下载日志已记录，仅供内部参考

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

消费电子设备 2026 年 10 月 12 日

华勤技术（603296）深度研究报告

超节点先行者迎国产算力大时代，平台化优势支撑多业务发展

- **二十载深耕智能硬件，构筑端云协同的多品类产品平台。**华勤技术深耕智能硬件研发与制造二十余年，已由手机 ODM 厂商成长为覆盖移动终端、个人电脑、数据中心及创新业务的综合性平台企业。公司在手机、平板及笔记本电脑领域积累了研发设计、供应链管理和规模制造能力，并顺应 AI 基础设施升级趋势，向服务器、高速交换机及超节点整机柜延伸，形成计算节点、网络节点与整柜系统协同布局；同时拓展汽车电子、机器人等新业务，依托“3+N+3”产品战略及全球化制造体系，持续扩大产品与客户覆盖范围。
- **超节点趋势下整机厂商战略地位提升，公司服务器、交换机业务成长空间广阔。**据 TrendForce 预测，2026 年全球九大 CSP 资本开支将达到 8,867 亿美元，同比增长约 90%，其中字节跳动、腾讯、阿里巴巴及百度合计资本开支同比增长超过 80%，AI 服务器等算力基础设施需求大幅提升。算力基础设施由单机向超节点升级，对计算、互连、供电、散热及整柜测试提出更高要求，参考海外产品演进，英伟达于 2024 年发布 GB200 机柜级系统，采用 72 卡互连架构，后续产品向 144 卡、576 卡规模演进，算力系统的互连规模与集成度持续提升。国产阿里字节腾讯等 2025 年陆续发布国产超节点方案，2026 年为国内超节点规模化出货元年。华勤同时具备计算节点与网络节点设计能力，已形成服务器、交换机和超节点整机柜产品组合，2026Q2 完成超节点首发交付。随着客户项目推进，系统适配与规模制造能力有望共同推动云侧业务增长。**高速交换机方面公司持续扩充算力产品组合，平台适配与系统协同打开业务空间。**据 IDC 统计，2026Q1 全球数据中心以太网交换市场收入同比增长 61%。Scale Up 域内互连与 Scale Out 集群扩展共同推动交换容量、端口速率及网络性能升级。华勤已推出 128 端口 800G 交换机，并行推进国产交换芯片适配、客户自研芯片方案及 NPO 产品验证。“服务器 + 交换机 + 超节点”组合使公司能够参与计算、网络与整柜协同设计，有望扩大单项目业务覆盖，并通过产品结构优化与研发平台复用提升盈利能力。
- **端侧多品类布局支撑经营基本盘，PC 依靠客户份额提升实现增长。**公司手机、平板、可穿戴及 AIoT 业务共享客户、研发和制造资源，为新品类拓展提供基础。PC 方面，华勤 2024 年笔记本电脑 ODM 出货份额为 9.6%，位列全球第四；通过向商用、高性能等产品延伸及深化品牌客户合作，2026 年上半年 PC 收入同比增长超过 50%。端侧增长主要来自客户份额提升与产品组合扩展，汽车电子和机器人则提供长期业务延展空间。
- **投资建议：**公司是全球智能制造龙头企业，依托“3+N+3”产品战略及全球化制造体系，持续扩大产品与客户覆盖范围，在端侧持续向上基本盘下，受益国产算力大趋势公司数据中心业务快速增长。我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 **2061.09/2530.51/3090.02 亿元，**归母净利润分别为 **54.44/68.59/91.42 亿元。**采用分部估值法，数据中心业务参考紫光股份、浪潮信息和中兴通讯，消费电子及其他业务参考龙旗科技、歌尔股份，考虑超节点及高速交换机业务成长性、PC 客户份额提升和 AIoT 业务拓展，分别给予 **2027 年 22 倍、19 倍 PE，对应 27 年目标市值 1377 亿，对应目标价 90.87 元，**首次覆盖给予**“强推”**评级。
- **风险提示：**AI 基础设施需求不及预期，交换芯片及关键物料供应不足，竞争格局恶化，端侧业务周期波动。

主要财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万)	171,437	206,109	253,051	309,002
同比增速(%)	56.0%	20.2%	22.8%	22.1%
归母净利润(百万)	4,054	5,444	6,859	9,142
同比增速(%)	38.6%	34.3%	26.0%	33.3%
每股盈利(元)	2.67	3.59	4.52	6.03
市盈率(倍)	28	21	16	12
市净率(倍)	4.4	3.3	2.9	2.5

资料来源：公司公告，华创证券预测　　注：股价为 2026 年 10 月 9 日收盘价

强推（首次）

目标价：90.87 元

当前价：74.55 元

华创证券研究所

证券分析师：岳阳

邮箱：yueyang@hcyjs.com

执业编号：S0360521120002

证券分析师：姚德昌

邮箱：yaodechang@hcyjs.com

执业编号：S0360523080011

公司基本数据

总股本(万股)	151,580.30
已上市流通股(万股)	79,859.61
总市值(亿元)	1,130.03
流通市值(亿元)	595.35
资产负债率(%)	76.08
每股净资产(元)	21.18
12 个月内最高/最低价	124.60/68.43

市场表现对比图(近 12 个月)



证监会审核华创证券投资咨询业务资格批文号：证监许可（2009）1210 号

下载日志已记录，仅供内部参考

投资主题

报告亮点

本篇报告围绕国产算力向超节点演进与高速交换网络升级两条主线，梳理华勤技术由消费电子 ODM 向计算、网络及整柜系统延伸的成长逻辑。报告从行业与公司两个层面展开：一方面，结合头部云厂商 AI 基础设施投入、国产算力部署及高速互连技术演进，分析超节点对整机设计与交付能力的要求，以及 Scale Up 和 Scale Out 带来的网络需求变化；另一方面，立足公司在研发设计、供应链组织和规模制造方面的积累，分析服务器、交换机与超节点产品组合如何扩大单项目业务覆盖，并结合 PC 客户份额提升和端侧多品类协同，判断公司业务结构优化与中长期成长空间。

投资逻辑

公司深耕智能硬件二十余年，已由手机 ODM 厂商成长为覆盖移动终端、PC、数据中心及创新业务的多品类产品平台。公司通过跨品类复用研发、供应链和制造能力，持续拓展产品与客户边界，形成“服务器 + 交换机 + 超节点”的云侧布局，以及手机、平板、PC 和可穿戴等端侧产品组合。其中，PC 业务依靠客户份额提升及商用、高性能产品拓展实现增长，2024 年笔记本电脑 ODM 出货份额达到 9.6%，位列全球第四，2026 年上半年 PC 收入同比增长超过 50%。端侧业务积累的工程能力与全球制造体系，为公司向算力基础设施及新业务延伸提供支撑。

超节点趋势下整机厂商战略地位提升，公司服务器、交换机业务成长空间广阔。据 TrendForce 预测，2026 年全球九大 CSP 资本开支将达到 8,867 亿美元，同比增长约 90%，其中字节跳动、腾讯、阿里巴巴及百度合计资本开支同比增长超过 80%，AI 服务器等算力基础设施需求大幅提升。算力基础设施由单机向超节点升级，对计算、互连、供电、散热及整柜测试提出更高要求，参考海外产品演进，英伟达于 2024 年发布 GB200 机柜级系统，采用 72 卡互连架构，后续产品向 144 卡、576 卡规模演进，算力系统的互连规模与集成度持续提升。国产阿里字节腾讯等 2025 年陆续发布国产超节点方案，2026 年为国内超节点规模化出货元年。华勤同时具备计算节点与网络节点设计能力，已形成服务器、交换机和超节点整机柜产品组合，2026Q2 完成超节点首发交付。随着客户项目推进，系统适配与规模制造能力有望共同推动云侧业务增长。**高速交换机方面公司持续扩充算力产品组合，平台适配与系统协同打开业务空间。**据 IDC 统计，2026Q1 全球数据中心以太网交换市场收入同比增长 61%。Scale Up 域内互连与 Scale Out 集群扩展共同推动交换容量、端口速率及网络性能升级。华勤已推出 128 端口 800G 交换机，并行推进国产交换芯片适配、客户自研芯片方案及 NPO 产品验证。“服务器 + 交换机 + 超节点”组合使公司能够参与计算、网络与整柜协同设计，有望扩大单项目业务覆盖，并通过产品结构优化与研发平台复用提升盈利能力。

关键假设、估值与盈利预测

公司是全球智能制造龙头企业，依托“3+N+3”产品战略及全球化制造体系，持续扩大产品与客户覆盖范围，在端侧持续向上基本盘下，受益国产算力大趋势公司数据中心业务快速增长。我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 **2061.09/2530.51/3090.02 亿元**，归母净利润分别为 **54.44/68.59/91.42 亿元**。考虑不同业务的发展阶段及盈利能力差异，采用分部估值法：数据中心业务选取紫光股份、浪潮信息和中兴通讯作为可比公司，结合超节点及高速交换机业务成长空间，**给予 2027 年 22 倍 PE**；消费电子及其他业务选取龙旗科技、歌尔股份作为可比公司，结合 PC 客户份额提升及 AIoT 等多品类业务拓展，**给予 2027 年 19 倍 PE，对应 27 年目标市值 1377 亿，对应目标价 90.87 元，**首次覆盖给予“**强推**”评级。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

一、 华勤技术：从消费电子 ODM 走向全球智能产品平台 5
（一） 二十年能力扩张，从手机 IDH 走向多品类 ODMM 平台 5
（二） 股权结构稳定，创始人与核心骨干形成长期绑定 6
（三） 财务情况：盈利能力改善，业务结构持续优化 8
二、 云侧：超节点与高速交换机协同布局，打开算力业务成长空间 10
（一） 云厂商资本开支维持高位，国产算力供给逐步释放 10
（二） 超节点从“8 卡服务器”升级为机柜级计算系统 11
（三） Scale Up 与 Scale Out 分工明确，国内技术路线多元并行 12
（四） 华勤形成计算、网络与整柜系统全栈布局 13
（五） 超节点进入批量交付阶段，推动数据中心业务增长 14
（六） 交换机：算力网络升级打开第二成长曲线 14
三、 端侧：平台化基本盘稳定，PC 依靠份额提升实现增长 16
（一） 端侧覆盖主要智能产品，研发与供应链能力跨品类复用 16
（二） PC 增长来自 ODM 供应链重构与公司份额提升 17
（三） 手机与平板维持规模优势，ODM 渗透率提供结构性支撑 18
（四） 可穿戴与 AIoT 通过品类扩张延伸客户价值 19
（五） 汽车电子与机器人保持投入，提供长期业务延展 19
四、 盈利预测与估值 20
五、 风险提示 22

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1 华勤技术发展历程 5
图表 2 公司产品布局 6
图表 3 公司的股权结构稳定 7
图表 4 公司高管产业经验丰富 7
图表 5 公司营收及增速 8
图表 6 公司归母净利润及增速 8
图表 7 公司分业务收入拆分 9
图表 8 公司研发费用情况 9
图表 9 公司人员结构占比 9
图表 10 公司毛利率及净利率 10
图表 11 公司费用率情况 10
图表 12 全球九大 CSP 资本开支持续增长 10
图表 13 传统 8 卡 AI 服务器与超节点对比 11
图表 14 阿里云磐久 AL128 超节点服务器 12
图表 15 Scale Up 与 Scale Out：域内互连和集群扩展 12
图表 16 国内主要超节点及互连方案对比 13
图表 17 华勤超节点布局：计算、网络与整柜工程协同 13
图表 18 超节点交付节奏：首发出货后进入批量交付阶段 14
图表 19 数据中心交换市场高增长 15
图表 20 高速率产品占比提升 15
图表 21 NWS9410 核心交换机：128 端口 800G 产品布局 15
图表 22 交换机布局：多芯片平台并行，NPO 推进验证 16
图表 23 华勤产品组合与项目覆盖范围 16
图表 24 公司端侧产品布局 17
图表 25 华勤 2024 年笔记本电脑 ODM 出货份额位列全球第四 17
图表 26 PC 产品矩阵：技术迁移与基地协同支持份额提升 18
图表 27 端侧布局：手机、平板、穿戴与 AIoT 协同发展 19
图表 28 汽车电子与机器人：产品布局延伸至整机和系统 19
图表 29 公司分业务收入拆分 21
图表 30 华勤技术分部可比公司 22

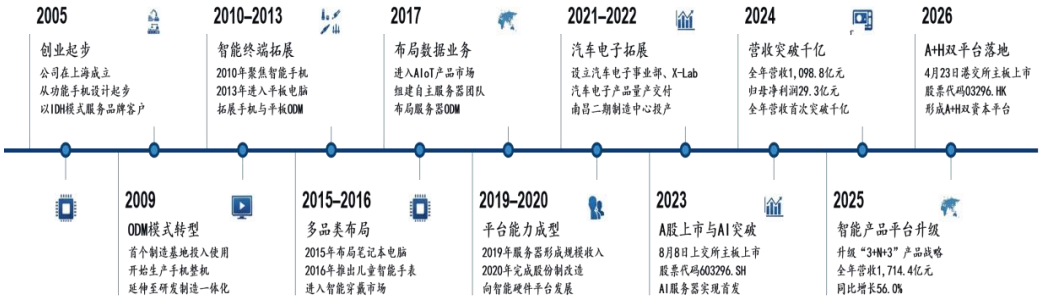
下载日志已记录，仅供内部参考

一、华勤技术：从消费电子 ODM 走向全球智能产品平台

（一）二十年能力扩张，从手机 IDH 走向多品类 ODMM 平台

华勤技术成立于 2005 年，是全球消费电子智能硬件 ODM 龙头。公司早期以手机 IDH 业务为主，随后建立研发设计与生产制造一体化的 ODM 模式；2013 年拓展平板电脑，2015 年进入笔记本电脑，2017 年切入服务器，2019 年数据中心业务形成规模收入，2023 年登陆上交所，2024 年底发布升级后的“3+N+3”智能产品平台战略，2026 年 4 月完成港股上市。公司现已覆盖智能手机、平板电脑、个人电脑、智能穿戴、AIoT、数据中心、汽车电子和机器人等产品。

图表 1 华勤技术发展历程



资料来源：公司公告、华创证券

- **智能终端：**公司在智能手机 ODM 领域保持全球龙头地位。2021 年，智能手机、笔记本电脑和平板电脑“智能硬件三大件”合计出货量超过 2 亿台，位居全球智能硬件 ODM/IDH 行业第一。公司持续推进 AI 终端产品布局，AIPC 产品已实现量产出货，并将手机产品领域积累的产品创新能力与质量管控经验横向延伸至笔记本电脑产品。

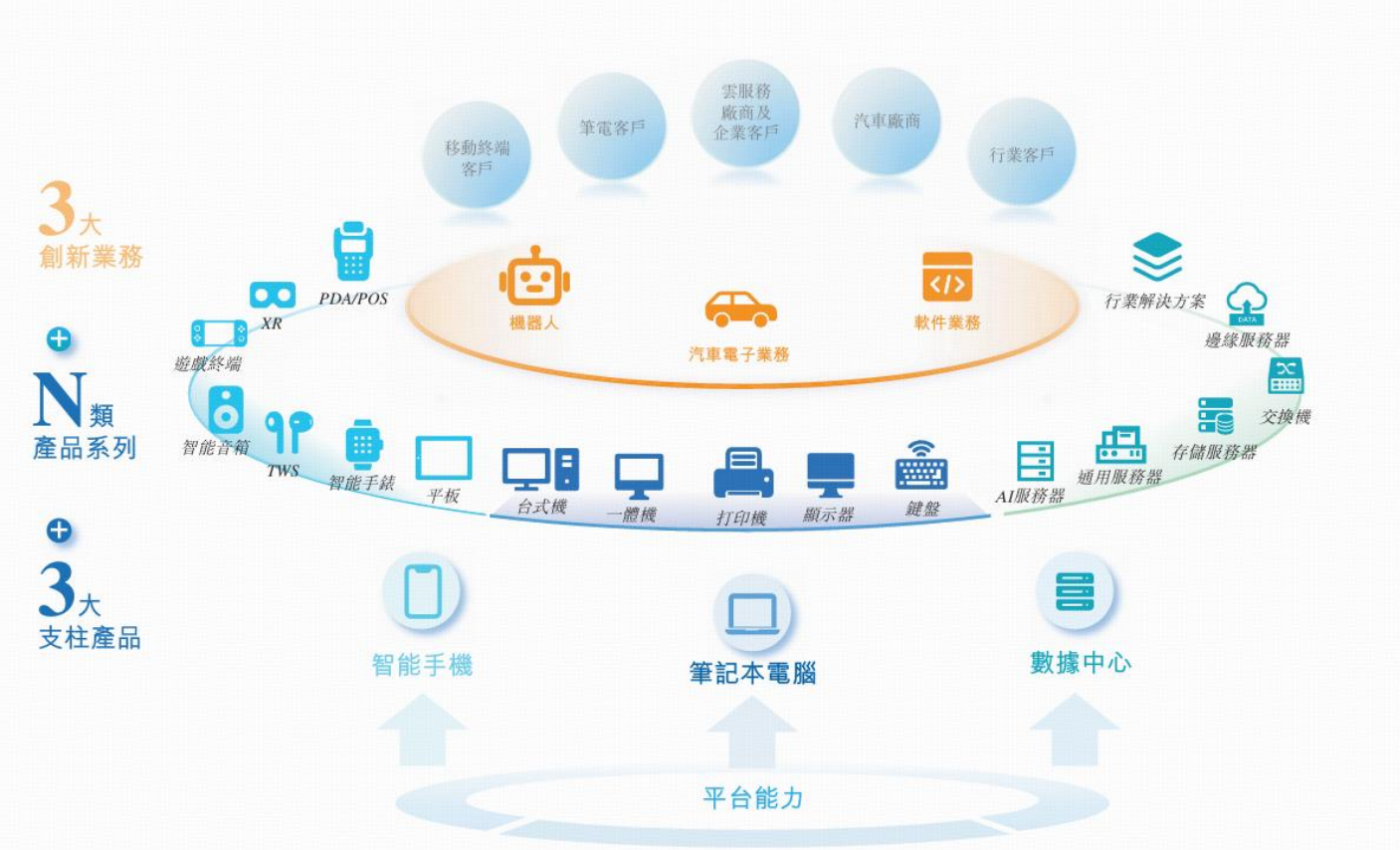
- **计算及数据：**该业务已成为公司的主要增长引擎。根据公司在交易所投资者关系平台回复，公司已形成覆盖 AI 服务器、通用服务器、交换机及超节点的全栈式产品组合，与阿里、腾讯、字节等头部云厂商建立合作，并于 2023 年在国内率先量产 AI 服务器。

- **智能穿戴与 AIoT：**公司智能穿戴产品覆盖智能手表、智能手环、无线耳机及头戴耳机等品类；AIoT 产品覆盖智能家居、XR 及游戏等新兴智能硬件，细分产品包括 IPCamera、智能音箱、游戏掌机、电子相框及 XR 设备等。

- **汽车电子及创新业务：**公司汽车电子业务聚焦智能座舱、显示和智能驾驶三大方向，并延伸布局人形机器人及软件业务。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 2 公司产品布局



资料来源：公司公告

公司以 ODMM 概括高效运营、研发设计、先进制造和精密结构件四项能力，竞争边界超过传统组装环节。高效运营负责跨产品、跨客户和跨区域的供应链与交付管理；研发设计覆盖硬件、软件、结构和系统方案；先进制造通过自动化、数字化及设备自研提升良率和效率；精密结构件则强化模具、结构设计和零部件供应。2026 年上半年公司研发投入 35.6 亿元，同比增长 20%，累计获得知识产权 7,067 项、软件著作权 2,136 项和专利授权 1,562 项。

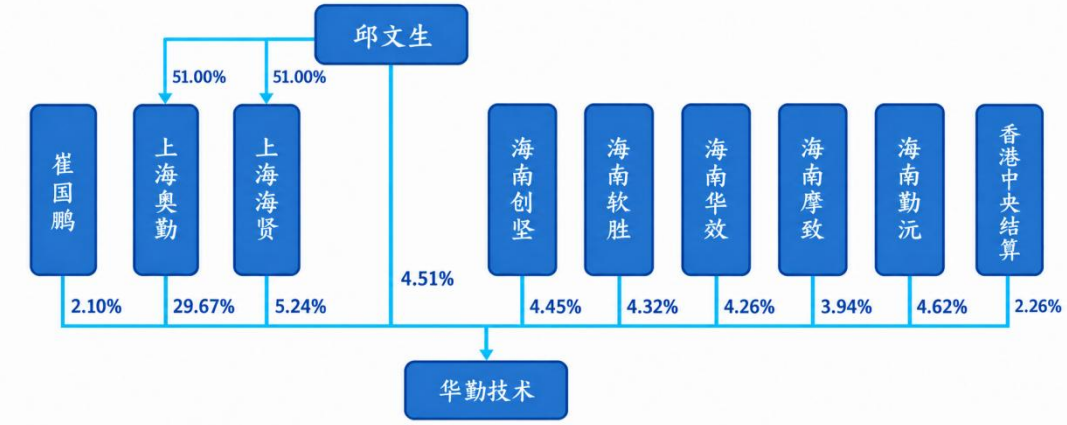
“China+VMI”制造布局使华勤能够同时承接国内研发制造和海外属地交付。公司在东莞、南昌建设大规模研发、制造及供应链中心，并在越南、墨西哥和印度建立 VMI 制造基地，形成国内核心基地与海外交付基地的双供应体系。全球化布局满足国际客户的地域交付要求，并在不同业务之间复用工厂、供应链和质量体系。

（二）股权结构稳定，创始人与核心骨干形成长期绑定

公司的股权结构稳定，股东主要包括公司初创团队成员、员工持股平台及外部投资者。截至 2026 年 7 月 20 日，董事长兼总经理邱文生直接持有公司 4.51%的股份，并通过上海奥勤和上海海贤分别控制 29.67%和 5.24%的股份，合计控制 39.42%，为公司实际控制人。海南勤沅、海南创坚、海南软胜、海南华效、海南摩致为公司员工持股平台，合计持股 21.32%，有助于绑定核心员工利益、提升团队稳定性。公司于 2026 年 4 月在香港联交所上市，形成 A+H 双资本平台，为业务拓展提供资金支持。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 3 公司的股权结构稳定



资料来源：Wind、华创证券

公司高管产业经验丰富。公司董事长、总经理邱文生为清华大学机械工程专业学士、浙江大学化工过程机械专业硕士，曾任中兴通讯软件工程师、手机软件部部长、手机系统部部长、全球移动通讯系统手机产品线总经理，2005 年创立华勤技术。公司核心管理团队具有电子信息行业一线工作经历，覆盖产品研发、市场营销、供应链及财务管理等领域，为公司技术发展及业务拓展奠定重要基础。2025 年 3 月，王志刚转任副总经理，李玉桃接任董事会秘书。

图表 4 公司高管产业经验丰富

姓名	职务	执业经历
邱文生	董事长、总经理	清华大学机械工程专业学士、浙江大学化工过程机械专业硕士，历任中兴通讯软件工程师、手机软件部部长、手机系统部部长、全球移动通讯系统手机产品线总经理；2005 年创立华勤技术。
崔国鹏	副董事长	西北工业大学学士、硕士，中欧国际工商学院 EMBA，曾在中兴通讯从事研发和市场管理，2005 年加入华勤技术，历任营销体系副总裁、策略合作部高级副总裁等，2020 年起任副董事长。
吴振海	董事、副总经理	西安电子科技大学计算机软件专业学士；西安交通大学学习计算机软件与理论专业硕士，曾担任西安仪表厂（集团）助理工程师，历任中兴通讯工程师、软件部部长、系统部部长，2006 年加入华勤技术，先后负责研发体系、质量体系、技术中心、创新产品实验室、流程与 IT 体系。
邓治国	董事、副总经理	青岛大学应用电子技术专业学士，上海大学通信与信息专业硕士；曾任希姆通信息技术（上海）有限公司工程师；2005 年加入华勤技术，历任工程师、总监、事业部总经理等。2023 年 11 月起任公司董事、副总经理。
奚平华	职工代表董事、财务负责人	中国注册会计师，毕业于东北林业大学及中欧国际工商学院，分别学习财务会计专业及工商管理专业，并取得硕士学位。历任中国联通黑龙江省分公司会计、运营财务主管等；曾于中兴通讯任手机事业部总经理助理、手机财务部部长等；2010 年加入华勤技术。
邹宗信	副总经理	电子科技大学学习通信工程专业学士、中欧国际工商学院学习工商管理专业 EMBA，历任中国电信成都市电信局助理工程师、工程师，中兴通讯历任市场经理、市场总监等，2006 年加入华勤技术，历任市场总监、事业部总经理、供应链高级副总裁、营销体系高级副总裁等。
张文国	副总经理	上海理工大学机械工程及自动化专业学士、机械电子工程专业硕士，历任上海泓越通讯技术有限公司软件工程师、上海龙旗科技股份有限公司软件工程师，2005 年加入华勤技

下载日志已记录，仅供内部参考

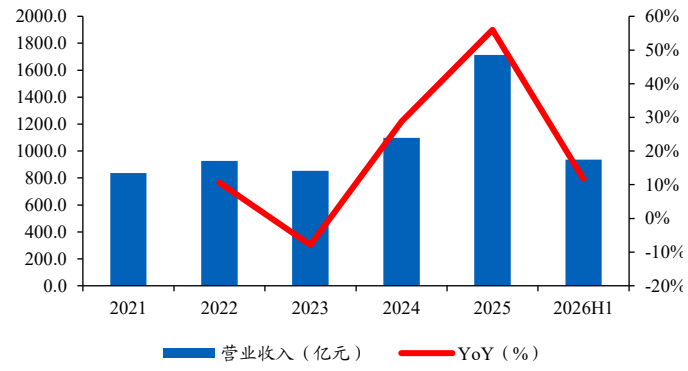
		术。
王仕超	副总经理	南京理工大学学士、计算机应用技术专业硕士，曾任中兴通讯软件科科长、上海昱品通信科技股份有限公司研发副总经理、上海优齐网络技术有限公司软件总监，2010 年加入华勤技术。
李玉桃	董事会秘书	暨南大学统计学硕士，CMA 美国注册管理会计师，曾任中国平安运营分析专员、中兴通讯财务经理，2012 年加入华勤技术，历任财务总监、副总裁等，2025 年 3 月起任董事会秘书。
廖浩然	副总经理	成都理工大学机械工程及自动化专业学士，历任夏新电子结构工程师、上海鼎为结构工程师，2009 年加入华勤技术。
汪启军	副总经理	上海交通大学材料工程专业学士、上海交通大学计算机软件与理论专业硕士，历任中兴通讯项目经理、齐汇通讯副总经理，2014 年加入华勤技术。
王志刚	副总经理	西北大学工商管理学士、清华大学工商管理硕士，曾任天音通信市场主任；2008 年加入华勤技术，历任市场经理、市场部总监、经营策划部高级总监、营销副总裁等；2020 年 11 月至 2025 年 3 月任董事会秘书，2025 年 3 月起任副总经理。

资料来源：公司 2025 年年报、2026 年半年报、华创证券

（三）财务情况：盈利能力改善，业务结构持续优化

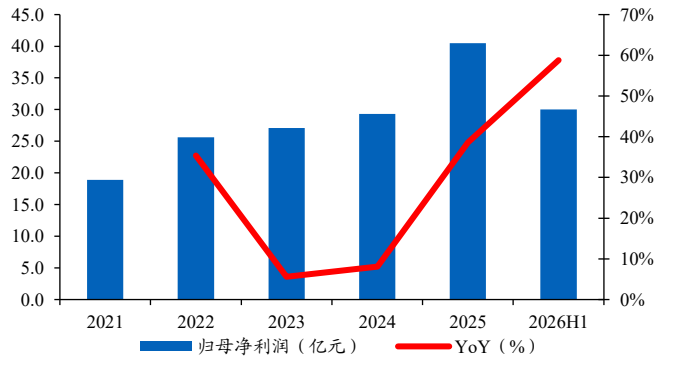
2024 年以来公司营收恢复增长，2026 年上半年归母净利润增速显著快于收入。2024、2025 年公司营业收入分别为 1,098.78 亿元和 1,714.37 亿元，分别同比增长 28.76%、56.02%；2026 年上半年营业收入为 937.19 亿元，在上年高基数上同比增长 11.65%。2025 年归母净利润为 40.54 亿元，同比增长 38.55%；2026 年上半年归母净利润达到 30.00 亿元，同比增长 58.80%。净利率由 2025 全年的 2.39%提升至 3.23%。

图表 5 公司营收及增速



资料来源：Wind、华创证券

图表 6 公司归母净利润及增速



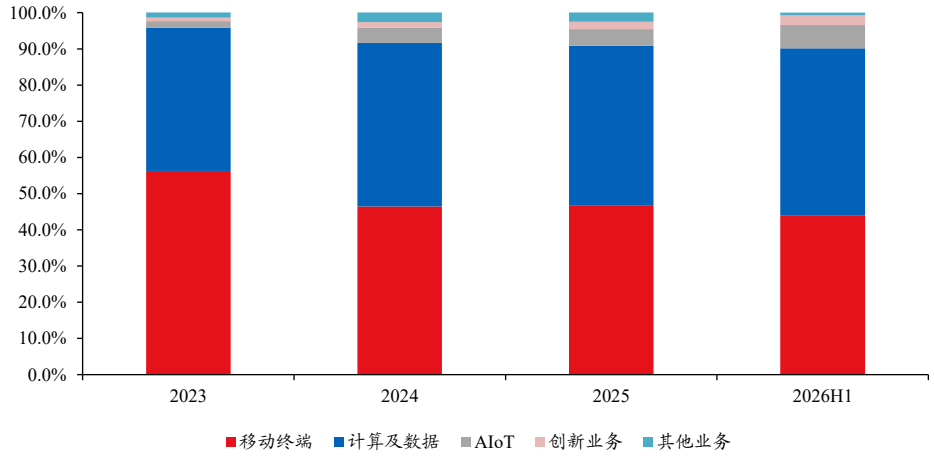
资料来源：Wind、华创证券

计算及数据业务升至第一大收入来源，AIoT 业务占比提升。2025 年移动终端业务实现收入 802.10 亿元，占比 46.8%；计算及数据业务实现收入 754.75 亿元，占比 44.0%。2026 年上半年，计算及数据业务收入达到 433.25 亿元，占比升至 46.2%，超过移动终端业务的 411.17 亿元和 43.9%。AIoT 业务收入 60.45 亿元，占比由 4.6%提升至 6.5%；创新业

下载日志已记录，仅供内部参考

务占比由 2.0%提升至 2.7%。公司收入结构进一步向 AI 算力基础设施及新业务倾斜。

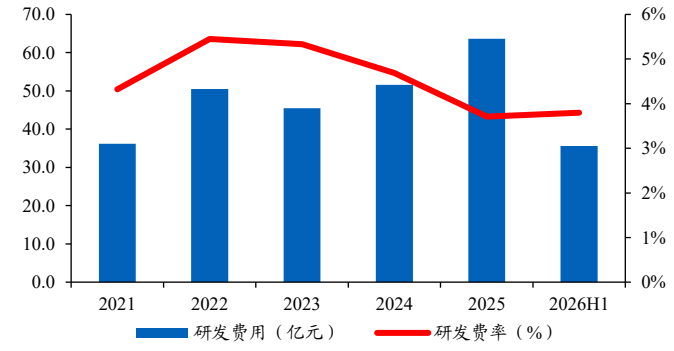
图表 7 公司分业务收入拆分



资料来源：Wind、华创证券

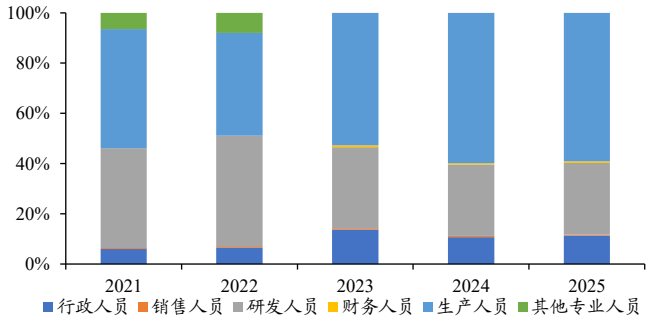
公司研发费用率保持稳定。2024、2025 年公司研发费用为 51.56 亿元和 63.63 亿元，同比增长 13.38%、23.42%，研发费用率为 4.69%和 3.71%，研发费用增速低于收入增速，费用率有所下降。2026 年上半年研发费用达到 35.57 亿元，同比增长 20.04%，研发费用率为 3.80%，较上年同期的 3.53%提高 0.27 个百分点。公司继续围绕 AI、汽车电子和数据中心等领域增加投入，为计算及数据、AIoT 和创新业务扩张提供技术支持。

图表 8 公司研发费用情况



资料来源：Wind、华创证券

图表 9 公司人员结构占比

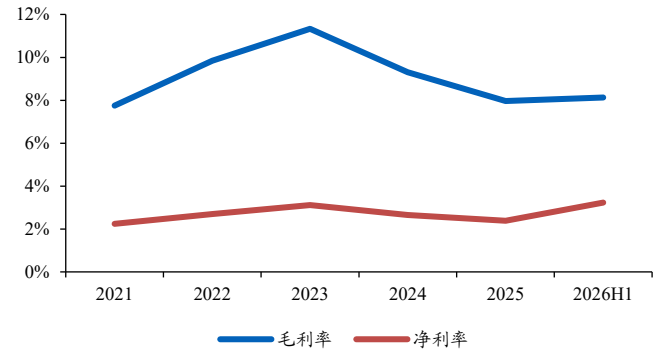


资料来源：Wind、华创证券

毛利率企稳回升，净利率改善明显。2023—2025 年，公司毛利率由 11.33%降至 7.97%，2026 年上半年回升至 8.13%，较上年同期提高 0.46 个百分点；净利率由 2023 年的 3.11%降至 2025 年的 2.39%，2026 年上半年升至 3.23%，较上年同期提高 0.98 个百分点。2026 年上半年销售费用率为 0.20%，同比微增；管理费用率由上年同期的 1.61%升至 1.77%，研发费用率由 3.53%升至 3.80%，财务费用率由-0.25%转为 0.08%，主要受利息费用增加及汇兑损益变化等因素影响。盈利改善方面，除毛利率回升外，公允价值变动收益由上年同期的-0.37 亿元增至 13.06 亿元，对当期利润形成较大贡献。

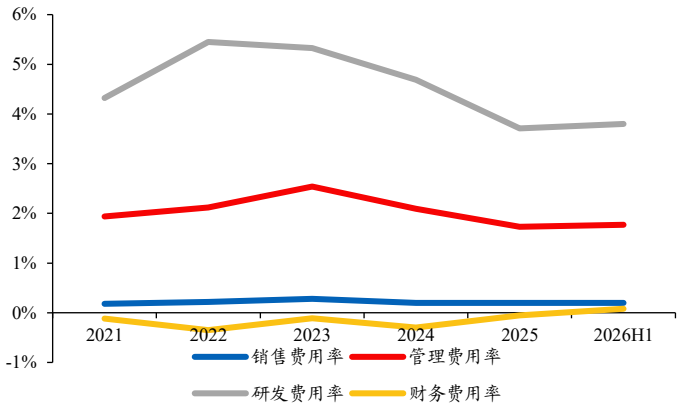
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 10 公司毛利率及净利率



资料来源：Wind、华创证券

图表 11 公司费用率情况



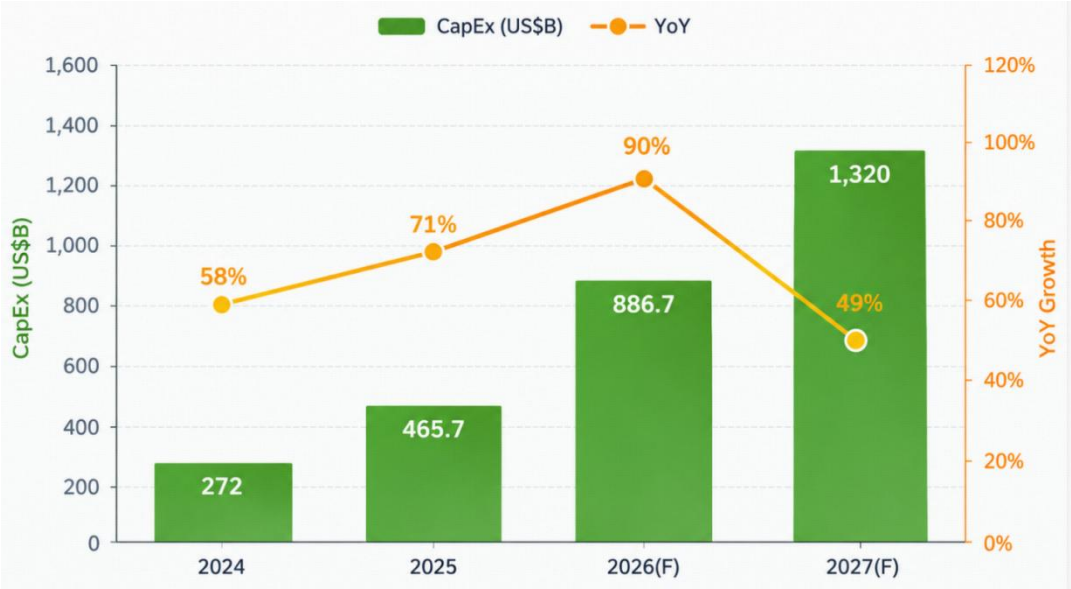
资料来源：Wind、华创证券

二、云侧：超节点与高速交换机协同布局，打开算力业务成长空间

（一）云厂商资本开支维持高位，国产算力供给逐步释放

大模型训练和推理需求推动云厂商持续扩大 AI 基础设施投入，算力采购从芯片和单机延伸至集群系统。据 TrendForce 统计及预测，全球九大 CSP 资本开支将由 2025 年的 4,657 亿美元增至 2026 年的 8,867 亿美元，同比增长约 90%，2027 年进一步达到 1.32 万亿美元。国内方面，TrendForce 预计字节跳动、腾讯、阿里巴巴及百度 2026 年合计资本开支同比增长超过 80%。阿里巴巴 2026 年 5 月更新未来三年 AI 基建投入资金会远远超过 3800 亿，该投入超过其此前十年在相关领域投入的总和；腾讯 2026Q2 资本开支达到 528 亿元，同比增长 176%，主要用于服务器和数据中心等 AI 基础设施。头部云厂商资本开支扩大，为服务器、超节点、高速交换机和液冷系统提供需求基础。

图表 12 全球九大 CSP 资本开支持续增长



资料来源：TrendForce、华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

国产 AI 芯片由单卡导入转向集群规模部署，系统适配能力成为供给释放的重要条件。国产算力系统需要同步完成处理器、加速卡、板卡、BIOS/BMC、驱动、通信库、交换网络和整柜散热供电适配；当单机扩展至数十卡或数百卡超节点后，链路信号、网络拓扑、故障隔离和集群运维会直接影响有效算力。2026 年上半年处于多种国产 GPU 方案转换阶段，公司披露供给端成熟度逐步提高，下半年超节点和交换机进入集中交付阶段。

（二）超节点从“8 卡服务器”升级为机柜级计算系统

超节点通过扩大高带宽低时延域，使更多加速芯片在系统层面表现为统一计算资源。传统 8 卡服务器通常以 CPU 为中心，GPU 通过 PCIe 或专用链路连接，并依赖网卡访问其他服务器；超节点则围绕 GPU 或 AI 加速器重构系统，将数十至数百颗芯片、Scale Up 交换结构、Scale Out 网络、供电和液冷系统集成到一个或多个机柜内。其目标是减少跨节点通信对训练和推理效率的损耗，提高芯片利用率和大模型并行效率。

图表 13 传统 8 卡 AI 服务器与超节点对比

维度	传统 8 卡 AI 服务器	超节点整机柜	对供应商能力的影响
计算规模	单机约 8 颗 GPU	数十至数百颗加速芯片	板卡、机柜与拓扑联合设计
Scale Up	单机内专用互连	跨节点、柜内高速互连	增加交换板、连接器及信号设计
Scale Out	服务器通过网卡接入网络	超节点间高带宽 RDMA 网络	高速交换机与网络软件重要性提升
供电	单机 PSU	集中电源、BusBar	电源架构和冗余设计升级
散热	风冷或局部液冷	百千瓦级整柜液冷	冷板、CDU、管路与监控协同
交付	单机测试与上架	整柜预集成、测试、部署	系统测试与现场服务价值增加

资料来源：阿里云、UALink Consortium、华勤技术 2026 年半年度报告、英伟达官网，华创证券

系统复杂度提升扩大了整机厂商的设计与交付范围。计算节点之外，超节点需要完成正交连接或高速线缆设计、交换板和网卡适配、BusBar 集中供电、百千瓦级液冷、整柜信号测试、故障替换和现场部署。阿里 AL128 公开方案支持 128-144 颗 GPU、350kW 供电和 500kW 散热，CPU、GPU、交换与供电节点采用模块化解耦；该案例表明，超节点价值量增量主要来自计算规模扩大和系统工程环节增加。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 14 阿里云磐久 AL128 超节点服务器

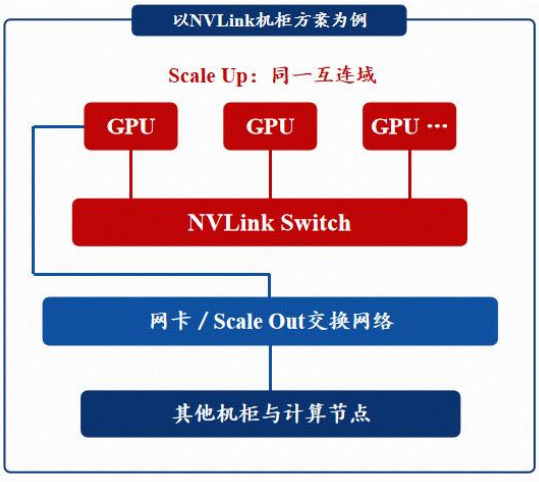


资料来源：阿里云开发者社区，华创证券

（三）Scale Up 与 Scale Out 分工明确，国内技术路线多元并行

Scale Up 解决超节点域内的高频、低时延通信，Scale Out 负责超节点之间的大规模集群扩展。Scale Up 通常采用 GPU 原生或面向内存语义的互连协议，关注单跳时延、芯片间带宽和一致性；Scale Out 主要承载跨域 RDMA 流量，关注路由、拥塞控制、可靠传输、故障隔离和网络可运维性。超节点并未消除 Scale Out 需求，而是将部分高频通信收敛到柜内，同时提高柜间网络的单端口速率和集群带宽。

图表 15 Scale Up 与 Scale Out：域内互连和集群扩展



比较维度	Scale Up	Scale Out
连接范围	同一高速互连域内	跨节点跨互连域
技术示例	NVLink	InfiniBand 以太网
硬件环节	互连芯片交换节点	网卡网络交换机
系统作用	扩大域内协同计算规模	扩大集群部署规模
边界说明	协议与域规模取决于方案	不因超节点出现而消失

资料来源：NVIDIA 官网、华创证券

国内超节点在互连协议、网络拓扑和系统形态上形成多条技术路线。阿里磐久 AL128 采用非以太 ALink 实现域内互连，同时保留 RoCE 网络用于跨超节点扩展；UPN 定位于面向 xPU 的 Scale Up 网络系统。字节 EthLink 基于以太网构建 Scale Up 互连，同时承载

下载日志已记录，仅供内部参考

Load/Store 与 RDMA 语义；ETH-X 通过开放整机柜设计及以太网互连推进产业协作。华为 Atlas 900 A3 采用灵衢连接昇腾 NPU，曙光 scaleX640 则以超高速总线构建域内互连，并通过 scaleFabric 连接多个超节点。不同路线共同推动计算系统由单机节点向更大规模高速互连域扩展。

图表 16 国内主要超节点及互连方案对比

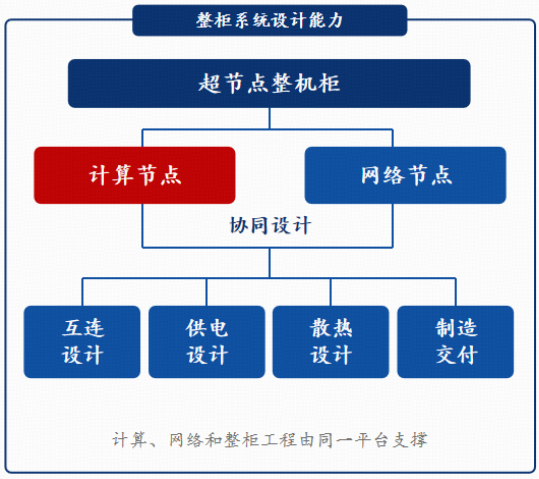
方案	系统规模/定位	互连架构
阿里磐久 AL128	整柜支持 128—144 颗 GPU；2025 年公开版本采用两组 AL64 域	域内采用非以太 ALink；域间保留 RoCE，预留 25.6—51.2Tbps 网络带宽
阿里 UPN512	面向 xPU 的 Scale Up 网络架构	面向大规模、高性能、高可靠及可扩展的域内互连
ETH-X	开放超节点整机柜；典型设计为 64GPU 互连	基于以太网构建高带宽域，通过 Scale Out 网络扩展集群
字节 EthLink	覆盖服务器内部及跨服务器 GPU 互连的 Scale Up 协议	基于以太网，同时支持 Load/Store 同步操作和 RDMA 异步操作
华为 Atlas 900 A3	最大 384 颗 NPU，由 12 个计算柜和 4 个总线设备柜组成	通过灵衢实现 NPU 高速互连
曙光 scaleX640	单超节点最大 640 卡，双超节点组成千卡级计算单元	域内采用超高速总线；超节点间采用 scaleFabric 网络及 RDMA 技术

资料来源：阿里云、字节跳动、ODCC、华为、中科曙光、华创证券

（四）华勤形成计算、网络与整柜系统全栈布局

华勤已完成从服务器节点到“计算+网络+整柜”（超节点）的产品扩展。公司数据中心产品覆盖 AI 服务器、通用服务器、存储服务器、交换机和超节点整机柜，能够同时参与计算节点、网络节点、机柜结构、供电和散热设计。公司 2024 年牵头制定 ODCC ETH-X 超节点整机柜设计规范，2026Q2 在大客户实现超节点首发交付，Q3 进入批量交付阶段。

图表 17 华勤超节点布局：计算、网络与整柜工程协同



能力环节	业务布局	集成内容
产品体系	AI / 通用服务器 交换机 / 超节点	计算与网络 产品组合
计算+网络	两类节点 协同设计	计算节点 网络节点
整柜工程	机柜级设计 与集成	架构 / 互连 供电 / 散热
标准参与	2024年牵头 ETH-X整柜规范	整柜架构 技术规范
制造交付	从首发出货 向批量交付推进	整柜制造 测试与交付

资料来源：公司公告、华创证券

计算节点与网络节点的共同设计能力，使公司能够在超节点架构迭代中承担系统级适配。超节点方案需要在 GPU 型号、交换芯片、网卡、背板或线缆、供电和液冷之间联合优化；

下载日志已记录，仅供内部参考

公司披露已形成海外交换芯片、客户自研芯片及其他方案并行的产品布局，并推进国产交换芯片适配。该能力使华勤的项目边界由服务器组装扩大至整柜联合开发、系统验证和规模制造。

规模制造和交付能力决定超节点方案能否由样机转向批量部署。公司在东莞、南昌等基地具备服务器与复杂智能硬件制造能力，并通过自动化测试、良率管理和全球供应链组织保障批量交付；在研发侧，公司采用“量产一代、研发一代、预研一代”的产品节奏，在互连、供电、散热及光电融合方向持续投入。超节点业务的竞争核心由单个节点性能扩展至研发速度、供应保障、整柜良率和现场交付的综合能力。

（五）超节点进入批量交付阶段，推动数据中心业务增长

公司数据中心业务 2026 年上半年约 200 亿元，下半年增长斜率主要由超节点和交换机贡献。上半年数据中心业务受到切换国产 GPU 方案影响，同比有所下降；Q2 完成超节点首发出货后，Q3 开始进入高速增长阶段。公司预计 2026 年下半年收入达到上半年的两倍以上，全年数据中心收入超过 600 亿元、同比增长约 50%。

图表 18　超节点交付节奏：首发出货后进入批量交付阶段



观察项目	2026H1	2026Q2	2026Q3	2026Q4	2026全年
超节点	方案适配 推进交付	首发出货	批量交付	持续上量	进入规模化 交付阶段
数据中心	收入约200亿元	超节点开始 贡献交付	H2收入超过H1两倍； H2超节点收入超100亿元		收入超600亿元

资料来源：公司公告，华创证券

产品结构由 AI 服务器向超节点和交换机扩展，提高了业务的系统价值和客户黏性。公司预计 2026 年下半年超节点收入超过 100 亿元，交换机全年收入约 60 亿元、同比翻倍；三家 CSP 客户收入目标均达到 100 亿元以上，行业客户收入目标超过 100 亿元。超节点、交换机和行业客户共同扩展了数据中心业务的产品维度与客户结构。

（六）交换机：算力网络升级打开第二成长曲线

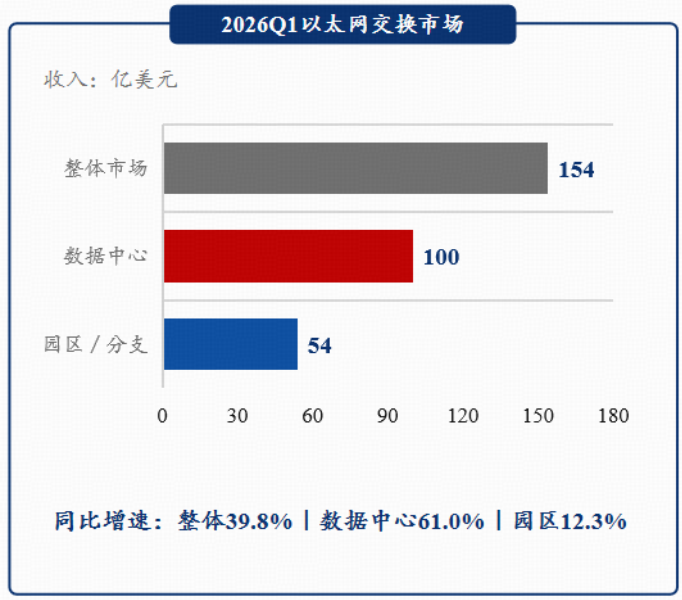
AI 集群扩张推动交换容量与端口速率升级，高速交换机需求持续增长。Scale Up 承担超节点域内互连，Scale Out 负责跨节点、跨域集群扩展，共同提高对网络带宽、时延及拥塞控制的要求。据 IDC 统计，2026Q1 全球数据中心以太网交换市场收入约 100 亿美元，同比增长 61%；800G 产品收入占比达到 35.8%，与 200G/400G 合计占比达到 69.9%。高速率产品占比提升，推动交换芯片、PCB、光互连及散热系统升级，并带动 NPO/CPO 等光电融合方案研发与验证。

交换机产品的研发价值体现在软硬件协同及持续的软件迭代。交换机研发涉及网络操作系统与芯片平台适配、协议功能开发和客户验证，统一软件平台能够支持不同产品的功能复用。以 Arista 为例，公司通过统一 EOS 平台保持产品组合的功能一致性，研发工作包括适配不同芯片架构、完善控制与管理功能，以及开展自动化测试；新产品导入还需

下载日志已记录，仅供内部参考

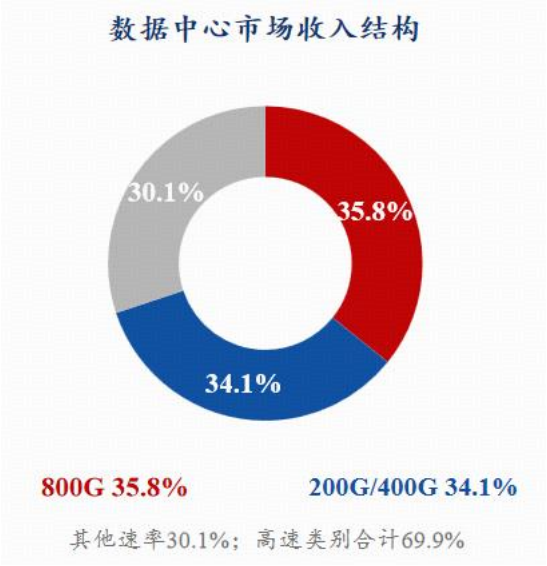
经过客户评估、测试与认证。这些环节体现了交换机产品在硬件开发之外的软件研发与适配要求。

图表 19 数据中心交换市场高增长



资料来源：IDC、华创证券

图表 20 高速率产品占比提升



资料来源：IDC、华创证券

顺应高速网络升级趋势，华勤已建立覆盖传统数据中心和 AI 集群的高速交换机产品布局。公司数据中心业务页面展示了计算、存储和网络产品矩阵，NWS9410 等产品面向 800G 网络场景，公开规格包括 204.8T 交换能力及高密度 800G 端口配置；公司在既有海外交换芯片平台基础上，同步推进国产交换芯片适配和客户自研芯片方案。

图表 21 NWS9410 核心交换机：128 端口 800G 产品布局



项目	规格	说明
端口	128×800G	OSFP112
交换容量	204.8Tbps	双向口径
交换芯片	Broadcom Tomahawk6	官网规格
尺寸	446×800×176mm	宽×深×高
冗余设计	2+2电源 5个风扇	2700W PSU 风扇N+1

资料来源：华勤技术官网、华创证券

NPO 是公司当前光电融合投入的主要落地方向，CPO 处于持续研发阶段。公司已有基于 NPO 的超节点产品处于验证阶段，并将 NPO/CPO 作为重点技术方向。NPO 缩短交换

下载日志已记录，仅供内部参考

芯片与光引擎之间的高速电连接距离，同时保持光引擎可维护性，适合在 800G 及 1.6T 系统中平衡功耗、密度和维护要求。

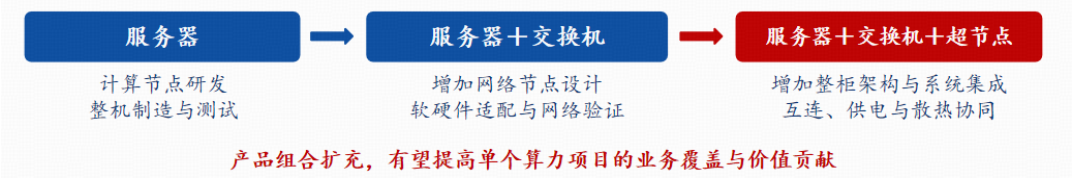
图表 22　交换机布局：多芯片平台并行，NPO 推进验证



资料来源：公司公告、华创证券

从计算设备、网络设备到整柜系统，华勤已形成覆盖不同交付层级的云侧产品组合。在服务器节点研发制造的基础上，公司同时布局交换机与超节点整机柜，业务范围覆盖节点设备及整柜系统，并在服务国内头部云厂商的同时，持续拓展行业客户与渠道市场。服务器、交换机与超节点整机柜共同构成公司的数据中心基础设施产品体系，分别承接计算、网络及系统集成层面的交付需求。

图表 23　华勤产品组合与项目覆盖范围



资料来源：公司公告及官网、华创证券

三、端侧：平台化基本盘稳定，PC 依靠份额提升实现增长

（一）端侧覆盖主要智能产品，研发与供应链能力跨品类复用

华勤端侧业务已形成手机、平板、PC、可穿戴和 AIoT 的完整产品组合。移动终端“1+N”围绕智能手机向平板、智能手表、手环和家庭终端延伸，数字生产力“1+N”围绕笔记本电脑向台式机、一体机、打印机和周边产品扩展。多品类客户和平台化研发使公司能够在单一终端需求波动时，通过客户份额和新品类导入维持业务规模。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 24 公司端侧产品布局

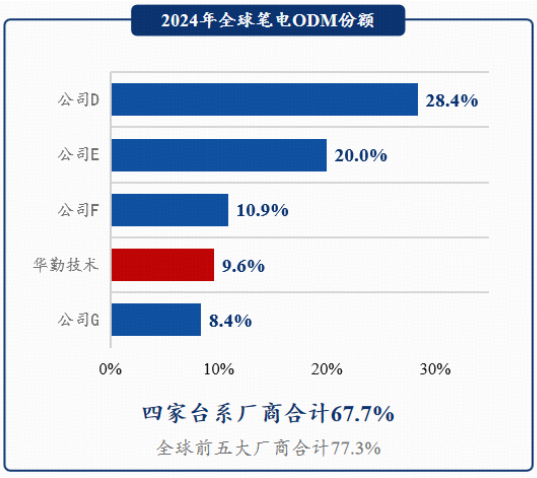


资料来源：公司公告、公司官网、华创证券

（二）PC 增长来自 ODM 供应链重构与公司份额提升

全球笔记本电脑 ODM 长期由广达、仁宝、纬创等台系厂商主导，华勤通过研发效率和大陆供应链优势持续提升份额。根据公司港股招股书引用的灼识咨询资料，华勤 2024 年笔记本电脑 ODM 出货份额为 9.6%，位列全球第四，并在全球前五大笔记本电脑 ODM 厂商中实现 2022-2024 年最快出货增速。公司从消费机型向商用、高性能和全品类产品延展，客户覆盖美系和台系品牌。

图表 25 华勤 2024 年笔记本电脑 ODM 出货份额位列全球第四



厂商	份额	总部所在地
公司D	28.4%	中国台湾
公司E	20.0%	中国台湾
公司F	10.9%	中国台湾
华勤技术	9.6%	中国上海
公司G	8.4%	中国台湾

资料来源：华勤技术 H 股招股书、华创证券

公司将手机业务的工程能力迁移至 PC，并通过南昌基地缩短研发与交付链条。手机业务

下载日志已记录，仅供内部参考

积累的天线、散热、新材料、新工艺和质量管理能力可用于轻薄本、游戏本等产品；PC 研发、制造、交付和供应链集中于南昌，有利于减少跨区域沟通和产品导入时间。国内工程师供给和组织效率进一步支撑公司承接新增项目。

2026 年行业需求承压，但公司依靠客户份额提升实现收入逆势增长。公司披露 2026 年上半年 PC 收入同比增长超过 50%，全年笔记本电脑出货目标约 2,000 万台，美系和台系客户份额均快速提升；存储等零部件涨价抬升产品单价和收入，公司同时通过提升商用产品比例与运营效率扩大毛利额。

图表 26　PC 产品矩阵：技术迁移与基地协同支持份额提升



协同环节	公司披露的业务基础
技术迁移	手机积累的天线、散热、新材料与新工艺用于笔电
基地协同	南昌形成研发、制造、交付、供应链一体化布局
客户拓展	美系、台系客户份额提升；消费及商用产品覆盖

资料来源：公司官网、公司公告、华创证券

（三）手机与平板维持规模优势，ODM 渗透率提供结构性支撑

智能手机业务处于成熟市场，公司依靠多元客户和 ODM 渗透率提升维持基本盘。公司预计公司 2026 年智能手机出货量同比下降 5%-10%，收入基本持平，出货表现好于行业整体；全球智能手机年出货量长期维持约 12-13 亿部，品牌厂商采用 ODM 模式的比例仍有提升空间。公司在多芯片平台研发、产品快速迭代和大规模制造方面具备长期积累。

平板电脑与手机共享客户、芯片平台和制造体系，是移动终端组合的重要补充。公司通过手机业务形成的供应链和研发能力切入平板，并覆盖消费、教育和商用场景；2026 年上半年平板业务保持稳定。平板产品的协同价值主要体现在复用客户、主板平台、结构设计和生产线。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 27　端侧布局：手机、平板、穿戴与 AIoT 协同发展



业务	产品范围	披露进展
手机	智能手机	上半年销量与收入增长
平板	消费 / 教育商用场景	上半年延续增长
智能穿戴	手表 / 手环耳机	出货与收入快速增长
AIoT	家居 / XR游戏硬件	H1收入增速80%以上
协同基础	客户 / 研发供应链 / 制造	多品类产品平台

资料来源：公司公告、公司官网、华创证券

（四）可穿戴与 AIoT 通过品类扩张延伸客户价值

可穿戴业务围绕品牌集中和产品组合扩张保持增长。公司产品覆盖智能手表、手环、TWS 耳机和专业音频，并与手机客户形成多品类合作。易路达控股 80%股权已于 2024 年 12 月完成交割，补充高保真耳机、通信耳机、麦克风、受话器和扬声器等声学产品能力，扩大公司在音频产品中的客户和制造基础。

AIoT 增长主要来自新品类与客户扩展。公司 AIoT 覆盖智能家居、VR/AR、游戏设备和工业产品，2026 年上半年收入同比增长超过 80%；公司将手机和 PC 形成的系统研发、结构设计和全球制造能力迁移至小批量、多品类产品，提高客户覆盖范围。

（五）汽车电子与机器人保持投入，提供长期业务延展

图表 28　汽车电子与机器人：产品布局延伸至整机和系统



领域	已披露进展	统计口径
汽车电子	2025年收入首次超10亿元	历史期间
汽车电子	2026H1约10亿元	半年度
智驾平台	THOR平台客户定点突破	项目定点
数据采集机器人	累计出货超过400台	累计口径
机器人制造	累计出货超过4,000台	累计口径

资料来源：公司公告、公司官网、华创证券

汽车电子已由项目定点进入收入加速阶段。公司汽车电子业务覆盖座舱、显示、智驾和车控产品，2025 年收入首次超过 10 亿元，2026 年上半年达到约 10 亿元；公司预计 2026 年全年收入 25-30 亿元。公司已投入 NVIDIA THOR 高端智驾平台，并在 JDM 联合开发

下载日志已记录，仅供内部参考

和制造模式下取得项目定点，同时通过与丰田纺织成立合资公司拓展日本客户。

机器人业务以制造场景、整机方案和控制器为主要切入点。公司为头部大模型客户研发制造的数据采集机器人累计出货超过 400 台，为国内机器人企业制造的产品累计超过 4,000 台；自研轮式双臂机器人已交付内部工厂，用于数据采集和模型训练，公司同时开发大小脑一体控制器。公司的工厂场景可用于产品验证，积累的平台优势、硬件设计、供应链和制造能力可复用于机器人整机。

四、盈利预测与估值

我们进行盈利预测的关键假设为：1）AI 基础设施投资保持增长，下游云厂商及行业客户的算力部署节奏符合预期；2）公司服务器、超节点及高速交换机产品导入和批量交付顺利，配套产能及关键物料供应满足需求；3）PC 客户份额持续提升，移动终端需求保持稳定，AIoT 及创新业务客户拓展符合预期；4）原材料价格波动整体可控，产品结构优化与规模效应逐步体现，费用及税金率保持稳定。

具体分业务来看：

1）计算及数据业务：公司围绕 PC、服务器、交换机及超节点形成产品布局。受益于 AI 算力需求增长及服务器向整柜、超节点形态升级，公司数据业务有望随客户项目交付持续放量，高速交换机贡献新增收入；PC 业务则依靠客户份额提升及商用等产品拓展实现增长。随着高附加值产品占比提升、研发制造能力复用及交付规模扩大，分部毛利率有望逐步改善。我们预计 2026-2028 年公司计算及数据业务收入分别为 1044.15/1360.19/1764.50 亿元，毛利率分别为 7.11%/7.82%/8.12%；其中，预计数据中心业务收入分别为 684.15/963.29/1326.91 亿元，毛利率分别为 7.43%/8.36%/8.66%。

2）移动终端业务：移动终端是公司的规模基本盘，手机、平板及可穿戴等产品能够共享客户资源、研发平台和供应链体系。考虑到成熟终端市场需求增长相对有限，我们假设 2026 年业务收入小幅承压，后续通过新增项目导入、客户份额提升及多品类合作实现增长。综合考虑市场竞争、产品组合和成本管控，预计分部毛利率保持相对稳定。我们预计 2026-2028 年公司移动终端业务收入分别为 755.75/839.71/915.70 亿元，毛利率分别为 8.79%/8.78%/8.79%。

3）AIoT 业务：公司依托既有系统研发、结构设计及制造能力拓展 AIoT 产品，新品类导入与客户合作深化有望推动收入增长。考虑到不同项目的盈利能力存在差异，我们假设随着产品组合优化、项目成熟度及交付效率提升，业务毛利率较 2025 年有所修复，后续保持稳定。我们预计 2026-2028 年公司 AIoT 业务收入分别为 147.36/178.77/201.99 亿元，毛利率分别为 13.00%/13.50%/14.00%。

4)创新业务：汽车电子项目放量与机器人等业务拓展共同推动收入增长。汽车电子方面，我们预计 2026—2028 年收入分别为 27.50/55.00/100.00 亿元。机器人、软件及其他创新业务方面，预计同期合计收入分别为 42.50/53.00/64.00 亿元。随着业务规模扩大及运营效率提升，我们预计 2026-2028 年创新业务收入分别为 70.00/108.00/164.00 亿元，毛利率分别为 15.00%/16.00%/17.00%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 29 公司分业务收入拆分

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
计算及数据业务					
营业收入（亿元）	496.78	754.75	1044.15	1360.19	1764.50
YoY	47.45%	51.93%	38.34%	30.27%	29.72%
毛利率	7.50%	6.00%	7.11%	7.82%	8.12%
毛利（亿元）	37.39	45.29	74.26	106.36	143.30
移动终端					
营业收入（亿元）	510.35	802.10	755.75	839.71	915.70
YoY	6.24%	57.17%	-5.78%	11.11%	9.05%
毛利率	9.70%	8.98%	8.79%	8.78%	8.79%
毛利（亿元）	49.60	72.05	66.41	73.72	80.46
AIoT					
营业收入（亿元）	46.72	78.85	147.36	178.77	201.99
YoY	186.03%	68.77%	86.89%	21.32%	12.98%
毛利率	16.90%	10.88%	13.00%	13.50%	14.00%
毛利（亿元）	7.90	8.58	19.16	24.13	28.28
创新业务					
营业收入（亿元）	15.76	34.84	70.00	108.00	164.00
YoY	91.94%	121.02%	50.00%	54.29%	51.85%
毛利率	19.20%	13.81%	15.00%	16.00%	17.00%
毛利（亿元）	3.02	4.81	10.50	17.28	27.88
其他业务					
营业收入（亿元）	29.17	43.84	43.84	43.84	43.84
YoY	153.04%	50.28%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	3.20%	3.60%	3.88%	3.88%	3.88%
毛利（亿元）	0.92	1.58	1.70	1.70	1.70
合计					
营业收入（亿元）	1,098.77	1,714.36	2061.09	2530.51	3090.02
YoY	28.76%	56.03%	20.22%	22.78%	22.11%
毛利率	8.99%	7.72%	8.35%	8.82%	9.11%
毛利（亿元）	98.83	132.31	172.03	223.20	281.61

资料来源：Wind、华创证券预测

公司是全球智能制造龙头企业，依托“3+N+3”产品战略及全球化制造体系，持续扩大产品与客户覆盖范围，在端侧持续向上基本盘下，受益国产算力大趋势公司数据中心业务快速增长。我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 **2061.09/2530.51/3090.02 亿元**，归母净利润分别为 **54.44/68.59/91.42 亿元**。可比公司方面，考虑公司不同业务所处发展阶段、盈利能力及可比公司存在差异，我们采用分部估值法，分别给予数据中心及消费电子类业务估值。假设两部分业务费用率一致，测算各部分净利润。数据中心业务，结合公司服务器、交换机及超节点产品布局，选取紫光股份、浪潮信息和中兴通讯作为可比

下载日志已记录，仅供内部参考

公司，给予 2027 年 22 倍 PE；消费电子及其他业务选取龙旗科技、歌尔股份作为可比公司，公司依托多品类研发制造能力，持续拓展 PC 客户份额及 AIoT 业务，给予 2027 年 19 倍 PE。综合给予公司 27 年目标市值 1377 亿元，对应目标价 90.87 元，首次覆盖给予“**强推**”评级。

图表 30 华勤技术分部可比公司

	证券简称	市值（亿元）	每股收益 EPS（元）				PE（倍）			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
000977	浪潮信息	949.96	1.6	3.3	4.4	5.7	39.4x	19.9x	14.8x	11.3x
000063	中兴通讯	1,303.91	1.2	1.2	1.4	1.6	24.7x	23.7x	20.8x	18.6x
000938	紫光股份	869.75	0.6	1.1	1.5	1.9	51.6x	26.8x	19.9x	15.9x
计算业务可比公司均值							39.4x	23.7x	19.9x	15.9x
	证券简称	市值（亿元）	每股收益 EPS（元）				PE（倍）			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
603341	龙旗科技	170.92	1.3	1.4	2.1	2.8	30.8x	24.4x	16.6x	12.2x
002241	歌尔股份	765.34	1.1	1.0	1.3	1.6	19.4x	22.1x	17.3x	13.8x
消费电子业务可比公司均值							25.1x	23.2x	17.0x	13.0x

*资料来源：Wind、华创证券，*市值为 10 月 9 日收盘价，EPS 来自 Wind 一致预期*

五、风险提示

1. AI 基础设施需求不及预期

如果云厂商资本开支、国产算力适配或超节点部署节奏放缓，可能影响服务器、交换机及整柜系统的订单释放。

2. 交换芯片及关键物料供应不足

公司交流材料提到交换芯片、存储等关键物料存在供应紧张情况。若海外交换芯片供应、国产芯片适配或高速光电物料供给不及预期，可能影响交付节奏。

3. 超节点技术路线变化

Scale Up 协议、Scale Out 网络、NPO/CPO 光互连和液冷系统仍在快速演进。若技术路线变化导致已有产品适配成本增加，可能影响研发投入和项目交付。

4. 大客户集中度较高

公司服务全球头部品牌和大型云厂商，客户集中度较高。若核心客户采购计划、产品周期或供应链策略发生变化，可能对收入和产能利用率造成影响。

5. 端侧业务周期波动

手机、PC 及可穿戴业务仍受宏观消费、库存周期和品牌客户产品规划影响。PC 份额提升逻辑需要通过持续项目导入和出货量兑现。

下载日志已记录，仅供内部参考

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	13,997	23,469	26,723	32,623
应收票据	189	162	213	280
应收账款	34,180	47,310	55,560	67,846
预付账款	155	257	238	323
存货	14,624	27,911	31,818	36,019
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	7,602	10,859	12,091	14,473
流动资产合计	70,747	109,968	126,643	151,565
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	4,162	7,200	7,200	7,200
固定资产	12,253	13,806	15,368	16,995
在建工程	798	898	798	698
无形资产	1,918	2,058	2,142	2,262
其他非流动资产	6,328	6,643	6,826	7,042
非流动资产合计	25,459	30,605	32,334	34,197
资产合计	**96,206**	**140,573**	**158,977**	**185,762**
短期借款	14,421	21,021	24,233	25,058
应付票据	11,022	11,334	13,844	18,999
应付账款	34,184	56,672	64,605	76,531
预收款项	0	0	0	0
合同负债	674	810	994	1,214
其他应付款	438	2,500	500	500
一年内到期的非流动负债	406	1,300	1,400	3,500
其他流动负债	2,556	2,741	3,449	4,259
流动负债合计	63,701	96,378	109,025	130,060
长期借款	4,750	5,375	5,890	6,450
应付债券	0	2,000	2,000	0
其他非流动负债	1,410	1,740	1,670	1,670
非流动负债合计	6,160	9,115	9,560	8,120
负债合计	**69,860**	**105,493**	**118,585**	**138,181**
归属母公司所有者权益	25,797	34,370	39,484	46,427
少数股东权益	548	710	908	1,154
所有者权益合计	**26,345**	**35,080**	**40,391**	**47,581**
负债和股东权益	**96,206**	**140,573**	**158,977**	**185,762**

现金流量表

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**-223**	**4,014**		**10,812**
现金收益	5,454	7,407	8,844	11,399
存货影响	-3,148	-13,287	-3,907	-4,202
经营性应收影响	-10,818			-14,170
经营性应付影响	8,592	25,101	9,335	18,111
其他影响	-303	-280		-327
投资活动现金流	**-7,384**	**-8,705**	**-3,630**	**-4,597**
资本支出	-5,268	-3,603	-3,583	-3,912
股权投资	-2,514	-3,038	0	0
其他长期资产变化	398	-2,064	-48	-685
融资活动现金流	**6,692**	**14,163**	**2,504**	**-315**
借款增加	7,790	10,120	3,827	1,484
股利及利息支付	-1,289	-2,282	-2,533	-3,291
股东融资	264	4,656	0	0
其他影响	-74	1,669	1,210	1,492

利润表

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**171,437**	**206,109**	**253,051**	**309,002**
营业成本	157,768	188,906	230,731	280,841
税金及附加	438	618	764	899
销售费用	339	407	500	611
管理费用	2,965	3,401	4,403	5,377
研发费用	6,363	7,626	9,464	11,557
财务费用	-92	98	-121	-99
信用减值损失	-10	-20	-20	-20
资产减值损失	-199	-600	-600	-600
公允价值变动收益	197	800	200	200
投资收益	259	200	100	100
其他收益	545	545	540	540
营业利润	**4,446**	**5,972**	**7,525**	**10,032**
营业外收入	28	10	10	10
营业外支出	25	5	5	5
利润总额	**4,449**	**5,977**	**7,530**	**10,037**
所得税	344	478	602	803
净利润	**4,105**	**5,499**	**6,928**	**9,234**
少数股东损益	50	55	69	92
归属母公司净利润	**4,054**	**5,444**	**6,859**	**9,142**
NOPLAT	4,019	5,589	6,816	9,143
EPS(摊薄)（元）	2.67	3.59	4.52	6.03

主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	56.0%	20.2%	22.8%	22.1%
EBIT 增长率	61.2%	39.4%	22.0%	34.1%
归母净利润增长率	38.6%	34.3%	26.0%	33.3%
获利能力				
毛利率	8.0%	8.3%	8.8%	9.1%
净利率	2.4%	2.7%	2.7%	3.0%
ROE	15.7%	15.8%		
ROIC	12.5%	12.3%	12.7%	15.1%
偿债能力				
资产负债率	72.6%	75.0%	74.6%	74.4%
债务权益比	79.7%	89.6%	87.1%	77.1%
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.9	0.9	0.9	0.9
营运能力				
总资产周转率	1.8	1.5	1.6	1.7
应收账款周转天数	63	71	73	72
应付账款周转天数	72	87	95	90
存货周转天数	30	41	47	43
每股指标(元)				
每股收益	2.67	3.59	4.52	6.03
每股经营现金流	-0.15	2.65		7.13
每股净资产	17.02	22.67	26.05	30.63
估值比率				
P/E	28	21	16	12
P/B	4.4	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	23	17	14	11

资料来源：公司公告，华创证券预测

下载日志已记录，仅供内部参考

电子组团队介绍

首席分析师：岳阳

上海交通大学硕士。2019 年加入华创证券研究所。

联席首席分析师：熊翊宇

复旦大学金融学硕士，3 年买方研究经验，曾任西南证券电子行业研究员，2020 年加入华创证券研究所。

半导体小组组长、资深分析师：吴鑫

复旦大学资产评估硕士，1 年买方研究经验。2022 年加入华创证券研究所。

高级分析师：高远

西南财经大学硕士。2022 年加入华创证券研究所。

高级分析师：姚德昌

同济大学硕士。2021 年加入华创证券研究所。

分析师：张文瑶

哈尔滨工业大学硕士。2023 年加入华创证券研究所。

助理研究员：卢依雯

北京大学金融硕士。2024 年加入华创证券研究所。

助理研究员：张雅轩

美国康奈尔大学硕士。2024 年加入华创证券研究所。

分析师：董邦宜

北京交通大学计算机硕士，3 年 AI 算法开发经验，曾任开源证券电子行业研究员。2024 年加入华创证券研究所。

助理研究员：王可轶

香港科技大学集成电路设计硕士。2026 年加入华创证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	朱晞毓	高级销售经理		zhuxiyu@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

	郭有渔	销售助理		guoyouyu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玓	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

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/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未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，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522