂商的供应商队列，24年智能穿戴产品的发货量高速增长，占据行业龙头地位。	
高性能计算	个人电脑	公司已实现全栈式个人电脑产品组合，包括笔记本电脑、一体机、台式机及电脑周边配件等，是英特尔17年来大陆唯一ORS合作伙伴。	
	平板电脑	公司为平板电脑ODM领域的全球龙头企业，进入国际一线品牌供应链。	
AIoT	数据产品	公司数据产品业务能够提供通用服务器、存储服务器、AI 服务器、交换机的全栈式产品组合，服务于全球多个国家和地区客户，覆盖互联网、云厂商、运营商、金融、政企等行业。	
		公司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并形成可持续增长的营收贡献。公司实现XR产品的全球主流客户主流项目的研发及量产交付。	
汽车电子		公司在智能座舱、显示屏、智驾三大业务模块均已实现突破，并实现了首个座舱产品全栈研发成功交付。	

资料来源：公司官网，公司公告，太平洋证券

1.2. 股权结构：股权结构稳定，实控人邱文生先生持股23.76%

► **公司董事长、总经理邱文生先生为实控人，持股份额23.76%。**截至2025年一季报，公司第一大股东为上海奥勤信息科技有限公司，持股比例31.63%；第二大股东为海南勤沅创业投资合伙企业（有限合伙），持股比例5.79%；第三大股东为上海海贤信息科技有限公司，持股比例5.58%。邱文生为公司董事长、总经理、实控人，合计对公司持股比例23.76%，其中直接持股比例4.78%，同时通过上海奥勤信息科技有限公司、上海海贤信息科技有限公司间接持股，邱文生在上海奥勤持股比例51%，在上海海贤持股比51%。

图表6：公司股权结构图（截至25年一季报）

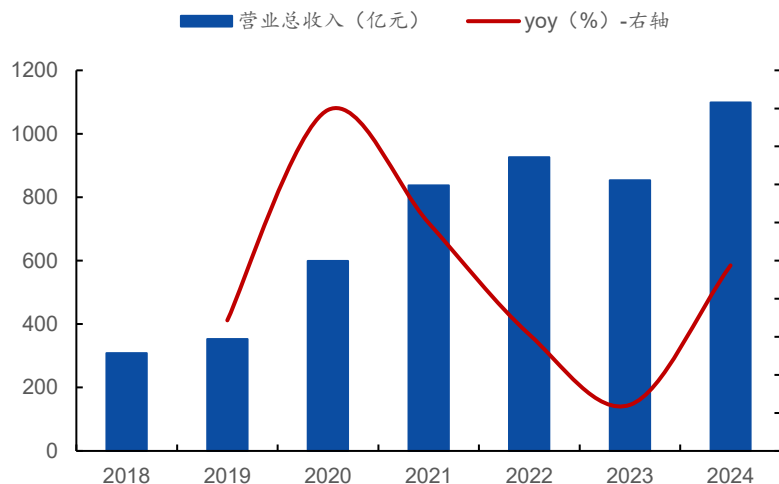


资料来源：公司公告，太平洋证券

1.3. 经营情况：收入规模破千亿，高性能计算贡献主要增量

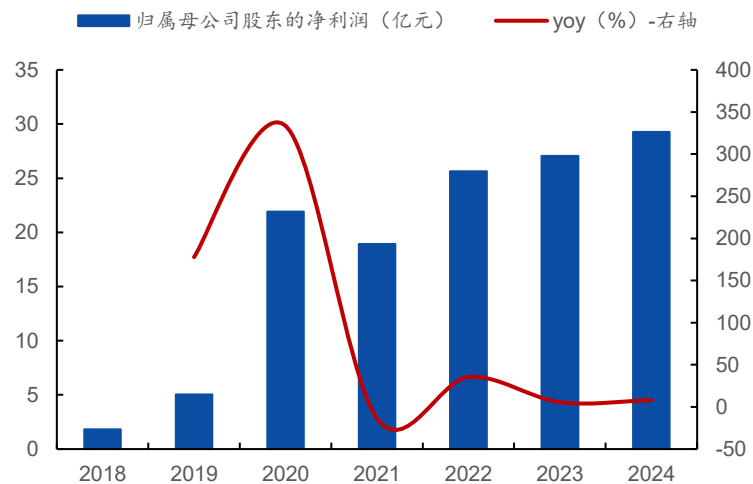
►收入规模突破千亿，业绩高速增长。伴随公司产品线不断丰富，公司营业收入由2018年的308.81亿元增长至2024年的1098.78亿元，突破千亿规模，年复合增速23.56%；归母净利润由2018年的1.82亿元增长至2024年的29.26亿元，年复合增速58.87%。公司25Q1延续高位增长趋势，单季度实现营收349.98亿元，同比增长115.65%，归母净利润8.42亿元，同比增长39.04%，主要得益于公司多个产品线均实现显著推进，其中高性能计算/智能手机/可穿戴业务同比翻倍增长，多元化布局成效逐步凸显。

图表7：公司2018-2024年营业收入



资料来源：iFind，太平洋证券

图表8：公司2018-2024年归母净利润

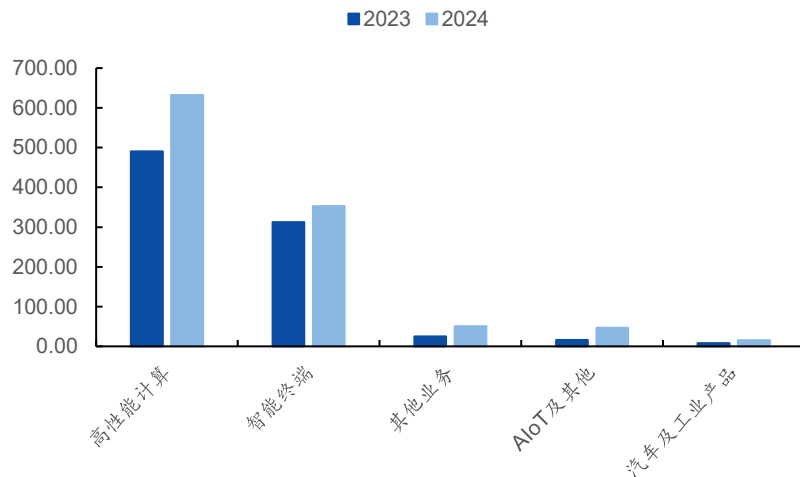


资料来源：iFind，太平洋证券

1.3. 经营情况：收入规模破千亿，高性能计算贡献主要增量

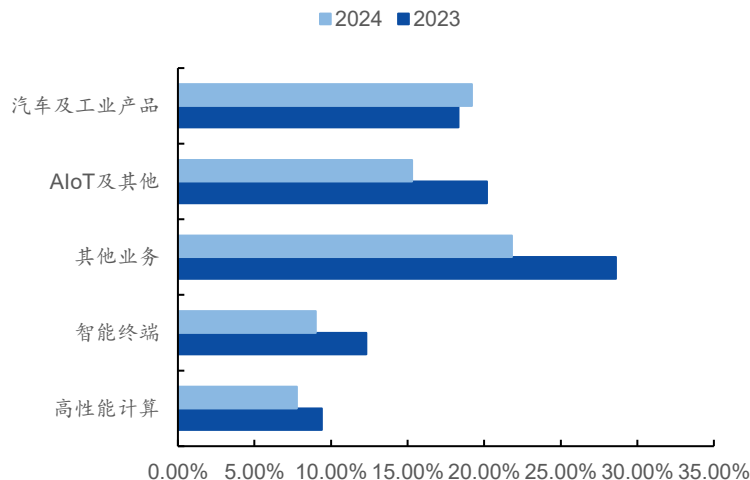
►高性能计算为公司核心增长来源，AIOT产品、汽车及工业产品等多点开花。分产品来看，高性能计算业务突破AI服务器出货，实现头部互联网客户供货量增长，智能手机基本盘受益下游景气度回暖增长，可穿戴业务与品牌商粘性增强。高性能计算/智能终端/其他业务/AIoT及其他/汽车及工业产品24年营业收入分别为632.20/252.16/51.07/46.72/15.62亿元，同比增速分别为29%/13%/101%/188%/91%；毛利率分别为7.77%/9.00%/21.81%/15.29%/19.20%，同比变化-0.02pct/-0.03pct/-0.07pct/-0.05/0.01。

图表9：公司各业务2023-2024年营业收入（单位：亿元）



资料来源：iFind, 太平洋证券

图表10：公司各业务2023-2024年毛利率（单位：亿元）

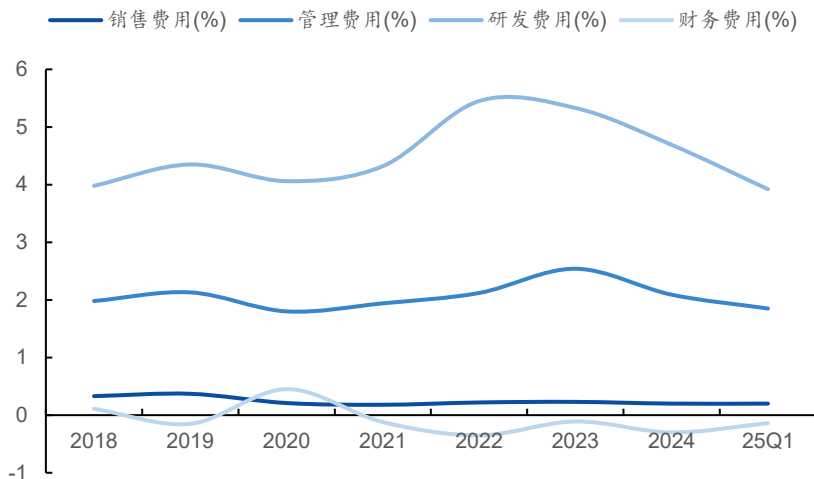


资料来源：iFind, 太平洋证券

1.4. 财务分析：费用管理能力显著，盈利水平不断优化

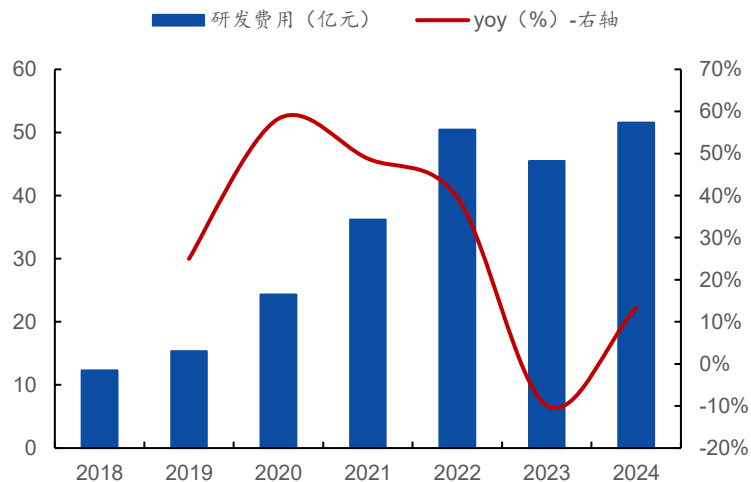
► **公司具备成熟的费用管理能力，盈利水平不断优化。**公司费用管理能力优异，为整体盈利能力带来优化，在公司业务条线毛利率略有波动的情况下，公司24年实现净利率2.7%，净利率仍维持在稳健水平，体现出公司成熟的费用管理能力。公司24年销售、管理、研发、财务费用率分别为0.2%、2.09%、4.69%、-0.30%，同比变动-0.03、-0.45、-0.64、-0.19pct。公司坚定研发投入，24年研发费用51.56亿元，同比增长13%，构筑技术护城河，将产品性能优势转化为后续销售规模扩张。

图表11：公司2018-2024年期间费用率



资料来源：iFind，太平洋证券

图表12：公司2018-2024年研发费用



资料来源：iFind，太平洋证券

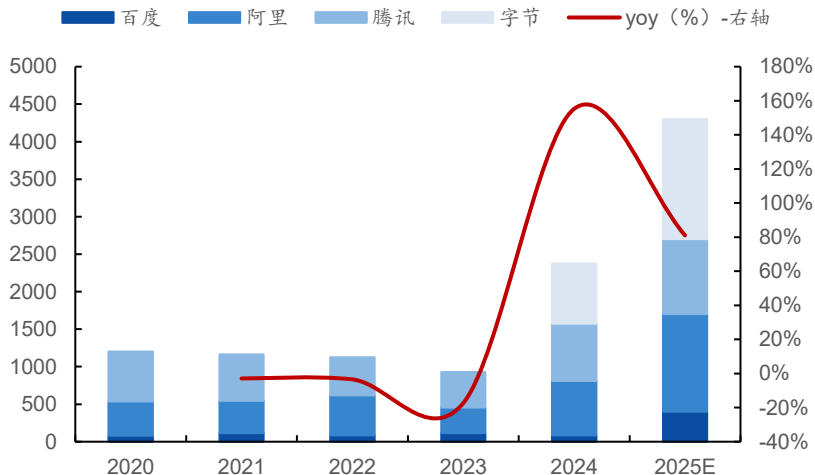
目录

- I 全球领先的智能产品平台型企业，3+N+3多成长条线布局
- II 乘国内CSP算力军备竞赛东风，服务器业务构筑强势增长极**
- III 头部ODM厂商集中大势所趋，公司智能终端业务充分受益
- IV 盈利预测与投资建议

2.1. 需求端：AI浪潮下，国内算力“军备竞赛”提速

➤在全球AI浪潮下，国内亦开启算力军备竞赛，互联网厂商资本开支延续增长趋势。国内互联网大厂24年起资本开支呈现爆发式增长，放量显著，百度、阿里、腾讯、字节4家厂商24年资本开支合计约2400亿元，同比增速约155%。根据各厂商指引，25年多家公司资本开支延续高位扩张趋势，阿里巴巴未来三年资本开支3800亿元，合计单自然年平均资本开支1300亿元左右，用于云计算及AI基建；字节25年资本开支预计突破1500亿元；腾讯25年资本支出将占“低双位数”百分比；国内4家云厂商合计资本开支预计将突破4000亿元。

图表13：国内云厂商资本支出（单位：亿元）



资料来源：iFind，各公司公告，太平洋证券

图表14：国内云厂商25年资本开支规划

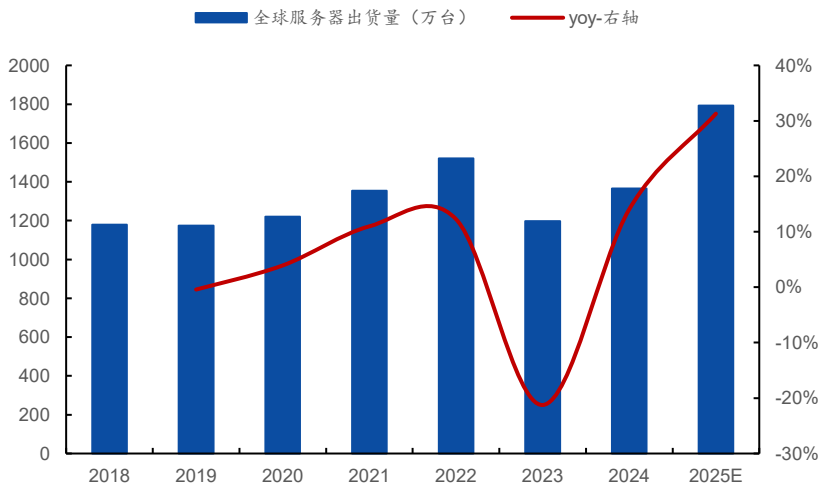
25年资本开支规划	
腾讯	腾讯将投入“低双位数”百分比用于资本开支，主要用于算力芯片采购及AI基础设施建设。
阿里	阿里将投入超过3800亿元人民币，用于建设云和AI硬件基础设施，总额超过过去十年总和。同时，AI基础大模型对于行业生产力变革具有重大意义，将大幅提升AI基础模型的研发投入。
字节	字节将投入约1600亿元人民币，其中约900亿元用于AI算力采购，国内预计约400亿元人民币；其中约700亿人民币将用于IDC基础设施建设以及网络设备。

资料来源：各公司公告，太平洋证券

2.1. 需求端：AI浪潮下，国内算力“军备竞赛”提速

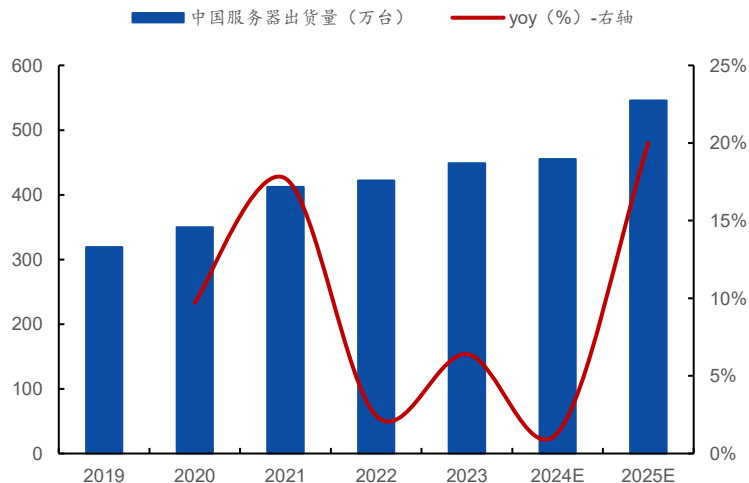
➤ **算力基建景气度高增，拉动服务器需求量不断攀升。**算力基础设施建设不断扩张，带动服务器市场快速发展，2024年全球服务器出货量1365万台，同比增速约14%，较23年已出现显著底部反弹趋势。中国市场方面，受益AI大模型产业化落地，生成式AI由训练向推理端转换，企业级服务器采购量攀升，叠加国家算力基建加速，智算中心机架规模扩张，拉动服务器部署，服务器市场韧性较强，出货量持续攀升，根据IDC预计，中国服务器出货量将从2022年的422万台增长至2025年的546万台，25年同比增速约20%。

