

恒铭达（002947.SZ）

2026 年 07 月 10 日

精密制造主业稳固，AI 算力多点布局打造新增长极

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（维持）

陈蓉芳（分析师）

张威震（分析师）

chenrongfang@kysec.cn

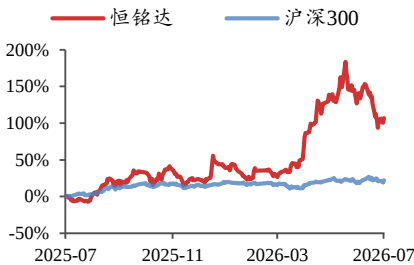
zhangweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524120002

证书编号：S0790525020002

日期	2026/7/9
当前股价(元)	74.28
一年最高最低(元)	105.00/33.20
总市值(亿元)	190.31
流通市值(亿元)	147.30
总股本(亿股)	2.56
流通股本(亿股)	1.98
近 3 个月换手率(%)	427.22

股价走势图



数据来源：聚源

● **精密制造优质企业，AI 终端+算力双轮驱动，首次覆盖，给予“买入”评级**

恒铭达作为优秀的精密结构件制造企业，以消费电子精密柔性结构件为基本盘，构建服务器与新能源精密金属结构件的多维业务矩阵。随着产品结构优化与产能逐渐落地，公司 2025 年实现营收 28.58 亿元（同比+14.9%），归母净利润达 5.32 亿元（同比+16.4%），整体盈利能力稳健向好。我们认为，未来依托在消费电子大客户的稳固基本盘，以及服务器精密结构件及液冷散热零组件的深化布局，并通过参股远山新材料切入氮化镓产业链及 AI 服务器电源赛道，公司有望打开长期增长空间。我们预计公司 2026/2027/2028 年归母净利润为 7.25 亿元/9.31 亿元/11.94 亿元，EPS 为 2.83 元/3.63 元/4.66 元，当前股价对应 PE 为 26.3 倍/20.4 倍/15.9 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● **智能终端形态升级，精密制造工艺筑牢壁垒，结构件量价齐升驱动成长**

公司消费电子基本盘稳固，深度受益于终端的形态升级与 AI 硬件的加速渗透。在全球智能手机高端化、折叠屏创新趋势，以及 AIPC 与 AI 智能眼镜等多品类穿戴设备规模放量的多重催化下，终端对散热、屏蔽及轻薄化结构件的单机价值量及需求大幅提升。公司掌握精密模切、多层复合材料等关键技术，打造“结构+功能”一体化量产能力，已深度卡位苹果、华为、小米等头部终端大厂供应链，有望充分把握 AI 端侧硬件迭代带来的长期确定性增量。

● **算力架构加速迭代，参股切入服务器电源赛道，产能逐步释放打开增长空间**

数通与算力领域，国产算力架构向“超节点”加速演进，驱动 AI 服务器机柜及液冷散热零组件价值量倍增。公司并购华阳通深度绑定华为，受益算力基建红利。2026 年，参股远山布局 GaN 产品，拓展 AI 服务器电源新赛道。未来依托上游 GaN 器件与华阳通精密制造的协同优势，公司有望向 AI 服务器功率模组等高附加值环节延伸，并在海内外头部大厂加速导入。叠加惠州等基地高端产能释放，公司的大规模交付能力将得到全面保障，进一步夯实第二增长曲线。

● **风险提示：**市场竞争加剧风险；下游需求复苏不及预期；客户集中度过高风险；新业务放量不及预期风险。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,486	2,858	4,500	6,047	9,274
YOY(%)	36.7	14.9	57.5	34.4	53.4
归母净利润(百万元)	457	532	725	931	1,194
YOY(%)	62.4	16.4	36.3	28.4	28.2
毛利率(%)	32.5	32.0	30.5	28.8	26.3
净利率(%)	18.4	18.6	16.1	15.4	12.9
ROE(%)	14.4	17.1	19.5	20.6	21.4
EPS(摊薄/元)	1.78	2.08	2.83	3.63	4.66
P/E(倍)	41.7	35.8	26.3	20.4	15.9
P/B(倍)	6.0	6.1	5.1	4.2	3.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 恒铭达：精密结构件优质企业，多元拓局重构价值生态	4
1.1、 公司概况：精密结构件优质企业，股权激励彰显发展信心	4
1.2、 主营业务：筑牢消费电子基本盘，开拓通信与新能源第二曲线	6
1.3、 财务表现：营收净利稳健双增，经营现金流充沛助力未来成长	8
2、 消费电子：终端形态升级催生增量，核心工艺绑定大客户	11
2.1、 AI 端创新加速渗透，结构升级打开增量空间	11
2.1.1、 手机：折叠屏/高端化带来结构性机遇，精密件单机价值量提升	11
2.1.2、 PC：Agent AI 加速渗透，驱动 PC 产业链量价齐升	13
2.1.3、 智能穿戴：AI 眼镜跨越拐点，多场景应用打开成长空间	16
2.2、 核心工艺筑牢壁垒，精密矩阵卡位头部大厂	17
3、 AI 服务器：超节点驱动结构件升级，GaN 切入电源新赛道	19
3.1、 国产算力架构加速迭代，超节点驱动服务器价值量增长	19
3.2、 外延收购布局通信/数控赛道，产能释放助力交付能力提升	21
3.3、 参股第三代半导体材料公司，AI 服务器电源赛道铸造未来空间	23
3.3.1、 参股远山新材料布局 GaN，切入服务器电源赛道	23
3.3.2、 顺应 AI 数据中心架构升级，AI 服务器电源打造新增长曲线	23
4、 新能源：储能装机高速增长，定制化能力绑定优质客户	25
5、 盈利预测与投资建议	26
5.1、 关键假设与盈利预测	26
5.2、 估值评级与投资建议	27
6、 风险提示	28
附：财务预测摘要	29

图表目录

图 1： 恒铭达从消费电子精加工公司逐步成长为全球精密结构件加工龙头	4
图 2： 公司股权结构稳定	5
图 3： 公司业务涵盖消费电子、通信、新能源三大板块	7
图 4： 2016-2025 年恒铭达营业收入持续增长	8
图 5： 2025 年恒铭达归母净利润达 5.32 亿元	8
图 6： 2022 年以来，恒铭达利润率稳步回升	9
图 7： 公司 ROE 修复，2025 年达到 17.02%	9
图 8： 2021-2025 年，公司费用率管控良好	9
图 9： 2025 年恒铭达经营性现金流高增至 6.87 亿元	9
图 10： 2025 年公司存货周转率达到 6.91 次	10
图 11： 2025 年公司消费电子业务收入占比达到 83.81%	10
图 12： 公司消费电子与通信机柜业务收入稳步增长	10
图 13： 2022-2025 年通信机柜业务毛利率整体攀升	10
图 14： 2022-2025 年公司外销收入占比超 6 成	11
图 15： 公司外销毛利率略高于整体毛利率水平	11
图 16： 全球智能手机出货量整体稳定	11
图 17： 苹果出货量创 2021 年以来第四季度最佳业绩	11
图 18： 2024-2029 年全球智能手机 ASP CAGR 为 2.91%，高端化驱动智能手机单机 ASP 迅速提升	12

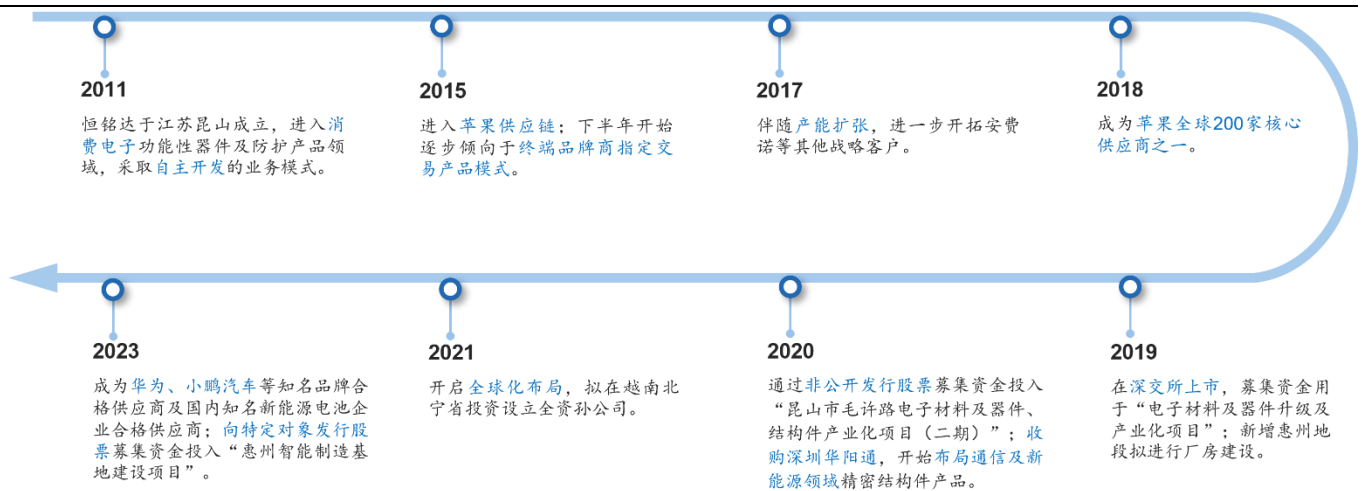
图 19: 苹果首款折叠屏 iPhone 进展持续推进	12
图 20: 2025Q4 全球 PC 出货量同比增长 10.89%	13
图 21: 2025 年 AI PC 渗透率达到 31%	13
图 24: 量: 低代码催生 Agent 生态, 驱动换机潮	15
图 25: Agent 支持多渠道发布与跨终端部署	15
图 26: 通过 API 与连接器打通 CRM、社交平台及企业系统, Agent 逐步成为统一交互入口	15
图 27: 2025 年全球智能眼镜出货量达 1477.3 万台	16
图 28: 2025Q4 全国智能眼镜出货同比+57.1%	16
图 29: 2030 年全球智能穿戴设备出货量预计将达到 6.90 亿台	17
图 30: 2010-2025 年主流 AI 模型算力需求急速增长	19
图 31: 2026 年全球 AI 服务器出货预计同比增长 28.3%	19
图 32: 超节点架构推动 Scale-Up 与 Scale-Out 网络的融合	20
图 33: CloudMatrix384 可提供 300 个 PFLOPs 的高密度 BF16 计算, 几乎为 GB200NVL72 的两倍	21
图 34: 公司布局通信网络、传输网络等多领域通信精密金属结构件产品	21
图 35: 公司已正式进入英伟达服务器机架及液冷供应链。	22
图 36: 2030 年 GaN 市场规模预计升至 22.35 亿美元	23
图 37: 2026 年 GaN 产能稼动率预计达到 61%	23
图 38: 2030 年 800VDC 渗透率预计达到 78%	24
图 39: HVDC 架构相比传统供电架构更加简化、高效	24
图 40: 2021 年以来, 全球 BEV 销量增速稳健上升	25
图 41: 国内外电力累计储能装机规模稳健提升	25
 表 1: 公司管理层经验丰富	5
表 2: 2025-2029 年企业级 Agent AI 渗透率逐步提升	14
表 3: 公司精密柔性结构件产品已覆盖智能手机、AIPC 及 VR/AR 等消费电子终端	17
表 4: 华为推出的超节点架构正完成从“服务器级”向“超节点级”的跨越	20
表 5: 氮化镓在三级电压转换中起到关键作用	24
表 6: 我们预计恒铭达 2026-2028 年收入分别为 45.00/60.47/92.74 亿元	26
表 7: 恒铭达当前估值明显低于可比公司平均水平	27

1、恒铭达：精密结构件优质企业，多元拓局重构价值生态

1.1、公司概况：精密结构件优质企业，股权激励彰显发展信心

恒铭达成立于 2011 年，注册地位于江苏昆山，主要从事消费电子功能性器件、消费电子防护产品及精密结构件的研发、生产与销售。凭借精密模切、全制程自动化、精密焊接等核心工艺，公司经多年深耕，业务板块已从消费电子拓展至通信及新能源等领域，客户群体涵盖苹果、华为、小米、谷歌等知名消费电子产品终端品牌商，及富士康海内外等制造服务商和组件生产商，现已成为全球优秀的精密结构件智能制造解决方案服务商。

图1：恒铭达从消费电子精加工公司逐步成长为全球精密结构件加工龙头



资料来源：公司官网、公司年报、公司招股说明书、公司公告、公司 2023 年募集说明书、开源证券研究所

纵观公司发展历程，可简要划分为初创期、发展期、多元化扩张期这三个阶段：

(1) 初创期（2011 年-2015 年）：深耕消费电子功能件等领域，奠定业务根基。
公司创立初期采取自主开发的业务模式，主要为各大电子元器件客户提供消费电子功能性器件及消费电子防护产品，完成早期的技术沉淀与客户积累。

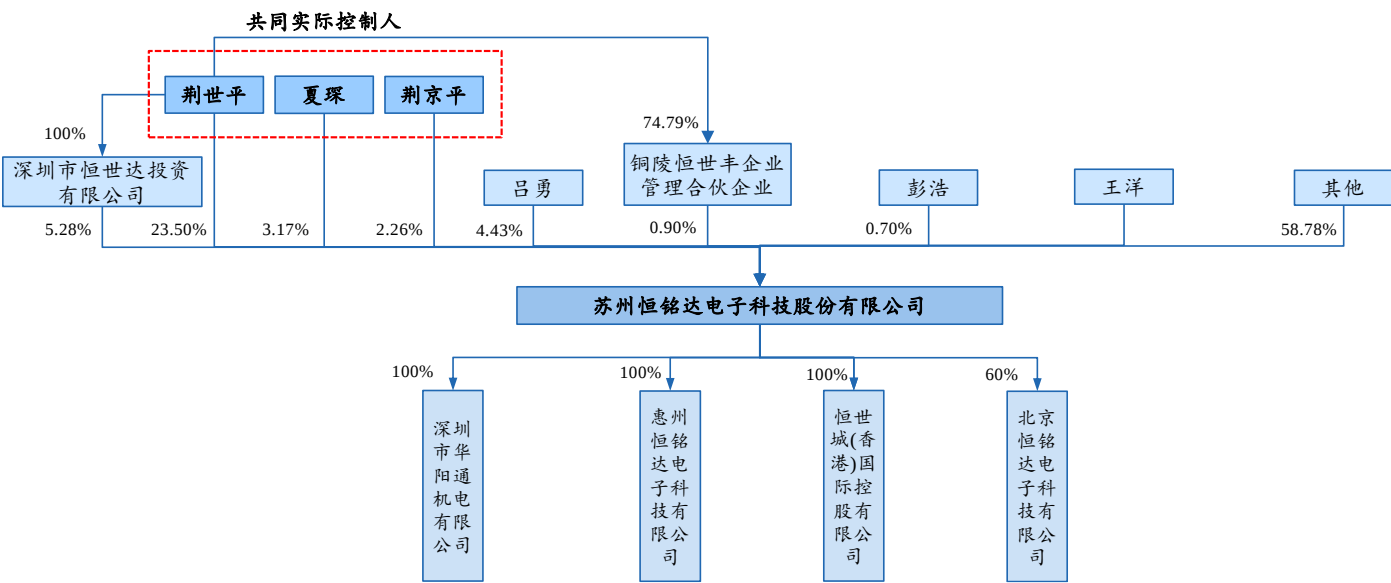
(2) 发展期（2015 年-2018 年）：转变业务模式重心，持续扩展客户版图。 2015 年下半年起，公司逐步倾向于高毛利与高工艺的终端品牌商指定交易产品模式，形成自主开发和终端品牌指定交易相结合的业务模式，深度绑定富士康、和硕、广达等台企代工厂。2017 年，公司产能有序扩张，顺利开拓安费诺等战略客户，进一步拓展消费电子功能性器件市场。2018 年，公司成为苹果全球 200 家核心供应商之一，并取得谷歌的合格供应商资格，全面打开国际知名品牌客户版图。

(3) 多元化扩张期（2019-至今）：横向拓展通信与新能源高增长赛道，打造业务新增长极。 ①2019 年 2 月，公司于深交所主板上市，募集资金用于“电子材料及器件升级及产业化项目”；同年 8 月，新增惠州地段拟进行厂房建设。②2020 年 8 月，为通过定增紧抓 5G 与 TWS 产业红利；同年 9 月战略收购深圳华阳通，强势切入通信数通机柜与新能源结构件赛道。③2021 年，公司在越南设立全资孙公司，启动全球化产能出海。④2023 年上半年，成功导入华为、小鹏汽车及国内头部电池厂等标杆客户，并于同年 12 月启动定增投建惠州智能制造基地，以高端自动化产能全面承接新能源与通信业务的放量需求，打造第二、第三增长曲线。

实控人一致行动，股权结构稳定，员工持股计划彰显未来发展信心。截止 2026 年一季报，公司前十大股东持股比例共计 46.86%，其中，公司董事长荆世平先生直接持有公司 23.5%的股份，与其近亲属夏琛及荆京平等作为公司实控人，共同实施对公司的有效控制。公司实控人为一致行动关系，股权结构较为稳定，有利于经营决策的连续性和公司的长远发展。

2026 年 5 月,公司正式推出新一期股票期权激励计划,拟授予期权 465.75 万份，目前已向 25 名核心对象首予 80%。此外，公司在实施期内的 2022 年限制性股票激励计划，公司当前处于有效期内的激励标的股票总数达 685.81 万股，占股本总额约 2.68%。多期激励计划的实施有望持续激发核心团队的组织活力与凝聚力，同时充分彰显管理层对公司未来高质量发展的信心。

图2：公司股权结构稳定



资料来源：Wind、开源证券研究所 注:股权比例数据截至 2026Q1，控股公司数据截至 2025 年

管理层深耕行业多年，具备丰富行业经验。截至 2026 年 Q1，公司董监高共 14 人，年龄分布从 38 岁到 66 岁。公司董事长荆世平先生，自 2011 年恒铭达创立以来，凭借前瞻性的战略眼光，持续引领公司重大战略方向。董事会及高级管理人员团队大多有过多年电子产业从业经历，具备充足的专业知识和丰富的管理经验，为公司战略决策做出有效支撑。

表1：公司管理层经验丰富

姓名	性别	年龄	职务	简历
荆世平	男	57	董事长	中国国籍，工商管理硕士学位。曾任职于香港大生公司、深圳市宝安区恒铭达包装印刷厂；2011 年 7 月至 2017 年 2 月，负责苏州恒铭达电子科技有限公司战略决策、技术研发及市场开拓等重大经营决策事务；2017 年 2 月至今任公司董事长。
夏琛	女	49	副董事长 副总经理	中国国籍，工商管理硕士学位。曾任职于上海正峰工业有限公司、昆山恒铭达包装材料有限公司；2011 年 7 月任职恒铭达，2023 年 3 月至今任公司董事、副董事长、副总经理。
荆京平	女	59	副董事长 副总经理	中国国籍，博士学历。2014 年 7 月至今任惠州恒铭达执行董事、总经理；2017 年 2 月任职恒铭达，2023 年 3 月至今任公司董事、副董事长、副总经理。
荆天平	男	55	董事 总经理	中国国籍，工商管理硕士学历。2003 年、2017 年先后任职昆山恒铭达包装材料有限公司董事、执行董事；2011 年 7 月至今任恒铭达董事、总经理。

姓名	性别	年龄	职务	简历
齐军	男	46	董事 副总经理	中国国籍，专科学历。曾任职于富士康（昆山）电脑接插件有限公司、昆山博美柯供应链有限公司；2012年2月任职恒铭达，2017年2月至今任公司董事、副总经理。
朱小华	女	49	董事	中国国籍，本科学历。曾任职于富士康（昆山）电脑接插件有限公司；2014年8月任职恒铭达，2017年2月至今任公司董事。
黄蓉	女	56	职工董事	中国国籍，本科学历。曾任职于中国有色金属进出口公司、太保寿险、中国人寿及阳光人寿保险股份有限公司；2025年10月任职于恒铭达，2025年12月至今任公司职工董事。
何蔚宏	女	58	独立董事	中国国籍，毕业于同济大学建筑工程系土建结构工程专业，国家一级建造师，获剑桥中国信息学院工商管理高级证书。曾任职于上海轮胎橡胶集团股份有限公司、喜利得（中国）有限公司、上海加固行工程技术有限公司等公司；2023年3月至今任恒铭达独立董事。
毛基业	男	63	独立董事	加拿大国籍，中国人民大学工程学士，加拿大麦吉尔大学工商管理硕士，加拿大不列颠哥伦比亚大学博士，上海科技大学创业与管理学院院长、特聘教授；2022年8月至今任恒铭达独立董事。
胡建华	男	66	独立董事	中国国籍，博士学历。1983年7月至今任职复旦大学，历任科技处副处长、技术转移中心主任，现任复旦大学教授、博士生导师、张江研究院常务副院长；2026年3月至今任恒铭达独立董事。
郑凯	男	47	独立董事	中国国籍，南开大学会计学博士，华东理工大学社会学博士后，中国注册会计师。2017年至今，历任华东理工大学商学院会计系副教授，硕士生导师/博士生联合导师，华东理工大学专业学位教育管理中心主任；2024年9月至今任恒铭达独立董事。
荆江	男	49	副总经理	中国国籍，工商管理硕士。曾任职于淮安世昌达科技印刷有限公司、恒铭达包装材料（深圳）有限公司、昆山市中科研发中心有限公司；2011年7月任职恒铭达，2017年2月至今任公司副总经理。
吴之星	男	49	财务负责人	中国国籍，本科学历，注册会计师，注册税务师。曾任职于山东双力集团股份有限公司、大信会计师事务所、苏州欣雅思信息科技有限公司；2018年5月任职于恒铭达，2020年2月至今任公司财务负责人。
王宁丹	男	38	董事会秘书	中国国籍，硕士学历，毕业于北京大学。曾任职于北京大学金融校友联合会、浙商证券股份有限公司、共青城华建函数私募基金管理有限公司；2025年10月至今任职于公司证券部。

资料来源：iFinD、Wind、公司年报、开源证券研究所

1.2、主营业务：筑牢消费电子基本盘，开拓通信与新能源第二曲线

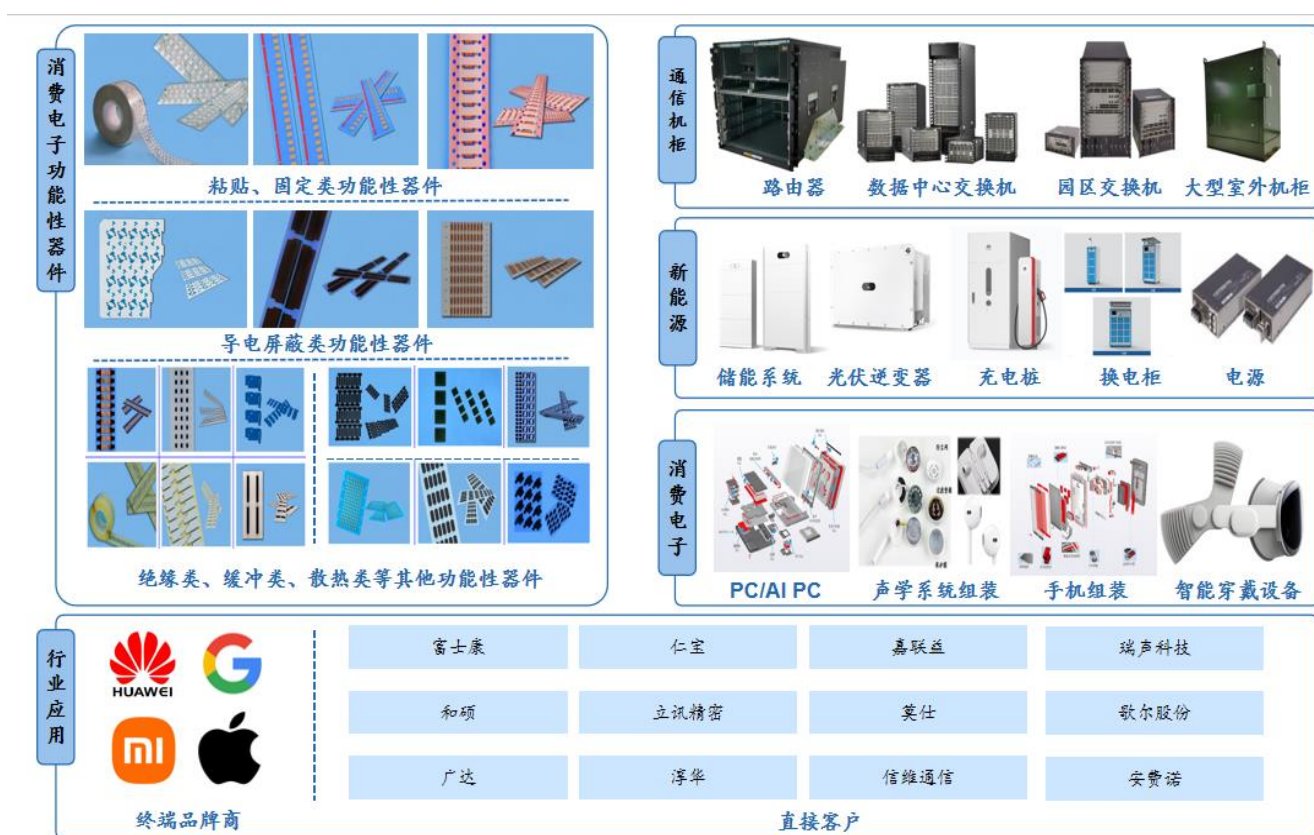
公司以消费电子业务为核心，打造通信机柜、新能源多重成长曲线。公司在精密制造领域深耕多年，主营业务产品精密结构件及功能性器件可广泛应用于消费电子、通信及新能源等三大领域终端设备中。依托持续的研发投入、深厚的技术积淀及创新工艺能力，公司构建起差异化竞争壁垒，并与多家国内外终端客户保持着长期稳定的合作关系。截至2025年末，公司已建成多区域产能协作网络，在昆山、惠州等均布局生产基地，能够根据客户需求灵活调整生产节奏，同时在越南布局生产基地，持续提升海外本土化服务能力。

(1)消费电子业务:主要产品为精密柔性结构件,产品全面覆盖智能手机、AIPC、笔记本电脑及VR/AR智能穿戴设备等智能终端设备，形成完整的产品应用矩阵，并切入苹果、华为、小米、谷歌等头部品牌。在工艺端，公司掌握精密模切、多层复合材料等关键技术；在智能制造上，公司构建自动化设备集群协同、机器视觉实时补偿、自主研发智能AOI检测的闭环体系，能够通过深度学习算法精准识别微细缺陷，保障产品良率。2025年，公司高贴合度曲面屏OCA光学胶制备技术顺利验收，产品透光率达到90%以上、雾度低于1.0%，可适配5mm小曲率曲面屏，突破国际高端曲面屏OCA胶技术垄断。

(2) 通信机柜业务：卡位通信行业上游，主营外部机柜及精密结构件，提供框插配合、电磁屏蔽、散热防护等一体化解决方案。产品作为算力服务器、存储服务器、交换机及路由器等数通设备的核心组件，覆盖通信、传输、接入三大网络层级。依托技术积淀与制造经验，公司已与全球主流通信设备厂商建立战略合作关系，核心产品持续获得行业标杆客户的导入与认可。

(3) 新能源业务：公司主营充电设备及储能系统的精密金属结构件，广泛应用于充电桩、换电柜、光伏逆变器及户用/工商业储能系统。依托既有的精密制造优势，公司新能源客户拓展呈阶梯式放量：2022 年成为华为、小鹏等知名品牌合格供应商；2023 年实现小批量交付；2024 年相关产品全面通过性能验证并顺利量产，成功跻身国内新能源龙头企业核心供应商矩阵。

图3：公司业务涵盖消费电子、通信、新能源三大板块



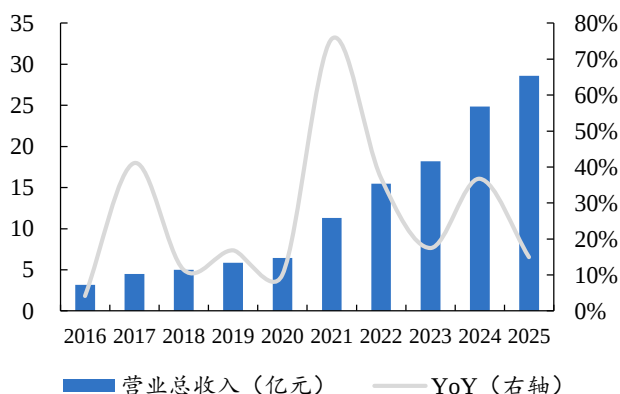
资料来源：公司官网、公司 2023 年募集说明书、公司招股说明书、开源证券研究所

1.3、财务表现：营收净利稳健双增，经营现金流充沛助力未来成长

营业收入稳健增长，归母净利润持续修复回升。2016-2025 年，公司总营收由 3.18 亿元增至 28.58 亿元，CAGR 为 27.61%。其中，2021 年收入增速达到历史峰值，同比增长 75.6%，尽管 2021H1 受原有旧机种部分产品季节性降价以及新产品量产初期阶段影响业绩短期承压，但凭借下半年的产品结构优化与工艺水平升级，实现收入高增；同期归母净利润为 0.31 亿元，同比下降 70.2%，系扩张期研发投入加大与应收账款回款节奏放缓所致。2022 年以来，公司营收与盈利持续双增。2022 年归母净利润为 1.93 亿元，同比增长 517.4%，前期研发与结构优化效果显现。

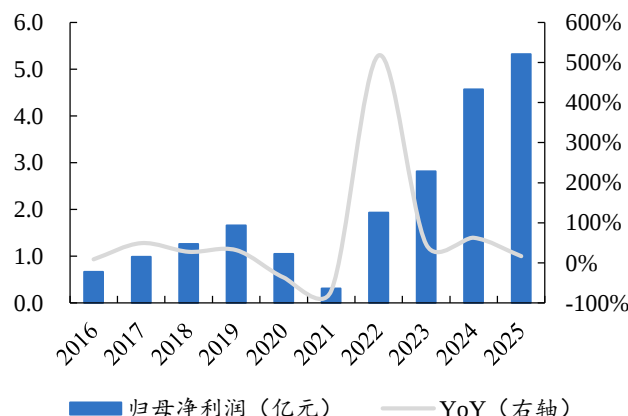
2025 年，公司营业收入 28.58 亿元，同比增长 14.9%，归母净利润达 5.32 亿元，同比增长 16.4%，公司能够紧跟终端技术创新需求完善产品矩阵，持续扩展行业头部客户，产品出货量不断提升。未来，伴随 AI 硬件对隔热散热、电磁屏蔽、柔性轻薄、高精度等方面产品需求提升，公司市场占有率有望进一步扩大。

图4：2016-2025 年恒铭达营业收入持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：恒铭达归母净利润达 5.32 亿元

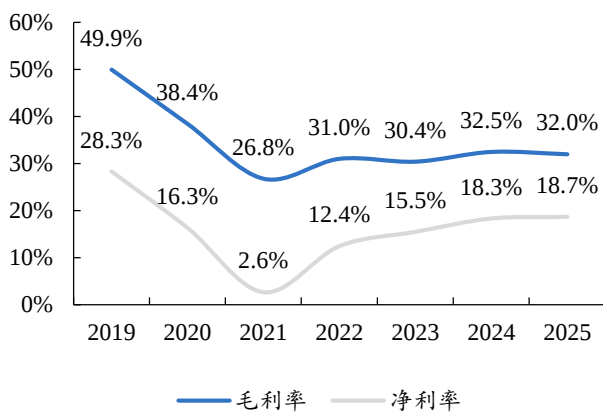


数据来源：Wind、开源证券研究所

毛利率与净利率企稳，ROE 阶段性承压，已修复企稳。2021 年，公司的毛利率/净利率分别为 26.8%/2.60%，均下降至历史最低，主要系股权激励取消产生股份支付，对净利润造成不利影响。2022-2025 年，公司利润率与毛利率企稳回升，2025 年分别为 32.0%/18.7%，同比-0.5pcts/+0.3pcts。ROE 方面，2021 年，公司加权 ROE 下滑至 2.19%，主要原因为存货与应收账款增加，资产周转率降低。2022-2024 年 ROE 持续修复，2025 年 ROE 为 17.02%，同比微降 1.0pcts 但已修复至原有水平，展现出企业优异的盈利能力和运营质量。

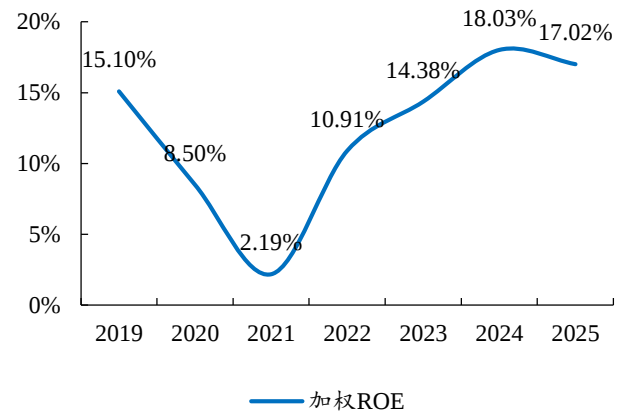
公司费用管控良好，研发费用稳步提升。2019-2021 年，受股份支付、薪酬增加、企业收购等影响，公司管理费用率提升至 13.1%，后续并购费用与股份支付影响消退，管理费用率回归合理区间。2025 年，公司成本控制良好，销售/管理费用率分别为 1.8%/3.4%，同比分别-0.36pcts/-0.59pcts，财务费用率长期波动，系汇率变化频繁所致。研发方面，2025 年，公司加大研发投入，研发支出达到 1.3 亿元，同比增长 16.1%，研发费用率达到 4.6%，同比增长 0.05pcts。

图6：2022 年以来，恒铭达利润率稳步回升



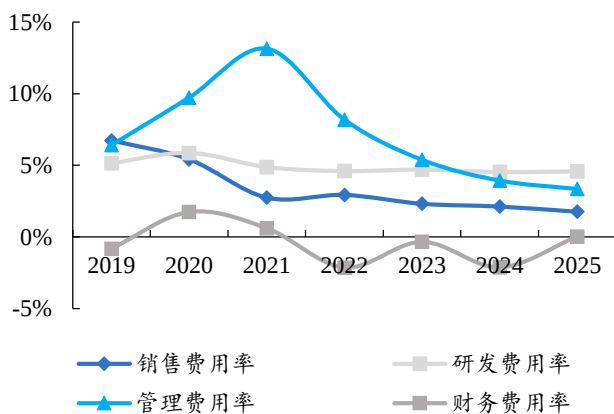
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：公司 ROE 修复，2025 年达到 17.02%



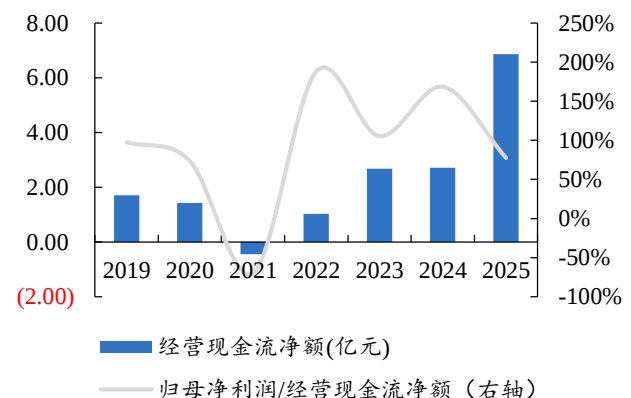
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2021-2025 年，公司费用率管控良好



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2025 年恒铭达经营性现金流高增至 6.87 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

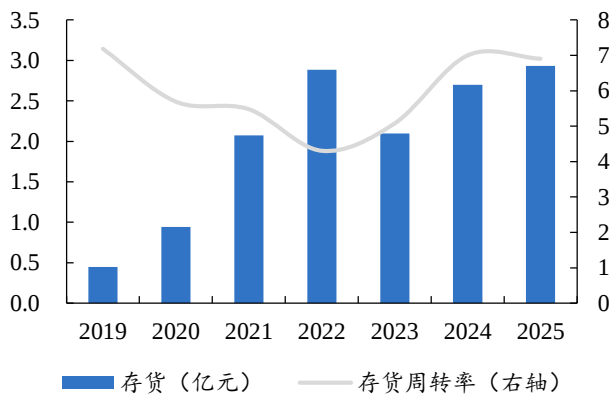
运营能力整体稳固，经营性现金流保持充沛。2021 年，公司经营性现金流为-0.45 亿元，首次降为负值，主要系存货与应收账款高增。2022-2024 年，公司经营性现金流稳步回升至 2.71 亿元，系销售收入增长带来应收款项回款，2025 年经营性现金流高增至 6.87 亿元，同比上升 153.15%，为后续扩产投资与产品矩阵完善提供有力支撑。公司不断加强订单与库存管理、加速应收回款，存货周转率与应收账款周转率均大幅提升，2025 年，得益于资产端良好表现，公司年存货周转率上升至 6.91 次，2025H1，存货占总资产比例环比下降 0.35pcts，全年存货占总资产比例同比下降 0.22pcts。

消费电子业务收入占比超 8 成，通信机柜业务规模稳步扩大。2023 年以来，公司消费电子业务占比保持在 83%以上，毛利率维持在 35%左右，构筑公司业绩核心基本盘；通信机柜业务规模稳步扩大，营收占比维持在 15%左右，2022 年毛利率下滑至 6.8%，系 2022H1 新接订单前期投入的模具费用等在当期费用化，同时子公司更换生产经营地址，导致同时在两地支付租金；截至 2025 年，公司通信机柜业务毛利率已恢复并维持在 15%左右。

2025 年，消费电子业务营收达 23.95 亿元，同比增长 16.30%，毛利率达 35.4%，

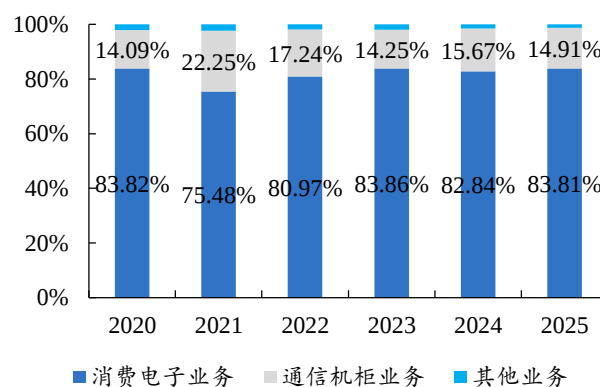
同比略降 0.6pcts，通信机柜业务营收达 4.26 亿元，同比增长 9.38%，毛利率达 14.1%，同比下降 2.3pcts，伴随折叠屏等高端化终端需求与服务器需求高增，公司精密柔性/金属结构件出货量有望进一步提升。

图10：2025 年公司存货周转率达到 6.91 次



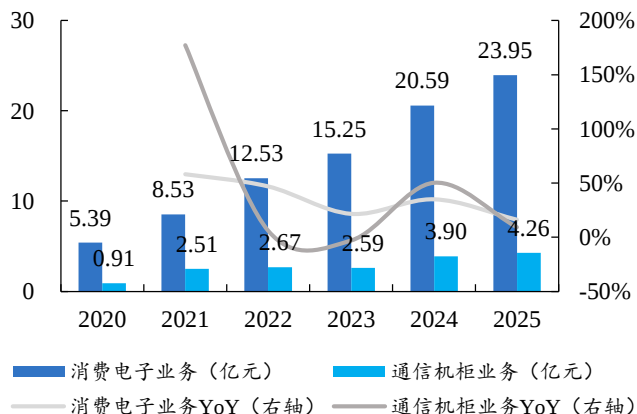
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2025 年公司消费电子业务收入占比达到 83.81%



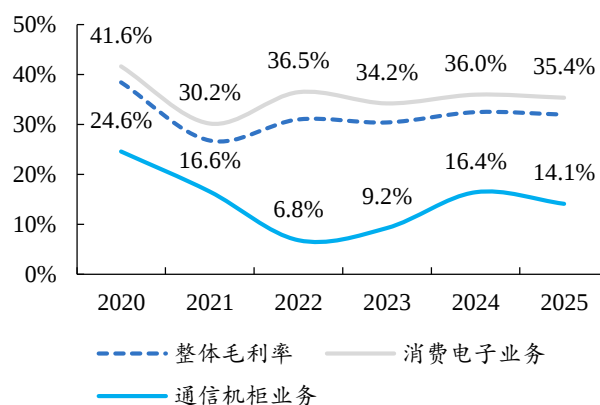
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：公司消费电子与通信机柜业务收入稳步增长



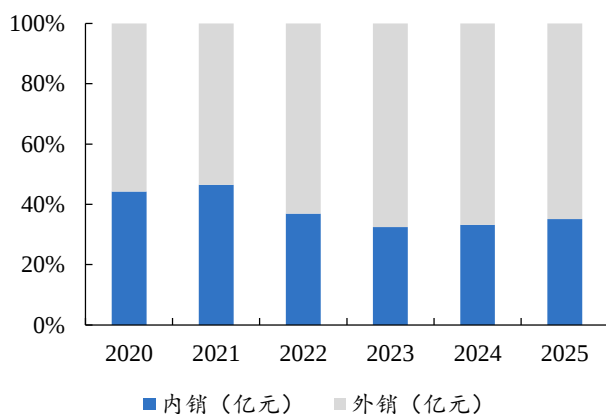
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2022-2025 年通信机柜业务毛利率整体攀升

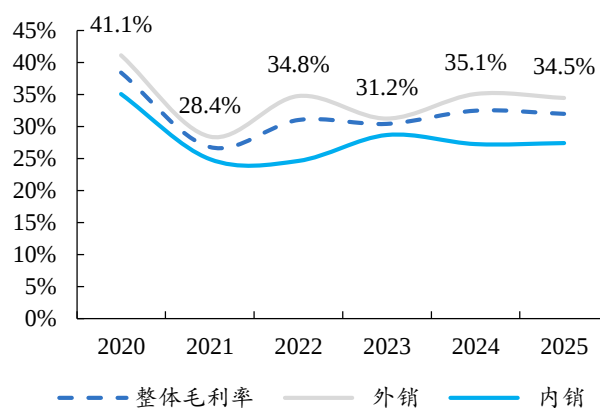


数据来源：Wind、开源证券研究所

外销收入占比持续攀升，带动整体盈利水平上升。分地区营收占比上，2020-2024 年外销收入由 3.59 亿元增长至 16.61 亿元，占比由 55.80%增长至 66.81%，毛利率略高于公司整体水平；2025 年，公司实现外销收入 18.54 亿元，同比增加 11.62%，营收占比 64.88%，同比减少 1.93pcts，毛利率为 34.5%，同比略降 0.6pcts。我们认为，海外数据中心服务器需求与消费电子终端厂商订单或将成为公司未来的业绩增长点。

图14：2022-2025 年公司外销收入占比超 6 成


数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：公司外销毛利率略高于整体毛利率水平


数据来源：Wind、开源证券研究所

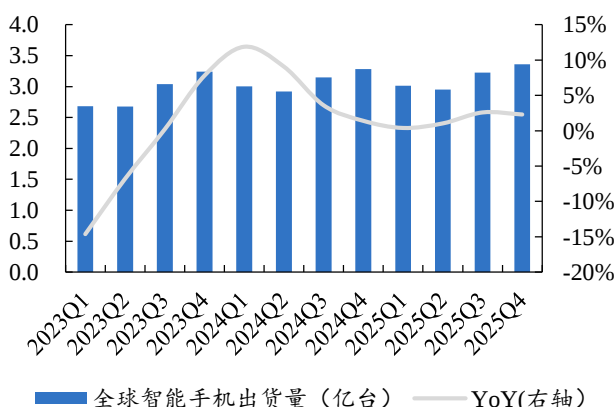
2、消费电子：终端形态升级催生增量，核心工艺绑定大客户

2.1、AI 端创新加速渗透，结构升级打开增量空间

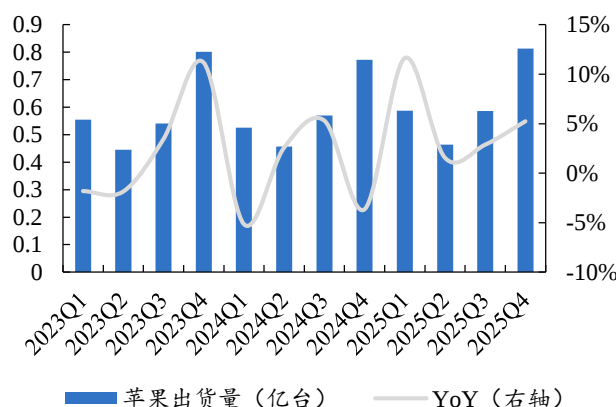
2.1.1、手机：折叠屏/高端化带来结构性机遇，精密件单机价值量提升

全球智能手机市场韧性良好，高端化趋势推升产品溢价。根据 IDC 数据，尽管面临关税波动与供应链扰动，2025 年全球智能手机出货量仍达 12.6 亿台，同比增长 1.9%，整体呈现平稳增长态势。其中，苹果与三星合计市占率达 39%，同比提升 1.8 pct。单季度看，2025Q4 全球出货量为 3.36 亿台，同比增长 2.3%；尽管面临存储短缺影响，但受益于折叠屏等创新形态产品及高端化需求的持续催化，终端市场仍保持旺盛活力。

苹果出货表现稳健，2025Q4 单季业绩再创新高。据 IDC 数据，受益于 iPhone 17 系列的热销驱动，2025 年苹果智能手机出货量达 2.48 亿台，同比增长 6.3%，连续三年稳居全球出货量榜首。单季度看，2025Q4 苹果出货量达 0.81 亿台，同比增长 5.2%，市场份额达 24.2%，同比提升 0.8 pct，市占率重回全球第一，创下自 2021 年以来的最佳四季度出货表现。

图16：全球智能手机出货量整体稳定


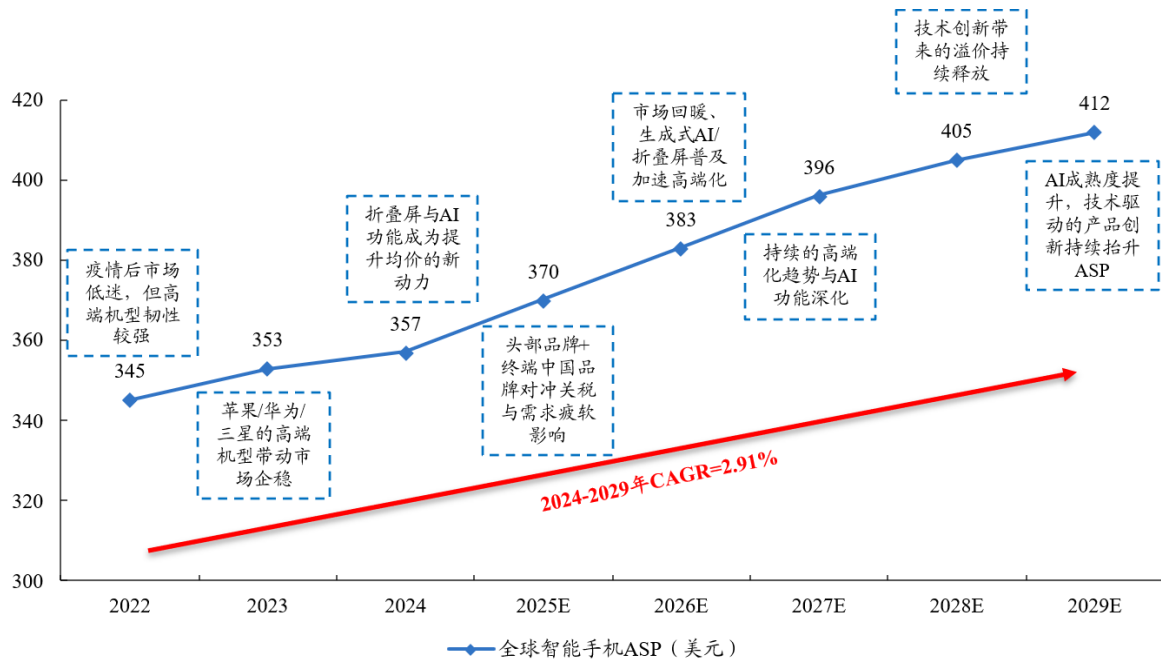
数据来源：IDC、开源证券研究所

图17：苹果出货量创 2021 年以来第四季度最佳业绩


数据来源：IDC、开源证券研究所

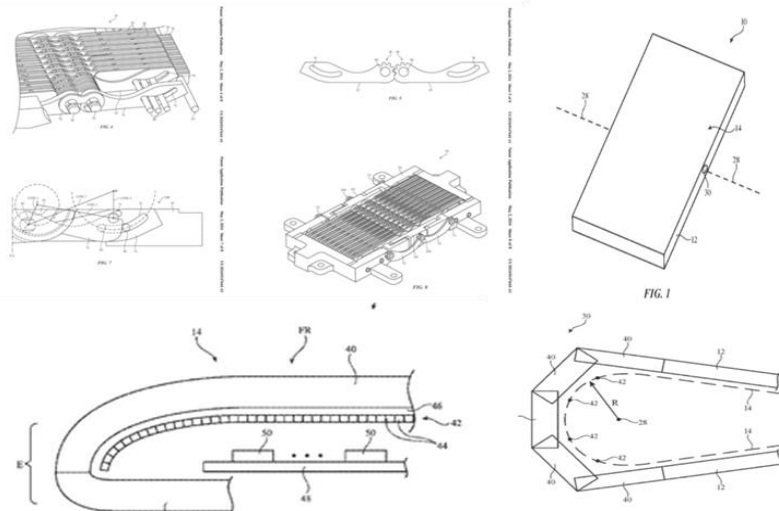
高端化趋势驱动智能手机市场 ASP 增长，精密结构件单机价值量持续提升。从市场整体来看，受到高端化趋势的影响，2022 年以来全球智能手机 ASP 呈现稳步攀升态势。根据 Counterpoint 预测，2024-2029 年全球智能手机 ASP CAGR 为 2.91%，2029 年单机 ASP 将达到 412 美元。苹果作为高端智能手机供应商，2025Q4 单季度 iPhone ASP 首次突破 1000 美元，同比高增 11.5%；其中，iPhone 17 系列等旗舰产品成为拉动苹果 ASP 的核心增长引擎，高端化趋势带来终端需求结构性变革，对精密结构件性能要求提升的同时也推动其价值量不断增长。

图18：2024-2029 年全球智能手机 ASP CAGR 为 2.91%，高端化驱动智能手机单机 ASP 迅速提升



数据来源：Counterpoint、开源证券研究所

图19：苹果首款折叠屏 iPhone 进展持续推进



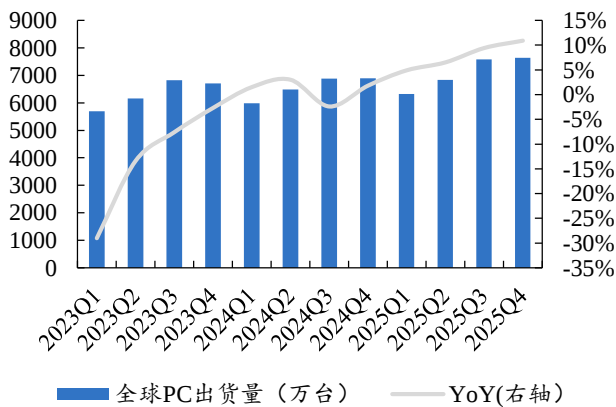
资料来源：USPTO 官网、ifanr 官网

首款折叠屏 iPhone 进展持续推进，柔性精密功能件迎来结构性机遇。2025 年 2 月，苹果在专利 US 12228973 B2 中提出“扩展边缘折叠屏”方案，对材料性能、结构设计及系统适配提出更高要求。我们认为，伴随高端化与折叠屏需求的不断增长，智能手机 ASP 会顺延增长趋势，有望带动包括高端功能件在内的高端智能手机产业链整体量价齐升。

2.1.2、PC：Agent AI 加速渗透，驱动 PC 产业链量价齐升

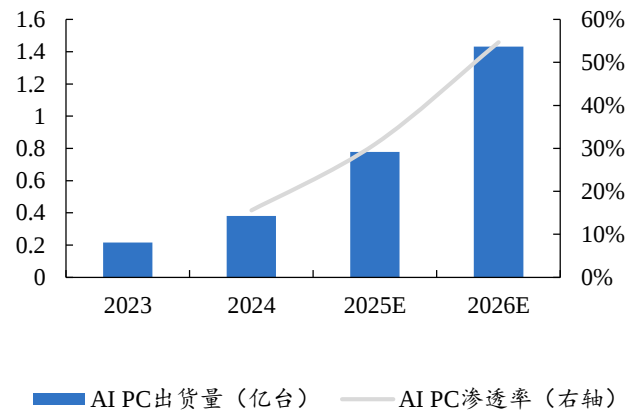
全球 PC 市场稳健增长，系统升级与换机浪潮带来新增量。根据 IDC 数据，受 2023 年出货低基数影响，2024 年季度出货增速有所改善，2025 年全球 PC 市场回暖态势显著，2025Q4 全球 PC 出货量达到 0.76 亿台，同比增长 10.89%，全年 PC 出货量达到 2.84 亿台，同比增长 8.16%，主要受益于 Windows 11 升级与老旧设备换新潮。传统 PC 已进入存量换机与结构升级阶段，市场需求主要靠 AI PC 拉动，根据 Gartner 数据，2025 年全球 AI PC 渗透率达到 31%，预计 2026 年 AI PC 渗透率将超过 50%，AI PC 放量不仅重塑整机市场格局，更驱动上游精密结构件迎来量价齐升的新机遇，为消费电子市场打开全新增长空间。

图20：2025Q4 全球 PC 出货量同比增长 10.89%



数据来源：IDC、开源证券研究所

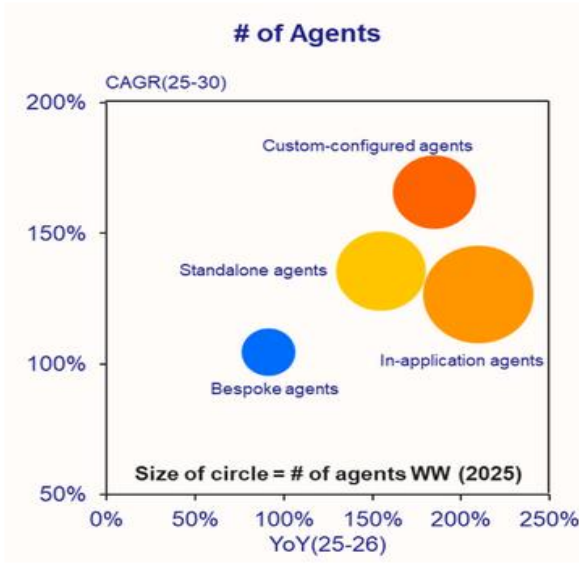
图21：2025 年 AI PC 渗透率达到 31%



数据来源：Gartner、开源证券研究所

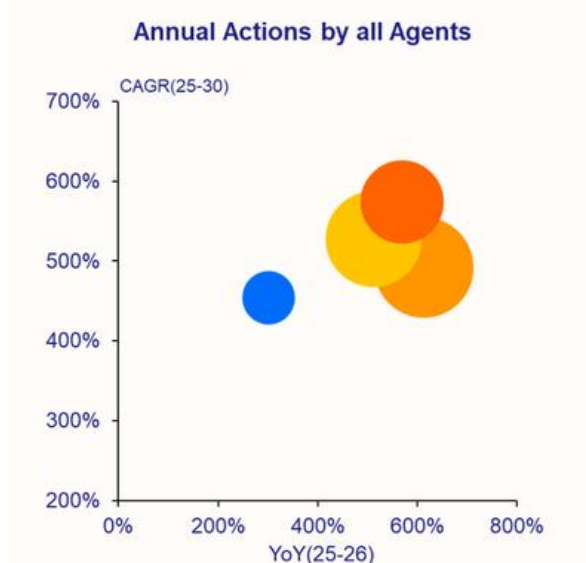
头部 Agent AI 规模化部署提速，“Agent 生态系统”加速落地。当前，Agent AI 正逐步从单点试水迈向规模化应用，企业端渗透率快速提升。根据 IDC 预测，2027 年全球头部企业的 Agent AI 使用量将较 2025 年增长 10 倍；至 2029 年，全球活跃 Agent 数量有望突破 10 亿，达到 2025 年的近 40 倍。在整体规模扩张的同时，涵盖企业定制型、独立型、应用内嵌型及低/无代码配置型等多元品类的 Agent 生态系统正加速成型。各细分品类均展现出短期高增长与长期增长韧性，据 IDC 预计，2025-2030 年间各类型 Agent AI 数量的 CAGR 均超过 100%，其中 2026 年同比增速均超 50%；其年操作次数的 CAGR 更是超过 400%，2026 年同比增速预计达 200% 以上。

图22：2025-2023 年 Agent AI 数量 CAGR 超过 100%



资料来源：IDC

图23：2025-2030 年 Agent 操作次数 CAGR 超过 400%



资料来源：IDC

Agent 已从 Copilot 式辅助升级为端到端任务执行, Agent AI 渗透率进一步提升。根据 Gartner 预测, 2026 年, 与特定任务专用 Agent AI 实现集成的企业应用占比将达到 40%, 同比大幅提升 35pcts 以上; 2027 年, 超过 30% 的 Agent AI 可以进行不同技能的代理, 在企业应用和数据环境中完成复杂的任务; 2028 年, Agent AI 生态系统能够在多个应用程序与业务功能间进行动态协助, 用户无需与每个应用程序单独交互即可实现操作目标; 2029 年, 50% 以上的相关从业者能够与 Agent AI 合作、管理或创建 Agent AI, 以满足复杂任务的需求。随着数字化转型不断加速, 企业应用中的 Agent AI 或将超越个人生产力, 通过更智能的人工交互为团队合作和 workflows 降本增效。

表2：2025-2029 年企业级 Agent AI 渗透率逐步提升

时间	阶段名称	核心特征
2025 年	应用内置 AI 助手	大多数企业应用嵌入 AI 助手 (Agentic AI 的前身), 以“对话辅助”为主, 相关应用如 Copilot/ChatGPT 插件
2026 年	任务专用型 Agent 应用	企业应用为每个场景集成专属 Agent AI, 相关应用如 ClaudeCode/Copilot/Workspace 等编程类 Agent
2027 年	应用内协作式 Agent AI	多个单技能 AI Agent 在同一应用内协作, 完成复杂任务, 如 CRM 中销售、数据、客服 Agent 自动协同处理客户全流程
2028 年	跨应用 Agent AI 生态	多应用间的 Agent 可跨 CRM、ERP、办公系统自动流转数据完成流程
2029 年	企业应用“新常态”	用户可按需创建 Agent AI, 人机协同成为主流工作模式, 人人都可以快速搭建专属 Agent, Agent AI 成为企业的基础能力

资料来源：Gartner、开源证券研究所

AI Agent 打通端侧交互闭环, 量价齐升打开 AI PC 未来增长空间。伴随大模型能力向终端迁移, 具备本地 Tool Calling 的 AI Agent 正成为产业主流, 并逐步构建起“终端入口—Agent 编排中枢—大模型—数据系统”的分层协同架构。

从渗透率来看, Agent 的开发与部署正全面平台化、低代码化, 部署门槛的降低促使 AI Agent 生态快速繁荣。这种跨系统、端到端的软件生态快速演进, 使 AI 真正升级为任务执行智能体, 成为催生 PC 端换机需求的核心引擎。

从应用形态与硬件壁垒来看，为满足多步骤任务执行中的数据隐私与安全要求，Agent 需要高频调取并操作本地软件与应用上下文，这种“本地优先”的实时交互对 PC 端侧的低延迟响应提出更高要求。深入其底层架构，复杂的任务调度、语义索引与本地工具执行（Claws），彻底打破了传统纯云端推理的性能瓶颈，迫使 PC 终端在内存容量、异构算力及精密散热等核心组件上进行全面升维。

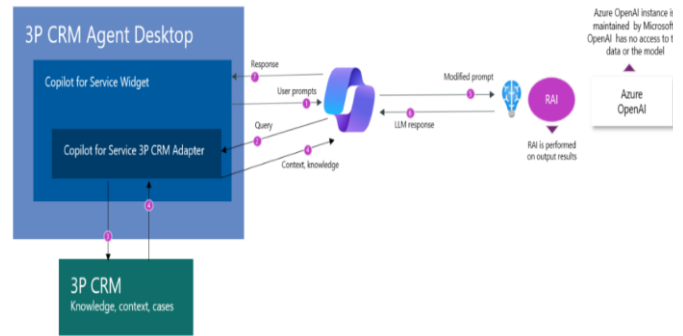
我们认为，硬件规格的全面升维，推升 AI PC 的单机价值量，实现产业链的“价”升。在软件生态扩容促“量”与硬件规格迭代促“价”的双重驱动下，AI PC 产业链正步入高确定性的上行通道。

图24：量：低代码催生 Agent 生态，驱动换机潮



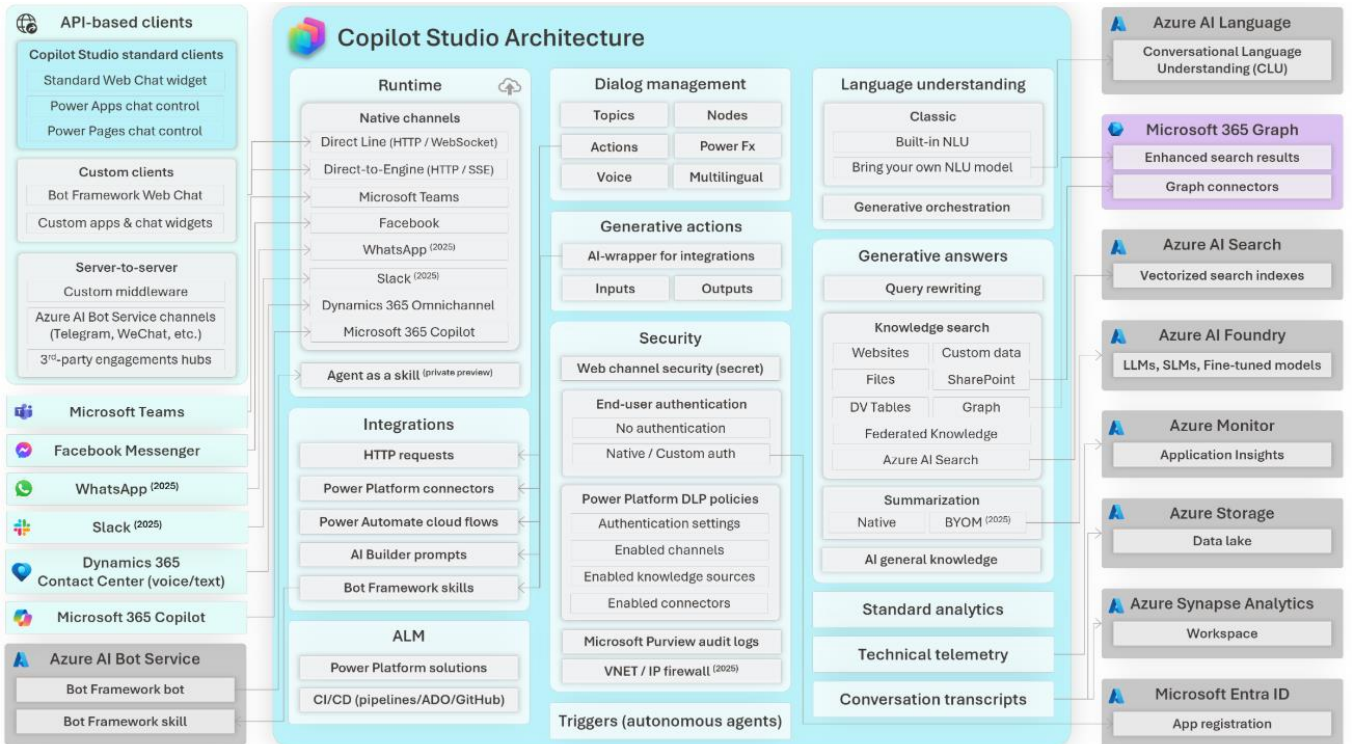
资料来源：Microsoft 官网

图25：Agent 支持多渠道发布与跨终端部署



资料来源：Microsoft 官网

图26：通过 API 与连接器打通 CRM、社交平台及企业系统，Agent 逐步成为统一交互入口



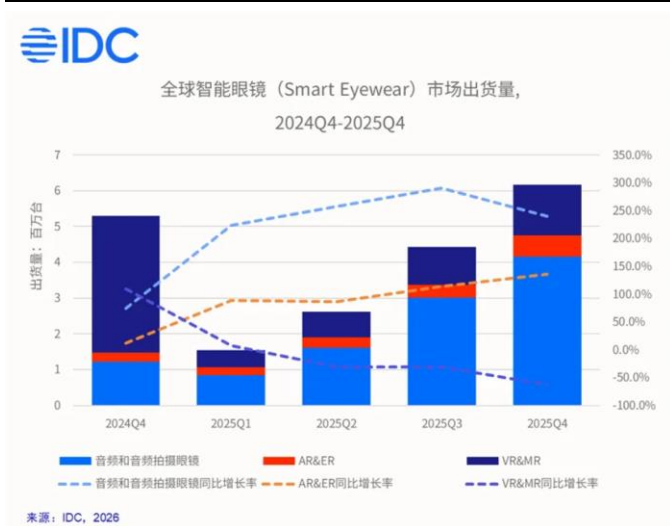
资料来源：Microsoft 官网

2.1.3、智能穿戴：AI 眼镜跨越拐点，多场景应用打开成长空间

硬件迭代与 AI 赋能共振，智能眼镜跨越体验拐点。当前主流智能眼镜产品重量已控制在 40-50 克区间，佩戴体验接近传统眼镜；同时，光学方案持续突破与 AI 大模型的深度接入，用户接受度得到明显提升，正共同驱动智能眼镜市场从前期的概念预热，加速迈向实质性的规模放量阶段。

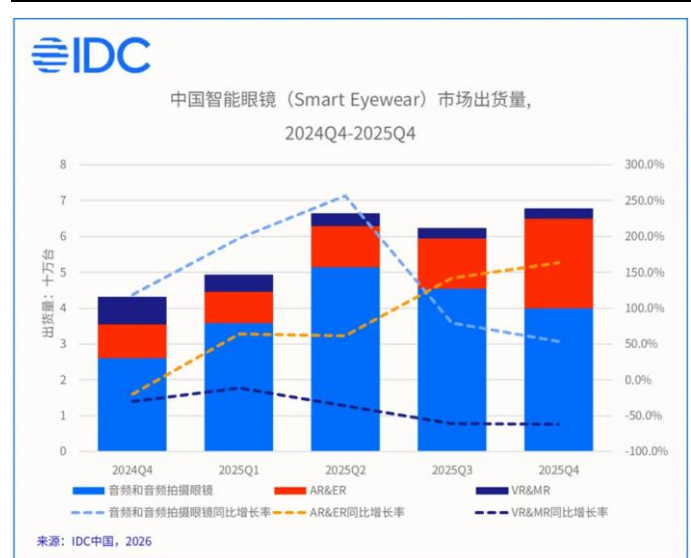
全球出货势能强劲，国补落地催化国内市场增长。根据 IDC 数据，2025 年全球智能眼镜出货量达 1477.3 万台，同比增长 44.2%。其中，中国市场表现更加强劲，全年出货量达 246.0 万台，同比增长 87.1%，2025Q4 达 67.9 万台，同比增长 57.1%。政策方面，2026 年初智能眼镜首次被正式纳入国家“以旧换新”补贴范围。在政策红利托底、旺季促销以及新入局厂商集中铺货的多重催化下，产业链正加速渠道布局与提前备货。我们认为，在“硬件规格成熟+政策补贴支持+AI 大模型生态繁荣”的共振下，AI 眼镜未来有望为消费电子赛道打开全新增长极。

图27：2025 年全球智能眼镜出货量达 1477.3 万台



资料来源：IDC

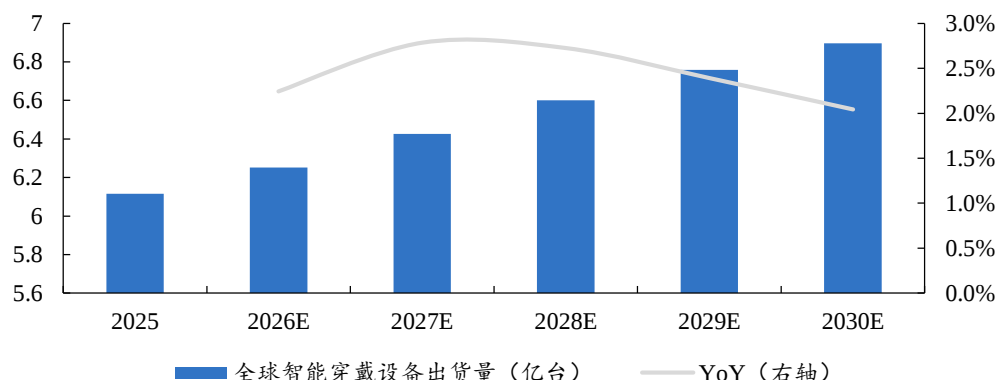
图28：2025Q4 全国智能眼镜出货同比+57.1%



资料来源：IDC

智能穿戴设备市场多元化发展，智能终端创新与新品周期将贯穿全年。根据 IDC 数据，2025 年全球智能可穿戴设备出货量达 6.12 亿台，预计至 2030 年将稳步攀升至 6.90 亿台。这一增长趋势主要受益于新产品密集上市、产品价格带拓宽、中国市场政策补贴落地，以及成熟市场存量换机需求释放等多重因素的共同驱动。我们认为，随着智能终端创新周期的开启，以 AI 眼镜为代表的多品类智能穿戴设备正加速拓宽应用场景，整体市场成长潜力较大，有望为卡位产业链的核心精密零部件及整机组装厂商打开长效的增长空间。

图29：2030 年全球智能穿戴设备出货量预计将达到 6.90 亿台



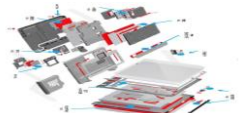
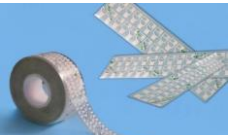
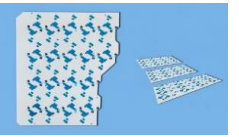
数据来源：IDC、开源证券研究所

2.2、核心工艺筑牢壁垒，精密矩阵卡位头部大厂

功能性结构件矩阵完善，深度卡位头部终端大厂供应链。公司精密柔性结构件产品已覆盖智能手机、AIPC 及 VR/AR 等消费电子终端，实现缓冲、屏蔽、散热、绝缘等多类功能模块全覆盖。依托全流程闭环作业体系，公司在良率与成本管控上具备显著优势，已切入海内外头部核心制造服务商，并融入苹果、华为、小米等主流品牌供应体系。伴随 AI 终端集成度、功耗与信号密度的增加，单机对隔热、屏蔽及结构加固等器件的用量与规格要求同步提升，直接驱动公司相关产品订单与单机价值量双升。

核心工艺突破适配“轻薄柔”趋势，切入折叠屏与 AI 硬件增量市场。面对终端设备形态升级，公司依托“材料研发-结构设计-模具开发-智能制造-检测验证”研发体系，突破多层复合材料与精密模切技术，实现“结构+功能”一体化量产。制造端通过自动化集群与自研智能 AOI 检测系统协同，解决多元材质稳定结合的行业痛点。凭借高良率的量产交付能力，公司有望在高端消费电子及折叠屏放量周期中持续提升核心客户的配套份额。

表3：公司精密柔性结构件产品已覆盖智能手机、AIPC 及 VR/AR 等消费电子终端

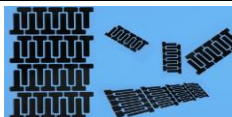
产品类别	功能
消费电子结构件 	电脑/手机结构件： 消费电子结构件主要为消费电子产品内部的光学器件、声学器件，运用在如球顶扬声器、震动马达等精密结构中，包括声学胶粘剂和网（音网）、显示 PSA 和泡棉等。
消费电子功能性器件 	粘贴、固定类： 替代传统的铆钉、螺丝、卡簧等机械式固定器件，实现消费电子产品元器件之间的物理连接与固定，从而使产品更加轻薄，密合性更好。主要产品为各类型的双面胶、热熔胶、泡棉胶等。
	导电屏蔽类： 隔离和消除电磁波对其它电子元器件产生干扰作用，以控制电场、磁场、电磁波由一个区域对另一个区域的感应和辐射，从而保证电子元器件的正常运行。主要产品为覆铜板、吸波材、导电胶、导电布、导电泡棉、铜箔、铝箔等。



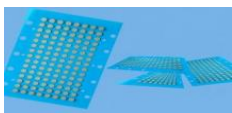
绝缘片：在消费电子产品内部的之间起到绝缘和隔离作用，可避免各器件发生短路、漏电、击穿故障。



缓冲泡棉：避免震动在消费电子产品各部件之间的传导，起到密封、隔音、吸收冲击能量、压缩填补空隙等作用。



石墨片/硅胶片：实现消费电子产品内部各元器件工作时产生的热量传递、扩散等功能。



防尘网：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。

消费电子
防护产品



裸机保护膜/制程保护膜：对消费电子产品或组件外观及生产制程进行防护，实现防护、防刮、防尘等功能。主要产品为裸机保护膜、制程保护膜等。

资料来源：公司官网、开源证券研究所

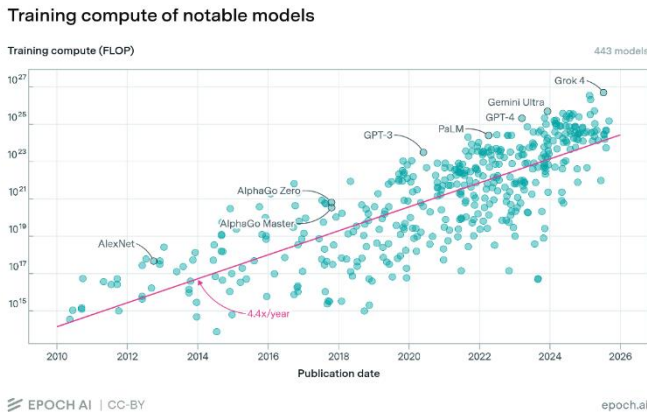
3、AI 服务器：超节点驱动结构件升级，GaN 切入电源新赛道

3.1、国产算力架构加速迭代，超节点驱动服务器价值量增长

AI 大模型持续发展，算力需求呈现指数级增长。2022 年 ChatGPT 的发布标志着生成式 AI 进入高速发展期，驱动算力基础设施需求高速增长。根据 EpochAI 统计，2010 年以来主流 AI 模型训练算力需求年均增长约 4.4 倍，计算规模已实现十倍跨越。步入 2025 年，以 OpenClaw 为代表的 AI 智能体横空出世，推动大模型从“内容生成”向具备思考、规划及工具调用能力的“任务执行”跃迁。这种范式转移导致模型推理侧需求激增，据 iiMediaResearch 预测，全球 AI 智能体市场规模将在 2028 年达到 1808 亿美元。大模型形态的加速演进，正为底层 AI 基础设施带来确定性的扩容需求。

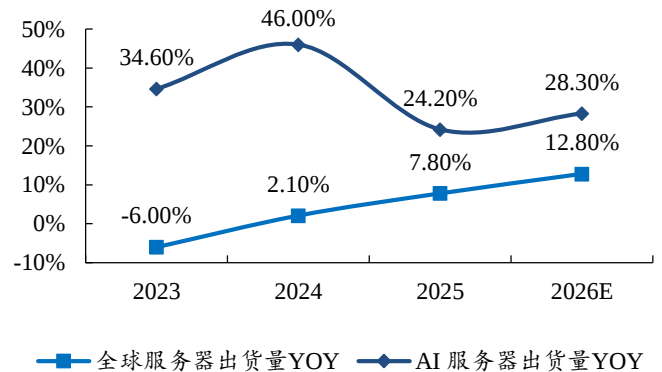
AI 服务器出货量逆势高增，高密度算力驱动架构向超节点迭代。算力需求的强劲增长直接拉动了 AI 服务器的规模化部署，呈现出显著的结构分化。根据 TrendForce 预测，2025 年全球 AI 服务器出货量同比增长 24.2%，预计 2026 年增速将进一步扩大至 28.3%，显著优于同期全球整体服务器的出货表现（2025 与 2026 年整体增速仅为 7.8%与 12.8%）。随着万亿参数模型对高性能硬件协同的要求不断提升，系统算力密度急剧攀升。传统单机服务器架构已难以支撑大规模集群的高效运转，底层基础设施正加速向更高集成度、更高互联带宽的“超节点”形态演进。

图30：2010-2025 年主流 AI 模型算力需求急速增长



资料来源：Epoch AI

图31：2026 年全球 AI 服务器出货预计同比增长 28.3%



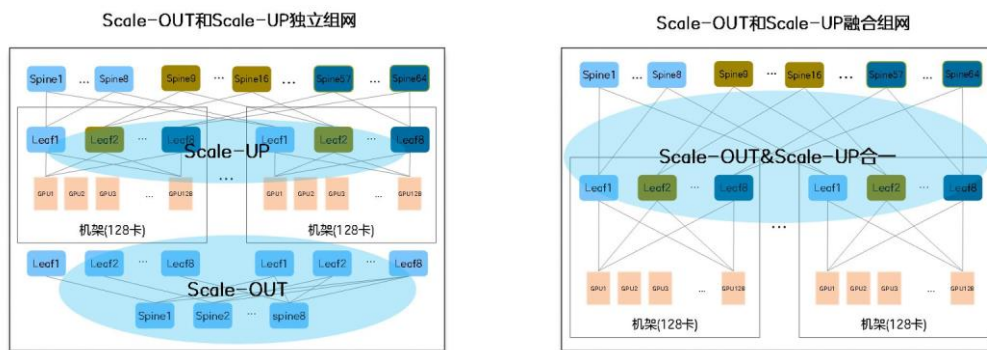
数据来源：TrendForce、开源证券研究所

集群超节点引领算力基建升级，构筑国产超级算力核心壁垒。超节点是通过高速互联协议与专用交换芯片构建的高带宽域，将数十至数百颗 GPU 芯片在逻辑上整合为统一编址、低延迟、高带宽的协同计算系统。该架构保留 GPU 的物理独立性，通过统一虚拟内存地址空间与无损互联，实现类单机的编程与调度体验。超节点融合多芯片、整机硬件、高速互联与配套软件的集成系统，依托算法仿真、工程设计、软硬联合优化等综合手段，构建的极致协同计算系统。

随着大模型参数向十万亿量级演进，对高带宽域的规模需求正逐渐突破单一机柜的物理极限。为打破这一瓶颈，超节点架构加速从“单体”向“集群化”演进，推动 Scale-Up 与 Scale-Out 网络边界的深度融合。通过光互联+交换芯片+高性能网络协议的协同设计，新一代集群超节点不仅通过正交架构解决高密度算力问题，更凭借融合互联网络攻克算力广度问题。这种架构在保障集群超节点部署和扩容的平滑性的同时，显著降低 TCO。超节点架构从底层硬件集成到上层网络拓扑的全面跃迁，确

立当前超级算力的主流演进方向，为国产算力基础设施升级提供核心路径，催生以华为为代表的国产头部厂商在超节点架构上的深度布局。

图32：超节点架构推动 Scale-Up 与 Scale-Out 网络的融合



资料来源：ZTE 中兴《中兴通讯超节点技术白皮书》

华为以超节点架构为核心，引领 AI 基础设施新范式。为破解传统集群规模扩大导致的算力利用率下降与训练频繁中断等痛点，华为推出的超节点架构，实现物理上多机深度互联、逻辑上单机运行。从产品迭代路径来看，华为算力形态正经历从“服务器级”向“超节点级”的跨越：从早期单节点仅 8 卡的 Atlas 800 系列，到 2025 年商用落地的 CloudMatrix384, Scale-Up 规模达 384 NPU，再到预计于 2026 至 2027 年陆续上市的 Atlas 850/860 超节点服务器及 Atlas 950 SuperPoD 集群，其互联规模与算力密度呈指数级跃升。我们认为，超节点集群算力密度的成倍增长，将依赖精密金属结构件的高密度布局与高强度物理结构予以稳定支撑，相关整机及精密结构件的市场需求与单机价值量有望迎来快速增长。

表4：华为推出的超节点架构正完成从“服务器级”向“超节点级”的跨越

产品	芯片	Scale-Up 规模	互联协议	形态	时间
Atlas800(训练集群)	昇腾 910A	8 卡/节点	HCCSv1	服务器级	2020
Atlas800TA2	昇腾 910B	8 卡/节点	HCCSv2	服务器级	2023
CloudMatrix384	昇腾 910C	384NPU	UB 灵衢 1.0	超节点级	2024 曝光, 2025 商用落地
Atlas 850	昇腾	1024NPU	UB 灵衢 2.0	超节点服务器	2025 曝光, 2026Q4 上市
Atlas 860	昇腾	1024NPU	UB 灵衢 2.0	超节点服务器	2025 曝光, 2027Q4 上市
Atlas 950 SuperPoD	昇腾 950	8192NPU	UB 灵衢 2.0	集群+超节点	2025 曝光, 2026Q4 上市
TaiShan 950 SuperPoD	昇腾 950	16 节点	UB 灵衢 2.0	集群+超节点	2025 曝光, 2026Q1 上市

资料来源：DeepLink《超节点技术体系白皮书》、华为官网、IT之家、开源证券研究所

华为超节点架构实现高密度计算与高带宽，性能比肩英伟达。CloudMatrix384 由 384 颗昇腾 910C 芯片组成，采用全连接拓扑结构。该系统将系统级集成的芯片数量提升至英伟达 GB200 NVL72 的 5 倍，从而弥补单颗 GPU 性能仅为英伟达 Blackwell 三分之一的短板。单套 CloudMatrix 系统可提供 300PFLOPs 的密集 BF16 算力，接近 GB200NVL72 的 2 倍；同时，其聚合内存容量与内存带宽分别达到后者的 3.6 倍和 2.1 倍。凭借系统级架构创新与本土产业链优势，CloudMatrix 384 在集群整体性能上实现对海外方案的赶超。未来随着芯片良率提升，该整机柜架构具备向更大规模超级算力集群扩展的深厚潜力。

图33: CloudMatrix384 可提供 300 个 PFLOPs 的高密度 BF16 计算, 几乎为 GB200NVL72 的两倍

Key Capabilities - Huawei Ascend 910C Cloud Matrix 384 vs Nvidia GB200 NVL72				
Chip and Package Level				
	Unit	GB200	Ascend 910C	Huawei vs Nvidia
BF16 dense TFLOPS	TFLOPS	2,500	780	0.3x
HBM capacity	GB	192	128	0.7x
HBM bandwidth	TB/s	8.0	3.2	0.4x
Scale Up Bandwidth	Gb/s uni-di	7,200	2,800	0.4x
Scale Out Bandwidth	Gb/s uni-di	400	400	1.0x
System Level				
	Unit	Nvidia GB200 NVL72	Cloud Matrix CM384	Huawei vs Nvidia
BF16 dense PFLOPS	PFLOPS	180	300	1.7x
HBM capacity	TB	13.8	49.2	3.6x
HBM bandwidth	TB/s	576	1,229	2.1x
Scale Up Bandwidth	Gb/s uni-di	518,400	1,075,200	2.1x
Scale Up Domain Size	GPUs	72	384	5.3x
Scale Out Bandwidth	Gb/s uni-di	28,800	153,600	5.3x
All-In System Power ¹	W	145,000	599,821	4.1x
All-in Power per BF16 dense FLOP	W/TFLOP	0.81	2.00	2.5x
All-in Power per memory bandwidth	W per TB/s	251.7	488.1	1.9x
All-in Power per memory capacity	kW/TB	10.5	12.2	1.2x

资料来源: Semianalysis、开源证券研究所

3.2、外延收购布局通信/数控赛道, 产能释放助力交付能力提升

收购华阳通完善通信领域布局, 卡位 AI 算力硬件升级需求。2020 年, 公司以自有资金全资收购深圳市华阳通机电有限公司。华阳通作为华为的合格供应商, 核心业务涵盖 5G 通信机柜及精密结构件的设计、研发与生产。通过此次收购, 公司成功将华阳通在 5G 通讯精密结构件领域的技术资源与销售渠道整合进自身的业务矩阵, 扩充公司产品线。

图34: 公司布局通信网络、传输网络等多领域通信精密金属结构件产品

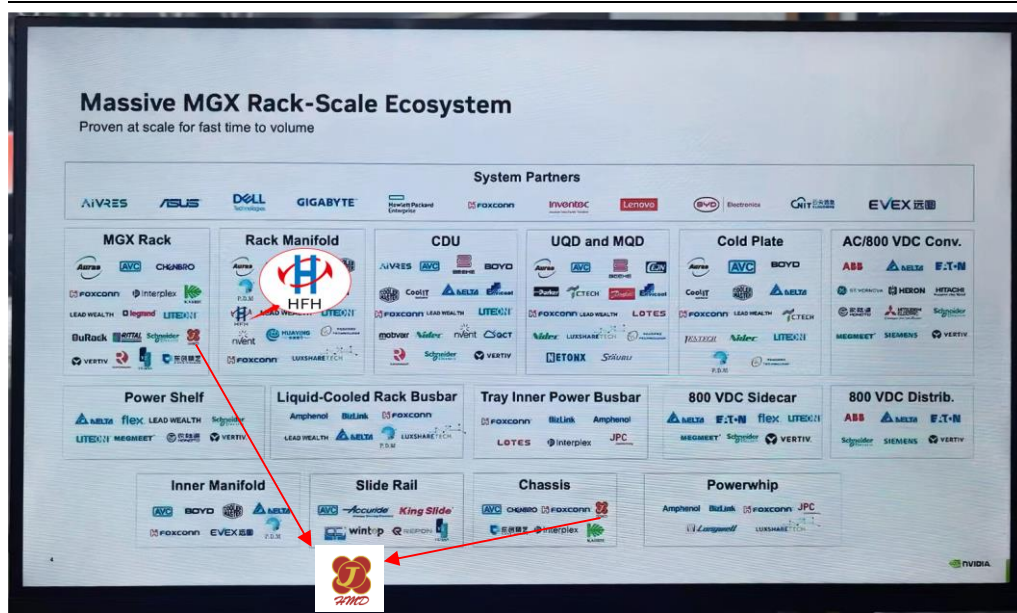

资料来源: 公司 2023 年募集说明书、开源证券研究所

英伟达 MGX 整机柜迎来扩容，公司进入服务器机架及液冷供应链。作为通信精密结构件核心供应商，公司已深度绑定华为等头部客户，其具备屏蔽、散热、柜插配合等功能的机柜产品已广泛应用于路由器、交换机与算力服务器等底层基础设施。在稳固国产算力基本盘的同时，公司积极拓展海外头部供应链并取得重大突破：在 2026 年 6 月 22 日的第四届链博会上，英伟达展示 MGX 超大规模 AI 服务器机柜级完整产业生态，公司已成功进入其 MGXRack（AI 液冷机柜系统整机集成）与 Chassis（服务器金属框架及总成）的供应商列表。

我们认为，随着 AI 大模型的加速演进，数据中心与通信网络向高密度、高功耗方向发展，算力设备的快速迭代正持续推升精密金属结构件及液冷系统的的市场需求。为满足大客户需求，公司惠州智能制造基地正加速建成投产，随着产能的逐步释放，公司在华南地区的布局将更趋完善，大规模交付能力得到提升。

国产“超节点”架构的加速落地将持续带动 AI 服务器零部件的国产化需求，而英伟达模块化 MGX 整机柜生态的扩容则进一步打开公司的海外增量空间。国内外算力共振之下，公司通信业务板块将深度受益，有望构筑起全新的业绩增长极。

图35：公司已正式进入英伟达服务器机架及液冷供应链。



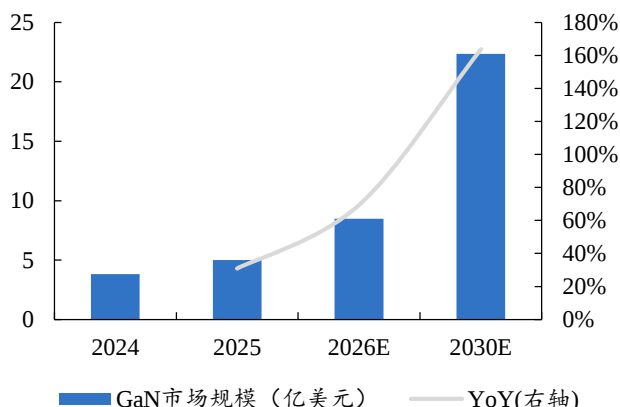
资料来源：产业在线、开源证券研究所

3.3、参股第三代半导体材料公司，AI 服务器电源赛道铸造未来空间

3.3.1、参股远山新材料布局 GaN，切入服务器电源赛道

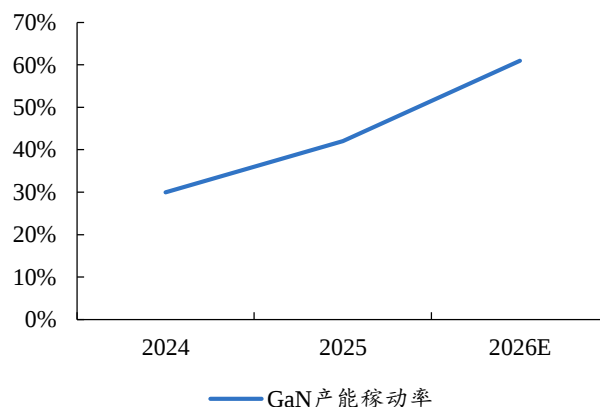
下游需求提升，中国 GaN 产业步入高速扩容期。根据智研咨询统计，2026 年中国 GaN 市场规模预计达到 8.47 亿美元，2030 年跃升至 22.35 亿美元，2026-2030 年的复合增长率为 27.45%；产能稼动率方面，2026 年预计攀升至 61%，整体行业景气度持续高企。

图36：2030 年 GaN 市场规模预计升至 22.35 亿美元



数据来源：智研咨询、开源证券研究所

图37：2026 年 GaN 产能稼动率预计达到 61%



数据来源：智研咨询、开源证券研究所

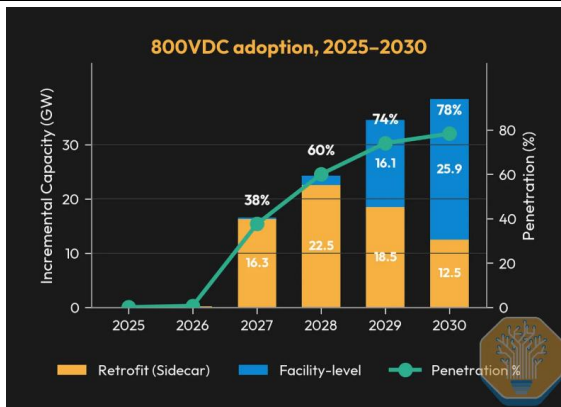
参股远山新材料，布局 GaN 产业链，打开 AI 服务器电源长期市场空间。2026 年 5 月，公司拟以 4900 万元增资参股远山新材料，交易完成后将持有其约 8.93% 的股权。远山新材料是一家具备氮化镓（GaN）外延材料与芯片制造自主生产能力的第三代半导体企业，其核心技术源自日本知名第三代半导体专家河合弘治。远山新材料主营蓝宝石基中高压氮化镓外延材料、功率器件及功率模块的研发、生产与销售，重点布局 1200V-3000V 的高压氮化镓极化超级结（PSJ）功率器件。产品可以应用于算力服务器电源、新能源车、光伏储能、机器人等工业级场景。我们认为，公司有望凭借远山新材料的氮化镓器件的能力，未来布局服务器电源的赛道。

3.3.2、顺应 AI 数据中心架构升级，AI 服务器电源打造新增长曲线

GPU 机柜功率密度攀升，800V 直流架构升级在即。受全球 AI 算力需求攀升与高密度数据中心建设的驱动，GPU 机柜功率密度正加速攀升，预计 2027 年英伟达 Rubin Ultra 机柜将突破 1MW。传统 54V 机架内配电系统适配千瓦级机架，但无法满足后续兆瓦级机架需求，英伟达与数据中心电气架构企业推动数据中心供电架构向 800V 高压直流供电（800VDC）转型，计划于 2027 年开始实施。根据 SemiAnalysis 预测，预计到 2030 年，采用 800VDC 供电的累计新增容量将达到约 38GW，800VDC 渗透率达到 78%。

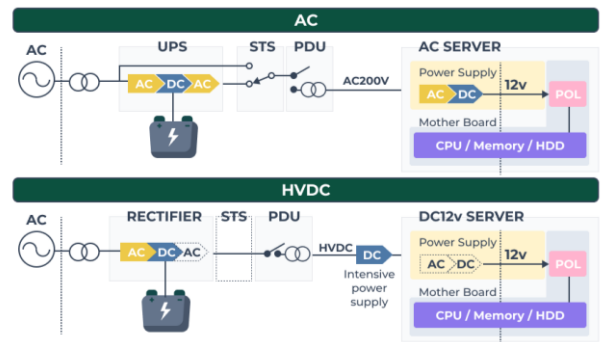
800V 架构采用 HVDC 方案，节省 UPS 和转换环节，简化整体架构。高压直流供电（HVDC）架构由交流配电模块、整流器、直流配电模块、蓄电池组、电池管理单元和监控装置组成。与传统交流 UPS 架构相比，HVDC 省去大型 UPS 单元和 STS 交换机，简化整体架构。

图38：2030 年 800VDC 渗透率预计达到 78%



资料来源：Semianalysis

图39：HVDC 架构相比传统供电架构更加简化、高效



资料来源：Delta、Trendforce

在 800 VDC 供电架构中，GaN 主导三级降压链路。(1) 800V→54V：GaN 较传统 SiC 与 Si 器件降低开关损耗与导通电阻，且辅助电源面积缩减 50%。(2) 54V→12V→0.8V：100V 及 30V GaN 突破频率瓶颈，不仅缩减电感体积，更支持 2MHz 以上高频运行，支撑 GPU 端 6kA+超大电流的动态响应。

GaN 在全链路的降耗增效使其成为 AI 数据中心高密度供电的核心基石。根据第三代半导体产业的测算数据，以英伟达 NVL576 为例，单板 GaN 器件用量达 1244 颗，整柜 GaN 用量可达 10 价值 18 万美元，对于千台兆瓦级数据中心，GaN 潜在采购额将高达 1.8 亿美元，市场空间广阔。

我们认为，此次参股远山新材料标志着公司 AI 服务器电源业务拓展的全面开启。公司未来有望凭借远山新材料所具备的 GaN 器件核心能力，顺势切入并卡位高附加值的 AI 服务器电源及功率模组新赛道，全面打开业绩增长新空间。

表5：氮化镓在三级电压转换中起到关键作用

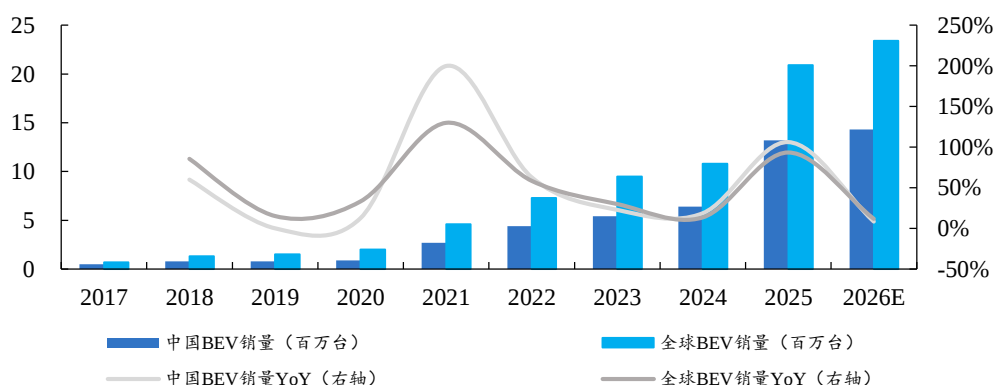
级别	转换	电压范围	GaN 应用	优势
第一级	隔离 DC/DC	800V→54V	输入端 650V 或 1200V	输入端：较 SiC，关断损耗降低 30%，驱动损耗降低 90%，辅助电源面积降低 50% 输出端：较 Si，导通电阻降低 50%以上。
			输出端 100V	
第二级	板级 DC/DC	54V→12V	100V GaN	较 Si，效率提升超 1%，频率提高 3 倍，电感体积减 30%
第三级	GPU 供电	12V→0.8V	30V GaN	2MHz 以上高频运行，电感体积小，动态响应快，适合高电流 (6kA+)

资料来源：第三代半导体产业公众号、开源证券研究所

4、新能源：储能装机高速增长，定制化能力绑定优质客户

新能源车销量稳健增长，车桩比缺口打开下游配套基建成长空间。2021年以来，全球新能源汽车市场规模迅速增长。根据 IEA 数据，2025 年全球 BEV 销量达到 2090 万台。其中，中国地区表现尤为突出，BEV 销量达 1320 万台，占比达到 63.16%，预计 2026 年全球与中国的 BEV 销量分别达到 2340 万台/1430 万台，同比增长 11.96%/8.33%。截至 2026 年 2 月底，我国电动汽车车桩比约为 2.1: 1，从结构上看公共充电桩占比较低，市场整体存在明显的供需缺口。新能源汽车产销量的持续稳健增长，推进下游配套基建加速放量。

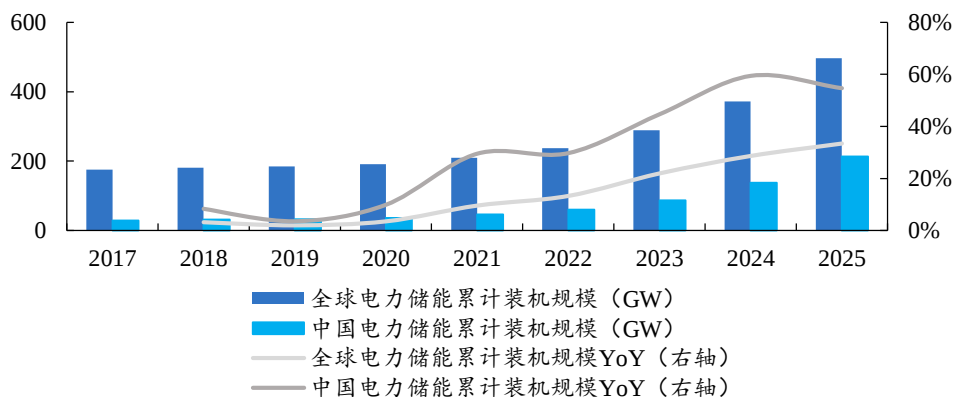
图40：2021 年以来，全球 BEV 销量增速稳健上升



数据来源：IEA、开源证券研究所

全球储能装机规模稳健提升，高标准工艺抬升精密结构件单机价值量。在全球能源转型加速的背景下，储能市场迎来较大幅度增长。2025 年全球累计储能装机量达 496.20GW，同比增长 33.39%。其中，中国累计装机达 213.30GW，同比高增 54.68%。新一轮新能源革命引发的结构化变革，对配套精密金属结构件提出严苛的工艺标准：如光伏逆变器需耐受 25 年户外恶劣环境，储能电池箱体则要求具备高安全防护等级。我们认为，技术门槛的抬升在带来广阔市场增量需求的同时，也将推升相关结构件产品的单机价值量，为卡位核心供应链的制造厂商打开增长空间。

图41：国内外电力累计储能装机规模稳健提升



数据来源：iFinD、开源证券研究所

深度绑定头部客户，依托高可靠性与定制化能力实现降本赋能。光伏逆变器长

效户外耐受与储能箱体高防护等级的严苛标准，提升精密金属结构件的工艺门槛与增量需求。公司依托深厚的精密制造底蕴与敏捷的联合研发能力，成功卡位国内外头部客户供应链。公司在新能源领域的相关精密金属结构件已正式应用于充电桩、储能设备等客户的量产终端设备中，有效赋能客户降本增效。未来，随着惠州智能制造基地的建成投产，新增产能的逐步释放将进一步强化公司在新能源板块的规模效应与技术壁垒，打开全新的业绩成长空间。

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设与盈利预测

(1) 分业务收入与毛利率预测

公司依托精密模切与精密金属加工核心技术，深度绑定消费电子、数通与算力设备等领域大客户，形成以消费电子业务为基本盘、通信及服务器电源等新赛道为第二增长曲线的业务格局。核心产品涵盖柔性结构件与金属结构件等。我们认为，未来三年海内外大客户结构件需求指引清晰，叠加公司产品料号的有序拓展、产能逐步释放以及投资参控股公司有序进行，公司业绩增长空间广阔。我们预计 2026-2028 年公司实现营收 45.00/60.47/92.74 亿元，毛利率分别为 30.45%/28.81%/26.28%。分业务来看：

(1.1) 精密柔性结构件：公司产品矩阵完善，拓展至智能手机、AIPC、笔记本电脑及 VR/AR 智能穿戴等智能终端设备。我们认为，伴随智能终端升级迭代带来大客户结构件需求的持续增长，预计 2026-2028 年该业务将实现营收 33.53/39.57/43.52 亿元。毛利率方面，得益于公司领先的成本管控优势、低单价零部件的抗压价属性，我们预计 2026-2028 年该业务毛利率有望保持坚挺，分别为 35.7%/35.6%/35.7%。

(1.2) 精密金属结构件：公司通过收购华阳通，成功切入机柜及各类精密金属结构件赛道。我们认为，随着国内核心大客户在服务器等领域的金属结构件需求快速攀升，以及公司配套产能的逐步落地，预计 2026-2028 年该业务将实现营收 11.08/20.49/48.77 亿元。毛利率方面，伴随惠州恒铭达智能制造基地等新建项目的建成投产，规模效应将推动该业务盈利能力持续向好，预计 2026-2028 年毛利率将分别提升至 15.3%/16.0%/18.0%。

表6：我们预计恒铭达 2026-2028 年收入分别为 45.00/60.47/92.74 亿元

[单位：亿元]	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	24.86	28.58	45.00	60.47	92.74
YoY	36.7%	14.9%	57.5%	34.4%	53.4%
营业成本	16.79	19.44	31.29	43.04	68.35
毛利润	8.07	9.14	13.70	17.42	24.37
毛利率	32.5%	32.0%	30.5%	28.8%	26.3%
1、精密柔性结构件					
营业收入	20.59	23.95	33.53	39.57	43.52
营收 YoY	35.02%	35.02%	40.0%	18.0%	10.0%
毛利率	36.0%	35.4%	35.7%	35.6%	35.7%
2、精密金属结构件					
营业收入	3.90	4.26	11.08	20.49	48.77

[单位：亿元]	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营收 YoY	50.58%	50.58%	160.0%	85.0%	138.0%
毛利率	16.4%	14.1%	15.3%	16.0%	18.0%
3、其他					
营业收入	0.37	0.37	0.39	0.41	0.44
营收 YoY	8.61%	-1.34%	5.0%	6.0%	7.0%
毛利率	5.7%	17.2%	11.5%	14.3%	12.9%

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

(2) 期间费用率预测

公司过去几年期间费用率整体上呈下降趋势，未来公司凭借优秀的成本管控能力，期间费用率预计稳中有降。我们预计公司 2026/2027/2028 年管理费用率为 3.34%/3.34%/3.33%，销售费用率为 1.68%/1.71%/1.69%，研发费用率为 4.59%/4.59%/4.57%。

(3) 综合以上对公司各板块业务收入及毛利率和期间费用率的假设和预测，我们预计公司 2026/2027/2028 年归母净利润分别为 7.25 亿元/9.31 亿元/11.94 亿元，2026/2027/2028 年分别同比增长 36.3%/28.4%/28.2%。

5.2、估值评级与投资建议

估值方面，我们选取立讯精密、领益智造、长盈精密、蓝思科技作为可比公司。立讯精密是一家全球领先的消费电子精密智造龙头，以深度绑定海外大客户作为基本业务，同时覆盖算力服务器和新能源汽车等多元化拓展领域；领益智造专业从事精密功能件与功能结构件的研发、生产和销售，核心工艺涵盖精密模切和多层复合材料，产品主要应用于智能手机、PC、智能穿戴等消费电子终端领域；长盈精密是精密金属结构件制造的核心企业，产品覆盖折叠屏等高端消费电子结构件、数通设备及新能源储能和充电桩等精密零部件领域；蓝思科技是消费电子高端防护与精密结构件的头部供应商，产品全面覆盖智能手机、AIPC 及智能穿戴等终端设备，并积极拓展海内外算力基础设施及多元化高附加值供应链领域。

按照 iFind 一致预期归母净利润和 7 月 9 日收盘价计算，以上可比公司 2026/2027/2028 年平均 PE 为 37.9 倍/28.2 倍/22.6 倍。

表7：恒铭达当前估值明显低于可比公司平均水平

公司名称	证券代码	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			P/E (X)		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
立讯精密	002475.SZ	64.46	4979.71	217.22	278.27	341.31	22.9	17.9	14.6
领益智造	002600.SZ	15.60	1266.72	32.21	44.22	59.09	39.3		21.4
长盈精密	300115.SZ	28.47	387.58	9.26	13.11	15.51	41.8	29.6	25.0
蓝思科技	300433.SZ	46.73	2466.76	52.07	67.44	84.30	47.4	36.6	29.3
平均值							37.9	28.2	22.6
恒铭达	002947.SZ	74.28	190.31	7.25	9.31	11.94	26.3	20.4	15.9

数据来源:iFind、开源证券研究所；注：恒铭达数据来自开源证券研究所预测，其余为 iFind 一致预期，截至 2026-07-09

我们预计公司 2026/2027/2028 年营业收入分别为 45.00/60.47/92.74 亿元，归母净利润分别为 7.25/9.31/11.94 亿元。按当前股价计算，对应 2026-2028 年 PE 分别为 26.3/20.4/15.9 倍，低于可比公司平均水平。我们认为，公司作为精密结构件智能制

造解决方案服务商，未来成长空间明确：

(1) 消费电子基本盘稳固：海外大客户结构件需求稳定，凭借精密加工能力，公司盈利水平领先同业；

(2) 数通与算力打开第二增长曲线：国内大客户服务器快速迭代，公司配套金属结构件产能逐步落地，业务发展向好；

(3) 外延布局打开新空间：公司参股远山新材料，业务延伸至 GaN 芯片并切入 AI 服务器电源赛道，有望创造新增长点并提升整体估值。

首次覆盖，给予“买入”评级。

6、风险提示

(1) 市场竞争加剧风险：消费电子、服务器及新能源结构件领域参与者众多，行业竞争较为激烈。精密结构件作为终端设备的核心组成部分，对精密模切、金属加工等相关工艺的门槛正逐步提升。若未来行业内竞争对手在核心技术上取得突破，或采取低价策略抢占市场，而公司未能维持现有的技术壁垒及成本管控优势，将可能导致公司面临市场份额流失及综合毛利率承压的风险。

(2) 下游需求复苏不及预期风险：随着全球宏观经济环境的复杂变化，消费电子终端的需求复苏面临冲击。公司当前业务以消费电子为基本盘，依赖智能手机、PC、智能穿戴等终端设备的需求变化。同时，随着各大终端厂商推进 AI 硬件及折叠屏创新，精密件的单机价值量提升成为新的增长点。若未来宏观经济复苏疲软导致终端换机周期持续拉长，或 AI 硬件的创新渗透速度滞后，将影响公司相关结构件的订单需求，并对整体业绩增长造成不利影响。

(3) 客户集中度过高风险：公司深度绑定苹果、华为等核心大客户。若未来核心大客户自身的终端产品销量出现下滑、供应链策略发生重大调整，或公司未能持续满足大客户的技术迭代与交付要求，有可能对公司整体营收与业绩稳定性带来较大风险。

(4) 新业务放量不及预期风险：公司当前正处于从智能终端向通信数通机柜、新能源结构件领域拓展，并通过参股远山新材料切入 AI 服务器电源赛道的关键阶段，这对产能规划与资源协同提出更高要求。高端产能投建与跨行业客户导入所需投入大、周期长。若未来超节点算力架构部署延缓、新能源基建需求萎缩，或惠州智能制造基地等产能的爬坡与释放进度不及预期，将拖累短期盈利，并对公司新业绩兑现造成不利影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	3215	3710	5869	6477	11534
现金	601	1342	1709	2339	3693
应收票据及应收账款	1234	1312	2699	2675	5579
其他应收款	8	5	21	12	38
预付账款	4	5	11	10	22
存货	270	293	650	619	1406
其他流动资产	1097	752	778	823	796
非流动资产	744	734	1034	1252	1770
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	394	468	719	922	1391
无形资产	65	65	72	70	69
其他非流动资产	284	201	243	259	310
资产总计	3959	4444	6902	7730	13305
流动负债	709	959	2859	2932	7461
短期借款	51	149	1411	1337	4358
应付票据及应付账款	529	707	1271	1428	2879
其他流动负债	129	103	177	167	224
非流动负债	80	357	319	277	265
长期借款	5	270	236	195	182
其他非流动负债	75	87	82	82	83
负债合计	788	1316	3177	3209	7726
少数股东权益	11	13	13	14	15
股本	256	256	256	256	256
资本公积	1797	1799	1799	1799	1799
留存收益	1143	1525	2032	2696	3552
归属母公司股东权益	3159	3115	3712	4507	5563
负债和股东权益	3959	4444	6902	7730	13305

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	271	687	-308	1252	-825
净利润	456	534	725	932	1195
折旧摊销	58	71	71	101	138
财务费用	-53	1	77	24	93
投资损失	-8	-14	-14	-10	-12
营运资金变动	-319	28	-1187	176	-2273
其他经营现金流	137	67	19	29	34
投资活动现金流	-965	308	-389	-350	-612
资本支出	97	72	361	325	655
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-867	380	-28	-26	43
筹资活动现金流	578	-241	-246	-190	-226
短期借款	-8	98	1262	-75	3021
长期借款	4	265	-34	-41	-13
普通股增加	26	-0	0	0	0
资本公积增加	723	2	0	0	0
其他筹资现金流	-168	-606	-1474	-74	-3234
现金净增加额	-101	741	-943	712	-1663

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2486	2858	4500	6047	9274
营业成本	1679	1944	3129	4304	6835
营业税金及附加	10	20	31	42	63
营业费用	53	50	76	103	157
管理费用	98	96	150	202	309
研发费用	113	131	207	278	424
财务费用	-53	1	77	24	93
资产减值损失	-57	-25	-4	-6	-9
其他收益	6	10	12	10	11
公允价值变动收益	1	2	3	2	2
投资净收益	8	14	14	10	12
资产处置收益	-0	-0	1	0	2
营业利润	524	612	831	1078	1373
营业外收入	0	0	0	0	5
营业外支出	1	2	2	8	5
利润总额	523	610	829	1070	1373
所得税	67	76	103	138	178
净利润	456	534	725	932	1195
少数股东损益	-1	2	0	1	1
归属母公司净利润	457	532	725	931	1194
EBITDA	567	667	909	1201	1599
EPS(元)	1.78	2.08	2.83	3.63	4.66

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	36.7	14.9	57.5	34.4	53.4
营业利润(%)	61.9	16.8	35.7	29.8	27.3
归属于母公司净利润(%)	62.4	16.4	36.3	28.4	28.2
获利能力					
毛利率(%)	32.5	32.0	30.5	28.8	26.3
净利率(%)	18.4	18.6	16.1	15.4	12.9
ROE(%)	14.4	17.1	19.5	20.6	21.4
ROIC(%)	13.7	14.6	13.5	15.7	12.5
偿债能力					
资产负债率(%)	19.9	29.6	46.0	41.5	58.1
净负债比率(%)	-16.7	-28.6	0.1	-16.3	16.7
流动比率	4.5	3.9	2.1	2.2	1.5
速动比率	4.1	3.5	1.8	2.0	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
应付账款周转率	3.9	3.6	3.6	3.7	3.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.78	2.08	2.83	3.63	4.66
每股经营现金流(最新摊薄)	1.06	2.68	-1.20	4.88	-3.22
每股净资产(最新摊薄)	12.33	12.16	14.49	17.59	21.71
估值比率					
P/E	41.7	35.8	26.3	20.4	15.9
P/B	6.0	6.1	5.1	4.2	3.4
EV/EBITDA	30.7	26.1	20.1	14.6	12.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

29 / 31

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn