

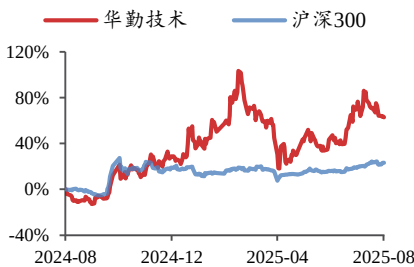
华勤技术（603296.SH） 华勤技术（603296）：3+N+3 平台型 ODM 巨头，拥抱 AI 开启新一轮成长周期

2025 年 08 月 07 日

投资评级：买入（首次） ——公司首次覆盖报告

日期	2025/8/7
当前股价(元)	79.78
一年最高最低(元)	105.98/42.84
总市值(亿元)	810.37
流通市值(亿元)	455.89
总股本(亿股)	10.16
流通股本(亿股)	5.71
近 3 个月换手率(%)	128.24

股价走势图



数据来源：聚源

陈蓉芳（分析师） 仇方君（分析师）
chenrongfang@kysec.cn qiufangjun@kysec.cn
证书编号：S0790524120002 证书编号：S0790525050004

● 华勤技术：20 年科技变革浪潮孕育 3+N+3 平台型 ODM 龙头

华勤技术成立于 2005 年，把握 20 年科技变革浪潮，2024 年公司营收跃上千亿台阶，成长为 3+N+3 平台型 ODM 龙头。AI 时代巨潮之下，从算力侧到终端侧公司实现全栈式的 ODM 能力，2025 年公司预计实现营收及利润同比 25% 的增长：算力侧，公司抓住 CSP AI 资本投资大周期机遇已成为腾讯、阿里核心数字设备供应商，单 2025Q1 营收突破 100 亿；终端侧，公司深耕传统手机、PC 等终端，并积极拓展 ARVR、汽车、机器人等新成长板块。我们预计 2025-2027 年，公司实现营收 1601.39/1879.07/2196.93 亿元，实现归母净利 40.38/51.65/61.29 亿元，对应当前市值 PE 分别为 20.1/15.7/13.2x，首次覆盖给予“买入”评级。

● AI 算力：算力飞轮驱动 CSP 投资周期，公司全栈能力响应时代浪潮

海外，头部四家 CSP 2024 年资本开支合计超过 2000 亿美元。国内，未来 3 年阿里将投入超 3800 亿元；腾讯资本开支将在 2024 年 767 亿的基础上继续增加。公司建立了全栈产品矩阵，为腾讯、阿里的核心数字硬件供应商，营收于 2024 年突破 200 亿，在 2025Q1 突破 100 亿，未来有望受益于 CSP 大厂开支提升+份额提升+交换机等设备增长三重增量。

● AI 终端：龙头弄潮 AI 终端大趋势，AIoT、汽车、机器人打开增长新曲线

手机、PC 领域：2024 年，公司为手机 ODM 出货量全球第二；PC 领域出货量超过 1500 万台，仅次于广达、仁宝，作为行业龙头受益于 AI 赋能行业增长+大陆 ODM 份额提升两重逻辑。此外，公司 AIoT、汽车在 2024 年分别实现 188%、91% 的高速增长，公司凭借平台化能力迁移+横向并购拓展能力圈，有望将汽车、机器人等打造为公司长期增长新曲线。

● 风险提示：下游需求不及预期、供应链物料及价格波动、进入新行业的风险。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	85,338	109,878	160,139	187,907	219,693
YOY(%)	-7.9	28.8	45.7	17.3	16.9
归母净利润(百万元)	2,707	2,926	4,038	5,165	6,129
YOY(%)	5.6	8.1	38.0	27.9	18.7
毛利率(%)	11.3	9.3	9.4	9.5	9.5
净利率(%)	3.2	2.7	2.5	2.7	2.8
ROE(%)	12.7	12.7	15.3	16.7	16.9
EPS(摊薄/元)	2.66	2.88	3.97	5.08	6.03
P/E(倍)	29.9	27.7	20.1	15.7	13.2
P/B(倍)	3.9	3.6	3.2	2.7	2.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 华勤技术：20 年成长打造 3+N+3 平台化 ODM 龙头，AI 浪潮再迎新一轮发展机遇	3
1.1、 发展历程：20 年打造 3+N+3 平台化智能产品制造商	3
1.2、 公司架构：钱散人聚，股权激励凝聚人心，横向+纵向并购拓展能力	4
1.3、 财务分析：把握 AI 时代巨浪机遇，攀上千亿营收进入新一轮增长周期	4
2、 AI+ODM：从算力到终端，全面拥抱 AI 开启新一轮增长周期	6
2.1、 AI 算力：算力飞轮驱动 CSP 投资周期，公司全栈式能力响应时代需求	6
2.2、 AI 手机& AI PC：AI 赋能下的销量增长+格局演变+ODM 制造占比提升三重共振	8
2.3、 AI+可穿戴：AI 为可穿戴产品带来无限可能，收购易路达切入国际头部大客户	11
2.4、 汽车&机器人：从汽车到机器人，倾心培育构建未来成长新曲线	12
3、 盈利预测及估值分析	13
4、 风险提示	15
附：财务预测摘要	16

图表目录

图 1： 20 年成长，华勤已构建 3+N+3 全球智能产品平台	3
图 2： 实控人共持有华勤 23.78%股权，上市以来横向+纵向并购扩圈智造能力	4
图 3： 2024 年公司营收攀上千亿台阶	5
图 4： 2020 年至今公司整体毛利率水平维持在 7.5%以上	5
图 5： AI 浪潮驱动公司高性能计算业务持续增长（亿元）	6
图 6： 分业务看，PC、服务器毛利率影响，高性能计算业务整体毛利率在 10%	6
图 7： 2024 年以来海外 CSP 大厂资本开支逐季攀升（亿美元）	7
图 8： 阿里、腾讯季度资本开支显著增加（百万元）	7
图 9： 亚马逊、Meta、微软、谷歌、腾讯、阿里、百度、字节等云服务供应商采用 ODM Direct 的模式	8
图 10： 公司数据业务覆盖通用服务器、异构服务器、交换机及边缘 EMC 产品系列	8
图 11： 预计智能手机未来 5 年将保持温和的销量复苏	9
图 12： 智能手机 ODM 比率有望稳健提升	9
图 13： 算力升级与模型精简推动 AI 手机渗透	9
图 14： 2024 年头部三家厂商占据了手机 ODM77%的份额	10
图 15： 预计笔记本电脑未来 5 年将保持温和的销量复苏	10
图 16： PC ODM 比率比较高，有望在未来 5 年稳步提高	10
图 17： 预计 2025 年大中华区 34%的 PC 将具备 AI 功能	11
图 18： 智能手表/手环类产品出货量未来 5 年有望保持 4.5%的复合增长率	12
图 19： TWS 耳机未来 5 年出货量有望保持 5.6%的复合增长率	12
图 20： 2024 年 AI 耳机耳麦传统主流电商市场销量达 31.5 万副	12
图 21： 2025 年 AI 眼镜出货量预计为 1451.8 万台	12
图 22： 公司为地平线 6E/6M 平台首发厂商之一	13
表 1： 2024Q4 全球服务器市场统计显示，ODM Direct 市场份额显著提升	7
表 2： 2024 年台系代工厂如广达、仁宝 PC 出货量位居市场前列	11
表 3： 公司业务拆分	14
表 4： 华勤技术 PE 估值水平低于可比公司平均值（截至 2025 年 8 月 7 日）	15

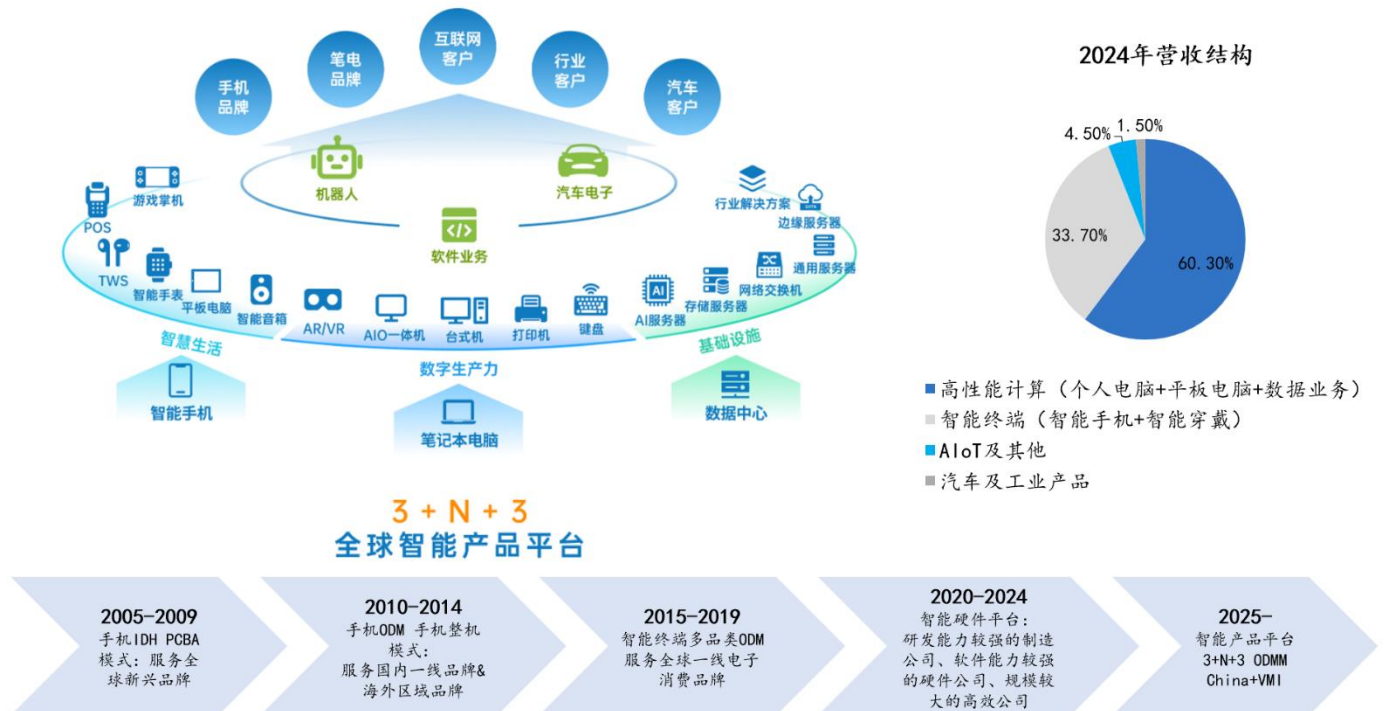
1、华勤技术：20 年成长打造 3+N+3 平台化 ODM 龙头，AI 浪潮再迎新一轮发展机遇

1.1、发展历程：20 年打造 3+N+3 平台化智能产品制造商

20 年成长，华勤已成长为基于 3+N+3 全球智能产品平台的 ODM 龙头企业。公司发展经历 20 年，2005 年公司成立，业务模式上从 IDH 走向 ODM，产品系列上从手机 PCBA 走向 3+N+3 智能产品平台，营收亦在 2024 年跨上千亿台阶。

公司的成长历经 5 个阶段：（1）手机 IDH，2005—2009 年：公司以研发设计手机 PCBA 为主，陪伴了国内新兴的手机品牌的早期成长。（2）手机、平板 ODM，2010-2014 年：从研发设计走向生产，2009 年生产基地投入使用。手机业务一方面享受了中国台湾 ODM 份额的转移，另一方面跟随国内出海，并抓住机会拓展进入平板 ODM。（3）多品类 ODM，2015-2019 年：2015 年布局 PC 市场，2016 年推出首款儿童手表产品进入可穿戴市场，2017 年切入服务器市场，2019 年形成规模收入；（4）智能硬件平台，2020-2024 年：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。（5）智能产品平台 3+N+3，2025 年始：完成了“3+N+3”智能产品大平台战略升级，打造以智能手机、个人电脑和数据中心业务为三大核心的成熟业务，衍生拓展涵盖智慧生活、商业数字生产力以及数据中心全栈解决方案的多品类产品组合，同时积极拓展汽车电子、软件和机器人三大新兴领域。

图1：20 年成长，华勤已构建 3+N+3 全球智能产品平台



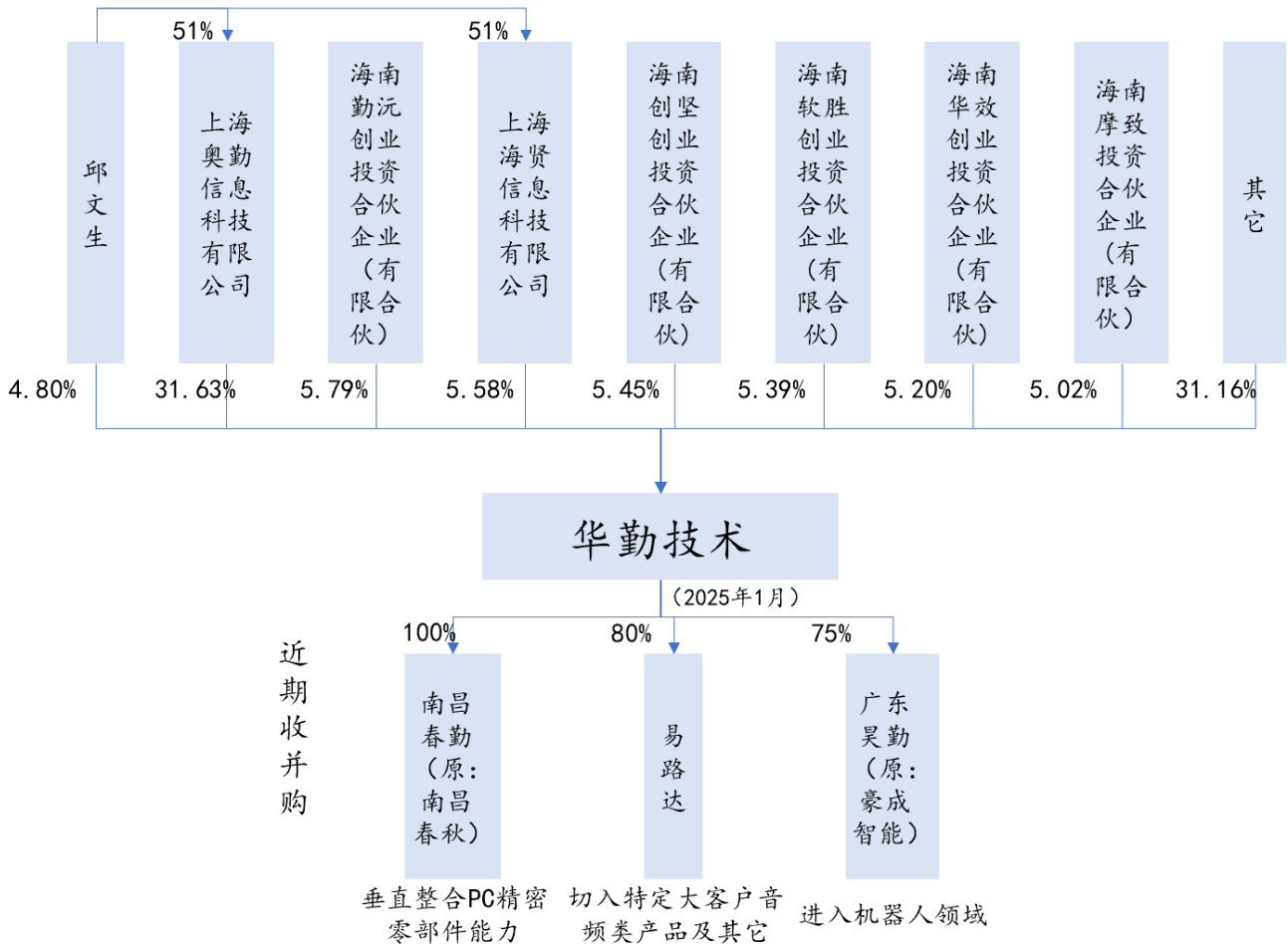
资料来源：公司官网、公司微信公众号、开源证券研究所

1.2、公司架构：钱散人聚，股权激励凝聚人心，横向+纵向并购拓展能力

实控人行业经验丰富，秉持钱散人聚最新一期股权激励覆盖公司 350 名核心人员。实控人邱文生总任公司董事长、总经理，创立公司前于中兴通讯历任软件工程师、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，对于手机等终端研发生产制造具有丰富的经验和深刻的行业理解。截至 2025 年 4 月 9 日，实控人合计持有公司 23.78% 股份。2025 年 1 月公司发布 2025 年限制性股票激励草案，覆盖 350 名公司核心董事、中高层管理人员及核心骨干，激励目标以 2024 营收/净利为基数，2025/2026/2027 年营收或净利增长率不低于 10%/21%/33%。

纵向并购强化核心竞争力，横向并购扩展能力边界。通过收购易路达，公司希望做大做强特定大客户的音频类产品，并有希望拓展其他品类。通过加大对南昌春秋的投资，公司通过垂直整合带来零部件研发融合和整机研发能力。通过收购豪成智能，公司得以快速切入扫地机器人市场，公司亦布局人形机器人研发，有望为公司带来新的增长机遇。公司系列投资动作既强化了核心零部件制造能力，提升公司的上下游成本管控能力，又拓展了公司的能力边界，使公司切入了大客户音频与机器人领域，为持续成长注入充足动力。

图2：实控人共持有华勤 23.78% 股权，上市以来横向+纵向并购扩圈智造能力

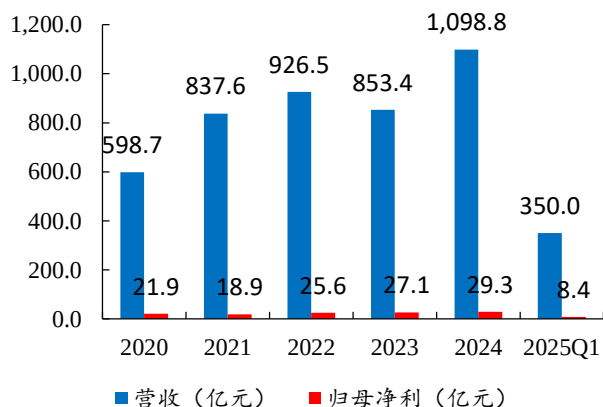


资料来源：Wind、开源证券研究所（股权比例截至 2025 年 4 月 9 日，子公司数据截至 2025 年 1 月）

1.3、财务分析：把握 AI 时代巨浪机遇，攀上千亿营收进入新一轮增长周期

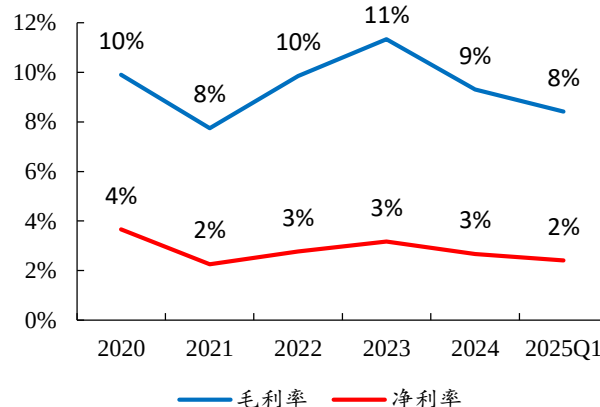
2024 年公司营收攀上千亿台阶，2025 年公司预计营收&利润同比+25%。从手机到多智能硬件再到 3+N+3 平台，随着公司产品系列的不断丰富，公司营收也于 2024 年成长至千亿以上，从 2020 到 2024 年，公司营收实现了 16% 的复合增长。至 2025 年，从手机、PC 等传统业务，到数据中心、AIoT 等新兴业务，受益于 AI 浪潮的催化，公司主要业务板块均有望实现进一步成长，公司对于 2025 年的成长保有充分的信心，预计 2025 年营收与利润均实现 25% 的同比增长。盈利能力方面，公司 2024Q3 以来，公司已实现连续 2 个季度毛利率的环比温和提升，公司将继续通过研发降本、服务全球客户全价值链、规模降本增效、产品结构优化等手段保障有竞争力的毛利率。

图3：2024 年公司营收攀上千亿台阶



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2020 年至今公司整体毛利率水平维持在 7.5% 以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

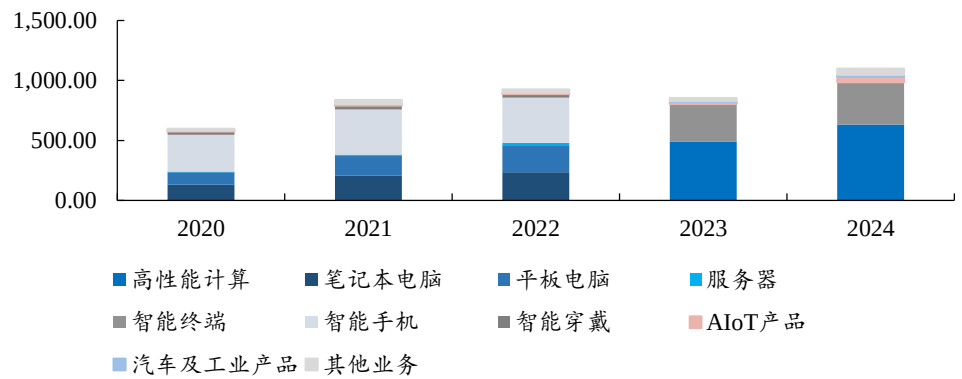
分业务板块来看，以数据业务、PC 业务为核心的高性能计算业务 2024 年增长显著，手机等智能终端业务稳健增长。

高性能计算：2024 年，高性能计算实现营收 632 亿，同比增长 29%，毛利率为 8%。其中，数据业务 2024 年实现了超过 200 亿的收入规模，在头部互联网客户取得了核心供应商的地位；2025Q1 再创佳绩，实现营收超过 100 亿，在头部互联网客户实现了全栈式的发货和高速增长。PC 方面，2024 年出货量突破 1500 万台，预计 2025 年仍将实现 20% 的收入增长。

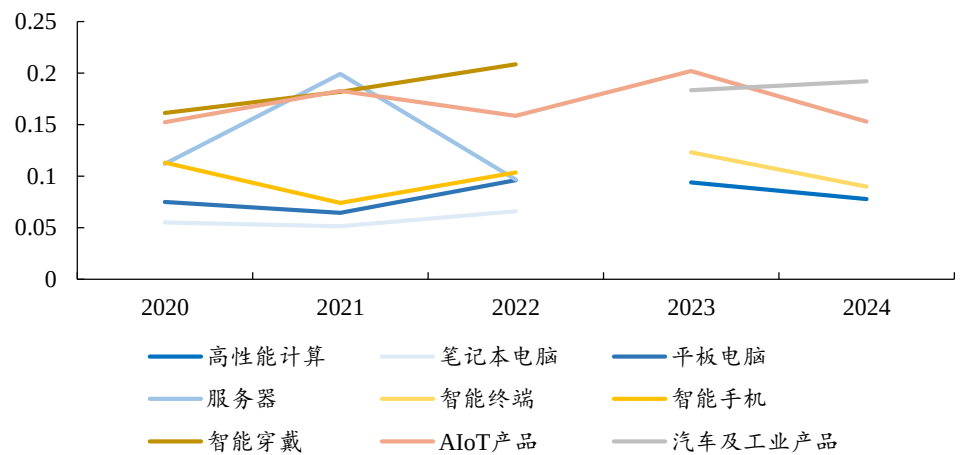
智能终端：2024 年，智能终端实现收入 353 亿，同比增长 13%，毛利率为 9%。2025Q1，智能手机和智能穿戴展现了较强的景气度，均实现了收入的翻倍。随着 2024 年手机 ODM 的格局演变，公司有望持续夯实在行业中的优势地位。

AIoT：2024 年，公司 AIoT 业务实现营收 47 亿营收，同比增长 188%，毛利率为 15%，在公司各业务板块中属于盈利能力相对较强的业务，覆盖智能家居、游戏掌机、智能音箱、VR 头显产品等。2024 年，公司游戏掌机产品发货超过 200 万部；智能家居产品拓展 IP Camera、智能相框、电子书等多个品类并大规模发货；VR 头显品类第一款产品实现量产发货。

汽车及工业：公司 2024 年总体实现营收 15.6 亿元，同比增长 91%，毛利率水平为 19%。汽车业务总体尚处于投入期，目前在智能座舱及车载中控屏产品之外，智驾域控产品领域也取得突破，在车企大厂完成项目定点；在汽车“三电”领域也取得突破，成功获得新势力车企电机项目。公司预计未来两三年内有望达到盈亏平衡点。

图5：AI 浪潮驱动公司高性能计算业务持续增长（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：分业务看，PC、服务器毛利率影响，高性能计算业务整体毛利率在 10%


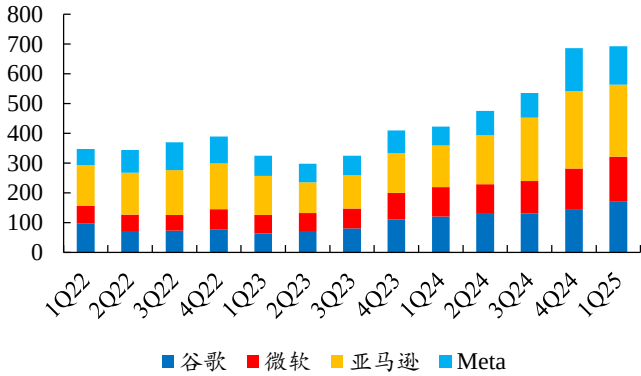
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、AI+ODM：从算力到终端，全面拥抱 AI 开启新一轮增长周期

2.1、AI 算力：算力飞轮驱动 CSP 投资周期，公司全栈式能力响应时代需求

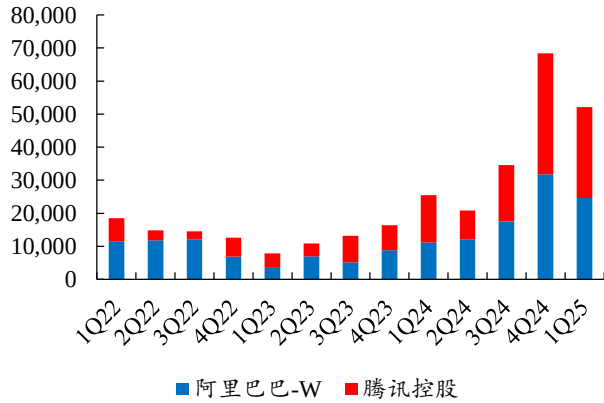
算力为基，算力-模型-应用-数据飞轮驱动海内外 CSP 大厂投资。AI 技术的兴起彻底改变了服务器市场格局。云服务提供商（如微软、亚马逊、谷歌、Meta）成为 AI 服务器采购主力，其资本开支在 2024 年合计超过 2000 亿美元。从国内市场来看，国内云厂商资本开支亦持续加码，未来 3 年，阿里将投入超 3800 亿元，腾讯将在 2024 年 767 亿的基础上继续增加，有望突破千亿。

图7：2024 年以来海外 CSP 大厂资本开支逐季攀升（亿美元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：阿里、腾讯季度资本开支显著增加（百万元）



数据来源：Wind、阿里年报、腾讯年报、开源证券研究所

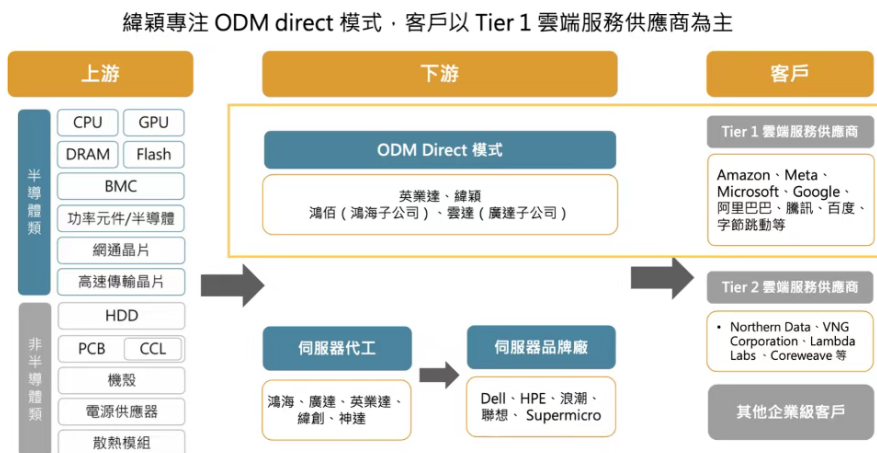
CSP 对于异构服务器的定制化需求催生 ODM Direct 模式的高速增长：预计 2025 年 AI 服务器市场增速将维持三位数，ODM Direct 份额突破 50%。CSP 厂商倾向于通过 ODM Direct 模式直接采购定制化服务器，绕过传统品牌厂商，以满足高性能、低功耗的需求。据 IDC 统计，2024Q4 ODM Direct 模式在全球服务器市场中的份额为 47.3%。AI 服务器市场高增和 ODM Direct 模式加速渗透之下，头部的工业富联作为英伟达服务器的核心 ODM 方，其 2024 年 AI 服务器全球市占率达 40%。随着英伟达 GB300 平台量产周期开启，以及云厂商资本投入的加码，ODM Direct 模式有望进一步巩固其在服务器市场的主导地位。

表1：2024Q4 全球服务器市场统计显示，ODM Direct 市场份额显著提升

公司	2024Q4 收入 (百万美元)	2024Q4 市场份 额	2023Q4 收入 (百万美元)	2023 Q4 市场 份额	同比增长
T1.戴尔科技	5,540.4	7.2%	4,592.6	11%	20.6%
T1.超微	5,005.1	6.5%	3,230.1	8%	55.0%
T2.惠普	4,239.1	5.5%	2,749.2	7%	54.2%
T2.浪潮	3,878.1	5.0%	2,333.6	6%	66.2%
T2.联想	3,783.7	4.9%	2,226.1	6%	70.0%
ODM Direct	36,570.2	47.3%	14,313.1	35%	155.5%
其它	18,304.6	23.7%	11,035.9	27%	65.9%
总计	77,321.1	100.0%	40,480.6	100%	91.0%

数据来源：IDC、半导体产业纵横微信公众号、开源证券研究所

图9：亚马逊、Meta、微软、谷歌、腾讯、阿里、百度、字节等云服务供应商采用 ODM Direct 的模式



资料来源：纬颖科技、中欧商业评论微信公众号

客户响应能力+全栈式产品矩阵，公司拥抱腾讯、阿里等头部 CSP 需求实现单季度营收突破百亿。公司自 2017 年以来，深耕数据业务 8 年，把握本轮 AI 浪潮带来的机遇，成为腾讯、阿里、字节等头部互联网及云计算厂商的合作伙伴。公司建立了包括 AI 服务器、通用服务器、存储服务器、交换机的全栈产品序列。面对地缘政治带来的不确定性，公司在计算平台方面除了全面适配全球主流 GPU 芯片平台，也能够兼容各主流国产算力 GPU 芯片平台。公司践行“CSP 客户+行业渠道市场”双轮驱动战略，在 AI 服务器之外，公司的通用服务器和交换机产品也在增加份额的过程中。2024 年，公司数据中心业务实现规模化增长，营业收入突破 200 亿元；2025 年一季度，数据业务收入规模突破 100 亿元。

图10：公司数据业务覆盖通用服务器、异构服务器、交换机及边缘 EMC 产品系列

类别	产品	图例	介绍
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 (HGX A800 8-GPU)		4U空间内搭载全新NVLink技术连接的HGX A800 8-GPU模组，最大支持8块 NVMe SSD和8块HHHL NIC。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。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。
交换机	S8130 接入交换机		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。
	S8410 核心交换机		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/S8130 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。
边缘MEC	P1220 1U MEC 服务器		基于x86平台的1U 边缘计算服务器 采用新一代低功耗Intel® Xeon®-D 处理器

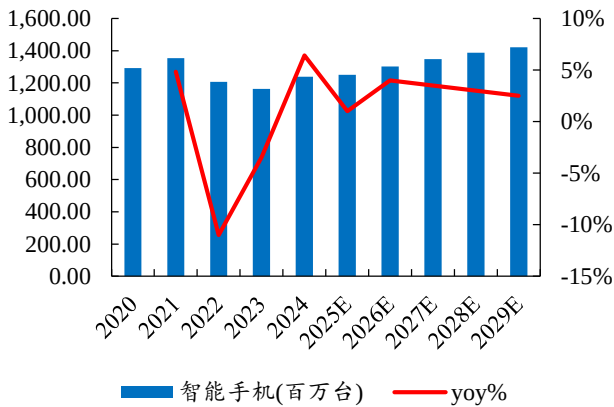
资料来源：公司官网、开源证券研究所

2.2、AI 手机& AI PC：AI 赋能下的销量增长+格局演变+ODM 制造占比

提升三重共振

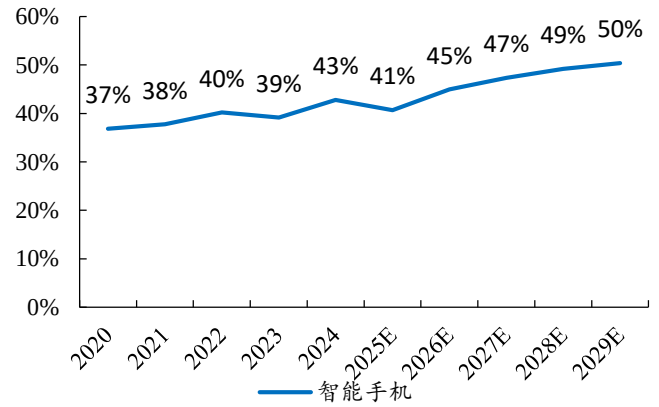
手机 ODM-需求：AI 手机渗透率提高为换机注入驱动力，手机大盘温和复苏，ODM 比率稳健提升。根据弗若斯特苏利文的统计，2024 年手机重回增长轨道，预计 2025-2029 年，手机大盘有望保持温和的增长趋势。AI 成为手机产品目前最核心的升级方向之一，根据 Canalys 的统计，2024 年 AI 手机在全球的渗透率仅为 18%，而这一比率有望在 2029 年达到 57%，AI 有望成为用户换机的核心驱动力之一。对于 ODM 厂商而言，一方面受益于 AI 驱动的手机大盘绝对值增长，另外一方面，ODM 模式在手机生产制造中的占比亦在提升，据弗若斯特苏利文，2024 年手机 ODM 比率约为 43%，至 2029 年这一比率有望提升至 50%。

图11：预计智能手机未来 5 年将保持温和的销量复苏



数据来源：弗若斯特苏利文、开源证券研究所

图12：智能手机 ODM 比率有望稳健提升



数据来源：弗若斯特苏利文、开源证券研究所

图13：算力升级与模型精简推动 AI 手机渗透

算力升级与模型精简将推动 AI 手机渗透



来源：Canalys 智能手机分析统计数据(出货量)，2025 年 5 月

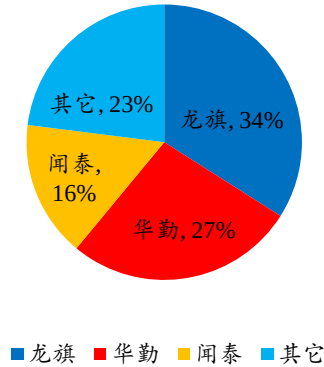
 

资料来源：Canalys

手机 ODM-竞争格局：公司稳扎稳打，行业竞争格局改变为公司份额的进一步提升带来短期机会。在手机 ODM 领域，以华勤、龙旗、闻泰为首的三家厂商占据了绝大部分份额，就 2024 年而言，三家合计份额达到 77%。公司手机 ODM 连续三年出货超 1.3 亿台，保持稳定的手机出货规模，以 27% 的市场份额位居第二，同比增

长 2pct，表现稳健。龙旗凭借与小米的深度绑定，实现出货量的大幅增长，以 34% 的市场份额位居 ODM 市场第一。闻泰受困于实体清单影响，是出货唯一下滑的头部厂商，目前已退出 ODM 赛道。行业格局的变动或短期有利于华勤与龙旗，为主要剩余的 行业玩家在既有客户的份额提升留出窗口期。

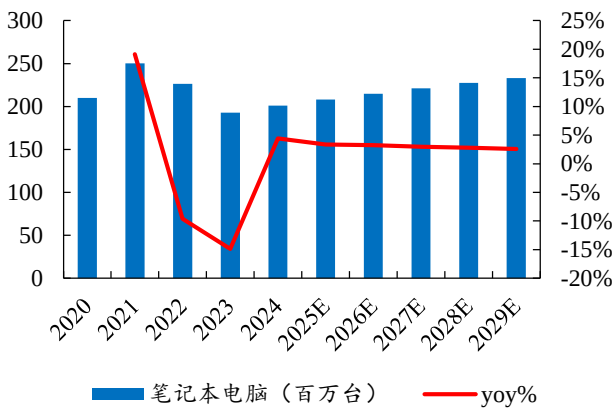
图14：2024 年头部三家厂商占据了手机 ODM77%的份额



数据来源：华勤技术微信公众号、开源证券研究所

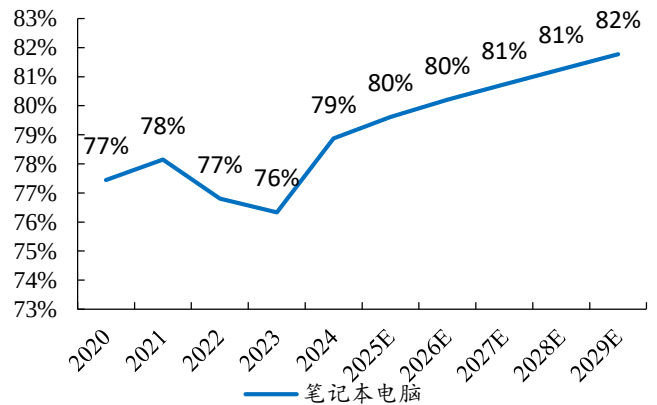
PC ODM-需求：AI PC 在大中华区的渗透率 2025 年有望提升至 34%，ODM 比率稳步提升。从 PC 大盘整体销量来看，2024 年亦是销量重回增长的一年，弗若斯特苏利文预计未来 5 年 PC 总体销量也将保持温和的增长趋势。AI PC 渗透率的提升成为出货量提升的核心驱动之一，据 Canalys 预测，2025 年 AI PC 在大中华区的渗透率有望提升至 34%。对于 ODM 厂商，近年整体 PC 的 ODM 比率已经在 75% 以上，并有望在未来 5 年持续稳步提高。

图15：预计笔记本电脑未来 5 年将保持温和的销量复苏



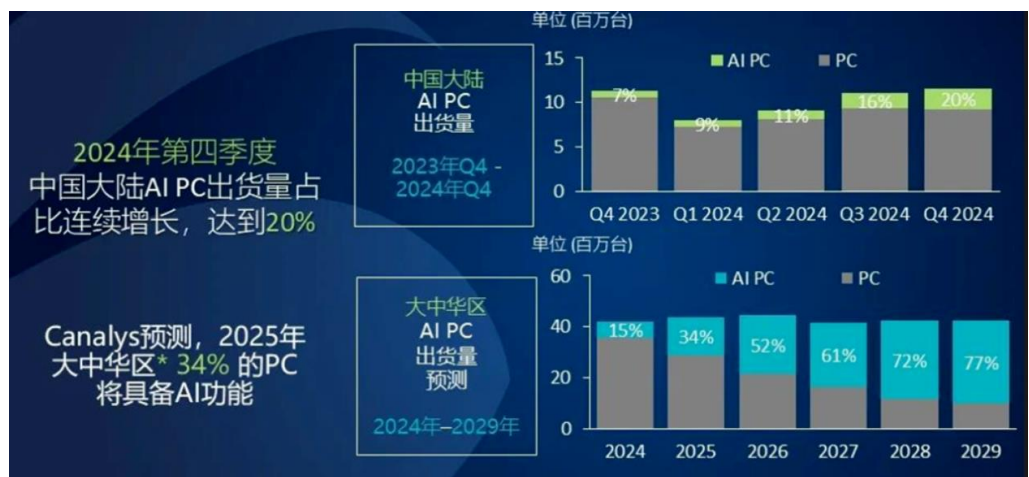
数据来源：弗若斯特苏利文、开源证券研究所

图16：PC ODM 比率比较高，有望在未来 5 年稳步提高



数据来源：弗若斯特苏利文、开源证券研究所

图17：预计 2025 年大中华区 34% 的 PC 将具备 AI 功能



资料来源：Canalys

PC ODM-竞争格局：从“跟跑”到“并跑”，公司已跻身 PC ODM 全球四强，2025 年有望实现 20% 的同比增长。笔电 ODM 领域台系厂商（广达、仁宝、纬创、英业达、和硕）凭借先发优势，出货量在全行业占据了领先地位，2024 年五家台系 PC ODM 公司分别实现 4590、3230、2020、2010、800.5 万台的出货量。2024 年，华勤笔电出货量超 1500 万台，成功跻身全球笔电 ODM 一线厂商，标志着大陆厂商在 PC ODM 领域对于台系厂商垄断局面的打破。公司 2024 年下半年，成功突破北美大客户，打开公司笔电业务的成长空间；同时，在 PC+领域也取得了重要进展。例如，成功突破北美大客户的打印机业务，将于 2025 年量产交付；此外，在台式机、一体机和显示器等产品上也实现了突破，2025 年 PC 业务整体有望实现 20% 的同比增长。

表2：2024 年台系代工厂如广达、仁宝 PC 出货量位居市场前列

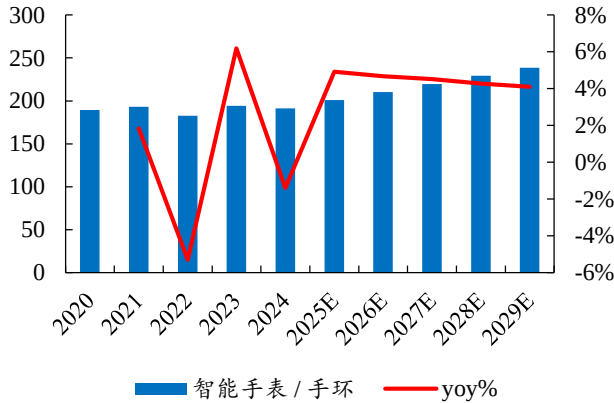
代工厂商	2024 年出货量（万台）
广达	4590
仁宝	3230
纬创	2020
英业达	2010
和硕	800.5

资料来源：艾邦智造资讯、开源证券研究所

2.3、AI+可穿戴：AI 为可穿戴产品带来无限可能，收购易路达切入国际头部大客户

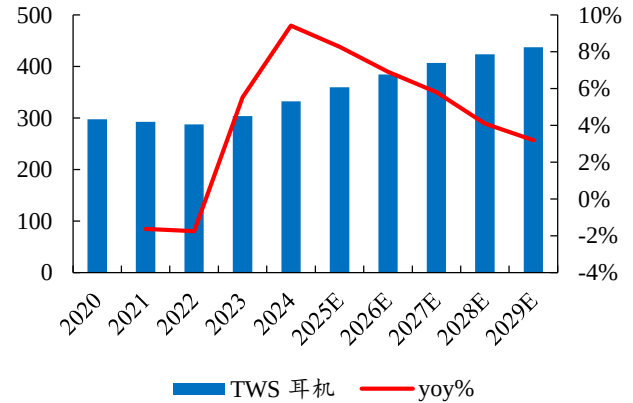
AI+可穿戴：AI 赋能可穿戴产品无限可能，AI 耳机以及 AI 眼镜等新终端正在为行业带来新的生命力。据弗若斯特苏利文预测，智能手表/手环产品 2024 年全球出货量为 1.9 亿台，有望与 2029 年增长至 2.4 亿台，CAGR 2024-2029 为 4.5%；TWS 耳机 2024 年全球出货量为 3.3 亿只，CAGR 2024-2029 为 5.6%。此外，AI 赋能之下，可穿戴产品正在涌现出新的产品形态，如 AI 耳机和 AI 眼镜。据洛图科技，2024 年中国 AI 耳机耳麦传统主流电商市场的销量已达 31.5 万副，销额为 3.4 亿元，同比 2023 年分别增长了 260.9%和 405.9%。据 IDC 预测，2025 年全球智能眼镜市场出货量预计达到 1,451.8 万台，同比增长 42.5%，其中音频和音频拍摄眼镜出货量预计 882.8 万台，同比增长 225.6%。

图18：智能手表/手环类产品出货量未来 5 年有望保持 4.5%的复合增长率



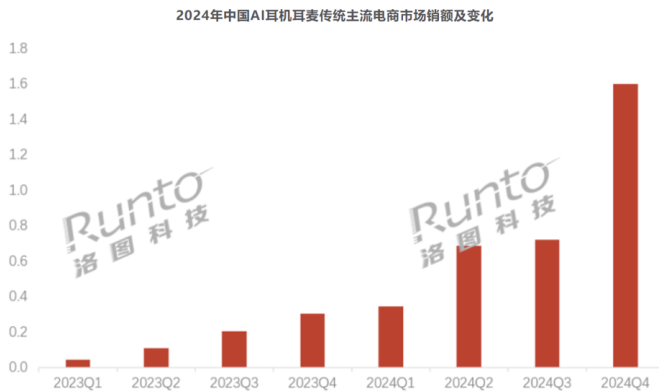
数据来源：弗若斯特苏利文、开源证券研究所

图19：TWS 耳机未来 5 年出货量有望保持 5.6%的复合增长率



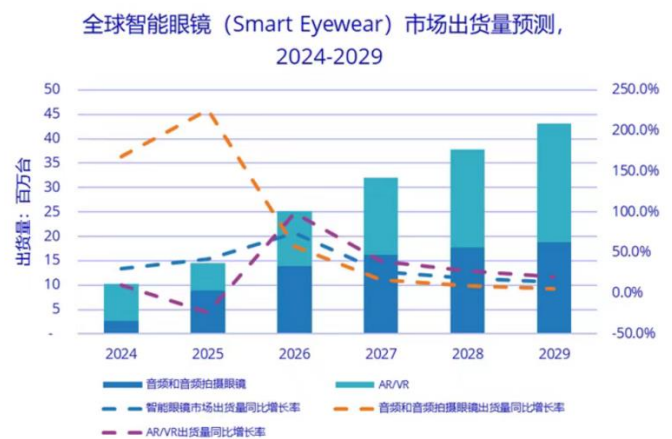
数据来源：弗若斯特苏利文、开源证券研究所

图20：2024 年 AI 耳机耳麦传统主流电商市场销量达 31.5 万副



资料来源：洛图科技

图21：2025 年 AI 眼镜出货量预计为 1451.8 万台



资料来源：IDC

并购易路达，扩充国际一线客户资源，2025 再启新篇章。2024 年 7 月，公司公告了对于并购易路达科技的意向书。易路达旗下的 InB Electronics Limited 已经连续多年入选美国苹果公司的供应商名单，代工产品包括苹果旗下产品 Beats 耳机。2023 年，易路达营收规模为 45.49 亿港元，净利润为 5.45 亿港元，易路达向公司作出业绩承诺，2024 年、2025 年、2026 年三年累计净利润之和应不低于 7.5 亿港币。公司已于 2024 年 12 月完成对易路达的收购，在 2025 年，受益于易路达的并表，公司在智能硬件细分领域的市场占有率与竞争力有望持续提升，同时也有望通过易路达接触到国际一线品牌等优质客户资源。

2.4、汽车&机器人：从汽车到机器人，倾心培育构建未来成长新曲线

汽车：智能座舱、智能驾驶、车载显示、智能车控四大领域齐修炼，有望 2-3 年实现盈亏平衡。**智能座舱领域：**公司座舱产品基于高通、联发科、全志等多平台技术架构，覆盖从入门到高端的市场需求；**车载显示领域，**公司产品线覆盖 14.2-16.0 英寸主流尺寸，涵盖 LCD、MiniLED、AMOLED 三大显示技术；**智能驾驶领域，**公司为地平线征程 6E/6M 的首发厂商之一；**智能车控领域，**公司亦向客户提供了高性

能的国产化解决方案。2024 年，公司在智能座舱及车载中控屏产品基础之上，智驾域控产品领域也取得突破，在车企大厂完成项目定点。汽车“三电”领域，成功获得新势力车企电机项目。汽车电子业务具有厚积薄发的特点，随着公司汽车电子各业务线逐步推向市场，公司有望在 2-3 年内实现汽车业务的盈亏平衡。

图22：公司为地平线 6E/6M 平台首发厂商之一



资料来源：华勤汽车电子微信公众号、开源证券研究所

机器人：收购昊勤机器人构建核心技术竞争力，2025 年计划构建机器人研发模型机。2025 年 1 月，公司收购昊勤机器人，昊勤机器人在扫地机器人领域拥有 10 年的技术积累，同时在擦窗机器人、割草机器人、泳池清洁机器人、宠物清洁陪护机器人、康养陪护机器人等产品及核心部件方面有深入研究，并在 2024 年第四季度取得了扫地机器人行业大客户的突破。公司计划在 2025 年完成专业机器人团队的搭建，以及构建机器人研发模型机。公司此举，体现了公司对工业机器人与健康养老机器人发展前景的信心。AI 大模型赋能之下，人形机器人产业化进程正在不断加速，公司有望凭借消费电子领域的深厚经验，结合外延并购的能力构建，在机器人产业发展巨潮之中淘得真金。

3、盈利预测及估值分析

- (1) **高性能计算业务：**受益于高速增长的 AI 服务器需求和国内 CSP 厂商 AI 资本开支的大幅提升，2024 年公司高性能计算业务取得了 29% 的同比增长。我们认为，以 AI 服务器、交换机等产品为代表的数字业务未来仍有望为公司高性能计算业务贡献可观的成长弹性。此外，公司在 PC 领域仍有望凭借北美客户的突破实现收入的持续增长以及市场份额的提升。据此，我们预计公司高性能计算业务 2025/2026/2027 年分别实现营收 923.33/1101.48/1300.40 亿元，毛利率水平整体保持在相对稳定的 7%。
- (2) **智能终端：**受手机、平板等销量大盘整体复苏较弱的影响，公司 2024 年实现收入 353.16 亿元，同比增长 13%。2025 年，受益于手机 ODM 行业竞争格局的改变，公司有望在现有份额基础上进一步提高行业市占率。

我们预计 2025/2026/2027 年公司智能终端业务分别实现营收 536.14/604.33/679.03 亿元，毛利率水平保持在 11%。

- (3) **AIOT:** 公司在 2024 年取得了与北美大客户的合作项目，此外与北美互联网客户的智能家居和智能音响等产品也在加速放量，2025 年有望形成规模效应。我们预计 2025/2026/2027 年公司 AIOT 业务分别实现营收 67.75/88.07/114.49 亿元，毛利率水平达到 16%。
- (4) **汽车及工业:** 汽车为公司新增长曲线，随着新客户定点的逐步兑现，公司汽车及工业整体营收有望持续增长。预计 2025/2026/2027 年公司汽车及工业业务分别实现营收 23.11/34.13/51.94 亿元，毛利率水平稳定在 19% 左右。

表3：公司业务拆分

(百万元, %)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	85338.48	109877.99	160138.84	187907.29	219693.42
yoy	-8%	29%	46%	17%	17%
毛利	9669.21	10220.75	15085.67	17833.86	20909.84
毛利率	11%	9%	9%	9%	10%
按产品拆分					
高性能计算	49086.38	63220.39	92332.68	110147.64	130040.22
yoy		29%	46%	19%	18%
毛利率	9%	8%	7%	7%	7%
毛利	4617.35	4914.50	6719.21	8048.26	9425.83
智能终端	31272.26	35316.10	53613.63	60432.66	67902.89
yoy		13%	52%	13%	12%
毛利率	12%	9%	11%	11%	11%
毛利	3847.92	3178.29	5822.05	6706.61	7643.85
汽车及工业	817.41	1561.96	2310.55	3412.66	5193.92
yoy		91%	48%	48%	52%
毛利率	18%	19%	19%	19%	19%
毛利	149.84	299.89	439.00	648.40	986.85
AIoT	1622.63	4672.08	6774.52	8806.87	11448.93
yoy		188%	45%	30%	30%
毛利率	20%	15%	16%	16%	16%
毛利	327.57	714.30	1083.92	1409.10	1831.83
其他业务	2539.81	5107.46	5107.46	5107.46	5107.46
yoy		101%	0%	0%	0%
毛利率	29%	22%	20%	20%	20%
毛利	726.52	1113.77	1021.49	1021.49	1021.49

数据来源：Wind、开源证券研究所

可比公司及投资建议：我们预计公司 2025/2026/2027 年实现营收 1601.39/1879.07/2196.93 亿元，实现归母净利 40.38/51.65/61.29 亿元，对应当前市值 PE 分别为 20.1/15.7/13.2x。考虑到歌尔股份、龙旗科技与公司同属 ODM 行业，浪潮信息与公司均从事服务器的生产制造，我们选取可比公司歌尔股份、龙旗科技、浪

潮信息,对应当前市值的可比公司 2025/2026/2027 年 PE 平均值分别为 26.7/20.3/16.5x。公司市盈率低于可比公司,且从 AI 算力到 AI 终端实现了全平台能力的构建,首次覆盖,给予“买入”评级。

表4: 华勤技术 PE 估值水平低于可比公司平均值 (截至 2025 年 8 月 7 日)

公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
歌尔股份	23.32	814.22	34.26	42.26	50.37	23.8	19.3	16.2
龙旗科技	40.27	189.02	6.31	9.39	11.94	29.9	20.1	15.8
浪潮信息	54.70	805.26	30.34	37.72	45.99	26.5	21.3	17.5
平均值						26.7	20.3	16.5
华勤技术	79.78	810.37	40.38	51.65	61.29	20.1	15.7	13.2

资料来源: Wind、开源证券研究所 (注: 华勤技术预测采用开源研究所预测, 其余公司采用 Wind 一致预期)

4、风险提示

- (1) 下游需求不及预期: 公司作为 ODM 公司, 其业绩与下游客户需求息息相关, 若手机、PC 等终端销量出现显著下滑, 公司业绩或受到行业大盘影响。
- (2) 供应链物料及价格波动: 公司的业务模式设计对终端产品的主要物料的采购, 原材料价格的波动和供应情况会影响公司的毛利率水平和交付能力。
- (3) 进入新行业的风险: 公司上市以来多元布局, 在接触新行业机遇的同时, 也面临着来自进入陌生行业的风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	36134	56222	66228	81727	88536
现金	12756	13653	19898	23349	27299
应收票据及应收账款	14418	25507	30506	36471	41098
其他应收款	359	776	878	1063	1207
预付账款	42	122	201	122	286
存货	4344	11476	10057	16036	13960
其他流动资产	4216	4687	4687	4687	4687
非流动资产	15376	20075	23580	25126	26752
长期投资	1147	1648	2082	2509	2932
固定资产	6656	7800	10251	11156	12166
无形资产	1179	1804	2066	2286	2454
其他非流动资产	6394	8823	9181	9175	9200
资产总计	51510	76297	89808	106853	115287
流动负债	28426	49669	60085	72976	76466
短期借款	3845	7982	7961	17013	7100
应付票据及应付账款	21634	37281	48470	52072	65443
其他流动负债	2948	4406	3654	3892	3923
非流动负债	2241	3704	3722	3287	2829
长期借款	1345	2473	2491	2056	1599
其他非流动负债	896	1231	1231	1231	1231
负债合计	30667	53373	63808	76263	79295
少数股东权益	-23	381	334	292	232
股本	724	1016	1016	1016	1016
资本公积	10698	10577	10577	10577	10577
留存收益	9358	11275	14268	18111	22662
归属母公司股东权益	20866	22543	25667	30298	35761
负债和股东权益	51510	76297	89808	106853	115287

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3850	1376	11953	-2331	17462
净利润	2655	2914	3990	5123	6069
折旧摊销	970	1106	1156	1485	1727
财务费用	-96	-332	-358	-410	-579
投资损失	-4	-262	18	-29	-70
营运资金变动	-500	-3075	7356	-8297	10446
其他经营现金流	824	1024	-210	-203	-131
投资活动现金流	-3325	-3619	-4440	-2758	-3108
资本支出	1465	2067	4227	2604	2930
长期投资	-1936	798	-433	-427	-423
其他投资现金流	76	-2351	220	273	245
筹资活动现金流	5437	3348	-5285	87	45
短期借款	1447	4138	-21	9051	-9912
长期借款	-2041	1128	18	-436	-457
普通股增加	72	292	0	0	0
资本公积增加	5769	-122	0	0	0
其他筹资现金流	190	-2088	-5283	-8529	10414
现金净增加额	5728	1195	2227	-5002	14398

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	85338	109878	160139	187907	219693
营业成本	75708	99657	145053	170073	198784
营业税金及附加	294	337	512	592	696
营业费用	199	217	335	391	471
管理费用	2167	2291	3203	3758	4394
研发费用	4548	5156	7206	8456	9667
财务费用	-96	-332	-358	-410	-579
资产减值损失	-300	-127	-247	-336	-440
其他收益	390	517	70	421	349
公允价值变动收益	275	-188	244	251	183
投资净收益	4	262	-18	29	70
资产处置收益	-14	-1	-6	-8	-7
营业利润	2831	3022	4203	5364	6372
营业外收入	8	14	8	9	10
营业外支出	5	2	4	5	4
利润总额	2834	3034	4206	5368	6378
所得税	178	121	216	245	309
净利润	2655	2914	3990	5123	6069
少数股东损益	-51	-13	-47	-41	-60
归属母公司净利润	2707	2926	4038	5165	6129
EBITDA	3743	4378	5461	7073	8173
EPS(元)	2.66	2.88	3.97	5.08	6.03

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-7.9	28.8	45.7	17.3	16.9
营业利润(%)	1.0	6.7	39.1	27.6	18.8
归属于母公司净利润(%)	5.6	8.1	38.0	27.9	18.7
获利能力					
毛利率(%)	11.3	9.3	9.4	9.5	9.5
净利率(%)	3.2	2.7	2.5	2.7	2.8
ROE(%)	12.7	12.7	15.3	16.7	16.9
ROIC(%)	9.5	9.1	11.0	10.6	13.5
偿债能力					
资产负债率(%)	59.5	70.0	71.0	71.4	68.8
净负债比率(%)	-29.8	-7.1	-33.0	-11.0	-49.0
流动比率	1.3	1.1	1.1	1.1	1.2
速动比率	1.1	0.8	0.9	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	1.8	1.7	1.9	1.9	2.0
应收账款周转率	6.0	5.5	5.7	5.6	5.7
应付账款周转率	4.9	4.5	4.5	4.5	4.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.66	2.88	3.97	5.08	6.03
每股经营现金流(最新摊薄)	3.79	1.35	11.77	-2.29	17.19
每股净资产(最新摊薄)	20.54	22.19	25.27	29.83	35.21
估值比率					
P/E	29.9	27.7	20.1	15.7	13.2
P/B	3.9	3.6	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA	19.2	17.9	13.1	10.8	7.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn