

全球智能产品平台，迎新一轮成长加速期

核心观点

在 ODM 行业中，做好单一品类已是不易，同时做好多品类更为难得，华勤能够不断进入新的细分赛道，并能在所进入的细分赛道内做到行业前列，进而实现快速成长，这是公司团队不断学习、坚持长期主义的结果。展望未来，手机 ODM 行业竞争趋于理性，数据中心、PC、AIOT、穿戴等多个业务的持续放量，叠加规模效应的显现将驱动公司进入新一轮利润成长周期。

摘要

一、全球智能硬件 ODM 行业领导者，“3+N+3”业务结构持续优化

公司深耕智能硬件 ODM 行业 20 年，覆盖智能终端、高性能计算、AIoT、汽车电子及工业产品四大板块。相较于 ODM 同行，公司拥有更强的成长性，公司营业收入由 2019 年的 353 亿元上升至 2024 年的 1098.8 亿元，CAGR 为 25.5%，凭借于对长期主义的坚持以及 ODMM 的核心竞争力，公司不断进入新的细分赛道，拓宽产品品类，业务丰富度行业领先，并且公司能够在所进入的细分赛道内做到行业前列，在营收取得快速增长的同时，公司也凭借精益管理和规模效应保持了较佳的盈利能力。

二、多业务条线向上共振，驱动新一轮利润成长

ODM 行业需要前期投入大量资金和人力资源，后期依赖规模效应获取盈利，通过 20 年的深耕，公司已基本实现对主流终端（如智能手机、穿戴、PC、数据中心、AIOT、汽车电子等）的布局，随着多个业务的持续放量，规模效应逐渐显现，公司多年布局有望进入收获期，进而驱动新一轮利润成长。

（1）智能手机：ODM 渗透率稳步提升，行业竞争趋于理性

自 2017 年智能手机出货量达到峰值以来，OEM 厂商越来越依赖 ODM 厂商来实现经济效益，促使 ODM 的市场份额不断增长。Counterpoint 数据显示，2024 年智能手机 ODM 的市场份额达到创纪录的 44%。利润方面，24 年由于市场竞争激烈、原材料价格上涨等因素，ODM 厂商利润承压，我们认为 2025 年起，手机 ODM 行业盈利能力有望修复，这一方面得益于智能手机市场需求整体回升，另一方面得益于智能手机 ODM 厂商竞争趋于理性竞争，更加重视订单的盈利空间。

华勤技术(603296.SH)

维持

买入

刘双锋

liushuangfeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070002

SFC 编号:BNU539

何昱灵

heyuling@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524080001

发布日期：2025 年 08 月 10 日

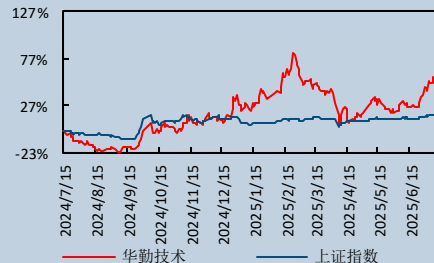
当前股价：79.31 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
-4.64/-9.31	12.78/4.04	59.90/33.23
12 月最高/最低价（元）		100.91/43.24
总股本（万股）		101,575.46
流通 A 股（万股）		57,143.09
总市值（亿元）		805.59
流通市值（亿元）		453.20
近 3 月日均成交量（万）		1094.72
主要股东		
上海奥勤信息科技有限公司		31.63%

股价表现



相关研究报告

【中信建投电子】华勤技术(603296):平台化布局成效显著，核心新业务增势强劲
25.04.27

（2）PC：打破中国台湾同行垄断，“PC+”与 AI PC 打开增长空间

笔电行业的技术发展与方案设计更加成熟稳定，Counterpoint 数据显示，ODM 厂商的份额在 2021 年已超过 90%，并将长期维持高位。笔电 ODM 的市场份额主要由中国台湾厂商广达、仁宝、英业达、纬创与和硕占据，公司是唯一打破垄断并形成年千万以上出货的 ODM 厂商。公司在智能手机研发设计中积累窄边框、轻薄化等技术能力，成功迁移到笔电产品的研发设计中，依靠研发效率获得了成本和规模优势，获得了头部客户认可。2024 年，公司成功突破北美大客户，将为未来业务成长提供重要支撑，同时公司积极探索 PC 周边产品，丰富产品品类打开增长空间。

（3）数据中心：AI 赋能，头部 CSP 市场&行业市场双轮驱动

AI 应用的加速落地推高本土算力需求，公司从 2017 年开始前瞻布局数据中心业务，凭借 AI 服务器、通用服务器、存储服务器和交换机等全栈式的产品布局，成功突破国内头部 CSP 客户，并持续提升市场份额。在算力需求多元化背景之下，公司还积极拓展行业、渠道市场。在数据业务实现规模增长的同时，公司还将通过客户结构优化、客户服务的价值提高、发挥规模优势等方式提升盈利能力。

（4）汽车电子：智能化浪潮加速，公司未来成长新引擎

新能源汽车正趋向消费电子化，进而为消费电子 ODM 厂商提供新增长空间，公司积极布局包括座舱、车控、智驾、网联等四大方向，凭借雄厚的技术基础、高可靠性的产品制造能力、优秀的供应链采购以及运营管理能力，与多个车企厂商达成合作，已获多个主流客户定点。

（5）穿戴/AIOT：营收规模持续高增

智能穿戴市场（TWS、智能手表）的白牌品牌化趋势明显，公司充分利用在手机业务端的资源优势以及和全球客户的多品类战略协同的关系，通过深度合作持续提升智能穿戴市场的份额。在 AIOT 方面，公司 2017 年进入 AIoT 产品市场，已实现智能家居、XR、游戏产品等多种新兴智能硬件产品量产出货，形成规模化制造，是目前泛 AIoT 领域产品最为丰富的 ODM 公司之一。

三、盈利预测与估值

预计 2025 年-2027 年营业收入分别为 1,564.3 亿元、1,833.8 亿元和 2,076.0 亿元，同比增长 42.4%、17.2% 和 13.2%，对应归母净利润分别为 39.6 亿元、49.0 亿元和 59.6 亿元，当下市值对应的 PE 分别为 20.4、16.4 和 13.5 倍，维持买入评级。

风险提示：智能硬件需求不及预期风险；原材料价格波动风险；AI 发展不及预期风险。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	853.38	1098.78	1564.30	1833.82	2076.03
YoY(%)	-7.89%	28.76%	42.37%	17.23%	13.21%
净利润(亿元)	27.07	29.26	39.58	49.01	59.60
YoY(%)	5.59%	8.10%	35.27%	23.81%	21.61%
毛利率(%)	11.33%	9.30%	9.64%	9.73%	9.79%
净利率(%)	3.11%	2.65%	2.53%	2.67%	2.87%
ROE(%)	12.97%	12.98%	15.42%	16.59%	17.41%
EPS(摊薄/元)	2.66	2.88	3.90	4.82	5.87
P/E(倍)	29.76	27.53	20.35	16.44	13.52
P/B(倍)	3.86	3.57	3.14	2.73	2.35

资料来源：iFinD，中信建投证券

目录

一、深耕智能硬件 ODM 行业，“3+N+3”业务结构持续优化	1
1.1 依托 “3+N+3” 战略，打造全球智能产品平台	1
1.2 多业务条线向上共振，驱动新一轮利润成长	4
1.3 公司坚持长期主义，ODMM 构筑核心竞争力	6
二、智能终端：智能手机 ODM 盈利改善，穿戴产品快速成长	10
2.1 智能手机：ODM 渗透率稳步提升，行业竞争趋于理性	10
2.2 智能穿戴：充分受益于品牌化趋势，出货量高速增长	11
三、高性能计算：AI 驱动高增长	13
3.1 PC：打破台系同行垄断，PC+ & AI PC 打开增长空间	13
3.2 数据业务：AI 赋能，头部 CSP 市场&行业市场双轮驱动	16
四、汽车电子：智能化浪潮加速，公司未来成长新引擎	19
五、AIoT：公司拥有泛 AIoT 领域最丰富的产品队列	22
六、盈利预测与估值	23
七、风险提示	25
八、报表预测	26

图表目录

图表 1: 华勤技术发展历程.....	1
图表 2: 华勤技术全新“3+N+3”产品战略.....	2
图表 3: 华勤技术四大业务板块.....	3
图表 4: 公司产品基本市场情况.....	3
图表 5: 华勤技术股权结构.....	4
图表 6: 2025 年股权激励计划业绩考核目标.....	4
图表 7: 公司营业收入及同比增速.....	5
图表 8: 公司归母净利润及同比增速.....	5
图表 9: 公司毛利率及净利率水平.....	6
图表 10: 公司各项费用率.....	6
图表 11: 公司与同行业公司 2019-2024 营收 CAGR 对比.....	6
图表 12: 公司与同行业公司 2024 年毛利率、净利率对比.....	6
图表 13: 公司与同行业公司主要业务对比.....	7
图表 14: 华勤技术业务进展.....	7
图表 15: 华勤技术 ODM 竞争力模型.....	8
图表 16: 公司部分董事、高管背景.....	8
图表 17: 公司近年研发投入情况.....	9
图表 18: 公司近年技术人员占比 (%).....	9
图表 19: 公司“1+5+5”全球布局地图.....	9
图表 20: 全球智能手机出货量及预测.....	10
图表 21: 全球智能手机 ODM 模式出货量与渗透率.....	10
图表 22: 全球智能手机 ODM 市场竞争格局.....	11
图表 23: 华勤和龙旗手机 ODM 相关业务的毛利率.....	11
图表 24: 全球 TWS 市场厂商出货量和份额情况.....	12
图表 25: 全球可穿戴腕表市场厂商出货量和份额情况.....	12
图表 26: 全球 PC 年度出货量及同比增速.....	13
图表 27: 全球 PC 季度出货量及同比增速.....	13
图表 28: 全球笔电 ODM/EMS 厂商出货量 (百万台).....	14
图表 29: 2024 年笔电 ODM/EMS 厂商出货量份额.....	14
图表 30: 头部 PC 品牌的笔电年出货量 (万台).....	14
图表 31: 2024 年头部笔电品牌的 ODM/EMS 份额分布.....	14
图表 32: AI PC 出货量及渗透率预测.....	15
图表 33: 智能手机 ODM 厂商市场份额向头部厂商集中.....	15
图表 34: 惠普主要打印机型号及价格.....	15
图表 35: 全球硬拷贝外设 (HCP) 市场出货量.....	15
图表 36: 阿里和腾讯的资本性支出 (单位: 亿元).....	16
图表 37: 中国三大运营商算力投资计划 (单位: 亿元).....	16
图表 38: 全球服务器出货量总量及各类厂商出货量.....	16
图表 39: 各类厂商服务器出货量占比变化.....	16

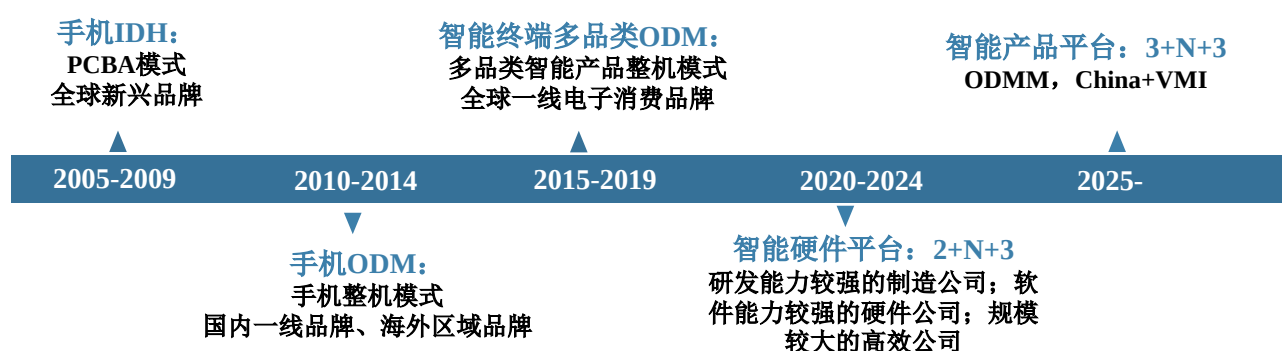
图表 40: 华勤技术 AI Rack 整机柜	17
图表 41: 华勤技术 6U 16GPU 服务器	17
图表 42: 华勤技术 NS8420 交换机	18
图表 43: 中国乘用车市场智能座舱渗透率	19
图表 44: 智能座舱部分功能渗透率	19
图表 45: 中国乘用车市场高阶智驾分价格搭载数据	19
图表 46: 比亚迪全系车型搭载天神之眼高阶智驾	19
图表 47: 汽车电子产业链结构变化	20
图表 48: 2024 年智驾域控供应商装机量市场份额及排名	20
图表 49: 公司能够做到高可靠制造、敏捷交付	21
图表 50: 公司将消费与车规融合	21
图表 51: 华勤技术汽车电子产品	21
图表 52: 公司的 AIOT 业务增长迅速	22
图表 53: 公司 AIOT 业务布局三大产品线	22
图表 54: 公司主营业务收入拆分及预测	23
图表 55: 可比公司估值	24