图表15：全球服务器出货量



资料来源：IDC，太平洋证券

图表16：中国服务器出货量

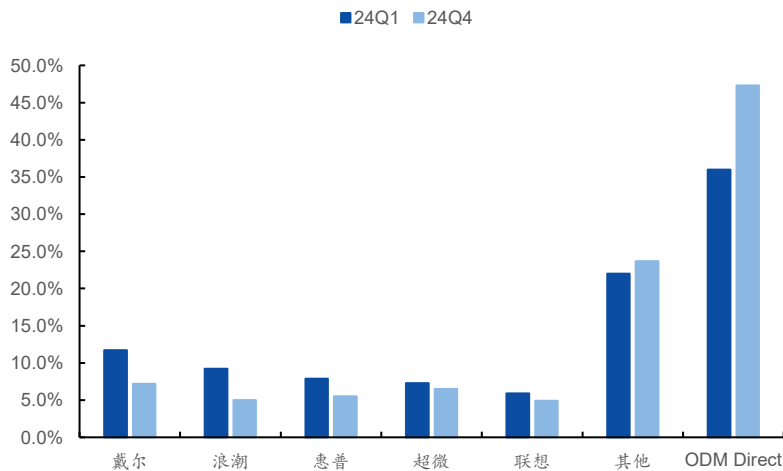


资料来源：IDC，太平洋证券

2.2. 供给端：互联网厂商催生定制化诉求，ODM Direct模式重塑市场格局

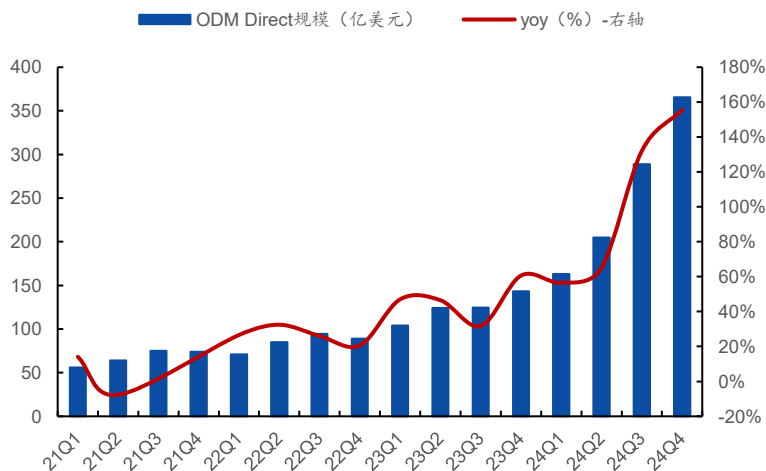
►互联网厂商定制化诉求旺盛，ODM Direct模式逐步占据市场半壁江山。服务器品牌商早期主要采用与服务器ODM/EMS厂商合作模式，英业达、广达及工业富联等为全球服务器市场领先的 ODM/EMS 厂商。伴随互联网云厂商近年来切入云计算赛道，为了匹配自身业务需求，不同架构产品的定制化需求应运而生，互联网云厂商开始与ODM厂商直接合作，ODM市场出货量不断增长。24年四季度ODM Direct模式规模达到365.70亿美元，同比增速高达155.5%。ODM Direct模式在AI服务器中份额已经从24年一季度的36%占比提升至24年四季度的44%占比，逐步占据接近一半份额。

图表17：全球AI服务器份额占比



资料来源：IDC，太平洋证券

图表18：ODM Direct规模



资料来源：IDC，太平洋证券

2.3. 公司服务器全栈式布局，为国内知名云厂商核心供应商

►公司在服务器领域具备全栈式产品出货能力，且针对中/美主流AI芯片平台均有研发适配储备。公司自深耕数数据中心业务多年，已形成AI服务器、通用服务器、存储服务器、交换机等产品的全面布局，为客户提供全栈全领域产品的出货。在当前地缘政治背景下，公司积极应对变革，针对中/美主流AI芯片平台均做出研发与适配，灵活响应客户需求。

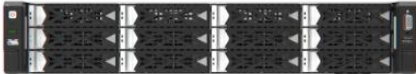
图表19：公司全栈式产品布局



资料来源：公司官网，太平洋证券

2.3. 公司服务器全栈式布局，为国内知名云厂商核心供应商

图表20：公司服务器产品矩阵

通用服务器	P6220 通用 2U 机架服务器	基于Intel® Whitley 平台, 支持Intel® Xeon® 第三代可扩展处理器IceLake-SP, 模块化设计, 灵活配置支持云数据中心及传统企业IT应用环境, 满足性能和扩展需求。	
	P6410 Arm 通用 2U 机架服务器	基于Ampere® Arm平台, 支持Altra™, Altra Max™。模块化设计, 灵活配置适用于云计算, 云游戏, 云手机等应用场景, 满足性能和扩展需求。	
异构服务器	H8000 4U NVLink GPU BOX	4U空间内搭载全新NVLink技术连接的HGX A800 8-GPU模组, GPU通信带宽及性能较上一代翻倍, 最大支持8块NVMe SSD和8块HHHL NIC。可提供极致训练性能和超高数据吞吐, 适用于图像、视频、语音识别、等多种AI应用场景。	
	H8001D 4U118 JBOD	4U118盘位, 业界最高存储密度, 极致设计。BMC&SES 带内带外双重管理。支持级联模式, 组建超大存储空间。支持多Host挂载, 灵活划分存储空间, 应对多种应用场景。	

资料来源：公司官网，公司公告，太平洋证券

2.3. 公司服务器全栈式布局，为国内知名云厂商核心供应商

图表21：公司服务器产品矩阵

网络交换机	S8130接入交换机	S8130交换机是应用于高性能数据中心的ToR开放网络交换机，为紧凑型1RU盒式设备，可提供24个200GbE下行接口连接服务器，8个400GbE上行接口连接骨干交换机。基于先进的软硬件解耦设计理念，为用户提供高达8T交换容量的线速无阻塞高性能转发。	
	S8410核心交换机	S8410交换机是应用于超大规模数据中心的开放网络核心交换机，为紧凑型4RU盒式固定式设备，可提供64个400GbE全速率接口,配合S8120/8130 TOR交换机,支持下一代数据中心与云计算的Leaf-Spine全三层网络架构。基于先进的软硬件解耦设计理念，为用户提供高达25.6T交换容量的线速无阻塞高性能转发。	
	P1220 1U MEC 服务器	适用于运营商5G 小站，提供5G室分无线接入，通用多接入边缘计算，提供各类内容服务（VR，AR，IOT）等应用场景。	

资料来源：公司官网，公司公告，太平洋证券

2.3. 公司服务器全栈式布局，为国内知名云厂商核心供应商

➤ “CSP+行业渠道”成效显著，在下游重点客户卡位核心供应商，有望充分受益客户资本开支扩张。

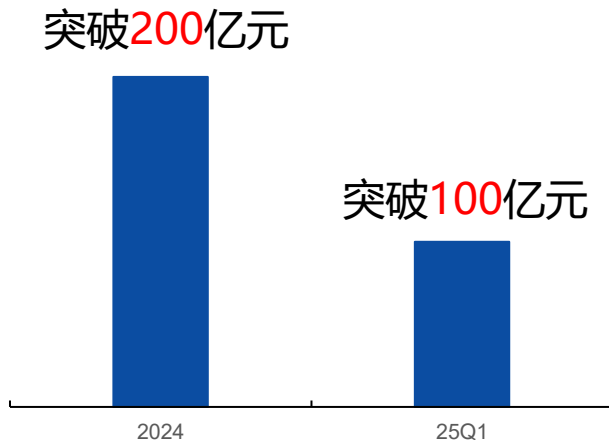
公司“CSP客户+行业渠道市场”双轮驱动战略，已取得显著成效，凭借行业领先技术，深度绑定国内头部互联网厂商，切入国内知名云厂商供应链的核心供应商位置，在主要头部客户的AI服务器具备份额优势，同时通用服务器及交换机份额也在持续攀升。伴随国内CSP客户算力资本开支爆发，公司24年数据中心业务放量，营业收入突破200亿元，25年一季度数据业务收入规模突破100亿，在头部互联网客户实现了全栈式的发货和高速增长。

图表22：数据中心客户



资料来源：公司公告，太平洋证券

图表23：数据中心业务规模



资料来源：公司公告，太平洋证券

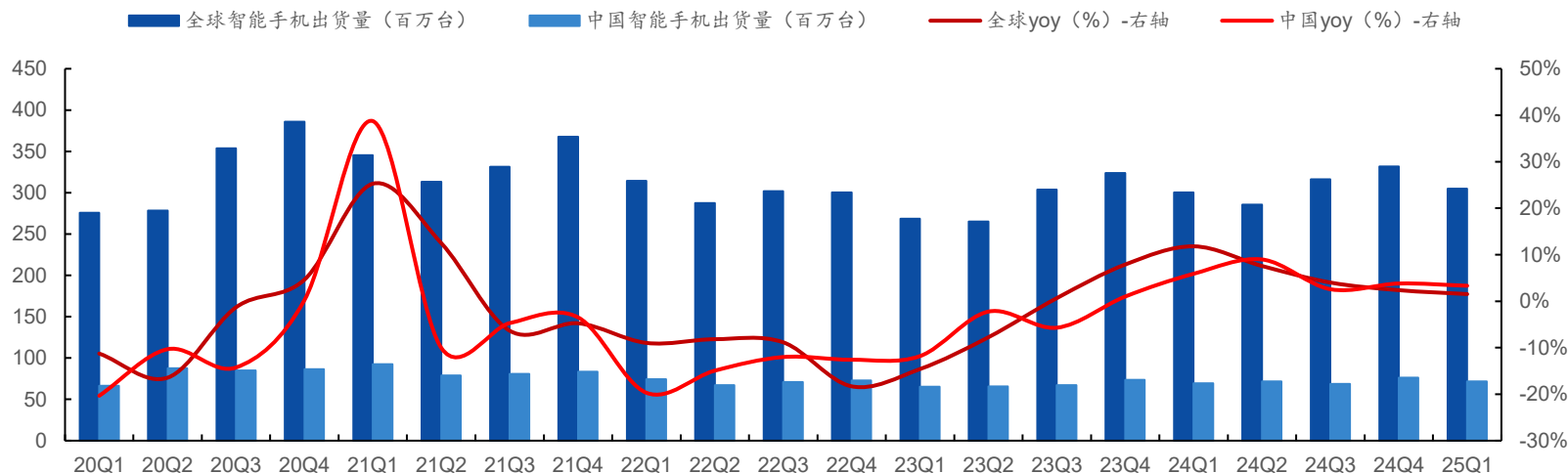
目录

- I 全球领先的智能产品平台型企业，3+N+3多成长条线布局
- II 乘国内CSP算力军备竞赛东风，服务器业务构筑强势增长极
- III 头部ODM厂商集中大势所趋，公司智能终端业务充分受益
- IV 盈利预测与投资建议

3.1. 需求端：智能手机市场景气度修复，AI手机开启新一增长极

►智能手机市场景气度修复，在国补政策刺激下，国内市场具备极强韧性。全球智能手机市场24年迈入景气度复苏周期，结束连续2年的出货量下滑，根据IDC数据，全球智能手机24年出货量约12.3亿台，同比增速约6.2%，25Q1出货305万台，在基数不低的情况下仍有2%增速，智能手机市场出现回暖，主要受益于5G普及AI功能性创新带动换机潮，新一轮换机周期重新启动，中东地区等新兴市场崛起，释放需求增量。同时，“国补”政策催化国内需求释放，中国智能手机24年出货量约2.8亿台，同比增速约5.3%。

图表24：智能手机单季度出货量



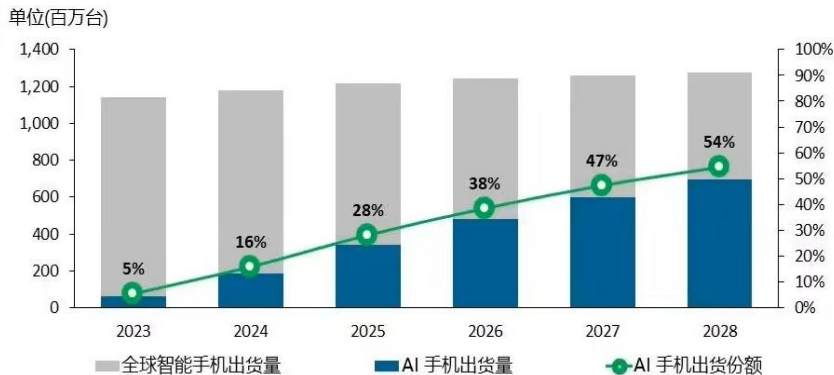
资料来源：IDC，太平洋证券

3.1. 需求端：智能手机市场景气度修复，AI手机开启新一增长极

➤**AI手机渗透持续提升，成为智能手机市场增长新引擎。**智能手机市场在AI端侧大模型赋能下迎来增长新动能，伴随端侧大模型优化，端侧AI正逐步向终端市场的部署渗透，AI手机出货迎来放量。根据Canalys预测，23年全球AI手机渗透率仅为5%，预计25年AI手机渗透率将提升至28%，预计出货量4亿台左右，预计28年全球AI手机渗透率将提升至54%，23-28年出货量年复合增速预计达63%。其中，苹果、三星在海外市场表现强势，而在国内市场方面，小米、OPPO、vivo等本土品牌主导力增强。

图表25：AI手机渗透率

2028年，AI手机市场份额将达到54%

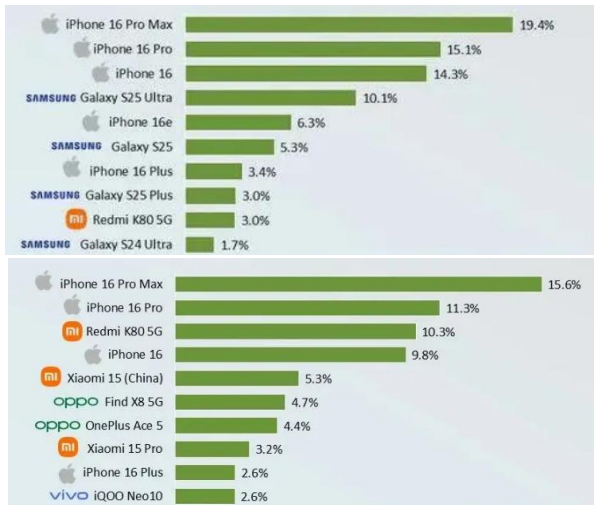


来源：Canalys智能手机分析预测数据，2024年5月

canalys

资料来源：Canalys，太平洋证券

图表26：25Q1全球/国内AI手机份额

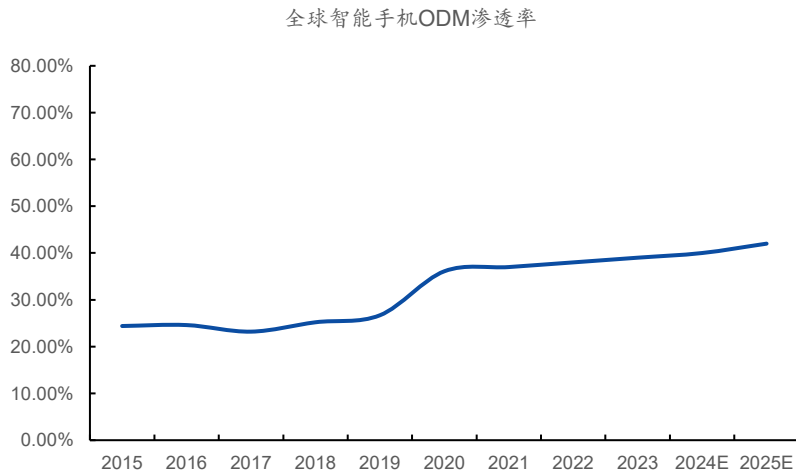


资料来源：Canalys，太平洋证券

3.2. 供给端：智能手机ODM渗透率提升空间广阔，行业格局头部集中

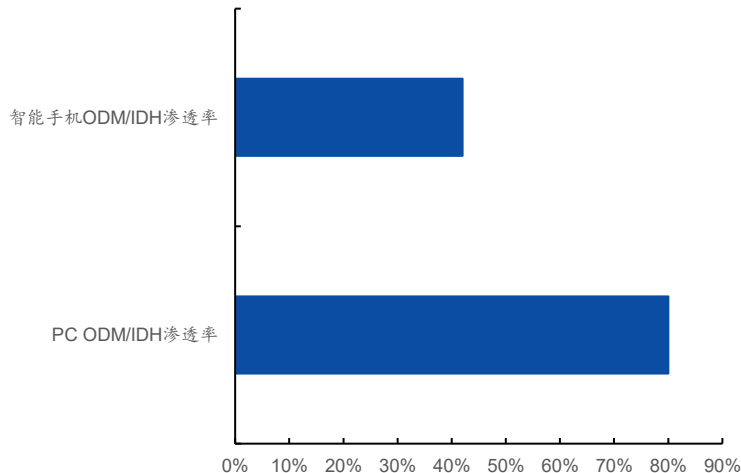
► **对标笔电ODM渗透率，智能手机ODM渗透率仍有翻倍的提升空间。** 智能手机代工主要有EMS（参与品牌厂商原材料供应以及制造等环节，不参与产品设计）/IDH（仅提供产品研发设计，但不参与制造环节）/ODM（提供产品研发设计制造等全部环节），IDH和ODM模式为当前主流方案。由于ODM模式可为品牌厂商优化研发成本，同时提高新品发布速度，ODM模式占比不断提升，根据Canalys数据，全球智能手机ODM/IDH渗透率预计由15年的24.40%提升至25年的42%。虽然智能手机ODM/IDH渗透率有明显增加，但与PC行业80%左右的渗透率相比，智能手机行业ODM仍有巨大渗透率提升空间。

图表27：全球智能手机ODM渗透率



资料来源：Counterpoint，太平洋证券

图表28：智能手机与OC的ODM渗透率对比

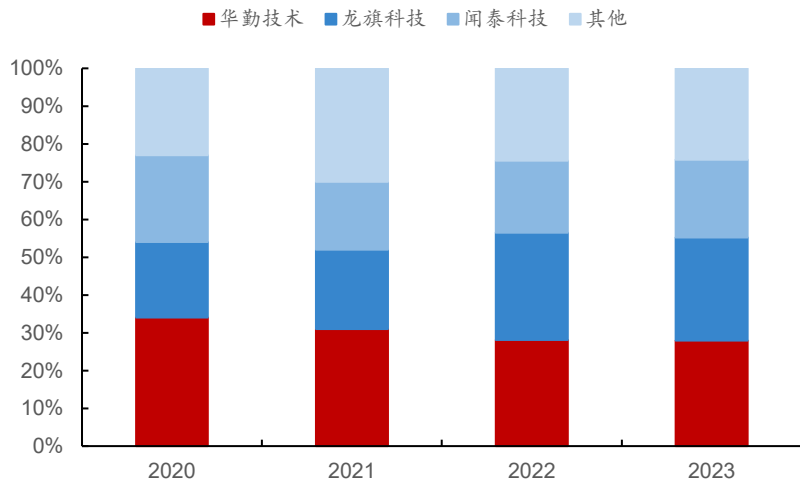


资料来源：Canalys，太平洋证券

3.2. 供给端：智能手机ODM渗透率提升空间广阔，行业格局头部集中

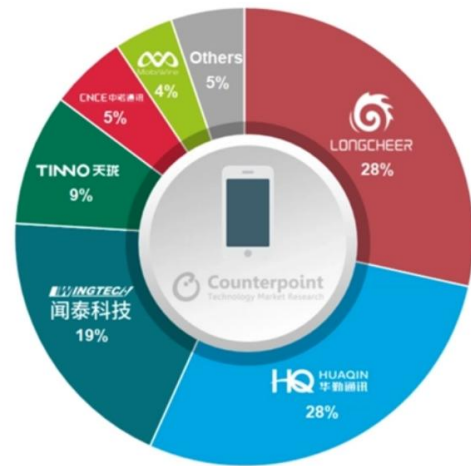
► **智能手机ODM/IDH格局头部集中，产业整合加速。** 智能手机ODM/IDH市场以华勤技术、龙旗科技、闻泰科技3家主导，根据counterpoint数据，23年华勤技术占据份额27.9%，龙旗科技占据份额27.3%，闻泰科技占据份额20.6%，CR3合计占比75.8%，其他厂商中天珑占比9%、中诺占比5%，行业整体呈高集中度格局。其中，闻泰技术于上一年公告剥离ODM资产，立讯精密全资子公司立讯通讯与闻泰科技签署股权及资产转让协议，约定收购闻泰科技消费电子系统集成业务的相关子公司股权、业务资产包。

图表29：ODM/IDH厂商份额占比



资料来源：counterpoint, 太平洋证券

图表30：23年各厂商份额



资料来源：counterpoint, 太平洋证券

3.3. 公司与头部品牌商深度绑定，并购收购易路达拓展北美市场版图

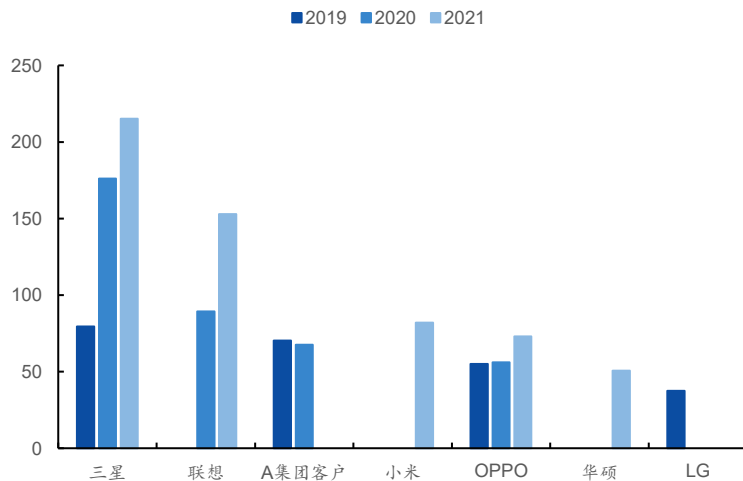
►深度绑定行业核心客户，有望在客户出货旺盛+ODM渗透提升下深度受益。公司深耕行业多年，为行业龙头企业，凭借领先技术优势，成为安卓核心供应商，与行业头部品牌商形成深度绑定，ODM/IDH客户覆盖海外传统消费电子头部品牌如三星、新一代国产龙头如OPPO&vivo、国内互联网生态链龙头如小米等国内外核心大客户。考虑到当前智能手机ODM/IDH渗透率仅为40%左右，相较笔电行业80%的渗透率仍有大幅提升空间，在渗透率提升+客户出货旺盛的背景下有望迎来自身智能终端ODM业务规模提升。

图表31：公司主要客户及产品



资料来源：各品牌官网，太平洋证券

图表32：公司智能终端大客户收入（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，太平洋证券

3.3. 公司与头部品牌商深度绑定，并购收购易路达拓展北美市场版图

- **公司收购易路达控股80%股份。**公司公告拟与易路达国际及其创始方签署《投资意向书》，拟通过指定的境外主体，以现金方式收购易路达国际持有的易路控股80%的股份，目标股份的购买价格初步确定为港币28.5亿元。易路达国际主要依托下属企业开展高保真耳机、多媒体及通讯耳机、蓝牙耳机、电容麦克风、受话器、超薄喇叭等专业电声产品的研发、生产、销售和服务等业务。
- **此次并购增厚公司在智能终端领域技术优势，同时将公司下游市场辐射至北美头部大客户。**易路达拥有超过20年的音频产品研发和制造经验，在声学零部件制造上具备很强的核心竞争力，此次并购能够增厚公司在智能产品领域的技术优势。易路达在特定客户的新产品开发上亦有深厚积淀，下游覆盖客户包括北美市场头部客户，如苹果等，公司与易路达形成极强的协同优势，此次并购助力公司业务版图拓展。

图表33：易路达23年基本财务情况

资产总额	资产净额	23年营业收入	23年净利润	业绩承诺
30亿港币	17亿港币	45.5亿港币	5.45亿港币	24-26年度累计净利润 不低于7.5亿港元

资料来源：公司公告，太平洋证券

3.3. 公司与头部品牌商深度绑定，并购收购易路达拓展北美市场版图

►公司供应链实现China+VMI全球布局，匹配全球客户需求。尤其在当前地缘政治背景下，公司的风险管控能力具备极强竞争优势。公司建立“国内核心基地+海外VMI基地”双供应生态，以应对当今地缘政治不确定因素增多的态势，同时更好地满足客户灵活需求。国内方面，公司在上海、东莞、西安、南昌、无锡建立5大研发中心，在南昌、东莞建立2大制造中心。海外方面，公司在越南、墨西哥、印度建立3大海外制造基地，灵活应对全球客户多地、大规模、柔性制造的需求。其中，越南、印度制造基地已经实现量产交付，墨西哥制造基地预计于25年投产。

图表34：公司供应链全球布局



资料来源：公司官网，太平洋证券

图表35：公司各基地投产时间

		投产时间	建筑面积
南昌	第一制造中心	2019	41.6万平方米
	第二制造中心	2022	93.7万平方米
	第一制造中心	2011	26.4万平方米
东莞	第二制造中心	2022	47.7万平方米
	第三制造中心	2023	45.6万平方米
	越南制造基地	2021	6.05万平方米
	墨西哥制造基地	2025	7.4万平方米
	印度制造基地	2019	5.1万平方米

资料来源：公司官网，公司公告，太平洋证券

目录

- I 全球领先的智能产品平台型企业，3+N+3多成长条线布局
- II 乘国内CSP算力军备竞赛东风，服务器业务构筑强势增长极
- III 算力体系覆铜板量价齐升，公司高速覆铜板实现突围
- IV 盈利预测与投资建议

4. 盈利预测及投资建议

► **盈利预测与投资建议：** 公司是全球领先的智能产品平台型企业，服务器业务方面为国内头部CSP的核心供应商，受益客户资本开支增加；智能手机业务为公司基本盘，受益ODM/IDH渗透率提升。预计2025-2027 年营业总收入分别为1389.27、1681.94、2005.94 亿元，同比增速分别为26.44%、21.07%、19.26%；归母净利润分别为37.06、45.30、57.03 亿元，同比增速分别为26.66%、22.23%、25.89%，对应25-27 年PE 分别为19X、16X、13X，维持“买入”评级。

图表36：主营业务预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
高性能计算					
收入 (百万元)	50061	63220	84664	105044	128291
yoy		26.29%	33.92%	24.07%	22.13%
智能终端					
收入 (百万元)	32186	35316	39593	43901	46988
yoy		9.72%	12.11%	10.88%	7.03%
AIoT产品					
收入 (百万元)	2274	4672	6370	9118	12583
yoy		105.46%	36.35%	43.14%	38.00%
汽车及工业产品					
收入 (百万元)	817	1562	2682	4063	6361
yoy		91.07%	71.70%	51.50%	56.55%

资料来源：携宁，太平洋证券

图表37：盈利预测

资产负债表 (百万)						利润表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	12,756	13,653	14,752	16,114	22,845	营业收入	85,338	109,878	138,946	168,268	200,776
应收和预付款项	14,459	25,629	27,687	32,247	34,800	营业成本	75,708	99,657	124,913	150,400	178,609
存货	4,344	11,476	11,129	13,076	15,504	营业税金及附加	294	337	426	527	622
其他流动资产	4,575	5,463	6,196	7,225	7,505	销售费用	199	217	297	356	422
流动资产合计	36,134	56,222	59,764	68,662	80,655	管理费用	2,167	2,291	3,116	4,105	4,848
长期股权投资	1,147	1,648	1,566	1,488	1,413	财务费用	-96	-332	164	142	114
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-300	-127	-100	-93	-84
固定资产	6,656	7,800	8,916	9,757	9,383	投资收益	4	262	135	133	124
在建工程	971	1,760	1,450	977	822	公允价值变动	275	-188	-149	-156	-129
无形资产开发支出	1,179	1,804	1,979	2,237	2,441	营业利润	2,831	3,022	3,881	4,724	5,950
长期待摊费用	89	94	94	94	94	其他非经营损益	2	12	6	7	8
其他非流动资产	41,467	63,191	67,961	76,767	88,695	利润总额	2,834	3,034	3,887	4,731	5,957
资产总计	51,510	76,297	81,967	91,318	102,849	所得税	178	121	230	252	316
短期借款	3,845	7,982	7,982	7,982	7,982	净利润	2,655	2,914	3,657	4,479	5,642
应付和预收款	21,634	37,281	40,801	46,303	53,115	少数股东损益	-51	-13	-49	-51	-61
长期借款	1,345	2,473	2,473	2,473	2,473	归母股东净利润	2,707	2,926	3,706	4,530	5,703
其他负债	3,843	5,637	5,180	5,963	6,816						
负债合计	30,667	53,373	56,437	62,720	70,386	预测指标					
股本	724	1,016	1,016	1,016	1,016		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资本公积	10,698	10,577	10,577	10,577	10,577	毛利率	11.29%	9.30%	10.10%	10.62%	11.04%
留存收益	9,358	11,275	13,942	17,061	20,987	销售净利率	3.17%	2.66%	2.67%	2.69%	2.84%
归母公司股东权益	20,866	22,543	25,198	28,317	32,243	销售收入增长率	-7.89%	28.76%	26.45%	21.10%	19.32%
少数股东权益	-23	381	332	281	220	EBIT 增长率	12.32%	2.79%	52.59%	20.30%	24.60%
股东权益合计	20,843	22,924	25,530	28,598	32,463	净利润增长率	5.59%	8.10%	26.66%	22.23%	25.89%
负债和股东权益	51,510	76,297	81,967	91,318	102,849	ROE	12.97%	12.98%	14.71%	16.00%	17.69%
现金流量表 (百万)						ROA	5.57%	4.56%	4.62%	5.17%	5.81%
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC	8.84%	7.25%	10.37%	11.59%	13.17%
经营性现金流	3,850	1,376	7,593	6,192	10,304	EPS(X)	2.84	2.89	3.65	4.46	5.61
投资性现金流	-3,325	-3,619	-4,091	-3,065	-1,429	PE(X)	28.13	24.55	19.49	15.94	12.66
融资性现金流	5,437	3,348	-2,519	-1,765	-2,144	PB(X)	2.77	3.20	2.87	2.55	2.24
现金增加额	5,728	1,195	1,098	1,363	6,730	PS(X)	0.68	0.66	0.52	0.43	0.36
						EV/EBITDA(X)	14.08	18.13	11.58	9.49	7.30

资料来源：携宁，太平洋证券

风险提示

- 下游需求不及预期风险；
- 行业竞争加剧风险；
- 地缘政治风险。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。