

# 恒铭达 (002947)

## 模切业务优势企业，数通、新能源业务高速增长构建第二增长曲线

买入 (首次)

2024年01月16日

证券分析师 马天翼

执业证书: S0600522090001

maty@dwzq.com.cn

证券分析师 鲍娴颖

执业证书: S0600521080008

baoxy@dwzq.com.cn

研究助理 李璐彤

执业证书: S0600122080016

lilt@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	30.12
一年最低/最高价	17.27/35.37
市净率(倍)	3.48
流通 A 股市值(百万元)	4,860.31
总市值(百万元)	6,932.77

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	8.66
资产负债率(% ,LF)	28.28
总股本(百万股)	230.17
流通 A 股(百万股)	161.36

### 相关研究

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	1,548	1,910	3,140	4,890
同比	37%	23%	64%	56%
归属母公司净利润 (百万元)	193	284	450	712
同比	517%	47%	58%	58%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.84	1.23	1.96	3.09
P/E (现价&最新股本摊薄)	35.91	24.39	15.39	9.74

关键词: #第二曲线

### 投资要点

- **模切业务优势企业，收购华阳通拓展数通、新能源业务。**苏州恒铭达电子科技有限公司成立于2011年，是一家专注于消费电子功能性器件、消费电子防护产品、精密结构件等领域的高新技术企业。公司营收连续7年以上维持正增长，2016-2022年间公司营业收入由3.2亿元增长至15.5亿元，CAGR高达30.1%。2023年Q1-Q3营收同比增长42%至5.4亿元，归母净利润1.95亿元，同比增长28.4%，根据公司业绩预告，公司23年归母净利润在2.8亿元到3亿元之间，同比增长45.1%-55.4%。公司已与富士康、仁宝、和硕等多家知名品牌商达成良好合作，20年公司通过收购华阳通切入数通、新能源领域，开辟第二增长曲线。
- **数通、储能、充电桩全面发力，带动公司结构件出货量增长。**根据Trendforce数据，2023年全球AI服务器出货量有望达到118万台，同比增长38.4%，国产服务器在AI浪潮和信创催化下出货量有望持续提升，同时带动交换机需求扩大，公司服务大客户成长空间广阔。根据中国政府网数据，2022年全国新能源汽车保有量达1310万辆，占汽车总量的4.1%，扣除报废注销量后同比增长67.1%。根据发改委和中国充电联盟数据，中国车桩比从2016年的3.3下行到2022年的2.1，距离工信部2030年车桩比达到1的目标仍然有较大提升空间，有望带动公司相关结构件出货量增长。
- **模切产品持续迭代，公司客户资源优质受益行业稳步扩容。**消费电子集成化趋势和5G渗透率提升对模切材料提出更高要求，热管理材料、电磁屏蔽材料等功能性材料需求提升，公司作为苹果、谷歌等大客户供应商，同时拥有规模效应和自主设备带来的成本优势，充分受益行业发展。
- **定增募资加码产能建设，满足大客户需求提升。**2023年公司拟定增募资不超过11.6亿元用于惠州恒铭达智能制造基地建设项目，发力新能源充电桩、储能等业务，预计新增产能44.1万套，产能扩张幅度达276.5%，预计达产后年销售收入26亿元。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司2023-2025年归母净利润为2.8/4.5/7.1亿元，当前市值对应PE分别为24.4/15.4/9.7倍，25年公司估值低于可比公司估值均值，公司作为客户资源优质的模切业务企业，扩展了数通与新能源业务，且客户开拓顺利，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**消费电子景气度复苏不及预期风险；产能扩张进度不及预期风险；客户开拓进度不及预期风险。

## 内容目录

1. 恒铭达：模切业务优势企业，收购华阳通拓展业务范围 .....	5
2. 全面布局数通、储能、充电桩，产能扩张铺垫长期增长 .....	10
2.1. 服务器和交换机空间广阔，公司服务大客户业绩增长可期 .....	10
2.1.1. 大模型促进算力需求增长，服务器和交换机作为算力基础设施空间广阔 .....	10
2.1.2. 华为服务器、交换机增长空间广阔，公司服务大客户有望伴随成长 .....	13
2.2. 政策支持下储能快速发展，公司前瞻布局有望深度受益 .....	15
2.3. 中国充电桩市场持续增长，公司作为多家知名车企供应商前景广阔 .....	16
3. 模切产品持续迭代，公司客户资源优质受益行业扩容 .....	18
3.1. 热管理、电磁屏蔽材料等功能性材料需求提升，市场空间稳步扩容 .....	19
3.2. 公司客户资源优质，规模效应及自主设备带来成本优势 .....	21
4. 盈利预测与投资评级 .....	23
5. 风险提示 .....	25

## 图表目录

图 1:	恒铭达发展历程及分业务营收 (亿元)	5
图 2:	公司股权结构 (截至 2023 年 9 月 30 日)	6
图 3:	恒铭达营收情况 (单位: 亿元)	8
图 4:	恒铭达归母净利润情况 (单位: 亿元)	8
图 5:	恒铭达分业务营收 (单位: 亿元)	8
图 6:	恒铭达分业务毛利率	8
图 7:	恒铭达研发费用 (单位: 亿元)	9
图 8:	恒铭达费用率	9
图 9:	公司结构件产品应用广泛	10
图 10:	大模型参数量快速增长	11
图 11:	全球服务器出货量	11
图 12:	云厂商是服务器主要采购方	11
图 13:	交换机工作示意图	12
图 14:	全球交换机市场规模	12
图 15:	AI 服务器出货量逐年提升	12
图 16:	华为 Atlas AI 服务器集群	12
图 17:	中国交换机市场规模稳步提升	13
图 18:	华为数据中心交换机	13
图 19:	2022 年中国交换机市场竞争格局	14
图 20:	储能装机量快速上升	16
图 21:	公司结构件产品可用于储能设备	16
图 22:	中国新能源汽车保有量	16
图 23:	中国充电桩保有量	16
图 24:	中国充电桩市场规模 (亿元)	17
图 25:	2022 年中国充电桩市场竞争格局	17
图 26:	充电桩钣金外壳	17
图 27:	消费电子升级带动精密功能件价值量提升	18
图 28:	5G 手机渗透率不断提高	18
图 29:	iPhone15 主板盖板全覆盖散热膜	19
图 30:	iPhone15 屏幕背面覆盖大面积散热膜	19
图 31:	全球热管理材料市场规模 (亿美元)	19
图 32:	中国热管理材料市场规模	19
图 33:	全球电磁屏蔽材料市场规模稳步提升	20
图 34:	iPhone15 主板所有接口均使用缓冲泡棉保护	21
图 35:	小米 Watch S1 使用防水密封胶圈	21
表 1:	公司主要产品	6
表 2:	公司管理团队主要履历	7
表 3:	募投项目预计产能及盈利情况	9
表 4:	华为与英伟达服务器芯片对比	13
表 5:	公司通信精密结构件布局	14

表 6: 我国各地光储一体化相关政策.....	15
表 7: 电磁屏蔽材料的功能及运用领域.....	20
表 8: 其他功能性产品类别.....	21
表 9: 公司收入预测 (亿元) .....	23
表 10: 可比公司估值.....	24

## 1. 恒铭达：模切业务优势企业，收购华阳通拓展业务范围

苏州恒铭达电子科技有限公司成立于 2011 年，是一家专注于消费电子功能性器件、消费电子防护产品、精密结构件、精密钣金、EMS 组装、自动化设备、物联网设备等领域的高新技术企业。公司具备领先的技术优势、丰富的生产经验、创新的生产工艺以及高精密与高品质的产品和快速响应能力。作为一家为客户提供一体化综合解决方案的企业，恒铭达不断追求卓越，为客户提供更优质的服务和产品。

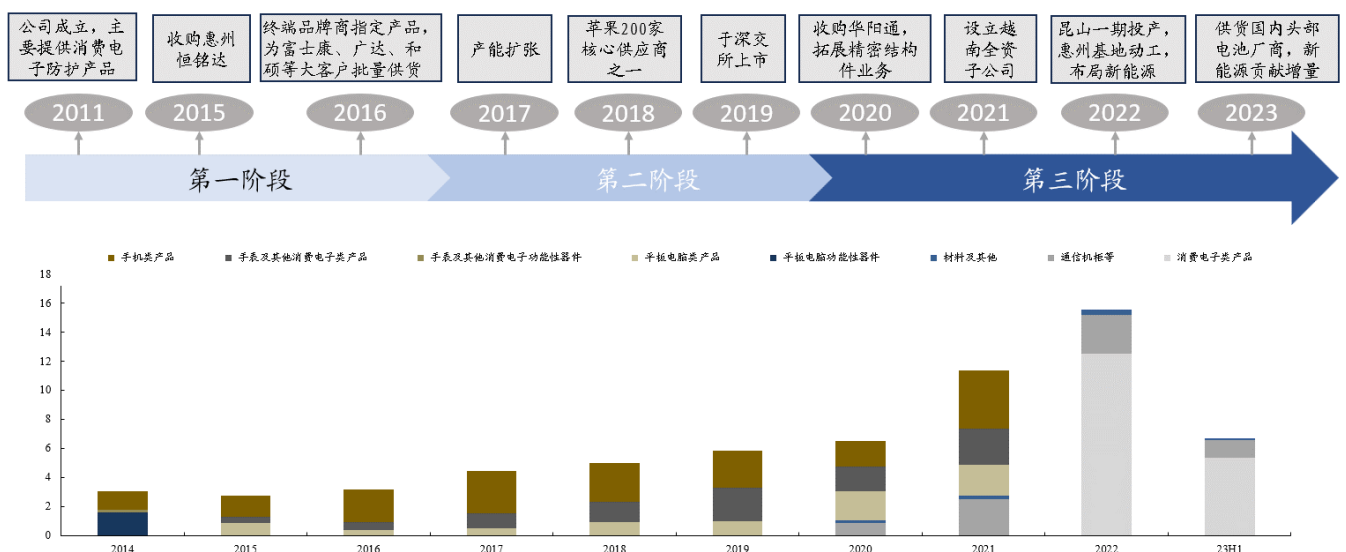
公司发展历程分为三个阶段：

**第一阶段（2011 年-2016 年）：成立初期以及业务模式调整。**2011 年，恒铭达电子科技股份有限公司成立，主要为客户提供消费电子防护产品。2015 年，公司收购惠州恒铭达。2016 年下半年，公司转向能力盈利更强的终端品牌商指定产品，为富士康、和硕、广达等大客户批量供货，并调整业务模式为自主开发和终端品牌指定交易结合。

**第二阶段（2017 年-2019 年）：产能扩张以及公司上市。**2017 年，公司扩张产能，终端产品市场销量大幅增长。2018 年，公司跻身苹果全球前 200 核心供应商名单，并成为谷歌等国际知名客户的供应商。2019 年，公司于深交所主板上市。

**第三阶段（2020 年-至今）：深化整合及拓展数通、新能源领域。**2020 年，公司收购华阳通，充分整合华阳通在精密结构件领域的技术沉淀及销售渠道，布局 5G 通讯领域精密结构件产品。2021 年，公司设立越南全资子公司，布局海外。2022 年，昆山一期工厂投产，惠州基地动工，进一步释放产能。2023 年，公司在新能源领域的布局取得成效，成为国内头部电池厂商的供应商，新能源业务为公司贡献业务增量。

图1：恒铭达发展历程及分业务营收（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司深耕模切领域，收购华阳通进军新能源、数通领域。2020 年公司收购深圳

华阳通机电有限公司，横向拓展了公司产品线，将业务范围拓宽至新能源、数通领域；2023 年以来公司充电、储能等领域逐步放量，成为华为系、小鹏等知名汽车供应商，有望打造第二增长曲线。

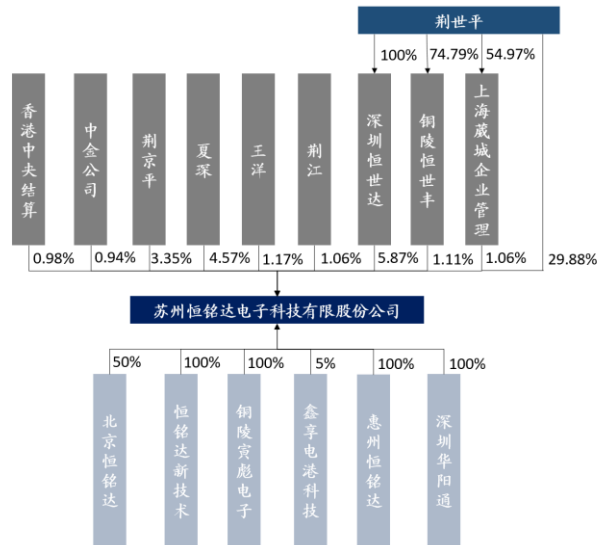
表 1: 公司主要产品

产品大类	产品类型	具体产品
消费电子	功能性器件	粘贴、固定类功能性器件；导电屏蔽类功能性器件；绝缘类、缓冲类、散热类等其他功能性器件
	防护产品	裸机保护膜；制程保护膜；外盒保护膜等
精密结构件	通信结构件	骨干网路由器、城域网路由器、数据中心交换机等
	新能源结构件	充电桩、电源、工商业储能和光伏逆变器等

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**公司股权结构稳定，实控人掌握公司发展。**公司实控人为荆氏家族，董事长荆世平先生及其亲属夏琛、荆江及荆京平直接和间接持有公司股份合计达 45.92%，荆氏家族成员为一致行动关系，股权结构较为稳定，截止至 2023 年 9 月 30 日，公司前十大股东股权占比为 49.99%。

图 2: 公司股权结构（截至 2023 年 9 月 30 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**公司高管团队拥有丰富的产业经验，保障公司稳健发展。**董事长与总经理荆世平、荆天平负责恒铭达有限战略决策、技术研发及市场开拓等重大经营决策事务，同时公司组建了专业化的经营管理团队，大部分管理人员具有长期消费电子功能器件、精密结构件从业经验，部分管理人员具有国际知名企业的任职经历，具有深厚的专业知识与实践经验。



表 2: 公司管理团队主要履历

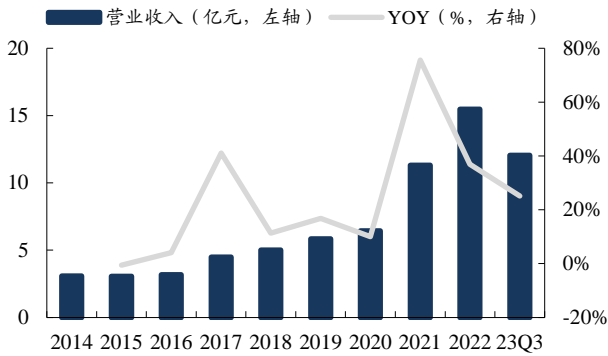
姓名	职位	主要履历
荆世平	董事长	曾任职于香港大生公司、深圳市宝安区恒铭达包装印刷厂；1999年10月至2017年7月任昆山包材董事长兼总经理；2002年7月至2015年7月任深圳包材董事长、总经理；2006年11月至2016年3月任惠州包材董事、总经理；2017年2月至今任公司董事长。
荆天平	董事、总经理	曾任职于香港大生公司、深圳市宝安区恒铭达包装印刷厂；2003年4月至2017年7月任昆山包材董事；2017年7月至2017年8月任昆山包材执行董事；2011年7月至2017年2月任恒铭达有限执行董事、总经理；2017年2月今任公司董事、总经理。
荆京平	董事、副董事长、副总经理、董事会秘书	曾任惠州恒铭达包材董事长；2014年7月至今任惠州恒铭达执行董事、总经理；2020年9月至今任深圳华阳通董事长；2020年9月至今任鹏浩达科技执行董事；2020年10月至今任迎生医疗监事；2020年11月至今任深圳恒铭达新技术研究院总经理；2021年4月至今任惠州华阳通董事长；2021年5月至今任惠州恒铭达包材执行董事；2017年2月至2020年2月任公司董事、董事会秘书；2020年2月至2023年3月任公司董事、董事会秘书、副总经理；2023年3月至今任公司董事、副董事长、副总经理、董事会秘书。
荆江	副总经理	曾任职于淮安世昌达科技印刷有限公司；2002年10月至2015年7月任深圳包材董事；2012年12月至2017年7月任中科研发执行董事、总经理；2017年7月至2017年8月任中科研发执行董事；2011年7月至2017年2月任职于恒铭达有限；2017年2月至今任公司副总经理。
夏琛	董事、副董事长、副总经理	曾任职于上海正峰工业有限公司、昆山包材；2011年7月至2017年2月任恒铭达有限监事；2017年2月至今任公司副总经理。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**受益于消费电子产品出货量的增长及公司产能释放，公司营收快速增长。**公司营收连续 7 年以上维持正增长，2016-2022 年间公司营业收入由 3.2 亿元增长至 15.5 亿元，CAGR 高达 30.08%。2020 年 Q3 公司与华阳通并表，2021 年二期厂区超 8000 平的产能释放且全部投入使用，2021 营业收入大增。2022 年公司昆山一期项目投入使用，当年继续保持较高增长。2023 年 Q1-Q3 营收同比增长 42%至 5.4 亿元，在并购、新产能释放影响下公司营收连续高增，公司持续拓展大客户，与富士康、仁宝、和硕等多家知名品牌商达成良好合作。

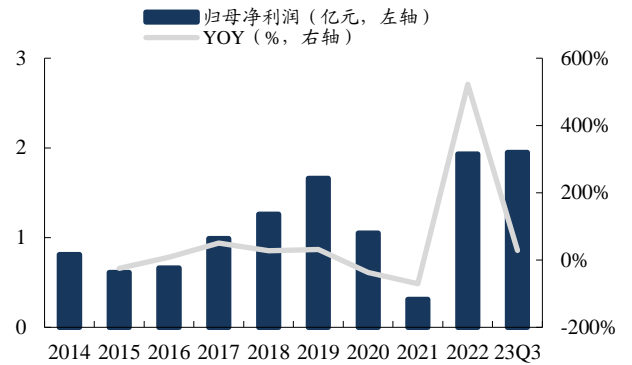
**2020-2021 年产能扩张盈利水平承压，2021 年产能释放后净利润稳中有升。**2020 年由于公司加大研发、管理等投入、增加固定资产、招募人才来扩充产能，且受到汇率波动的影响导致业绩有所下滑；2021 年公司归母净利润受股权激励及终止产生的费用影响，导致归母净利润大幅下滑，自 2021 年 Q3 开始，随着公司产能逐步释放、产品维度的不断拓宽及终端客户的不断开拓，公司归母净利润逐渐走高。2023 年 Q1-Q3 公司归母净利润 1.95 亿元，同比增长 28.42%，根据公司业绩预告，公司 23 年归母净利润在 2.8 亿元到 3 亿元之间，同比增长 45.1%-55.4%。

图3: 恒铭达营收情况 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

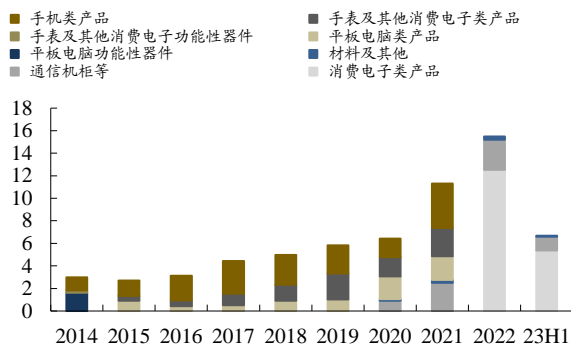
图4: 恒铭达归母净利润情况 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

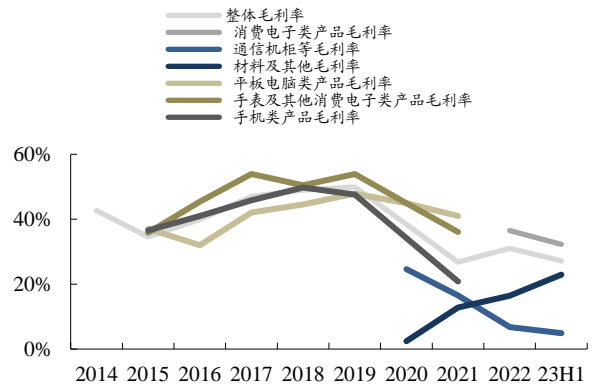
消费电子产品贡献主要营收, 数通、新能源业务随着产能扩张占比有望持续扩大。23H1 消费电子业务营收 5.37 亿元, 占比 80.6%, 毛利率 32.26%, 通信机柜等业务营收 1.21 亿元, 占比 18%, 毛利率 4.90%。预计随着公司在数通、新能源领域的产能建设完成, 相关业务营收有望获得较快增长。

图5: 恒铭达分业务营收 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 恒铭达分业务毛利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

研发费用逐年增长保障产品迭代扩展, 费用率整体稳定。23Q1-Q3 公司研发费用 0.56 亿元, 同比增长 9.8%, 研发费用率 4.2%, 持续的研发投入保障了公司的产品迭代与产品线扩展, 其他费用率整体保持稳定。

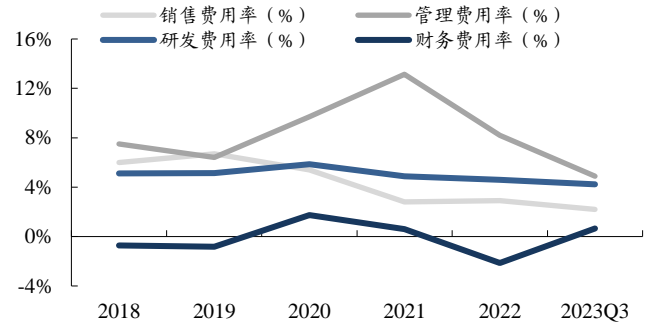


图7: 恒铭达研发费用 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 恒铭达费用率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**定增募资加码产能建设, 满足大客户需求提升。**公司在2021年募资3.5亿元用于昆山电子材料及器件、结构件产业化项目和补充流动资金, 在2023年公司拟定增募资不超过11.6亿元用于惠州恒铭达智能制造基地建设项目, 发力新能源充电桩、储能等业务, 项目建设期约两年。根据公司公告数据, 惠州现有产能15.96万套, 预计新增产能44.12万套, 产能扩张幅度达276.5%, 预计达产后年销售收入26亿元。

表3: 募投项目预计产能及盈利情况

现有产能 (万件/套)	15.96
预计新增产能 (万件/套)	44.12
产能扩张幅度	276.50%
预计达产年销售收入 (亿元) (不含税)	26.09
达产年净利润 (亿元)	2.05

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 2. 全面布局数通、储能、充电桩，产能扩张铺垫长期增长

2020 公司收购华阳通切入数通、新能源结构件领域。2020 年，公司收购华阳通，充分整合华阳通在精密结构件领域的技术沉淀及销售渠道，布局 5G 通讯领域精密结构件产品。2021 年，公司设立越南全资子公司，布局海外。2022 年，昆山一期工厂投产，惠州基地动工，进一步释放产能。2023 年，公司在新能源领域的布局取得成效，成为国内头部电池厂商的供应商，新能源业务为公司贡献业务增量。公司结构件广泛用于数通、储能及充电桩领域。

图9：公司结构件产品应用广泛



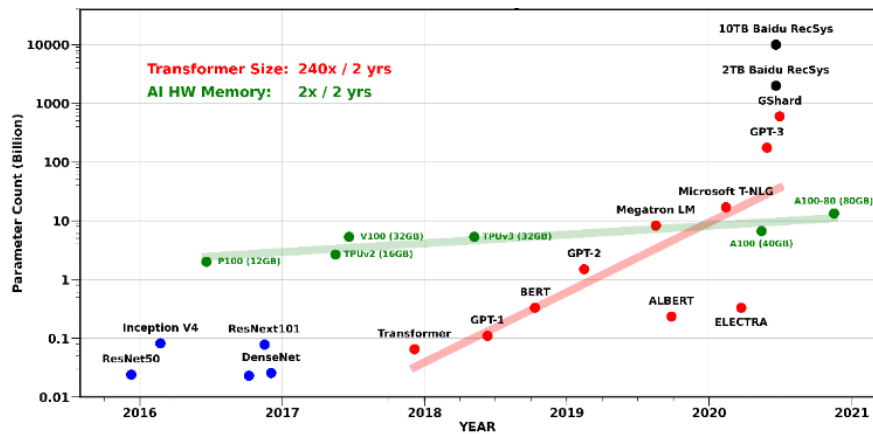
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 2.1. 服务器和交换机空间广阔，公司服务大客户业绩增长可期

#### 2.1.1. 大模型促进算力需求增长，服务器和交换机作为算力基础设施空间广阔

大模型促进算力增长，大模型参数量快速提升需要更多算力支持。以 ChatGPT 为代表的大模型的出现以及其他 AI 应用的普及，使围绕 AI 的算力需求成为新的增长点。为了实现更高的预测精度和通用性，大模型所使用的参数规模增长迅速，根据 Medium 数据，从 GPT1 到 GPT3，参数量平均每两年增长约 240 倍，参数量的提升使得算力需求快速增长，同时下游 AIGC 的应用逐步成熟也会助推算力需求增长，服务器作为算力基础设施需求量稳定增长，尤其是 AI 服务器有望加速增长。

图10: 大模型参数量快速增长



数据来源: Medium, 东吴证券研究所

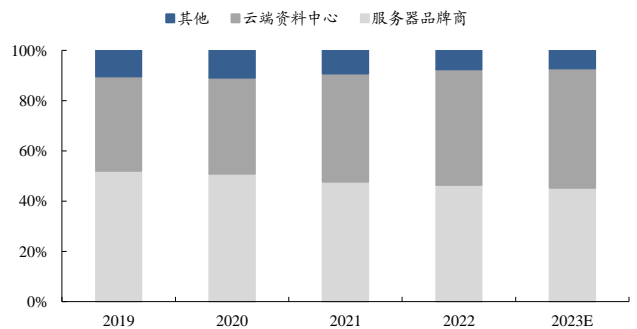
受云厂商去库存及压缩资本开支影响,服务器出货量承压,但由于基数较大市场空间仍然广阔。云厂商作为服务器的主要采购方,去库存及降低资本开支对服务器出货量造成不利影响,根据 Trendforce 数据,2023 年服务器出货量约 1380 万台,同比减少 2.9%,同时根据 Digitimes 数据,云厂商服务器需求占总需求比重将由 2019 年的 37.6% 提升到 2023 年的 47.5%,云厂商的采购需求对服务器整体景气度影响逐年扩大,预计随着宏观环境回暖,通用服务器市场景气度会伴随云厂商的业绩改善回升,且服务器出货量基数较大,市场空间广阔。

图10: 全球服务器出货量



数据来源: Trendforce, 东吴证券研究所

图12: 云厂商是服务器主要采购方

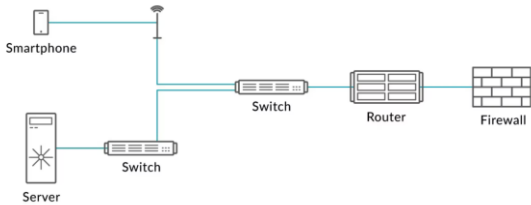


数据来源: Digitimes, 东吴证券研究所

服务器出货量增长带动交换机需求,交换机市场空间持续扩张。网络交换机是让两个或多个 IT 设备相互通信的设备。将多个 IT 设备连接在一起即可搭建起一个通信网络。计算、打印、服务器、文件存储、互联网访问和其他 IT 资源均可通过网络共享。IT 设备通过在网络中交换数据“包”来完成通信,交换机将数据包从一台设备转发到另一台设备。当一系列相互连接的交换机和路由器使用标准通信协议和寻址方案从源到目的地逐跳相互通信时,智能手机等设备就可以实现访问 Web 服务器和其他远程资源。服务器的增长带动了数据中心和网络规模的扩大,为了保证网络性能、可靠性和灵活性,交

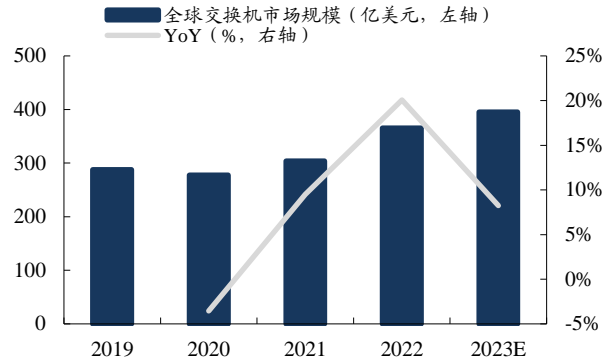
交换机需求不断增长，以适应不断增长的服务器数量和日益复杂的网络需求。根据 IDC 数据，2023 年全球交换机市场空间预计达到 395 亿美元，同比增长 8%，随着 AI 浪潮的演进交换机需求有望进一步上涨。

图13: 交换机工作示意图



数据来源: Juniper, 东吴证券研究所

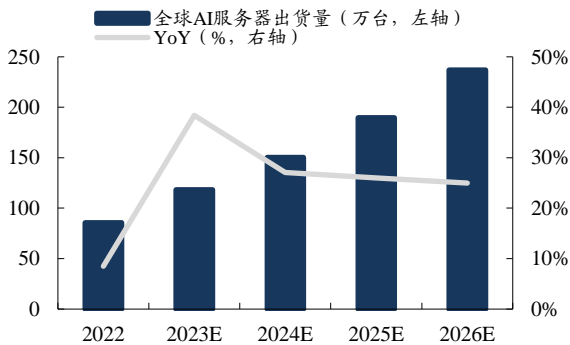
图14: 全球交换机市场规模



数据来源: IDC, 东吴证券研究所

国产服务器受益于 AI 浪潮和信创发展出货量有望进一步增长。根据 Trendforce 数据，2023 年全球 AI 服务器出货量有望达到 118 万台，同比增长 38.4%，随着大模型等 AIGC 应用对 AI 算力需求的不断提升，AI 服务器出货量增长态势有望持续。华为昇腾 910 芯片性能已经与英伟达 A100 相当，华为作为国内 AI 服务器领跑者市场份额有望进一步扩大。随着信创景气度回暖，国产服务器的替代进度有望加快，出货量提升在望。

图15: AI 服务器出货量逐年提升



数据来源: Trendforce, 东吴证券研究所

图16: 华为 Atlas AI 服务器集群



数据来源: 华为官网, 东吴证券研究所

表4: 华为与英伟达服务器芯片对比

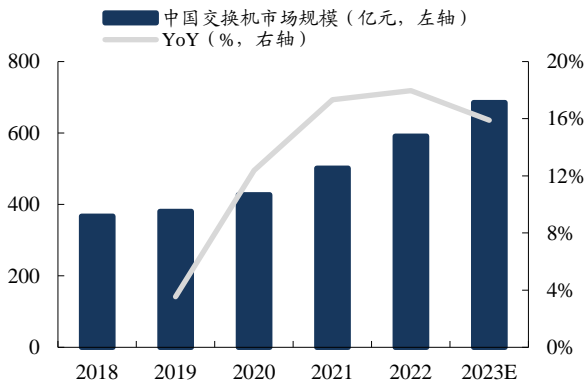
	架构	算力	最大功耗
昇腾 910	达芬奇架构	640 TOPS@INT8, 320TFLOPS@FP16	310W
A100	英伟达安培架构	624 TOPS@INT8, 312TFLOPS@FP16	300W

数据来源: 华为官网, 英伟达官网, 东吴证券研究所

2.1.2. 华为服务器、交换机增长空间广阔, 公司服务大客户有望伴随成长

国产交换机市场规模稳定增长, 华为优势显著。根据中商情报网数据, 2023 年中国交换机市场空间有望达到 685 亿元, 同比增长 15.9%, 维持了稳定增长的趋势。根据 IDC 数据, 华为核心数据中心交换机 CloudEngine 16800 系列已达到世界领先水平, 整机容量超过 300Tbps, 位居全球第一。2023 年 6, 华为发布首款 800GE 数据中心核心交换机 CloudEngine 16800-X 系列, 正式开启数据中心 800GE 时代。根据 IDC 数据显示, 华为在 2023H1 以 35.8% 的市场份额, 蝉联中国以太网交换机市场第一, 自 2016 年至今, 华为已连续 7 年稳居该领域市场第一。

图17: 中国交换机市场规模稳步提升



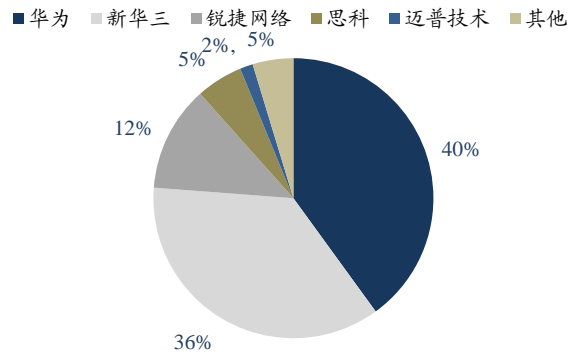
数据来源: 中商情报网, 东吴证券研究所

图18: 华为数据中心交换机



数据来源: 华为官网, 东吴证券研究所

图19: 2022年中国交换机市场竞争格局



数据来源: 观研天下, 东吴证券研究所

公司在通信精密结构件领域布局全面, 为大客户合格供应商。通信精密结构件主要为通信设备的外部柜体, 为通信设备提供框插配合、屏蔽、固定、防护、散热等功能的解决方案, 公司产品在通信网络、传输网络、接入网络等层级均有布局。公司已经成为华为等业内领先企业的合格供应商, 未来业绩有望伴随客户出货量进一步提升增长。

表5: 公司通信精密结构件布局

网络层级	产品类别	应用场景及主要功能	图示
通信网络	骨干网路由器	应用于定单超级骨干网核心节点、数据中心互连节点和国际网关, 简化网络架构, 是IP/MPLS承载网向宽带化、多业务、智能化发展的重要源动力	
	城域网路由器	应用于移动承载网络的汇聚层或核心层, 提供端到端的5G以及专线等多业务综合承载	
	数据中心交换机	为数据中心提供稳定、可靠、安全的高性能交换服务基础上, 实现弹性、虚拟、敏捷和高品质的网络	
传输网络	园区网交换机	利用最前沿的有线和无线技术, 加持大数据、AI和云技术, 为企业园区、高校、政府等机构搭建万物互联、业务无忧的园区网络	
	骨干波分产品	应用于国家、区域或省级干线, 集成了业界最先进光电智能ASON技术, 为大容量传送和调度提供了理想的解决方案	



接入波分产品

应用于办公室、园区、楼宇互联，将城域边缘的宽带、专线、移动等各种类型的业务实现统一传送



接入网络

大型室外机柜

应用于基层站点布放，以满足大量的铜线和 OLT 设备的快速户外布放与应用



数据来源：公司 2023 年度向特定对象发行股票募集说明书，东吴证券研究所

## 2.2. 政策支持下储能快速发展，公司前瞻布局有望深度受益

**储能重要性提升，政策支持下成长空间广阔。**储能逆变器集成了光伏并网发电和储能电站的功能，克服了光伏组件受天气变化发电不稳定的缺点，提高电网品质。与此同时，通过波谷储存电能、波峰输出电能，大幅削减电网峰值发电量，大幅增加电网容量，提高电网利用率。由于储能对光伏发电稳定性和可行性的严重程度，2021 年 3 月国家发改委和能源局共同发布了《关于推进电力源网荷储一体化和多能互补发展的指导意见》，提出：优化整合本地电源侧、电网侧、负荷侧资源，严控火电-储能增量，鼓励风光水储一体化。

表6：我国各地光储一体化相关政策

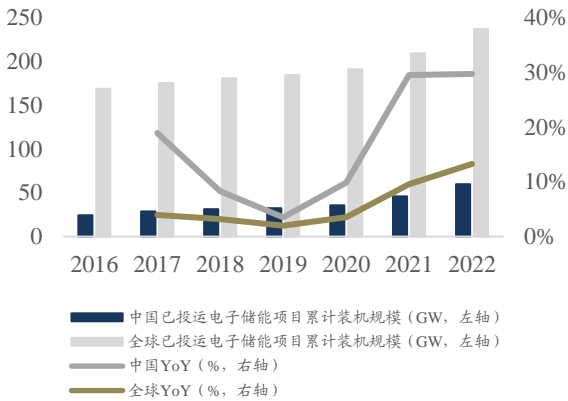
地区	光储一体化政策
新疆	新增光伏项目，原则上储能配套不低于 15%，时长不低于 2 小时
甘肃	存量项目，部分地区需配套 10-20%的储能，其他地区配套 5%-10%的储能，时长不低于 2 小时
宁夏	新建新能源项目，储能配套不低于 10%，时长连续 2 小时
青海	新建新能源项目，储能配套不低于 10%，时长连续 2 小时
贵州	2021 年在消纳受限区域的光伏项目，需配套 10%
内蒙古	2020 年竞价项目，储能配套不低于 5%，时长不低于 1 小时
陕西	关中、陕北新增项目，储能配套不低于 10%
湖北	百万千瓦基地，基地规模与可配置的新能源项目规模之差大于 10%，时长大于 2 小时
湖南	新增项目配套 10%储能
河北	2021-2025 年光储示范工程，支持项目按照 10%比例配套建设储能
山东	新建新能源项目，储能不低于 10%
河南	新能源项目，储能不低于 10%，时长不低于 2 小时

数据来源：中国光伏行业协会，东吴证券研究所

**储能装机量快速上升，公司储能结构件业务成长空间广阔。**根据 CNESA 数据，2022 年全球已投运电力储能项目的累计装机量达 237.2GW，同比增长 13.28%，其中，中国的累计装机量达到 59.8GW，占全球的 25.21%，同比增长 29.72%。从新增装机量角度来看，全球 2022 年新增装机量为 27.8GW，同比增长 51.91%；中国 2022 年新增装机量为 16.4GW，同比增长 56.19%。未来随着全球可再生能源装机量的提高，储能规模将持续

快速发展。根据中关村储能产业技术联盟（CNESA）数据，随着电力市场的逐渐完善、储能供应链配套、商业模式的日臻成熟，中国 2026 年新型储能累计规模有望达到 79.5GW，2022 年至 2026 年复合年均增长率为 69.2%。储能装机量的持续提升带动了储能行业精密结构件的需求，公司前瞻布局储能结构件产品，未来随着储能行业的发展业绩有望逐步释放。

图20: 储能装机量快速上升



数据来源: CNESA, 东吴证券研究所

图21: 公司结构件产品可用于储能设备

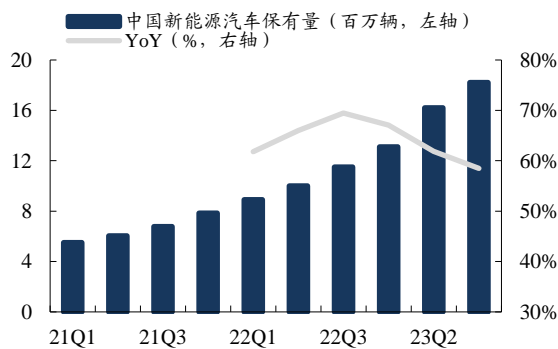


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 2.3. 中国充电桩市场持续增长，公司作为多家知名车企供应商前景广阔

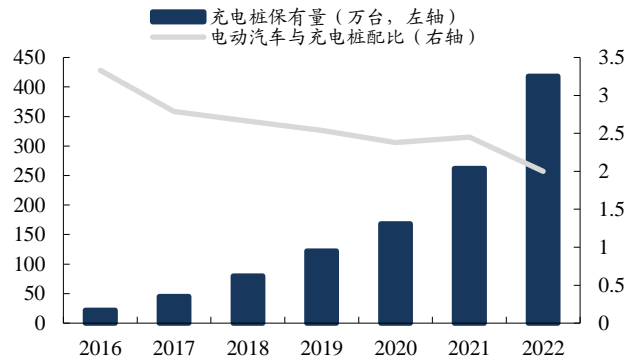
中国新能源汽车保有量增长迅速且车桩比不断缩小，充电桩增长空间广阔。根据中国政府网数据，2022 年全国新能源汽车保有量达 1310 万辆，占汽车总量的 4.10%，扣除报废注销量后同比增长 67.13%，纯电动汽车保有量 1045 万辆，占新能源汽车总量的 79.78%。在新能源汽车保有量迅速增长的同时，电动汽车与充电桩的配套比例也不断缩小，根据发改委和中国充电联盟数据，中国车桩比从 2016 年的 3.3 下行到 2022 年的 2.1，根据工信部 2030 年车桩比达到 1 的目标仍然有较大提升空间。

图22: 中国新能源汽车保有量



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图23: 中国充电桩保有量

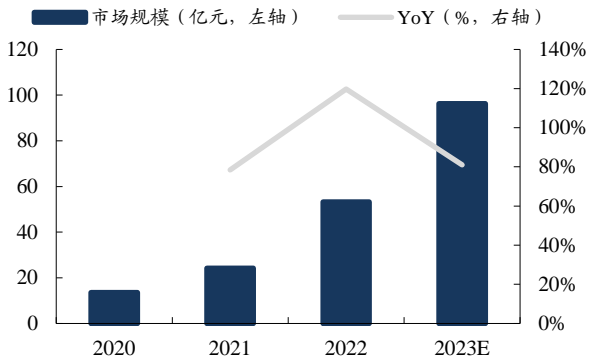


数据来源: 发改委, 中国充电联盟, 东吴证券研究所

充电桩市场规模高速增长，公司作为多家车企合格供应商空间广阔。根据中商情报

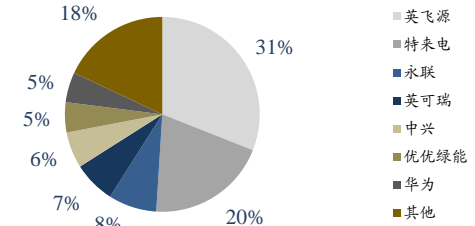
网数据，中国充电桩市场在 2023 年预计超过 96 亿元，同比增长 81%。2022 年国内充电桩市场英飞源市场份额超 30%，国产厂商份额提升空间广阔。公司依托既有的品牌优势，已成为华为、小鹏汽车等知名品牌合格供应商，2023 年上半年已成为国内知名新能源汽车电池企业合格供应商，并取得订单，新客户扩展稳步进行，公司用于充电桩的结构件出货量有望进一步提升。

图24：中国充电桩市场规模（亿元）



数据来源：中商情报网，东吴证券研究所

图25：2022年中国充电桩市场竞争格局



数据来源：中商情报网，东吴证券研究所

图26：充电桩钣金外壳

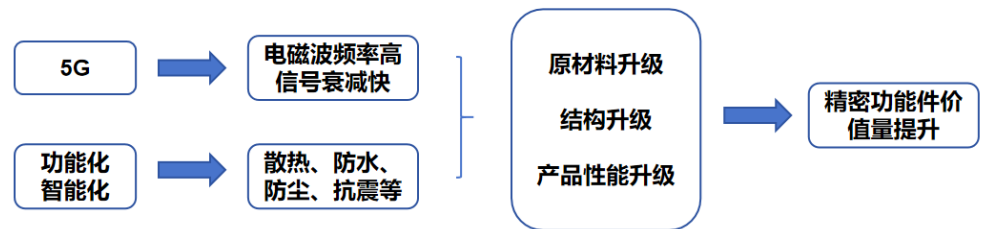


数据来源：鑫顺程电器设备，东吴证券研究所

### 3. 模切产品持续迭代，公司客户资源优质受益行业扩容

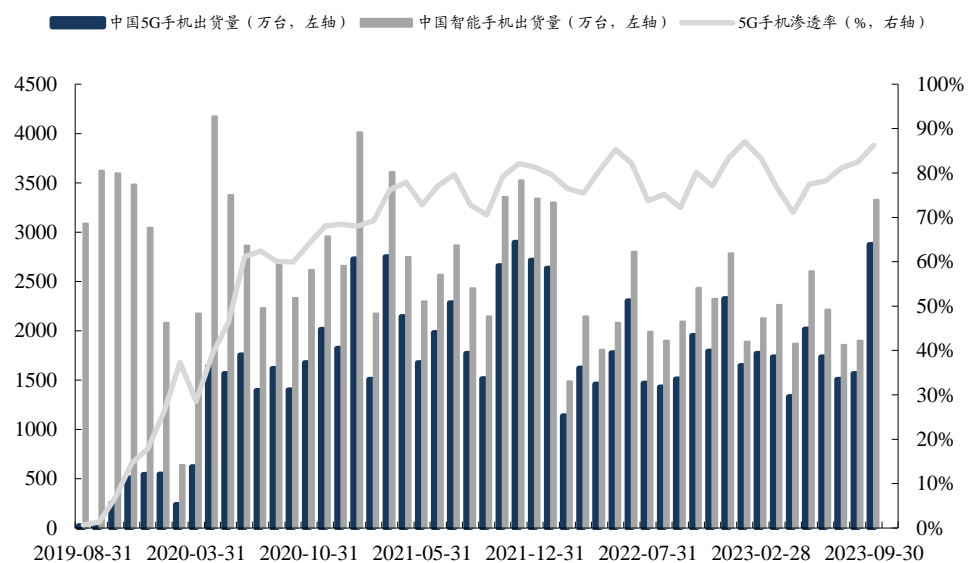
消费电子集成化趋势和 5G 渗透率提升对模切材料提出更高要求，产品价值量有望提升。模切技术在消费类电子、家电、交通工具等领域发挥着重要作用，消费电子产品呈现向智能化、轻薄化、便携化、多功能化、集成化、高性能等方向发展的趋势，对功能性器件及防护产品的微型化、集成化、高精密度、高性能等特性要求越来越高。5G 使用比 4G 更高频率的电磁波进行传输，信号衰减更快，传输距离更近，这对智能手机内部的精密功能件如天线、射频器件等提出了更高的性能要求，需要有更好的信号接收和发送能力，更强的抗干扰性等。因此从核心芯片到射频器件，从机身材质到内部结构都需要进行升级。其次，随着工业互联网和 5G 的深度融合，精密功能器件的精度和性能也需要相应提升以满足各种新的工业应用场景的需求。高性能的精密功能件产品将拉动单品价值量的提升，推动市场空间扩大。

图27: 消费电子升级带动精密功能件价值量提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图28: 5G 手机渗透率不断提高

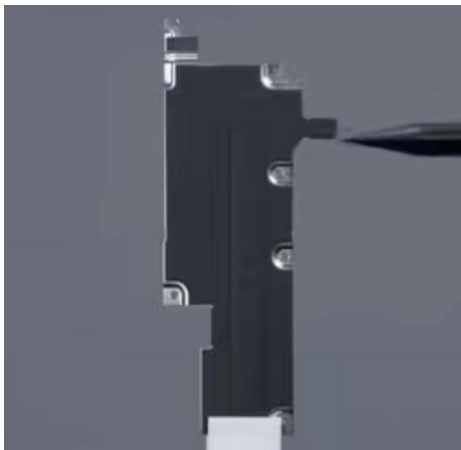


数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 3.1. 热管理、电磁屏蔽材料等功能性材料需求提升，市场空间稳步扩容

产品迭代引起更强散热需求，热管理材料性能及用量均有提升。随着手机等产品芯片性能提升，功耗随之提高，散热需求加大。其次，市场对更轻、更薄、更快的设备的需求也使设备内的电路变得更密集，对热管理材料的性能要求提高。此外，散热材料的用量随着产品迭代有望持续增加，如 iPhone15 主板盖板全覆盖散热膜，以提高散热效率。随着手机等产品的性能、集成化程度持续提升，散热材料单位面积价值量及使用面积均有望增长，市场空间持续扩张。

图29: iPhone15 主板盖板全覆盖散热膜



数据来源：爱模切，东吴证券研究所

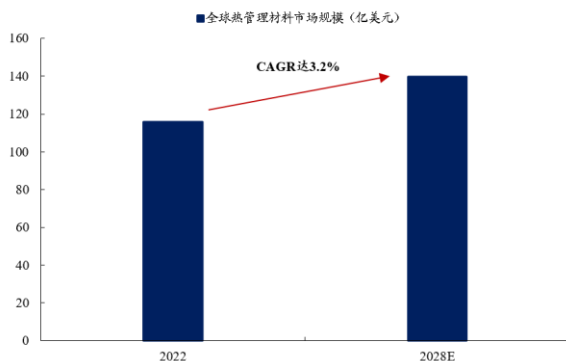
图30: iPhone15 屏幕背面覆盖大面积散热膜



数据来源：爱模切，东吴证券研究所

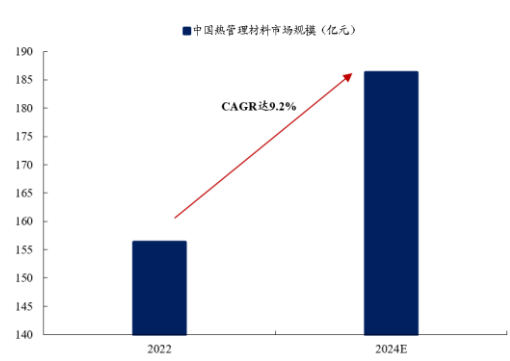
热管理材料下游广阔，市场空间不断提升。热管理材料在消费电子领域的应用已经相当广泛，热管理材料主要包括人工合成石墨散热膜、导热垫片、导热凝胶、导热脂、热管和均热板等，主要作用是提高产品的散热效果，提升热传导效率，使热量均匀分散。根据 QY Research 的统计数据，2022 年全球热管理材料市场规模达到 115.80 亿美元，预计到 2028 年将增长至 139.80 亿美元，CAGR 为 3.2%。据头豹研究院的数据，2021 年，中国热管理材料市场规模达到 156.3 亿元，预计到 2024 年将增长至 186.3 亿元，CAGR 达 9.2%。

图31: 全球热管理材料市场规模（亿美元）



数据来源：QY Research，东吴证券研究所

图32: 中国热管理材料市场规模

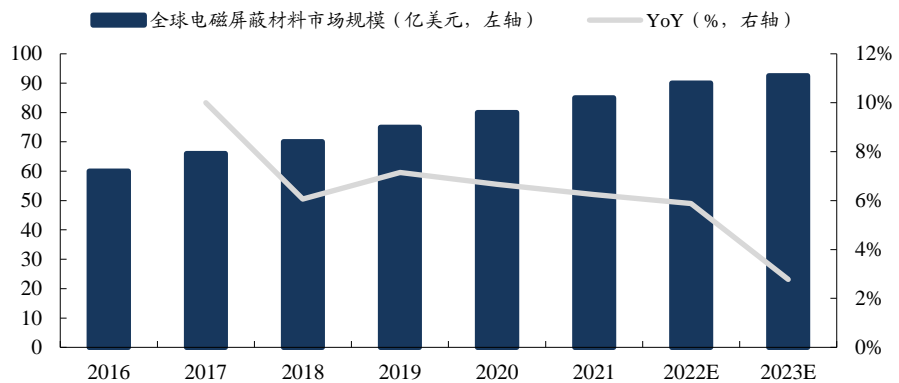


数据来源：头豹产业研究院，东吴证券研究所



**5G 信号更弱且单设备元件数量增加提升电磁屏蔽材料需求。**5G 的传输信号强度较弱，要求传播材料的介电常数更小，材料的电磁屏蔽能力更强。其次，5G 时代硬件零部件的升级以及联网设备及天线数量的成倍增长，对产业链相关材料提出了更多性能要求。随着 5G 持续发展，单设备电子元器件数量增加，使得干扰源增多，而电路集成度的提高导致元器件间距减小，同时通信频率的提高自身造成更严重的电磁干扰，带动电磁屏蔽材料需求持续扩张，据 BCC Research 预测，2023 年全球电磁屏蔽材料市场规模将达到 92.5 亿美元，同比增长 3%。

图33: 全球电磁屏蔽材料市场规模稳步提升



数据来源: BCC Research, 东吴证券研究所

表 7: 电磁屏蔽材料的功能及运用领域

产品类别	主要功能特点	应用领域
导电布	可分为镀镍导电布、镀炭导电布、镀镍铜导电布、铝箔纤维复合布，屏蔽范围在100K-3GHz。具有良好的导电性和屏蔽效果，热传导性能佳，延展性好，易挤压加工，耐腐蚀性、耐候性均佳，良好的抗摩擦性能，抗摩擦次数可达5,000,000次。	可用于从事电子，电磁等高辐射工作的专业屏蔽工作服，屏蔽室专用屏蔽布；IT行业屏蔽件专用布，触屏手套，防辐射窗帘等。广泛应用于PDA掌上电脑、PDP等离子显示屏、LCD显示器、笔记本电脑、复印机等等各种电子产品内需电磁屏蔽的位置。
导电橡胶 (胶条)	可按照需求成型为片状、模压状、挤出成型及薄膜状。在20M - 20GHz的范围内可达90dB - 120dB,纯银颗粒的甚至可达到120dB以上。能起到屏蔽和环境密封的作用。	导电橡胶应用于需要长期稳定的卓越电磁屏蔽以及高导电的部位。广泛应用于通讯设备、信息技术设备、医疗器械、工业电子设备市场。
STM贴片泡棉	用于表面组装技术的接地端子，且为表面组装元件之一。在电气/电子机器方面为了避免因不需要的电磁波而产生机能失常或消减EMI屏蔽材料噪音的EMC对策配件，在PCB钎焊可使用的接地端子。	SMT贴片泡棉有着优异的吸收冲击特点，具有保护内部配件缓冲的作用。可广泛应用于电子机箱、机壳、室内机箱、工业设计、笔记本电脑、移动通讯设备等等。
导电硅胶	导电硅胶是一种膏状材料，拥有良好的可靠性及良好的抗电解腐蚀性，更适于恶劣室外环境中使用在长时间的热，冷，潮湿，紫外	导电硅胶主要应用在通讯、电子、军工、安防、汽车行业，可广泛用于无线基站、直放站、滤波器、手机、掌上电脑、笔记本、汽车中控、摄像头、对讲机、安防器械等无线设备机壳上



光，臭氧和锁紧等恶劣环境中还能够保证其 的电磁屏蔽。在铝合金等压铸件上使用有着更好的屏蔽效能。性能非常稳定。工作的温度范围在-55摄氏度到+125摄氏度之间。

数据来源：傲川科技，东吴证券研究所

消费电子产品功能持续升级，粘贴固定类、绝缘类、防护类等功能性产品用量增加。以 iPhone15 为例，其内部主板接口和边框等位置都设置了泡棉，泡棉不仅增强了元件之间的密合性，还能有效防止震动在手机各部件之间传导，具有密封、隔音、吸收冲击能量以及压缩填补空隙等功能。可穿戴智能设备由于空间受限，对散热等功能的要求高于手机、电脑等大型产品，需要导电泡棉、粘胶等在内的不同类型功能性器件组合使用才能满足产品要求。

图34: iPhone15 主板所有接口均使用缓冲泡棉保护



数据来源：iFixit，东吴证券研究所

图35: 小米 Watch S1 使用防水密封胶圈



数据来源：e 拆解，东吴证券研究所

表 8: 其他功能性产品类别

主要类别	主要功能特点	主要产品
粘贴固定类	用于替代传统的铆钉、螺丝、卡簧等机械式固定器件，实现消费电子产品元器件之间的物理连接与固定，从而使产品更加轻薄，密合性更好	双面胶、热熔胶、泡棉胶等
保护类	用于产品或组件表面，对产品外观及生产制程进行防护，实现防护、防刮等功能	裸机保护膜、制程保护膜等
防尘类	防止微小尘埃等异物通过喇叭、听筒等部位进入或接触消费电子产品内部元器件	防尘网
绝缘类	子产品内部的电子元器件之间起到绝缘和隔离作用，可避免各器件发生短路、漏电、击穿故障	绝缘片

数据来源：东吴证券研究所整理

### 3.2. 公司客户资源优质，规模效应及自主设备带来成本优势

公司与知名品牌商、制造服务商及组件生产商合作良好，客户资源优质。公司拥有大量优质的客户资源，直接客户主要为国内外知名消费电子制造服务商、组件生产商和

通信、新能源品牌商，包括富士康、和硕、广达、仁宝、立讯精密、瑞声科技、歌尔股份、安费诺、瑞仪光电等，产品最终应用于多家知名品牌商。公司产品涵盖精密功能性器件，各类胶件、泡棉件、金属件、精密结构件等，产品线丰富满足客户各类需求。

**规模效应带来成本下降，自主研发、改进设备进一步提升效率与良率。**在成本控制方面，公司通过优化采购流程、加强供应链管理、推进生产智能化、自动化、加强余料的利用，提高材料的利用率等多种措施，有效控制了企业成本，并提升了公司的盈利能力。同时公司具备自主研发与自主改进设备的能力。消费电子功能性器件等产品对自动化程度和精密度要求较高，产品在批量生产的同时要保证产品质量、高良品率，这对生产设备、工艺技术提出了较高要求。公司通过自主研发与自主改进设备提高了生产的自动化水平和多样化产品的适用能力，减少了生产工序，降低了人工成本，提高了生产效率与产品良率，最终实现整体成本的降低。

## 4. 盈利预测与投资评级

### 核心假设与收入拆分:

**(一) 消费电子类产品:** 公司模切产品应用领域广泛, 同时拥有优质的客户资源和研发积累, 随着模切产品的持续迭代和市场扩容, 公司有望充分受益。我们预计公司该板块 23-25 年收入为 16.1/21.0/28.3 亿元, 同比增速为 28.80%/30.43%/34.76%。

**(二) 通信机柜等:** 公司全面布局数通、充电桩、储能业务, 随着国产服务器、交换机出货量提升, 公司服务大客户有望获得持续营收, 同时储能装机量逐年提升, 公司有望受益。公司作为华为、小鹏等知名车企供应商, 有望受益于充电桩出货量提升, 我们预计公司该板块 23-25 年收入为 2.7/10.1/20.3 亿元, 同比增速为 0%/274.07%/100.99%。

表9: 公司收入预测 (亿元)

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>消费电子类产品</b>	<b>12.5</b>	<b>16.1</b>	<b>21.0</b>	<b>28.3</b>
YOY		28.80%	30.43%	34.76%
毛利率	36.49%	40.06%	42.86%	44.52%
营收占比	80.65%	84.29%	66.88%	57.87%
<b>通信机柜等</b>	<b>2.7</b>	<b>2.7</b>	<b>10.1</b>	<b>20.3</b>
YOY		0.00%	274.07%	100.99%
毛利率	6.81%	-7.41%	10.89%	14.78%
营收占比	17.42%	14.14%	32.17%	41.51%
<b>材料及其他</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>
YOY		0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	16.48%	16.48%	16.48%	16.48%
营收占比	1.94%	1.57%	0.96%	0.61%
<b>合计</b>	<b>15.5</b>	<b>19.1</b>	<b>31.4</b>	<b>48.9</b>
YOY		13.77%	23.23%	64.40%
毛利率	31.01%	32.98%	32.32%	32.00%
归母净利润	1.93	2.84	4.50	7.12

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**投资建议:** 我们选取立讯精密、领益智造、安洁科技作为可比公司。其中立讯精密专注于连接线、连接器的研发、生产和销售, 产品主要应用于 3C(计算机、通讯、消费电子)和汽车、医疗等领域; 领益智造经营范围涵盖上游的材料、中游的精密功能件及结构件到下游的模块、充电器及精品组装, 产品和服务覆盖消费电子市场终端产品及应用的全产业链, 并扩展至新能源汽车、清洁能源、通讯、物联(IoT)等领域; 安洁科技专业为智能手机、台式电脑及笔记本电脑、平板电脑、智能穿戴设备和智能家居产品等中高端消费电子产品和新能源汽车提供精密功能性器件生产和整体解决方案。以上公司业务与恒铭达具有相似性, 因此选为可比公司。

预计公司 2023-2025 年归母净利润为 2.8/4.5/7.1 亿元，当前市值对应 PE 分别为 24.4/15.4/9.7 倍，25 年公司估值低于可比公司估值均值，公司作为客户资源优质的模切业务企业，扩展了数通与新能源业务作为业绩增量，且客户开拓顺利，首次覆盖，给予“买入”评级。

表10: 可比公司估值

公司代码	名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			P/E		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002475.SZ	立讯精密	2196.90	111.81	143.85	179.60	19.65	15.27	12.23
002600.SZ	领益智造	390.36	22.50	28.19	34.96	17.35	13.85	11.17
002635.SZ	安洁科技	95.76	3.57	4.66	6.09	26.79	20.55	15.72
<b>均值</b>						18.50	14.56	11.70
002947.SZ	恒铭达	69.33	2.84	4.50	7.12	24.39	15.39	9.74

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 立讯精密、领益智造、安洁科技数据均来自 Wind 一致预期, 截至 2024 年 1 月 15 日收盘价

## 5. 风险提示

**消费电子景气度复苏不及预期风险：**若消费电子景气度复苏不及预期，则公司模切业务会受到不利影响。

**产能扩张进度不及预期风险：**如果公司产能释放进度不及预期，则会对公司营收增长造成不利影响。

**客户开拓进度不及预期风险：**若公司客户开拓进度不及预期，则会对公司营收造成不利影响。

恒铭达三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>1,907</b>	<b>2,129</b>	<b>4,014</b>	<b>5,257</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,548</b>	<b>1,910</b>	<b>3,140</b>	<b>4,890</b>
货币资金及交易性金融资产	572	605	1,696	1,807	营业成本(含金融类)	1,068	1,280	2,125	3,325
经营性应收款项	752	924	1,520	2,367	税金及附加	8	10	17	26
存货	288	301	490	763	销售费用	45	53	88	137
合同资产	0	0	0	0	管理费用	127	157	257	401
其他流动资产	294	300	308	320	研发费用	71	94	151	235
<b>非流动资产</b>	<b>584</b>	<b>718</b>	<b>847</b>	<b>971</b>	财务费用	(33)	(5)	(5)	(22)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	3	4	6	10
固定资产及使用权资产	345	426	507	584	投资净收益	16	34	47	75
在建工程	63	87	113	139	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	72	89	106	120	减值损失	(55)	(30)	(35)	(42)
商誉	74	86	92	99	资产处置收益	6	4	8	13
长期待摊费用	9	9	9	9	<b>营业利润</b>	<b>232</b>	<b>333</b>	<b>533</b>	<b>843</b>
其他非流动资产	21	20	20	20	营业外净收支	(3)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2,490</b>	<b>2,847</b>	<b>4,861</b>	<b>6,228</b>	<b>利润总额</b>	<b>230</b>	<b>333</b>	<b>533</b>	<b>843</b>
<b>流动负债</b>	<b>555</b>	<b>704</b>	<b>1,323</b>	<b>2,028</b>	减:所得税	37	53	85	135
短期借款及一年内到期的非流动负债	19	11	12	13	<b>净利润</b>	<b>193</b>	<b>279</b>	<b>448</b>	<b>708</b>
经营性应付款项	418	562	1,095	1,673	减:少数股东损益	0	(5)	(2)	(4)
合同负债	0	1	2	3	<b>归属母公司净利润</b>	<b>193</b>	<b>284</b>	<b>450</b>	<b>712</b>
其他流动负债	118	131	214	340	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.84	1.23	1.96	3.09
非流动负债	70	53	53	53	EBIT	177	328	528	821
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	256	359	563	858
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.01	32.98	32.32	32.00
租赁负债	51	51	51	51	归母净利率(%)	12.47	14.88	14.34	14.56
其他非流动负债	19	2	2	2	收入增长率(%)	36.95	23.40	64.40	55.73
<b>负债合计</b>	<b>625</b>	<b>758</b>	<b>1,376</b>	<b>2,081</b>	归母净利润增长率(%)	517.43	47.24	58.45	58.06
归属母公司股东权益	1,853	2,082	3,480	4,146					
少数股东权益	12	7	5	1					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,865</b>	<b>2,089</b>	<b>3,485</b>	<b>4,147</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,490</b>	<b>2,847</b>	<b>4,861</b>	<b>6,228</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	103	223	252	229	每股净资产(元)	8.05	9.05	15.12	18.01
投资活动现金流	(129)	(128)	(109)	(73)	最新发行在外股份(百万股)	230	230	230	230
筹资活动现金流	(58)	(63)	948	(45)	ROIC(%)	8.08	13.48	15.57	17.78
现金净增加额	(72)	32	1,092	111	ROE-摊薄(%)	10.41	13.65	12.94	17.17
折旧和摊销	79	31	34	37	资产负债率(%)	25.10	26.61	28.31	33.42
资本开支	(111)	(162)	(156)	(148)	P/E(现价&最新股本摊薄)	35.91	24.39	15.39	9.74
营运资本变动	(188)	(63)	(210)	(471)	P/B(现价)	3.74	3.33	1.99	1.67

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>