一、深耕智能硬件 ODM 行业，“3+N+3” 业务结构持续优化

1.1 依托 “3+N+3” 战略，打造全球智能产品平台

华勤技术是全球智能硬件 ODM 行业领导者。公司成立于 2005 年，是专业从事智能硬件产品的研发设计、生产制造和运营服务的平台型公司。经过 20 年的探索和发展，华勤技术已形成较为成熟的 ODM 经营模式，业务涵盖了智能手机、平板电脑、笔记本电脑、智能穿戴、AIoT、数据中心产品、汽车电子等智能硬件产品的研发设计、采购、生产制造、物流、批量交付等各个环节。

图表1： 华勤技术发展历程



资料来源：公司官网，中信建投证券

公司自成立以来，顺应智能硬件产品的发展，在关键时间节点进行了数次重要转型：

- **手机 IDH 阶段（2005-2009）**：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。
- **手机 ODM 阶段（2010-2014）**：由于 IDH 模式竞争呈现白热化趋势，公司及时切入到 ODM 模式并抓住了 3G 智能手机崛起风口，与国内部分新兴手机品牌厂商建立了稳定的合作关系，产品结构实现了从功能手机到智能手机的迭代。2010 年，公司手机产品年销量突破 1800 万部。2013 年，公司开始涉足平板电脑 ODM 市场。2014 年，成功进入国际一线品牌亚马逊供应链，打开北美市场。
- **智能终端多品类 ODM 阶段（2015-2019）**：自 2015 年开始，公司开始横向拓展，将业务延伸到 AIoT 产品、TWS 耳机、智能手表/手环等品类，产品条线逐渐丰富。2015 年，公司开拓笔电产品 ODM 业务，逐渐与笔记本电脑头部厂商如联想、宏碁、华硕等展开合作。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，公司进军服务器市场，建立自主的服务器团队。2019 年，服务器领域逐渐形成批量收入。
- **智能硬件平台阶段（2020-2024）**：公司紧密围绕智能硬件平台发展战略，建立了以智能手机为主，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。

“3+N+3”产品战略升级，打造全球智能产品平台。公司历经多年技术积累和深耕，前瞻赋予 ODM 新的定义，即高效运营（Operation）、研发设计（Development）和先进制造（Manufacturing）三种核心能力，2024 年底公司发布“3+N+3 全球智能产品大平台”战略升级方案，以打造全球智能硬件平台，首个“3”指的是公司三大成熟的核心业务：智能手机、个人电脑和数据中心业务；“N”是指由这三大业务衍生出的多品类的产品组合，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；最后的“3”则代表了公司正在积极拓展的三个新兴领域：机器人、软件和汽车电子业务。

图表2： 华勤技术全新“3+N+3”产品战略



资料来源：华勤技术官方公众号，中信建投证券

公司拥有四大业务板块，分为智能终端业务、高性能计算业务、AIoT 业务、汽车电子产品及工业业务：

- （1） 智能终端业务包括智能手机和智能穿戴产品，2024 年实现收入 353.16 亿元，占比 32%，同比增长 9.72%。公司在智能手机 ODM 市场份额稳居前三。公司的智能穿戴业务增长快速，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。
- （2） 高性能计算业务包括笔记本电脑、平板电脑和数据中心产品，2024 年实现收入 632.20 亿元，占比 60%，同比增长 28.79%。笔电方面，公司是大陆唯一一家成功打破中国台湾同行垄断并形成规模效应的企业，目前在全球笔电 ODM 厂商中排名第四。平板电脑方面，公司始终保持全球 ODM 厂商出货量第一的位置。数据中心是公司近年来成长最为快速的板块之一，公司依托全栈式产品组合成功实现 CSP 客户的突破，同时数据业务也在积极覆盖国内外行业、渠道市场。
- （3） AIoT 业务包括智能家居、AR/VR、游戏终端等产品，2024 年实现收入 46.72 亿元，占比 4.3%，同比增长 187.86%，公司已经成为泛 AIoT 领域产品最为丰富的 ODM 厂商。
- （4） 汽车电子领域，华勤布局了四大类产品：智能座舱、智能网联、智能车控和智能驾驶，主打 CM 模式以及 JDM 联合开发模式，当前已获多个主流客户定点，2024 年公司汽车及工业产品业务实现收入 15.62 亿元，占比 1.4%，同比增长 102%。

图表3： 华勤技术四大业务板块

业务板块	主要产品
智能终端业务	智能手机
	智能穿戴：智能手表/手环、无线耳机
高性能计算业务	个人电脑
	平板电脑
	数据中心：AI 服务器、通用服务器、交换机等
AIoT 业务	智能家居：音频产品、家居控制产品、IPCAM 等
	AR/VR
	游戏机
汽车电子及工业产品业务	汽车电子业务：智能座舱、智能车控、智能网联、智能驾驶
	工业产品业务：智能 POS 机、工业 PDA、人脸识别新零售终端等

资料来源：华勤技术年报，中信建投证券

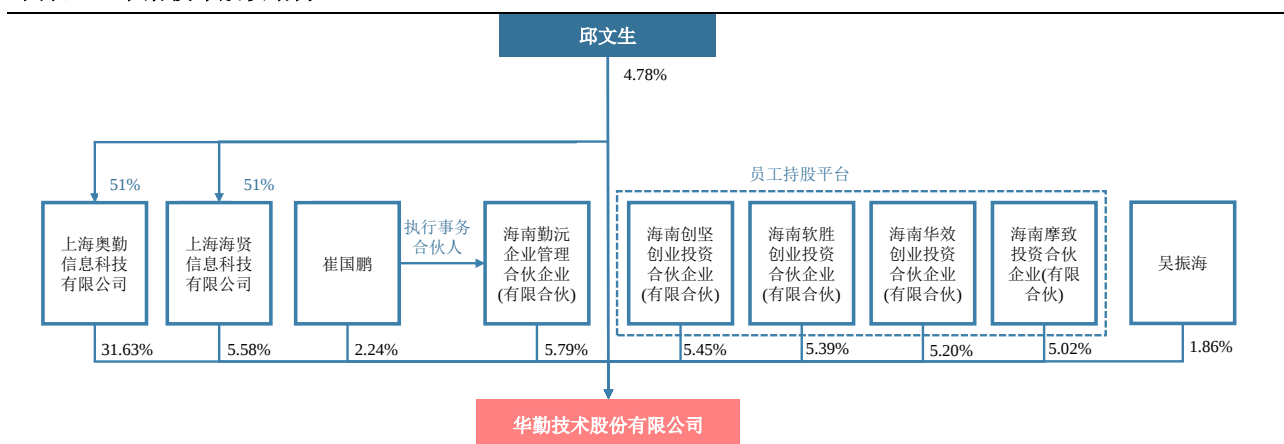
图表4： 公司产品基本市场情况

产品品类	主要客户	市场地位	其他主要厂商
智能手机	三星、OPPO、小米、vivo、华为、联想等	根据 Counterpoint Research 数据，在 2024H1 全球智能手机 ODM/IDH 厂商出货量排名中，公司以 23% 的市场份额位于第二	龙旗科技、闻泰科技等
笔记本电脑	联想、宏碁、华硕、三星等	公司是大陆唯一一家成功打破台湾同行垄断并形成规模效应的企业，目前在全球笔电 ODM 排名第四	广达、仁宝、纬创等
平板电脑	三星、亚马逊、联想等	2023 年及过去几年，公司平板电脑始终保持全球 ODM 厂商出货量第一的位置	龙旗科技、闻泰科技等
智能穿戴	三星、vivo、华为等品牌	公司智能穿戴业务以手表、手环、TWS 耳机为代表，不断向安卓头部手机品牌集中	立讯精密、歌尔股份等
AIoT	小米、亚马逊、联想、商米和 Nauto 等	公司是泛 AIoT 领域产品丰富度最高的 ODM 公司之一，现已形成智能 POS 机、汽车电子、智能音箱、人脸识别新零售终端等新兴智能硬件产品的规模化的研发和制造	龙旗科技、闻泰科技等
服务器	腾讯、阿里、字节等	公司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	浪潮信息等
汽车电子	国内外超过 15 家汽车主机厂、Tier0.5 企业	公司目前已具备包含硬件、软件、HMI、测试等在内的全栈式自研能力	德赛集团等

资料来源：华勤技术招股说明书，中信建投证券

公司股权结构较为集中，高度重视员工激励。截至 2025 年一季报，公司前十大股东持股占比 72.94%。公司第一大股东上海奥勤持有 31.63% 公司股份，邱文生先生为公司实际控制人，直接持股 4.78%，邱文生先生与其一致行动人上海奥勤、上海海贤合计持有 37.99% 股份，公司股权结构较为集中。此外，公司积极开展员工持股计划，公司员工持股平台海南创坚、海南软胜、海南华效和海南摩致共持有公司股份 21.06%。

图表5： 华勤技术股权结构



资料来源：Wind，中信建投证券，截至 2025 年 3 月 31 日

公司于 2025 年 1 月发布员工股权激励计划，计划授予限制性股票总量不超过 348.1125 万股，约占发布激励计划草案公告时公司股本总额的 0.34%，首次授予的激励对象人数不超过 355 人，包括公司中高层管理人员、核心骨干人员，授予价格为每股 34.34 元。激励计划首次授予的限制性股票的考核年度为 2025 年-2027 年三个会计年度，业绩条件为：以 2024 年营收和利润为基数，2025/2026/2027 年营收或利润增长率不低于 10%/21%/35%，公司股权激励计划能够绑定核心骨干利益，有助于公司长期稳健发展。

图表6： 2025 年股权激励计划业绩考核目标

考核期	考核年度	业绩考核标准
第一个考核期	2025	1、以 2024 年营业收入为基数，2025 年营业收入增长率不低于 10%； 2、以 2024 年净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 10%。
第二个考核期	2026	1、以 2024 年营业收入为基数，2026 年营业收入增长率不低于 21%； 2、以 2024 年净利润为基数，2026 年净利润增长率不低于 21%。
第三个考核期	2027	1、以 2024 年营业收入为基数，2027 年营业收入增长率不低于 33%； 2、以 2024 年净利润为基数，2027 年净利润增长率不低于 33%。

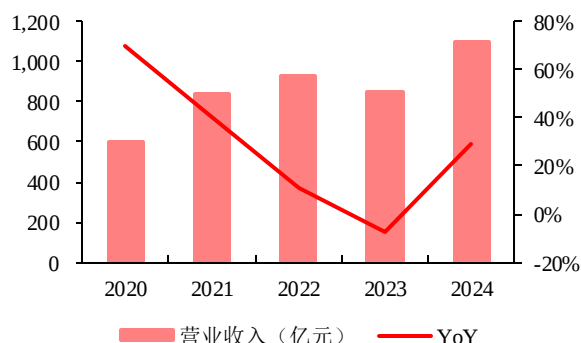
资料来源：华勤技术公告，中信建投证券

1.2 多业务条线向上共振，驱动新一轮利润成长

营收稳步提升，公司有望迎来新一轮利润增长期。2019 年-2024 年，公司营业收入由 353 亿元上升至 1098.8 亿元，CAGR 为 25.5%，特别是 2024 年，公司实现在头部 CSP 客户市场各类服务器及高性能网络交换机的全栈突破，数据业务营收翻倍增长；智能终端、AIoT、汽车电子产品出货量也保持良好增长态势，多业务条线共同发力，驱动公司营业收入同比增长 28.8%。归母净利润方面，尽管公司多品类增长积极贡献利润，但是传统手机

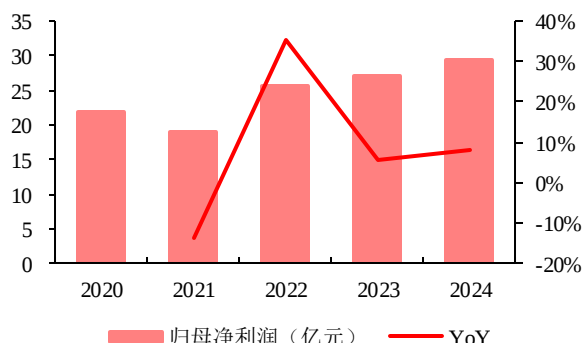
ODM 市场激烈的竞争，一定程度上拖累了 24 年净利润增速。24 年公司整体归母净利润增长 8.1%。展望未来，手机 ODM 行业竞争趋于理性，数据中心、PC、AIOT 等业务的持续放量，叠加规模效应的显现将驱动公司进入新一轮利润成长周期。

图表7： 公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，中信建投证券

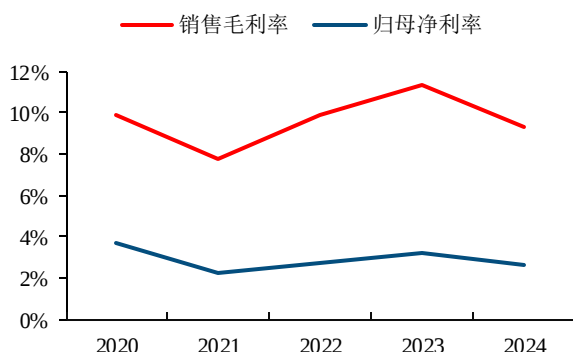
图表8： 公司归母净利润及同比增速



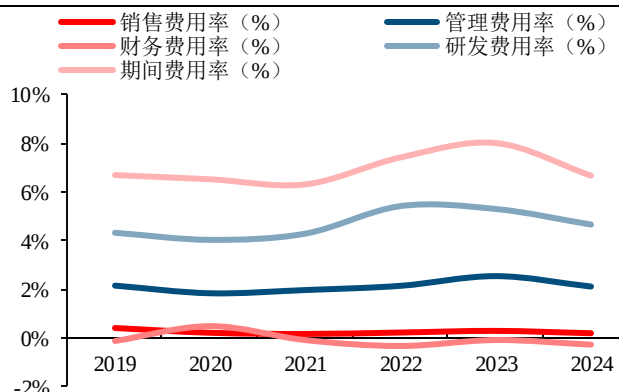
资料来源：Wind，中信建投证券

公司盈利能力自 24Q3 以来逐步改善。2020 年-2023 年，公司毛利率和净利率整体呈现上升趋势。其中，2021 年受原材料价格上涨及汇率变动影响，公司毛利率同比下降 2.15pct 至 7.75%；随着市场复苏及公司产品综合竞争力的提升，2022 年-2023 年公司盈利能力提升显著，2023 年毛利率达 11.33%。2024 年公司毛利率同比下降 2pcts 至 9.3%，净利率同比下降 0.46pcts 至 2.65%，公司盈利能力的波动主要受三个因素影响：一是智能手机业务竞争较为激烈；二是数据业务中毛利率偏低的 AI 服务器营收占比较高；三是公司在数据中心业务和汽车电子业务上投入增加。未来随着行业竞争趋于理性，同时公司在研发设计、供应链资源整合、产品结构的优化等方面继续发力，公司的整体盈利能力有望进一步提升。24Q3 以来，公司整体毛利率逐季改善，从 24Q3 的 7.63% 提升至 25Q1 的 8.42%。

随着规模效应显现以及不断提升精益运营水平，公司期间费用率同比减少。公司在规模增长的同时，积极整合内部资源，提升管理、研发及运营的效率，进一步优化和降低费用率，带来经营能力和盈利能力的持续提升。2024 年，公司的期间费用为 74.72 亿元，同比增长 9.03%，费用率为 6.68%，同比减少 1.35 个 pcts，其中销售、管理（不含研发费用）和财务费用率为 0.20%/2.09%/-0.30%，分别同比减少 0.08/0.45/0.19pcts。

图表9： 公司毛利率及净利率水平


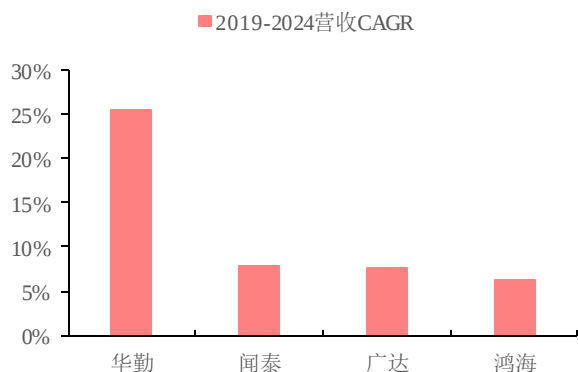
资料来源：Wind，中信建投证券

图表10： 公司各项费用率


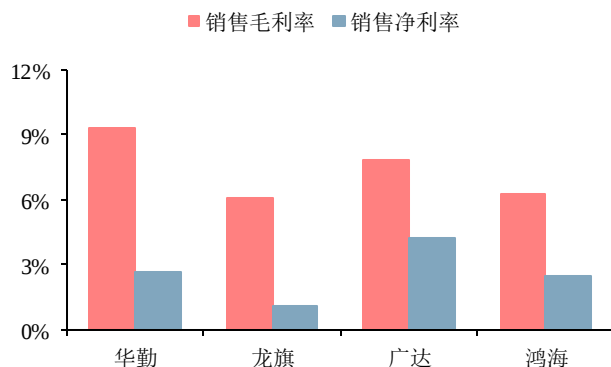
资料来源：Wind，中信建投证券

1.3 公司坚持长期主义，ODMM 构筑核心竞争力

相较于其他本土 ODM 厂商和同业台厂，公司表现出更强的成长性。公司营业收入由 2019 年的 353 亿元上升至 2024 年的 1098.8 亿元，CAGR 为 25.5%，营收的快速增长主要得益于公司不断进入新的细分赛道，拓宽产品品类，公司产品丰富度行业领先。同时，公司能够在所进入的细分赛道内做到行业前列。在营收取得快速增长的同时，公司也保持了较佳的盈利能力，公司的毛利率和净利率水平位居行业前列，这主要受益于公司的规模效应以及强大的精益管理能力。

图表11： 公司与同业公司 2019-2024 营收 CAGR 对比


资料来源：Wind，中信建投证券
 注：选择闻泰的智能终端业务营收数据进行对比

图表12： 公司与同业公司 2024 年毛利率、净利率对比


资料来源：Wind，中信建投证券

图表13： 公司与同业公司主要业务对比

厂商	主要产品品类
华勤	高性能计算（笔电、平板电脑、数据业务）、智能终端（手机、穿戴）、AIOT（智能家居、AR/VR、游戏终端）、汽车及工业产品（智能座舱、智能网联、智能车控和智能驾驶）等
龙旗	智能手机、AIOT（穿戴、XR）、平板电脑、笔电、汽车电子业务等
广达	笔电、服务器、汽车电子、智能医疗等
仁宝	电脑及相关电子产品、平板电脑、智能手机、智能医疗等
和硕	通讯电子（笔电、智能手机）、消费电子（平板电脑、智能穿戴）、汽车电子等

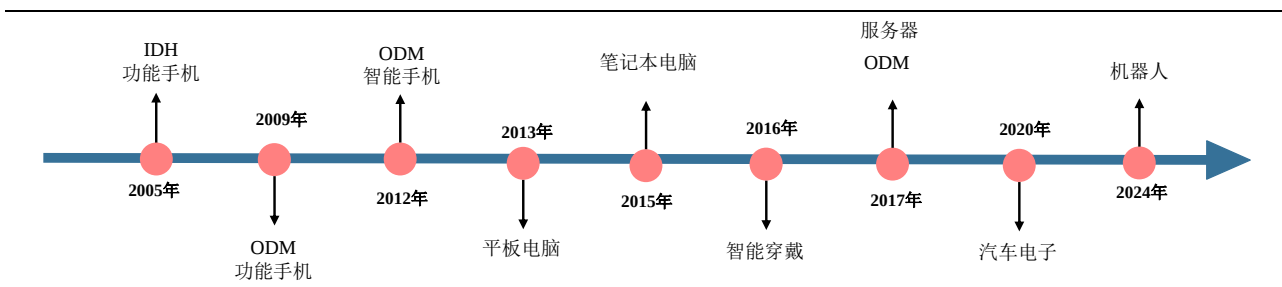
资料来源：Wind，中信建投证券

公司能够实现快速成长，同时保持较佳的盈利水平主要在于两点：（1）公司团队能够坚持长期主义，且善于学习。（2）公司构筑了 ODMM 核心竞争力。

ODM 模式要求产品制造服务商建立完善的产品研发体系、规模化的生产制造能力、高效的供应链运营能力等，属于典型的资本密集型、技术密集型和管理密集型行业，需要前期投入大量资金和人力资源，后期依赖规模效应获取盈利，因此坚持长期投入至关重要。公司在过去近 20 年的发展始终坚持长期主义，选准方向，发挥优势，通过较强的学习能力，不断学习并应用新技术，从 PCBA 模式升级到 3+N+3 的业务模式，持续打磨产品品类，实现产品营收与盈利的双增长：

公司自 2015 年进入笔电行业，将智能手机领域积累的轻薄化等技术投入笔电领域，打破台系厂商垄断，2023 年已成为全球笔电 ODM 厂商第四位，在数据中心业务方面，经过 8 年的研发与拓展，公司的数据业务在 2024 年收入突破 200 亿元，成为能提供通用服务器，异构 AI 服务器等等产品的全栈式厂商。2020 年，公司进军汽车电子领域，当前已获得多个主流车型定点，未来几年汽车电子业务的成长值得期待，2024 年公司进入机器人领域，计划将机器人业务打造为未来的重要增长点。过去十年，公司实现了十年十倍营收增长，每次进入新赛道之后，公司用 7-8 年左右时间在新赛道做到行业头部，实现有质量的盈利。面向未来，公司力争在未来十年内实现五倍增长，打造五个千亿规模的业务板块（包括智能手机及个人家庭终端业务、笔记本电脑及办公智能硬件业务、数据业务、汽车电子业务以及未来新的大客户业务）。

图表14： 华勤技术业务进展



资料来源：华勤技术公告，中信建投证券

ODMM 指公司的四项核心能力高效运营能力（Operation），研发设计能力（Development），先进制造能力（Manufacturing），精密结构件供应能力。

图表15： 华勤技术 ODMM 竞争力模型



资料来源：华勤投资者关系公众号，中信建投证券

- **Operation，高效运营能力。**公司不断提升供应链管理能力和高效的仓储、物流运行能力，公司内部有超过 300 名软件工程师专注于软件开发以满足全球客户对业务优化和效率提升的进一步要求。
- **Development，研发设计。**公司具备较强的研发基因，公司核心高管均拥有技术和研发背景，公司也十分重视研发投入，近年来公司研发人员占比保持在 28% 以上，公司研发费用率保持在 4.5% 以上。华勤创始团队高度重视模块化的设计和研发效率的提升，通过学习并引入先进的 IPD 管理流程和机制，成立 X-Lab，在声、光、电、热、射频等基础领域不断强化基础技术研发的同时优化研发流程，提高研发管理效率，提升产品竞争力。此外，基础领域的专利积累和定制化设计能力也能够使得公司优化产品设计，深度参与元器件的选型与定型，形成系统化和模块化设计优势，提升后续零部件选择自由度，降低采购成本。

图表16： 公司部分董事、高管背景

姓名	职位	背景
邱文生	董事长、总经理	1973 年出生，清华大学机械工程专业学士，浙江大学化工过程机械专业硕士，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 年创办公司，至今任公司董事长、总经理
崔国鹏	副董事长	1976 年出生，西北工业大学航空宇航推进理论与工程专业学士、硕士，2001 年 4 月至 2005 年 5 月于中兴通讯股份有限公司历任研发工程师，研发经理，市场经理，市场部部长，产品经营团队市场总监，2005 年加入公司，历任公司营销体系副总裁，策略合作部高级副总裁，董事等，至今任公司副董事长、策略部投资负责人
吴振海	董事、副总经理	1971 年出生，西安科技大学计算机软件专业学士，西安交通大学计算机软件与理论专业硕士，1999 年 4 月至 2006 年 1 月于中兴通讯股份有限公司历任工程师，软件部部长，系统部部长；2006 年加入公司，先后负责公司研发体系、质量体系、技术中心、创新产品实验室、流程与 IT 体系，至今任公司董事、副总经理
邓治国	董事、副总经理	1977 年出生，青岛大学学习应用电子技术专业本科，上海大学学习通信与信息专业硕士，2005 年加入公司，历任公司工程师，总监，事业部总经理等

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

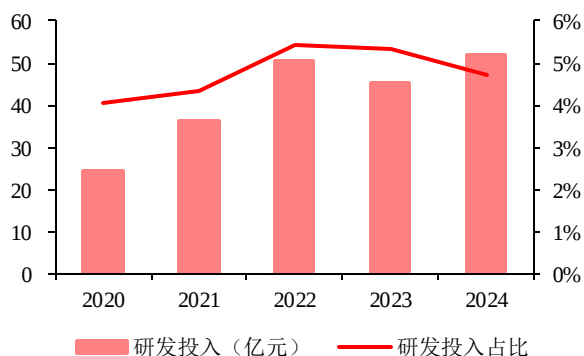
陈晓蓉

董事

1971 年出生，上海大学电磁场与微波技术专业学士，2005 年加入公司，历任公司供应链体系高级副总裁、事业部总经理，至今任公司董事。

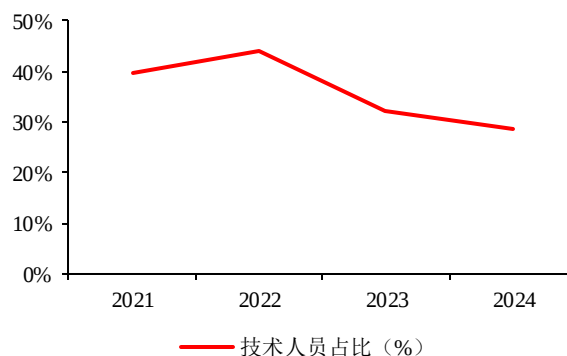
资料来源：Wind，中信建投证券

图表17： 公司近年研发投入情况



资料来源：Wind，中信建投证券

图表18： 公司近年技术人员占比 (%)



资料来源：Wind，中信建投证券

- **Manufacturing，先进的制造能力。**公司坚持“多基地制造+柔性生产”模式，布局海内外制造基地，提高自身制造的智能化、自动化、规模化、准时化和精益化水平，公司研发建立的智能制造信息系统大大提高生产效率，满足不同合作伙伴对不同产品生产需求。自 2020 年开始，公司开始布局海外，目前在越南、印度和墨西哥（规划中）建立了制造基地，形成 China+VMI 的海外制造布局，具备了面向全球的多元产品布局能力和制造全流程能力。

图表19： 公司“1+5+5”全球布局地图



资料来源：华勤投资者关系公众号，中信建投证券

- **Mechanical，精密结构件。**公司注重强化供应链整合及研发制造协同发展，并购结构件厂商，加强对精密模具厂的布局，强化精密结构件的设计和生产能力，这不仅有助于提升零部件自供比例和产品质量控制能力，更有助于打造具备竞争力的产品，公司手机结构件达到 40% 的自供比例。

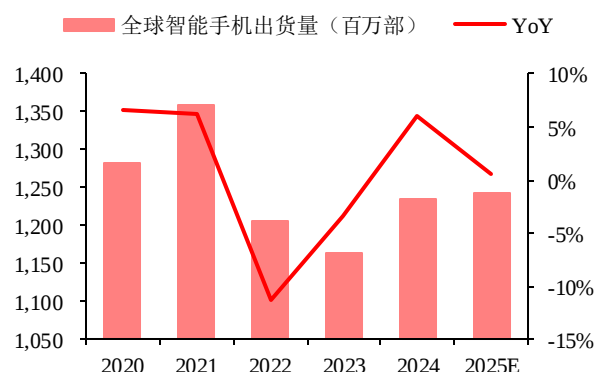
二、智能终端：智能手机 ODM 盈利改善，穿戴产品快速成长

2.1 智能手机：ODM 渗透率稳步提升，行业竞争趋于理性

全球智能手机市场出货量于 2023 年触底，预计未来总量保持平稳。受全球经济形势及行业周期影响，智能手机市场过去几年进入调整阶段。随着下游需求逐步回暖，全球智能手机出货量在 2024 年触底反弹。IDC 数据显示，2024 年全球智能手机出货量达到 12.4 亿部，同比增长 6%。由于关税波动及许多地区的宏观经济挑战导致消费者支出放缓，IDC 预计 2025 年全球智能手机出货量同比增速放缓至 0.6%，达到 12.4 亿部，2024 年-2029 年，全球智能手机出货量的年复合增长率预计为 1.4%。

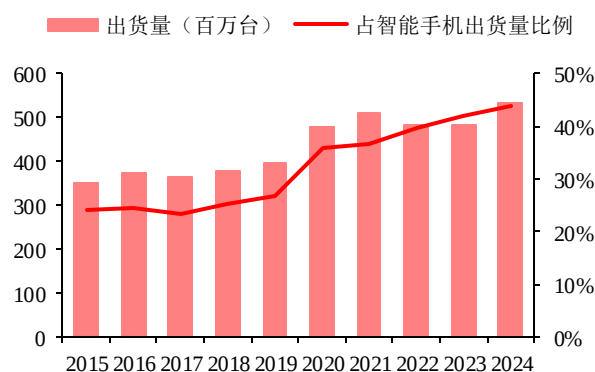
全球智能手机 ODM 渗透率稳步提升，ODM 出货量保持增长趋势。ODM/IDH 模式不仅帮助手机品牌降低了研发和生产成本，还通过高性价比产品加速了品牌的出海，顺应了新兴市场需求持续释放的趋势。根据 Counterpoint 的数据，以 ODM 模式出货的智能手机从 2015 年的 3.5 亿部增至 2024 年的 5.35 亿部，占全球智能手机出货量比例从 24% 上升至 44%。随着各大手机品牌逐渐认可 ODM 模式的优势，该模式在智能手机领域的渗透率将进一步提高。

图表20：全球智能手机出货量及预测



资料来源：IDC，中信建投证券

图表21：全球智能手机 ODM 模式出货量与渗透率



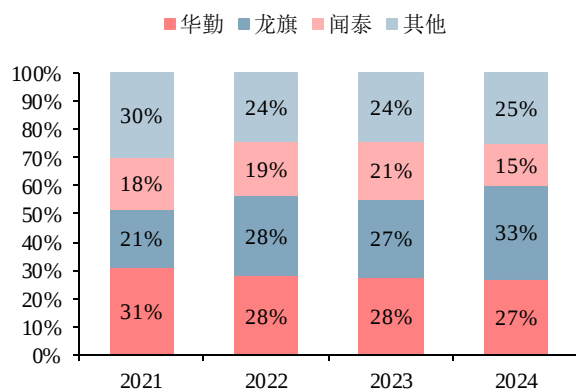
资料来源：Counterpoint，中信建投证券

智能手机 ODM 市场份额集中于华勤、龙旗和闻泰，闻泰退出有望给其他厂商带来份额提升空间。行业头部厂商通过规模效应以及技术创新的协同发展，拥有更具竞争力的产品矩阵或价格定位优势并形成良性循环，因此市场份额不断向头部聚集。2021 年起，华勤、龙旗、闻泰三大厂商的市场份额稳定保持在 70% 及以上。2024 年底，闻泰科技发布公告，拟将产品集成业务相关的子公司股权和相关经营资产转让给立讯有限或其指定方。截至 2025 年 7 月，闻泰科技公告无锡闻泰、无锡闻讯等子公司已完成资产转移，标志着闻泰正有序退出智能手机 ODM 业务。闻泰科技旗下的 ODM 业务经历转让及后续整合调整期间，有望给其他厂商带来份额提升空间。

手机 ODM 行业竞争趋于理性，进而带动盈利复苏。2024 年手机 ODM 行业利润率水平下滑，龙旗的智能手机业务毛利率从 2023 年的 8.68% 下降到 2024 年的 4.92%，华勤的智能终端毛利率同样呈现下降趋势，这背后主要原因在于：（1）手机行业竞争加剧影响 ODM 行业毛利，ODM 厂商接到订单到出货约有 6-12 个月的时间，而 2023 年智能手机出货创下近十年来最低水平，因此手机 ODM 厂商在 2023 年接单时面临激烈的市场竞争，导致 2024 年出货的订单在价格端承受压力；（2）2024 年部分上游原材料价格也有所上涨，从

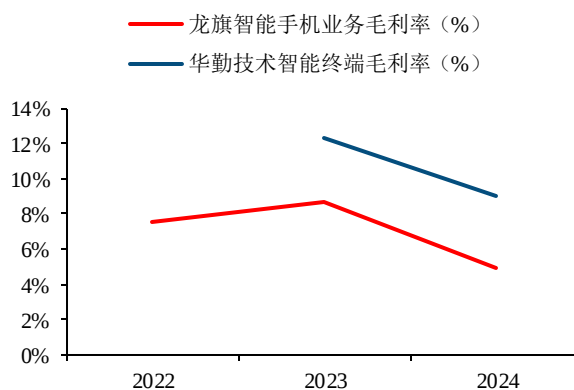
成本端影响了 ODM 厂商盈利。我们认为 2025 年智能手机 ODM 行业盈利能力有望修复，一方面得益于智能手机市场需求整体回升，另一方面得益于智能手机 ODM 厂商竞争趋于理性竞争，更加重视订单的盈利空间。

图表22: 全球智能手机 ODM 市场竞争格局



资料来源: IDC, 中信建投证券

图表23: 华勤和龙旗手机 ODM 相关业务的毛利率



资料来源: Wind, 中信建投证券

华勤客户群体多元化, 高端制造能力获得客户认可。在智能手机市场, 华勤是三星、小米、OPPO、vivo、联想等多家国内外智能终端厂商的重要供应商, 客户结构相对均匀, 大客户覆盖全, 资源分布均衡, 有效规避单一客户订单波动带来的风险。尽管全球智能手机市场在 2022 年-2023 年出现明显下滑, 华勤技术稳扎稳打, 出货量维持在 1.3 亿台以上。此外, 华勤手机产品线布局也非常广泛, 高、中、低端产品全方位拓展, 满足客户的多样化定制需求。小米旗舰机 14 Pro 系列由华勤代工, 显示出客户对华勤高端产品智能制造能力的认可。展望未来, 在智能手机市场稳健增长, ODM 渗透率提升的背景下, 华勤有望持续扩大出货量。

2.2 智能穿戴: 充分受益于品牌化趋势, 出货量高速增长

智能可穿戴市场白牌与品牌产品共存。多数智能可穿戴产品, 例如 TWS 耳机和基础智能手表, 由于技术门槛和认证要求相对低、供应链成熟灵活、消费者对基础功能容忍度高等原因, 因而白牌和品牌产品共存的现象明显。以白牌蓝牙耳机为例, 中科蓝讯与杰理科技的 SoC 占有主要市场份额。2024 年中科蓝讯的蓝牙耳机芯片销售量约 14.6 亿颗, 2024 年杰理科技的蓝牙耳机芯片销售量约 12.2 亿颗, 按一部耳机两颗 SoC 粗略估算可得, 2024 年全球白牌耳机市场出货量超过 13.4 亿部。Canalys 主要对苹果、三星等品牌厂商的出货量进行统计, 2024 年全球智能个人音频产品 (包含 TWS、wireless headphones 等) 出货量约 4.5 亿部。

智能穿戴品牌化趋势明显, 智能手机厂商凭借其生态优势有望获取更多的市场份额。多数智能穿戴产品定位为智能手机的配件, 功能也依赖与智能手机的连接实现。智能手机厂商凭借完善的生态、良好的品控可以给予消费者更好的用户体验。在价格方面, 智能手机厂商也推出了一些低价产品抢占低端市场, 例如红米 TWS 耳机价格下探至百元以下。根据 Canalys 统计的各大品牌出货量数据, TWS 2024 年出货量达到 3.3 亿部, 同比增长 12.6%, 其中, 小米和华为的合计市场份额同比提升 3.6 pct, 出货量分别增长 58% 和 59%; 可穿戴腕表 (含智能手表、手环) 2024 年出货量达到 1.93 亿部, 同比增长 4.1%, 其中, 华为和小米的合计市场份额同比提升 8.5pct, 出货量分别增长 42% 和 54%。

图表24: 全球 TWS 市场厂商出货量和份额情况

百万部	2023 年		2024 年		同比增长
	出货量	份额	出货量	份额	
苹果	81.8	27.8%	76.5	23.07%	-6.5%
三星	25.1	8.5%	28.2	8.50%	12.6%
小米	16.5	5.6%	26.0	7.84%	57.7%
boAt	16.7	5.7%	19.8	5.97%	18.2%
华为	9.3	3.2%	14.8	4.46%	59.2%
其他	144.9	49.2%	166.2	50.12%	15.9%
总计	294.4	100%	331.6	100%	12.6%

资料来源: Canalsy, 中信建投证券

图表25: 全球可穿戴腕表市场厂商出货量和份额情况

百万部	2023 年		2024 年		同比增长
	出货量	份额	出货量	份额	
苹果	35.5	19.2%	34.5	17.9%	-3.0%
小米	20.6	11.0%	29.3	15.2%	42.2%
华为	17.2	9.3%	26.5	13.7%	54.2%
三星	11.8	6.3%	15.6	8.1%	34.9%
Noise	11.8	6.4%	8.8	4.5%	-25.9%
其他	88.8	47.8%	78.4	40.6%	-11.7%
总计	185.4	100%	193	100%	4.1%

资料来源: Canalsy, 中信建投证券

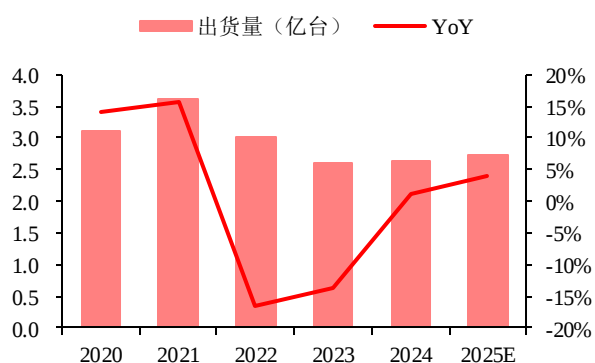
2024 年, 华勤智能穿戴产品出货量同比增长超 74.7%, 已经成为全球头部的穿戴类产品的主要供应商。在当前穿戴产品正快速向手机品牌集中靠拢的趋势下, 华勤充分利用在手机业务端的资源优势以及和全球客户的多品类战略协同的关系, 通过深度合作持续提升智能穿戴市场的份额。华勤穿戴产品研发团队具备丰富的运动健康功能设计开发与算法调试经验, 拥有构建跨平台穿戴软硬件开发能力。随着 AI 功能、空间计算功能的发展, 智能穿戴产品的跨设备协同将带来更好的用户体验, 出货量将有望持续增长。

三、高性能计算：AI 驱动高增长

3.1 PC：打破台系同行垄断，PC+ & AI PC 打开增长空间

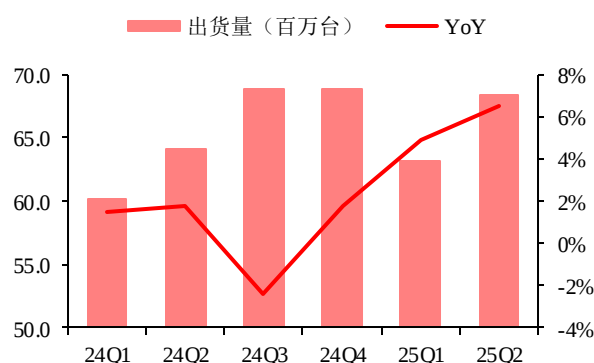
全球 PC 市场温和复苏，2024 年总出货量约 2.63 亿台，笔电出货量约 1.86 亿台。根据 IDC 数据，全球 PC 出货量在 2024 年迎来小幅反弹，出货 2.63 亿台，同比增长 1%，其中，笔电出货量约 1.86 亿台，占比约 71%，同比增长 3%。尽管市场恢复速度缓慢，但 Windows 支持终止（2025 年 10 月）将推动企业加快升级硬件，新冠疫情时期后的新一轮更新周期到来，中国的补贴政策也使得消费市场表现好于预期。2025Q1、2025Q2，全球 PC 出货量分别同比增长 4.9% 和 6.5%，IDC 预计 2025 年全球 PC 出货量将达到 2.74 亿台，同比增长 4.1%。

图表26： 全球 PC 年度出货量及同比增速



资料来源：IDC，中信建投证券

图表27： 全球 PC 季度出货量及同比增速

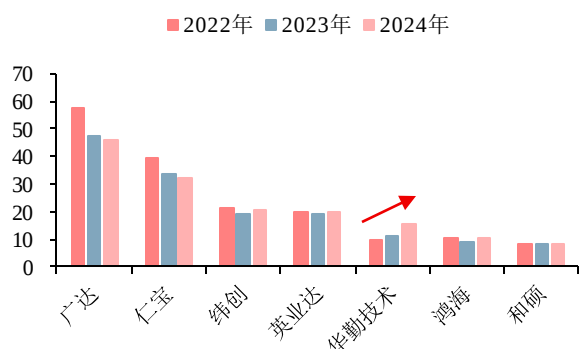


资料来源：IDC，中信建投证券

PC 产业链市场格局长期保持稳定，台系厂商占据主要市场份额。上世纪 80 年代，全球电子产业链向中国台湾转移，中国台湾的代工厂凭借成本优势快速占领 PC 市场，逐步从核心零部件（例如主板）扩展至整机代工，与 HP、Dell、IBM 等领先品牌建立合作关系并发展壮大。由于技术设计较为成熟，产业链分工明确，因此当前市场的主要生产模式为 ODM/EMS 模式，Counterpoint 数据显示，全球 90% 以上的笔电是由 ODM/EMS 厂商生产的。在 2020 年-2021 年由居家教育、办公需求引发 PC 出货量大增的时期之前，行业已于 2011 年见顶，市场饱和叠加技术创新迭代缓慢，导致市场格局长期保持稳定，产业链相对封闭，以广达、仁宝为代表的 ODM 厂商占据主要市场份额。

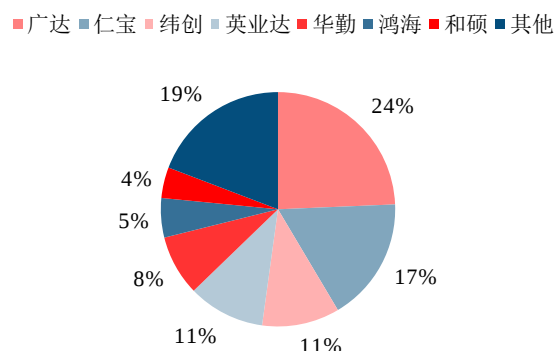
华勤突破台系垄断，出货规模逐年提升。2024 年，华勤笔电产品出货量突破 1500 万台，是国内唯一打破台系同行垄断并形成年千万级以上出货的 ODM 厂商，也是 TOP7 厂商中，近三年唯一一家出货量保持增长的厂商。公司当前已建立起了丰富的客户矩阵，获得了联想、Acer、三星、小米、华为等国内外头部厂商的认可。勇于创新是华勤在笔电领域突破的重要原因之一，公司将在智能手机研发设计中积累的窄边框、轻薄化等技术能力，成功迁移到笔电产品的研发设计中，使保守的笔电产品在设计语言与使用体验上迎来焕新，更受消费者青睐。此外，公司还有在智能手机市场竞争中建立起的高效研发效率和供应链管控能力，使其相比于台系厂商更具竞争力。

图表28: 全球笔电 ODM/EMS 厂商出货量 (百万台)



资料来源: IDC, 中信建投证券

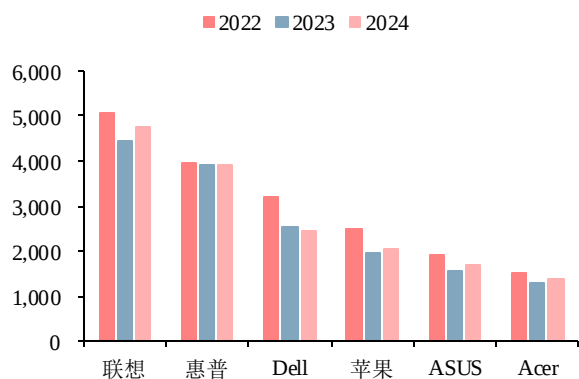
图表29: 2024 年笔电 ODM/EMS 厂商出货量份额



资料来源: IDC, 中信建投证券

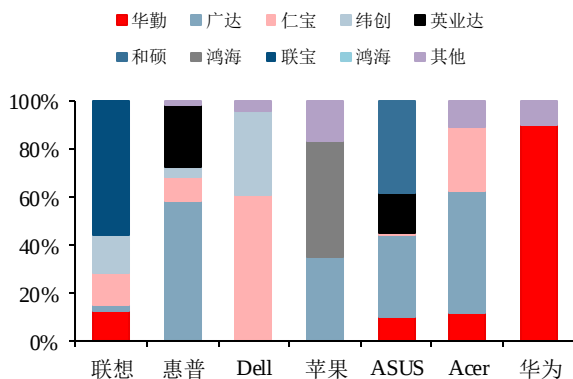
华勤成功突破北美大客户, 未来增长空间广阔。根据 IDC 数据, 联想近几年保持全球笔电出货量第一, 2024 年出货量超过 4500 万台, 联想主要将笔电交由子公司联宝代工, 对外界释放的订单份额占比有限。几大北美终端品牌的笔电出货量虽然少于联想, 但产品基本委外生产, 份额此前主要集中于台系厂商。2024 年, 华勤成功突破北美大客户, 新客户的订单有望成为华勤出货量增长的重要来源之一。此外, 公司还将持续在主流客户端持续增大产品机会, 实现笔电 ODM 业务全价格段覆盖, 深化与主流客户的合作关系, 预计 2025 年 PC 板块实现 20%以上的增长。

图表30: 头部 PC 品牌的笔电年出货量 (万台)



资料来源: IDC, 中信建投证券

图表31: 2024 年头部笔电品牌的 ODM/EMS 份额分布



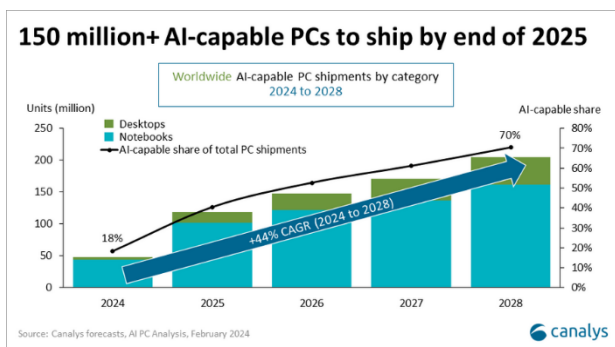
资料来源: IDC, 中信建投证券

AI PC 时代来临, 推动 ODM 市场份额向头部厂商集中。AI PC 通过集成专用的 AI 加速器, 例如 NPU, 为用户带来升级的体验, 推动生产力提升, 并大规模实现设备个性化, 同时提供更高的能效、更强的安全性, 并降低运行 AI 工作负载的成本。根据 Canalys 数据, 2024 年全球 AI PC 的出货量将达到 4800 万台, 预计 2025 年全球 AI PC 出货量将超过 1 亿台, 占 PC 总出货量的 40%, 2024 年-2028 年 CAGR 将达到 44%。

AI PC 对笔电产品的研发设计能力和响应速度都提出更高要求, 推动市场份额向头部厂商集中。一是要在轻薄化的基础上实现更高配置的功能、更加时尚精致的设计, 二是高算力的硬件配置对散热和结构设计提出更高要求。因此 ODM 厂商需要拥有更强的研发和快速响应能力, 以适应 AI PC 的制造要求和迭代速度, 这也将驱动 ODM 市场份额向综合竞争力更强的头部厂商集中。对比智能手机从 4G 到 5G 时代, ODM 市场集中趋势明显。2018 年智能手机 ODM TOP3 厂商合计市场份额 50%, 而 2020H1 TOP3 厂商合计份额提升至 70% 以上。

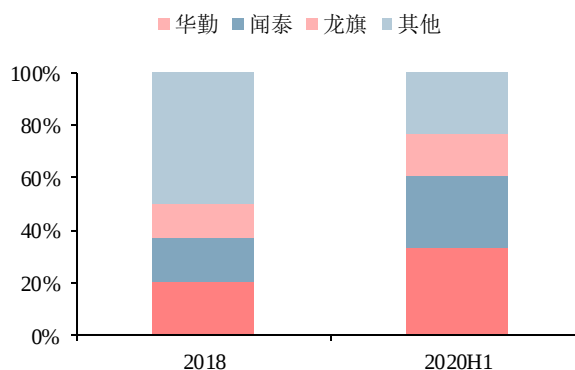
2024 年，公司已有多款 AI PC 产品出货。同时，公司兼具 X86 和 ARM 架构的能力，凭借研发、运营、制造响应速度和整体产品的竞争力优势，公司市场份额有望持续提升。

图表32: AI PC 出货量及渗透率预测



资料来源: Canalys, 中信建投证券

图表33: 智能手机 ODM 厂商市场份额向头部厂商集中



资料来源: IDC, 中信建投证券

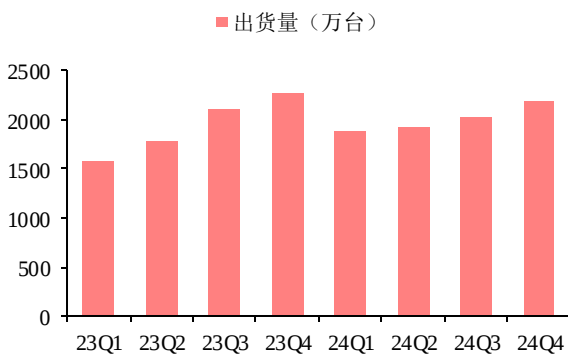
华勤积极扩张 PC 周边产品，丰富产品品类打开增长空间。公司以笔记本电脑为代表的办公场景下的数字生产力的业务组合中，还有丰富的“PC+”产品。品类方面，公司突破 PC 多品类系列，实现 Desktop & AIO 一体机出货；生态方面，公司再度突破 PC+ 的生态，实现打印机、键盘、Monitor 等产品大客户突破。PC 周边产品也进一步打开笔电业务增长空间，IDC 数据显示，2024 年全球硬拷贝外设（HCP，包括打印机和复印机）的出货量达到约 8030 万台，而单台设备的 ASP 约在上千人民币，由此估算 PC+ 市场具备千亿级规模，公司成长空间广阔。

图表34: 惠普主要打印机型号及价格



资料来源: 惠普官网, 中信建投证券

图表35: 全球硬拷贝外设（HCP）市场出货量

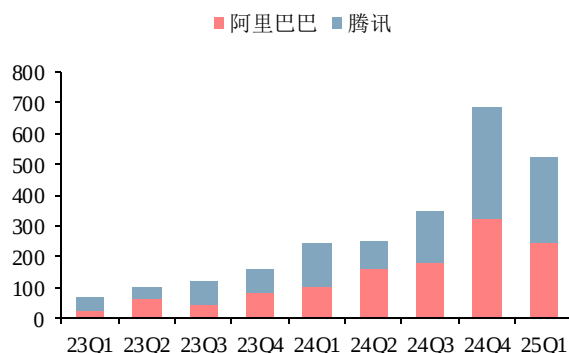


资料来源: IDC, 中信建投证券

3.2 数据业务：AI 赋能，头部 CSP 市场&行业市场双轮驱动

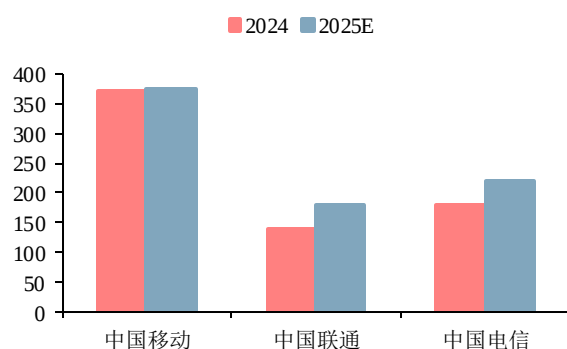
AI 赋能下，算力基建需求大幅增长。伴随 AI 大模型的成熟和训练成本的下降，AI 的应用场景不断丰富，这也进一步拉动算力基建需求，当前国内互联网企业与运营商纷纷提升与算力相关的资本开支。2024Q4 阿里和腾讯的资本开支分别达到 319 和 366 亿元，同比增长 290%和 388%，其中，阿里提出未来三年在云和 AI 的基础设施投入预期将超越过去 10 年的总和。国内三大运营商也在 2025 年不同程度提升了算力投资，合计算力投资额同比增加约 12%至 773 亿元。

图表36： 阿里和腾讯的资本性支出（单位：亿元）



资料来源：各公司财报，中信建投证券

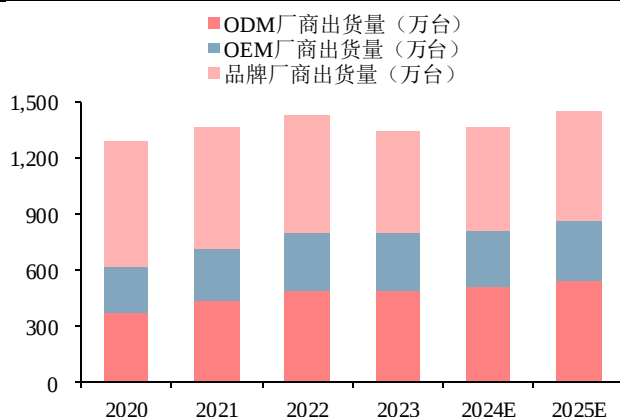
图表37： 中国三大运营商算力投资计划（单位：亿元）



资料来源：IDC，中信建投证券

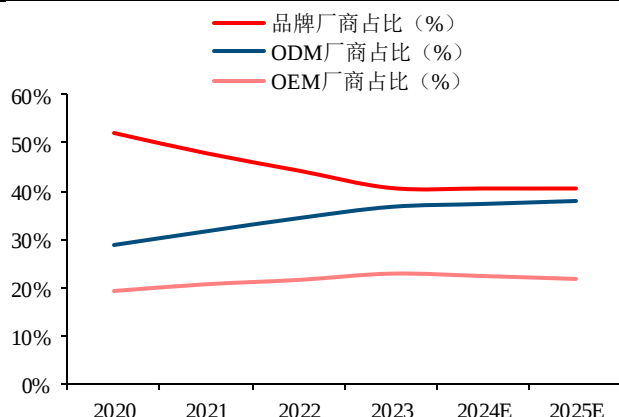
CSP 厂商数据中心定制化趋势明确。云计算和 AI 大模型的发展大幅提升了头部 CSP 厂商的数据中心需求，不同于一般企业对于标准服务器的要求，CSP 厂商要求服务器具备易于扩展、匹配业务属性、快速交付、低成本等特点，不同 CSP 厂商的算力布局也各有特点，因此头部厂商更青睐定制化服务器以满足自身业务需求，同时实现降本。ODM 厂商在硬件开源背景下采用成熟的研发方案和组件，能够根据客户需求实现定制化设计，精确配置服务器硬件，提高软件兼容性和业务场景适配性并降低运维成本，同时 ODM 厂商可凭借自身供应链优势，实现定制化服务器的快速生产和组装，提升交付效率，鉴于此，ODM 厂商的出货量占比不断提升。

图表38： 全球服务器出货量总量及各类厂商出货量



资料来源：TrendForce，中信建投证券

图表39： 各类厂商服务器出货量占比变化



资料来源：TrendForce，中信建投证券

华勤凭借全栈式交付能力以及高效组织运营能力，深受 CSP 客户认可，营收规模快速提升。公司从 2017 年布局数据中心业务，2024 年营收超过 200 亿元，公司在头部 CSP 客户中实现 AI 服务器、通用服务器、存储

服务器和交换机的全栈式产品发货，同时，公司还构建了开放兼容的生态系统：不仅全面适配 NVIDIA、AMD、Intel 等国际巨头 GPU，更深度兼容各主流国产 GPU 芯片。公司数据中心业务相较于同行的优势在于：

（1）领先的技术能力以及全栈式产品开发能力：当前算力架构和数据中心都在追求更大集群规模、更高可靠、更加节能以及更加开放的生态，网络 and 计算深度融合、软硬件一体设计成为 AI 算力行业的趋势，而公司是行业内少数同时具备计算和网络能力的厂商，拥有 AI 服务器、通用服务器、存储服务器和交换机的全栈式产品，具备实施和维护整套数据中心解决方案的能力，这种全栈式能力有助于提升客户粘性。

公司不断突破新技术边界，保持技术领先以及更快的研发速度，以公司的两款明星产品为例：

——AI Rack 整机柜产品方案。该方案基于以太网互联的 64GPU 超节点模型方案，支持 Intel BHS CPU 和 OAM2.0 GPU，具备高算力密度、高带宽低延时互联、高功率密度和高能效等关键特性。整机柜设计采用液冷散热、集中供电、112Gbps，并且未来兼容 224Gbps 的互联速率，以支持未来更高功耗、更快互联速率的系统演进需求。

——6U16GPU 服务器。该款服务器充分融合了模块化设计和高扩展性两个特性，保证产品既能快速迭代，又能满足客户的各种配置需求。通过模块化设计，该产品可灵活组合及替换，满足不同工作负载，同时该产品支持多代液冷 GPU 卡，支持 Intel EGS/BHS 等 CPU 平台，并兼容支持多型号 DPU。

图表40： 华勤技术 AIRack 整机柜



资料来源：英特尔新质生产力技术生态大会，中信建投证券

图表41： 华勤技术 6U16GPU 服务器



资料来源：英特尔新质生产力技术生态大会，中信建投证券

（2）高效的组织运营能力：在数据中心定制化趋势背景下，客户服务、交付效率、制造规模、供应链弹性等能力也愈发重要，公司持续深耕 ODM 领域，不断提升自身数字化管理能力并整合上下游产业链，契合数据中心市场现有的竞争态势。在过去服务国内头部云厂商的过程中，公司展现了作为硬件大平台在采购运营、量产交付方面的速度和弹性优势。

在算力需求多元化背景之下，公司还积极拓展行业客户。随着 Deepseek 模型的开源以及国产算力成本的下降，AI 在企业应用的场景大幅拓增，行业垂直算力需求高增，在此背景下，公司实施双轮驱动战略，在巩固与头部 CSP 企业深度合作优势的同时，成立了数据业务营销中心，积极覆盖国内外行业、渠道市场，持续拓展数据中心的服务行业和客户，逐步构建覆盖各类行业客户的能力。

公司交换机市场份额也在积极提升。海量算力需求的增长对数据中心网络架构提出更高要求，需要更高性能的交换机以实现高速可靠的数据传输，从而提高云计算和 AI 大模型应用的流畅度和稳定性。公司交换机业务以头部 CSP 厂商为核心客户，覆盖国内外行业、渠道市场，重点产品 NS8420 交换机为用户提供高达 51.2T 交换容量的线速，具备高可靠性和可扩展性，兼具卓越性能和更低能耗。2024 年，公司实现面向 AI 大集群的高性能网络交换机上量交付和 NS8420 交换机大批量交付，预计 2025 年公司交换机业务将随着客户份额的提升，将实现显著增长。

图表42： 华勤技术 NS8420 交换机



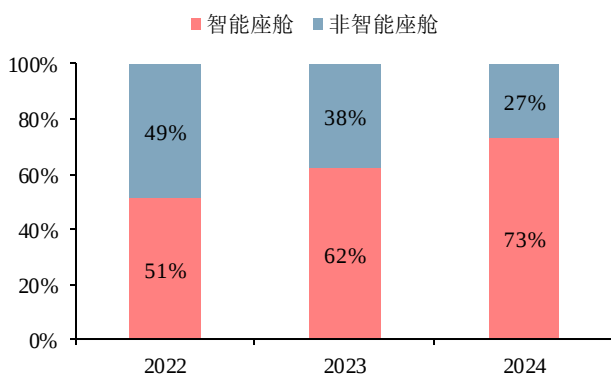
资料来源：华勤数据业务中心公众号，中信建投证券

在数据业务实现规模增长的同时，公司还将不断提升业务盈利能力。首先，公司通过行业渠道客户的拓展，实现客户结构优化，提升盈利能力；其次，公司通过 AI 服务器、通用服务器、存储服务器、交换机及板卡类硬件产品的全栈研发和交付能力，以及软件及系统解决方案的各环节打通和行业应用的落地，持续提升给客户服务的价值和获利能力；最后，公司仍将持续发挥规模优势，提升公司在核心供应商的战略地位，发挥集团化的管理运营效率优势，降低采购成本，优化费用率，提升产品竞争力和经营盈利能力。

四、汽车电子：智能化浪潮加速，公司未来成长新引擎

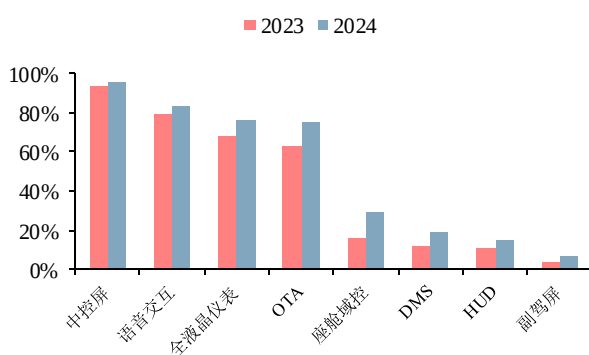
智能座舱正成为标配，核心产品渗透率不断提升。随着消费者对汽车屏幕的娱乐功能、信息显示等功能的要求越来越高，车内智能化配置成为消费者购车考虑的重要因素，同时智能座舱也是车企实现差异化竞争的关键领域和获取数据、进行流量变现的重要端口，因此智能座舱多样化配置渗透率不断提升。根据盖世汽车的数据，2024 年，智能座舱在乘用车市场整体渗透率达 73%，同比上升 11pcts，在核心产品方面，中控屏已接近标配水平，HUD、副驾屏等将是未来重要增长点，仪表、中控等屏幕呈现高分辨率、大尺寸化的趋势，并加速向低价格车型渗透，座舱域控渗透率同比提升 13pcts 至 29.3%，并加速向 20 万以内价格区间渗透。

图表43： 中国乘用车市场智能座舱渗透率



资料来源：盖世汽车，中信建投证券

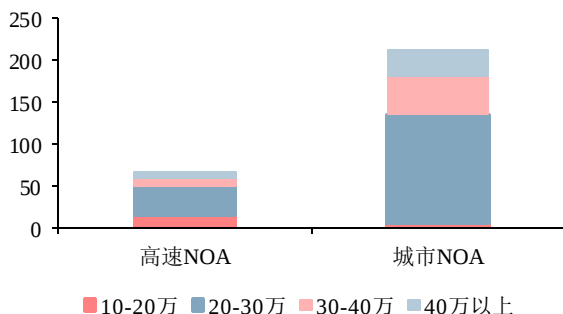
图表44： 智能座舱部分功能渗透率



资料来源：盖世汽车，中信建投证券

智驾平权时代开启，高阶智驾有望下沉至 10 万以内的价格带车型。汽车智驾已成为消费者购车时的重要考虑因素，麦肯锡数据表明中国消费者对智驾的满意度以及升级意愿在 2024 年出现显著提升，43.2% 的消费者愿意升级为自动驾驶。过去，高阶智能驾驶功能主要集中在 20 万+车型，根据 NE 时代数据，2024 年高速 NOA、城市 NOA 的销量分别为 63.5 和 211.4 万辆，整体高阶智驾的渗透率在 10%+，智驾渗透率有较大的提升空间。2025 年比亚迪积极推动智驾平权，将“天神之眼”高阶智驾辅助系统下沉至 10 万以内车型，包括 10 万元以下的秦 PLUS DM-i，海豹 05 DM-i 和海鸥等车型，而 10 万以上车型均全系标配智驾，这在较大程度上带动了智驾下沉，其他车企也有望积极跟进，进一步推动高阶智驾在低价格带车型的渗透。

图表45： 中国乘用车市场高阶智驾分价格搭载数据



资料来源：NE 时代，中信建投证券

图表46： 比亚迪全系车型搭载天神之眼高阶智驾

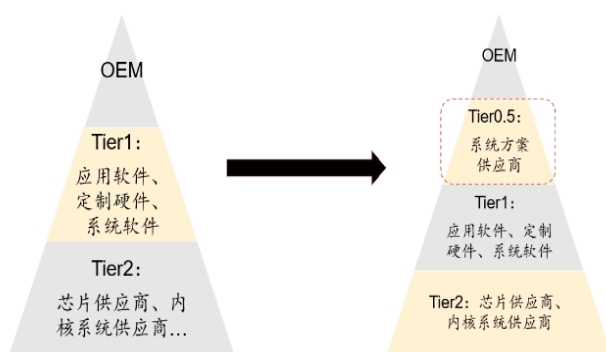


资料来源：比亚迪，中信建投证券

汽车供应链变革为消费电子厂商进军汽车市场提供机遇。以往，传统汽车供应链遵循的是一种自底向上的层级式供应商模式，即 Tier 2 提供零部件给 Tier 1 进行集成设计，随后再由 OEM 整车厂将这些组件整合进车辆生产中，各个阶段界限分明，产业链相对封闭。但是随着自动驾驶技术、智能座舱系统以及算法服务供应商的兴起与融入，汽车产业的合作格局正经历着变革。以智驾方案为例，硬件是智驾方案的通用平台，而软件定义智驾功能，车企需要通过不断维护和更新软件，实现智驾功能的差异化以及优化，为用户提供持续的价值提升，因此整车厂对于解决方案的交付更趋于白盒化，甚至更愿意采用自研模式掌握底层硬件自主权和软件开发。在此背景下，整车厂需要更为紧密的硬件合作伙伴，以最大程度配合 OEM 厂商需求，并快速实现高效率、高品质、低成本的产品生产和交付。

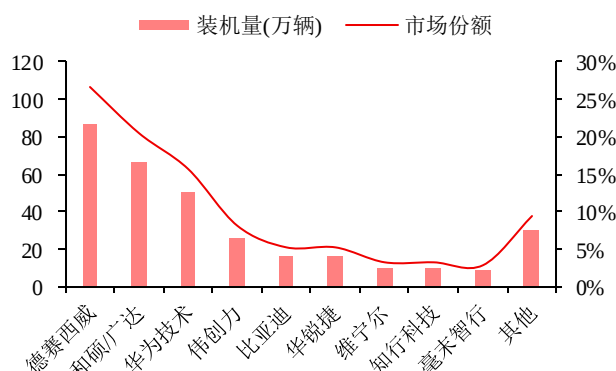
以智驾域控领域为例，2024 年，在智驾域控供应商中，传统汽车 Tier1 中只有德赛西威以 26.7% 的市场份额进入前五，第二~第五名共占据了将近 50% 的市场份额，这些供应商基本是车企自身或者其代工厂，例如特斯拉的代工厂是和硕/广达，蔚来的代工厂主要是伟创力，而和硕、广达和伟创力均为消费电子 ODM/EMS 行业头部厂商。随着智驾平权时代的到来，更多车企将在智驾方案上发力，消费电子厂商有望凭借更加快速的服务响应能力、强大的供应链管理能力和可靠的产品质量以及具备竞争力的产品价格成为车企紧密的硬件合作伙伴。

图表 47：汽车电子产业链结构变化



资料来源：汽车智驾，中信建投证券

图表 48：2024 年智驾域控供应商装机量市场份额及排名



资料来源：盖世汽车，中信建投证券

华勤布局智能座舱、智能网联、智能车控、智能驾驶四大产品线，已获多个主流客户定点。安全可靠、长期主义、全球化制造、供应链能力、研发能力正是企业立足汽车电子业务领域的核心，而华勤的优势正在于：

（1）高可靠性的产品制造能力：公司能够实现全球化、规模化制造，并布局海内外多个制造基地，华勤汽车智能制造中心拥有 8 条车规认证的高度自动化生产线，组装自动化率，合格率均高于行业平均水平，拥有业内少有的大型域控量产经验；

（2）优秀的供应链采购以及运营管理能力：公司作为消费电子 ODM 龙头，每年拥有采购额大概百亿美元左右，相较于传统的汽车供应商，具备更强的议价能力，在汽车领域，规模化越大，产生的效益越明显，公司的采购能力和规模化潜力能够赋能车厂，为其提供更高性价比产品；

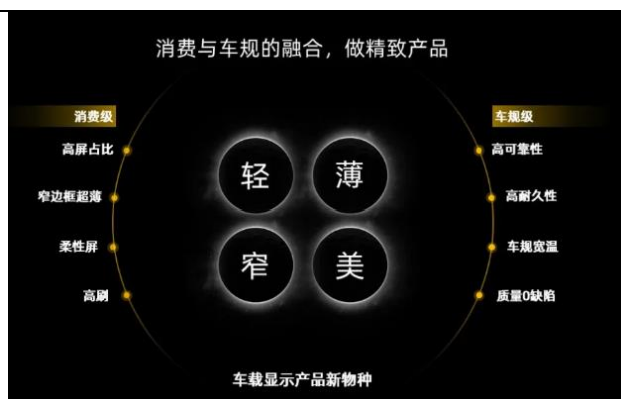
（3）雄厚的技术基础：公司深耕消费电子领域多年，对 ARM 系统的产品，具备丰富的工程经验和量产经验，并且还深耕 Android 13 年，此外，基于对高通平台的研发，经历了 CDMA 手机、WCDMA 手机、智能手机等不断的迭代过程，对常规平台、工具、调试、生产等等过程积累了完整的经验。公司还将消费与车规技术融合，例如在车载显示屏领域，公司在“轻、薄、窄、美”方面下功夫，打造了差异化的先进产品。

图表49： 公司能够做到高可靠制造、敏捷交付



资料来源：华勤汽车电子官网，中信建投证券

图表50： 公司将消费与车规融合



资料来源：华勤汽车电子官网，中信建投证券

华勤的服务模式也较为多样，既可以基于硬件能力提供硬件代工，又可以与主机厂进行联合开发。尽管公司进入汽车电子业务领域时间不长，但是正在以快速产品化、质量口碑、规模交付力等端到端服务既定优势，结合在汽车电子领域的技术创新、智能制造方面的高投入，为客户提供安全可靠、灵活定制、实时升级的全栈式解决方案，目前公司已发布包括征程 6 智驾方案，多款智能座舱，独立的座椅控制器、灯光控制器、车身控制器等多款产品，与国内超过 20 家汽车主机厂达成合作，量产基于高通 6125, 8155 平台的智能座舱产品。因此，随着汽车智能化浪潮加速，汽车电子业务有望成为公司未来增长的新引擎。

图表51： 华勤技术汽车电子产品



智能驾驶征程6E智驾域控制器



智能车控：智能网关产品



智能网联：5G-V2X T box



智能座舱：座舱域控制器

资料来源：公司官网，华勤汽车电子公众号，中信建投证券

五、AIoT：公司拥有泛 AIoT 领域最丰富的产品队列

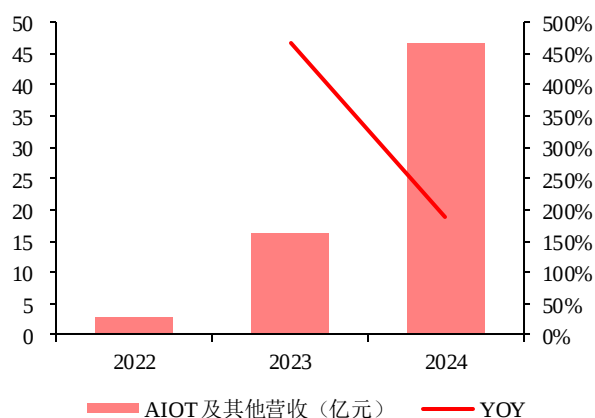
华勤在 2017 年进入 AIoT 产品市场，已实现智能家居、XR、游戏产品等多种新兴智能硬件产品量产出货，形成规模化制造，是目前是泛 AIoT 领域产品最为丰富的 ODM 公司之一。近年来，公司的 AIoT 业务成长迅速，营业收入从 2022 年的 2.9 亿元增长至 2024 年的 47 亿元，未来公司有望凭借优秀的产品设计、可靠的产品性能、高效的产品开发交付、不断扩张产品品类，在 AIoT 领域保持快速增长。公司主要布局三大产品线：

（1）智能家居：公司成熟的显示触控技术、音频技术为智能家居的研发和生产提供有效保障，有效满足客户的高品质要求和体验，公司多硬件平台和安卓系统的开发经验也进一步加速产品的开发和交付，鉴于此，公司的 IP Camera、E-reader、Echo 智能音箱等产品为北美互联网科技客户大批量供货。

（2）AR/VR：公司凭借自身强大的集成软硬件设计与精密制造能力，为客户提供 VR&AR 一站式系统解决方案，涵盖光学、声学、功耗、射频、天线、堆叠、结构、软件底层驱动、6DoF 算法、眼动算法、面部识别算法等在内的整体设计方案，以及零部件、模具、注塑、校准、组装、自动化在内的整体制造方案。公司主流的 XR 产品在 2024 年底量产。此外，为满足海外客户的全球发货需求，公司在越南等海外制造基地构建了从 NPI 到规模量产的全套制造能力。

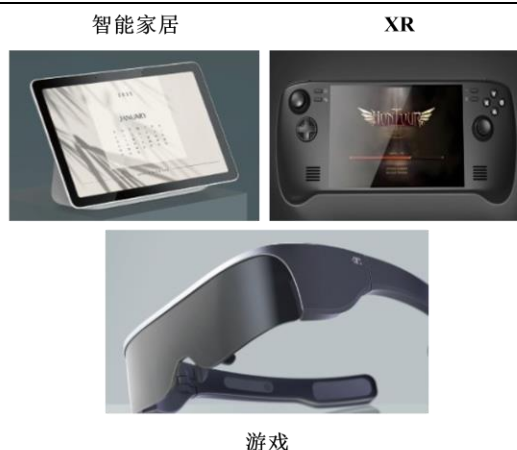
（3）游戏领域：公司在 x86 平台掌机领域实现了多项关键技术进展，在硬件方面，公司通过精心优化产品结构，实现了掌机轻量化，提升了握持感，既能够有效控制成本，又能够为用户带来新的使用体验；在软件层面，华勤技术联合 MCU 厂商开发了一系列先进的技术，例如摇感校验功能的引入有效提高了掌机对游戏手柄信号的接收精度和稳定性，确保了玩家操作的准确性和流畅性，2024 年公司的游戏掌机产品在海外游戏硬件头部客户渠道发货超百万部。

图表52：公司的 AIOT 业务增长迅速



资料来源：公司财报，中信建投证券

图表53：公司 AIOT 业务布局三大产品线



资料来源：公司财报，中信建投证券

六、盈利预测与估值

我们预计公司 2025 年-2027 年营业收入分别为 1,564.3 亿元、1,833.8 亿元和 2,076.0 亿元，同比增长 42.4%、17.2%和 13.2%，对应归母净利润分别为 39.6 亿元、49.0 亿元和 59.6 亿元。

关键假设如下：

（1）智能终端业务：智能手机方面，ODM 渗透率的提升带动公司出货量稳定增长，竞争格局的改善带动公司盈利能力提升。穿戴方面，受益于白牌品牌化，公司穿戴业务仍将保持快速增长。预计 2025 年-2027 年营业收入分别为 497.6、535.5、586.8 亿元。

（2）高性能计算业务：笔电方面，产业链转移背景下，公司不断突破大客户，实现份额的提升，同时 PC+ 业务也在积极打开成长空间。数据业务方面，AI 应用推动算力基础设施需求显著增长，公司作为行业内少数兼具计算和网络能力的厂商，凭借全栈式发货能力有望实现份额的持续增长，同时公司积极开拓行业和渠道市场，实现客户结构优化。平板业务方面，公司平板电脑保持全球 ODM 厂商出货量第一的位置，平板发货规模稳定增长。预计 2025 年-2027 年营业收入分别为 915.4、1115.5、1281.0 亿元。

（3）汽车电子及工业品业务：公司布局智能座舱、智能车控、智能物联、智能驾驶四大产品线，发布多款量产产品，与国内外多家汽车主机厂达成合作，预计 2025 年-2027 年营业收入分别为 25.0、30.0、40.0 亿元。

（4）AIOT 业务及其他：公司目前是泛 AIOT 领域产品最为丰富的 ODM 公司之一，未来公司有望凭借优秀的产品设计、可靠的产品性能、高效的产品开发交付，不断扩张产品品类，在 AIOT 领域保持快速增长，预计 2025 年-2027 年公司营业收入分别为 70.0、91.1、100.2 亿元。

图表54：公司主营业务收入拆分及预测

单位：亿元	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	1098.8	1564.3	1833.8	2076.0
yoy	28.8%	42.4%	17.2%	13.2%
高性能计算	632.2	915.4	1115.5	1281.0
yoy	28.8%	44.8%	21.9%	14.8%
占比	60.3%	60.7%	62.9%	63.8%
智能终端	353.2	497.6	535.5	586.8
yoy	12.9%	40.9%	7.6%	9.6%
占比	32.1%	31.8%	29.2%	28.3%
AIoT 及其他	46.7	70.1	91.1	100.2
yoy	187.9%	50.0%	30.0%	10.0%
占比	4.3%	4.5%	5.0%	4.8%
汽车及工业产品	15.6	25.0	30.0	40.0
yoy	91.1%	60.1%	20.0%	33.3%
占比	1.4%	1.6%	1.6%	1.9%

其他	51.1	56.2	61.8	68.0
yoy		10.0%	10.0%	10.0%

资料来源: Wind, 中信建投证券

相对估值方面,我们选取与公司业务相近的龙旗科技、立讯精密、歌尔股份和浪潮信息作为可比公司,根据 Wind 一致预期,2025 年-2027 年可比公司平均 PE 为 23.6 倍、18.1 倍和 14.9 倍,公司的 PE 分别为 20.4、16.4 和 13.5 倍。

图表55: 可比公司估值

代码	公司	股价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			归母净利润增速 (%)			PE (倍)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
603341.SH	龙旗科技	39.6	185.8	6.3	9.4	11.9	26.0	48.7	27.2	29.4	19.8	15.6
002475.SZ	立讯精密	36.4	2,642.6	168.7	206.0	244.2	26.2	22.1	18.5	15.7	12.8	10.8
002241.SZ	歌尔股份	22.9	798.2	34.3	42.3	50.4	28.5	23.4	19.2	23.3	18.9	15.8
000977.SZ	浪潮信息	53.7	790.4	30.3	37.7	46.0	32.4	24.3	21.9	26.0	21.0	17.2
均值										23.6	18.1	14.9
603296.SH	华勤技术	79.3	805.6	39.6	49.0	59.6	40.6	19.5	21.6	20.4	16.4	13.5

资料来源: Wind, 中信建投证券, 可比公司数据来源 Wind 一致预期, 数据截至 2025 年 8 月 8 日

投资建议: 公司是全球智能硬件 ODM 厂商的领先企业,凭借对长期主义的坚持以及 ODMM 的核心竞争力,公司在多个业务领域均具备丰富的产品矩阵和客户资源,产品品类的扩张、客户份额的提升叠加规模效应的显现助力公司迎来新一轮利润成长期,预计 2025 年-2027 年营业收入分别为 1,564.3 亿元、1,833.8 亿元和 2,076.0 亿元,同比增长 42.4%、17.2%和 13.2%,对应归母净利润分别为 39.6 亿元、49.0 亿元和 59.6 亿元,当下市值对应的 PE 分别为 20.4、16.4 和 13.5 倍,维持买入评级。

七、风险提示

智能硬件需求不及预期风险：各类智能硬件是公司主要的收入来源，若手机、笔电、可穿戴等消费类市场需求疲软，销量不及预期，公司的收入和盈利能力将受到不利影响。

原材料价格波动风险：公司营业成本中的原材料占比较高，包括电子元器件、结构器件等，易受原材料价格波动影响。

AI发展不及预期风险：AI发展带动新一轮算力需求升级，公司深入布局服务器 ODM 业务，营收增长迅速。若 AI 发展不及预期，头部 CSP 厂商或行业客户放缓服务器基础设施建设，将对公司的数据中心业务的营收和盈利产生不利影响。

八、报表预测

资产负债表							利润表						
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	7851.19	12755.99	13653.15	15642.98	18579.01	24766.85	营业收入	92645.70	85338.48	109877.99	156429.77	183381.87	207603.37
应收票据及账款	14444.88	14467.31	25531.72	29085.93	34097.29	38600.94	营业成本	83524.39	75669.27	99657.24	141342.99	165534.18	187270.13
预付账款	224.43	41.65	122.44	209.87	246.03	278.52	税金及附加	213.24	293.99	337.22	484.93	568.48	643.57
其他应收款	501.78	359.11	775.90	870.04	1019.95	1154.66	销售费用	207.14	237.51	217.28	249.87	274.86	296.84
存货	6211.18	4343.68	11476.05	11633.58	13624.69	15413.72	管理费用	1965.18	2166.61	2291.42	2749.70	3024.67	3266.65
其他流动资产	1825.27	4166.09	4662.29	4403.00	4920.26	5385.12	研发费用	5047.09	4547.53	5155.81	7117.55	8352.41	9187.65
流动资产总计	31058.72	36133.81	56221.55	61845.39	72487.23	85599.81	财务费用	-327.98	-95.52	-331.50	-77.13	-55.84	-20.82
长期股权投资	1233.47	1147.36	1648.30	1648.30	1648.30	1648.30	资产减值损失	-85.19	-300.39	-127.19	-172.07	-183.38	-166.08
固定资产	5520.51	6996.98	8377.08	7312.01	6200.99	5044.02	信用减值损失	-26.78	-42.46	9.47	0.00	0.00	0.00
在建工程	1858.33	970.78	1759.72	1466.43	1173.15	879.86	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1175.90	1178.97	1791.19	1494.43	1197.31	899.84	投资收益	-131.75	4.45	262.12	78.21	91.69	103.80
长期待摊费用	76.66	89.40	93.99	46.99	0.00	0.00	公允价值变动损益	331.32	275.21	-188.39	-234.64	-183.38	-103.80
其他非流动资产	2897.45	4992.33	6404.99	6402.87	6400.75	6398.63	资产处置收益	-8.59	-14.36	-1.03	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	12762.32	15375.82	20075.27	18371.03	16620.49	14870.64	其他收益	708.31	389.72	516.82	156.43	183.38	207.60
资产总计	43821.04	51509.64	76296.82	80216.42	89107.72	100470.46	营业利润	2803.97	2831.27	3022.32	4389.79	5591.42	7006.88
短期借款	2397.78	3844.62	7982.30	2403.82	0.00	0.00	营业外收入	4.61	7.74	14.05	5.00	5.00	5.00
应付票据及账款	22222.48	21633.52	37280.61	43629.93	51097.30	57806.78	营业外支出	8.57	5.37	2.02	1.00	1.00	1.00
其他流动负债	2557.28	2947.61	4406.01	5428.24	6316.38	7111.59	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	27177.54	28425.75	49668.93	51461.99	57413.68	64918.37	利润总额	2800.01	2833.64	3034.35	4393.79	5595.42	7004.88
长期借款	3542.58	1614.15	2934.47	1941.27	1018.30	178.95	所得税	307.50	178.21	120.71	439.38	699.43	1050.73
其他非流动负债	689.60	626.69	769.36	769.36	769.36	769.36	净利润	2492.51	2655.43	2913.63	3954.41	4895.99	5954.15
非流动负债合计	4232.18	2240.84	3703.83	2710.63	1787.65	948.31	少数股东损益	-71.16	-51.44	-12.59	-3.95	-4.90	-5.95
负债合计	31409.73	30666.59	53372.76	54172.62	59201.34	65866.69	归属母公司股东净利润	2563.68	2706.87	2926.22	3958.36	4900.89	5960.10
股本	651.83	724.25	1015.89	1015.89	1015.89	1015.89	EBITDA	3358.35	3824.39	3945.89	6020.89	7290.12	8733.90
资本公积	4929.43	10698.26	10576.75	10576.75	10576.75	10576.75	NOPLAT	1916.79	2319.25	2772.71	4115.63	5026.52	6036.25
留存收益	6801.77	9443.81	10950.61	14074.31	17941.79	22645.13	EPS(元)	2.52	2.66	2.88	3.90	4.82	5.87
归属母公司权益	12383.02	20866.33	22543.26	25666.95	29534.43	34237.78	主要财务比率						
少数股东权益	28.30	-23.28	380.80	376.85	371.95	366.00	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股东权益合计	12411.31	20843.05	22924.06	26043.80	29906.38	34603.77	成长能力						
负债和股东权益合计	43821.04	51509.64	76296.82	80216.42	89107.72	100470.46	营收增长率	10.61%	-7.89%	28.76%	42.37%	17.23%	13.21%
现金流量表							营业利润增长率	37.20%	0.97%	6.75%	45.25%	27.37%	25.21%
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	EBIT增长率	26.73%	10.76%	-1.29%	59.71%	28.33%	26.08%
税后经营利润	2492.51	2655.43	2913.63	3950.81	4812.26	5774.28	EBITDA增长率	30.43%	13.88%	3.18%	52.59%	21.08%	19.80%
折旧与摊销	886.32	1086.27	1243.04	1704.24	1750.54	1749.85	归母净利润增长率	35.44%	5.59%	8.10%	35.27%	23.81%	21.61%
财务费用	-327.98	-95.52	-331.50	-77.13	-55.84	-20.82	经营现金流增长率	3.11%	49.96%	-64.26%	588.78%	-22.50%	12.95%
投资损失	131.75	-4.45	-262.12	-78.21	-91.69	-103.80	盈利能力						
营运资金变动	-1015.31	-499.97	-3074.81	3737.53	649.70	579.94	毛利率	9.85%	11.33%	9.30%	9.64%	9.73%	9.79%
其他经营现金流	399.97	708.03	887.51	238.64	279.07	315.41	净利率	2.69%	3.11%	2.65%	2.53%	2.67%	2.87%
经营性现金净流量	2567.27	3849.78	1375.75	9475.87	7344.05	8294.85	营业利润率	3.03%	3.32%	2.75%	2.81%	3.05%	3.37%
资本支出	2491.35	1527.74	1924.26	0.00	0.00	0.00	ROE	20.70%	12.97%	12.98%	15.42%	16.59%	17.41%
长期投资	-1024.01	-1936.06	-1723.32	0.00	0.00	0.00	ROA	5.85%	5.26%	3.84%	4.93%	5.50%	5.93%
其他投资现金流	-4661.33	-2916.49	-3820.40	-156.83	-103.65	-31.74	ROIC	18.39%	15.35%	16.49%	14.94%	18.79%	22.31%
投资性现金净流量	-3193.99	-3324.81	-3619.45	-156.83	-103.65	-31.74	估值倍数						
短期借款	850.62	1446.84	4137.68	-5578.49	-2403.82	0.00	P/E	31.42	29.76	27.53	20.35	16.44	13.52
长期借款	2307.48	-1928.43	1320.33	-993.20	-922.98	-839.34	P/S	0.87	0.94	0.73	0.51	0.44	0.39
普通股增加	0.00	72.43	291.64	0.00	0.00	0.00	P/B	6.51	3.86	3.57	3.14	2.73	2.35
资本公积增加	131.75	5768.84	-121.51	0.00	0.00	0.00	股息率	0.00%	1.08%	1.13%	1.04%	1.28%	1.56%
其他筹资现金流	-2030.36	77.63	-2280.09	-757.53	-977.57	-1235.93	EV/EBIT	33.69	19.65	28.52	18.92	14.09	10.52
筹资性现金净流量	1259.49	5437.30	3348.04	-7329.22	-4304.36	-2075.28	EV/EBITDA	24.80	14.07	19.53	13.56	10.71	8.41
现金流量净额	607.29	5727.67	1194.54	1989.82	2936.03	6187.84	EV/NOPLAT	43.45	23.20	27.80	19.84	15.53	12.17

数据来源：同花顺iFinD，中信建投证券

分析师介绍

刘双锋

中信建投证券电子首席分析师。3 年深南电路，5 年华为工作经验，从事市场洞察、战略规划工作，涉及通信服务、云计算及终端领域，专注于通信服务领域，2018 年加入中信建投通信团队。2018 年 IAMAC 最受欢迎卖方分析师通信行业第一名团队成员，2018《水晶球》最佳分析师通信行业第一名团队成员。

何昱灵

电子行业研究助理。复旦大学硕士，2022 年加入中信建投电子团队。

研究助理

梁艺

liangyidzz@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk