



华勤技术 (603296.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

智能硬件 ODM 巨头的进击与升华

公司简介

公司产品覆盖智能手机、笔记本电脑、平板电脑、服务器、智能穿戴、汽车电子及 AIoT 等核心领域，公司在传统消费电子业务稳中有升的基本面上紧跟 AI 算力需求爆发的浪潮，2025 年在该两大业务领域有市占率及出货量提升的逻辑，有望迎来业绩的爆发增长。消费电子行业需求回暖，凭规模效应与供应链整合优势持续提升市场份额迎出货量增长。根据 Counterpoint 数据，智能手机 ODM 领域公司份额稳居全球前二，智能手机 ODM 渗透率提升叠加行业竞争放缓，公司有望持续提升市占率及出货量，市场份额有望来到全球第一，2025 年智能手机出货量有望提升至 1.7 亿部；PC 业务切入大客户惠普供应链，笔电出货量 25 年有望提升至 1800 万台；智能穿戴业务于 2024 年 12 月以 28.5 亿港元完成对易路达控股的收购，切入北美大客户供应链，2025 年结合并表因素营收有望同比高增。我们认为公司在消费电子各业务条线出货量增长的逻辑较明确，有望持续提升市场份额并实现业绩增长。

AI 算力实现全栈式出货，云厂商持续加码资本开支点燃数据中心业务倍速爆发。国内头部 CSP（云服务提供商）持续加大算力基础设施的资本开支，服务器与交换机市场前景广阔，公司深度绑定阿里、腾讯、字节等头部 CSP 客户，份额位居前列，有望持续巩固提升份额至核心一供地位，扩大规模效应提升公司服务器与交换机出货量迎来高速增长，随着 H20 以及 B30、B40 服务器出货以及高端交换机产品进入放量期，数据业务订单有望持续加速，公司数据中心业务全年营收有望突破 400 亿元，为公司带来显著增量营收。**第二曲线升维，技术复用撬动新兴业务成为百亿新增长极。**汽车电子依托消费电子制造基因迎来盈亏平衡，三年内营收有望突破百亿；VR/AR 深度绑定 Meta 实现 VR 头显量产，2025 年批量交付增厚业绩；2025 年 1 月收购豪成智能 75% 股权切入机器人赛道，整合十年技术积淀与行业大客户资源，借力越南基地全球化交付能力，2025 加大人形机器人研发力度。

盈利预测、估值和评级

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润将达到 40.1 亿元、50.1 亿元和 60.3 亿元，对应 PE 为 23 倍、18 倍和 15 倍。根据可比公司估值法给予公司 2025 年 33 倍 PE，给予公司 1322 亿目标市值、130.15 元/股目标价，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：消费电子需求修复不及预期；AI 发展不及预期；地缘政治导致的政策或关税风险；行业竞争加剧。

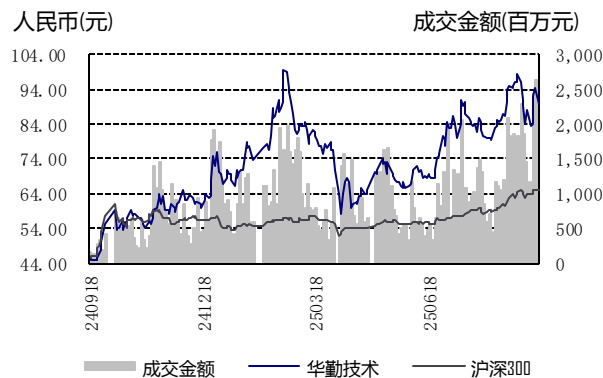
电子组

分析师：樊志远 (执业 S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：89.85 元

目标价 (人民币)：130.15 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	85,338	109,878	160,597	199,947	236,232
营业收入增长率	-7.89%	28.76%	46.16%	24.50%	18.15%
归母净利润 (百万元)	2,707	2,926	4,006	5,010	6,029
归母净利润增长率	5.59%	8.10%	36.92%	25.06%	20.34%
摊薄每股收益 (元)	3.737	2.880	3.944	4.933	5.936
每股经营性现金流净额	5.32	1.35	0.41	8.62	8.09
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.97%	12.98%	15.98%	17.85%	19.03%
P/E	21.38	24.63	22.78	18.22	15.14
P/B	2.77	3.20	3.64	3.25	2.88

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

前言：华勤技术——全球智能硬件平台龙头，AI 算力浪潮下的核心受益者	6
一、“3+N+3”智能平台驱动千亿营收高增，全球化 ODM 龙头谋突围	7
1.1、从 IDH 到全球智能硬件平台，华勤技术的全链条能力构建与多品类扩张的二十年发展之路	7
1.2、全球智能平台跃迁，华勤“3+N+3”战略驱动成熟业务提质与新兴赛道破局	8
1.3、股权结构集中稳定，邱文生为实控人	8
1.4、全球化布局及 ODMM 核心竞争力助力公司巩固行业领先地位	9
1.5、公司营收及利润高速增长，费率管控能力优秀	10
二、消费电子基本盘韧性增长，ODM 渗透率跃升驱动多品类市占率扩张	13
2.1、智能手机需求回暖叠加 ODM 渗透率提升，华勤有望迎来毛利率与出货量双升	13
2.2、收购易路达叠加需求稳健增长，智能穿戴业务有望延续高双位数增长	15
2.3、华勤为大陆唯一突破台湾笔电 ODM 同行垄断厂商，开拓大客户惠普有望迎来出货量提升	17
2.4、华勤平板电脑业务多年来稳居全球第一，将继续为公司提供稳健收益	19
三、华勤全栈方案重构算力生态，AI 倍速裂变引爆数据中心业务实现百亿增量	20
3.1、ChatGPT 引爆大模型竞赛，全球算力规模及数据量迎来激增	20
3.2、各大 CSP 扩张资本开支引发 AI 服务器需求量爆发式增长，ODM 厂商深度受益	22
3.3、数据中心业务实现全栈式出货，深度绑定国内头部 CSP 将迎份额提升	26
3.4、以太网交换机即将迎来上量奇点，作为高毛利业务有望为公司利润带来增量	27
四、车电破界，VR 起航，双引擎卡位智能硬件新生态	30
4.1、北美大客户破局，Meta XR 放量引爆 AIoT 第二增长曲线	30
4.2、三电破局，从座舱到域控再造消费电子级增长	31
4.3、十年技术杠杆，并购豪成开启机器人第二曲线	35
五、盈利预测及估值	36
5.1、盈利预测：未来三年归母净利润复合增速达到 27.3%	36
5.2、上行周期估值偏成长，展望目标市值 1322 亿	37
五、风险提示	38
5.1、消费电子需求修复不及预期	38
5.2、AI 发展不及预期	38
5.3、地缘政治导致的政策或关税风险	38
5.4、行业竞争加剧	39

图表目录

图表 1：华勤技术投资核心逻辑图	6
------------------	---



图表 2: 华勤技术发展历程, 二十年构建全链条能力	7
图表 3: 公司大事记, 二十载各大里程碑	7
图表 4: 华勤技术业务布局, 已迭代至“3+N+3”	8
图表 5: 公司股权结构图, 股权集中稳定	9
图表 6: 华勤技术全球“1+5+5”布局, 增强供应链韧性	9
图表 7: 公司 ODMM 核心竞争力助力巩固领先地位	10
图表 8: 晶合集成技术蓝图, 涵盖 28 至 150nm	10
图表 9: 晶合集成设计平台生态系统	10
图表 10: 华勤技术 2025H1 营业收入迎来同比高增	11
图表 11: 华勤技术 2018-2025H1 归母净利润稳健增长	11
图表 12: 华勤技术 2018-2025H1 分业务营业收入, 高性能计算业务占比提升	11
图表 13: 华勤技术 2025H1 各业务结构占比, 高性能计算占比 60%	11
图表 14: 华勤技术 2023-2025H1 分业务毛利率, 高性能计算业务有所下滑, 智能终端业务有所回升	12
图表 15: 华勤技术 2018-2025H1 毛利率与净利率因数据中心低毛利业务占比提升有所下滑	12
图表 16: 华勤技术 2018-2025H1 期间费用率, 费率呈下降趋势	13
图表 17: 全球智能手机行业有所回暖, 未来出货量有望维持温和增长趋势	13
图表 18: 2015-2024 全球智能手机年度分品牌出货量, 安卓手机增长高于行业均值	13
图表 19: 2020Q1-2025Q2 全球智能手机季度出货量, 2025 上半年同比有所增长	14
图表 20: 2020Q1-2025Q2 全球智能手机季度分品牌出货量, 三星、苹果、小米为前三	14
图表 21: 2015-2025 全球智能手机 ODM/IDH 渗透率持续提升	15
图表 22: 2024 全球智能手机 ODM 厂商出货份额, 华勤为第二	15
图表 23: 2020-2024 华勤技术前五大客户销售金额占比持续下降	15
图表 24: 2018-2025H1 主流 ODM 厂商毛利率, 2024 普遍下滑降低	15
图表 25: 全球智能穿戴产品出货量稳健增长	16
图表 26: 易路达控股子公司, 子公司 InB Electronics Limited 为苹果认证供应商	16
图表 27: 全球 PC 年度出货量稳中有升	17
图表 28: 全球 PC 年度出货量分品牌, 联想惠普华硕为公司大客户	17
图表 29: 全球 PC 季度出货量, 2025 上半年同比有所增长	18
图表 30: 全球 PC 季度出货量分品牌, 前五大厂商份额稳定	18
图表 31: 2021-2026 全球笔电分季度 ODM 出货量维持平稳	18
图表 32: 2024 全球笔电 ODM 厂商份额, 公司占比 9%	18
图表 33: 华勤技术笔记本电脑出货量预测, 2025 有望突破 1800 万台	19
图表 34: 全球平板电脑年度出货量维持平稳	19
图表 35: 全球平板电脑连续五个季度同比增长	19
图表 36: 全球平板电脑各品牌份额, 非苹果占比 65%	20



图表 37: SORA 所消耗的算力相比 LLM 类模型要大数个量级.....	21
图表 38: 目前 AI 大模型平均参数量, 平均参数量 100 亿以上大模型占比高达 52%.....	21
图表 39: 豆包大模型日均 tokens 消耗量高速增长.....	22
图表 40: 2020-2028 中国智能/通用算力规模高速增长.....	22
图表 41: 2024-2029 全球数据生成量高速增长.....	22
图表 42: 2024-2029 中国数据生成量高速增长.....	22
图表 43: 2016-2025 北美四大 CSP 逐年资本开支将维持高速增长.....	23
图表 44: 2019-2025Q1 北美四大 CSP 逐季资本开支.....	23
图表 45: 国内 CSP2016-2024 逐年资本开支, 2024 同比增长高达 168%.....	23
图表 46: 服务器 BMC 芯片龙头厂商信骅 2022-2025 月度营收维持同比增长.....	24
图表 47: 2020-2029 全球服务器出货量稳定增长.....	25
图表 48: 2020-2029 全球服务器市场规模稳定增长.....	25
图表 49: 2024-2028 全球 AI 服务市场规模, 4 年 CAGR 达 15.5%.....	25
图表 50: 2024-2028 中国 AI 服务器市场规模高速增长.....	25
图表 51: 2025Q1 AI 服务器出货份额占比, ODM 占比 69%.....	26
图表 52: 2022-2025Q1 ODM 代工服务器营收占比高速增长.....	26
图表 53: 公司主要服务器产品.....	26
图表 54: 交换机功能示意图.....	27
图表 55: 交换机工作机制原理.....	27
图表 56: 2022-2028 全球数据中心交换机市场规模及预测.....	28
图表 57: 800G 以太网交换机有望 2025 年迅速起量.....	28
图表 58: 公司主要交换机产品.....	28
图表 59: 华勤技术 2018-2025H1 研发费用维持同比增长.....	29
图表 60: 华勤技术 2023-2025 数据中心业务营收预测, 2025 将达 400 亿以上.....	30
图表 61: 公司主要 AIoT 产品.....	30
图表 62: 全球 VR/AR 产品有望逐渐起量.....	31
图表 63: 2020-2025 全球 VR/AR 产品季度出货及预测.....	31
图表 64: 全球新能源汽车销量稳健增长.....	32
图表 65: 中国新能源汽车销量稳健增长.....	32
图表 66: 中国新能源汽车渗透率快速提升.....	32
图表 67: 22-24 中国乘用车市场不同级别智驾渗透率.....	33
图表 68: 2023-2024 中国分价格区间智能座舱渗透率.....	33
图表 69: 22-24 乘用车车载显示屏搭载量及渗透率.....	33
图表 70: 不同尺寸中控屏占比情况.....	33
图表 71: 公司主要汽车电子产品.....	34



图表 72: 国内外人形机器人典型代表公司商业化进展情况.....	35
图表 73: 华勤技术营业收入、毛利、归母净利润预测.....	37
图表 74: 华勤技术及其可比公司 2022-2027 营业收入、同比及预测值.....	38
图表 75: 华勤技术可比公司估值.....	38



前言：华勤技术——全球智能硬件平台龙头，AI 算力浪潮下的核心受益者

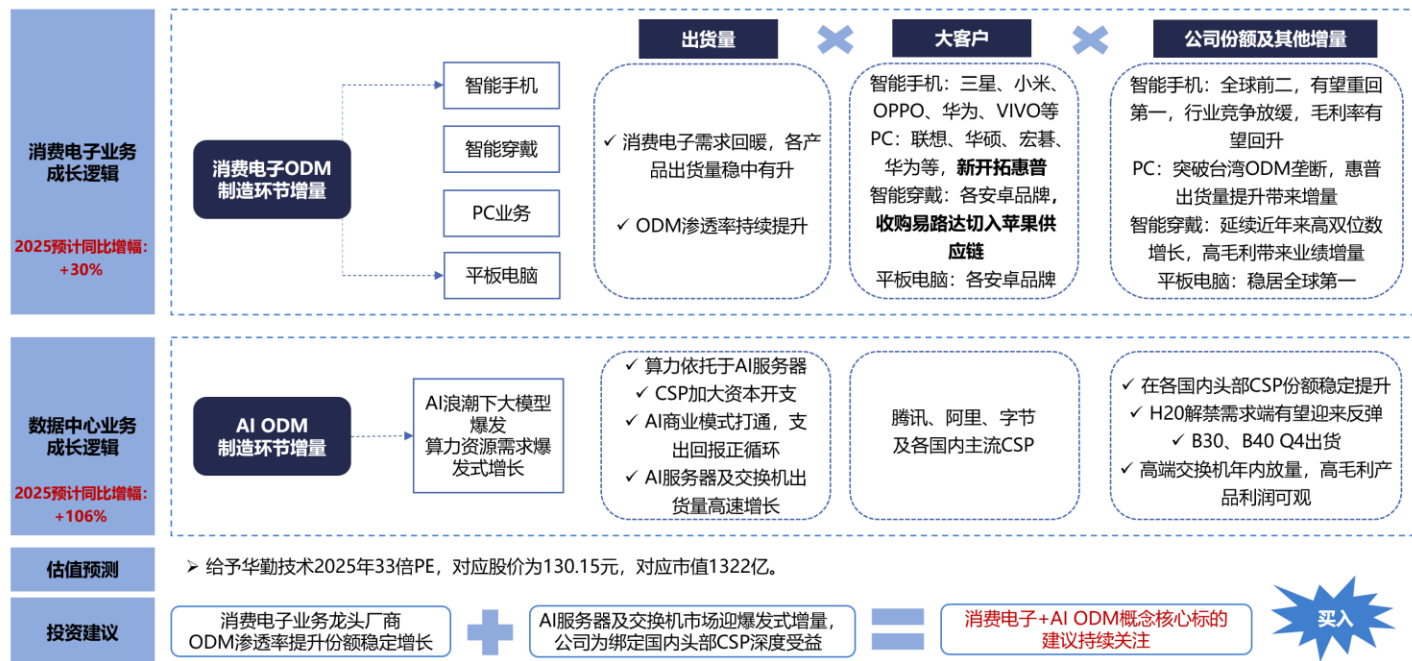
公司是一家全球领先的智能硬件平台型上市企业，深耕智能产品研发设计、生产制造及运营服务，为科技品牌提供端到端解决方案。公司业务覆盖消费电子（智能手机/笔记本电脑/平板电脑/智能穿戴）和 AI 数据中心（服务器/交换机）两大核心领域，并通过“3+N+3”战略布局机器人、汽车电子等新兴赛道。基于以下三重逻辑，公司有望在 2025 年迎来业绩爆发：

- 1) 消费电子基本盘韧性凸显，ODM 渗透率跃升驱动多品类份额扩张。智能手机行业需求回暖叠加 ODM 渗透率持续提升，公司凭借全球前二的市占率（27%）和客户多元化战略，持续抢占增量市场；PC 业务作为大陆唯一突破台湾 ODM 垄断的厂商，2024 年切入惠普供应链，未来三年有望实现 20% 复合增长率；智能穿戴业务通过收购易路达切入苹果声学供应链，高毛利品类成为利润新引擎；平板电脑业务稳居全球 ODM 出货量第一，为公司提供持续现金流支撑。
- 2) AI 算力需求爆发式增长，数据中心业务成为业绩最强引擎。生成式 AI 技术革命推动全球算力基建加速扩张，全球 CSP 厂商争相扩张资本开支。公司深度绑定国内外头部云厂商，成为国内稀缺的英伟达 H20 芯片量产 ODM 厂商，2025 年 7 月 H20 芯片出口解禁后，压抑需求释放叠加客户追单，下半年出货量有望环比陡峭增长。交换机业务同步迎来技术迭代拐点，2025 年进入放量期。公司凭借“服务器+交换机”全栈交付能力，与腾讯、阿里、字节达成深度合作，2025 年数据中心业务营收有望突破 400 亿元，驱动整体毛利率结构性优化。
- 3) 技术平台化与供应链垂直整合构筑长期壁垒。公司以全球化“1+5+5”布局（上海总部+5 大研发中心+5 大制造基地）为支点，近 17,000 名研发人员支撑核心技术卡位。制造端通过南昌、东莞国内智造中心与越南、印度、墨西哥海外基地的协同，构建“China+VMI”弹性供应链网络，有效规避地缘风险。ODMM 模式（高效运营、研发设计、先进制造、精密结构件）实现从芯片适配到整机组装的全链条掌控，在英伟达 H20 量产、ASIC 定制化服务器等关键战场建立先发优势。

基于上述逻辑，我们认为公司将在未来实现快速增长，根据公司公告，2025 年上半年度，公司实现营业收入 839.39 亿元，同比增长 113.06%；实现归属母公司股东的净利润 18.89 亿元，同比增长 46.3%。我们预计公司 2025 归母净利润将达到 40.1 亿元，根据可比公司估值法给予公司 33 倍 PE，对应 1322 亿目标市值、130.15 元/股目标价，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表1：华勤技术投资核心逻辑图

核心逻辑：消费电子业务稳中有升叠加AI浪潮下终端产品需求的爆发式增长，公司凭强大垂直整合能力深度捆绑大客户并有望持续提升市场份额





来源：国金证券研究所

一、“3+N+3”智能平台驱动千亿营收高增，全球化 ODM 龙头谋突围

1.1、从 IDH 到全球智能硬件平台，华勤技术的全链条能力构建与多品类扩张的二十年发展之路

公司成立于 2005 年，由清华大学与浙江大学背景的创始人团队创立，作为手机 IDH 方案设计公司，为手机品牌厂商提供 PCBA 主板的研发设计。2007 年，公司跻身国内手机 IDH 前三强，并开始布局海外市场。这一阶段公司主要为国产手机品牌提供技术方案支持，奠定了技术基础。

2010 年，公司抓住智能手机普及的机遇，启动制造基地建设，公司逐步具备了从研发设计到采购运营到整机制造的全链条的服务能力，开始为手机的品牌厂商提供整机 ODM 的服务，完成从 IDH 向 ODM 模式的转型。2011 年公司凭借智能手机 ODM 业务首次登顶全球出货量榜首，并在此后持续保持领先地位。这一阶段公司通过整合研发与制造能力，形成了“设计+生产”的一体化服务模式，客户群体从国内品牌扩展至国际区域品牌。

2015 年起，公司进入多品类 ODM 扩张期，推出笔记本电脑、平板电脑、智能穿戴等产品线，并实施“1+5+5”战略布局：以上海为总部，建立南昌、东莞、越南、印度、墨西哥五大研发中心和制造基地，形成全球化交付网络。2018 年切入汽车电子领域，2020 年正式提出“2+N+3”智能硬件平台战略，覆盖智能手机、笔记本电脑、服务器等核心业务，并拓展 AIoT、智慧办公等生态场景。

2023 年公司登陆上交所主板后，2024 年底战略进一步升级为“3+N+3 全球智能产品大平台”，以智能手机、笔记本电脑、服务器为三大核心业务，衍生智慧生活、商业数字生产力、数据中心解决方案等 N 个生态，同时布局机器人、汽车电子、软件三大新兴赛道。全球化制造网络扩展至“China+VMI”模式，国内南昌、东莞两大智能制造中心与海外越南、墨西哥、印度三大基地协同运作，支撑全球交付能力。

图表2：华勤技术发展历程，二十年构建全链条能力



来源：《华勤技术 2024 年度可持续发展报告》，国金证券研究所

图表3：公司大事记，二十载各大里程碑



来源：《华勤技术 2024 年度可持续发展报告》，国金证券研究所



1.2、全球智能平台跃迁，华勤"3+N+3"战略驱动成熟业务提质与新兴赛道破局

到 2024 年年底，华勤已经成为全球智能产品平台型的公司，公司的业务组合由过去的“2+N+3”迭代至“3+N+3”，“3+N”主要指代公司目前已经成熟的三块基石类业务以及衍生出的相关生态产品。第一块是以智能手机为代表的个人及家庭的数字终端，如公司在 2024 年高速增长的智能穿戴类的产品、游戏掌机类产品，以及公司在过去已经成为行业内头部玩家的平板电脑类产品等；第二块是公司在过去投入周期较长，现在已成为公司基石类业务的以笔电为代表的办公场景下的生产力，公司在 2024 年量产了 AIO 一体机、台式机，2025 年也将开始量产惠普打印机等产品；第三块是 2024 年年底正式加入到公司成熟业务组合中的数据中心业务基础设施业务，2024 年公司在该块业务实现了收入规模的大幅增长，在 2023 年还没有实现正向盈利的基础上，于 2024 年扭亏为盈。最后一个“+3”是公司目前体量较小，可能在未来实现高增长的核心新业务，包括公司在过去持续投入发展的汽车电子、软件业务，以及在 2024 年年底加入到公司新兴业务组合中的机器人业务。

近年来，公司通过外延并购强化产业链布局：2024 年斥资 28.5 亿港元收购易路达控股，切入声学模块领域并拓展北美客户；2025 年以 24 亿元战略入股晶合集成，布局晶圆制造环节，形成“ODMM”全链条能力，深化“云-端-芯”协同。

图表4：华勤技术业务布局，已迭代至“3+N+3”



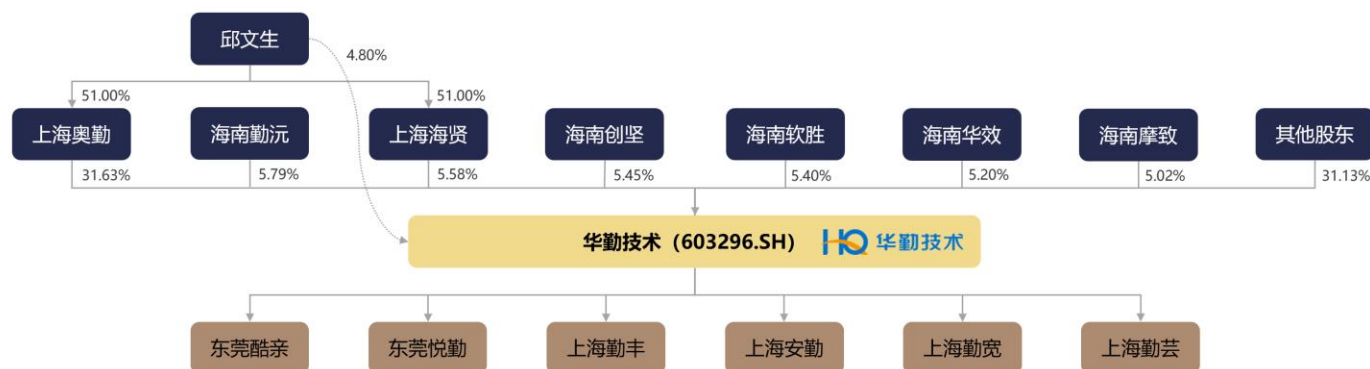
来源：《华勤技术 2024 年度可持续发展报告》，国金证券研究所

1.3、股权结构集中稳定，邱文生为实控人

公司股权结构集中稳定，公司董事长、总经理邱文生先生为实控人。截至 2025 年半年报，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%。公司董事长兼总经理邱文生先生直接持有公司 4.8%股份，并通过持有上海奥勤信息科技有限公司 51%股份、上海海贤信息科技有限公司 51%股份间接持有公司股份，合计持有公司 23.78%股份，为公司实际控制人。



图表5：公司股权结构图，股权集中稳定



来源：ifind，华勤技术 2025 半年报，国金证券研究所

1. 4、全球化布局及 ODMM 核心竞争力助力公司巩固行业领先地位

研发端方面，公司在全球构建了“1+5+5”的战略布局，以上海北蔡总部为核心，建立了上海、东莞、南昌、西安、无锡五大研发中心，研发技术人员数量接近 17000 人；制造端方面，为了满足全球客户的多样化交付需求，除了在南昌、东莞两大国内制造中心外，公司也在积极布局越南、墨西哥、印度三大海外制造基地，通过优化全球制造布局，进一步增强了对市场变化的适应能力和抗风险韧性，致力于为全球客户提供更优质的产品和服务。2024 年，公司在越南以及印度制造基地已实现大规模量产交付，在墨西哥的制造基地也在加速推进中，2025 年有望取得新进展。

图表6：华勤技术全球“1+5+5”布局，增强供应链韧性

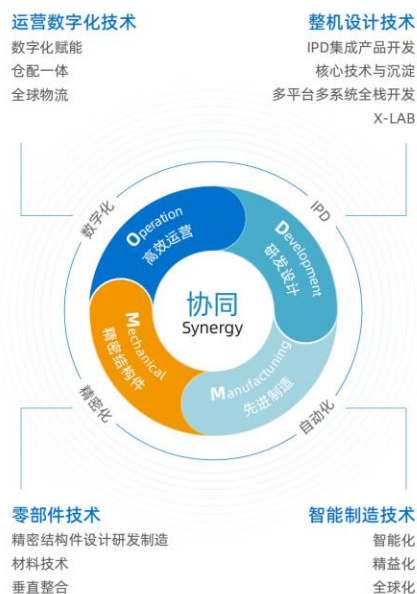


来源：《华勤技术 2024 年度可持续发展报告》，国金证券研究所

公司深耕智能产品 ODM 行业，在长期发展中积累出的核心能力圈可以归纳为四个象限，即高效运营（Operation）、研发设计（Development）、先进制造（Manufacturing）和精密结构件（Mechanical），这些核心能力是公司过去能够持续实现产品客户多样化以及在全球加速布局的重要支撑，公司也会坚持深化数字化、自动化转型，IPD 先进流程加持，以巩固和保持公司在 ODM 行业中的领先地位。



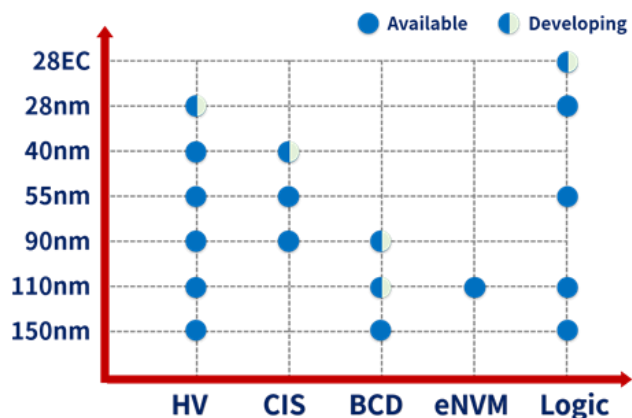
图表7：公司 ODMM 核心竞争力助力巩固领先地位



来源：《华勤技术 2024 年度可持续发展报告》，国金证券研究所

2025 年 7 月，公司以 23.9 亿元战略投资受让晶合集成 6% 股权，首次将产业触角延伸至半导体晶圆制造领域，标志着公司从“智能终端 ODM 龙头”向“端-芯垂直整合平台”的战略跃迁。晶合集成在中国晶圆厂中排名第三，全球排名第九，此次布局是华勤持续深化产业链上游协同的关键举措——此前通过收购华誉精密（结构件）、河源西勤/南昌春勤（精密制造）、易路达（声学模块）、昊勤机器人（新兴业务），已逐步构建“结构件-模组-整机”的能力闭环，当前自有模具结构件自给率约 45%；而本次涉足晶圆制造环节，直指智能硬件核心芯片供应链，实现对显示驱动芯片、电源管理芯片、图像传感器等关键元器件的产能绑定与技术反哺。晶合集成作为国内头部半导体晶圆制造厂，其下游芯片产品广泛应用于智能手机、穿戴设备、笔电等场景，与华勤“3+N+3”产品矩阵高度重合，双方协同将显著提升华勤的供应链韧性。

图表8：晶合集成技术蓝图，涵盖 28 至 150nm



图表9：晶合集成设计平台生态系统



来源：晶合集成官网，国金证券研究所

来源：晶合集成官网，国金证券研究所

1.5、公司营收及利润高速增长，费率管控能力优秀

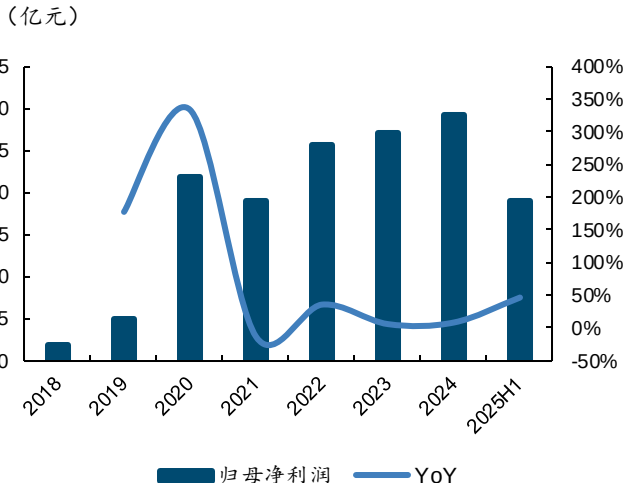
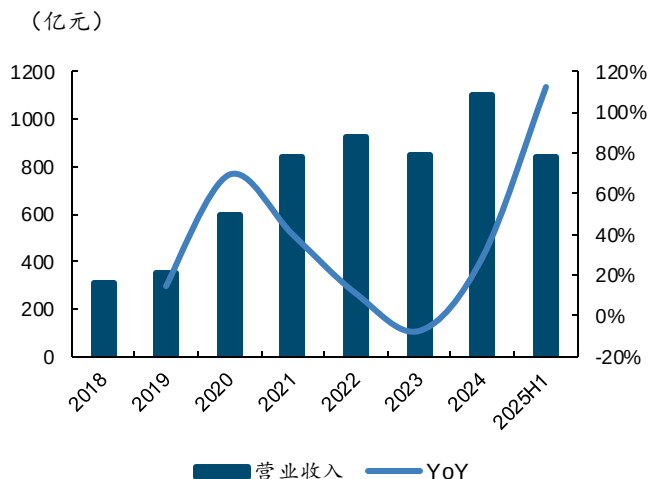
公司近年来持续拓宽产品品类，营业收入由 2018 年的 308.81 亿元增长至 2024 年的 1098.78 亿元，2024 年同比增长达 28.8%，6 年 CAGR 达 23.56%，2025H1 公司营收为 839.39 亿元，同比增长高达 113.06%，上半年同比增幅较高主要原因系 2024 上半年，公司因 H800 禁令业绩承压，营收基数较小，而 2024 下半年开始，公司营收恢复高增长态势，其中数据中心业务以及智能穿戴类业务增幅显著，叠加 2025 上半年 H20 因客户端需求交付节奏加快所致。



归母净利润方面，公司由 2018 年的 1.82 亿元增长至 2024 年的 29.26 亿元，2024 年同比增长 8.1%，6 年 CAGR 达 58.87%，2025H1 公司归母净利润为 18.89 亿元，同比增长 46.3%。2024 年利润端增长相较营收端略低，主要原因有两点，其一是公司在收入结构上的变化，2024 年，公司的数据中心业务实现了同比接近 180% 的增长，收入规模超 200 亿，收入占比超 20%，其中 AI 服务器占比超 60%，AI 服务器的成本结构中，GPU 模组价值量较高，推动单机价值量与总体营收的增长，但 AI 服务器利润率相对较低，随着其在收入结构中的占比提升，一定程度上拉低了公司的整体利润率水平；其二，2023 年下半年开始由于行业竞争激烈，一些低价订单主要集中在 2024H2 出货，导致消费电子尤其是智能手机类产品利润率承压。

图表10：华勤技术 2025H1 营业收入迎来同比高增

图表11：华勤技术 2018-2025H1 归母净利润稳健增长



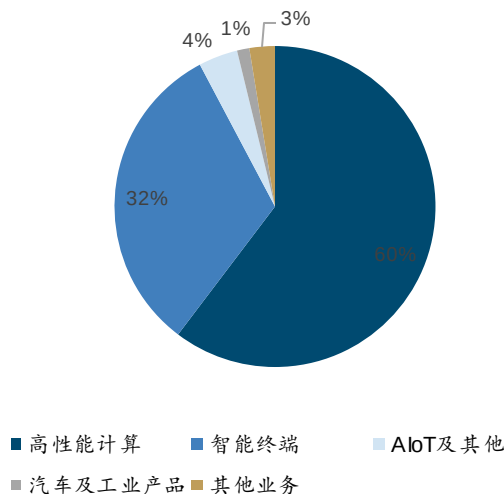
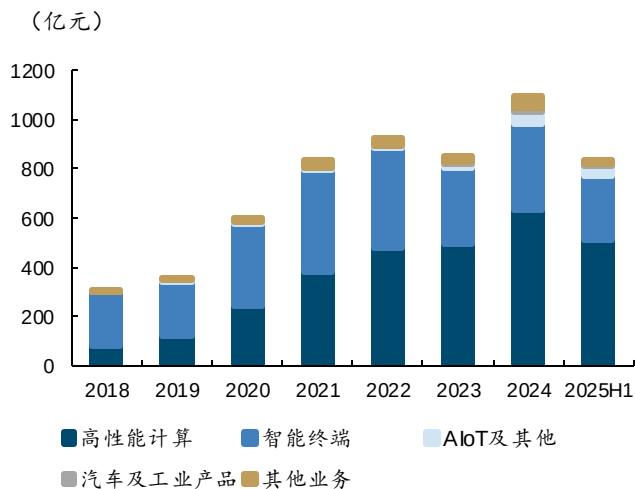
来源：ifind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

收入结构上，公司在近年来发生了较大变化，2018 年，智能手机收入占比约占公司总营收的 70%，到 2024 年及 2025H1，智能手机收入仅占公司总营收的 30% 左右，PC 业务和数据中心业务在 2024 年占比均超过 20%，公司的营收结构更均衡健康，产品越发多元化。我们认为，未来公司在各类新兴业务的增长有望高于公司整体营收的增长，公司整体收入结构会继续向多元化方向推进，在面对单一行业或单一客户的短期波动时，公司营运水平也会更为稳健。

图表12：华勤技术 2018-2025H1 分业务营业收入，高性能计算业务占比提升

图表13：华勤技术 2025H1 各业务结构占比，高性能计算占比 60%



来源：ifind，国金证券研究所 注：华勤技术于 2023 年修改了业务结构的统计口径，此处对 2018-2022 年的数据进行处理，将服务器、笔记本电脑、平板电脑

来源：ifind，国金证券研究所

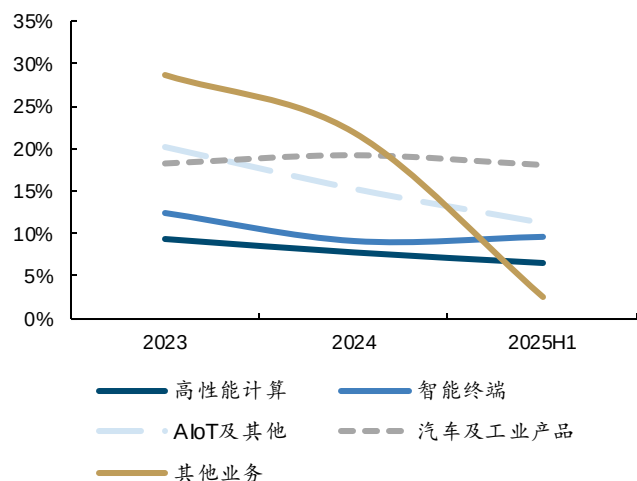


脑业务归入高性能计算业务，将智能手机、智能穿戴业务归入智能终端业务，使

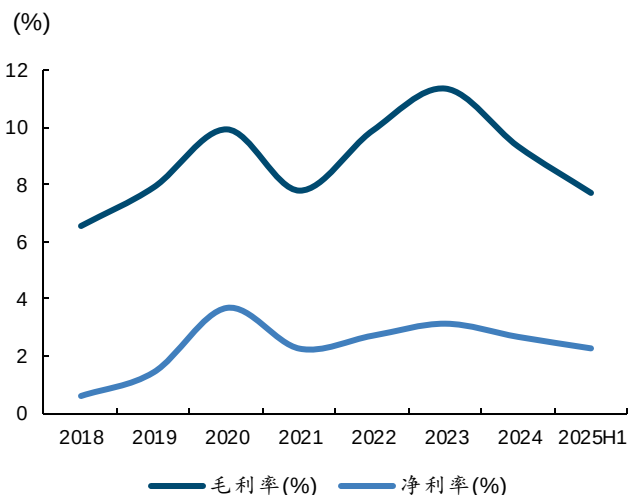
其与 2023-2024 年的统计口径相匹配

毛利率与净利率方面，公司 2018-2020、2022-2023 年毛利率、净利率呈上升趋势，2023 年毛利率达峰值 11.33%，2021 年由于上游原材料涨价叠加汇率影响，毛利率与净利率有所下滑，2024 年起毛利率有所下滑，主要原因是（1）2023 年行业竞争加剧导致的低价低毛利订单在 2024 年出货，叠加上游原材料价格上涨使公司智能手机产品毛利率下滑，但随着公司设计降本、资源整合等一系列改善措施以及低价订单交付完毕，2025H1 相关业务毛利率已有回升，预计下半年新产品发货会使毛利率继续回升；（2）华勤在 AI 服务器领域采用 buyseil 模式，ODM 厂商需自行采购 GPU 等核心物料并完成整机组装，以全价销售给客户，导致单机价值量显著提升，而 GPU 模组占整机成本比例较高，且定价权被英伟达等芯片厂商垄断，ODM 厂商虽实现高营收，却因核心物料成本挤压导致毛利率较低，公司 2024 年起数据中心业务收入快速提升，其中 AI 服务器占比超 60%，公司营收结构的变化使整体毛利率有所下滑，未来公司有望凭借规模效应以及供应链资源整合改善相关业务的毛利率。2025H1 公司毛利率为 7.67%，相较 2023、2024 年下滑幅度较大，2025H1 净利率为 2.25%，净利率相较毛利率变动更为平稳，公司在费率管控方面效率较高。

图表14：华勤技术 2023-2025H1 分业务毛利率，高性能计算业务有所下滑，智能终端业务有所回升



图表15：华勤技术 2018-2025H1 毛利率与净利率因数据中心低毛利业务占比提升有所下滑



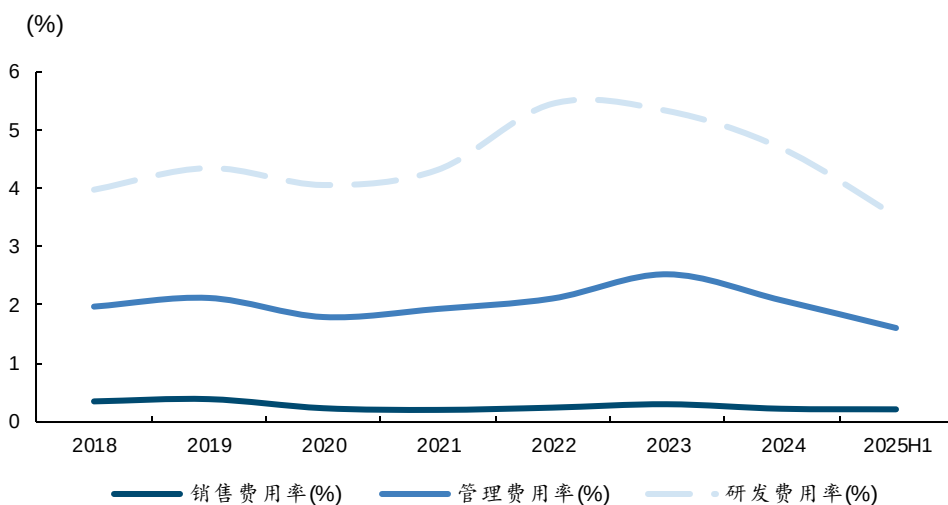
来源：ifind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

期间费用率方面，除研发费率外，销售费用率、管理费用率多年来相对保持平稳，其中 2024 年销售费率、管理费率为 0.20%、2.09%，同比降低 0.08、0.45pct，2025H1 销售费率、管理费率为 0.19%、1.61%，延续下降趋势，体现出公司成熟的费用管理能力。



图表16：华勤技术 2018-2025H1 期间费用率，费率呈下降趋势



来源：ifind，国金证券研究所

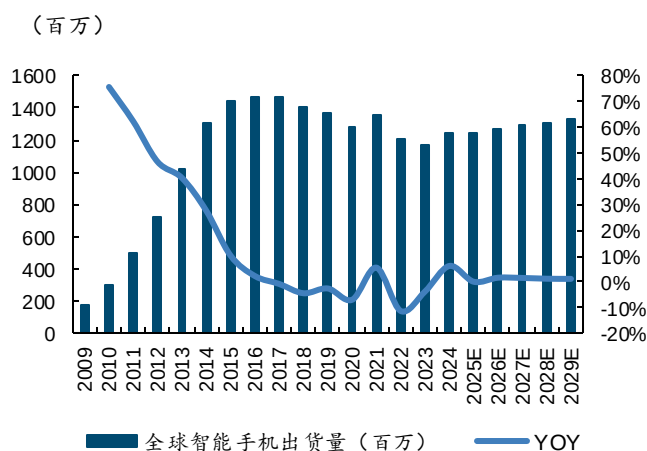
二、消费电子基本盘韧性增长，ODM 渗透率跃升驱动多品类市占率扩张

2.1、智能手机需求回暖叠加 ODM 渗透率提升，华勤有望迎来毛利率与出货量双升

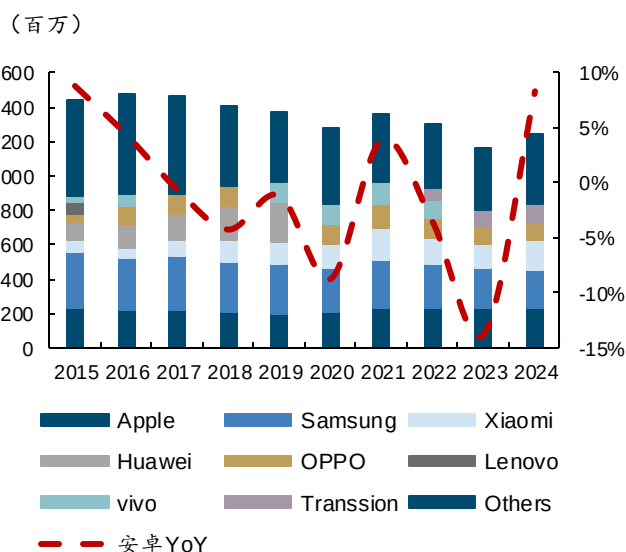
2023 年消费电子行业景气度低迷，各终端产品出货量下滑，2024 年随着行业景气度回暖，各终端产品出货量有所升高，根据 IDC 数据，全球智能手机 2024 年出货量为 12.39 亿部，同比增长 6.4%，2025Q1、Q2 全球智能手机出货量为 3.05、2.95 亿部，同比增长 5.4%、3.4%，行业景气度延续回暖趋势。展望全年及未来，智能手机行业有望维持温和增长趋势，2025 全年出货量预计为 12.42 亿部，同比增长 0.3%，2029 年有望达到 13.26 亿部，5 年 CAGR 为 1.37%。

分品牌来看，根据 IDC 数据，全球前五大手机出货品牌分别为苹果、三星、小米、传音、OPPO，其中三星、小米、OPPO 均为公司大客户，公司智能手机产品均为安卓系统手机，就安卓手机出货量来看，2024 年安卓手机出货量同比增长 8.2%，高于行业均值。

图表17：全球智能手机行业有所回暖，未来出货量有望维持温和增长趋势



图表18：2015-2024 全球智能手机年度分品牌出货量，安卓手机增长高于行业均值

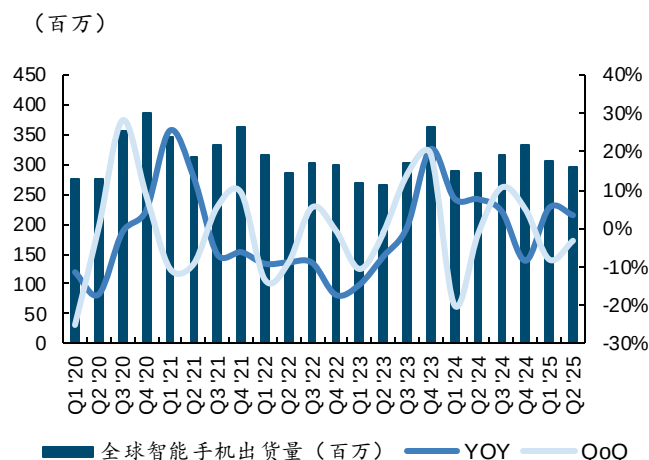


来源：IDC，国金证券研究所

来源：IDC，国金证券研究所

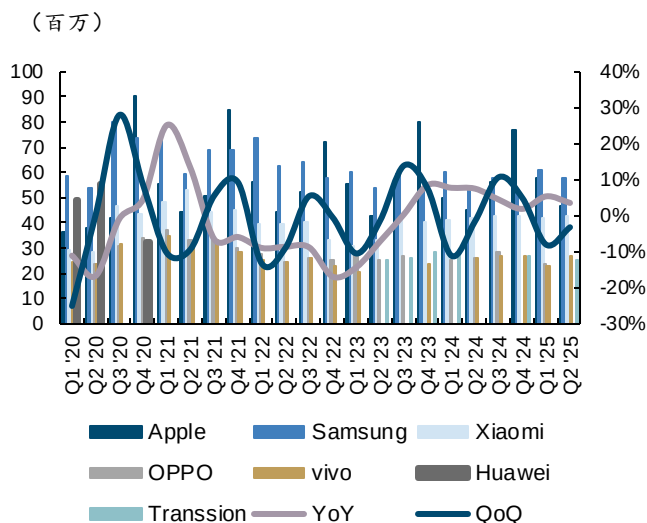


图表19：2020Q1-2025Q2 全球智能手机季度出货量，2025 上半年同比有所增长



来源：IDC，国金证券研究所

图表20：2020Q1-2025Q2 全球智能手机季度分品牌出货量，三星、苹果、小米为前三



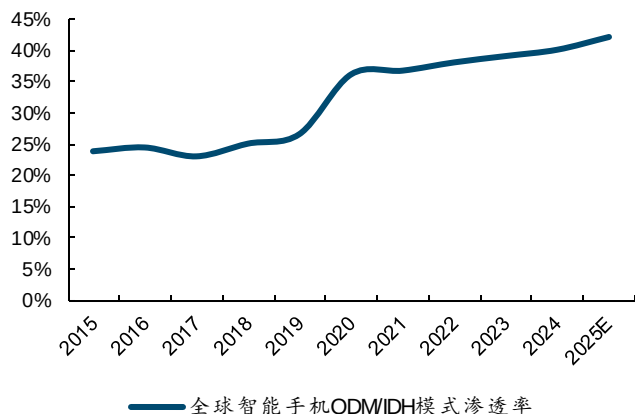
来源：IDC，国金证券研究所

全球智能手机 ODM 渗透率持续提升，为 ODM 厂商带来行业增量。随着智能手机研发复杂度激增，品牌商需将资源倾斜至高端机型自研，中低端机型则外包给 ODM 厂商以控制投入，全球智能手机出货量自 2016 年达峰后进入存量阶段，品牌商被迫采用“机海战术”维持份额，ODM 模式使品牌商能以更低成本覆盖更多价格段，以应对消费者换机周期延长。ODM 厂商相比品牌厂商，具备研发效率优势，通过技术复用和并行研发能力，可压缩单款手机研发周期，大幅加速产品上市节奏，此外，ODM 厂商具备规模效应与供应链整合优势，在芯片、屏幕等核心元器件采购中具备强议价权，显著降低物料成本，ODM 厂商建立全球化生产基地，帮助品牌商规避关税风险并贴近区域市场。综上，技术迭代成本与存量竞争压力的双重作用迫使品牌商将资源集中于高端自研，ODM 厂商凭借研发效率、供应链规模效应及全球化产能，成为智能手机产业链不可或缺的效率杠杆。在全球智能手机每年出货量维持在 12-13 亿的基本盘下，智能手机的 ODM 渗透率在过去几年持续提升，根据 counterpoint 数据，2015 年智能手机 ODM/IDH 渗透率仅为 24.6%，到 2025 年有望达到 42%，并有望在后续年份持续提升。智能手机行业 ODM 渗透率在过去十年上升了约 17pcts，基于目前每年 12-13 亿的年度出货量，我们判断，未来每年 ODM 行业将有约 2000 万部智能手机的行业增量。

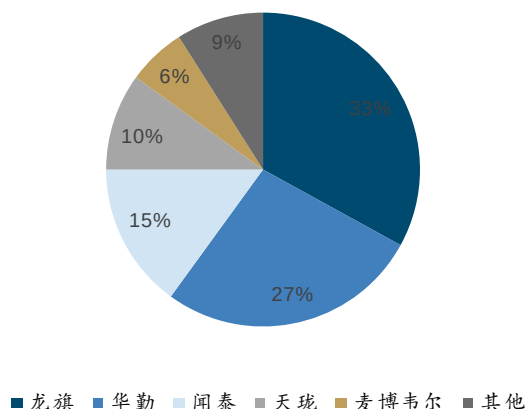
头部 ODM 厂商的份额集中度有望进一步提升，产业格局马太效应持续强化。头部 ODM 厂商的份额与下游品牌商订单深度绑定，客户粘性与规模效应构成头部 ODM 的双引擎，品牌商为降低成本将订单集中于技术成熟、供应链稳定的头部厂商，同时，地缘政治和研发投入门槛进一步淘汰中小玩家，美国关税政策及供应链本地化需求迫使头部 ODM 厂商配合品牌商头部厂商向海外扩建产能，而中小厂商缺乏资金和客户支持进行产能迁移，逐步丧失国际订单承接能力，也无法承担高额研发成本扩充全技术栈，智能手机 ODM 行业已从分散竞争逐渐转向寡头垄断格局。根据 counterpoint 数据，全球智能手机 ODM 厂商出货份额前三为龙旗科技、华勤技术与闻泰科技，占比分别约 33%、27%、15%，CR3 份额集中度约 75%，基于上述判断，我们认为未来前三家头部厂商份额有望进一步提升。



图表21：2015-2025 全球智能手机 ODM/IDH 渗透率持续提升



图表22：2024 全球智能手机 ODM 厂商出货份额，华勤为第二

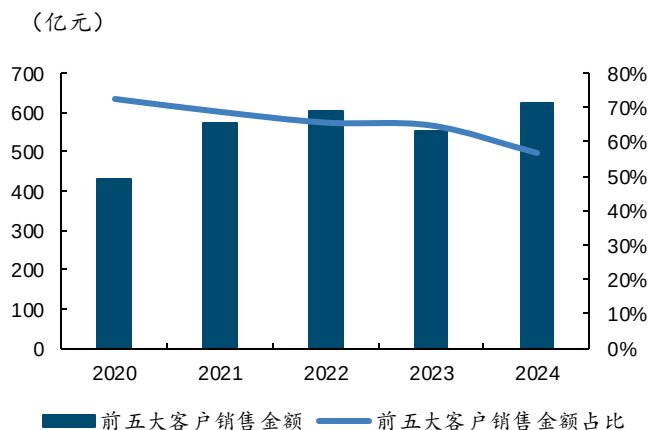


来源：华勤技术招股说明书，counterpoint，国金证券研究所

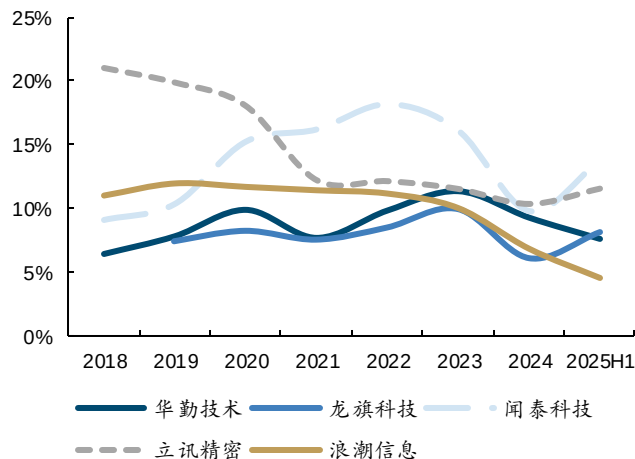
来源：counterpoint，国金证券研究所

客户多元化与业务生态形成双轮驱动，公司智能手机业务有望突破行业低毛利围城。从客户结构看，公司近年来前五大客户销售金额占比持续下降，由 2020 年的 72.21% 下滑至 2024 年的 56.73%，覆盖三星、小米、OPPO、Vivo、联想等多元客户群，抗风险能力更强。2023 年，因消费电子行业景气度下滑，行业竞争激烈，部分厂商为争夺份额采取激进报价，低价订单集中在 2024 年出货，使 ODM 全行业 2024 年毛利率普遍降低，公司毛利率由 2023 年的 11.33% 降至 2024 年的 9.3%，同比降低 2.03pcts。华勤凭借高毛利业务输血，可承受短期价格竞争，随着消费电子行业温和复苏，此类模式难以为继，品牌商更倾向选择技术稳定、交付能力强的 ODM 伙伴，在此背景下，华勤在头部 ODM 厂商中的份额有望进一步提升，2025Q1，公司智能手机业务营收实现了超过翻倍的增长，根据 IDC 数据，一季度公司智能手机出货份额已重回 ODM 行业第一。我们判断，公司 2025 年智能手机出货量有望达 1.7 亿部，带动业务营收规模同比增长超 80 亿元，增幅有望达 30%。

图表23：2020-2024 华勤技术前五大客户销售金额占比持续下降



图表24：2018-2025H1 主流 ODM 厂商毛利率，2024 普遍下滑降低



来源：ifind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

2.2、收购易路达叠加需求稳健增长，智能穿戴业务有望延续高双位数增长

当前，智能穿戴行业正经历技术革新与健康需求升级的双重驱动，随着物联网、人工智能技术的深度融合，设备功能已从基础运动监测拓展至主动健康管理、全场景互联等创新领域。根据 IDC 数据，2024 全球智能穿戴产品出货量为 5.38 亿，同比增长 6.2%，2025 年预计将达 5.63 亿，同比增长 4.7%，并有望在 2028 年达到 6.13 亿，4 年 CAGR 达 3.3%，步入温和增长阶段。



图表25：全球智能穿戴产品出货量稳健增长



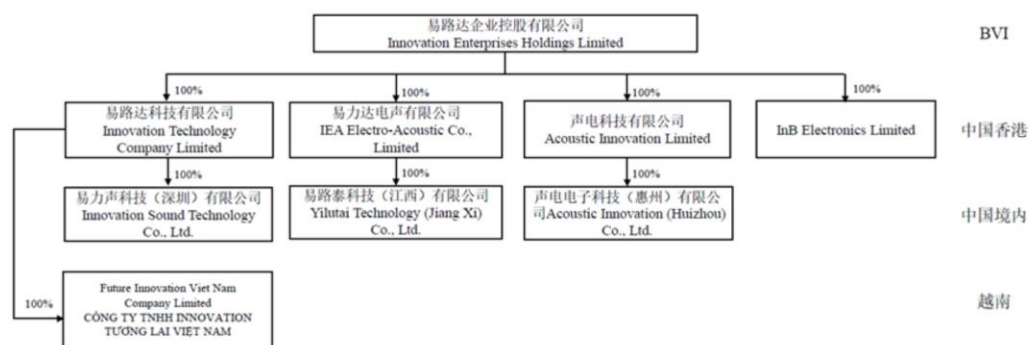
来源：IDC，国金证券研究所

公司于 2024 年 12 月以 28.5 亿港元完成对易路达控股的战略收购，此次交易通过整合易路达在电声领域逾 20 年的声学技术积淀，包括主动降噪算法、音频交互模块等核心能力，直接补足了华勤在智能穿戴设备领域的技术短板，使其高端音频产品矩阵竞争力显著提升。尤为关键的是，易路达子公司 InB Electronics Limited 作为苹果认证供应商，长期为 Beats 耳机等产品供货，该收购使华勤通过股权控制直接接入苹果供应链体系，成为其声学产品及穿戴设备 ODM 核心合作伙伴，由此承接的优质客户网络大幅拓宽了智能穿戴业务订单来源，并为后续拓展至 AirPods 等全系苹果穿戴设备制造奠定基础。从业务协同层面看，华勤的智能整机研发能力、规模化制造优势与易路达的声学零部件专长形成垂直互补，二者结合不仅可覆盖从安卓生态到 iOS 体系的全场景客户需求，更驱动“声学模块自供+整机 ODM”能力闭环的构建，显著优化产品成本结构与毛利率水平。

财务维度上，该交易附带易路达 2024-2026 年累计税后净利润不低于 7.5 亿港元的业绩承诺，而 2024 年单年即实现 5.5 亿港元净利润，达承诺总额的 73.4%，超额兑现的业绩不仅直接增厚华勤利润池，更验证了标的资产优质性。

整体而言，此次收购标志着华勤从智能终端 ODM 龙头向全栈硬件平台的关键跃迁，短期看，声学技术补强与北美大客户突破已推动智能穿戴业务量利双升，中长期则通过技术复用和客户生态扩容，为多品类智能硬件渗透提供战略性支点。

图表26：易路达控股子公司，子公司 InB Electronics Limited 为苹果认证供应商



来源：公司公告，国金证券研究所

以智能手表、手环、TWS 耳机为核心载体的全球智能穿戴市场持续呈现稳健增长态势，伴随白牌产品加速向头部智能手机品牌厂商聚拢的行业整合趋势，公司作为全球智能手机品牌的核心 ODM 主力供应商，凭借其在安卓生态的深度协同优势，已与主流客户建立紧密合作并实现份额的显著跃升，目前公司在安卓 TWS 耳机出货量行业排名第一，智能手表安卓



出货量行业排名第二。2024 年，公司智能穿戴业务收入同比大幅增长超 70%，占据全球 ODM 市场龙头地位；2025H1，该业务延续高增动能，营收实现同比 110%以上增长。值得注意的是，智能穿戴产品作为华勤消费电子矩阵中毛利率较高的品类，毛利率约 15%，其量利齐升对整体盈利贡献持续强化。

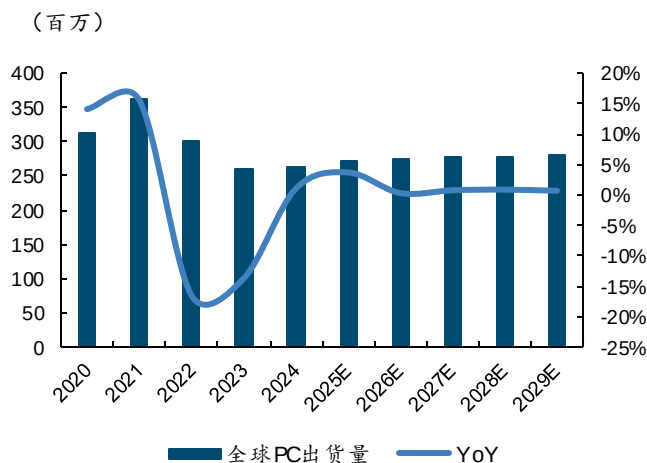
展望 2025 年，在完成对易路达控股的战略收购后，公司进一步整合声学核心技术并切入北美高端客户供应链，叠加 TWS 耳机、智能手表等细分品类的增量空间释放，预计智能穿戴业务将延续高增长轨迹，成为驱动公司“3+N+3”战略下消费电子支柱扩容的核心引擎之一。

2.3、华勤为大陆唯一突破台湾笔电 ODM 同行垄断厂商，开拓大客户惠普有望迎来出货量提升

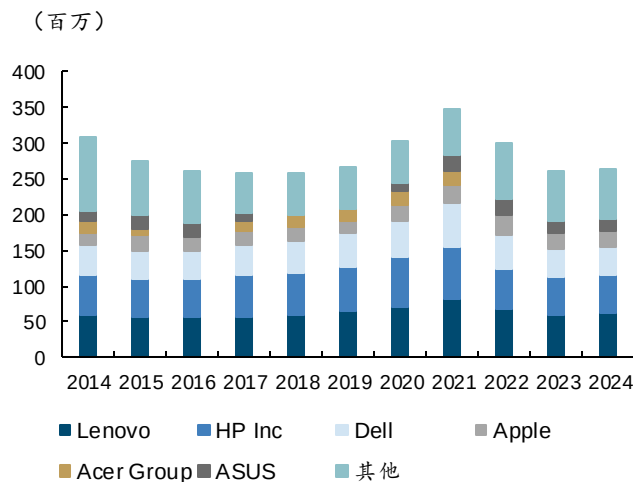
PC 行业在经历了 2020-2021 年疫情驱动的需求爆发后，市场因需求透支进入调整期，2022-2023 年连续两年出货量下滑，触底后 2024 年在 Windows 系统更新周期、企业换机需求及 AI 技术变革的推动下，PC 行业进入新一轮上升通道，根据 IDC 数据，2024 全年出货量实现 3 年来首次正增长，出货量为 2.63 亿台，同比增长 1.1%。2025Q1、Q2 出货量分别为 6320、6840 万台，同比增长 5.9%、5.4%，已实现连续六个季度的出货量同比增长，2025 全年全球 PC 出货量预计为 2.73 亿台，同比增长 3.76%，并有望在 2029 年达到 2.81 亿台，5 年 CAGR 为 1.33%。

分品牌来看，根据 IDC 数据，2024 年全球 PC 行业出货前五大品牌分别为联想、惠普、戴尔、苹果、华硕，其中联想、华硕均为公司大客户，公司于 2024 年切入惠普供应链，并在未来有望将惠普发展为公司大客户。

图表27：全球 PC 年度出货量稳中有升



图表28：全球 PC 年度出货量分品牌，联想惠普华硕为公司大客户

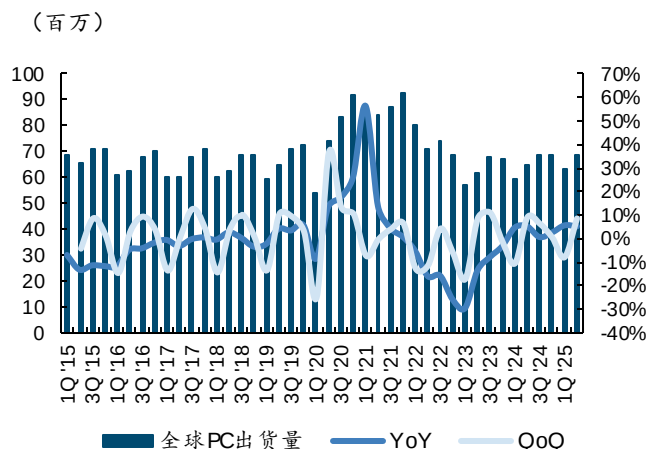


来源：IDC，国金证券研究所

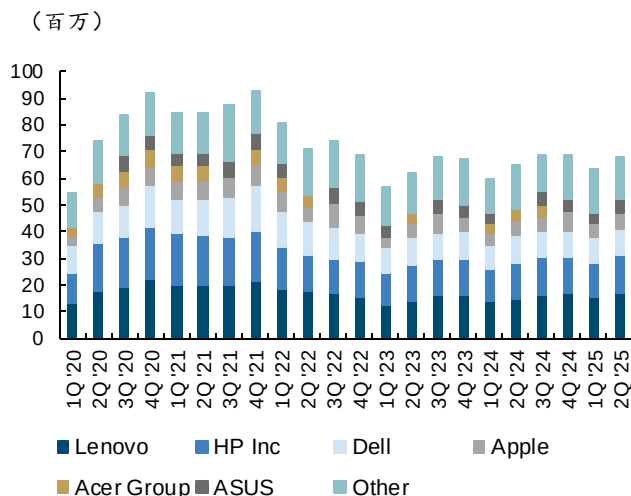
来源：IDC，国金证券研究所



图表29：全球 PC 季度出货量，2025 上半年同比有所增长



图表30：全球 PC 季度出货量分品牌，前五大厂商份额稳定



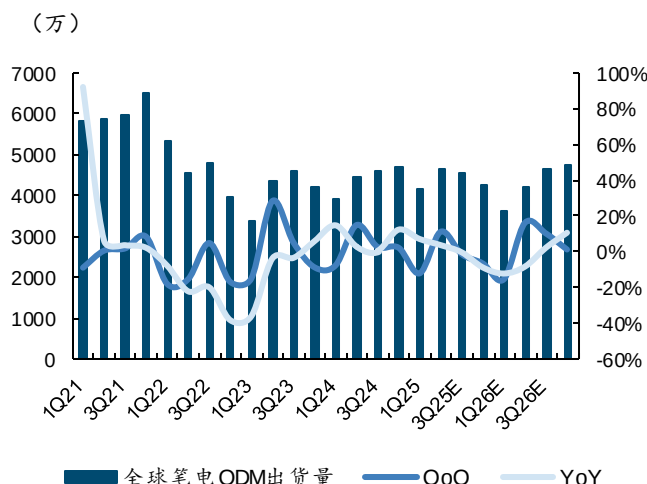
来源：IDC，国金证券研究所

来源：IDC，国金证券研究所

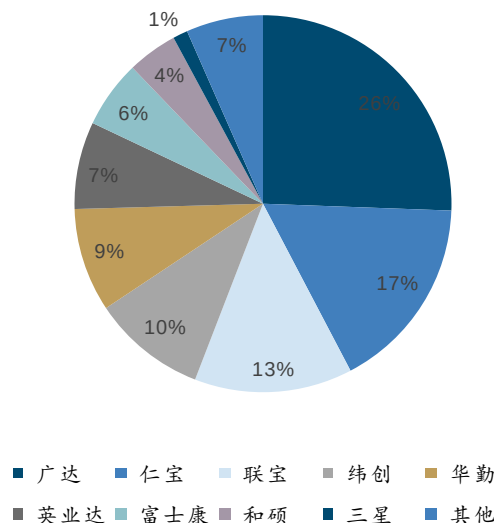
随着全球 PC 市场逐步复苏，ODM 行业呈现结构性增长机遇，2024 年全球笔电 ODM 出货量达 1.77 亿台，同比+6.8%。在此背景下，公司作为大陆唯一突破中国台湾省 ODM 厂商垄断格局的企业，其 PC 业务展现出强劲的竞争张力，公司 2024 年笔电出货量突破 1500 万台，市占率攀升至 9%，稳居全球前五大 ODM 厂商之列（其中联宝为联想子公司），公司 PC 业务核心增长动能源于两大维度，其一是客户生态突破，公司 2024 年成功切入全球第二大 PC 品牌惠普供应链，惠普是全球第二大 PC 品牌商，年出货量超 5000 万台，扩展高端客户谱系，为份额跃升提供关键支点；其二是行业趋势红利，ODM 渗透率持续提升，叠加品牌商外包策略深化，大陆 ODM 龙头替代效应加速显现。

公司 PC 业务 2025H1 实现同比 20% 以上的营收增长，基于客户端拓展与产品竞争力强化，我们认为公司 PC 业务增长路径较明确，公司 2025 年笔电出货量预计达 1800 万台，市场份额有望跻身全球前三，且全年 PC 业务营收增速有望超 20%。

图表31：2021-2026 全球笔电分季度 ODM 出货量维持平稳



图表32：2024 全球笔电 ODM 厂商份额，公司占比 9%

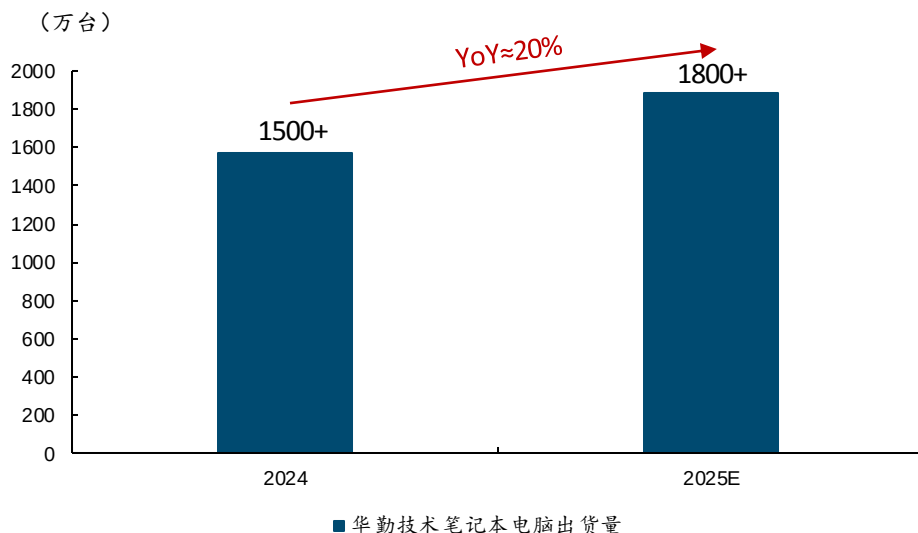


来源：IDC，国金证券研究所

来源：IDC，国金证券研究所



图表33：华勤技术笔记本电脑出货量预测，2025 有望突破 1800 万台

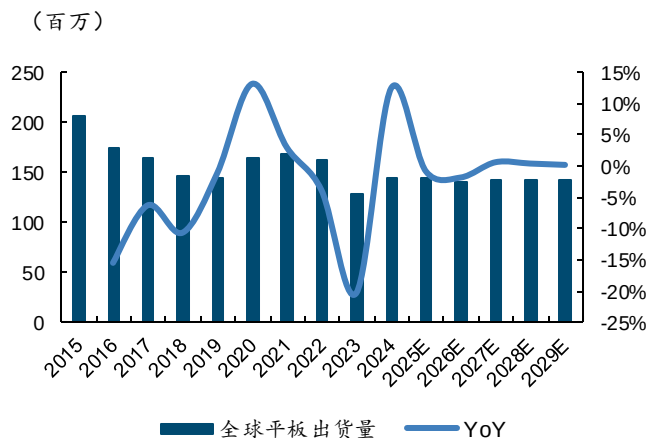


来源：国金证券研究所

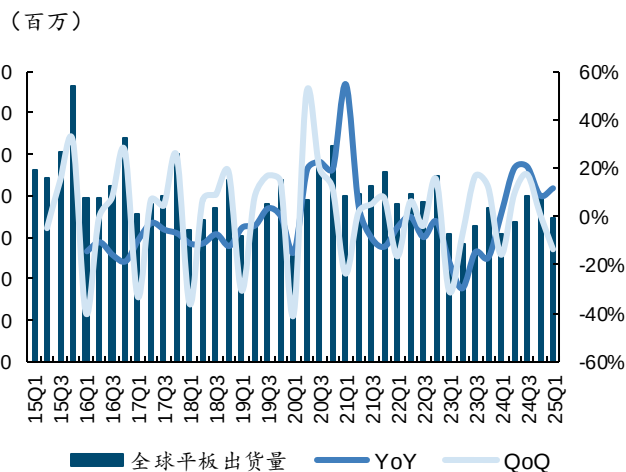
2.4、华勤平板电脑业务多年来稳居全球第一，将继续为公司提供稳健收益

2020-2021 年，因疫情导致的网课、远程办公需求爆发，全球平板出货量激增；但 2023 年因需求透支、场景回归线下叠加行业景气度低迷，全球平板电脑出货量暴跌 20%，陷入寒冬；2024 年借力折叠屏技术突破、AI 生产力升级及商用采购复苏，根据 IDC 数据，全球 2024 年平板电脑出货量为 1.45 亿台，同比增长 12.4%，2025Q1 出货量为 3460 万台，同比增长 11.6%，已实现连续五个季度的同比增长，标志市场进入技术升级驱动的新周期，未来数年内平板电脑出货量预计将保持平稳趋势。

图表34：全球平板电脑年度出货量维持平稳



图表35：全球平板电脑连续五个季度同比增长

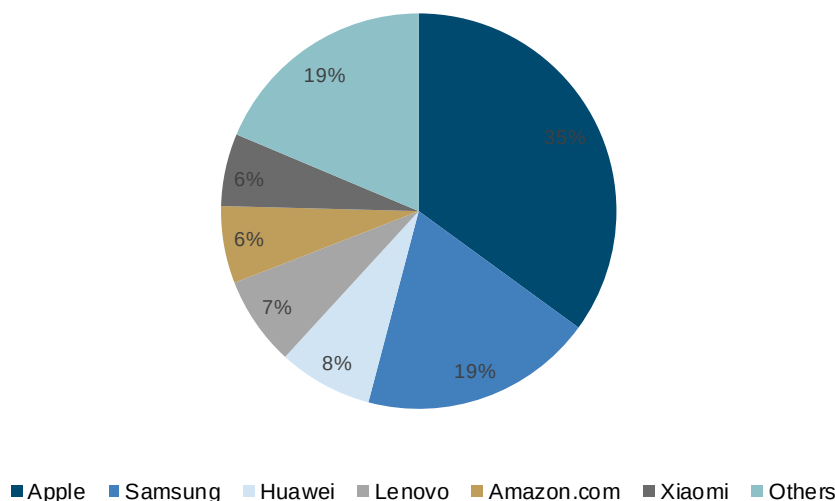


来源：IDC，国金证券研究所

来源：IDC，国金证券研究所



图表36: 全球平板电脑各品牌份额，非苹果占比 65%



来源: IDC, 国金证券研究所

公司自 2021 年起稳居全球平板电脑 ODM 厂商出货量首位，年出货量达 3000 万台量级，占据全球平板电脑 ODM 市场核心份额。华勤平板电脑业务的全球领导地位源于规模化制造、跨终端技术协同及深度绑定头部客户的三角壁垒，在 3000 万台年出货量基础上，其通过教育等垂直场景定制化打开增量空间，叠加 ODM 行业高渗透率的结构红利，2025H1 公司平板电脑业务营收实现同比增长。我们认为，该业务已成为公司穿越周期、支撑营收基本盘的确定性力量之一，并有望在全球第一的基础上持续提升市场份额，2025 年公司平板电脑出货量有望达 3500 万台。

三、华勤全栈方案重构算力生态，AI 倍速裂变引爆数据中心业务实现百亿增量

3.1、ChatGPT 引爆大模型竞赛，全球算力规模及数据量迎来激增

自 ChatGPT 横空出世以来，全球科技巨头迅速掀起 AI 大模型军备竞赛。国内外互联网企业、云服务商及 AI 创企纷纷入局，百度“文心一言”、阿里“通义千问”、腾讯“混元”、深度求索“Deepseek”等自研大模型密集涌现，推动“百模大战”进入白热化阶段。

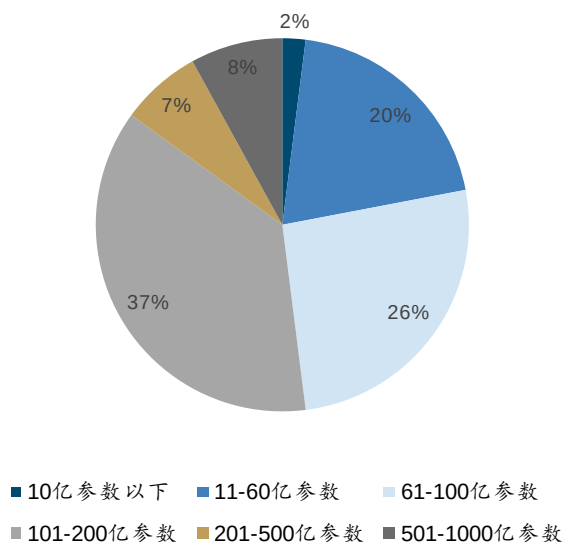
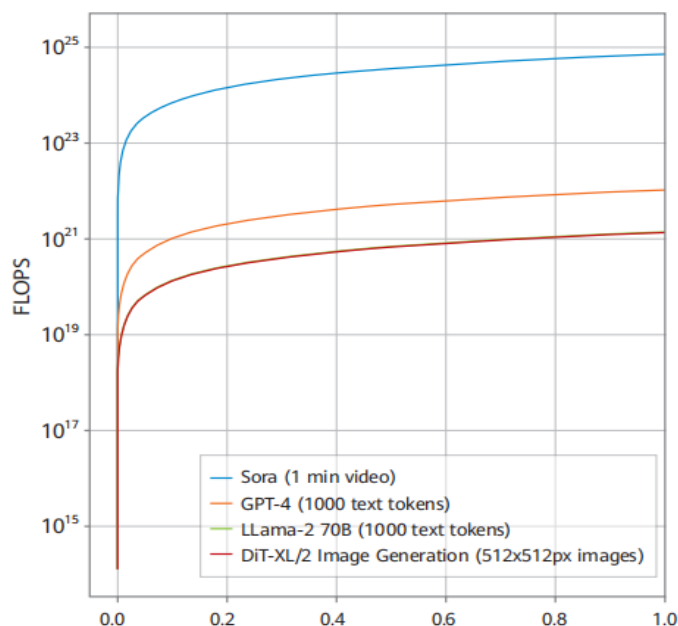
当前技术演进已从纯文本模型向多模态深度融合方向加速迭代，视频、图像等跨模态内容的联合学习成为新焦点。相较于文本模型，视频大模型因需处理高维时空数据，其训练与推理过程消耗的算力呈指数级攀升，例如多模态模型需融合文本、语音、图像等多源信息，对算力底座提出更高要求。根据华为云昇腾 AI 云服务报告，Sora 生成一分钟视频所消耗的算力资源比 GPT-4 生成 1000 个文本 tokens 所消耗的算力要多近千倍。

伴随大模型竞赛持续升级，模型能力跃迁与训练数据规模激增，模型参数量呈现跨越式增长。根据 IDC 数据，目前市面上主流的 AI 大模型平均参数量占比最高的区间为 101-200 亿，平均参数量 100 亿以上的大模型占比超过半数，高达 52%，AI 大模型参数量趋于庞大化。



图表37: SORA 所消耗的算力相比 LLM 类模型要大数个量级

图表38: 目前 AI 大模型平均参数量, 平均参数量 100 亿以上大模型占比高达 52%



来源: 华为云昇腾 AI 云服务报告, 国金证券研究所

来源: IDC, 国金证券研究所

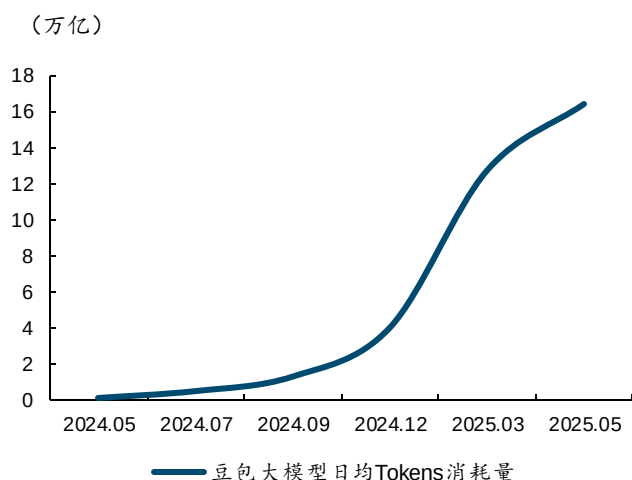
此外, 模型推理端的 Token 生成量爆发式增长, 成为推高算力需求的另一关键因素。以中国市场为例, 根据火山引擎数据, 豆包的日均 Tokens 消耗量从 2024 年 5 月的 5000 亿激增到 2025 年 5 月的 16.4 万亿, 增幅高达 32.8 倍。这一现象主要由双重动力驱动, 其一是用户规模的扩张, 生成式 AI 应用渗透率快速提升, 全球用户基数扩大直接拉升交互频次; 其二是模型能力增强, 多模态模型支持图像生成、视频创作等复杂任务, 单次请求消耗 token 量显著高于纯文本交互。

参数量与 Token 量的双膨胀效应, 引爆全球智能算力需求, 根据 IDC 数据, 2024 年中国智能/通用算力规模达 725.3/71.5EFLOPS, 2025 年将达 1037.3/85.8EFLOPS, 同比增长 43%/20%, 2028 年有望达到 2781.9/140.1EFLOPS, 4 年 CAGR 高达 39.9%/18.3%。全球/中国数据生成量有望从 2024 年的 173.4/41.3ZB 增长至 2025 年的 213.6/51.8ZB, 同比增长 23.2%/25.4%, 2029 年有望分别达到 527.5/136.1ZB, 5 年 CAGR 为 24.9%/26.9%, 中国增幅预计略高于全球增幅。

究其本质, 这一轮算力需求爆发不仅是技术迭代的副产品, 更是 AI 工业化生产的必然结果: 当大模型从实验室原型演进为基础设施, 算力与数据已构成制约 AI 发展的“双支柱”。未来, 随着千亿、万亿级参数模型普及与实时视频生成应用落地, 全球智能算力缺口或进一步扩大, 倒逼硬件设施及数据中心技术加速革新。

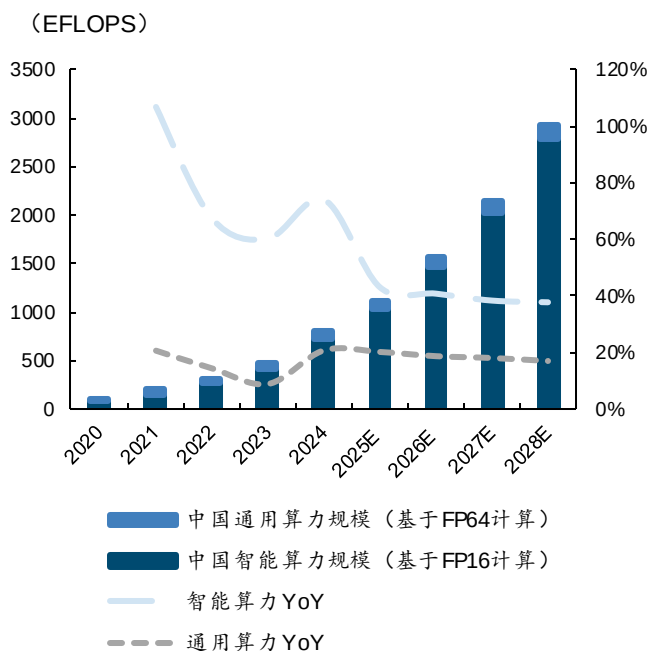


图表39：豆包大模型日均 tokens 消耗量高速增长



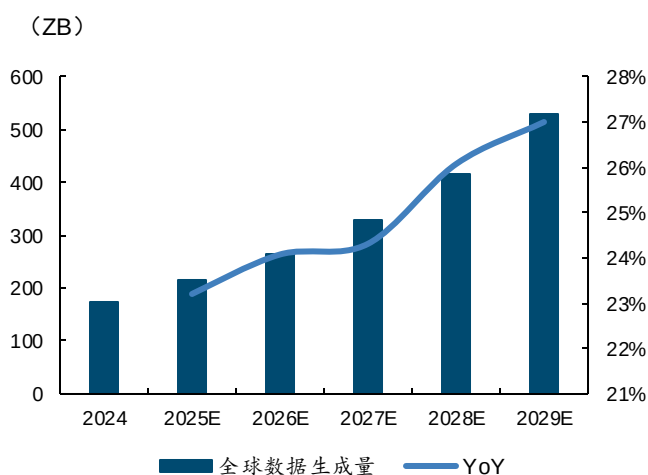
来源：火山引擎，国金证券研究所

图表40：2020-2028 中国智能/通用算力规模高速增长



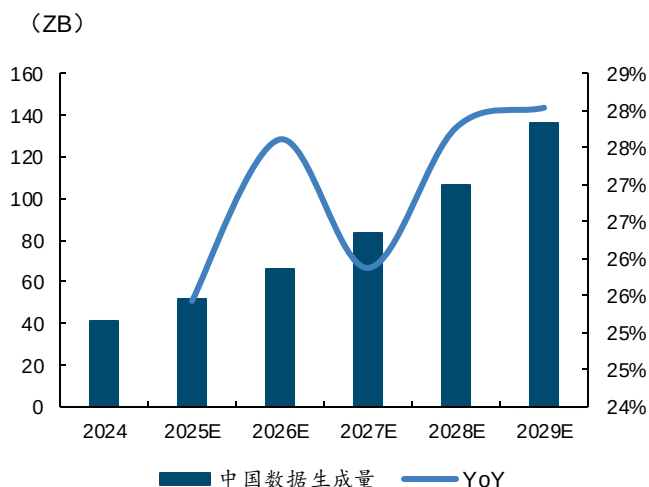
来源：IDC，国金证券研究所

图表41：2024-2029 全球数据生成量高速增长



来源：IDC，国金证券研究所

图表42：2024-2029 中国数据生成量高速增长



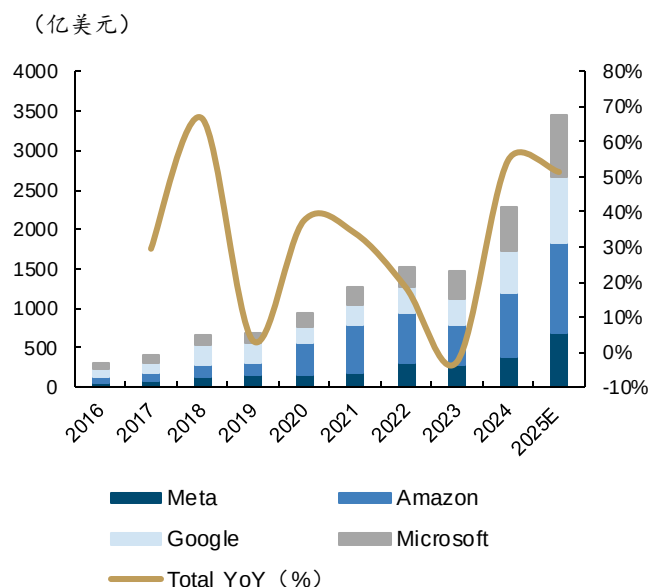
来源：IDC，国金证券研究所

3.2、各大 CSP 扩张资本开支引发 AI 服务器需求量爆发式增长，ODM 厂商深度受益

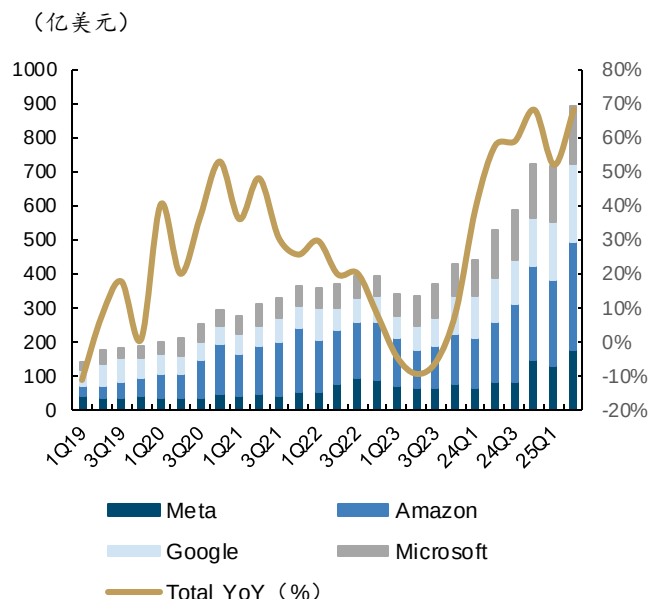
全球智能算力需求的爆发式增长，直接触发云计算巨头对算力基础设施的战略性扩军，以推进 AI 大模型及应用落地。北美四大云服务提供商的资本开支呈现跨越式攀升。2024 年北美四大 CSP 资本开支合计达 2283 亿美元，同比增长 55%，2025Q1、Q2 其资本开支分别为 719、890 亿美元，同比增长 52%、68%，2025 全年北美四大 CSP 合计资本开支预计将达 3462 亿美元，同比增长 52%，开启新一轮 CapEx 上升周期。



图表43：2016-2025 北美四大 CSP 逐年资本开支将维持高速增长



图表44：2019-2025Q1 北美四大 CSP 逐季资本开支

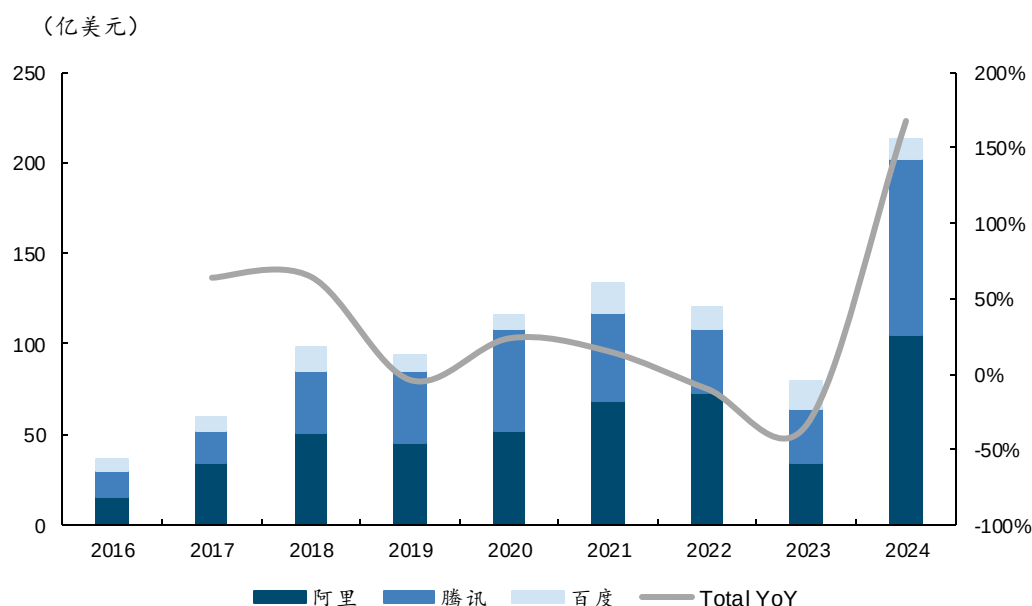


来源：彭博，国金证券研究所

来源：彭博，国金证券研究所

伴随全球 AI 竞赛升级，中国头部四大云服务商 BBAT 也以创纪录的资本开支加速算力基建布局，根据 Bloomberg 数据，2024 年阿里、腾讯、百度三家 CSP 合计资本开支约 213.5 亿美元，同增高达 168%，呈现爆发式增长。作为国内稀缺的全栈式算力设备供应商，公司已与四家头部 CSP 中资本开支更高的三家云服务商建立深度合作关系，直接承接国内 CSP 资本开支红利。

图表45：国内 CSP2016-2024 逐年资本开支，2024 同比增长高达 168%



来源：彭博，国金证券研究所

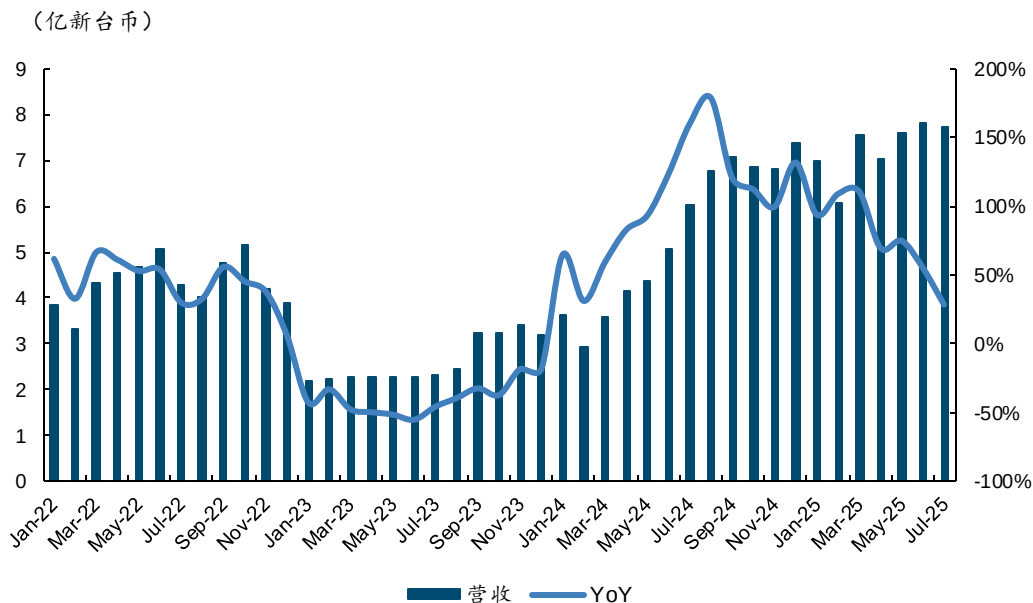
信骅科技作为全球服务器 BMC 芯片的绝对领导者，其市场地位与业务特性使其成为观测全球 AI 服务器需求的核心前瞻指标。每台服务器至少需配备 1 颗 BMC 芯片，用于硬件状态监控、温度管理及远程运维，与服务器产量呈强绑定关系；信骅是全球服务器 BMC 芯片龙头厂商，因此信骅的营收规模直接反映全球服务器整机出货量，预示服务器市场景气度拐



点。

传统云计算库存去化结束，需求逐步恢复。2023 年由于云厂商库存去化，以及 AI 挤占传统云计算资本开支，传统云计算需求大幅度减弱。2024 年云厂商资本开支大幅增长，AI 挤占资本开支现象有所缓解，叠加库存去化结束，云计算需求有望重回增长。从信骅营收来看，2024 年营收合计达到 64.6 亿新台币，同比增长 106%，且 2024 年 H2 营收已经超过库存去化以及 AI 资本开支挤压出现前的 2022 年同期水平。2025 年 1-7 月，信骅营收合计达 50.8 亿新台币，同比增长 71%，延续 2024 年高增长态势，信骅作为产业链哨兵，其营收增速与 AI 服务器景气度形成强贝塔关联，当前营收数据预示 2025H2 全球 AI 算力投资将进入加速冲量阶段。

图表46：服务器 BMC 芯片龙头厂商信骅 2022-2025 月度营收维持同比增长



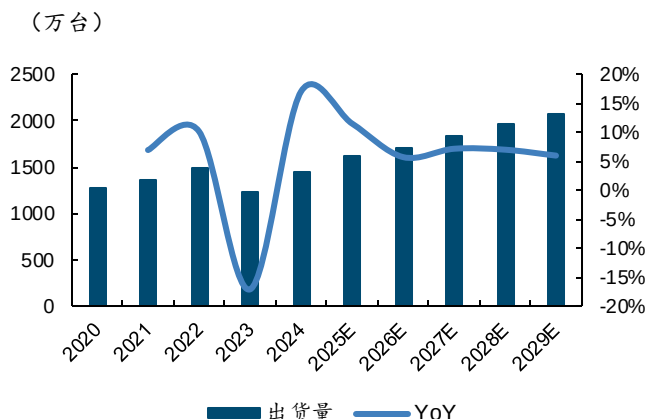
来源：ifind，国金证券研究所

基于前述论述，算力基建景气度高增，拉动服务器需求量不断攀升，全球 AI 服务器市场已进入高速扩张周期。根据 IDC 数据，2024 年全球服务器出货量为 1448 万台，2025 年预计为 1614 万台，同比增长 11.5%，到 2029 年有望增至 2074 万台，5 年 CAGR 达 7.5%。从市场规模的角度看，2024 年全球服务器市场规模为 2530 亿美元，2025 年预计为 3660 亿美元，同比增长 44.6%，2029 年有望增至 5921 亿美元，5 年 CAGR 达 18.5%。

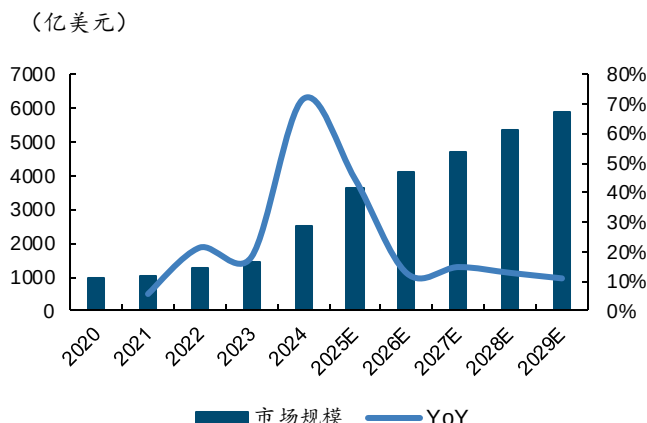
在 AI 服务器市场，根据 IDC 数据，2024 年全球 AI 服务器市场规模为 1251 亿美元，2025 年将增至 1587 亿美元，同比增长 26.9%，2028 年有望达到 2227 亿美元，4 年 CAGR 达 15.5%。



图表47：2020-2029 全球服务器出货量稳定增长



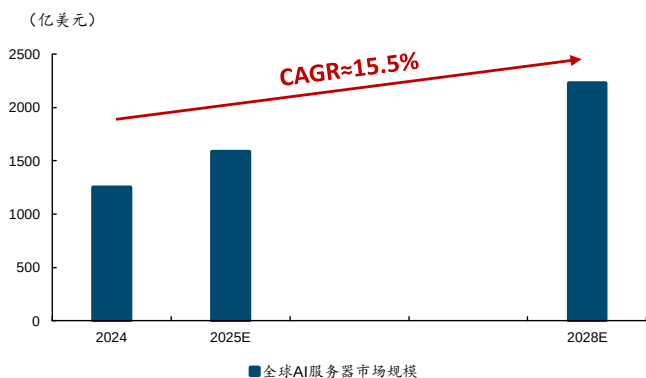
图表48：2020-2029 全球服务器市场规模稳定增长



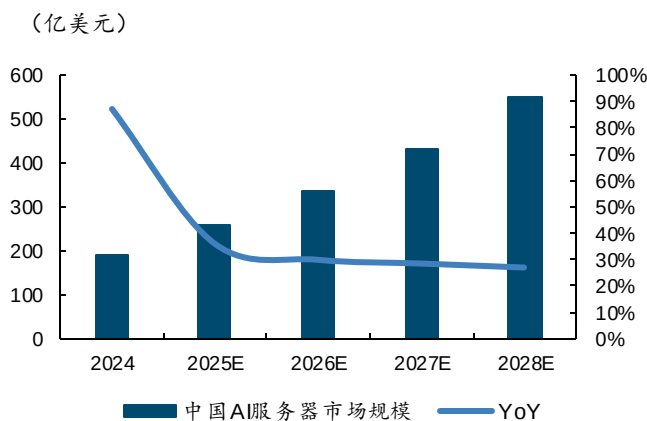
来源：IDC，国金证券研究所

来源：IDC，国金证券研究所

图表49：2024-2028 全球 AI 服务器市场规模，4 年 CAGR 达 15.5%



图表50：2024-2028 中国 AI 服务器市场规模高速增长



来源：IDC，国金证券研究所

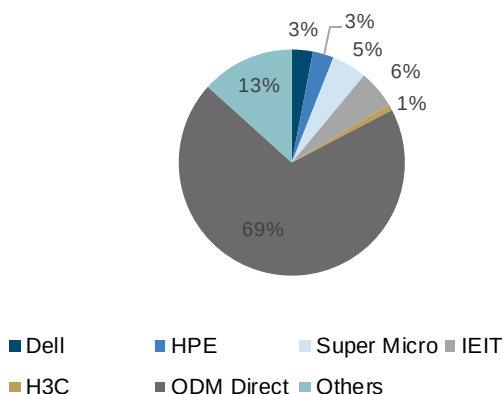
来源：IDC，国金证券研究所

全球 AI 服务器市场正经历供应链重构，ODM 厂商市场份额持续扩张。北美四大 CSP 主导大部分 AI 服务器需求，其超大规模数据中心需深度定制硬件，品牌商标准产品无法满足，而 ODM Direct 模式使 CSP 直接参与芯片级设计，既能满足其定制化需求，又能缩短交付周期；且 ODM 厂商凭借垂直整合优势拥有 PCB、电源、机柜等 AI 服务器所需的关键零部件产能，零部件自供率相比品牌厂商更高，因此 AI 服务器供应链 ODM 化趋势明显。

根据 IDC 数据，2025Q1，AI 服务器出货份额中 ODM 厂商占比 69.3%，品牌厂商仅占三成。纵观 AI 服务器营收占比中的份额变化，ODM 厂商占比从 2022Q1 的 37.1%逐步升至 2025Q1 的 85.1%，ODM 厂商崛起与品牌厂商式微的趋势清晰显著。

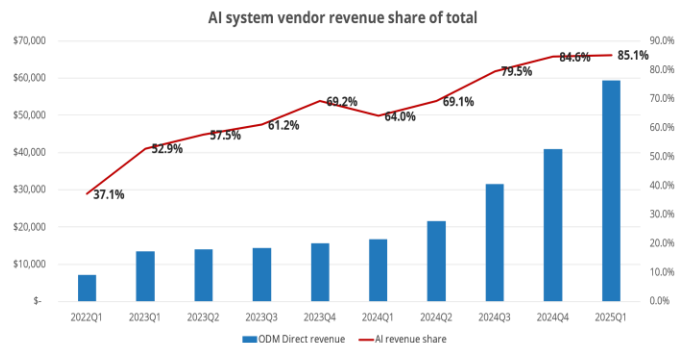


图表51: 2025Q1 AI 服务器出货份额占比, ODM 占比 69%



来源: IDC, 国金证券研究所

图表52: 2022-2025Q1 ODM 代工服务器营收占比高速增长



来源: IDC, 国金证券研究所

3.3、数据中心业务实现全栈式出货, 深度绑定国内头部 CSP 将迎份额提升

公司自 2017 年战略性布局数据中心业务以来, 依托核心团队十余年的技术积淀与行业洞察, 深度绑定客户需求实现定制化开发, 逐步构建起全栈式 AI 算力解决方案的核心竞争力。公司研发团队基于头部云厂商的算力架构设计, 率先完成英伟达高端 AI 芯片的适配与量产, 2022 年为国内互联网巨头供应 A800 AI 服务器, 并于 2023 年 6 月作为国内首批厂商首发英伟达 H800 AI 服务器, 2024Q1 华勤已经量产出货 NV L20 GPU AI 服务器产品, 2024 年 Q2 率先完成英伟达 H20 芯片的服务器量产, 在同业内处于领先地位。其定制化开发能力获得客户高度认可。

在服务器领域, 公司已构建全栈式产品矩阵与深度技术储备的核心竞争力。公司已达成产品全域覆盖, 深耕数据中心业务多年, 形成 AI 服务器、通用服务器、存储服务器及数据中心交换机的完整布局, 具备全栈全领域产品交付能力, 并针对中美地缘政治背景, 公司前瞻性布局研发体系, 全面适配英伟达及国产主流 AI 芯片架构, 通过模块化设计实现硬件快速迭代, 为客户提供“一平台多生态”的弹性解决方案, 有效应对全球供应链波动风险。

图表53: 公司主要服务器产品

服务器类型	产品图	产品名称	简介
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, 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。



服务器类型	产品图	产品名称	简介
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

来源：公司官网，国金证券研究所

在技术壁垒构建上，公司通过三大核心优势确立行业领先地位：（1）JDM 模式深度协同，公司针对数据中心定制化趋势，华勤凭借与客户联合设计开发（JDM）的能力，将 ODM 领域积累的制造规模与供应链弹性优势转化为服务响应效率，满足互联网客户对快速迭代的核​​心需求；（2）组织运营高效赋能，公司依托硬件大平台的采购运营体系，公司展现出卓越的交付速度与弹性，过去三年服务头部云厂商的经验验证了其组织能力与业务属性的高度匹配；（3）战略聚焦高价值市场，公司摒弃全行业覆盖的泛化策略，专注发挥独特价值的细分领域，在英伟达生态中形成技术卡位——于 2024 年 Q2 率先完成 H20 芯片 AI 服务器量产，并导入阿里、腾讯、字节跳动等头部互联网厂商，成为其大模型训练与推理的核心供应商。

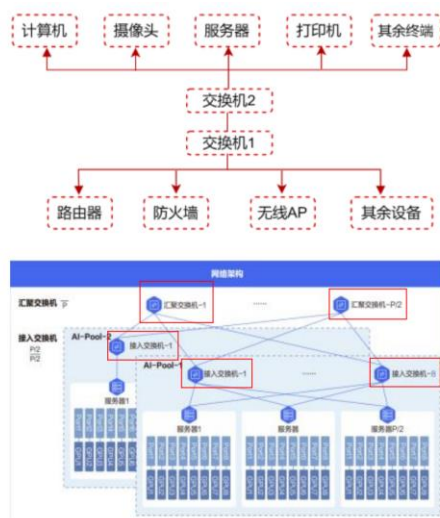
公司的 AI 服务器业务目前在大客户腾讯、阿里市场份额分别位于行业前列，于 2024 年成功切入字节跳动供应商，未来战略目标聚焦于巩固并提升在腾讯、阿里及字节跳动等头部 CSP 中的份额，力争在三大巨头中均跻身领先地位，尤其针对字节跳动等新兴客户加速渗透以强化市场地位。公司未来将继续加大与头部 CSP 厂商合作，开拓渠道客户业务，因渠道客户中对性能和质量要求高的行业客户产品毛利率相对更好，故在提升收入增长的同时，有望进一步提升公司数据产品毛利率。

2025 年 7 月英伟达 H20 芯片对华出口限制解除，为公司再次带来增长动能，被压抑的 H20 需求进入释放周期，公司作为主要承接方，叠加头部客户追加订单预期，2025H2 起 H20 服务器出货量有望迎来环比增长，公司在 H20 赛道的主导地位，本质是研发深度+供应链韧性+客户协同的综合胜利。长期看，2025 年 AI 服务器量价齐升仅是起点，公司有望在全球 ODM 三强（鸿海/广达/华勤）中锁定“中国份额”核心载体地位。

3.4、以太网交换机即将迎来上量奇点，作为高毛利业务有望为公司利润带来增量

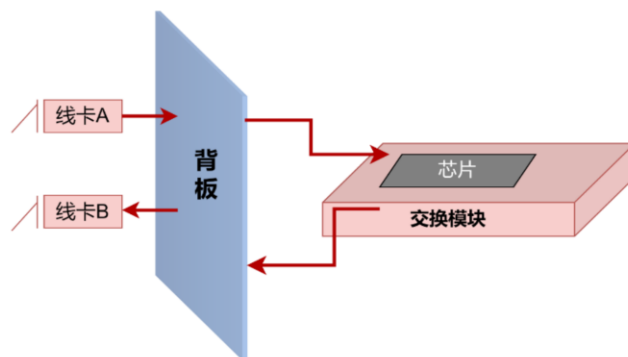
交换机作为数据中心内部高速互联的核心枢纽,承担着服务器集群间数据高效流通的关键职能。其核心价值在于实现精准的数据路由、带宽资源动态分配及微秒级低时延通信保障,确保分布式计算节点的高效协同。在 AI 算力架构中,交换机与服务器形成深度耦合的共生体系:一方面,交换机端口速率(如 800G 光模块)直接决定 GPU 集群的通信效率,千卡级训练集群需 800G 超高速端口避免数据阻塞;另一方面,液冷交换机与服务器共享散热系统,可显著降低数据中心 PUE 指标 0.15 以上。随着多模态大模型对实时交互需求激增,交换机技术正向 800G/1.6T 光模块、RDMA 协议及网络内计算(In-Network Computing)三大方向加速迭代,成为支撑 AI 算力爆发不可或缺的基建设施。

图表54: 交换机功能示意图



来源：百度《智算中心网络架构白皮书》，国金证券研究所

图表55: 交换机工作机制原理



来源：国金证券研究所

以太网交换机凭借开放生态与显著成本优势，正加速替代 IB 交换机成为 AI 数据中心组



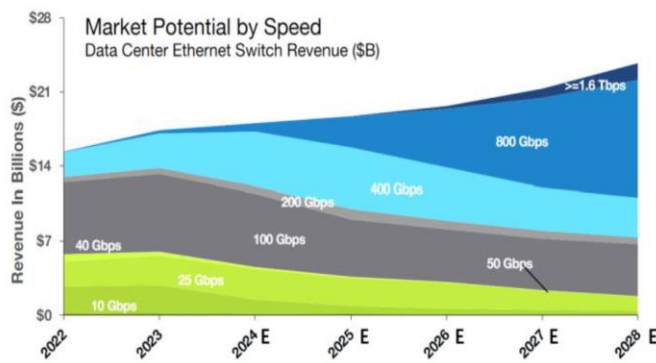
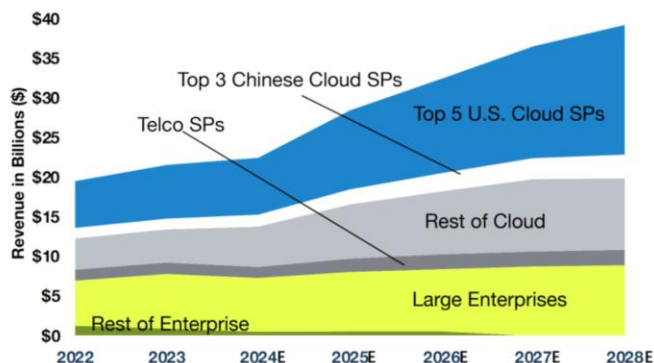
网的主流选择。核心逻辑在于：成本效益碾压，IB 交换机依赖英伟达封闭生态，单端口成本相比以太网更高，且需专用配件及运维体系；供应链安全，IB 技术被英伟达绝对垄断，而以太网兼容昇腾/AMD 等多元芯片，助力企业规避地缘风险。当前头部云厂商倾向于将万卡级 AI 集群组网切换至以太网架构，成为算力基建降本增效的核心路径。

受益 AI 以太网渗透率提升，传统云计算速率更新迭代，以及传统云计算需求恢复，以太网交换机市场有望迎来增长机会。根据 650 Group 的数据，预计 800G 交换机的出货量将从 2024 年的约 7.7 万台猛增至 2028 年的 180 万台，复合年增长率为 120%。根据 Arista，数据中心，以太网交换机市场有望在 2025 年开始迎来加速增长，其中主要拉动来自北美前五大云厂商(亚马逊、苹果、Meta、谷歌、微软)，全球数据中心以太网交换机市场预计 2024 年约 230 亿美元，2028 年有望达到近 400 亿美元。分产品结构看，预计 2025 年开始 800G 以太网交换机有望迅速起量，成为行业主要增长动力。

图表56：2022-2028 全球数据中心交换机市场规模及预测

图表57：800G 以太网交换机有望 2025 年迅速起量

测



来源：Arista，国金证券研究所

来源：Arista，国金证券研究所

2023Q3，公司实现头部互联网客户 TH5 主流交换机中标，成功突破交换机大客户，且通过推出自主规划的 AI 服务器和交换机来服务渠道客户覆盖行业客户，逐步构建覆盖各类行业客户的能力。公司在交换机领域已构建全栈式产品矩阵与深度客户绑定的核心优势，聚焦高性能数据中心交换机，覆盖接入层至核心层全场景，满足 AI 集群高带宽、低时延组网需求；交换机业务与服务器业务形成软硬件一体化交付能力，实现 GPU 服务器与交换机的拓扑联合优化，并深度绑定腾讯、阿里、字节等头部 CSP。

图表58：公司主要交换机产品

产品图	产品名称	简介
	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。此款开放网络交换机预装了开放网络安装环境（ONIE），它支持安装兼容的网络操作系统（NOS）软件，包括开源的 Sonic 和各种商业 NOS。
	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。此款开放网络交换机预装了开放网络安装环境（ONIE），它支持安装兼容的网络操作系统（NOS）软件，包括开源的 Sonic 和各种商业 NOS。

来源：公司官网，国金证券研究所

公司的交换机业务凭借约 20%的毛利率水平，该业务毛利率显著高于传统消费电子 ODM 及服务器业务，正成为公司盈利结构优化的关键引擎。我们预测，该业务在头部云服务商中已建立稳固份额基础，在阿里市场份额约 20%-30%，在腾讯及字节跳动份额约 20%，且未来有望向 30%的战略目标持续突破。核心增长动能来自两大维度：（1）行业红利驱动，2025



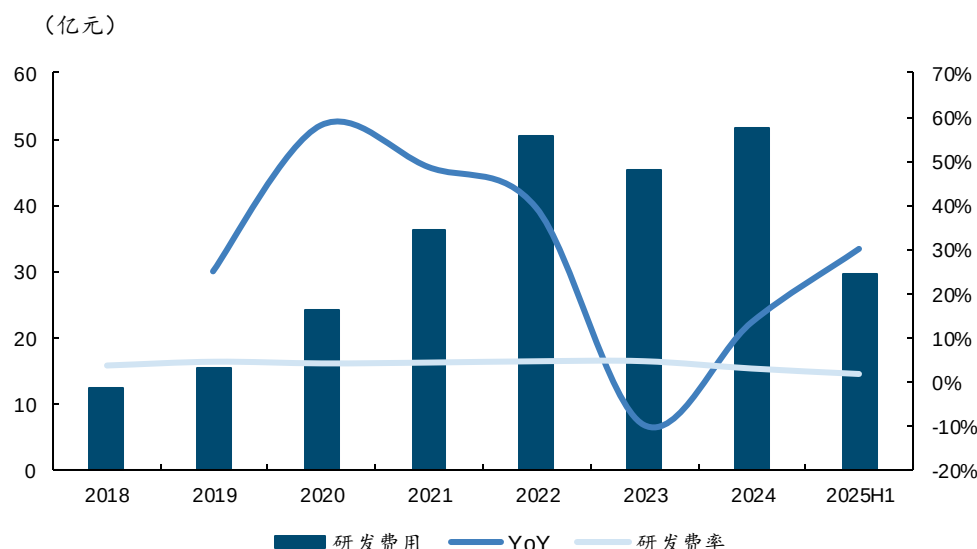
年头部 CSP 资本开支持续加,叠加 AI 算力需求爆发推动 800G 高端交换机加速渗透,直接拉动 ODM 厂商订单放量;(2)竞争壁垒强化,公司通过高端产品转型与核心客户深化绑定,实现量价齐升的良性循环。基于客户份额提升与产品结构升级,交换机业务已进入高速扩张周期,公司 2024 年交换机业务收入约 7-8 亿元,我们认为公司交换机业务 2025 年营收有望突破 30 亿元人民币,已成为高性能计算业务中最具成长性的细分板块之一,且在未来三年营收有望冲击百亿规模,主要依托头部 CSP 的份额提升与 800G 产品放量带来的高端交换机占比提升。

公司受益于 AI 浪潮带来的 AI 服务器的大规模增长与爆发,数据中心业务在过去的几年保持着高速增长的态势,在业务规模快速扩张的同时,公司正通过四大核心路径系统性提升盈利能级:(1)客户结构优化驱动盈利跃迁,公司在巩固头部 CSP 市场份额并强化规模效应的基础上,战略性加大行业/渠道客户渗透力度,通过客户结构多元化提升整体盈利韧性;(2)全栈能力构建价值护城河,公司通过打通 AI 服务器、通用服务器、存储服务器、交换机及板卡类硬件的全栈研发交付能力,并整合软件及行业解决方案,实现从硬件到软件的价值链闭环,持续增强客户服务溢价能力;(3)公司将规模优势转化成本竞争力,借势业务体量扩张,强化核心供应商战略地位,将采购规模优势转化为上游议价权,显著优化原材料成本结构,为经营利润释放提供持续动能;(4)集团化运营提效降费,公司充分发挥多业务协同的集团化管理优势,通过研发资源整合、运营流程优化及管理费用精细化管理,在规模增长中实现费用率持续下行,构筑盈利增长的第二曲线。

目前公司在数据中心业务上采取双轮驱动的战略,其一,公司在头部互联网 CSP 市场追求规模的快速增长,以及产品竞争力的持续领先。2024 年,公司在个别头部互联网大客户的出货量以及市场份额都有非常快速的提升,同时在 2024 年也实现了 AI 算力的硬件产品的全栈出货,通用服务器、AI 服务器、交换机产品都实现了大批量的交付。

其二,公司数据中心业务的爆发式增长,本质是其超前研发投入与敏捷技术响应能力的直接兑现。公司长期保持显著高于行业平均的研发投入强度,为技术卡位奠定基础,根据公司投资者关系活动记录表,公司在 2022 年为头部互联网厂商供应英伟达 A800 AI 服务器,成为国内首批基于头部云厂商算力架构下做 AI 服务器定制开发的出货厂商;2023 年 6 月首发英伟达 H800 AI 服务器,当月即实现超过 10 亿元销售收入;2024Q1 华勤已经量产出货最新的 NV L20 GPU AI 服务器产品;2024 年 Q2 率先完成英伟达 H20 芯片的服务器量产,在同业内处于领先地位。2024 年公司研发费用为 51.56 亿元,同比增长 13.4%,多年来维持稳健增长趋势,6 年 CAGR 达 27%。2025H1 公司研发费用为 29.63 亿元,同比增长 30.14%。2024 年年底,公司有接近 17000 名研发技术人员,占集团员工总数近 30%,在行业内处于较高水平。随着公司产品线的持续多元化,公司研发费用、研发人员上的投入将保持持续增长,但由于公司自 2024 年起收入端的增长率更为显著,因此 2024 研发费率为 4.69%,同比降低 0.64pct。

图表59: 华勤技术 2018-2025H1 研发费用维持同比增长



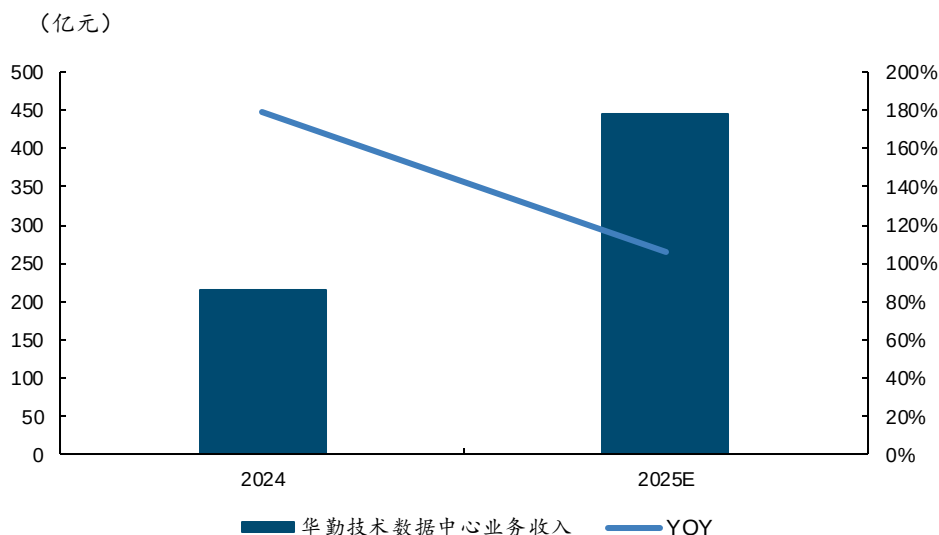
来源: ifind, 国金证券研究所

2024 年,公司数据业务收入突破 200 亿元人民币,实现同比增长 178.8%,2025Q1 公司数



据中心业务收入规模超过 100 亿元；公司将持续践行“双轮驱动”战略，即在头部互联网厂商追求规模扩张与产品竞争力领先的同时，积极开拓行业及渠道市场，通过跨平台研发适配、高效运营及先进制造能力，确保业务长期稳健增长。我们认为，公司依托全栈式产品组合和行业渠道客户拓展，叠加 H2O 芯片需求释放及头部客户订单追加，预计将维持强劲增长动能，2025 年公司数据业务收入有望达到 400 亿元。

图表60：华勤技术 2023-2025 数据中心业务营收预测，2025 将达 400 亿以上



来源：公司公告，国金证券研究所

四、车电破界，VR 起航，双引擎卡位智能硬件新生态

4.1、北美大客户破局，Meta XR 放量引爆 AIoT 第二增长曲线

公司在 AIoT 领域已构建覆盖智能家居、AR/VR 设备、游戏终端、IP Camera、电子阅读器及智能音箱的全栈式产品矩阵，凭借创新设计能力与自动化柔性制造体系，成为全球头部科技企业的核心 ODM 合作伙伴。作为泛 AIoT 领域产品丰富度最高的厂商之一，公司深度参与客户 AI 生态布局，在智能家居领域主力出货 Echo 智能音箱等爆款产品，于 IP Camera 和电子阅读器市场占据领先份额，并依托越南海外基地实现从 NPI 到规模量产的全流程本土化交付，有效应对全球供应链重构挑战。2024 年公司该业务收入达 46.7 亿元，同比激增 188%，2025H1 该业务收入为 33.15 亿元，同比增长近 80%，增长动能包括日本游戏掌机客户的出货量倍数级跃升及北美智能家居 AI 场景升级需求放量。

图表61：公司主要 AIoT 产品

产品图	产品名称	简介
	VR & AR	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。为消费者完美呈现 4K 360° 影像，带来更舒适、更具沉浸式的超凡体验。
	智能音箱	成熟的触控和高清大屏显示技术，多麦克风阵列设计和降噪技术，高功率大喇叭及腔体一体化设计技术为智能音箱研发和生产提供有效保障。 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，加持专业的音频实验室和主客观评价方法和能力，有效满足客户的高品质要求和体验。



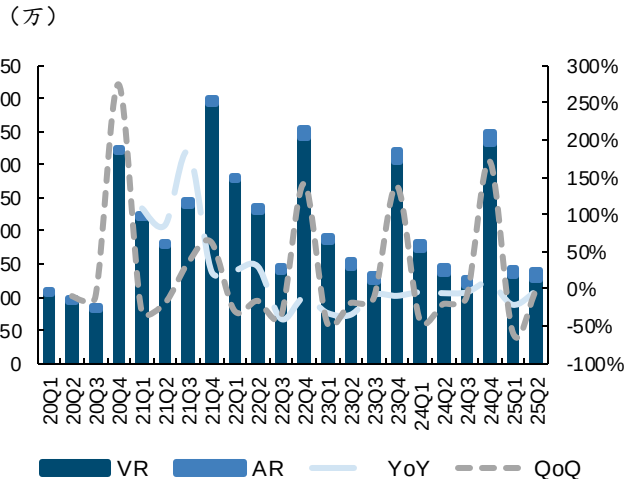
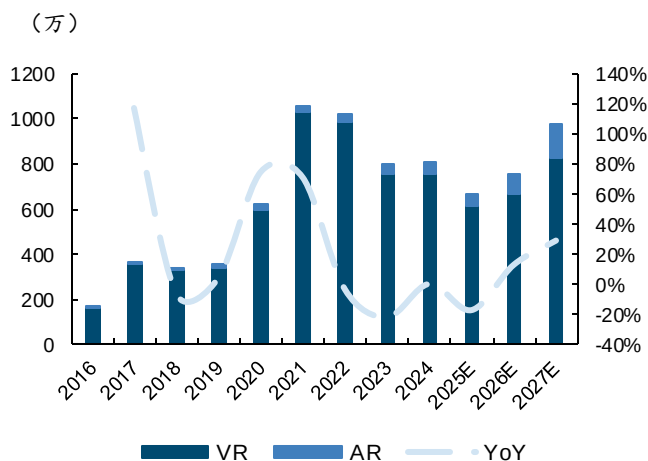
产品图	产品名称	简介
	智能门锁	凭借多年来在指纹、摄像头、触控、屏幕、WIFI 及蓝牙方面的技术积累、安全和暴力防拆技术、自身强大的工业设计能力以及对锁芯和锁体的行业整合力，快速在智能门锁领域脱颖而出。产品覆盖各价位段，充分满足客户的多样化需求。
	TV	主要从事板卡、电视棒等产品的研发、生产和交付，通过不断提供革新性的产品及服务，目前已覆盖 TV、Monitor、商用显示整机等，根据客户的需求进行客制化产品的开发设计，帮助客户以更优的成本、更快的速度和更高的品质为用户提供更优质的产品及服务。

来源：公司官网，国金证券研究所

尤其在 VR/AR 领域，公司正通过光学引擎与声学模块的深度耦合，推动沉浸式终端的技术革新。根据 WellSenn 维深数据，全球 VR/AR 产品 2024 年出货量达 807 万台，预计 2027 年将达到 980 万台，3 年 CAGR 为 6.7%。公司在 VR/AR 领域与北美头部客户 Meta 的战略合作已进入规模化落地阶段，其 VR 头显产品于 2024 年 12 月正式量产交付，华勤作为核心二供厂商，2025 年起进入批量供应周期，为 AIoT 业务贡献显著收入增量。公司正深度参与 Meta 下一代 VR/AR 及智能穿戴类创新产品的联合预研，从硬件设计到软件算法实现全流程协同，积极卡位元宇宙生态基础设施构建。为强化技术竞争力，华勤通过 Xlab 光学实验室持续攻关光学方案与传感器融合技术，并向上游核心部件延伸垂直整合能力，以优化成本结构与交付效率。基于与 Meta 的深度绑定及光学-声学-算法技术闭环的持续完善，公司有望跃升为 Meta XR 眼镜主力供应商，打开营收增量空间。

图表62：全球 VR/AR 产品有望逐渐起量

图表63：2020-2025 全球 VR/AR 产品季度出货及预测



来源：wellSenn 维深，国金证券研究所

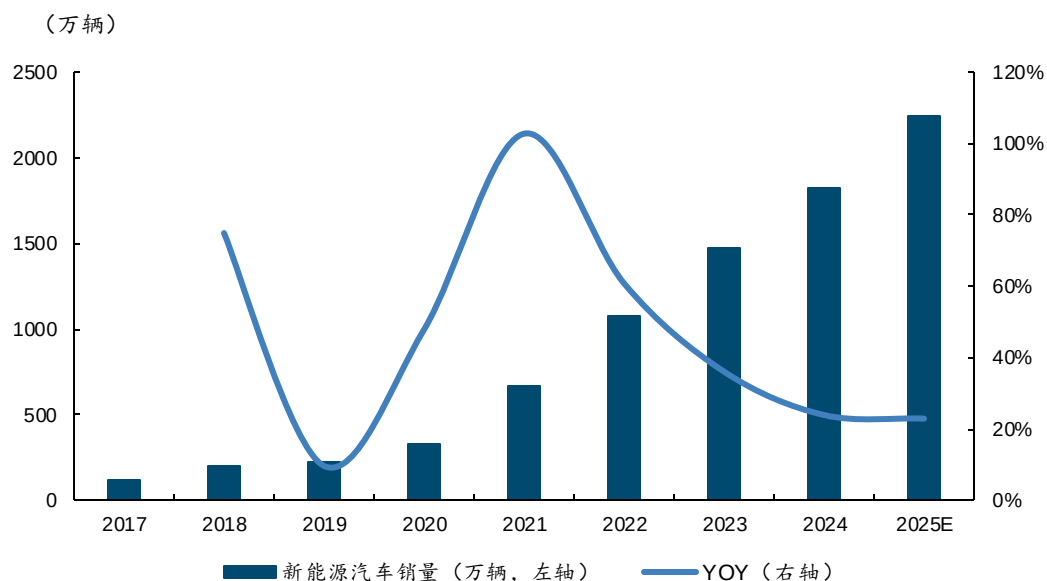
来源：wellSenn 维深，国金证券研究所

4.2、三电破局，从座舱到域控再造消费电子级增长

全球新能源汽车稳健增长，汽车智能化趋势明显。EVTank 数据显示，2024 年全球新能源汽车销量达到 1823.6 万辆，同比增长 24.4%，预计 2025 年进一步上升达到 2239.7 万辆。根据中汽协数据，国内新能源汽车 2024 年销量 1286.6 万辆，同比增长 35.5%，渗透率高达 40.9%。各大整车厂商在快速充电、超长续航、自动驾驶、娱乐影音等方面争先创新，不断提升了新能源汽车的产品竞争力。

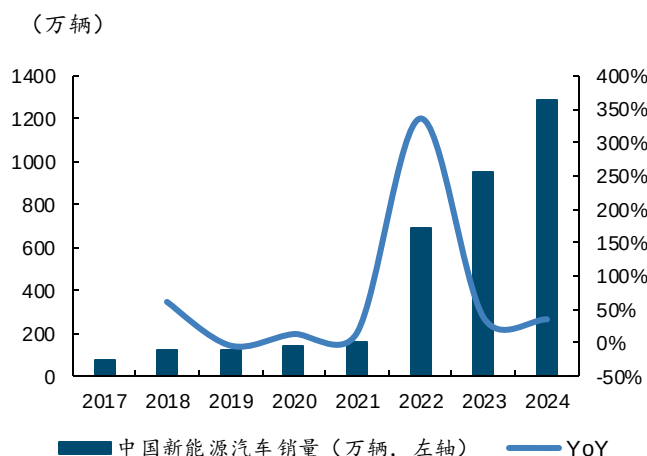


图表64：全球新能源汽车销量稳健增长

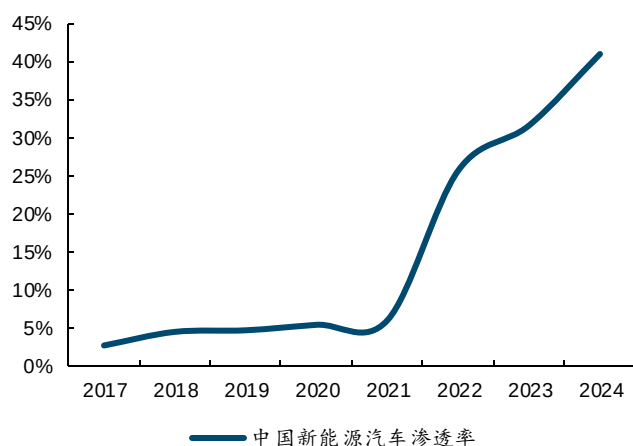


来源：汽车材料网，中国汽车工业协会，EV Sales，EV-Volumes，EVTank，国金证券研究所

图表65：中国新能源汽车销量稳健增长



图表66：中国新能源汽车渗透率快速提升



来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

L2 级辅助驾驶指同时具备横向控制（方向）和纵向控制（加减速）的基础辅助驾驶功能，如车道保持（LCC）、自适应巡航（ACC）等，根据盖世汽车数据，整体乘用车市场方面，2024 年国内乘用车新车 L2 及以上 ADAS 装配量达 1098 万辆，渗透率为 47.9%，其中新能源车 L2 及以上渗透率为 56.9%，高于燃油车。

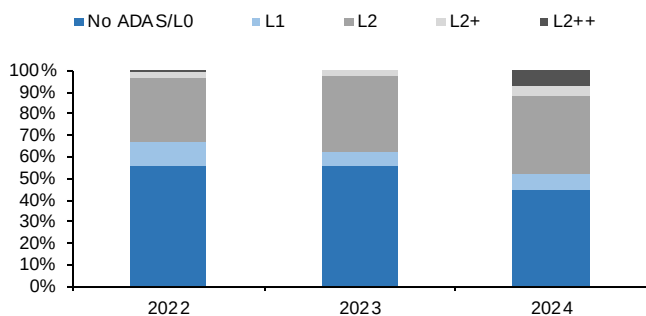
从品牌来看，新势力品牌渗透率普遍较高，2024 年 1-11 月，自主品牌 L2 总配套量为 571.9 万套，比亚迪以 120.3 万套位居榜首，代表的车型有宋 PLUS DM、元 PLUS、唐 DM 等。

从价格看，30 万元以下车型渗透率增长显著，是智能座舱普及的主要推动力。其中，10 万元以下智能座舱渗透率近半，10-20 万元渗透率 77.5%，20-30 万元达到 78.1%，显示出智能座舱技术正通过规模化应用突破成本限制，逐步下沉至大众消费市场。

随着辅助驾驶和无人驾驶技术日益成熟及应用加速，智能座舱渗透率不断提升，整车的人机交互正向个性化、便捷化和多模态发展。而车载显示与感知系统作为车内人机交互体验的核心载体，将迎来黄金发展期，中控屏、仪表盘、智能 B 柱、投显等交互核心部件的智能化与驾乘体验的提高密不可分，将不断提升出行标准与用户体验。

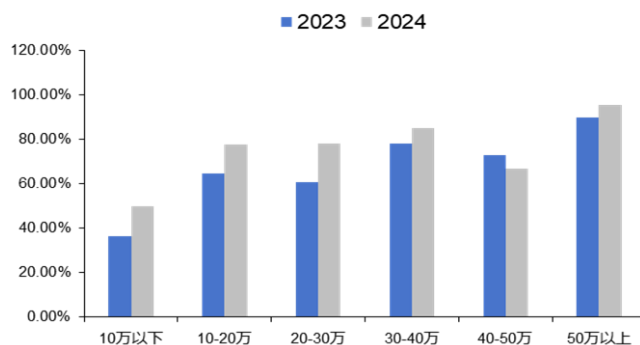


图表67：22-24 中国乘用车市场不同级别智驾渗透率



来源：盖世汽车，国金证券研究所

图表68：2023-2024 中国分价格区间智能座舱渗透率



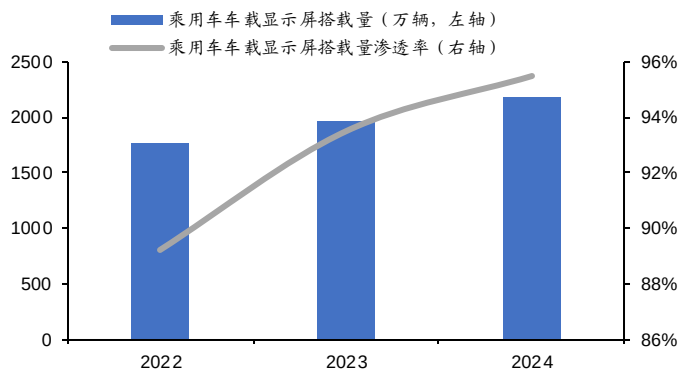
来源：盖世汽车，国金证券研究所

车载屏幕呈现大屏化、多屏化趋势。车载显示是智能座舱中最重要的交互端口。以前车内的屏幕一般只有中控屏、仪表屏、副驾屏，部分车型会搭载后排屏。近两年，随着显示需求和场景的增多，显示品类也逐渐增多，拓展到了 HUD、流媒体后视镜、智慧表面等。未来还将拓展出透明 A 柱、透明车窗等新品类。此外，核心车载显示屏幕以及投影品类的投影画幅呈现出大尺寸的态势。根据盖世汽车，2024 年数据显示，中国市场中控屏搭载量达 2187 万辆，渗透率升至 95.5%。

2024 年，全液晶仪表的搭载量占比已超 80%；10 英寸以上液晶仪表占比接近 70%，约 68%；全液晶仪表在 10-20 万价格区间占比超 50%，在 20 万以内价格区间占比达到 64%。中控屏尺寸以 10~15 英寸为主，15 英寸以上占比快速增加且加速向 10-20 万价格车型渗透。

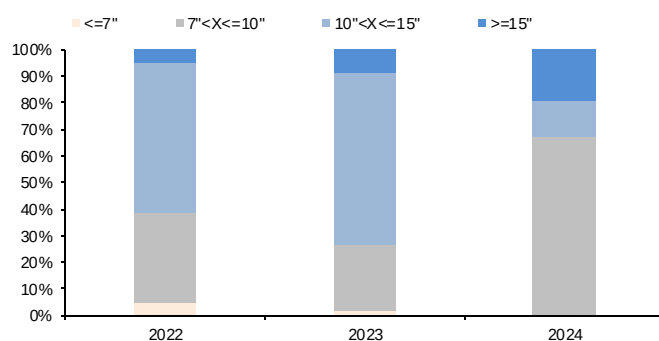
车载显示屏品质不断提升。当前，主机厂对于车载显示产品的需求更加多元化，显示效果要求大幅提高，传统的显示产品已经不足以满足需求。目前来看，透明显示屏、多屏联动、屏机分离、一体大屏、防窥隐私屏等成为了未来几年内车载显示发展的主流趋势，而显示技术也开始从 LCD 向 LTPS LCD、OLED、MicroLED 等方向快速演进。

图表69：22-24 乘用车车载显示屏搭载量及渗透率



来源：盖世汽车，国金证券研究所

图表70：不同尺寸中控屏占比情况



来源：盖世汽车，国金证券研究所

公司自 2018 年战略性布局汽车电子领域以来，依托公司在消费电子行业积累的智能硬件研发与制造经验，已构建覆盖智能座舱、智能网联、智能车控及智能驾驶四大领域的全栈式产品能力。在汽车产业向电气化、智能化转型的背景下，公司凭借三大核心优势实现业务突破：

(1) 研发优势：数千名精通 ARM 架构及安卓系统的工程师团队，支撑智能车控领域平台化 VCU 产品自主研发，并与客户联合预研智能网关及下一代域融合产品；

(2) 供应保障：基于消费电子业务建立的全球供应链体系，为主机厂提供车规级零部件的稳定供应；

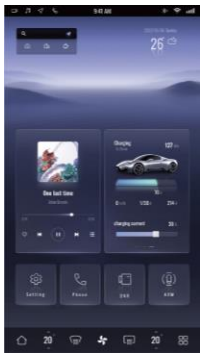
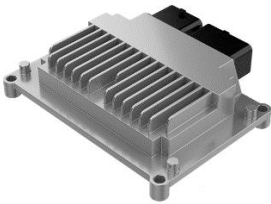
(3) 制造能力迁移：将手机/PC 制造的柔性化生产经验（含工艺流程共通性）成功复用于汽车电子，满足多品类、小批量需求的车规级标准。

目前公司在智能座舱及车载中控屏基础上，智驾域控产品于头部车企完成项目定点，并在



“三电”领域成功切入新势力电机供应链，在北京汽车新势力处，继小的电驱项目后，又获得新车型更大量的电驱产品项目及三合一一体域控产品项目，预计明后年贡献良好业绩；海外市场依托日本等地品质口碑加速客户突破；公司的车规级工厂能力获行业认可，支撑全栈交付与智驾制造需求；2025 上半年公司汽车业务在主力产品座舱方向取得进展，全栈自研的座舱产品开始大批量出货，单月出货量达 3 万多台，代表自研产品链条从客户突破到上车的完整闭环。

图表71：公司主要汽车电子产品

产品图	产品名称	简介
	座舱域控制器	将多个操作系统和安全级别的功能融合到一个平台上，以高集成、高性能、高扩展性等方面的优势满足整车厂商的个性化定制开发需求。
	信息娱乐系统	从收音到影音娱乐，掌握外观工艺、音效处理、图像处理、导航定位、手机互联等核心技术，融合丰富的车联网生态，为客户提供丰富的可定制化信息娱乐产品。
	HMI	为客户提供基于 6125 芯片、8155 芯片等多款硬件平台的 HMI 整体设计解决方案，即从产品理念到用户研究、场景分解、UX 设计、2D/3D 动效设计、3D UI 设计、VPA 原画设计、3D 场景搭建、模型渲染、量产 HMI 页面输出、开发落地对接等一站式服务。
	VCU	通过 Can/Can FD 采集电机及电池状态以及自身 I/O 采集加速/制动踏板信号、执行器及传感器信号，保持整车的正常行驶、制动能量回馈、驱动系统及动力电池的能量管理、网络管理、故障诊断、车辆状态监控。
	智能网关	拥有 20 路 CAN、4 路 LIN、10 路以太网等丰富的网络接口，可充分满足网关、VCU、仪表中控显示、告警音频输出、车身控制、OTA、智能诊断、数据采集等功能需求。
	5G-V2X Tbox	基于车联网技术智能服务系统中的采集终端，拥有分盒子和智能天线两个版本，支持 5G 和 C-V2X 先进技术，可扩展车辆全数据采集、音视频监控、亚米级高精度定位和行车智能提醒等高端应用。

来源：公司官网，国金证券研究所

商业化进程上，公司已实现从技术验证到规模量产的跨越，2024 年公司汽车及工业产品业务营收突破 15 亿元，同比增长 91%，智能座舱全栈交付能力获客户认可，智能驾驶域控制器在头部车企完成定点，电机产品切入新势力供应链。2025H1，公司汽车电子业务实现营收 10.4 亿元，同比增长 62.5%，尽管当前仍处战略投入期，但随着高端产品占比提



升及规模效应释放，我们预计 2025 年该业务有望迎来约十亿的增量营收。

4.3、十年技术杠杆，并购豪成开启机器人第二曲线

预计 25 年是人形机器人量产元年，26 年产业商业化爆发。从国内外人形机器人厂商研发进展上看，国内外厂商进展几乎处于同一起跑线。2024 年是全球人形机器人原型机发布元年，例如 1XTech 发布双足人形机器人 NEO、开普勒发布先行者 K2、波士顿动力发布电动版人形机器人进入 atlas 等。2025 年，人形机器人产业有望进入量产、集中功能测试阶段，马斯克表示，特斯拉 25 年将生产 1 万台 Optimus 机器人，如果一切顺利，特斯拉可能 26 年中开始量产 1 万台/月机器人。

图表72：国内外人形机器人典型代表公司商业化进展情况

机器人公司	成立时间	产品名称	产品 首发时间	商业化计划（单位：台）		
				2024A	2025E	2026E
特斯拉	2003 年	OptimusGen2	2022 年	测试	10000	10000/月
FigureAI	2022 年	Figure01/02	2023 年	小批量		
1XTechnologies	2014 年	NEOBeta	2024 年 8 月	20	1000	
SanctuaryAI	2018 年	PhoenixGen7	2023 年 1 月	原型机	1000	
Apptроник	2016 年	Apollo	2023 年	原型机	小批量	
AgilityRobotics	2015 年	Digitv4a	2019 年	原型机	1000+	
波士顿动力	1992 年	电动版 atlas	2024 年 10 月	原型机	试生产	
优必选	2012 年	WalkerS1	2024 年 10 月	工厂测试	500	
智元机器人	2023 年	远征 A1/A2	2023 年 8 月	累计生产近 1000 台	规模化量产	
宇树科技	2016 年	UnitreeH1/G1	2023 年 8 月	小批量		
乐聚机器人	2023 年	夸父	2023 年 12 月	小批量	截至 1 月 17 日已批量交付 100 台	
开普勒机器人	2023 年	先行者 K2	2024 年 10 月	小批量	批量生产	
小鹏汽车	2015 年	Iron	2024 年 11 月	原型机		
魔法原子	2024 年	MagicBot	2024 年 12 月	原型机	100	1000
傅利叶	2015 年	GR-1 通用人形机器人	2023 年 7 月	100		
小米	2010 年	CyberOne	2022 年 8 月	原型机		
星尘智能	2022 年	AstribotS1	2024 年 8 月	原型机		
银河通用机器人	2023 年	GalbotG1	2024 年 6 月	原型机	小批量	量产
帕西尼感知科技	2021 年	TORA-ONE	2024 年 8 月	原型机		
星动纪元	2023 年	小星	2023 年 8 月	原型机		
天链机器人	2012 年	T1	2024 年 8 月	小批量		

来源：各公司官网，车家号，车质网，电子工程世界，界面新闻，The Motley Fool，卓乎，DeepTech 深科技，机器人大讲堂，澎湃新闻，CyberDaily，智源社区，



人形机器人场景应用联盟，具身智能大讲堂，科技漩涡，中国机器人网，智教新媒，CNBC，高工人形机器人，维科网机器人，网界科技资讯，投资界，上海证券报，上海人工智能研究院，EqualOcean，机器人技术与运用，财联社，36氪，IT之家，企查查等，国金证券研究所（灰色底纹是国外机器人公司），国金证券研究所

公司已将机器人业务定位为三大新兴战略板块之一，2025年1月，公司通过全资子公司上海摩勤智能技术有限公司收购深圳豪成智能科技75%股权切入市场，并成立广东昊勤机器人科技有限公司整合资源，该战略举措标志着其向机器人领域系统性扩张的关键里程碑，此次交易的核心价值在于高效整合豪成智能的成熟技术积淀与商业化能力，该公司成立于2023年，但其技术团队拥有十年扫地机器人开发经验，管理团队历经两年深度磨合已形成稳定高效的运营体系，并于2024年第四季度成功突破行业头部客户，验证了产品市场化能力。对华勤而言，此次收购实现了三重战略协同，其一是实现技术卡位零时差，直接获取豪成在家庭清洁机器人领域（涵盖扫地机、擦窗机、割草机等）的完整技术栈，快速构建从消费电子向服务机器人延伸的技术通道；其二是实现客户资源全球化，依托华勤覆盖北美、日本等地的国际客户网络，加速豪成产品出海进程，例如借力华勤北美大客户生态开拓智能家居市场；其三是达成制造能力升维，豪成的垂直整合能力与华勤的全球制造基地结合，显著强化机器人产品的成本竞争力与交付弹性。

此次并购更深度契合华勤的战略转型需求，面对毛利率承压，公司亟需开辟新兴增长极。机器人业务被列为三大新兴业务方向之一，而豪成的技术资产与客户突破使其成为理想载体。通过控股而非全资收购的模式，华勤在控制风险的同时激发创业团队活力，为后续向人形机器人等高端领域拓展埋下伏笔。目前公司正构建覆盖清洁机器人（扫地机、擦窗机、割草机）、工业机器人及健康养老机器人的全品类布局，并已启动人形机器人研发，计划于2025年完成专业团队建设与模型机开发。依托消费电子领域积累的硬件集成与AIoT技术积淀，公司正推动业务从初级场景向高端领域跃迁，随着“3+N+3”战略深化，机器人业务有望成为继汽车电子后的新增长极。

五、盈利预测及估值

5.1、盈利预测：未来三年归母净利润复合增速达到27.3%

根据前述分析，我们对公司的主营业务情况进行假设：

- 1) 高性能计算业务：AI驱动高增长，毛利率结构趋稳。根据公司公布的2025年半年报，公司2025H1实现营业收入839.39亿元，同比增长113.06%；实现归属母公司股东的净利润18.89亿元，同比增长46.3%。数据中心业务受益全球AI算力需求爆发，2024年营收突破200亿元基数下，假设2025-2027年同比增速分别为106%/50%/35%。核心支撑为服务器与交换机份额提升叠加国内CSP算力开支增长导致的出货量提升；笔电产品线，因新切入大客户惠普叠加AIPC渗透率提升，假设2025-2027年营收增速14%/10%/4%；平板电脑业务，因消费电子需求回暖+份额扩张，假设2025年增速17%，2026-2027年维持3%，略高于行业均值。毛利率方面，AI服务器毛利率承压，但交换机业务毛利率改善形成对冲，笔电/平板毛利率持稳，综合假设2025-2027年该业务毛利率区间稳定于7.3%-7.5%。
- 2) 智能终端业务：量增逻辑主导，盈利质量修复。智能手机业务，因市场份额扩张+行业竞争趋缓，2024年低价订单出清后增速回升，假设2025-2027年增速28%/10%/8%；智能穿戴业务，公司收购易路达切入北美大客户供应链，协同新品放量效应，假设2025-2027年增速170%/30%/15%。毛利率方面，公司智能手机业务因价格战缓和导致毛利率回升叠加穿戴设备规模效应释放，驱动整体毛利率回升，假设2025-2027年智能终端业务毛利率回升至9.6%-9.7%。
- 3) 新兴业务：第二曲线加速成型，高毛利特性延续。AIoT业务方面，智慧生活场景渗透深化，生态协同效应逐渐起效，VRAR产品随北美大客户新产品落地量产出货，假设2025-2027年增速80%/50%/30%，因技术壁垒毛利率缓降分别为11.5%-12%；汽车及工业产品方面，随着机器人/车规级硬件量产落地，公司超前研发投入转化期，假设公司2025-2027年汽车及工业产品业务增速60%/40%/30%，固定制化能力维持18%高毛利。

费用情况：（1）公司为保持其技术领先性，持续加大研发投入，优化研发流程，加强研发创新，但如前文所述，公司营收规模增速相比研发费用增速更高，因此综合考虑公司新产品研发需求及规模效应影响，假设2025-2027年公司研发费用率为3.66%、3.65%、3.64%。

（2）随着公司销售规模扩张，销售费用受规模效应影响，假设2025-2027年公司销售费用率为0.2%、0.2%、0.2%。（3）公司业务规模持续扩张，持续优化管理环节，控制成本费用，整体管理效率较高，假设2025-2027年管理费用率为1.68%、1.68%、1.67%。

综上假设，我们预计2025-2027年公司营收合计为1606亿元、1999亿元和2362亿元，



同比增幅达到 46%、25%、18%，毛利润合计为 139 亿元、172 亿元和 205 亿元，对应毛利率为 8.6%、8.6%、8.7%，归母净利润合计为 40 亿元、50 亿元、60 亿元，对应净利率为 2.5%、2.5%、2.6%，归母净利润 3 年 CAGR 达 27.3%。

图表73：华勤技术营业收入、毛利、归母净利润预测

单位：亿人民币	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	926.46	853.38	1098.78	1605.97	1999.47	2362.32
YoY	10.61%	-7.89%	28.76%	46.16%	24.50%	18.15%
毛利	91.21	96.69	102.21	138.69	172.22	204.65
毛利率	9.85%	11.33%	9.30%	8.64%	8.61%	8.66%
归母净利润	25.64	2,707	2,926	4,006	5,010	6,029
YoY	35.44%	5.59%	8.10%	36.92%	25.06%	20.34%
净利率	2.77%	3.17%	2.66%	2.49%	2.51%	2.55%
1. 高性能计算	481.4	490.86	632.2	923.51	1183.06	1435.82
YoY	26.09%	1.97%	28.79%	46.08%	28.10%	21.36%
毛利		46.17	49.15	67.99	87.55	107.69
毛利率		9.41%	7.77%	7.36%	7.40%	7.50%
2. 智能终端	405.89	312.72	353.16	517.19	593.48	652.14
YoY	-0.91%	-22.95%	12.93%	46.45%	14.75%	9.88%
毛利		38.48	31.78	50.91	57.57	62.61
毛利率		12.30%	9.00%	9.84%	9.70%	9.60%
3. AIoT 及其他	8.81	16.23	46.72	84.10	126.14	163.99
YoY	-24.38%	84.22%	187.86%	80%	50%	30%
毛利		3.28	7.14	9.67	14.63	19.68
毛利率		20.19%	15.29%	11.5%	11.60%	12%
4. 汽车及工业产品		8.17	15.62	24.99	34.99	45.49
YoY			91.19%	60.00%	40.00%	30.00%
毛利		1.5	3	4.50	6.30	8.19
毛利率		18.33%	19.20%	18%	18%	18%
5. 其他	30.36	25.4	51.07	56.18	61.79	64.88

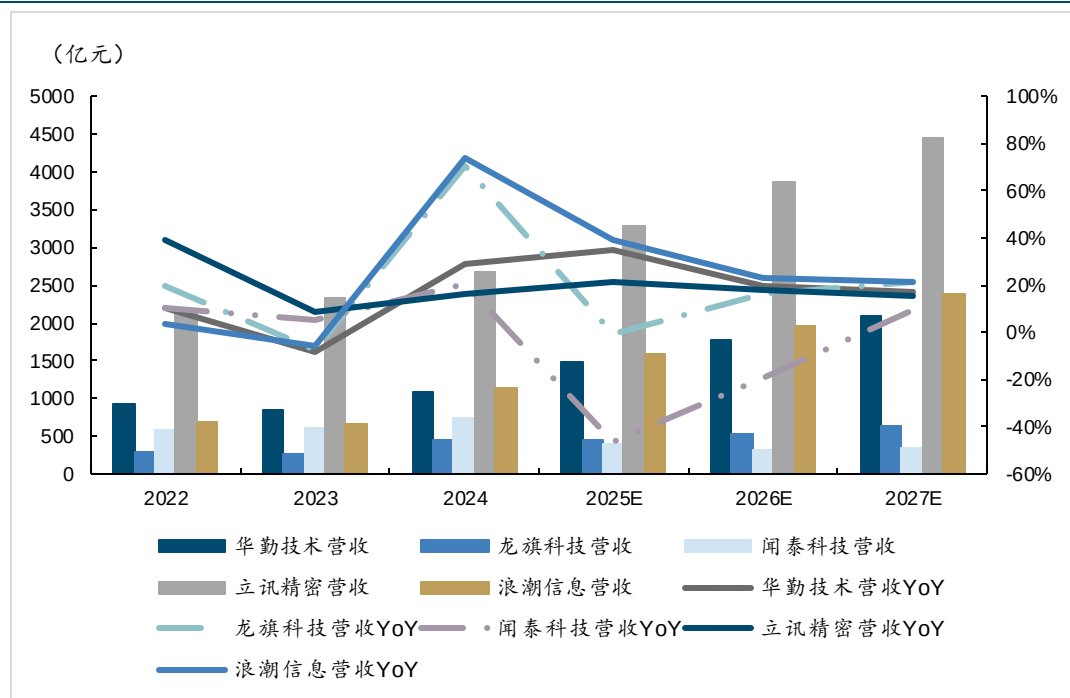
来源：ifind，国金证券研究所

5.2、上行周期估值偏成长，展望目标市值 1322 亿

选取龙旗科技、闻泰科技、立讯精密、浪潮信息作为公司的核心可比公司，主要基于业务模式协同性与增长极互补性的双重逻辑：龙旗与闻泰作为全球安卓手机头部 ODM 厂商（三者合计占安卓智能手机 ODM 市场 70% 份额），与华勤共享相似的智能硬件代工基因与客户结构，消费电子毛利率区间高度重叠，可精准锚定其 ODM 主业的基本盘估值；立讯精密则凭借苹果代工龙头的精密制造能力及快速崛起的 AI 服务器业务，为华勤的精密制造升级与 AI 算力拓展提供双重参照；浪潮信息作为国内服务器品牌龙头，直接对标华勤数据中心业务。这一组合构建了“ODM 规模效应+精密制造与 AI 算力协同+纯服务器溢价”的立体估值坐标系，全面覆盖华勤从传统 ODM 向高端制造与算力基建跃迁的成长路径。



图表74：华勤技术及其可比公司 2022-2027 营业收入、同比及预测值



来源：ifind，国金证券研究所

我们采用可比公司估值法，选取龙旗科技、闻泰科技、立讯精密、浪潮信息作为可比公司，四家可比公司 2025 年平均 PE 预测值为 33x，因此给予公司 2025 年 33 倍 PE，取 2025 年预期净利润 40.06 亿元，给予公司 1322 亿目标市值，对应股价 130.15 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表75：华勤技术可比公司估值

证券代码	证券简称	股价	EPS					PE				
			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
603341.SH	龙旗科技	44.84	1.49	1.08	1.32	1.99	2.6	—	43.39	34.03	22.67	17.29
600745.SH	闻泰科技	43.53	0.95	-2.28	0.97	1.93	2.43	44.52	-17.04	44.9	22.57	17.94
002475.SZ	立讯精密	52.74	1.53	1.85	2.31	2.84	3.37	22.52	22.07	22.81	18.61	15.68
000977.SZ	浪潮信息	63.77	1.21	1.56	2.05	2.56	3.14	27.41	33.33	31.04	24.92	20.3
平均								31.48	20.44	33.20	22.19	17.80
603296.SH	华勤技术	89.85	3.74	2.88	3.94	4.93	5.94	21.38	24.63	22.78	18.22	15.14

来源：ifind，国金证券研究所，华勤技术数据选取本研究预测值，其余数据截至 2025 年 9 月 15 日。

五、风险提示

5.1、消费电子需求修复不及预期

根据前述逻辑，消费电子行业需求修复是保证公司基本盘稳定增长，如若需求修复不及预期，则会导致公司基本业务盈利不及预期，从而拖累整体的盈利表现。

5.2、AI 发展不及预期

根据前述逻辑，AI 是推动公司数据中心业务营收增长的关键领域，公司服务器、交换机订单放量都离不开 AI 相关需求的爆发，如若 AI 发展推进进度不及预期，则公司盈利不及预期。

5.3、地缘政治导致的政策或关税风险

中美科技博弈常态化背景下，政策反复性与技术安全危机构成核心风险敞口，H2O 芯片虽于 2025 年 7 月解禁，但舆论传言的“追踪定位”后门功能触发中方安全审查，若整改未达要求或美国政策转向，可能再度面临禁售风险，后续新一代产品亦存在遭美国封锁的潜



在威胁。同步潜在的关税升级压力若无法通过客户转嫁或国外产能对冲，将直接侵蚀毛利率。当前解禁本质是美方“次级芯片倾销”策略的战术回调，企业需警惕政策突变与供应链成本激增构成的“灰犀牛”风险。

5.4、行业竞争加剧

消费电子行业已进入存量时代，在行业需求没有较大变化的情况下，各厂商都正提升自身核心竞争力以获取订单提高市场份额，可能会加剧行业竞争情况，如若未来消费电子 ODM 行业或数据中心 ODM 行业竞争加剧导致产品价格下滑或订单不足，则会使得公司整体盈利不及预期。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	92,646	85,338	109,878	160,597	199,947	236,232
增长率		-7.9%	28.8%	46.2%	24.5%	18.1%
主营业务成本	-83,524	-75,669	-99,657	-146,728	-182,724	-215,767
%销售收入	90.2%	88.7%	90.7%	91.4%	91.4%	91.3%
毛利	9,121	9,669	10,221	13,869	17,222	20,465
%销售收入	9.8%	11.3%	9.3%	8.6%	8.6%	8.7%
营业税金及附加	-213	-294	-337	-450	-540	-638
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-207	-238	-217	-321	-400	-472
%销售收入	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-1,965	-2,167	-2,291	-2,698	-3,359	-3,945
%销售收入	2.1%	2.5%	2.1%	1.7%	1.7%	1.7%
研发费用	-5,047	-4,548	-5,156	-5,878	-7,298	-8,599
%销售收入	5.4%	5.3%	4.7%	3.7%	3.7%	3.6%
息税前利润 (EBIT)	1,689	2,424	2,219	4,522	5,626	6,810
%销售收入	1.8%	2.8%	2.0%	2.8%	2.8%	2.9%
财务费用	328	96	332	225	123	92
%销售收入	-0.4%	-0.1%	-0.3%	-0.1%	-0.1%	0.0%
资产减值损失	-112	-343	-118	-315	-190	-180
公允价值变动收益	331	275	-188	-70	-50	-50
投资收益	-133	4	262	100	100	100
%税前利润	n.a	0.1%	8.6%	2.2%	1.8%	1.5%
营业利润	2,804	2,831	3,022	4,462	5,608	6,772
营业利润率	3.0%	3.3%	2.8%	2.8%	2.8%	2.9%
营业外收支	-4	2	12	0	0	0
税前利润	2,800	2,834	3,034	4,462	5,608	6,772
利润率	3.0%	3.3%	2.8%	2.8%	2.8%	2.9%
所得税	-308	-178	-121	-535	-673	-813
所得税率	11.0%	6.3%	4.0%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	2,493	2,655	2,914	3,926	4,935	5,959
少数股东损益	-71	-51	-13	-80	-75	-70
归属于母公司的净利润	2,564	2,707	2,926	4,006	5,010	6,029
净利率	2.8%	3.2%	2.7%	2.5%	2.5%	2.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2,493	2,655	2,914	3,926	4,935	5,959
少数股东损益	-71	-51	-13	-80	-75	-70
非现金支出	998	1,429	1,361	1,580	1,761	2,125
非经营收益	-8	154	86	599	560	640
营运资金变动	-915	-389	-2,985	-5,686	1,505	-506
经营活动现金净流	2,567	3,850	1,376	419	8,762	8,218
资本开支	-2,332	-1,446	-2,048	-3,089	-2,968	-3,058
投资	-1,024	-1,936	-1,718	-2,070	-1,992	-939
其他	162	57	147	100	100	100
投资活动现金净流	-3,194	-3,325	-3,619	-5,059	-4,860	-3,897
股权募资	0	5,762	74	119	0	0
债权募资	2,386	184	5,589	7,019	4,121	2,285
其他	-1,127	-509	-2,316	-2,030	-2,565	-3,052
筹资活动现金净流	1,259	5,437	3,348	5,108	1,556	-767
现金净流量	607	5,728	1,195	468	5,458	3,554

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,851	12,756	13,653	13,984	19,345	22,832
应收款项	14,947	14,826	26,308	38,384	42,311	49,989
存货	6,211	4,344	11,476	14,472	17,522	20,690
其他流动资产	2,050	4,208	4,785	7,665	7,153	7,877
流动资产	31,059	36,134	56,222	74,504	86,331	101,388
%总资产	70.9%	70.1%	73.7%	78.6%	79.3%	81.2%
长期投资	3,766	3,649	4,111	3,946	3,836	3,736
固定资产	7,210	7,627	9,560	9,019	11,340	12,376
%总资产	16.5%	14.8%	12.5%	9.5%	10.4%	9.9%
无形资产	1,253	1,269	3,230	3,222	3,246	3,269
非流动资产	12,762	15,376	20,075	20,335	22,542	23,476
%总资产	29.1%	29.9%	26.3%	21.4%	20.7%	18.8%
资产总计	43,821	51,510	76,297	94,839	108,873	124,863
短期借款	2,722	4,930	9,313	14,082	17,703	19,688
应付款项	22,432	21,771	37,729	45,450	51,594	60,924
其他流动负债	2,023	1,724	2,627	3,683	4,528	5,337
流动负债	27,178	28,426	49,669	63,216	73,825	85,949
长期贷款	3,386	1,345	2,473	4,973	5,473	5,773
其他长期负债	846	896	1,231	1,284	1,277	1,296
负债	31,410	30,667	53,373	69,473	80,575	93,018
普通股股东权益	12,383	20,866	22,543	25,066	28,072	31,690
其中：股本	652	724	1,016	1,016	1,016	1,016
未分配利润	6,437	9,081	10,955	13,358	16,365	19,982
少数股东权益	28	-23	381	301	226	156
负债股东权益合计	43,821	51,510	76,297	94,839	108,873	124,863

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	3.933	3.737	2.880	3.944	4.933	5.936
每股净资产	18.997	28.811	22.191	24.677	27.637	31.198
每股经营现金净流	3.939	5.316	1.354	0.412	8.625	8.090
每股股利	0.000	1.200	0.900	1.578	1.973	2.374
回报率						
净资产收益率	20.70%	12.97%	12.98%	15.98%	17.85%	19.03%
总资产收益率	5.85%	5.26%	3.84%	4.22%	4.60%	4.83%
投入资本收益率	8.00%	8.26%	6.05%	8.80%	9.46%	10.30%
增长率						
主营业务收入增长率	10.61%	-7.89%	28.76%	46.16%	24.50%	18.15%
EBIT 增长率	78.40%	43.52%	-8.44%	103.77%	24.41%	21.06%
净利润增长率	35.44%	5.59%	8.10%	36.92%	25.06%	20.34%
总资产增长率	-3.14%	17.55%	48.12%	24.30%	14.80%	14.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	64.4	61.3	66.1	85.0	75.0	75.0
存货周转天数	30.7	25.5	29.0	36.0	35.0	35.0
应付账款周转天数	78.9	74.7	81.7	90.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	21.1	28.5	25.9	18.1	17.7	15.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-19.78%	-44.57%	-14.25%	14.47%	8.59%	3.86%
EBIT 利息保障倍数	-5.1	-25.4	-6.7	-20.1	-45.8	-74.4
资产负债率	71.68%	59.54%	69.95%	73.25%	74.01%	74.50%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	13	18	27	52
增持	1	3	4	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.19	1.18	1.13	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究