

# 华勤技术 (603296)

## 超节点全栈交付筑造壁垒，国产算力放量驱动业绩高增

买入 (维持)

2026年04月08日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001  
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 陈海进

执业证书: S0600525020001  
chenhj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	109,878	171,437	201,450	242,608	286,437
同比 (%)	28.76	56.02	17.51	20.43	18.07
归母净利润 (百万元)	2,926	4,054	5,255	6,743	8,761
同比 (%)	8.10	38.55	29.62	28.31	29.93
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.88	3.99	5.17	6.64	8.63
P/E (现价&最新摊薄)	33.40	24.11	18.60	14.49	11.16

### 投资要点

- **公司构建多元化业务生态，打造“3+N+3”产品平台。**华勤技术深耕智能硬件 ODM 领域，利用多年积累构建 ODM 核心能力。战略布局“3+N+3”智能产品矩阵：构建了智能手机、笔记本电脑、服务器 3 大支柱型产品，前瞻性拓展汽车电子、机器人和软件 3 大新兴业务，打造多元业务体系。
- **AI 算力奠定算力业务高增基调，超节点入局构筑竞争壁垒。**算力需求爆发牵引数据中心市场需求，国产替代加剧助力公司保持行业领先地位。2025 年数据中心业务营收超 400 亿，2026 年计划实现 30%-50% 的同比增长。其中，三大头部云厂商贡献超过八成收入，行业和渠道客户 2026 年营收有望超过百亿规模。超节点方面，公司作为业内稀缺的自研交换机+AI 服务器全栈交付 ODM 厂商，赛道竞争格局优于传统单机柜，超节点订单有望在 26 年下半年放量，持续提升 AI 业务净利率。
- **非算力业务基本盘稳固增长，新兴业务开拓打开增量市场。**非算力板块基本盘扎实，营业收入保持稳定增长。穿戴业务迅猛增势维持移动终端业务的整体增长。笔电业务新签头部客户即将放量，有望成为营收核心增长点。新兴业务板块加速布局，研发与制造端共同发力，汽车电子业务有望实现翻倍高增，机器人业务产品落地持续进行，人形机器人研发进展顺利，完成机器人市场的前瞻性卡位。
- **整体业绩呈现明显的高增趋势，公司业务发展进入加速阶段。**公司对 2026 年全年增长保持信心，预计全年营收同比增长超 15% 突破 2000 亿元，利润增速有望高于营收增速。且后续伴随算力订单的进一步放量，公司业绩全年高增态势明晰。且公司港股上市进程顺利，有望在 2026 年 4 月完成发行。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润将达到 52.55 亿元、67.43 亿元和 87.61 亿元，对应 PE 为 18.60 倍、14.49 倍和 11.16 倍。公司具备适配国产卡的服务器全栈交付能力，以及超节点业务放量能力，我们维持“买入”评级。
- **风险提示：**AI 算力业务放量不及预期；国产 AI 芯片适配落地不及预期；港股发行及融资进度不及预期；汽车电子业务拓展不及预期；地缘政治导致的政策或关税风险；行业竞争加剧风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	96.22
一年最低/最高价	55.50/111.03
市净率(倍)	3.79
流通 A 股市值(百万元)	54,736.37
总市值(百万元)	97,733.77

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	25.40
资产负债率(% ,LF)	72.62
总股本(百万股)	1,015.73
流通 A 股(百万股)	568.87

### 相关研究

《华勤技术(603296): 智能产品平台龙头, AI 驱动数据中心+消费电子双重成长》

2025-05-17

## 内容目录

<b>1. “3+N+3”平台升级，智能硬件 ODM 龙头全域发展</b>	<b>4</b>
1.1. “3+N+3”智能产品平台跃迁，全球化布局构筑发展根基	4
1.2. 成熟业务提质与新兴业务拓展，公司业务呈现高增趋势	6
1.3. 大股东持股比例高，股权结构集中稳定	8
<b>2. 需求高涨释放广阔市场空间，华勤算力业务迎来全新发展节点</b>	<b>8</b>
2.1. AI 竞争引爆算力需求，华勤全栈式优势助力服务器业务高速增长	8
2.2. 华勤提前布局超节点业务，把握算力发展新风口	12
<b>3. 非算力业务基本盘稳固，多品类产品扩张稳步推进</b>	<b>14</b>
3.1. 移动终端业务增长稳健，为公司营收提供稳定收入支撑	14
3.1.1. ODM 渗透率呈上升趋势，手机业务维持行业领先地位	14
3.1.2. 可迁移技术积累打造核心竞争力，智能穿戴市场维持高速增长	15
3.2. 笔电市场开拓优质客户资源，订单放量促进业绩稳步提升	16
3.3. 战略性入局新兴业务，蓝海市场拓展成为核心增长引擎	17
3.3.1. 汽车电子：最快增长极	17
3.3.2. 机器人业务：第二增长曲线	21
<b>4. 盈利预测与投资建议</b>	<b>22</b>
4.1. 盈利预测	22
4.2. 投资建议	23
<b>5. 风险提示</b>	<b>24</b>

## 图表目录

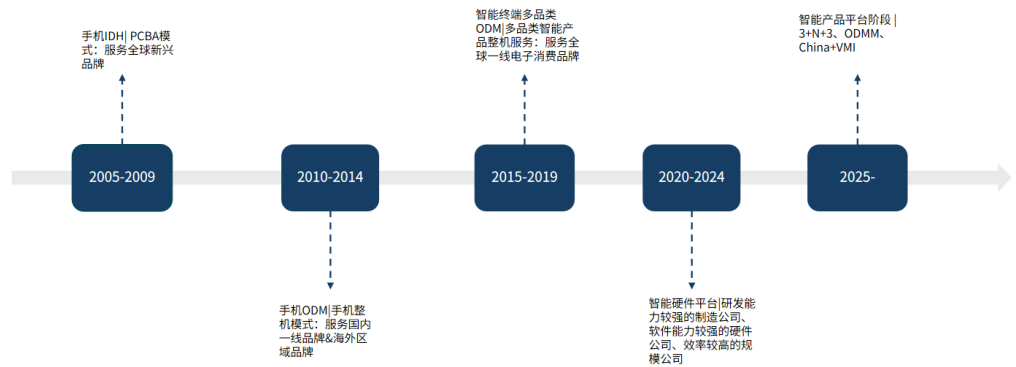
图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司“3+N+3”智能产品平台 .....	4
图 3: 公司 ODMM 体系.....	5
图 4: 公司全球“1+5+5”布局 .....	6
图 5: 2020-2025 年公司营业收入 .....	6
图 6: 2020-2025 年公司归母净利润 .....	6
图 7: 2025 年公司分产品营收和毛利率.....	7
图 8: 2020-2025 年公司期间费用率 .....	8
图 9: 公司股权结构图 (截止 2026 年 Q1) .....	8
图 10: 2024-2029 中国数据生成量预测 (单位: ZB) .....	9
图 11: 2022 年-2026 年云厂商资本支出 .....	9
图 12: 2023 年-2026 年 AI 服务器出货量年增长率 .....	10
图 13: 公司数据中心业务的高速增长.....	11
图 14: Scale Up & Scale Out 组网示意图 .....	12
图 15: 中国智能算力和通用算力规模.....	13
图 16: 2025 年 H1 全球智能手机市场 ODM 出货量份额 .....	14
图 17: 2024-2030 年全球可穿戴腕带设备市场出货量预测 .....	15
图 18: 2024-2026 年全球 AI PC 市场份额 .....	16
图 19: 25 年全球 PC 厂商出货量.....	16
图 20: 2023-2025.10 城市 NOA 搭载情况.....	18
图 21: 2022-2025 国内乘用车城市 NOA 车型 (分价格区间) 渗透率.....	18
图 22: 中国乘用车智能座舱搭载量及渗透率.....	18
图 23: 公司汽车电子产品.....	19
图 24: 2025 年人形机器人出货量.....	21
图 25: 华勤技术首款双足人形机器人.....	22
图 26: 华勤技术盈利预测.....	23
图 27: 可比公司估值表 (2026-2028 年), 信息统计时间截止于 2026 年 4 月 8 日 .....	24

## 1. “3+N+3” 平台升级，智能硬件 ODM 龙头全域发展

### 1.1. “3+N+3” 智能产品平台跃迁，全球化布局构筑发展根基

公司实现 IDH 模式到智能产品平台的业务转型，形成多品类产品结构的全面发展。公司成立于 2005 年，初期主要从事功能手机 IDH 服务。在完成初期经验积累后，公司抓住国内智能手机崛起风口，顺利完成 ODM 模式业务转型并开拓智能手机与平板电脑市场。自 2015 年到 2019 年，公司依靠研发与制造经验和良好的客户口碑，完善多品类 ODM 业务模式，并紧跟时代趋势相继切入笔电、智能硬件和服务器增量市场。2020 年公司正式提出“2+N+3”的产品结构，打造行业领先智能硬件平台。2024 底，公司战略进一步升级，利用“3+N+3”战略打造智能产品平台，积极布局汽车电子、机器人和软件三大新兴赛道，构建全方位的产品链条。

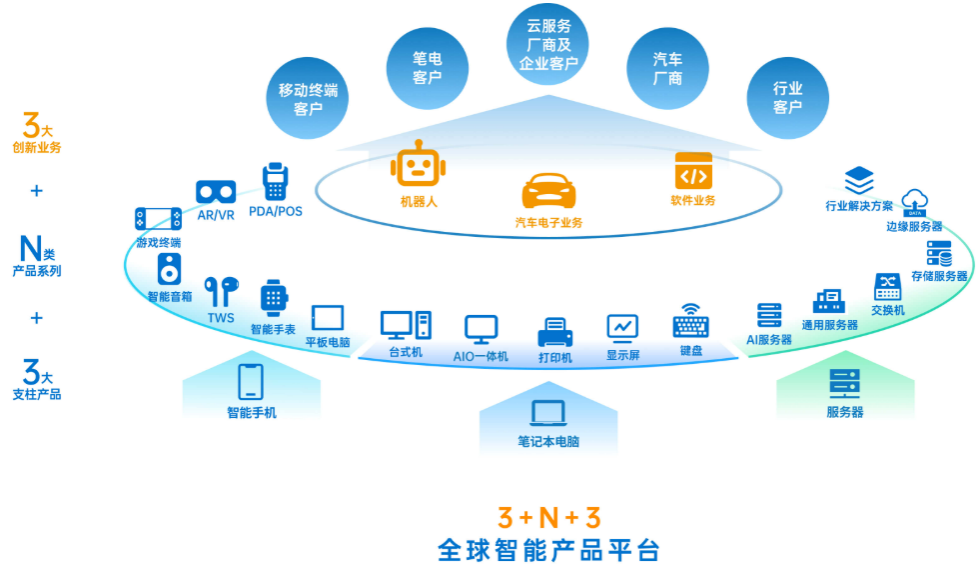
图1：公司发展历程



数据来源：华勤技术公司官网，东吴证券研究所

**战略性布局“3+N+3”智能产品矩阵，成熟业务稳中求进与新兴市场破局双管齐下。** 公司已完成“3+N+3”智能产品大平台的战略迭代升级，打造三大多元业务矩阵。“3+N”实际上可被拆分为三个“1+N”的核心产品组合，即以智能手机为中心的移动终端类产品组合、以个人电脑为中心的数字经济生产力产品组合和数据中心基础设施全栈产品组合。后一个“3”则代指公司对于汽车电子、机器人和软件业务三大新兴战略领域的拓展是驱动公司营收发展的动力引擎。通过“3+N+3”体系，公司打造以成熟业务为核心，以衍生生态为拓展，以新兴业务为动能的立体化产品战略布局。

图2：公司“3+N+3”智能产品平台



数据来源：华勤技术公司官网，东吴证券研究所

公司深耕智能硬件行业，以 ODMM 体系为核心竞争力巩固行业领先优势。公司在长期运营过程中搭建 ODMM 核心能力体系，涵盖高效运营、研发设计、先进制造和精密结构件四方面。高效运营方面，公司通过全流程数字化建设，持续提升全球海量交付能力和内部运营效率。研发设计方面，公司兼具 X86 和 ARM 架构整机设计能力，端到端 IPD 集成产品开发流程广泛适用于多项产品研发。制造方面，公司以智能制造理念推进工厂数字化转型，并利用优秀零部件创新和稳定交付能力巩固公司终端产品核心竞争力。

图3：公司 ODMM 体系



数据来源：华勤技术公司官网，东吴证券研究所

**“1+5+5”战略布局打造全球化供应链体系，研发与制造赋能产品全球交付能力。**公司为应对客户多元化需求和外部环境不确定性，坚持“1+5+5”的全球化布局。以上海总部为唯一轴心，在研发端建设上海、东莞、西安、南昌、无锡五大研发中心，形成人员规模超过 19000 人的强大研发团队。2025 年公司首届技术展集中呈现 130 余项创新成果，涵盖 6G 通讯、高可靠性液冷和超材料低音增强等多项前沿技术，展现强大研发生命力。制造端持续推进全球制造化制造布局，坚持“China+VMI”的国内基地与海外基地双供应体系，在国内依托东莞及南昌的地理区位优势 and 成熟产业集群建设制造中心，为客户提供高效敏捷的端到端服务。海外以越南、墨西哥、印度三大制造中心为支撑，满足全球客户大规模制造需求，提升产品的全球交付能力。2025 年越南和印度基地多品类产品出货峰值再创新高，墨西哥基地也已正式完成并购交割，China+VMI 全球制造布局进入协同运营新阶段，满足全球客户多样化交付需求。

图4: 公司全球“1+5+5”布局



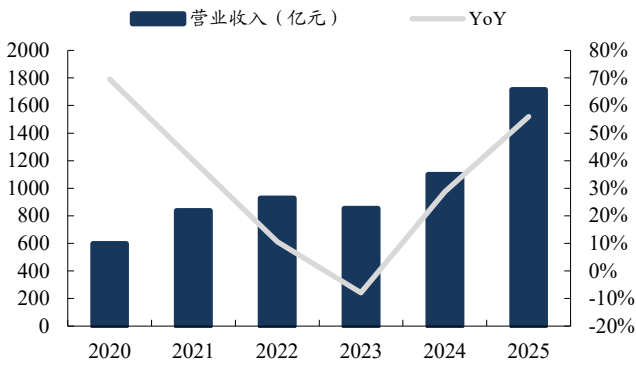
数据来源：华勤技术公司官网，东吴证券研究所

## 1.2. 成熟业务提质与新兴业务拓展，公司业务呈现高增趋势

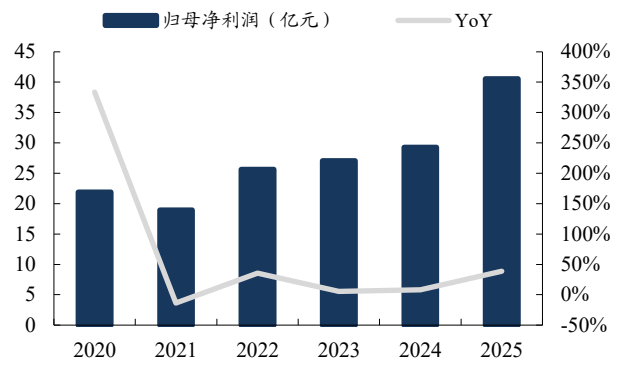
**公司业绩呈现快速增长趋势，公司发展势能强劲。**从营收层面看，公司上升趋势明显，2025 年实现收入和利润的双增长。2025 年营业收入增至 1714.37 亿元，同比增长 56.02%。归母净利润方面，2025 年归母净利润为 40.54 亿元，同比增长 38.55%。公司多品类业务齐头并进，随着 2026 年数据中心和新兴业务的快速增长，公司有望延续营收增长基调，预计 2026 年公司收入将超过 2000 亿，收入同比增长超过 15%。

图5: 2020-2025 年公司营业收入

图6: 2020-2025 年公司归母净利润



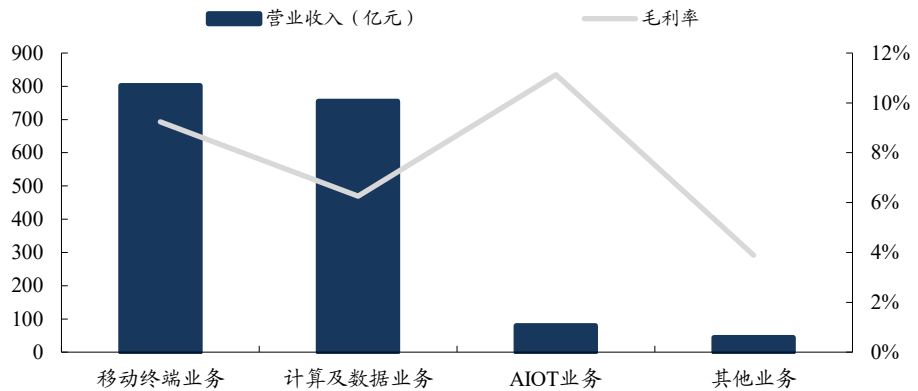
数据来源: ifind, 东吴证券研究所



数据来源: ifind, 东吴证券研究所

**高性能计算业务稳固营收基本盘，高毛利业务成为盈利结构性改良关键环节。**公司长期坚持成熟业务不掉队，新兴业务抢窗口的战略地位，持续扩大成熟业务的领先优势和新兴业务的突破成长。2025年，移动终端业务营收达到802.10亿元，占据公司总营收的46.79%，计算及数据业务营业收入为754.75亿元，占公司总营收的44.02%。作为公司营业收入的基本盘，公司在移动终端、笔电、数据中心等领域全球份额不断提升，已形成稳定行业格局。对于AIoT、汽车电子和机器人等毛利率较高的创新业务，公司在研发端加速技术攻坚，在产业端不断丰富产品品类，业绩增长强劲，有望成为公司营收的核心增长点和盈利改善的重要业务渠道。

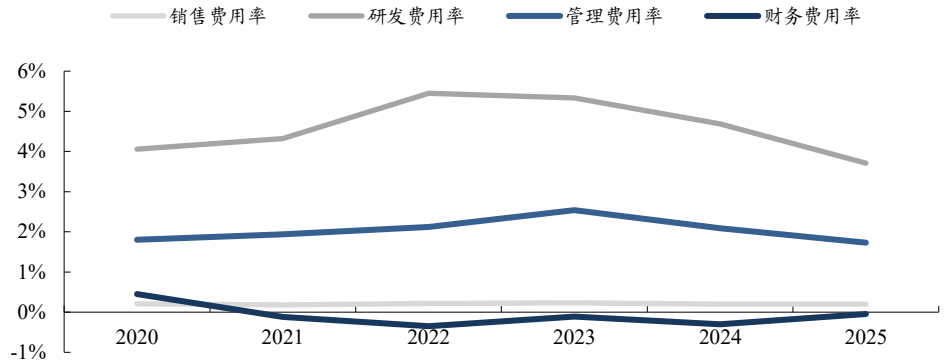
图7: 2025年公司分产品营收和毛利率



数据来源: ifind, 东吴证券研究所

**费用控制能力优秀，期间费用率呈显著下降趋势。**2025年研发费用率为3.71%，较2024年有较为明显的下滑趋势。2025年销售费用率为0.20%，与2024年费用率水平持平。管理费用率小幅下滑至1.73%。公司期间费用率情况维持下滑趋势，在公司业务规模提升的情况下，公司费用率下滑体现公司成熟的费用管理能力。同时公司还将通过进一步改善全周转效率，包括精细化库存管理，提升运营效率等措施，继续提升经营活动现金流管理能力。

图8：2020-2025 年公司期间费用率

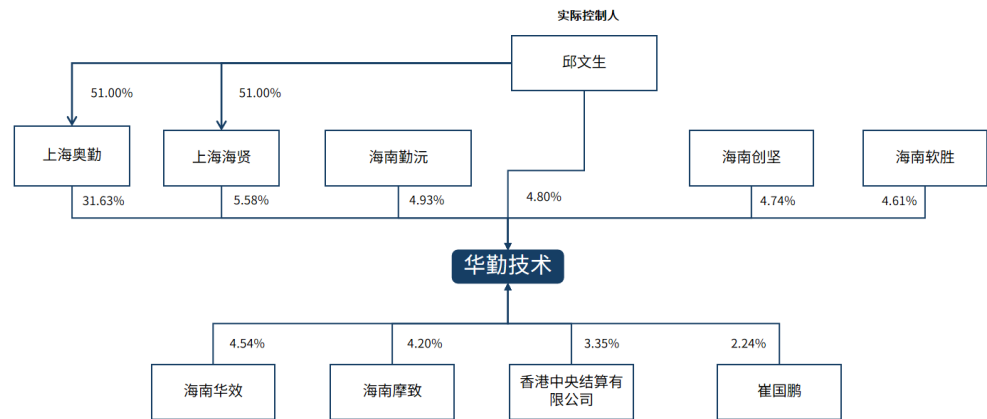


数据来源：ifind，东吴证券研究所

### 1.3. 大股东持股比例高，股权结构集中稳定

公司的股权结构高度集中，董事长邱文生先生为实际控制人。截至 2025 年年报数据，公司总股本为 10.16 亿股，前十大股东持股比例为 70.62%，最大控股股东为上海奥勤信息科技有限公司，持股比例为 31.63%。公司股权结构高度集中，实际控制人为董事长邱文生先生，直接持股比例为 4.80%，并通过持有上海奥勤信息科技有限公司和上海海贤信息科技有限公司 51.00%股份，间接持有公司股份。公司股权稳定性高，有利于管理层的统一决策和公司的长远发展。

图9：公司股权结构图（截止 2026 年 Q1）



数据来源：ifind，东吴证券研究所

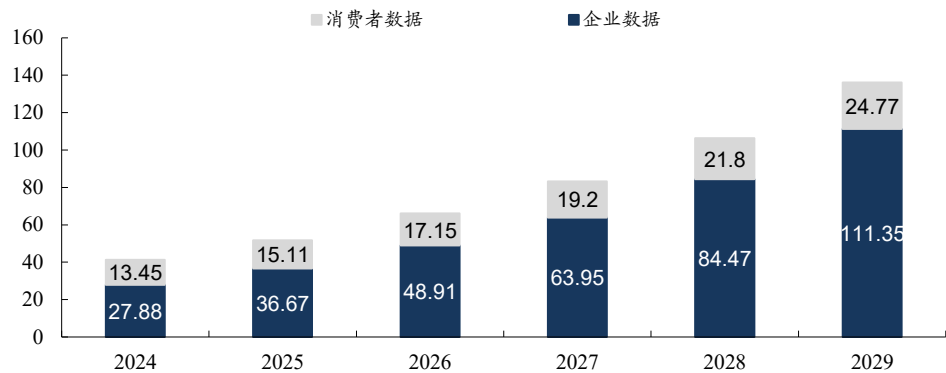
## 2. 需求高涨释放广阔市场空间，华勤算力业务迎来全新发展节点

### 2.1. AI 竞争引爆算力需求，华勤全栈式优势助力服务器业务高速增长

AI 应用催化 Token 调用量激增，全球算力需求呈指数级增长。ChatGPT 问世推动行业对 AI 大模型的关注，国内外大模型的密集涌现为 AI 大模型的发展持续提速，由语言和图像模型向能同时处理多种形式的多模态模型发展迭代。与此同时，openclaw 的爆

火将各类 agent 应用引入公众视野，AI 工具的频繁使用显著拉升 Token 调用量。中国的微信、钉钉、飞书等应用由于其轻松触及十亿级别用户的规模优势，带来互联网大厂的海量模型调用需求。据 OpenRouter 数据显示，中国 AI 大模型的周调用量为 7.36 万亿 Token，已连续三周超越美国位居全球首位。中国 Token 调用量持续领跑，标志 AI 发展重心由模型发布转为规模化应用，产业化进程提速预示算力需求的高速膨胀。据 IDC 预测，2025 年全球的数据生成量为 213.56ZB，在 2029 年有望增长一倍以上达到 527.47ZB。其中，中国市场 2025 年将产生 51.78ZB 数据，并预计将于 2029 年增长至 136.21ZB，CAGR 为 26.9%。AI 应用的热潮将带动全球数据生成量与算力需求的高速增长。

图10：2024-2029 中国数据生成量预测（单位：ZB）

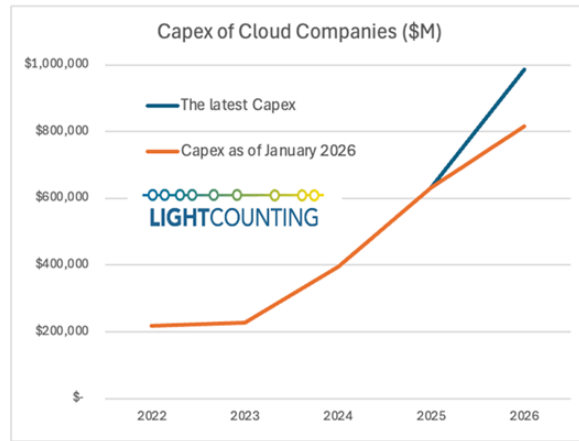


数据来源：Wind, IDC, 东吴证券研究所

**CSP 厂商资本开支大幅扩张，国产算力卡放量释放 ODM 市场增量空间。**人工智能需求释放明确增长信号，各大头部 CSP 厂商步调一致加大资本投入，推进全球云业务的全面提速。2026 年谷歌、亚马逊、微软和 Meta 发布的财报显示，四大 CSP 巨头 2026 年的资本开支总额将超过 6150 亿美元，同比增长约 70%，且开支的绝大部分精准投向云计算和人工智能领域，带动数据中心业务激增。国产头部 CSP 厂商资本开支同样保持高位，字节预计在 2026 年投入 1600 亿元用于 AI 业务的发展，字节、腾讯、阿里、百度四家国内头部 CSP 厂商 2026 年 AI 相关资本开支将超过 1600 亿元，开启新一轮 CapEx 上升周期。另一方面，国产算力需求激增驱动国产算力卡的放量趋势。寒武纪、摩尔线程和沐曦股份等算力芯片厂商业绩向好，字节、腾讯等头部厂商算力卡国产替代率上升推动国产算力卡订单放量。MTT S5000、思元 590 等国产算力卡生态适配工作密集落地，“国产芯片+国产模型”逐渐成为市场趋势，国产算力芯片开始由技术验证转向商业上的规模替代。国产算力市场的繁荣有望重塑 ODM 市场格局，为市场带来强劲增长需求。

图11：2022 年-2026 年云厂商资本支出

Figure: Changes in 2026 capex of cloud companies



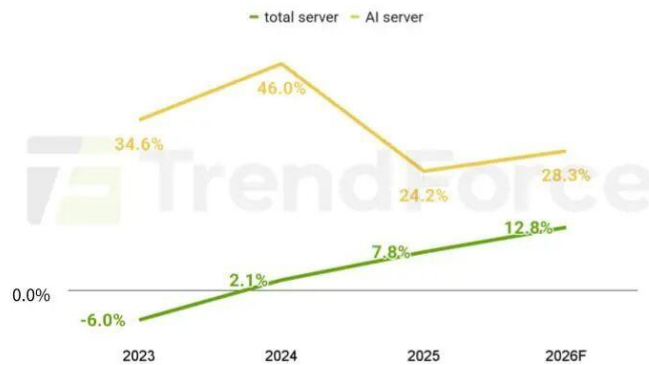
Source: Companies' publicly reported financials and estimates

数据来源：LightCounting Market Research，东吴证券研究所

**AI 算力需求赋能全球服务器市场，AI 服务器成为市场核心增长点。**生成式 AI 引燃算力战争导火索，各大云服务供应商持续加码对于 AI 基础设施的投资力度，形成对 AI 服务器市场的强大助推力量。TrendForce 预计 2026 年全球 AI 服务器出货量年度增长率将达到 28% 以上，且由于 AI 推理服务所产生的明显运算负荷，将推动通用服务器市场进入替换与扩张周期。TrendForce 预计 2026 年全球服务器出货量将同步增长 12.8%，增长幅度较 2025 年进一步扩大。随着 AI Agents、LLaMA 模型应用、Copilot 升级等 AI 推理服务持续发展，用于支撑前后运算和存储需求的服务器市场景气度上行空间明显，强劲出货动能强有力刺激数据中心业务的快速发展。

图12：2023年-2026年AI服务器出货量年增长率

### 2023-2026年全球server、AI server出货量年增/减变化



Source: TrendForce, Jan. 2026

TrendForce

数据来源：TrendForce，东吴证券研究所

**公司依托全栈式技术能力构建技术壁垒，开放兼容生态全面适配国内外芯片平台。**公司作为行业内极少数同时拥有计算节点、网络节点和液冷散热全栈设计能力的厂家，在各类技术节点形成全栈式技术优势。公司目前已完成涵盖 AI 服务器、存储服务器及数据中心交换机等产品的完整布局，能够以客户为中心，提供从芯片到整机到算力的全

领域产品和服务。公司打造的算力矩阵构建起开放兼容的生态系统，全面部署和适配英伟达、AMD、英特尔等全球芯片平台，为客户提供“一平台多生态”的弹性解决方案，满足客户算力建设需求。同时，深度兼容各主流国产算力平台 GPU 芯片，形成“双循环”技术布局，完成国产适配方面的全面落地。

**依托全栈产品技术领先优势，跻身头部 CSP 厂商核心供应商地位。**公司凭借自身跨平台研发设计能力，完成充分的研发适配与测试，利用头部智能硬件平台的规模化生产能力和全栈式产品研发设计能力形成综合卡位优势，与头部 CSP 厂商建立紧密联系。目前公司已与国内的腾讯、阿里等多个头部 CSP 厂商建立密切合作关系，在两家 CSP 客户采购份额中保持头部供应商地位，同时在另一家 CSP 客户端快速提升份额，形成强大客户支撑。预计随着 CSP 厂商资本开支持续扩大趋势下，公司有望进一步稳固核心供应商地位，为公司带来显著收入增量。

**维护大客户稳定前提下，明确布局自有品牌业务，坚持 CSP 头部厂商和行业客户双轮驱动战略。**公司在与头部 CSP 厂商维持深度合作基础上，利用头部市场带来的规模和产品先发优势，进一步覆盖行业渠道市场，形成数据中心业务市场端的多元化驱动。自有品牌业务方面，公司目前已建立自身品牌“远图未来”，在行业和渠道市场保持快速增长，预计 2026 年自有品牌业务收入将超过百亿规模。从长期看，公司坚持 CSP 头部厂商和行业渠道客户双轮驱动明确战略规划，为公司数据中心业务发展注入强大动能。

**数据业务营收增长迅猛，客户拓展和产品交付贡献强大增长动力。**国内算力需求的蓬勃发展和国内 GPU 厂商的加速起量，公司数据中心业务将延续高速发展势头。2025 年公司数据业务的营业收入超过 400 亿，接近翻番增长，进入行业第一梯队。2026 年公司预计数据中心业务将实现 30%-50% 的收入增长。客户端 CSP 厂商份额以及行业和渠道市场的快速拓展，产品方面公司交换机业务和通用服务器业务的发展，2026 年下半年超节点产品进入规模量产交付阶段，都将为公司提供显著收入增量。

图13: 公司数据中心业务的高速增长

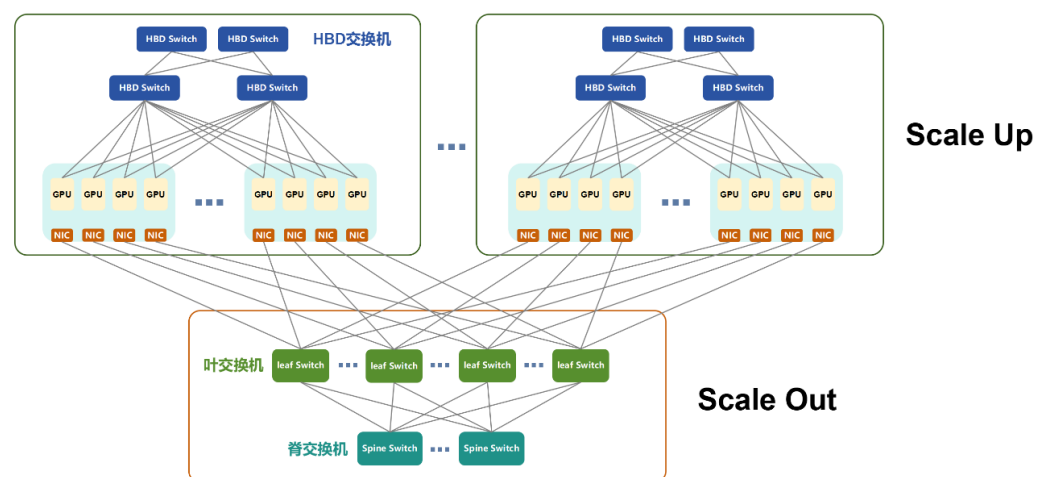


数据来源：华勤技术公司官网，东吴证券研究所

### 2.2. 华勤提前布局超节点业务，把握算力发展新风口

**超节点打破传统服务器物理边界，重构产业协同创新的算力新范式。**为支撑万亿参数巨型模型训练、推理需求，传统两级互联架构瓶颈凸显，超节点应运而生。作为系统性创新架构，超节点通过内部高速互联与全栈协同设计，将数十至数千个异构计算单元及配套设备互连，实现大规模资源紧密耦合与高效协同。超节点的核心是利用高速互联网络（Scale Up & Scale Out）和统一内存编址，实现“以服务器为中心”到“以通信为中心”的全栈重构。依托超节点技术增加局部带宽，减少全局带宽成本，同时利用通信优化与全局调度提升有效计算时间，从而大幅缩短大模型训练周期，突破当前关键算力瓶颈。

图14: Scale Up & Scale Out 组网示意图



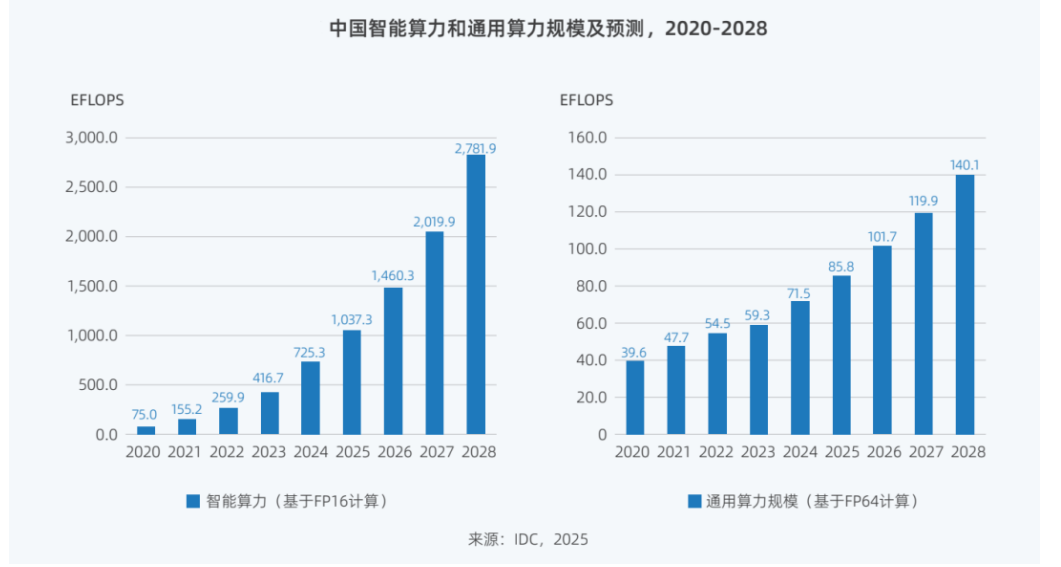
数据来源：鲜枣课堂，东吴证券研究所

超节点市场竞争由单一芯片性能比拼演变为系统架构、互联技术、软件生态及能源效率的全方位博弈，形成国际引领与国内追赶并行竞争格局。按协议开放性与生态模式

进行划分，超节点技术可分化为垂直整合与开放架构两大技术路径。作为垂直整合的代表，英伟达于 2025 年大规模部署的 NVL72 系统构建起“GPU+NVLink+CUDA”垂直整合封闭体系，成为行业技术标杆。未来英伟达将继续推出 NVL144、NVL576 系统以巩固系统级算力优势。华为则以追赶者姿态深耕开放架构路径，2025 年发布的 Atlas 900（CM384）超节点，由 384 颗昇腾 910C NPU 组成，通过华为“灵衢”互联协议实现全对全拓扑连接，BF16 算力为同期 NVL72 的 3 倍以上。华为通过互联协议到基础软硬件全面开放的技术体系，构建昇腾超节点生态全栈解决方案。

**超节点依托高密度集成、高速互联、全局协同核心优势，有望成为未来智算中心核心部署形态。**大模型和生成式人工智能推高算力需求，中国算力规模增速超过预期。据 IDC 预测，2025 年中国的智能算力规模将达到 1037.3 EFLOPS，较 2024 年增长 43%，并预计在 2028 年达到 2781.9 EFLOPS。算力规模增势迅猛使通过以太网连接标准化服务器的传统方式展露弊端，难以满足大模型分布式训练中高频次集合通信对带宽与时延的核心诉求。超节点的高速互联和协同，将打破堆服务器扩充算力的旧模式。且随着千卡级超节点全面进入常态化部署阶段，有望重塑 AI 算力和硬件市场新格局。

图15：中国智能算力和通用算力规模



数据来源：IDC，浪潮信息，东吴证券研究所

**公司前瞻性布局超节点技术研发，助力 AI 算力基础设施高效落地。**超节点作为国内各大云厂商、智算中心重点投入的新一代 AI 基础设施，需要专业的设计、测试、生产制造和运维等系统专业能力。公司作为行业内极少数兼具计算节点和网络节点设计能力的厂商，较早布局超节点技术研发，在整机架构设计、高速互联设计、大功率供电设计和液冷散热设备上具备较强技术实力。公司最新超节点产品搭载 Intel 最新 Birch Stream 平台，打造最高支持 64 张 GPU 的高效全互联架构，专为 AI 训练与大模型推理等核心业务场景深度优化设计，能够为企业部署先进 AI 应用提供强劲算力支撑与高

效解决方案。公司融合算力、网络全栈技术成功推出用于下一代智算中心的 AI 超节点方案，有望实现公司在超节点领域的市场卡位，巩固先发优势。

### 3. 非算力业务基本盘稳固，多品类产品扩张稳步推进

#### 3.1. 移动终端业务增长稳健，为公司营收提供稳定收入支撑

##### 3.1.1. ODM 渗透率呈上升趋势，手机业务维持行业领先地位

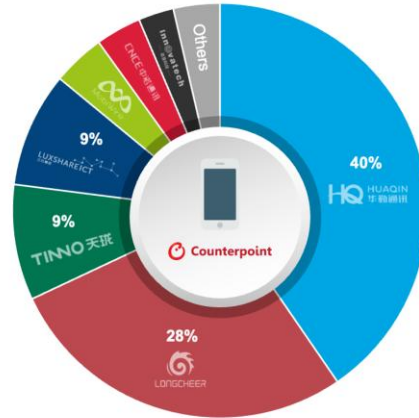
**手机 ODM 渗透率稳步提升，头部厂商 ODM 市场集中度持续提高。**在存储涨价、原料成本上升背景下，OEM 厂商为缓解竞争与成本压力，倾向于持续加大外包比例，给 ODM 厂商带来清晰行业增长空间。据 Counterpoint 预测，2025 年上半年全球 ODM 智能手机出货量同比增长 7%，远超全球智能手机出货量同比增速。25 年上半年 ODM 智能手机出货量占智能手机出货量的 43%，且预计未来几年手机 ODM 渗透率维持增长趋势。另一方面，马太效应加剧，ODM 头部厂商利用自身规模和技术优势，压缩中小厂商生存空间，订单与产能向头部聚拢，市场集中度提高助推头部 ODM 厂商进入业务良性循环。

**公司积累深厚研发与制造能力，能够为客户打造高性价比的高质量产品。**公司作为全球最大的智能手机 ODM 厂商，能够依托强劲研发实力有效夯实多地柔性交付的智能制造能力。在整机硬件的结构设计上，公司的多天线设计方案技术、多摄像头阵列调试技术及快充及充电保护等一系列前沿技术，充分满足客户从入门级到旗舰级的多层次需求。公司的全球化制造布局和完善供应链体系，保证产品的规模交付和良率水平，形成显著成本优势和规模效应。

**与头部客户长期合作形成深度绑定，智能手机业务保持行业领先地位。**公司智能手机出货量 2025 年保持高速增长，智能手机收入同比增长超过 50%。公司持续提升与客户合作粘性，覆盖三星、小米、OPPO、Vivo、联想等头部客户厂商，维持稳定核心供应商地位。Counterpoint 数据显示，公司 2025 年上半年占据全球智能手机 ODM 市场 40% 的出货份额，且随着公司业务的稳定发展有望延续行业领先的头部地位。

图16: 2025年H1全球智能手机市场ODM出货量份额

Global Smartphone Market ODM Shipment Share, H1 2025



Source: Counterpoint's Smartphone Manufacturing 360 Service  
Note: \*Starting from 2025, Wingtech's ODM business becomes part of Luxshare.

数据来源：Counterpoint，东吴证券研究所

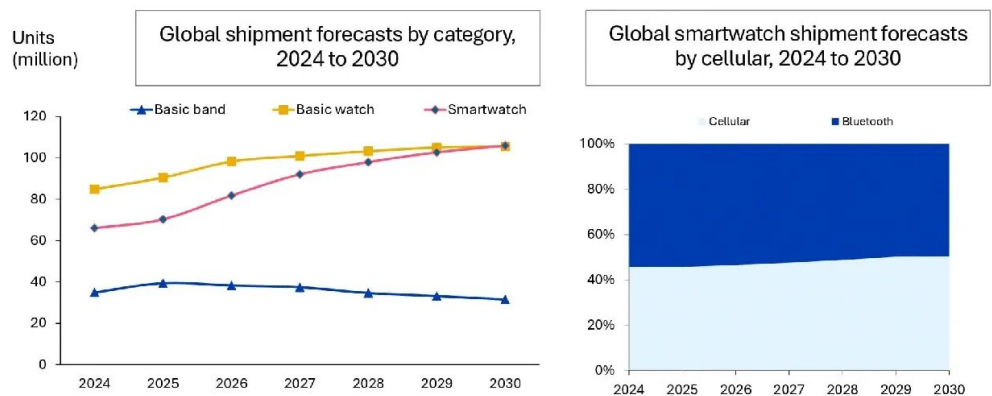
### 3.1.2. 可迁移技术积累打造核心竞争力，智能穿戴市场维持高速增长

智能穿戴设备融入生活迎来爆发式增长，AI 融合带来体验升级进一步打开市场发展空间。智能穿戴设备从日常健康管理功能切入，利用可穿戴设备可长时间监测与记录身体变化的优势，融入生活日常应用场景，逐渐成为健康、健身和保健应用的核心入口，实现市场需求的爆发式增长。根据 Omdia 的数据显示，2025 年全球可穿戴设备出货量突破 2 亿台，同比增长 6%。随着市场的蓬勃发展，智能穿戴设备形态从手环、手表向耳机、眼镜等各细分赛道进行差异化延伸。同时，AI 技术的深度渗透将持续升级智能穿戴产品的用户体验，完成设备的价值重构，将设备从被动工具转变为主动的数字伙伴。在 AI 的升级驱动下，未来智能穿戴市场有望延续快速发展趋势。

图17：2024-2030 年全球可穿戴腕带设备市场出货量预测

### Smartwatch resurgence to catch up to basic watches

Wearable Band market to grow 9% in 2025 | 09 2025



Source: Omdia

数据来源：Omdia，东吴证券研究所

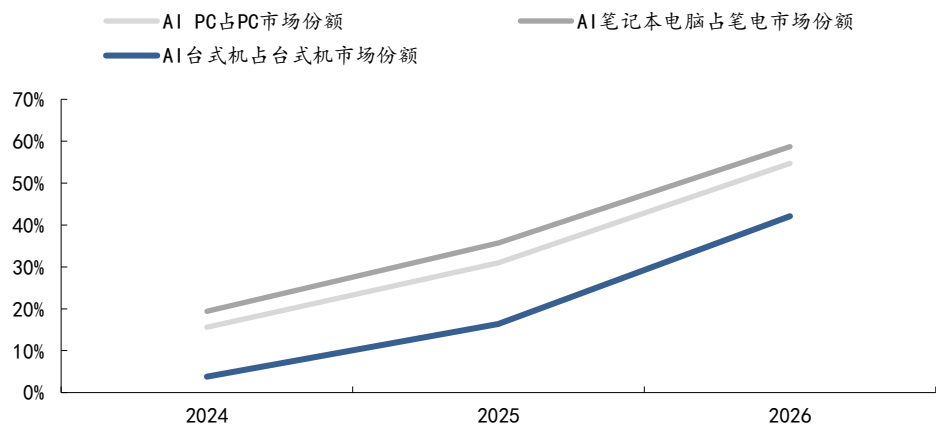
公司智能穿戴业务高速增长，成为驱动移动终端业务发展的增长引擎。公司通过行

业领先的全领域软件开发能力、声学设计调适能力和器件高密度布局技术，打造涵盖智能手表、智能手环、TWS 耳机的多元化产品体系。同时在品牌客户加速替代长尾白牌趋势下，公司紧跟品牌客户，加深与客户在各品类细分产品上的合作，继续保持公司在智能手表、智能手环、无线耳机、头戴耳机等细分领域的行业龙头地位。公司穿戴业务将保持高速增长态势，预计 2026 营业收入实现 30% 的同比增长。智能穿戴产品具有较高的毛利率，业务的高增能够优化利润结构，是移动终端业务的核心增长点。

### 3.2. 笔电市场开拓优质客户资源，订单放量促进业绩稳步提升

**PC 市场发展稳定，生成式 AI 拉动 AI PC 份额增长。**随着人工智能技术的持续演进和硬件生态的日趋成熟，AIPC 的产品矩阵不断丰富和完善。2025 年全球 AIPC 的出货量达到 7779 万台，且 AIPC 的市场份额占比呈迅速上升态势。其中，AI 笔记本电脑由于便携性、高效及性能优势，能够广泛应用于移动办公、实时翻译、个性化助理等多样化高价值场景，迅速成为 AIPC 市场主流选择。据 Gartner 分析师预测，2026 年全球 AI 笔记本电脑市场份额占比将提升至 58.7%。同时随着 AI 认知提升和端侧应用落地，GenAI PC 有望成为市场的新增长引擎。据 IDC 预测，2026 年 GenAI PC 预计同比激增 146.5%，2025-2029 的年复合增长率高达 58.7%，预计在 2029 年占据 PC 市场份额的 36.5%。整体趋势上看，26 年 AIPC 渗透率有望加速提升，成为市场整体平稳情况下的结构性增长驱动力。

图18：2024-2026 年全球 AI PC 市场份额

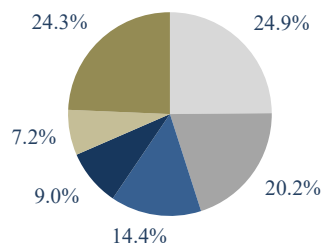


数据来源：Gartner，半导体产业纵横，东吴证券研究所

**PC 厂商客户集中度高，头部厂商垄断出货份额。**内存和存储短缺导致成本端承压，大型厂商凭借规模优势和更为有利的内存资源分配，有望从中小区域性厂商中进一步抢夺市场份额，加剧 PC 行业的垄断格局。根据 IDC 报告数据，2025 年头部厂商竞争格局未发生明显变动，PC 行业出货的前五大品牌分别为联想、惠普、戴尔、苹果和华硕，市场竞争格局清晰。

图19：25 年全球 PC 厂商出货量

■ Lenovo ■ HP inc ■ Dell ■ Apple ■ Asus ■ Other



数据来源：IDC，东吴证券研究所

公司深耕智能硬件 ODM 行业，依靠研发和制造端的能力迁移，支撑公司笔电业务行业地位的持续提升。作为大陆唯一突破中国台湾省 ODM 厂商垄断格局的企业，公司在研发和制造方面皆展现较强竞争力。公司将在手机领域积累的产品创新能力与质量管控能力横向延展到笔电产品，结合市场趋势与客户要求，努力突破在窄边框、轻薄、散热等方面的设计极限。同时依托 ODMM 核心竞争力，在研发周期上领先，在整机散热解决方案、Camera 优化方案和 PCB 版小型化等多项笔电技术方案上持续迭代，快速响应客户需求。制造段利用 China+VMI 的多基地制造布局，满足客户交付与多样化需求，行业地位进一步提升。

公司拓展多元化客户结构，利用行业领先产品竞争力快速提升市场份额。凭借着丰富的多平台开发经验，公司开拓多元化的客户结构。公司是英特尔自 2017 年中国大陆唯一的 ORS 合作伙伴，也已成为 Chromebook、ARM 架构 WOA 生态的卓越 ODM 供应商。同时公司与联想、华硕、宏基、小米等国内外知名终端厂商合作关系良好，并于 2025 年吸纳头部客户惠普，完成对全球主流笔电品牌的全覆盖，形成完整的客户矩阵。公司预计 2025 年笔电产品出货在 1800 万台左右，2026 年笔电业务整体业务营收将实现 30% 以上的同比增长。核心原因是公司新增头部客户惠普订单落地，以及戴尔、联想、华硕等头部厂商订单的持续交付，为公司笔电业务注入强劲增长动能。

### 3.3. 战略性入局新兴业务，蓝海市场拓展成为核心增长引擎

#### 3.3.1. 汽车电子：最快增长极

汽车智能化趋势加速，智驾技术应用范围持续扩大，渗透率不断提升。随着消费者对汽车安全性、便捷性和智能化需求的不断提升，智能化已成为中国消费者购车的重要考量因素。继 2024 年高速 NOA 全面标配，国内城市 NOA 成为智能汽车核心竞争力分水岭后，2025 年智驾市场迎来城市 NOA 量产放量与体验进阶的关键阶段，智驾供应实现规模爆发。2025 年 1-10 月自主品牌城市 NOA 搭载量达到 187.7 万辆，渗透率达到 15.4%，二者均实现高速增长。从价格区间来看，城市 NOA 呈现主流价格快速下探的阶梯式渗透特征，2025 年城市 NOA 渗透边界进一步下移，首次进入 10-15 万元价格区间

且渗透率达到 1.6%，完成从超高端到主流再到入门级的全价格带覆盖，中国乘用车行业进入高阶智驾全民普及的关键拐点。

图20: 2023-2025.10 城市 NOA 搭载情况



数据来源：佐思汽车研究，东吴证券研究所

图21: 2022-2025 国内乘用车城市 NOA 车型（分价格区间）渗透率

价格区间 (单位: 万元)	2022	2023	2024	2025
0-10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
10-15	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%
15-20	0.0%	0.0%	0.5%	5.1%
20-25	0.8%	5.1%	20.3%	32.2%
25-30	9.0%	23.4%	49.7%	58.4%
30-35	24.1%	16.3%	25.6%	46.5%
35-40	11.3%	16.7%	12.8%	33.4%
40-50	9.0%	15.2%	13.0%	26.7%
>50	8.6%	7.5%	31.7%	40.8%

数据来源：佐思汽车研究，东吴证券研究所

**AI 大模型重构人车交互模式，智能座舱渐进演变增强多模态交互能力。**多模态交互能力作为推动座舱智能化的关键，其核心是依靠 AI 大模型与硬件协同，实现多源交互数据的融合处理，并基于此完成对驾乘者意图的精准理解与场景化反馈，最终达成自然、安全且个性化的人机交互。目前智能座舱行业整体处于 L2 阶段，并不断推进 L3 级别的探索与研究。L2 级别由于其“强感知，弱认知”的核心特征，厂商重心聚焦于感知层面。在车载显示方面延续大屏化趋势，在车载语音方面 AI 大模型上车成为语音交互升级核心亮点，通过连续性语音识别实现高体验感功能的加速落地。未来依托大模型能力与算力的进一步升级，智能座舱将向“强感知，强认知”的 L3 级别迭代，实现多模态功能的认知级融合。

**智能座舱作为车企提升用户体验感核心载体，渗透率快速增长。**2025 年 H1 中国乘用车市场智能座舱搭载量为 795.7 万套，渗透率达到 75.1%。从价格区间来看，中高端车型渗透率持续维持高位且出现小幅增长，10 万元以下车型智能座舱渗透率超过 50%。同时，中控屏、语音交互、车联网等智能座舱功能模块渗透率维持同步增长，智能座舱技术正通过规模化应用下沉至大众消费市场。

图22: 中国乘用车智能座舱搭载量及渗透率

智能座舱渗透率突破75%

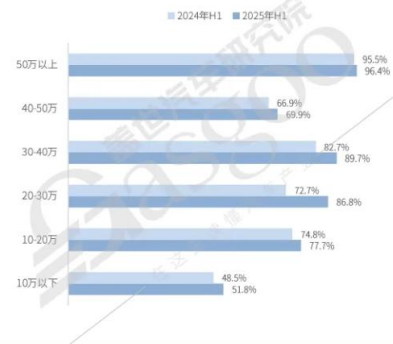


2025年H1国内乘用车智能座舱搭载量达795.7万套，渗透率突破75%。从价格区间来看，智能座舱作为车企提升用户体验感的核心载体，中高端车型渗透率保持高位，10万元以下车型超过50%

中国乘用车智能座舱搭载量及渗透率（标配）



各价格区间中国乘用车智能座舱渗透率（标配）



资料来源：盖世汽车研究院智能座舱配置数据库；盖世汽车研究院分析

盖世汽车研究院 | <>

数据来源：盖世汽车研究院，东吴证券研究所

公司以智能硬件平台为基础，全面切入汽车电子领域，实现全方位产品覆盖。公司于2018年战略性布局汽车电子领域，依托在智能硬件端积累的成熟研发能力与制造和运营经验，迅速完成市场卡位。其专注于智能汽车领域的智能化、电气化和网联化产品和技术，产品覆盖智能座舱、智能网联、智能车控、智能驾驶四大品类。通过快速产品化、规模化交付能力的既定优势布局端到端服务，为客户提供可靠、灵活定制和实时升级的全栈式解决方案和产品矩阵。

图23：公司汽车电子产品

产品类型	产品名称	产品简介	产品图示
智能座舱	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	
智能车控	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/CanFD采集电机及电池状态以及自身IO口采集加速/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	
智能网联	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	
自动驾域控制器	4G Tbox	基于LTE蜂窝通讯、GNSS卫星定位和车辆总线通信等核心技术，为整车客户提供包括行车数据采集、高精度位置信息、车辆故障监控、车辆远程查询和控制（开闭锁、空调控制、发动机启停等）、智能行车预警、驾驶行为分析、LTE无线热点分享和OTA等丰富的车联网服务	
	自动驾域控制器	正着力构建智能驾驶全栈能力，加快L2++至L4级高级辅助驾驶及自动驾驶域控制器和功能模块的研发，将率先在可量产、车规级的智能驾域控制器等方面取得突破。短期内，将强化面向不同级别自动驾驶的软件平台及能力，包含应用层算法、中间件系统等，且涵盖开发与测试工具链，并支持多操作系统	
智能辅助驾驶	ADAS	ADAS利用安装在车上的各类传感器，感知汽车行驶过程中周围的环境，收集行车数据及周边收据，进行辨识、侦测与追踪，并结合地图导航，进行运算与分析，从预警危险，提供用户驾驶过程中的舒适性和安全性	
	传感器	Sensor是自动驾驶感知部分的重要部件，包含自动驾驶汽车中最常用的摄像头（camera）、雷达（radar）和激光雷达（Lidar），用来监测附近车辆、探测信号灯、周围障碍物，收集的信息用以自动驾驶系统分析、规划、决策，提升自动驾驶水平	

数据来源：华勤技术公司官网，东吴证券研究所

“3+N+3”战略布局指向明确，研发与供应优势构筑公司核心竞争力。公司“3+N+3”

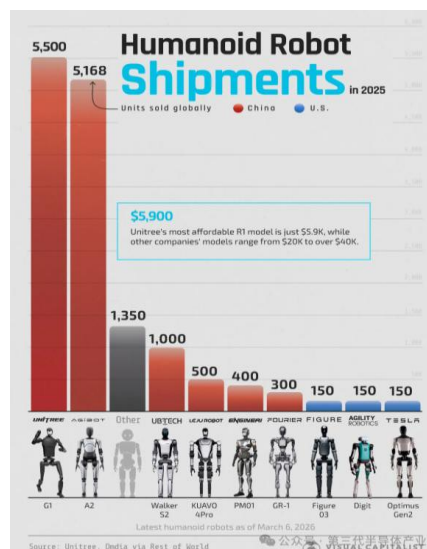
战略明确对汽车电子等新兴业务积极拓展的战略方向，以前瞻性规划快速抢占汽车电子蓝海市场。在研发方面，公司历经多年持续技术创新，在硬件、软件、整机结构设计等多方面领域拥有多项核心技术，技术积累和研发投入加码为其在汽车电子和智能制造领域的技术创新提供支撑。公司的全球供应链体系则能够为主机厂提供车规级零部件供应。公司目前在智能座舱方面，已基于高通 8538 平台推出新一代智能座舱方案，实现 AI 模型部署和 5G TBOX 车载通信模块和整车网关等核心功能模块的集成。在辅助驾驶方面推出基于地平线征程 6E 与征程 6M 的智能辅助驾驶域控产品，完成城区 NOA、记忆泊车和舱驾一体场景覆盖。在智能辅助驾驶域控端实现全面平台布局，国产平台解决方案量产出货，并开始布局 NV Thor 平台解决方案，进一步实现产品拓展和布局突破。

**汽车电子业务成为高速增长点，高毛利率显著优化公司利润结构。**公司践行向高技术壁垒、高价值领域拓展的发展方向，努力实现业务的转型升级。公司的汽车电子业务已从战略投入期进入量产阶段，2026 年营收预计将实现翻倍增长，营业收入有望突破 20 亿元。同时，由于行业的高技术壁垒和定制化特点，毛利率显著优于传统消费电子板块，且毛利率仍有上行空间，将拉动公司整体毛利优化公司利润结构。

### 3.3.2. 机器人业务：第二增长曲线

**人形机器人产业进入量产拐点，应用场景全方位切入激发巨大市场潜力。**2025 年全球人形机器人市场告别小众试产阶段，正式迈入小批量量产元年。2025 年全球人形机器人出货量突破 14500 台，宇树科技以 5500 台的出货量位居全球第一，占据 38% 的市场份额，中国企业形成绝对领先优势。随着人形机器人的逐步商用化，其应用场景不断拓展。目前成熟落地场景以工业制造为核心，在汽车装配、3C 电子、仓储物流等领域实现稳定作业。商业服务领域已涵盖餐饮配送、商场导览等应用场景。且随着技术成熟和成本下探，有望在 2027 年切入零售服务、家庭陪伴等大众化场景，实现市场空间的指数级扩容，具有巨大的发展潜力。

图24：2025 年人形机器人出货量



数据来源：第三代半导体产业，东吴证券研究所

公司凭借头部 ODM 厂商技术积累和供应链优势强势入局，打造第二增长曲线。公司在机器人产品的研发与制造上具有独特平台优势。在研发端依托大硬件平台、系统调优能力和服务器算力支持多维优势构建机器人领域研发团队，逐步形成从核心零部件到整机系统的全链条研发能力。公司于 2025 年组建独立机器人公司（翌人智能机器人）开展机器人研发工作。同时公司设立 X-lab 实验室，进行工业机器人及人形机器人研发工作。目前公司的首代双足人形机器人产品已完成调试，基于大算力平台的第二代产品进入规划阶段，研发进展顺利。在制造端利用已有的大规模制造场景，为机器人提供测试与应用场景，实现从场景落地到商业闭环的全环节支持，加速机器人业务的产业化落地。

图25：华勤技术首款双足人形机器人



数据来源：华勤技术公司官网，东吴证券研究所

公司机器人产品落地进展迅速，致力成为 3C 制造领域全栈式机器人的解决方案的头部供应商。制造与研发层面能力的迅速迁移帮助公司迅速抢占机器人市场，机器人产品落地进程清晰可见。2025 年公司收购昊勤机器人，利用其技术积累快速切入清洁机器人赛道，迅速拓展家用清洁机器人海内外大客户，2025 年发货量近百万台，且 2026 年预计翻倍增长。2026 年 2 月公司与原力灵机联合开发的首款数据采集机器人 DOS-W1 完成首批量产发货。同时针对工业制造场景领域，公司计划于 2026 年 6 月实现轮式机器人批量交付并部署于公司自身制造场景。

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 盈利预测

我们预计公司 2026-2028 年营业收入为 2014.50/2426.08/2864.37 亿元，综合毛利率 8.01%/8.06%/8.13%。核心业务假设如下：

数据中心业务作为公司的核心成长动力，其所属的计算及数据业务板块预计在 2026 年实现收入 682.5 亿元，并于 2027/2028 年进一步放量至 936.38/1286.6 亿元。其中超节点产品展现出强劲爆发力，同期预测收入分别为 100/150/225 亿元；交换机产品则预计分别实现收入 55/74.25/100.24 亿元。该板块在规模快速扩张的同时，预计 2026-2028 年的毛利率将分别维持在 6.58%/6.68%/6.74% 的稳健水平。

非数据中心业务在夯实存量市场的同时，新兴赛道贡献了显著增量，其中笔记本电脑业务预计在 2026-2028 年分别达到 450/472.5/496.13 亿元。汽车及工业产品板块正处于极速成长期，其收入在 2026-2028 年将达到 25/50/100 亿元，展现出翻倍式的增长潜力。

综上假设，公司在 2026-2028 年归母净利润将分别达到 52.55 亿元、67.43 亿元和 87.61 亿元，对应 PE 为 18.6 倍、14.49 倍和 11.16 倍。公司具备适配国产卡的服务器全栈交付能力，以及超节点业务放量能力。

图26：华勤技术盈利预测

收入(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
计算及数据业务	45500	68250	93638	128661
移动终端	80210	85000	95950	97317
笔记本电脑	30000	45000	47250	49613
汽车及工业产品	1000	2500	5000	10000
软件	0	700	770	847
合计	171437	201450	242608	286437
毛利率	2025A	2026E	2027E	2028E
计算及数据业务	6.26%	6.58%	6.68%	6.74%
移动终端	9.24%	9.34%	9.40%	9.45%
笔记本电脑	6.26%	7.00%	7.00%	7.00%
汽车及工业产品	18.17%	18.17%	18.27%	18.37%
软件	/	14.29%	14.30%	14.31%
合计	7.97%	8.01%	8.06%	8.13%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 4.2. 投资建议

我们根据业务相似度、产品市场地位以及客户重合度，选取龙旗科技、立讯精密、闻泰科技、浪潮信息作为智能硬件 ODM 及算力产业链可比公司，可比公司 2026-2028 年平均 PE 倍数分别为 18.31/14.08/12.03。公司在数据中心 AI 服务业务技术优势明显，汽车电子、AIoT 等新兴业务有望持续贡献成长动力，估值低于行业平均水平具备安全边际，维持“买入”评级。

图27：可比公司估值表（2026-2028年），信息统计时间截止于2026年4月8日

公司代码	名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
603341.SH	龙旗科技	199.00	8.55	12.27	15.83	22.28	15.52	12.03
002475.SZ	立讯精密	3737.00	218.74	272.06	/	16.12	12.96	/
600745.SH	闻泰科技	390.00	33.40	40.15	/	11.33	9.43	/
000977.SZ	浪潮信息	895.00	37.18	47.49	/	23.49	18.39	/
<b>均值</b>						18.31	14.08	12.03
603296.SH	华勤技术	982.00	52.55	67.43	87.61	18.60	14.49	11.16

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：龙旗科技、立讯精密、闻泰科技、浪潮信息盈利预测来源于Wind一致预期；“/”表示该公司未发布年报，暂未披露一致业绩预期。

## 5. 风险提示

**AI算力业务放量不及预期：**AI服务器、超节点等核心算力产品下游云厂商资本开支趋缓，订单交付与批量落地节奏不及预期，高增长业务收入贡献不及判断。

**国产AI芯片适配落地不及预期：**公司主力适配的国产算力芯片量产、良率爬坡或生态完善进度不及预期，影响算力服务器规模化交付与客户拓展。

**港股发行及融资进度不及预期：**公司港股上市发行进程或募资规模不及预期，对海外产能建设、研发投入及业务扩张的资金支撑力度不足。

**汽车电子业务拓展不及预期：**车载智能硬件业务客户拓展、项目定点及量产交付进度不及预期，高毛利增量板块贡献未达预期水平。

**地缘政治导致的政策或关税风险：**全球贸易摩擦加剧、关税政策调整或地缘冲突升级，影响公司海外产能运营、产品出口及全球供应链稳定性。

**行业竞争加剧风险：**智能硬件与算力ODM行业竞争白热化，同行价格战加剧、核心客户争夺激烈，导致公司订单单价下滑、整体毛利率持续承压。

## 华勤技术三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>70,747</b>	<b>86,023</b>	<b>98,004</b>	<b>115,535</b>	<b>营业总收入</b>	<b>171,437</b>	<b>201,450</b>	<b>242,608</b>	<b>286,437</b>
货币资金及交易性金融资产	14,878	17,773	18,418	22,043	营业成本(含金融类)	157,768	185,318	223,043	263,136
经营性应收款项	34,855	42,984	50,952	60,476	税金及附加	438	504	611	720
存货	14,624	18,565	21,788	25,923	销售费用	339	342	388	430
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,965	3,203	3,566	3,580
其他流动资产	6,390	6,701	6,846	7,093	研发费用	6,363	7,413	8,928	10,541
<b>非流动资产</b>	<b>25,459</b>	<b>27,957</b>	<b>31,234</b>	<b>34,017</b>	财务费用	(92)	0	0	0
长期股权投资	4,162	5,138	6,468	8,075	加:其他收益	545	645	775	915
固定资产及使用权资产	12,883	14,195	15,351	16,162	投资净收益	259	338	408	481
在建工程	798	222	23	(237)	公允价值变动	197	0	0	0
无形资产	1,918	2,245	2,624	2,878	减值损失	(209)	0	(1)	0
商誉	1,376	1,835	2,446	2,818	资产处置收益	(1)	(1)	(1)	(1)
长期待摊费用	166	166	166	166	<b>营业利润</b>	<b>4,446</b>	<b>5,652</b>	<b>7,252</b>	<b>9,425</b>
其他非流动资产	4,156	4,156	4,156	4,156	营业外净收支	3	6	8	7
<b>资产总计</b>	<b>96,206</b>	<b>113,979</b>	<b>129,238</b>	<b>149,552</b>	<b>利润总额</b>	<b>4,449</b>	<b>5,658</b>	<b>7,260</b>	<b>9,432</b>
<b>流动负债</b>	<b>63,701</b>	<b>77,999</b>	<b>88,492</b>	<b>102,613</b>	减:所得税	344	367	471	612
短期借款及一年内到期的非流动负债	14,827	14,827	14,827	14,827	<b>净利润</b>	<b>4,105</b>	<b>5,291</b>	<b>6,788</b>	<b>8,820</b>
经营性应付款项	45,206	58,508	68,249	81,370	减:少数股东损益	50	36	45	59
合同负债	674	829	983	1,166	<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,054</b>	<b>5,255</b>	<b>6,743</b>	<b>8,761</b>
其他流动负债	2,994	3,836	4,433	5,250	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.99	5.17	6.64	8.63
<b>非流动负债</b>	<b>6,160</b>	<b>6,160</b>	<b>6,160</b>	<b>6,160</b>	EBIT	3,925	5,658	7,260	9,432
长期借款	4,749	4,749	4,749	4,749	EBITDA	5,575	8,443	10,534	13,188
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	7.97	8.01	8.06	8.13
租赁负债	466	466	466	466	归母净利率(%)	2.36	2.61	2.78	3.06
其他非流动负债	945	945	945	945	收入增长率(%)	56.02	17.51	20.43	18.07
<b>负债合计</b>	<b>69,860</b>	<b>84,159</b>	<b>94,651</b>	<b>108,773</b>	归母净利润增长率(%)	38.55	29.62	28.31	29.93
归属母公司股东权益	25,797	29,237	33,958	40,091					
少数股东权益	548	584	629	688					
<b>所有者权益合计</b>	<b>26,345</b>	<b>29,820</b>	<b>34,587</b>	<b>40,779</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>96,206</b>	<b>113,979</b>	<b>129,238</b>	<b>149,552</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	(223)	9,651	8,805	12,303	每股净资产(元)	25.40	28.78	33.43	39.47
投资活动现金流	(7,384)	(4,940)	(6,138)	(6,052)	最新发行在外股份(百万股)	1,016	1,016	1,016	1,016
筹资活动现金流	6,692	(1,576)	(2,022)	(2,627)	ROIC(%)	8.88	10.99	12.99	15.28
现金净增加额	(1,155)	2,895	645	3,624	ROE-摊薄(%)	15.72	17.97	19.86	21.85
折旧和摊销	1,650	2,785	3,274	3,756	资产负债率(%)	72.62	73.84	73.24	72.73
资本开支	(3,404)	(4,303)	(5,215)	(4,926)	P/E(现价&最新股本摊薄)	24.11	18.60	14.49	11.16
营运资本变动	(5,903)	1,918	(844)	214	P/B(现价)	3.79	3.34	2.88	2.44

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>