

基本盘稳固，多元业务驱动增长

核心观点

- **消费电子基本盘稳固，短期行业扰动不改公司向上趋势。**近期部分投资者担心存储涨价将传导至终端消费者，进而引发市场对终端销量以及存储外其他供应链环节盈利能力的担忧。我们认为公司主要客户均为国内外头部品牌，其与上游核心供应商通常会签署长期协议，锁定价格与库存，且从商业模式来看，ODM行业存储均采用客供料形式，存储、OLED屏或主控等相关客供料环节涨价不会挤占公司盈利能力。从出货量维度，一方面整个行业ODM渗透率不断提升，另一方面头部ODM厂商的市场份额将继续提升，因此我们认为公司手机ODM出货量仍有望维持增长。同时公司智能穿戴、AIOT等业务高速增长，25年前三季度公司AIOT收入55亿元，同比增长73%，各类海外客户合作的智能家居产品、XR、游戏机产品等持续放量，公司消费电子基本盘稳固。
- **PC ODM 国内领先，突破海外客户份额持续提升。**公司在24年笔电出货量突破1500万台的基础上持续突破，25年前三季度公司笔电业务实现超30%的收入增长，预计25年全年收入超300亿元，出货量预计达到1800万台，公司预计26年笔电发货量继续保持高增长，北美大客户的笔电项目在2025年下半年正式量产，2025年贡献比较少，2026年会开始规模贡献收入增量。随着华勤在PC的核心竞争力和优势进一步显现，在客户端份额有望进一步提升，并且有机会进一步开拓新的海外大客户，预计未来公司在全球笔电ODM份额持续提升，缩小与台厂差距。
- **数据中心业务持续高增可期，产品结构进一步优化。**25年前三季度公司数据中心业务保持翻倍增长，预计全年营收达到400亿元以上。部分投资者担心公司数据中心业务面对地缘政治不确定性，但我们认为1)公司不仅在AI服务器方面实现倍数级增长，同时在通用服务器和交换机方面也实现了高速增长。2)公司过去几年在数据中心积累了跨平台系统研发设计能力，在国产平台陆续验证适配。我们预计未来数据业务仍然能实现收入持续增长，产品结构也将会进一步优化，同时有望实现盈利能力的稳步提升。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司25-27年归母净利润分别为41/52/63亿元（原25-27年预测分别为39/48/58亿元，主要上调PC、数据中心等业务收入预测），根据可比公司26年21倍PE估值，对应目标价为107.73元。

风险提示

- 终端需求不及预期风险、贸易环境变动风险、其他收益占比过高风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	85,338	109,878	158,374	194,316	233,809
同比增长(%)	-7.9%	28.8%	44.1%	22.7%	20.3%
营业利润(百万元)	2,831	3,022	4,525	5,790	6,978
同比增长(%)	1.0%	6.7%	49.7%	28.0%	20.5%
归属母公司净利润(百万元)	2,707	2,926	4,072	5,211	6,280
同比增长(%)	5.6%	8.1%	39.2%	28.0%	20.5%
每股收益(元)	2.66	2.88	4.01	5.13	6.18
毛利率(%)	11.3%	9.3%	9.7%	9.8%	9.8%
净利率(%)	3.2%	2.7%	2.6%	2.7%	2.7%
净资产收益率(%)	16.3%	13.5%	16.5%	17.6%	17.8%
市盈率	32.4	30.0	21.5	16.8	14.0
市净率	4.2	3.9	3.3	2.7	2.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

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

投资评级 买入（维持）

股价（2025年11月24日）	86.37元
目标价格	107.73元
52周最高价/最低价	111.03/54.8元
总股本/流通A股（万股）	101,573/57,118
A股市值（百万元）	87,729
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025年11月25日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-0.29	-9.47	-9.29	41.53
相对表现%	2.97	-4.91	-10.89	26.47
沪深300%	-3.26	-4.56	1.6	15.06



证券分析师

韩潇锐	执业证书编号：S0860523080004 hanxiaorui@orientsec.com.cn 021-63326320
蒯剑	执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856 kuaijian@orientsec.com.cn 021-63326320
薛宏伟	执业证书编号：S0860524110001 xuehongwei@orientsec.com.cn 021-63326320

联系人

李晋杰	执业证书编号：S0860125070012 lijinjie@orientsec.com.cn 021-63326320
-----	--

相关报告

多品类驱动增长，全球化布局彰显韧性	2025-04-29
智能硬件 ODM 全球龙头，AI 赋能多品类共生成长	2024-04-02

盈利预测与投资建议

我们预测公司 25-27 年归母净利润分别为 41/52/63 亿元（原 25-27 年预测分别为 39/48/58 亿元，主要上调 PC、数据中心等业务收入预测），根据可比公司 26 年 21 倍 PE 估值，对应目标价为 107.73 元。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2025/11/24	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E
歌尔股份	002241	27.57	0.75	0.94	1.19	1.44	36.68	29.30	23.21	19.11
闻泰科技	600745	40.84	-2.28	1.52	2.19	2.69	-17.94	26.93	18.62	15.20
浪潮信息	000977	59.10	1.56	1.85	2.43	3.08	37.96	31.94	24.30	19.17
龙旗科技	603341	39.14	1.07	1.38	1.98	2.74	36.66	28.32	19.80	14.28
蓝思科技	300433	26.50	0.69	0.96	1.29	1.57	38.64	27.60	20.59	16.84
	最大值						38.64	31.94	24.30	19.17
	最小值						(17.94)	26.93	18.62	14.28
	平均数						26.40	28.82	21.31	16.92
	调整后平均						37.10	28.40	21.20	17.05

数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

终端需求不及预期风险、贸易环境变动风险、其他收益占比过高风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	12,756	13,653	15,837	25,261	35,071	营业收入	85,338	109,878	158,374	194,316	233,809
应收票据、账款及款项融资	14,467	25,532	36,800	45,152	54,329	营业成本	75,708	99,657	143,003	175,181	210,863
预付账款	42	122	176	217	261	营业税金及附加	294	337	486	596	718
存货	4,344	11,476	16,468	20,173	24,282	销售费用	199	217	297	364	438
其他	4,525	5,438	5,773	6,027	6,306	管理费用及研发费用	6,714	7,447	10,387	12,550	14,867
流动资产合计	36,134	56,222	75,055	96,830	120,249	财务费用	(96)	(332)	72	137	246
长期股权投资	1,147	1,648	1,648	1,648	1,648	资产、信用减值损失	343	118	153	197	199
固定资产	6,656	7,800	8,237	8,894	9,631	公允价值变动收益	275	(188)	0	0	0
在建工程	971	1,760	2,986	3,844	4,445	投资净收益	4	262	50	0	0
无形资产	1,179	1,791	1,725	1,659	1,592	其他	375	516	500	500	500
其他	5,423	7,076	7,028	6,982	6,982	营业利润	2,831	3,022	4,525	5,790	6,978
非流动资产合计	15,376	20,075	21,624	23,027	24,298	营业外收入	8	14	0	0	0
资产总计	51,510	76,297	96,680	119,857	144,547	营业外支出	5	2	0	0	0
短期借款	3,845	7,982	7,536	13,303	18,188	利润总额	2,834	3,034	4,525	5,790	6,978
应付票据及应付账款	21,634	37,281	53,496	65,533	78,881	所得税	178	121	452	579	698
其他	2,948	4,406	4,623	4,784	4,961	净利润	2,655	2,914	4,072	5,211	6,280
流动负债合计	28,426	49,669	65,654	83,621	102,030	少数股东损益	(51)	(13)	0	0	0
长期借款	1,345	2,473	2,473	2,473	2,473	归属于母公司净利润	2,707	2,926	4,072	5,211	6,280
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	2.66	2.88	4.01	5.13	6.18
其他	896	1,231	1,231	1,231	1,231						
非流动负债合计	2,241	3,704	3,704	3,704	3,704	主要财务比率					
负债合计	30,667	53,373	69,358	87,324	105,734		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	(23)	381	381	381	381	成长能力					
实收资本 (或股本)	724	1,016	1,016	1,016	1,016	营业收入	-7.9%	28.8%	44.1%	22.7%	20.3%
资本公积	10,698	10,195	10,577	10,577	10,577	营业利润	1.0%	6.7%	49.7%	28.0%	20.5%
留存收益	9,358	11,275	15,348	20,559	26,839	归属于母公司净利润	5.6%	8.1%	39.2%	28.0%	20.5%
其他	86	57	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	20,843	22,924	27,321	32,532	38,813	毛利率	11.3%	9.3%	9.7%	9.8%	9.8%
负债和股东权益总计	51,510	76,297	96,680	119,857	144,547	净利率	3.2%	2.7%	2.6%	2.7%	2.7%
						ROE	16.3%	13.5%	16.5%	17.6%	17.8%
						ROIC	11.2%	8.4%	11.3%	12.1%	11.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	59.5%	70.0%	71.7%	72.9%	73.1%
净利润	2,655	2,914	4,072	5,211	6,280	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	905	1,731	958	1,103	1,234	流动比率	1.27	1.13	1.14	1.16	1.18
财务费用	(96)	(332)	72	137	246	速动比率	1.11	0.90	0.89	0.91	0.94
投资损失	(4)	(262)	(50)	0	0	营运能力					
营运资金变动	799	(3,199)	(294)	(209)	(146)	应收账款周转率	6.0	5.5	5.1	4.8	4.7
其它	(409)	523	18	56	62	存货周转率	14.1	12.3	10.1	9.5	9.4
经营活动现金流	3,850	1,376	4,777	6,298	7,677	总资产周转率	1.8	1.7	1.8	1.8	1.8
资本支出	(1,241)	(4,149)	(2,506)	(2,506)	(2,506)	每股指标 (元)					
长期投资	86	(501)	0	0	0	每股收益	2.66	2.88	4.01	5.13	6.18
其他	(2,170)	1,031	50	0	0	每股经营现金流	5.32	1.35	4.70	6.20	7.56
投资活动现金流	(3,325)	(3,619)	(2,456)	(2,506)	(2,506)	每股净资产	20.54	22.19	26.52	31.65	37.84
债权融资	(1,499)	1,373	0	0	0	估值比率					
股权融资	5,841	(212)	382	0	0	市盈率	32.4	30.0	21.5	16.8	14.0
其他	1,095	2,187	(519)	5,631	4,639	市净率	4.2	3.9	3.3	2.7	2.3
筹资活动现金流	5,437	3,348	(137)	5,631	4,639	EV/EBITDA	22.5	18.6	14.8	11.7	9.7
汇率变动影响	(235)	90	-0	-0	-0	EV/EBIT	30.0	30.5	17.9	13.8	11.4
现金净增加额	5,728	1,195	2,184	9,424	9,810						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

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

投资评级和相关定义

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

公司投资评级的量化标准

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

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

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

行业投资评级的量化标准：

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

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

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

免责声明

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

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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

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

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

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

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

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

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

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