

评级变动报告

华勤技术 603296.SH



鉴于AI算力投资从“训练主导”转向“推理主导”带动AI服务器ODM需求超预期爆发、国内头部云厂商资本开支同比高增，以及公司从“消费电子ODM龙头”向“AI算力平台型公司”转型逻辑持续强化，我们全面上修华勤技术未来五年及远期至2040年的收入与盈利预测，具体原因如下：

消费电子ODM厂商向综合平台演进：传统移动终端提供稳健基本盘，公司近年通过汽车电子、机器人切入新赛道，复制海外EMS/ODM龙头“单一品类→多品类平台”路径，长期收入中枢显著上修。

高性能计算业务爆发式增长：AI大模型训练与推理需求爆发，服务器ODM市场规模快速扩容，公司凭借技术积累与客户资源切入头部云厂商供应链，高性能计算将长期成为第一大收入支柱。

平台化运营效率持续提升：公司多品类协同效应逐步显现，规模效应下费用率稳步下降，JDM深度绑定+全栈方案抬高单客户价值量，短期毛利率承压但长期壁垒强化，长期毛利率有望企稳回升。

公司作为智能硬件平台型企业的核心竞争优势未发生变化，未来成长驱动力将由“终端ODM龙头”逐步转向“智能综合平台+高性能计算双轮驱动”。我们对公司DDM估值上调20.94%，目前公司处于严重高估状态。

公司基本信息



华勤技术成立于2005年，目前已经构建起3+N+3全球智能产品平台业务战略：以智能手机、笔记本电脑、数据中心3大核心的成熟业务为基石，衍生出涵盖智慧生活、商业数字生产力以及数据中心全栈解决方案的N多品类产品组合，并进一步拓展机器人、软件、汽车电子3大新兴领域。公司荣获2022年电子信息百强排名第16位，2023年8月在上交所主板上市，获得2023中国民营企业500强第98名等荣誉。

公司深度评级

所属行业	TMT	成长空间	★★★★☆	DDM估值：价值	541.93亿(较上期+20.94%)
当前股价	76.94元	盈利趋势	★★★★☆	状态	严重高估(上行空间-54%)
总市值	1166.57亿	产业格局	★★★★☆		
PE-TTM	27.30	护城河	★★★★☆	动态估值：价值	591.13亿(较上期+23.77%)
PB-MRQ	4.36			状态	高估(上行空间-49%)

公司盈利预测

华勤技术	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	853.4	1098.8	1714.4	2255.1	2704.0	3041.6	3450.7	3724.1
归母净利润(亿)	27.1	29.2	40.5	42.5	46.7	57.1	66.3	74.0
归母净利润增速(%)	5.5	7.8	38.8	4.9	9.9	22.2	16.2	11.6
经营性净利润(亿)	23.4	26.6	35.4	39.0	46.7	57.0	66.3	74.0
经营性净利润增速(%)	3.0	13.6	33.3	10.0	19.8	22.2	16.2	11.6
经营性归母净利润(亿)	23.8	26.7	35.0	39.0	46.7	57.1	66.3	74.0
经营性归母净利润增速(%)	2.0	11.9	31.1	11.4	19.8	22.2	16.2	11.6

资料来源：壹评级

请务必阅读末页免责声明及评级说明

第1页

估值评级

DDM估值上升+20.94%：上期 448.11亿，本期 541.93亿。动态估值上升+23.77%：上期 477.62亿，本期 591.13亿。

DDM估值较上期上升20.94%，动态估值较上期上升23.77%，主要是我们对公司近五年与远期到2040年公司收入和盈利均进行了上修，其中远期的收入目标从之前的2455亿上调到超5000亿，归母净利润从之前的54.4亿上调到接近百亿。

1. 我们对公司营业收入预测显著上调，核心驱动为智能终端平台化能力增强与高性能计算业务的持续爆发。

1) 智能终端平台化能力持续增强：消费电子当前面临原材料涨价，预计销量先降后升，后续安卓阵营换机需求逐步释放，同时公司在智能终端ODM领域的市占率持续提升，传统手机/平板为稳健的现金牛业务。汽车+机器人多品类扩张，单客户价值量（服务器+交换机+液冷全栈）较纯移动终端代工显著抬升，复制鸿海、广达等海外ODM龙头平台化路径，长期收入中枢上修。

2) 高性能计算业务爆发式增长：经过评估，我们大幅上调了服务器ODM市场规模预测，主要是因为AI大模型训练与推理需求爆发，全球云厂商资本开支持续增长，服务器市场进入新一轮高景气周期。公司凭借技术积累与客户资源快速切入头部云厂商供应链，高性能计算业务成为公司核心增长引擎，远期收入贡献显著提升。

2. 我们对公司近五年归母净利的预测上调约30%，主要是我们对未来五年毛利率和费用率假设均进行了优化。

未来五年盈利能力：经过评估，我们对未来五年毛利率预测下调约0.5个百分点，主要是因为一方面，产品结构改变，低毛利的高性能计算业务占比提升；另一方面，汽车电子（智能座舱域控已量产，2025年破10亿）与机器人（具身智能硬件平台）作为远期第三曲线均还处于放量期，毛利率较低。同时，我们对期间费用率预测下调约1个百分点，主要是因为平台化运营效率提升，研发与管理费用摊薄。因此，我们预计公司净利率将稳步提升，短期利润释放节奏加快。

3. 我们对公司远期收入和盈利预测进行上调，主要是对市场空间、市占率以及盈利能力三项长期假设进行调整。

1) 远期市场空间：经过评估，我们将远期智能硬件市场规模上调。主要原因在于：AI时代对智能硬件的需求并非周期性，而是具备长期基础设施属性，智能终端品类不断丰富，高性能计算市场持续扩容，总量空间有望扩大。因此全球智能硬件市场规模预测较之前上调，2040年约上调30%。

2) 远期市占率提升：经过评估，我们提升公司长期市场份额预测。此前公司成长逻辑更多依赖智能终端ODM国产替代；而未来平台战略下，公司可能逐步复制全球电子制造龙头平台化成长路径，多品类协同意味着客户价值量持续提高，因此长期收入中枢上修。我们在远期预测中给予智能终端ODM约30%的全球市场份额假设，高性能计算业务约15%的全球ODM市场份额假设。

3) 远期盈利能力提升：经过评估，我们上调公司长期净利率假设。考虑到规模效应持续释放、产品结构优化、平台化运营效率提升，公司长期净利率有望从当前水平逐步提升至稳态水平，因此长期盈利空间显著上修。对应远期收入超5000亿元，归母净利润约98.7亿元，净利率约2.0%。

盈利预测

核心假设及逻辑

核心假设及逻辑：

公司的业务包括智能终端、高性能计算、其他三部分，我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

智能终端：

收入假设：

1) 市场规模：受益于全球消费电子市场复苏、AI赋能智能终端带来的换机需求以及新兴市场增长，到显性期期末，全球智能终端ODM市场规模达到约3500亿美元（目前规模约2000亿美元）。

2) 市占率：公司增长主要来自全球智能终端市场增长叠加公司市占率提升，我们认为到2040年公司在全球智能终端ODM市场的市占率达到30%（目前公司市占率约20%），稳居全球第一梯队。

盈利能力假设：

考虑到行业竞争格局、公司自身规模优势和平台化能力，我们认为华勤技术智能终端业务在五年内能够维持稳定的毛利率水平，远期随着规模效应进一步释放和产品结构优化，毛利率小幅提升后稳定在9%左右。

高性能计算：

收入假设：

1) 市场规模：受益于AI大模型训练与推理需求爆发、全球云厂商资本开支持续增长以及数据中心建设加速，到显性期期末，全球服务器ODM市场规模达到约2000亿美元（目前规模约500亿美元）。

2) 市占率：公司增长主要来自服务器市场快速扩容叠加公司切入头部客户供应链带来的市占率提升，我们认为到2040年公司在全球服务器ODM市场的市占率达到15%（目前公司市占率约5%），进入全球前列。

盈利能力假设：

考虑到行业技术壁垒、公司客户结构和规模效应，我们认为华勤技术高性能计算业务在五年内能够维持较高的毛利率水平，远期随着竞争加剧和行业成熟，毛利率小幅下滑后稳定在5.2%左右。

其他：

收入假设：

1) 市场规模：受益于AIoT、智能穿戴、汽车电子等新兴领域的快速发展，到显性期期末，全球其他智能硬件ODM市场规模达到约500亿美元。

2) 市占率：公司依托平台化能力，积极拓展新兴品类，我们认为到2040年公司在其他智能硬件ODM市场的市占率达到10%。

盈利能力假设：

考虑到新兴品类的成长性和公司平台化协同效应，我们认为华勤技术其他业务在五年内毛利率逐步提升，远期稳定在18%左右。

公司整体业绩预测

华勤技术	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	853.4	1098.8	1714.4	2255.1	2704.0	3041.6	3450.7	3724.1
归母净利润(亿)	27.1	29.2	40.5	42.5	46.7	57.1	66.3	74.0
归母净利润增速(%)	5.5	7.8	38.8	4.9	9.9	22.2	16.2	11.6
经营性净利润(亿)	23.4	26.6	35.4	39.0	46.7	57.0	66.3	74.0
经营性净利润增速(%)	3.0	13.6	33.3	10.0	19.8	22.2	16.2	11.6
经营性归母净利润(亿)	23.8	26.7	35.0	39.0	46.7	57.1	66.3	74.0
经营性归母净利润增速(%)	2.0	11.9	31.1	11.4	19.8	22.2	16.2	11.6

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

智能终端	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	312.7	353.2	802.1	846.6	896.4	983.7	1138.2	1228.7
收入增速(%)	-23.0	12.9	127.1	5.6	5.9	9.7	15.7	7.9
经营性净利润(亿)	16.3	11.5	25.7	18.4	20.4	27.2	32.3	35.3
经营性净利率(%)	5.2	3.3	3.2	2.2	2.3	2.8	2.8	2.9
经营性净利润增速(%)	-23.7	-29.2	123.3	-28.3	10.5	33.5	18.7	9.2
高性能计算	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	490.9	632.2	754.8	1219.5	1571.4	1786.2	1964.7	2095.5
收入增速(%)	2.0	28.8	19.4	61.6	28.9	13.7	10.0	6.7
经营性净利润(亿)	0.7	10.2	7.0	18.8	23.2	25.3	26.9	29.2
经营性净利率(%)	0.2	1.6	0.9	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4
经营性净利润增速(%)	132.4	1283.1	-31.1	166.9	23.7	8.9	6.5	8.6
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	49.8	113.4	157.5	189.0	236.3	271.7	347.8	400.0
收入增速(%)	27.2	127.7	38.9	20.0	25.0	15.0	28.0	15.0
经营性净利润(亿)	6.4	4.8	2.7	1.8	3.1	4.5	7.1	9.5
经营性净利率(%)	12.8	4.3	1.7	0.9	1.3	1.7	2.0	2.4
经营性净利润增速(%)	74.8	-23.8	-45.1	-33.4	75.3	46.5	56.0	33.5

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
智能终端	-0.2%	小幅负增长	一般	较强	8.0%	9.38	35.0
高性能计算	4.1%	中低	一般	较强	8.0%	12.38	29.0
其他	6.8%	中等	一般	较强	8.0%	14.63	9.3
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
智能终端(亿)	57.6	241.6	299.3	-	3.2	2.8	298.9
高性能计算(亿)	-28.4	264.1	235.7	-	4.7	4.0	235.0
其他(亿)	-42.2	99.6	57.4	-	0.7	0.6	57.3
公司整体测算(亿)	-13.0	605.3	592.3	-	8.6	7.4	591.1

数据来源：壹评级

DDM估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
智能终端(亿)	195.9	193.7	389.6	-	3.2	2.8	389.2
高性能计算(亿)	-44.2	162.9	118.6	-	4.7	4.0	117.9
其他(亿)	-24.4	59.3	34.9	-	0.7	0.6	34.8
公司整体测算(亿)	127.3	415.8	543.1	-	8.6	7.4	541.9

数据来源：壹评级

估值确定性

★★★★☆

公司智能终端ODM基本盘稳固，与全球头部消费电子品牌保持长期深度合作，订单能见度高，业绩波动幅度显著低于单一赛道硬科技企业。高性能计算业务增长路径清晰，服务器、AI硬件相关订单逐步落地，增长可验证性强。叠加规模效应下盈利韧性较强，下游客户抗周期能力突出，中性假设下业绩兑现度较高，估值支撑更为扎实。公司整体确定性较高。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断,不保证所包含信息不发生变更。在不同时期,本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时,本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改,客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用,均不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险,投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有,未经事先书面授权,任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“壹评级”,且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。