

2022年05月25日

铭利达 (301268.SZ)

新股分析

机械 | 其他专用机械 III

下游景气及深度绑定核心用户，公司业务快速增长可期

投资要点

◆ **公司是我国精密结构件主要供应商之一：**1) 坚持客户导向，公司致力于实现一站式配套服务；公司持续深耕国内精密结构件市场十多年，从发展历程来看，公司已形成完善的精密结构件产品谱系，产品线可以满足客户对于不同材质、不同成型方式结构件的一站式采购需求，有效节约了客户寻找不同供应商的时间和管理成本；2) 实施大客户战略，与国内外多家知名企业建立了长期稳定的合作关系；光伏领域公司客户包括 SolarEdge、Enphase、SMA、Tesla、阳光电源等行业领先公司；安防领域公司客户包括海康威视、华为、Axis、Bosch 等国内外知名企业；汽车领域公司客户包括比亚迪、北汽新能源、宁德时代、Grammer 等国内外知名汽车及汽车零部件厂商；消费电子领域公司的客户包括 Intel、NEC、Honeywell、飞毛腿集团等；3) 财务稳健，近五年营业收入保持持续增长：2017-2021 年公司分别实现营业收入 7.4 亿元、9.4 亿元、13.6 亿元、15.2 亿元和 18.4 亿元，营业收入呈持续增长。

◆ **光伏及汽车行业作为公司主要应用下游，持续景气或驱动公司需求向好：**光伏和汽车分别是公司目前收入占比最大的细分下游及收入增速最快的细分下游，其行业表现或将成为影响公司业绩波动的关键因子。1) 气候问题凸显，中长期全球光伏产业持续较快发展可期：根据行业协会及第三方研究机构出具的研究报告数据预测，2022 年-2030 年全球装机量年复合增速将超过 7%、2022 年-2050 年全球装机量复合增速也将在 5% 以上；同时，作为公司光伏结构件主要应用领域的光伏逆变器有望在未来数年保持在平均 20% 以上的增长速度；2) 电动化趋势及疫后实施的消费刺激政策，正驱动国内汽车产业发展向好：随着全球对环境保护、技术进步和能源安全更为重视，各国纷纷发布燃油车退出时间表，全球范围内新能源汽车渗透率均快速攀升；以国内新能源汽车市场来看，2022 年 1-4 月我国新能源汽车销量较去年同比增长约 115%，继续保持高速增长态势；同时，2022 年以来，为释放消费潜力促进疫后消费恢复，汽车消费支持政策密集出台，预计有望支撑国内经济型汽车销售放量。

◆ **公司深度绑定核心用户，有望充分受益下游行业发展红利并取得超越平均水平的更快增长：**1) SolarEdge 是公司最大的单一客户，占光伏业务收入比重超过 7 成、占公司总收入比重约四成。SolarEdge 被誉为全球最值得关注的技术驱动型能源厂商之一，分布式光伏逆变器出货量位居全球第一位，营业收入在过去十年呈现持续增长；公司在 SolarEdge 成立之初即相互建立稳定合作关系，预计伴随 SolarEdge 新能源业务开拓发展，铭利达也将跟随实现相应业务成长；2) 比亚迪和北汽新能源是公司在汽车领域的主要核心客户；其中，比亚迪是公司在 2017 年正式进军汽车领域之后即开展合作的首个行业龙头客户，主要向比亚迪供应三电结构件，比亚迪业务一直是公司汽车领域的最大收入来源、占比约四成。当前来看，比亚迪作为我国新能源汽车的领导者，新能源车销量位居国内榜首并依旧呈现高速增长；依托比

发行数据

总股本(万股)	40,001
发行数量(万股)	4,001
网下发行(万股)	2,201
网上发行(万股)	1,400
保荐机构	国泰君安证券股份有限公司
发行日期	2022/3/25
发行方式	上网定价,法人配售,法人定向配售

股东信息

深圳市达磊投资发展有限责任公司	38.22%
张贤明	10.05%
深圳市赛铭股权投资企业(有限合伙)	6.52%
杭州剑智股权投资合伙企业(有限合伙)	4.10%
郑素贞	4.07%
邵雨田	4.07%
深圳市红土智能股权投资基金合伙企业(有限合伙)	3.67%
陶晓海	3.62%
陶诚	2.72%
东莞市赛腾股权投资合伙企业(有限合伙)	2.34%

分析师

李蕙
SAC 执业证书编号：S0910519100001
lihui1@huajinsc.cn

相关报告

亚迪新能源汽车的快速增长，公司相应业务有望加速发展；3）海康威视是公司安防领域的最大单一客户，占安防业务收入比重超过八成。海康威视是无可争议的全球安防巨头，过去十多年业绩持续稳定增长；公司通过深度绑定海康威视，安防领域业务的稳定发展可期。

◆ **公司已经提前布局产线，可满足下游需求的快速增长：**2020-2021 年，公司在全国多个地域密集布局业务及生产基地，肇庆、湖南、重庆、江苏等地都有新设基地规划，以扩充产能及缩短服务半径。截至最新，公司已经通过自筹资金提前投入东莞清溪、江苏海安及重庆基地的项目建设；其中，东莞清溪项目已经接近尾声，重庆一期项目和江苏海安项目正在加速推进。

◆ **投资建议：**我们预计铭利达 2022-2024 年营业收入分别为 30.4 亿元、45.9 亿元和 64.6 亿元，收入增速分别为 65.6%、50.9%和 40.8%；归属于母公司净利润分别为 3.1 亿元、5.2 亿元和 7.8 亿元，归属于母公司净利润增速分别为 108.4%、67.5%和 50.5%。2022-2024 年预测 EPS 分别为 0.77、1.29 和 1.95 元，以 5 月 25 日收盘价计算，对应 PE 依次为 38.0X、22.7X 和 15.1X。公司是国内精密结构件领先供应商之一，已与 SolarEdge、Enphase、比亚迪、海康威视、北汽新能源、宁德时代等光伏、新能源汽车、安防领域知名龙头企业建立了深度合作关系；受益于光伏、新能源汽车等下游的持续景气及对应行业龙头企业更为确定的成长预期，我们预计驱动公司业绩持续增长可期。对公司进行首次覆盖，并给予买入-B 评级。

◆ **风险提示：**客户集中度较高风险、主营业务毛利率下滑的风险、原材料价格波动风险、未能及时履行协议约定导致的经济损失风险、应收账款和存货规模较大的风险、汇率波动风险等。

财务数据与估值

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,516	1,838	3,043	4,592	6,464
YoY(%)	11.4	21.2	65.6	50.9	40.8
净利润(百万元)	171	148	309	517	779
YoY(%)	78.0	-13.2	108.4	67.5	50.5
毛利率(%)	21.5	19.1	20.1	20.5	20.7
EPS(摊薄/元)	0.43	0.37	0.77	1.29	1.95
ROE(%)	26.5	18.6	14.4	19.4	22.6
P/E(倍)	68.8	79.2	38.0	22.7	15.1
P/B(倍)	18.2	14.7	5.5	4.4	3.4
净利率(%)	11.3	8.1	10.1	11.3	12.0

数据来源：wind，华金证券研究所

内容目录

一、公司是我国精密结构件龙头供应商之一	5
(一) 坚持客户导向，公司致力于实现一站式配套服务	5
(二) 实施大客户战略，与多家国内外知名企业客户建立了长期稳定的合作关系	6
(三) 财务稳健，近五年营业收入保持持续增长	8
二、光伏及汽车行业作为公司主要应用下游，持续景气或驱动公司需求向好	9
(一) 气候问题凸显，中长期全球光伏产业持续较快发展可期	10
(二) 电动化趋势及疫后实施的消费刺激政策，正驱动国内汽车产业发展向好	13
1、电动汽车消费方兴未艾	13
2、疫后汽车刺激政策发力，经济型汽车消费有望放量	15
三、公司深度绑定核心用户，有望充分受益下游行业发展红利并取得超越平均水平的更快增长	16
(一) 光伏领域：公司与 SolarEdge 的合作贯穿了两家企业成立至今完整的发展历程	16
(二) 汽车领域：公司与国内新能源领先厂商比亚迪和北汽新能源的供应合作渐入佳境	18
(三) 安防领域：公司锁定国内安防巨头海康威视	21
四、公司已提前布局产线，可满足下游需求的快速增长	22
五、公司盈利预测及投资建议	24
(一) 收入分拆	24
(二) 基础假设	25
(三) 投资建议	25
六、风险提示	25

图表目录

图 1：公司历史沿革	5
图 2：按应用领域划分公司主要产品	6
图 3：公司的全球客户名目（不完全统计）	8
图 4：2017 年至 2022Q1 公司收入规模及增速变化	8
图 5：2017 年至 2022Q1 公司归母净利润规模及增速变化	8
图 6：精密结构件产业链上下游	9
图 7：公司收入构成	10
图 8：公司各下游应用行业 2021 收入增速	10
图 9：全球光伏装机量保持较快增长	11
图 10：全球发电能源构成（GW）	12
图 11：2020-2025 年全球光伏逆变器新增及替换市场规模预测	12
图 12：全球光伏逆变器市场规模预测	13
图 13：2014 年至今全球电动汽车销量快速增长	14
图 14：我国电动汽车增速 2021 年高达 165%	14
图 15：全球主流车企新能源车规划	14
图 16：我国汽车销量增速变化及对应的汽车消费刺激政策出台	16
图 17：SolarEdge 2012 年至今的收入变化	17
图 18：SolarEdge 2012 年至今的扣非净利润变化	17
图 19：SolarEdge 销售毛利率变化	17
图 20：HD-Wave 逆变器	18
图 21：比亚迪新能源汽车销量及占国内新能源汽车销量比重	19

图 22：北汽新能源汽车年度销量变化	20
图 23：北汽新能源汽车月度销量变化	20
图 24：北汽新能源极狐阿尔法汽车	21
图 25：2020 年全球安防前十榜单，海康位居榜首	22
图 26：海康威视营业收入近十多年保持持续增长	22
图 27：公司子公司及孙公司布局	22
图 28：广东铭利达	23
图 29：江苏铭利达	23
表 1：全球多个国家的光伏产业支持政策	10
表 2：全球多国发布退出燃油车计划	13
表 3：2021 年新能源汽车销量排名	19
表 4：公司重大资本项目支出计划（截至招股书披露日）	23
表 5：公司本次 IPO 募投项目投入	24
表 6：公司收入分拆预测表	24

一、公司是我国精密结构件龙头供应商之一

（一）坚持客户导向，公司致力于实现一站式配套服务

公司成立于 2004 年，持续深耕国内精密结构件市场十多年。公司坚持以客户为导向，从客户需求出发，不断完善自身产品链及多样化生产服务能力，致力于为国内外优质客户提供多类型、一站式的精密结构件产品。

从发展历程来看，十多年砥砺发展，公司业已形成完善的精密结构件产品谱系；从成型材料可划分为精密金属结构件和精密塑胶结构件，从生产工艺可划分为精密压铸结构件、精密注塑结构件和型材冲压结构件，从产品应用领域可划分为汽车结构件、光伏逆变器结构件、安防产品结构件、通讯及消费电子结构件等。目前，公司的产品线可以满足客户对于不同材质、不同成型方式结构件的一站式采购需求，有效节约了客户寻找不同供应商的时间和管理成本，提高客户粘性。

- 2004-2008 年，公司从金属材料加工起步，初步掌握金属材料加工和金属制品制造技术；
- 2008-2014 年，公司以压铸业务为基础，逐渐加深对于精密压铸、机械加工、表面处理等方面的理解和掌握，先后开发出光伏、安防领域的精密压铸件；
- 2014-2017 年，公司配合客户需求将生产能力拓展至塑胶领域；同时，2017 年，公司针对汽车轻量化需求进行了汽车结构件高致密、高精度、高强度的铝合金压铸和大型高强度高延伸率的车身结构件突破；
- 2017 年至今，公司开始投入型材冲压产品线，逐渐形成可提供全品类定制服务的一站式配套服务商。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司招股书，华金证券研究所

图 2：按应用领域划分公司主要产品



资料来源：公司招股书，公司网站，华金证券研究所

（二）实施大客户战略，与多家国内外知名企业客户建立了长期稳定的合作关系

经过持续积淀，公司在光伏、安防、汽车、通信及消费电子等多个应用领域都积累了较为丰富的优质客户资源，并建立了长期稳定的合作关系；在光伏领域，公司客户包括 SolarEdge、SMA、Tesla、Enphase、阳光电源等行业领先公司；在安防领域，公司客户包括海康威视、华为、Axis、Bosch 等国内外知名企业；在汽车领域，公司客户包括比亚迪、北汽新能源、宁德时代、Grammer 等国内外知名汽车及汽车零部件厂商；在通讯及消费电子领域，公司的客户包括 Intel、NEC、Honeywell、飞毛腿集团等。

- 光伏-SolarEdge：公司是美国纳斯达克上市公司，致力于提供端对端分布式太阳能及光伏监控解决方案，是全球智慧能源领导者。
- 光伏-Enphase：公司为美国和全球的单个太阳能电池板装置开发微型逆变器，是全球微型逆变器龙头企业。
- 光伏-SMA：公司成立于 1981 年，是全球领先的专业逆变器生产供应商。

- 光伏-阳光电源：公司专注于太阳能、风能、储能、电动汽车等新能源电源设备的研发、生产、销售和服务，位列全球新能源企业 100 强。
- 光伏-Tesla：公司是一家美国电动汽车及能源公司，业务聚焦于电动汽车、太阳能板及储能设备。
- 安防-海康威视：公司业务聚焦于综合安防、大数据服务和智慧业务，视频监控市场占有率在全球范围内位居前列。
- 安防-Bosch：公司总部位于德国，致力于汽车与智能交通技术、工业技术、消费品和能源及建筑技术等产业，是全球领先的技术和服务供应商。
- 安防-Axis：公司总部设于瑞典，曾在北欧上市，专为网络视频、音频、分析和访问控制提供解决方案，在全球 50 多个国家和地区拥有合作伙伴。
- 安防-华为：公司创立于 1987 年，是全球领先的 ICT 基础设施和智能终端提供商，目前业务遍及 170 多个国家和地区。
- 汽车-比亚迪：公司业务包含传统燃油汽车及新能源汽车在内的汽车业务、手机部件及组装业务、二次充电电池及光伏业务。
- 汽车-北汽集团：公司是国内五大汽车集团之一，目前已经发展成为涵盖整车及零部件研发与制造、汽车服务贸易、综合出行服务、金融与投资等业务的国有大型汽车集团。
- 汽车-宁德时代：公司是国内率先具备国际竞争力的动力电池制造商之一，专注于新能源汽车动力电池系统、储能系统的研发、生产和销售。
- 汽车-Grammer：公司成立于 1880 年，专业致力于汽车内饰部件以及工程车辆、卡车、乘用车和火车系统等座椅的研发和制造，在 19 个国家拥有 30 个以上的生产销售基地。
- 通信及消费电子-Intel：公司是全球领先的个人计算机零件和 CPU 制造商。
- 通信及消费电子-NEC：公司是日本的一家跨国信息技术公司，经营范围主要分成三个部分，包括 IT 解决方案、网络解决方案和电子设备，为商业企业、通信服务以及政府提供信息技术和网络产品。
- 通信及消费电子-Honeywell：公司是一家全球 500 强的高科技企业，其业务涉及航空产品和服务、楼宇、家庭和工业控制技术、汽车产品、涡轮增压器以及特殊材料。
- 通信及消费电子-飞毛腿集团：公司是 3C 领域二次电池及相关配件的领先生产商。

图 3：公司的全球客户名目（不完全统计）



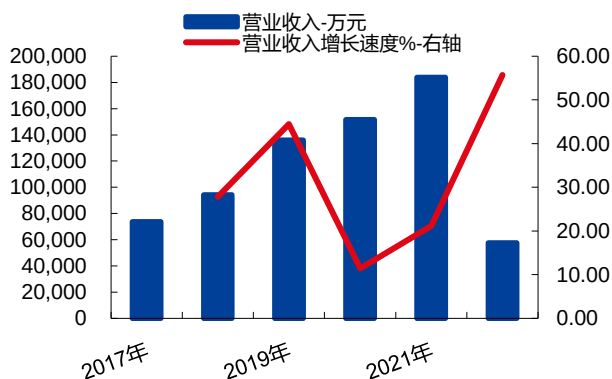
资料来源：公司网站，华金证券研究所

（三）财务稳健，近五年营业收入保持持续增长

根据公司发布的业绩，2017-2021 年公司分别实现营业收入 7.4 亿元、9.4 亿元、13.6 亿元、15.2 亿元和 18.4 亿元，公司营业收入保持持续增长态势；2018-2021Y0Y 依次为 27.85%、44.45%、11.43%、21.18%。同时，2022Q1，公司营业收入继续保持增长态势，单季度实现营业收入 5.8 亿元，较上年同期增长 55.7%。

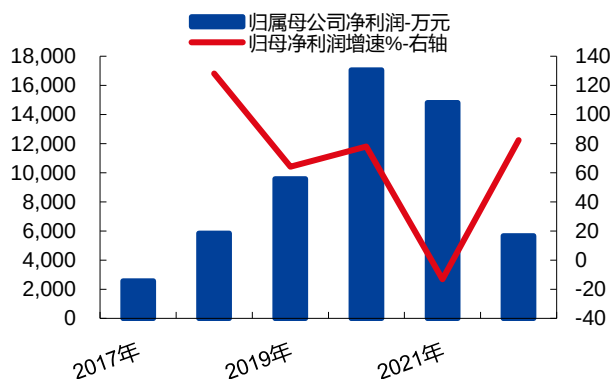
同期，虽然受到了原材料成本变化及产品结构调整等因素影响，但在营业收入稳步增长的作用下，公司归属于母公司净利润总体也呈现较快走高态势；2017-2021 年公司分别实现归母净利润 0.26 亿元、0.58 亿元、0.96 亿元、1.71 亿元和 1.48 亿元；2018-2021Y0Y 依次为 128.12%、64.16%、77.97%、-13.16%，公司归母净利润期间虽有波动但年复合增速还是高达 55.1%。而最新报告期 2022Q1，公司单季度实现归母净利润 0.57 亿元，较上年同期增长达到 82.46%。

图 4：2017 年至 2022Q1 公司收入规模及增速变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：2017 年至 2022Q1 公司归母净利润规模及增速变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

二、光伏及汽车行业作为公司主要应用下游，持续景气或驱动公司需求向好

精密结构件是指具备高尺寸精度、高表面质量、高性能要求并且能够起到保护、支撑或散热作用的金属或塑胶部件；精密结构件作为中间产品，在和其他功能零部件在产品装配时需要达到完全配合；因此，精密结构件制造行业的市场需求与下游应用领域景气程度密切相关。一般来说，精密结构件下游行业包括新能源、安防、汽车、消费电子、通讯、航空航天、工业自动化等多个应用领域。

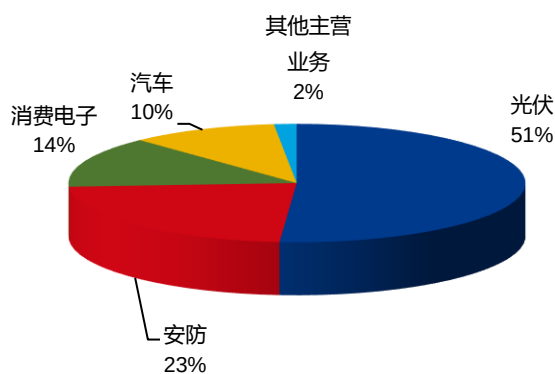
图 6：精密结构件产业链上下游



资料来源：铭利达招股书，华金证券研究所

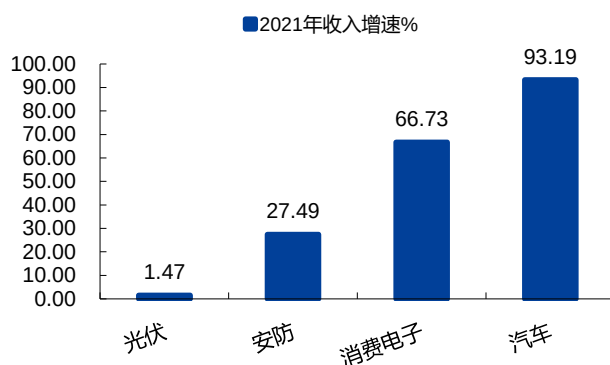
而以公司来看，假设将公司营业收入按产品应用行业分为光伏、安防、消费电子、汽车等四大板块，光伏和汽车分别是公司目前收入占比最大的细分下游及收入增速最快的细分下游，光伏和汽车行业景气表现或将成为影响公司业绩波动的关键因子。首先，从收入结构来看，2021 年，光伏行业实现收入 9.4 亿元、占比 50.9%，安防行业实现收入 4.2 亿元、占比 22.7%，消费电子行业实现收入 2.5 亿元、占比 13.8%，汽车行业实现收入 1.9 亿元、占比 10.4%；其中，光伏行业是公司收入占比最大的单一行业应用领域；其次，从各行业应用收入增速来看，2021 年，光伏行业实现收入同比增长 1.47%、安防行业同比增长 27.5%、消费电子行业同比增长 66.7%、汽车行业同比增长 93.2%；其中，汽车是当年增长最大的单一行业应用领域。

图 7：公司收入构成



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：公司各下游应用行业 2021 收入增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

（一）气候问题凸显，中长期全球光伏产业持续较快发展可期

光伏是全球能源科技和产业的重要发展方向，世界各国均高度重视光伏产业的发展，纷纷出台产业扶持政策，抢占未来能源时代的战略制高点。在全球各国共同推动下，光伏产业化水平不断提高，产业规模持续扩大，过去十年全球光伏市场年复合增长率超过 40%。

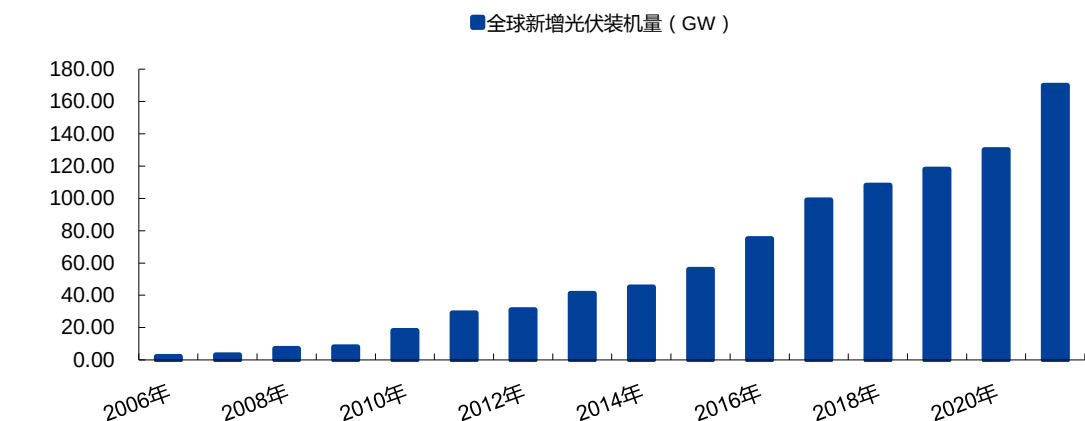
表 1：全球多个国家的光伏产业支持政策

国家	时间	政策主要内容
美国	2010 年	发布千瓦太阳能屋顶计划，计划在 2012 到 2021 年间，在千万个屋顶上安装总装机容量达到 35GW 的太阳能光伏系统，每年投专项资金用于补贴在建筑上安装太阳能系统，补贴方式为太阳能系统投资成本的 50%。
	2015 年	允许投资太阳能的企业获得相当于投资总额 30% 的税收抵免，投资抵免政策将向后延长五年至 2022 年，并依据建造时间基于不同额度的补贴；在 43 个州及华盛顿特区实行净电量计量制度。
	2015 年	奥巴马政府拨款 1.2 亿美元推动太阳能发展。
	2015 年	清洁能源计划：确立到 2030 年将美国的温室气体排放量减少 32% 的目标，倡议用新的零排放可再生能源（例如风能和太阳能）增加发电量，以减少现有燃煤电厂的发电量。
	2015 年	确立 Renew300 联邦可再生能源目标，到 2020 年实现 300 兆瓦可再生能源用于中低收入住房的目标，并将目标扩大到包括社区和共享太阳能装置。
德国	2016 年	设立太阳能技术办公室（SETO），太阳能技术办公室是美国能源部的一个计划，负责就太阳能技术和系统进行研究，设计和开发，包括提高太阳能电池的效率和性能，开发新设备技术，推进太阳能电网整合，以及用于太阳能光伏技术的新材料和新工艺的研究。
	2017 年	新能源科技以招标竞价系统去代替 FIT 补贴政策。
	2018 年	修改综合能源法，到 2050 年将可再生能源在电力供应中的份额提高到至少 80%，发展可持续的能源供应；通过太阳辐射能发电的系统的形式，每年扩展 2.5 吉瓦（GW）的能源。
法国	2019 年	将光伏装机目标提高到 98GW，为当前德国累计光伏装机量的两倍。
	2015 年	促进绿色增长的能源过渡法（LTECV）：确认低碳国家战略，目标是可再生能源到 2020 年占最终能源消费总量的 23%，到 2030 年达到 32%。
	2016 年	能源过渡法：到 2023 年可再生能源达到 21.8-26GW 容量，太阳能发电达到 18.2GW-20.2GW 容量。
西班牙	2014 年	采用市场交易模式代替上网电价，光伏光伏电站在没有国家补贴情况下，通过现货市场售电或者签署 5-15 年的购电协议实现电站运维盈利。
	2017 年	制定 2017-2020 年国家能源效率行动计划，确定能源效率和节能目标；提出整个经济领域能源效率的横向措施，运输能源效率，促进高效热电联产和区域供热与制冷，转换、传输、分配和需求响应中的能源效率。
意大利	2018 年	颁布部长令，新建、全面改造、重新启用和增强光伏系统，为光伏电厂提供激励机制。

2020 年	国家能源收入基金的总预算为 2 亿欧元，以支付建设家用光伏系统的投资费用，目的是支持能源自给自足；消耗和鼓励可再生能源的扩散，主要是针对个人和低收入家庭。
2016 年	提出下一代储能计划和低收入太阳能计划，政府将为家庭和企业提供多达 5,000 个电池存储系统的支持，为合格家庭提供了投资屋顶太阳能电池板的机会，以帮助降低其能源成本；符合条件的参与者能够获得高达太阳能系统总成本 50% 的补贴。
2020 年	将澳大利亚定位为低排放技术的领导者，制定国家技术投资路线图，优先考虑澳大利亚在新的和正在开发的低排放技术上的投资。
印度	2015 年 发布国家太阳能计划（JNNSM）提出到 2022 年实现 100GW 太阳能的年度分解目标。
	2016 年 进行电力部门改革，制定了可再生能源和光伏计划，并且大规模增加容量；开启光伏发电拍卖模式。
越南	2017 年 光伏电力并入国家电网的价格为 9.35 美分（约 2,086 越盾）/度，从 2019 年 6 月 30 日起，买方负责全部接收光伏项目的生产电力，收购期限 20 年。
	2019 年 在地面光伏电站项目中引入竞价上网模式。
智利	2015 年 确立 2035 年 50% 的电力来自新能源以及 2050 年 70% 的电力来自新能源的目标。

资料来源：晶科能源招股书，华金证券研究所

图 9：全球光伏装机量保持较快增长

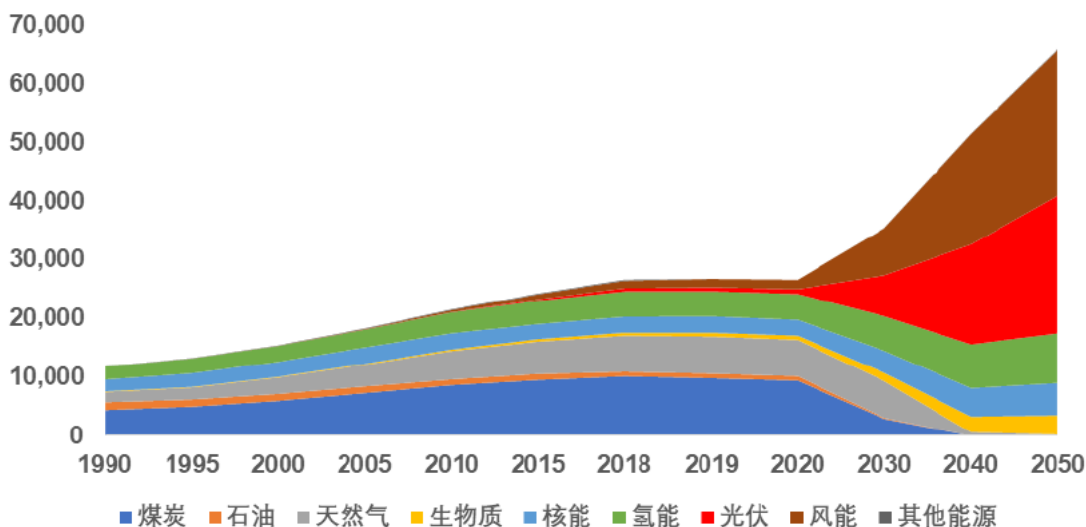


资料来源：禾迈科技招股书，Bloomberg，中国光伏协会，华金证券研究所

备注：2020 和 2021 年数据引用自中国光伏协会

同时，在国际气候议题的重要性日益突显的背景下，“碳中和”成为全球各国的共识，未来全球光伏产业依旧将保持较快增长。根据 IEA 出具的研究报告，到 2030 年全球光伏累计装机量有望达到 1721GW，到 2050 年将进一步增加至 4670GW；假设以 2021 年中国光伏协会预测的全球光伏累计装机量 926GW 为基础计算，2022 年-2030 年全球装机量年复合增速将超过 7%、2022 年-2050 年全球装机量复合增速也将将在 5% 以上。同时，假设根据 LEA 以 2050 年全球范围内实现“碳中和”目标进行预测，届时光伏发电量约为 23,469GW，占全球各类能源发电总量的比例在 35% 左右。

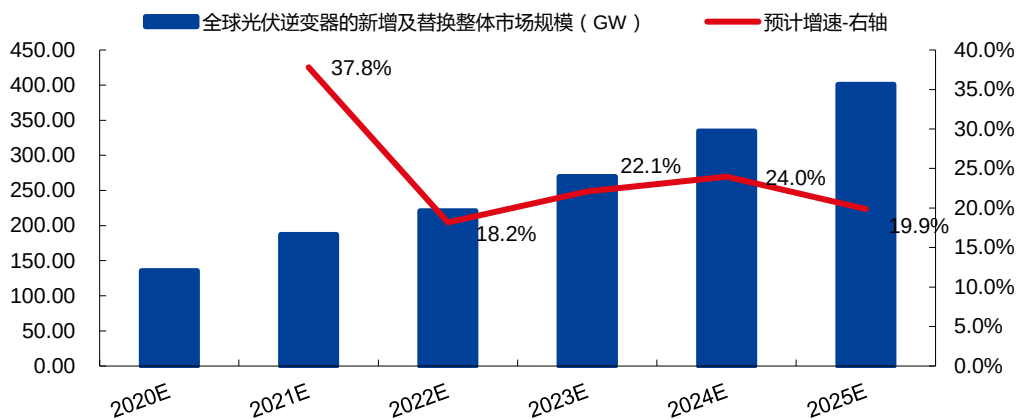
图 10：全球发电能源构成（GW）



资料来源：IEA, 《Net Zero by 2050, A Roadmap for the Global Energy Sector》, 铭利达 2021 年报, 华金证券研究所

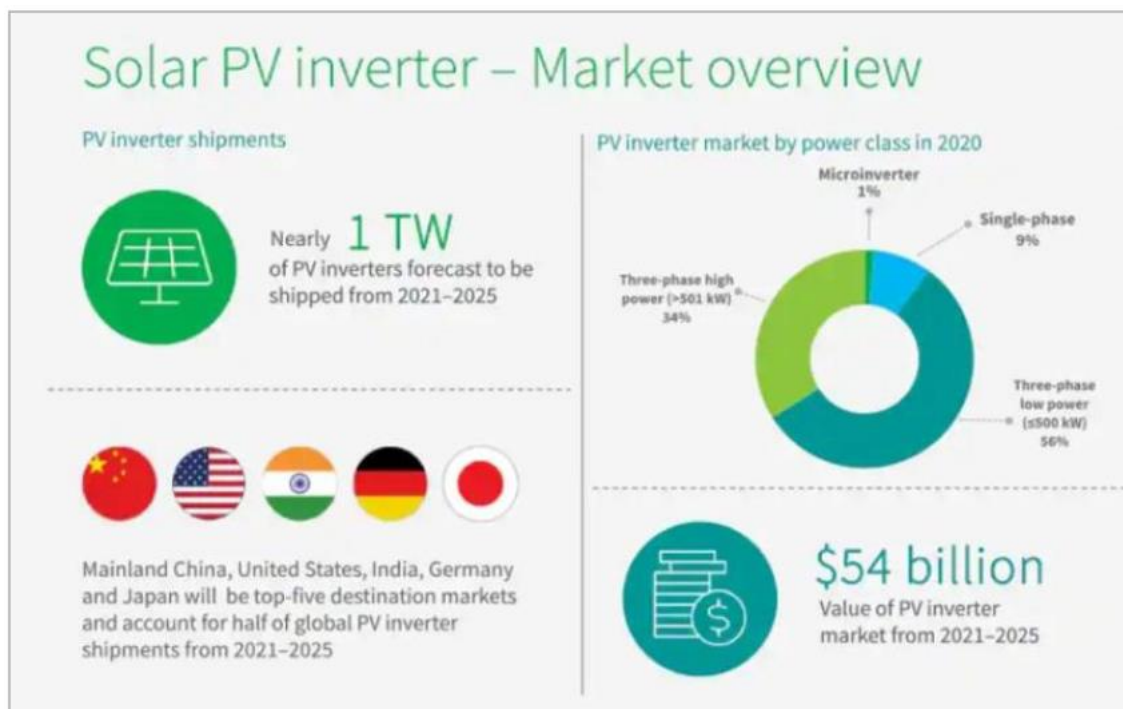
一般来说，光伏行业对精密结构件需求主要包括逆变器结构件、电线组件以及光伏支架等。而公司主要生产光伏逆变器所需的外壳、箱体、散热器以及连接器等精密结构件，产品需求与光伏逆变器发展高度相关。光伏逆变器作为光伏发电系统的核心设备，在光伏行业持续较快发展的背景下，全球光伏逆变器的出货量也基本处于高速增长状态。根据 IHS Markit 预测，2020 年全球光伏逆变器的新增及替换整体市场规模将达到约 136GW，且将在未来数年保持在平均 20% 以上的增长速度，至 2025 年全球光伏逆变器新增及替换整体市场有望达到 400GW 的市场；2021 年度至 2025 年度，全球光伏逆变器的累计出货量预计接近 1TW，累计市场规模约 540 亿美元；其中，中国、美国、印度、德国和日本预计将成前五大光伏逆变器市场，约占全球光伏逆变器总出货量的一半。

图 11：2020-2025 年全球光伏逆变器新增及替换市场规模预测



资料来源：IHS Markit, 禾迈科技招股书, 华金证券研究所

图 12：全球光伏逆变器市场规模预测



资料来源：IHS Markit，铭利达 2021 年报，华金证券研究所

（二）电动化趋势及疫后实施的消费刺激政策，正驱动国内汽车产业发展向好

1、电动汽车消费方兴未艾

电动汽车对于传统燃油车的全面替代有望成为汽车消费的最大推手。随着全球对环境保护、技术进步和能源安全更为重视，各国纷纷发布燃油车退出时间表，新能源汽车渗透率快速攀升，新能源产业迎来高速发展良机。2021 年，根据国际能源署最新报告，全球电动汽车销量更是出现了爆发式增长，从 310 万辆增长至 660 万辆、增速高达一倍以上，新车销售渗透率达到约 9%（2020 年仅 4.1%）；其中，中国是全球电动汽车销量最大的市场，2021 年中国电动汽车销量为 340 万辆（中汽协公布的销量数据为 350.7 万辆）、同比增长 165%、渗透率达到 20%，超过世界其他地区；欧洲则是全球电动汽车第二大市场，2021 年共销售 230 万辆电动汽车、同比增长 70%、渗透率为 17%；美国紧随其后，2021 年共销售 75 万辆电动汽车。

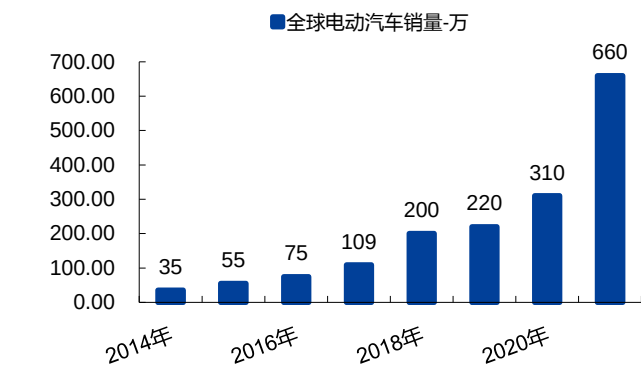
表 2：全球多国发布退出燃油车计划

国家	退出燃油车计划
挪威	2025 年，所有新增私家车、轻型车、公交车实现零排放
印度	2030 年停止以石油燃料为动力的车辆销售
荷兰	2030 年，所有销售新车实现 100% 零排放
英国	2040 年，所有新车、货车实现零排放
法国	2040 年之后，销售燃油车属于违法行为
西班牙	2040 年起，禁售包括混动车在内的燃油车

国家	退出燃油车计划
美国加州	2030 年禁售燃油车；2045 年，各行业全面实行零排放
日本	2035 年，销售的新车 100% 将为电动化车辆

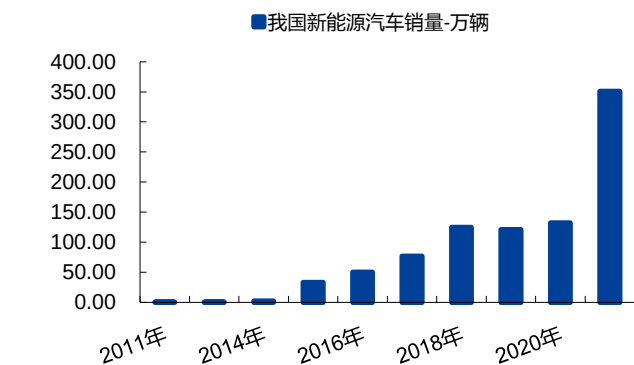
资料来源：互联网资料整理，华金证券研究所

图 13：2014 年至今全球电动汽车销量快速增长



资料来源：IEA，互联网资料整理，华金证券研究所

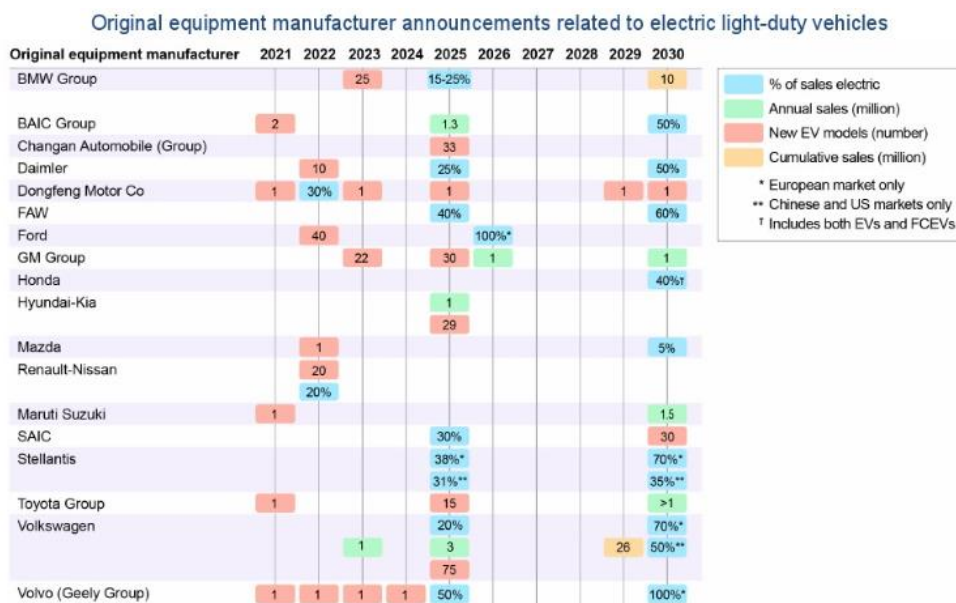
图 14：我国电动汽车增速 2021 年高达 165%



资料来源：Wind，中国汽车工业协会，华金证券研究所

截至目前，全球电动汽车保有量约在 2000 万辆左右，全球电动汽车保有量占比预计不足 2%；而我国电动汽车保有量约在 891.5 万辆，我国电动汽车保有量占比略高于全球水平、但依旧不足 3% (2.9%)，在全球燃油车退出计划下，预计至少在未来 10 年电动汽车产业继续保持高速增长概率是较高的。根据 Canalsys 最新预测，未来 10 年全球新能源汽车的增速将保持快速增长，预计 2030 年电动汽车将接近全球乘用车的一半，新能源乘用车销量将超过 3000 万辆，未来十年复合增长率 27%；而根据中国汽车工业协会的预测数据，2025 年我国新能源乘用车销量将接近 600 万辆（实际上以 2022 年 1-4 月新能源汽车销量增长 115% 来预测，600 万辆的新能源车年销量可能在 2022 年就提前达到），2030 年达 990 万辆，2050 年传统燃油车有望退出市场。

图 15：全球主流车企新能源车规划



IEA. All rights reserved.

资料来源：IEA，资鲸研究院，华金证券研究所

2、疫后汽车刺激政策发力，经济型汽车消费有望放量

2022 年以来，为释放消费潜力促进疫后消费恢复，汽车消费支持政策密集出台。2 月，国务院印发《“十四五”推进农业农村现代化规划》，鼓励有条件的地区开展农村家电更新行动、实施家具家装下乡补贴和新一轮汽车下乡，促进农村居民耐用消费品更新换代；4 月，国务院印发《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》，提出以汽车、家电为重点，引导企业面向农村开展促销，鼓励有条件的地区开展新能源汽车和绿色智能家电下乡，推进充电桩(站)等配套设施建设。同时，5 月以来，根据《汽车人杂志》不完全统计，全国包括天津市、重庆市、广东省、浙江省、山东省、辽宁省沈阳市等多地政府均出台了鼓励汽车消费的政策，具体政策包括现金优惠、汽车消费券、摇号抽奖、以旧换新等。

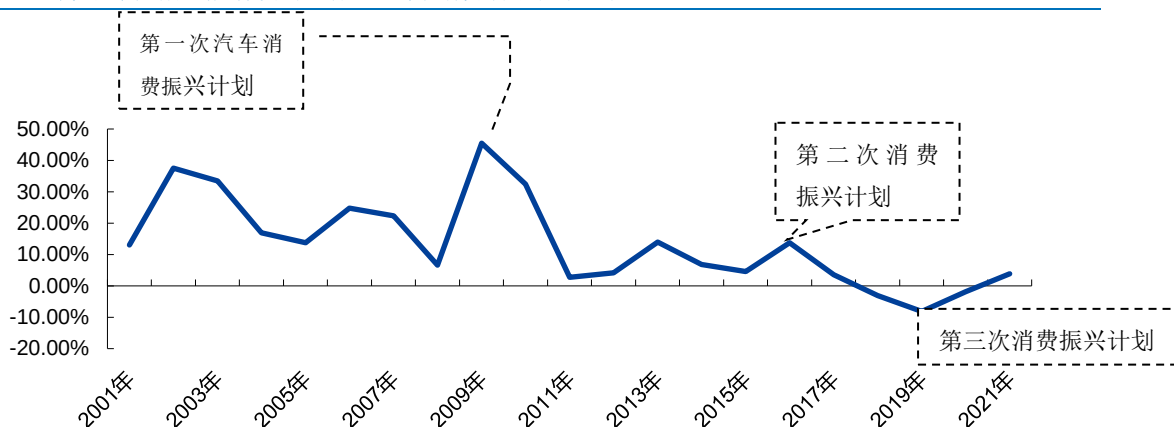
回顾历史来看，我国共经历了三轮比较明显的汽车消费振兴活动；其中，前两次汽车消费振兴效果还是相对明显的，**刺激政策对于汽车消费的托举总体预计还是相对有效的：**

(1) 第一次汽车消费振兴是基于国务院在 2009 年 1 月 14 日公布的《汽车行业调整振兴规划》，2009 年 1 月 20 日至 12 月 31 日对 1.6 升及以下排量乘用车按 5%征收车辆购置税，同时，为促进汽车下乡，2009 年 3 月 1 日至 12 月 31 日除购置税减半征收之外，对购买 1.3 升及以下排量的微型客车，以及将三轮汽车或低速货车报废换购轻型载货车的，给予一次性财政补贴；2010 年初，“汽车下乡”政策实施延长一年至 2010 年 12 月 31 日。从本次汽车消费刺激政策实施效果来看，成绩显著，2009-2010 年我国汽车年销量分别同比增长 45.5%和 32.5%，明显高于 2000 年代我国平均年汽车消费增速及 2008 年 6.6%的销量增长。

(2) 第二次汽车消费振兴发生在 2015 年，国常会确定支持新能源和小排量汽车发展措施，决定从 2015 年 10 月 1 日到 2016 年 12 月 31 日，对购买 1.6 升及以下排量乘用车实施减半征收车辆购置税的优惠政策，同时新能源车不再实施限行限购政策。从本次汽车消费刺激政策实施效果来看，成绩也是相对明显，2016 年我国汽车销量同比增长为 13.7%，显著高于 2014-2015 年 6.8%和 4.6%的销量增速。

(3) 第三次汽车消费振兴是发生在 2019 年，基于 2019 年 1 月 28 日国家发改委、工信部等十部委联合下发《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案》，提出有序推进老旧汽车更新、报废更新，持续优化新能源汽车补贴结构，促进农村汽车更新换代；方案指出，有条件的地方，农村居民可以报废三轮汽车，购买 3.5 吨及以下载重汽车或 1.6 升及以下排量乘用车，并给予适当补贴，带动农村汽车消费。从本次汽车消费政策实施效果来看，可能受城市限牌限行等对冲影响，政策实施短期效果不太明显，2019 年汽车销量同比下滑 8.1%；但 2020-2021 年，新能源汽车销售逐渐爆发。

图 16：我国汽车销量增速变化及对应的汽车消费刺激政策出台



资料来源：Wind，华金证券研究所

三、公司深度绑定核心用户，有望充分受益下游行业发展红利并取得超越平均水平的更快增长

（一）光伏领域：公司与 SolarEdge 的合作贯穿了两家企业成立至今完整的发展历程

公司主要供应光伏逆变器所需的外壳、箱体、散热器以及连接器等精密结构件；在光伏领域布局了 SolarEdge、SMA、Tesla、阳光电源等全球光伏逆变器知名企业；根据 WoodMackenzie 发布的数据，SolarEdge、SMA、阳光电源均是全球光伏逆变器市占率排名前十的行业龙头厂商。

而具体到单个终端客户销售，SolarEdge 是对于公司收入贡献最大的光伏核心客户毋庸置疑。报告期内，2018 年至 2021 年前三季度，公司对于 SolarEdge 相关产品的销售金额分别为 37,959.31 万元、54,222.81 万元、70,598.68 万元和 45,340.89 万元，占当期营业收入的比例分别为 40.29%、39.84%、46.55%和 36.38%，占当期光伏板块营业收入的比例为 79.83%、73.5%、76.57%和 71.12%。

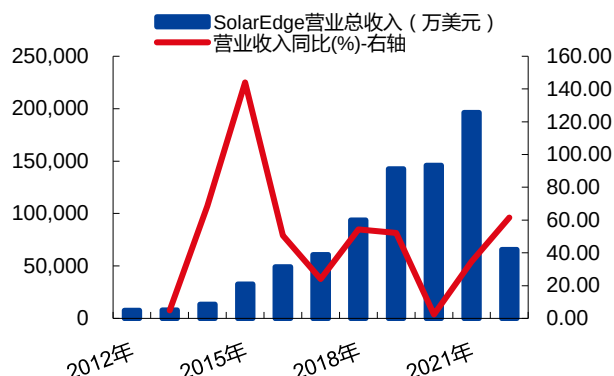
SolarEdge 是一家全球化领先的智能能源科技型企业，成立于 2006 年，总部位于以色列；从双方的合作来看，公司与 SolarEdge 的合作起步于双方均成立初期的 2006 年、公司经客户介绍开始与 SolarEdge 接触，2009 年公司完成其供应商评审、正式进入到 SolarEdge 的合格供应商体系。截至目前，公司与 SolarEdge 的合作已经持续长达 20 多年，贯穿了 SolarEdge 的完整发展历程，关系预计极为稳固。

而 SolarEdge 被誉为全球最值得关注的能源厂商之一，伴随着 SolarEdge 的稳定快速发展，我们倾向于认为，铭利达也将跟随其实现相应业务成长。

- 首先，从市场地位来看，2019 年，SolarEdge 全球光伏逆变器出货量市占率 4%、位居第七位，全球分布式光伏逆变器出货量市占率 16%、位居第一位；

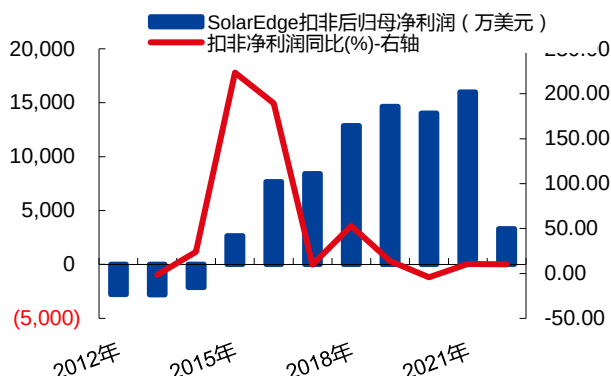
- 其次，从发展稳定性来看，2012 年至今财报数据显示，公司收入已经连续 10 年实现稳定增长、公司扣非净利润也在大多数年份实现快速增长、仅个别年份有微幅下滑；

图 17: SolarEdge2012 年至今的收入变化



资料来源: Wind, 华金证券研究所

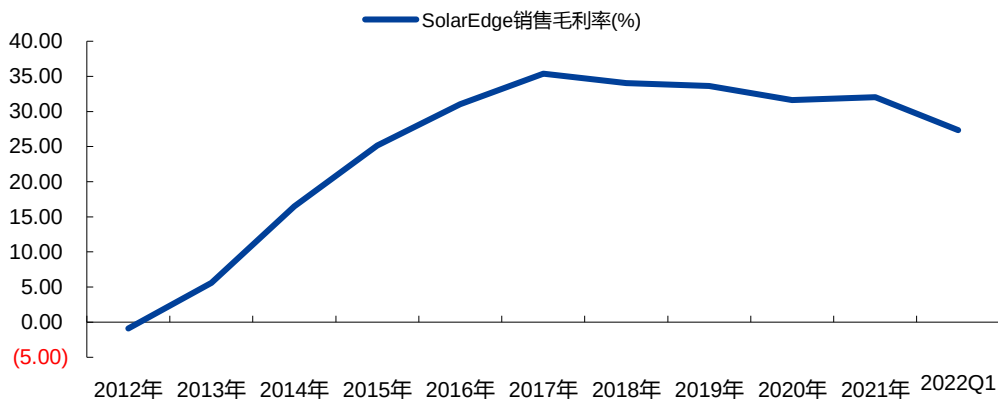
图 18: SolarEdge2012 年至今的扣非净利润变化



资料来源: Wind, 华金证券研究所

- 第三，从盈利能力来看，SolarEdge 毛利率在 2017-2021 年持续维持在 30% 以上、长期好于绝大多数美股太阳能企业；

图 19: SolarEdge 销售毛利率变化



资料来源: Wind, 华金证券研究所

- 第四，从技术和发展潜力来看，SolarEdge 的 HD-Wave 逆变器技术通过减小逆变器的尺寸和重量，同时达到了创纪录的效率，是代表了过去 20 年来太阳能技术最重大的飞跃之一；SolarEdge 还开发了世界上第一个 EV 充电光伏逆变器，从而提高了太阳能的充电率，并使电动汽车充电更加环保；同时，伴随着储能系统越来越多地与太阳能电池板一起安装，SolarEdge 将成为储能市场的天然供应商，目前 SolarEdge 已经布局 Energy Bank 住宅电池储能系统。

图 20：HD-Wave 逆变器



资料来源：SolarEdge 公司网站，华金证券研究所

（二）汽车领域：公司与国内新能源领先厂商比亚迪和北汽新能源的供应合作渐入佳境

公司 2016 年 11 月设立江苏铭利达，并将其作为汽车结构件的主要生产基地；同时，2017 年，公司开始设立汽车结构件项目团队，由市场、生产、技术、品质等各部门人员共同配合，专业负责汽车结构件产品的客户开拓、生产技术研究及交付等活动；以 2017 年前后为节点，公司开始大力拓展汽车领域。

截至目前，公司主要供应新能源汽车三电系统结构件及部分轻量化车身结构件；在汽车领域已经与比亚迪、北汽新能源、宁德时代、Grammer 等新能源汽车产业链及汽车零部件龙头客户建立良好的合作关系。

而具体到终端客户销售，预计比亚迪是公司新能源汽车业务发展以来至今的主要客户及主要收入贡献来源。报告期内，2018 年至 2021 年前三季度，公司向比亚迪销售汽车结构件产品实现收入金额分别为 4,348.47 万元、5,243.66 万元、3,086.22 万元和 3,963.85 万元；分别占当期汽车领域销售总额的 42.6%、50.9%、31.1%和 42.2%。同时，2020 年，公司对北汽新能源销售取得了明显突破，当期对于北汽新能源销售金额达到 3460 元，占当期汽车销售收入的 34.9%。

（1）比亚迪是我国新能源汽车的领导者，也是公司在汽车市场开拓初期即持续合作至今的重要伙伴；依托比亚迪新能源汽车的快速增长，公司新能源汽车结构件业务也有望加速发展。

早在 2017 年度，公司为比亚迪生产的电机、电控系统压铸结构件即通过其样品验收进入批量交付阶段；合作以来，公司主要参与比亚迪新能源汽车电机、电池等三电系统结构件项目，比亚迪新能源汽车产业发展是公司相关业务的主要驱动力。

比亚迪是我国新能源汽车的领导者，掌握了电池、电机、电控等新能源车核心技术。目前，比亚迪新能源车已经形成乘用车和商用车两大产品系列；其中，乘用车领域，比亚迪自 2008 年

推出全球首款量产的插电式混合动力车型以来，陆续推出 e6、秦、唐、宋等多款新能源车型，获得市场的极大认可。

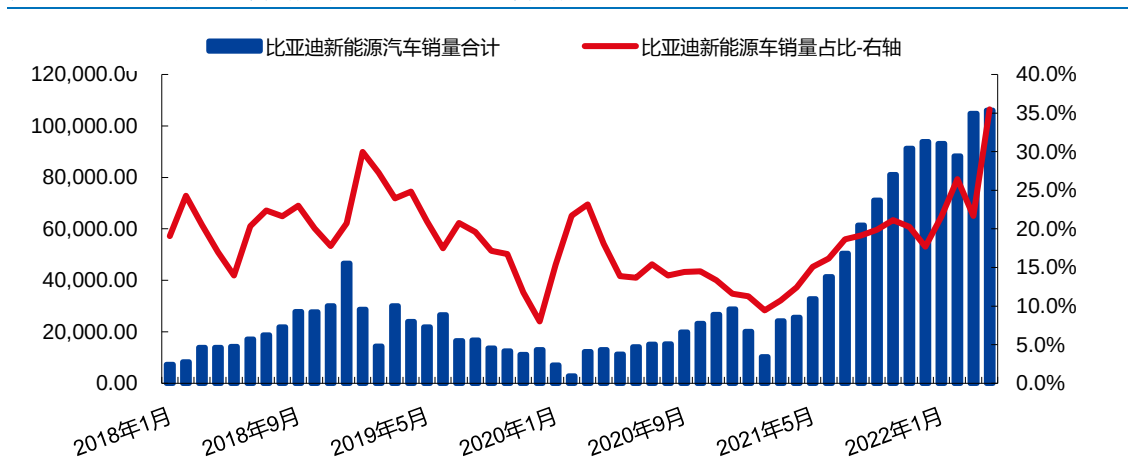
比亚迪汽车发展至今，已经成为我国销量最大且依旧正在高速成长的新能源龙头厂商。从全国新能源汽车销售数据横向比较来看，比亚迪是我国新能源汽车销量排名第一的车企，根据乘联会公布数据，2021 年，比亚迪以 58.4 万辆新能源汽车销量位居国内新能源汽车厂商榜首，同时，主力车型比亚迪秦、比亚迪汉、比亚迪宋、比亚迪唐均进入相应 2021 国内销量 Top10 的车型榜单；而以 2022 年 4 月最新完整月份数据显示，比亚迪汽车以约 30 万辆新能源汽车销量再度登临国内新能源汽车厂商榜首。同时，从比亚迪新能源汽车销售数据纵向比较来看，比亚迪在我国新能源汽车市场所占比重自 2021 年以来即呈现稳步增长态势、并于 2022 年 4 月最新报告期创出历史新高、达到 35.5%（乘联会数据 37.1%）。

表 3：2021 年新能源汽车销量排名

新能源厂商	2021 年销量	2020 年销量	2021 年销量增幅
比亚迪	584020	181765	221.30%
上汽通用五菱	431130	155466	177.30%
特斯拉中国	320743	137459	133.30%
长城汽车	133997	56261	138.20%
广汽埃安	126962	60033	111.50%
上汽乘用车	110065	44792	145.70%
小鹏	98155	26159	275.20%
奇瑞汽车	97625	43651	123.60%
蔚来	91429	43728	109.10%
理想	90491	32624	177.40%

资料来源：乘联会，华金证券研究所

图 21：比亚迪新能源汽车销量及占国内新能源汽车销量比重



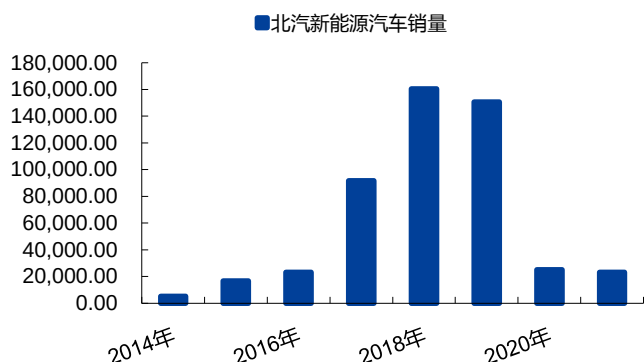
资料来源：Wind，比亚迪公告，中国汽车工业协会，华金证券研究所

（2）北汽新能源是我国老牌新能源厂商，2022 年正重新焕发活力；公司与北汽新能源的合作在 2020 年取得重大突破，有望伴随北汽新能源的发展破局而出现快速增长。

北京新能源汽车股份有限公司是由世界 500 强企业北京汽车集团有限公司发起并控股，是我国首家独立运营、首个获得新能源汽车生产资质的新能源汽车企业。公司专注于纯电动汽车领域，已经推出 EH、EU、EX、EV、EC 五大系列车型 10 余款纯电动乘用车。

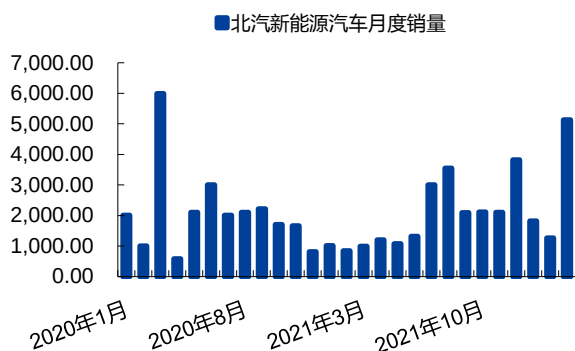
从 2013 到 2019 年开始，北汽连续七年保持纯电动汽车销量的第一；其中，2018-2019 年，北汽新能源汽车销量更是达到了 15 万辆。但 2020 年开始，由于北汽新能源过去更多专注于 B 端市场，在新能源 C 端爆发的背景下，北汽新能源销量开始落后于国内其他新能源厂商；但从 2022 年月度销量来看，北汽新能源的销售数据正有所向好、2022 年 3 月单月甚至实现了销量 5000 辆+、较上年同期增幅超过 4000 辆。

图 22：北汽新能源汽车年度销量变化



资料来源: Wind, 乘联会, 华金证券研究所

图 23：北汽新能源汽车月度销量变化



资料来源: Wind, 乘联会, 华金证券研究所

目前，北汽新能源已经完成重大资产重组并更名为北汽蓝谷，正全力打造极狐、北京汽车两大品牌。其中，极狐是北汽蓝谷与全球知名豪华车制造商麦格纳在华合资公司蓝谷麦格纳生产，是北汽蓝谷聚合全球优质资源打造的高端智能新能源汽车品牌；极狐旗下两款车型全地形性能纯电 SUV 极狐阿尔法 T 和新一代智能豪华纯电轿车极狐阿尔法 S 已上市交付，2022 年 5 月 7 日定位为高阶智能驾驶纯电轿车的极狐阿尔法 S 全新 HI 版上市、新车是全球首款搭载 HI 华为全栈智能汽车解决方案的量产车、全球首款支持城市道路高阶智能驾驶的量产车、全球首款搭载华为智能座舱-鸿蒙车机 OS 的高端纯电量产轿车。

图 24：北汽新能源极狐阿尔法汽车



资料来源：北汽蓝谷公司网站，华金证券研究所

（三）安防领域：公司锁定国内安防巨头海康威视

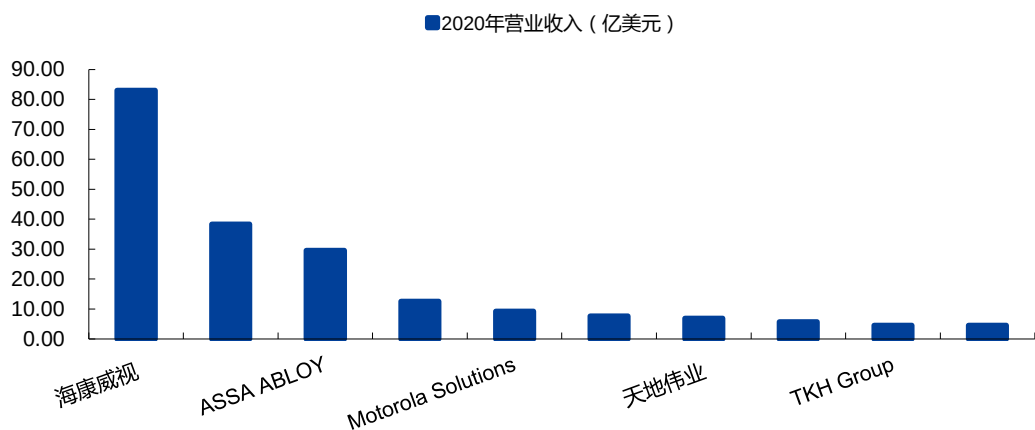
在安防领域，公司主要生产安防摄像机所需的球机壳体、枪机壳体、支架和配件等精密结构件，产品主要供应海康威视、Bosch、Axis、华为等。

具体到终端客户销售，海康威视是公司安防业务的核心用户。报告期内，2018 年至 2021 年前三季度，公司向海康威视销售安防结构件产品实现收入金额分别为 22,416.21 万元、27,522.89 万元、26,628.81 万元和 25,756.71 万元；分别占当期安防领域销售总额的 81.49%、80.06%、81.43% 和 83.56%。

公司于 2013 年通过商务拜访开始与海康威视接触，并在当年完成其供应商评审；2014 年开始，公司与海康威视正式展开合作，向海康威视及其相关公司提供各类型精密结构件产品及模具，用于安防摄像头等产品的组装。截至目前，公司与海康威视的合作已经长达约 10 年，双方合作关系稳定。

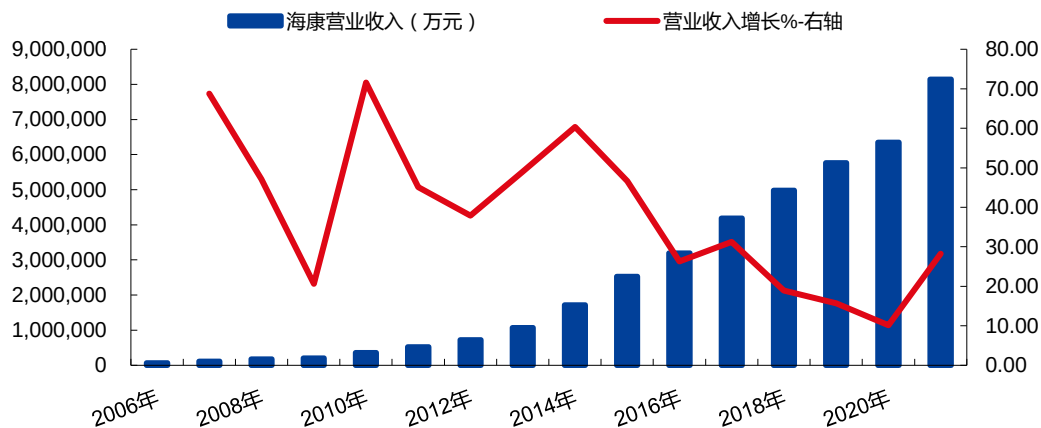
海康威视成立于 2001 年，从海康威视的安防业务开展来看，海康威视是无可争议的全球安防巨头；公司通过深度绑定海康威视，安防领域业务的稳定发展可期。首先，横向比较来看，根据 2021 年 a&s 发布的《a&s 全球安防 50 强》，海康威视连续十年蝉联视频监控行业全球第一；同时，其 2020 年销售额为 83.09 亿美金，显著超越排名第二的企业。其次，纵向比较海康威视的发展来看，过去十多年海康威视收入保持连续增长，业绩发展极为稳健。

图 25：2020 年全球安防前十榜单，海康位居榜首



资料来源：a&s，铭利达招股书，华金证券研究所

图 26：海康威视营业收入近十多年保持持续增长

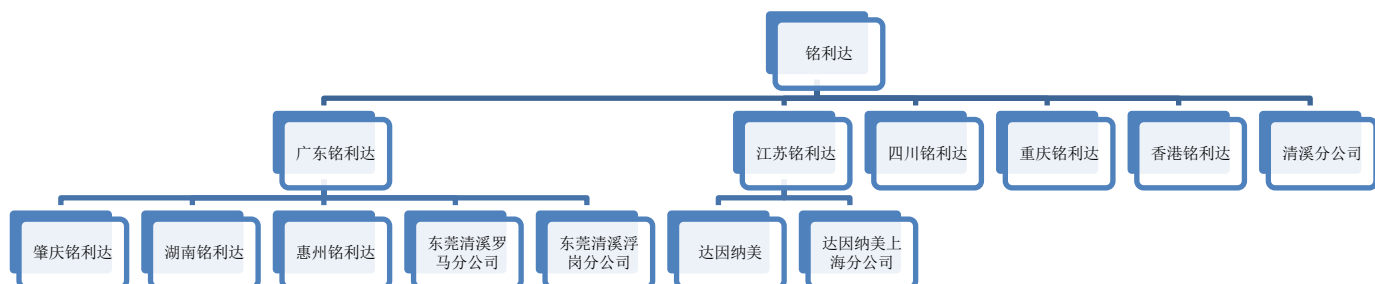


资料来源：Wind，华金证券研究所

四、公司已提前布局产线，可满足下游需求的快速增长

根据公司招股书发布，公司共有 5 家全资子公司，4 家孙公司，4 家分公司。2020-2021 年，公司在全国多个地域密集布局业务及生产基地，肇庆、湖南、惠州（项目已经取消）、重庆、江苏等地都有新设基地规划，以扩充产能及缩短服务半径。

图 27：公司子公司及孙公司布局



资料来源：铭利达招股书，华金证券研究所

图 28：广东铭利达



资料来源：铭利达网站，华金证券研究所

图 29：江苏铭利达



资料来源：铭利达网站，华金证券研究所

- 2020 年 6 月 1 日公司子公司广东铭利达成立全资子公司惠州铭利达，用于精密结构件及模具研发、生产及销售；但目前公司已经取消惠州博罗项目。
- 2020 年 8 月 6 日公司成立全资子公司重庆铭利达，用于精密结构件及模具研发、生产及销售。重庆生产基地是公司在西南地区的战略布局，一方面会承接公司位于四川广安的压铸及注塑生产线产能，另一方面，重庆生产基地会成为西南地区 3C 电子产品、整车及汽车零部件客户提供部分配套产能。
- 2021 年 2 月 7 日公司子公司江苏铭利达成立全资子公司达因纳美，预计作为新产品研发、生产平台。
- 2021 年 8 月 26 日公司子公司广东铭利达成立全资子公司肇庆铭利达，预计未来作为电池结构件研发、生产平台并承接广东铭利达转移的部分业务。
- 2021 年 9 月 27 日公司子公司广东铭利达成立全资子公司湖南铭利达，预计未来作为电池结构件研发、生产平台。

具体来看，截至最新，公司已经通过自筹资金提前投入东莞清溪、江苏海安及重庆基地的项目建设；其中，**东莞清溪项目已经接近尾声，重庆一期项目和江苏海安项目正在加速推进。**

表 4：公司重大资本项目支出计划（截至招股书披露日）

重大资本支出事项	协议中的资本性支出	已完成的资本性支出	未来至 2025 年末资本性支出
东莞清溪项目（包含本次募投项目）	38,000.00	57,872.92	6,384.06
江苏海安项目（包含本次募投项目）	65,000.00	33,945.13	40,398.55
重庆项目	25,800.00	4,686.60	21,113.40

资料来源：铭利达招股书，华金证券研究所

- **东莞清溪生产基地项目：**根据公司及子公司广东铭利达与东莞市清溪镇人民政府签署的投资协议，广东铭利达在东莞清溪投资建设铭利达铝合金压铸件生产及配套项目，双方达成一致约定，该项目总投资额为 6.2 亿元（固定资产投资不少于 3.8 亿元）。东莞清

溪项目分为一期项目、二期项目及扩建项目。目前，根据公司的资本投入进度，公司在东莞清溪项目已经完成了资本性支出约 5.8 亿元，投资进度已经接近尾声；**根据计划，项目在 2021 年 12 月已经完成投产，2022 年 12 月完成达产。**

- 江苏海安生产基地项目：正在建设的海安基地项目则以募投项目中“轻量化铝镁合金精密结构件及塑胶件智能制造项目”为主体，根据投资协议约定，公司在该项目的资本性支出预计约 6.5 亿元（含募投项目预期支出及其他约定项目支出）。截至目前，公司已经提前投入该项目，项目已经完成的资本性支出达到了 3.4 亿、约占约定投资总额的 52.3%；同时，公司计划在 2022 年以前该项目设备投入合计不低于 6.5 亿元，预计江苏海安生产基地项目正在加速推进，2022 年底可能项目建设将逐渐接近尾声。

表 5：公司本次 IPO 募投项目投入

序号	项目名称	总投资额（万元）	拟使用募集资金额（万元）	项目建设期
1	轻量化铝镁合金精密结构件及塑胶件智能制造项目	48,123.36	48,123.36	24 个月
2	研发中心建设项目	9,988.06	9,988.06	12 个月
3	补充流动资金	20,000.00	20,000.00	/
	合计	78,111.42	78,111.42	/

资料来源：铭利达招股书，华金证券研究所

- 重庆生产基地项目：重庆生产基地位于西南区，公司已获取工业用地 77,037 平方米，该项目计划按照一二期分步骤推进。其中，一期项目已经于 2020 年 10 月底前办理完成土地使用权证，约 129 亩，公司于 2021 年 4 月正式开工建设；截至 2021 年底，重庆一期项目建设已经完成 85%，累计投入资金约 7000 万元。根据公司规划预期，重庆一期项目将在取得土地使用权证书后 16 个月投产、以此推测即 2022 年上半年；重庆生产基地项目将在 2025 年 9 月底前全部达产。

五、公司盈利预测及投资建议

（一）收入分拆

我们试图以主要应用下游行业增长状况及其中对应的核心客户业务预期增长作为预测基础；根据收入分拆，预计 2022-2024 年公司收入预期为 30.4 亿元、45.9 亿元和 64.6 亿元，分别同比增长 65.6%、50.9%和 40.8%。

表 6：公司收入分拆预测表

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022E	2023E	2024E
公司营业收入	73,686.97	94,212.20	136,093.30	151,649.35	183,774.45	304,307.50	459,231.79	646,434.94
营业收入同比增长			44.5%	11.4%	21.2%	65.6%	50.9%	40.8%
光伏业务收入		47,549.04	73,772.62	92,204.61	93,563.20	168,413.76	261,041.33	352,405.79
光伏业务收入增长			55.2%	25.0%	1.5%	80%	55%	35%
安防业务收入		27,508.72	34,375.96	32,700.69	41,689.74	41,689.74	45,024.92	53,129.40
安防业务收入增长			25.0%	-4.9%	27.5%	0%	8%	18%
消费电子收入		7,412.15	16,217.10	15,229.75	25,393.10	27,932.41	32,122.27	38,546.73

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022E	2023E	2024E
消费电子收入增长			118.8%	-6.1%	66.7%	10%	15%	20%
汽车业务收入		10,211.39	10,300.15	9,921.01	19,166.51	57,499.53	103,499.15	170,773.60
汽车业务收入增长			0.9%	-3.7%	93.2%	200%	80%	65%
其他业务收入		1,176.50	681.73	791.45	2,924.02	8,772.06	17,544.12	31,579.42
其他业务收入增长			-42.1%	16.1%	269.5%	200%	100%	80%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

(二) 基础假设

营业收入增速 2022-2024 年预计分别为 65.6%、50.9%、40.8%;

毛利率 2022-2024 年预计分别为 20.1%、20.5%、20.7%;

研发费用占收入比重 2022-2024 年预计在 3.42%、3.06%、2.72%;

销售费用占收入比重 2022-2024 年预计在 1.15%、1.14%、1.13%;

管理费用占收入比重 2022-2024 年预计在 3.08%、2.86%、2.64%。

(三) 投资建议

我们预计铭利达 2022-2024 年营业收入分别为 30.4 亿元、45.9 亿元和 64.6 亿元, 收入增速分别为 65.6%、50.9%和 40.8%; 归属于母公司净利润分别为 3.1 亿元、5.2 亿元和 7.8 亿元, 归属于母公司净利润增速分别为 108.4%、67.5%和 50.5%。2022-2024 年预测 EPS 分别为 0.77、1.29 和 1.95 元, 以 5 月 25 日收盘价计算, 对应 PE 依次为 38.0X、22.7X 和 15.1X。公司是国内精密结构件领先供应商之一, 已与 SolarEdge、Enphase、比亚迪、海康威视、北汽新能源、宁德时代等光伏、新能源汽车、安防领域知名龙头企业建立了深度合作关系; 受益于光伏、新能源汽车等下游的持续景气及对应行业龙头企业更为确定的成长预期, 我们预计驱动公司业绩持续增长可期。对公司进行首次覆盖, 并给予买入-B 评级。

六、风险提示

1、客户集中度较高风险

2018 至 2021 前三季度, 公司对前五大客户的销售额占营业收入的比例分别为 72.59%、81.32%、81.87%和 80.36%, 公司客户集中度较高; 单一核心客户需求变动可能对于公司业绩产生重大影响。

2、主营业务毛利率下滑的风险

2018 至 2021 前三季度，公司主营业务毛利率分别为 26.27%、23.18%、21.25%和 19.61%，呈下降趋势。由于公司产品种类较多，且原材料成本占比也较大，产品销售结构变化、原材料价格波动、及市场竞争变化都可能对于公司毛利率构成影响。

3、原材料价格波动风险

公司主要原材料为铝锭、塑胶粒、铝挤压材等。2018 至 2021 前三季度，公司直接材料占主营业务成本的比重较高，分别为 65.35%、67.66%、69.54%和 69.07%，主要原材料市场价格的波动对公司的主营业务成本和盈利水平具有较大影响。公司已经建立良好的产品价格管理机制，可根据公司面临的外部环境和内部财务、业务情况等，适时更新对客户的报价并与客户协商调整价格；但依旧存在因合同条款、谈判能力、市场供需情况等因素，导致存在原材料价格波动向下游客户传导的时滞性和不充分性等。

4、未能及时履行协议约定导致的经济损失风险

在东莞清溪项目、海安项目以及重庆项目的建设、投产以及运营的过程中，若出现公司未满足相关协议约定的情况且触及相关投资协议的违约条款，并且未能获得协议对方豁免的，公司可能会存在支付违约金或被回购土地、房产的风险，从而对公司生产经营造成较大不利影响。

5、应收账款和存货规模较大的风险

2018 至 2021 前三季度，公司应收账款账面价值分别为 29,575.81 万元、39,689.28 万元、36,688.91 万元和 44,709.40 万元存货账面价值分别为 15,422.46 万元、18,467.51 万元、18,749.06 万元和 30,552.62 万元应收账款和存货账面价值合计占资产总额的比例分别为 35.11%、37.68%、34.12%和 41.85%。

6、汇率波动风险等。

2018 至 2021 前三季度，公司境外销售业务收入分别为 31,932.11 万元、54,751.64 万元、70,713.93 万元和 65,271.23 万元，占主营业务收入的比例分别为 34.02%、40.45%、46.88%和 52.68%，境外销售收入占比较高。公司与境外客户一般以外币结算，如果货款信用期内汇率发生变化，公司的外币应收账款将产生汇兑损益。同时，2018 至 2021 前三季度，公司汇兑损益的金额分别为-195.43 万元、-231.30 万元、1,205.73 万元和 245.64 万元。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	771	1103	2569	3315	4742
现金	82	120	900	1,052	1,509
应收票据及应收账款	410	581	1,134	1,419	2,154
预付账款	4	7	19	17	31
存货	187	349	461	763	994
其他流动资产	88	46	56	63	55
非流动资产	854	1,040	1,290	1,303	1,173
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	683	711	867	942	964
无形资产	131	112	108	104	100
其他非流动资产	23	97	48	56	67
资产总计	1625	2143	3859	4618	5915
流动负债	615	1033	1191	1749	2266
短期借款	66	163	0	0	0
应付票据及应付账款	415	677	1005	1568	2072
其他流动负债	58	100	73	77	84
非流动负债	365	312	519	203	204
长期借款	165	110	312	0	0
其他非流动负债	200	202	207	203	204
负债合计	980	1345	1710	1952	2470
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	360	360	400	400	400
资本公积	18	23	1025	1025	1025
留存收益	267	415	724	1241	2020
归属母公司股东权益	645	798	2149	2666	3445
负债和股东权益	1625	2143	3859	4618	5915

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	296	113	134	614	461
净利润	171	148	309	517	779
折旧摊销	83	80	100	120	136
财务费用	31	21	18	8	-3
投资损失	-32	-1	0	0	0
营运资金变动	-34	-137	-302	-41	-460
其他经营现金流	78	3	10	10	10
投资活动现金流	-147	-119	-415	-140	-10
筹资活动现金流	-77	39	1060	-322	6

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	0.43	0.37	0.77	1.29	1.95
每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	0.28	0.34	1.54	1.15
每股净资产(最新摊薄)	1.61	1.99	5.37	6.67	8.61

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1516	1838	3043	4592	6464
营业成本	1191	1486	2432	3650	5124
营业税金及附加	10	11	20	29	41
营业费用	14	21	35	52	73
管理费用	64	63	94	131	171
研发费用	58	69	104	140	176
财务费用	31	21	18	8	-3
资产减值损失	-6	-8	-13	-18	-23
公允价值变动收益	0	0	10	10	10
投资净收益	32	1	0	0	0
营业利润	200	164	364	610	917
营业外收入	1	0	1	1	1
营业外支出	4	1	2	2	2
利润总额	198	163	363	609	916
所得税	27	15	54	91	137
税后利润	171	148	309	517	779
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	171	148	309	517	779
EBITDA	289	273	482	738	1049

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	11.4	21.2	65.6	50.9	40.8
营业利润(%)	82.8	-18.1	122.2	67.5	50.3
归属于母公司净利润(%)	78.0	-13.2	108.4	67.5	50.5
获利能力					
毛利率(%)	21.5	19.1	20.1	20.5	20.7
净利率(%)	11.3	8.1	10.1	11.3	12.0
ROE(%)	26.5	18.6	14.4	19.4	22.6
ROIC(%)	26.0	20.1	35.3	33.3	47.7
偿债能力					
资产负债率(%)	60.3	62.8	44.3	42.3	41.8
流动比率	1.3	1.1	2.2	1.9	2.1
速动比率	0.9	0.7	1.8	1.5	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.8	1.0	1.1
应收账款周转率	3.8	4.0	3.9	3.9	3.9
应付账款周转率	3.8	3.5	3.7	3.7	3.7
估值比率					
P/E	68.8	79.2	38.0	22.7	15.1
P/B	18.2	14.7	5.5	4.4	3.4
EV/EBITDA	0.0	0.0	23.1	14.5	9.8

资料来源: wind, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A—正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B—较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn