

# 恒铭达 (002947)

## 消费电子基本盘稳固, AI 与新能源打造第二成长极

买入 (维持)

2026 年 04 月 01 日

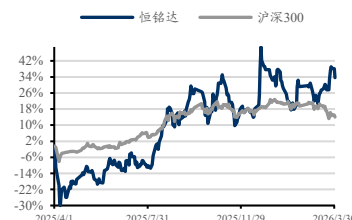
证券分析师 陈海进

执业证书: S0600525020001

chenhj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	2,486	2,858	4,235	5,956	7,401
同比 (%)	36.74	14.94	48.20	40.64	24.26
归母净利润 (百万元)	456.85	531.92	759.50	994.13	1,184.82
同比 (%)	62.36	16.43	42.78	30.89	19.18
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.78	2.08	2.96	3.88	4.62
P/E (现价&最新摊薄)	29.32	25.19	17.64	13.48	11.31

### 股价走势



### 投资要点

- 内生外延双轮驱动, 精密制造龙头迎 AI 新周期:** 公司持续深耕消费电子功能性器件, 2018 年跻身苹果全球核心供应链。顺应可穿戴产品放量的浪潮, 非手机端业务放量验证成长逻辑。2020 年并购华阳通切入金属精密结构件, 构建通信与新能源双轮驱动布局。2023 年定增重仓 AI 算力, 惠州基地预计 2026 年投产。目前已打入头部客户, 受益 AI 重构硬件生态, 精密制造版图持续扩张。
- 消费电子业务: “AI+轻薄” 重塑主业形态, 新品类拓展成长边界:** 消费电子业务深度受益于苹果“AI+轻薄”战略重塑主业形态。随着 iPhone 17 Air 挑战物理极限, 硬件“去螺丝化”趋势带动公司精密粘贴固定类器件单机用量提升; 同时, 端侧 AI 驱动的高频高速趋势显著拉升了对屏蔽类功能器件的性能需求。展望 2026-2027 年, 苹果布局 AI 眼镜与桌面机器人新形态, 我们预计首年销量分别约 705 万台与 114 万台。新终端对轻量化及语音交互的高要求, 将进一步驱动公司特种胶带、精密结构胶及声学功能件价值量提升。
- 新业务布局: 卡位 AI 算力底座与新能源充电, 构筑第二成长极:** 通信机柜业务深度受益于华为 AI 超节点落地。随着国内 AI 推理需求指数级增长, 华为推出基于 UnifiedBus 的超节点架构, 通过大规模 Scale-up 在系统级弥补单芯片性能差距, 该技术路线在同等算力规模下需消耗更多物理机柜与交换机, 驱动公司精密结构件需求倍增。配合惠州基地预计 2026 年投产, 公司产能将精准承接国产智算爆发期的订单需求。新能源业务在工信部“车桩比 1:1”政策指引下, 深度绑定核心客户小鹏汽车, 构建“私桩配套+公桩超充”双轮驱动模式。测算显示, 受益于小鹏交付量增长及私桩渗透率提升, 私桩结构件需求稳健攀升; 同时依据小鹏补能规划, 预计 2026 年公用超充桩新增需求约 3.6 万座, 显著打开业务增量空间。
- 盈利预测与投资评级:** 公司为国内精密结构件及功能器件核心供应商, 深度绑定消费电子与通信领域头部客户。考虑到公司在消费电子主业技术积淀深厚、基本盘稳固, 同时通信与新能源业务受益于 AI 算力爆发及充电网络建设迎来第二增长曲线, 产能释放有望驱动业绩持续高增, 我们预计公司 2026-2028 年营业收入将分别达到 42.35/59.56/74.01 亿元, 归母净利润分别为 7.6/9.9/11.8 亿元, 对应 PE 倍数 18/13/11x。鉴于公司估值显著低于可比公司平均水平, 考虑到公司在消费电子精密结构件领域深度绑定核心大客户, 受益于 AI 算力与新能源充电桩建设迎来第二增长曲线, 产能释放有望驱动业绩持续高增, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 消费电子需求波动及核心客户订单不及预期风险; 端侧 AI 渗透及新品放量节奏低于预期风险; 通信及新能源业务放量不及预期风险; 新建产能投放及爬坡不及预期风险。

### 市场数据

收盘价(元)	50.50
一年最低/最高价	24.99/57.18
市净率(倍)	4.15
流通 A 股市值(百万元)	9,727.99
总市值(百万元)	12,938.57

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	12.16
资产负债率(% ,LF)	29.61
总股本(百万股)	256.21
流通 A 股(百万股)	192.63

### 相关研究

《恒铭达(002947): 全流程精密制造赋能多赛道成长, 头部客户协同推动公司长期价值提升》

2025-11-17

《恒铭达(002947): 2024 年三季报点评: 模切件及华阳通接力发展, Q3 业绩持续增长》

2024-10-28

## 内容目录

<b>1. 内生外延双轮驱动，精密制造龙头迎 AI 新周期</b> .....	<b>4</b>
1.1. 历史复盘：内生外延双轮驱动，精密制造版图持续扩张.....	4
1.1.1. 深耕消费电子功能件，跻身苹果全球核心供应链.....	4
1.1.2. 多终端布局验证成长性，AI 驱动精密制造新周期.....	5
1.1.3. 外延式并购切入金属精密结构件领域，打造第二增长曲线.....	5
1.2. 股权架构：实控人持股稳固.....	7
1.3. 财务分析：规模效应显著释放，经营现金流大幅改善.....	7
<b>2. 消费电子业务：“AI+轻薄”重塑主业形态，新品类拓展成长边界</b> .....	<b>10</b>
2.1. 产业趋势：端侧 AI 重构硬件形态，轻薄化与智能化共振.....	10
2.2. 端侧 AI 新形态：AI 眼镜与机器人开启形态创新周期.....	11
<b>3. 新业务布局：卡位 AI 算力底座与新能源充电，构筑第二成长极</b> .....	<b>14</b>
3.1. 通信机柜：华为 AI 超节点落地，驱动结构件需求倍增.....	14
3.2. 新能源：受益车桩比优化趋势，核心客户配套需求高增.....	16
<b>4. 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>18</b>
4.1. 盈利预测.....	18
4.2. 投资建议.....	18
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>20</b>

## 图表目录

图 1:	公司消费电子产品矩阵.....	4
图 2:	2019 年起公司非手机类消费电子收入持续提升 (单位: 亿元) .....	5
图 3:	全球 TWS 耳机出货量上行驱动公司消费电子收入 .....	5
图 4:	公司金属结构件应用领域.....	6
图 5:	公司股权架构 (截至 2025 年年报) .....	7
图 6:	公司营收及增速.....	8
图 7:	公司毛利率及归母净利率情况.....	8
图 8:	公司营收拆分.....	8
图 9:	公司分业务毛利率.....	8
图 10:	公司期间费用率情况.....	9
图 11:	公司现金流情况.....	9
图 12:	iPhone 17 Air 驱动终端设备轻薄化变革 .....	10
图 13:	Apple Intelligence 全面落地, 系统级 AI 战略重构用户体验.....	10
图 14:	公司的粘贴固定类产品.....	11
图 15:	iPhone 17 Air 拆机截图 .....	11
图 16:	公司的屏蔽类产品.....	11
图 17:	历代 iPhone RAM 方案梳理 .....	11
图 18:	苹果 2026-2027 年智能终端产品路线图 .....	12
图 19:	苹果眼镜/桌面机器人出货量测算 .....	13
图 20:	从 Token 调用看, AI 推理算力需求持续抬升 (单位: T tokens) .....	14
图 21:	25H1 中国 AI 服务器销售额占比 .....	14
图 22:	华为服务器产品发布路线图.....	15
图 23:	华为产品和英伟达的参数对比.....	15
图 24:	2020 年-2025 年小鹏汽车交付量情况 .....	16
图 25:	中国新能源汽车车桩比情况.....	16
图 26:	新能源汽车充电桩需求空间测算.....	17
图 27:	恒铭达盈利预测.....	18
图 28:	可比公司估值表.....	19

## 1. 内生外延双轮驱动，精密制造龙头迎 AI 新周期

### 1.1. 历史复盘：内生外延双轮驱动，精密制造版图持续扩张

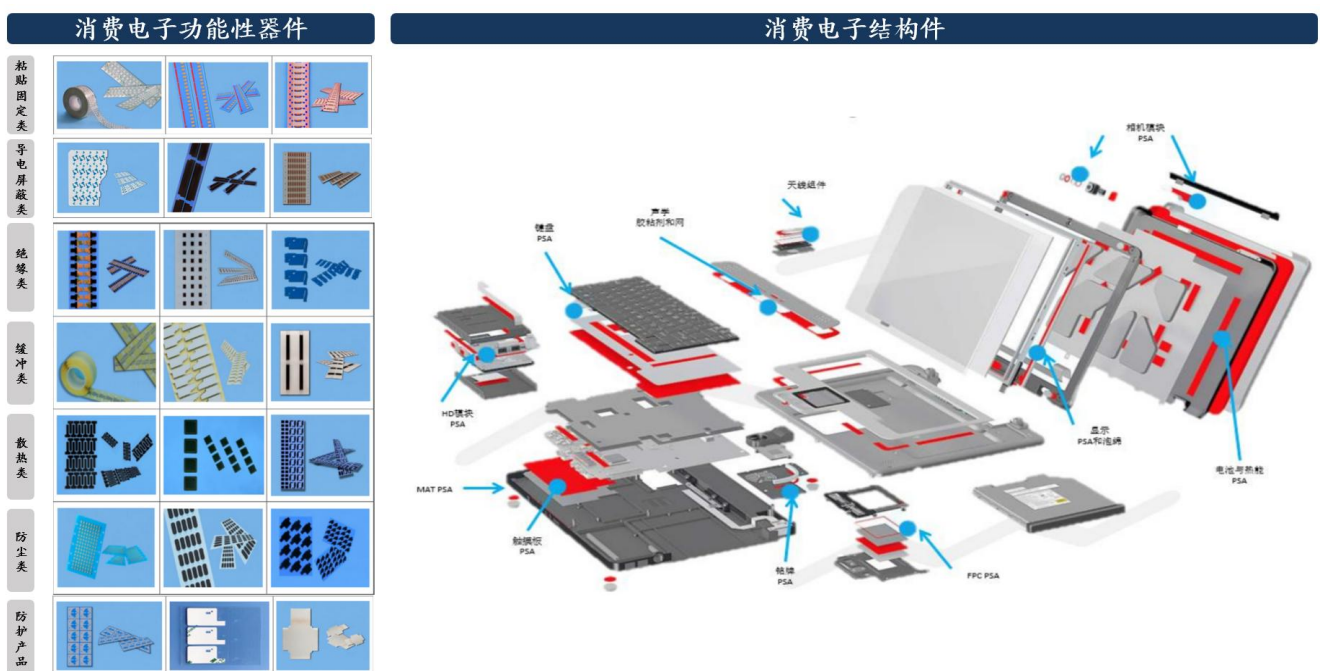
#### 1.1.1. 深耕消费电子功能件，跻身苹果全球核心供应链

公司自 2011 年设立以来，持续深耕消费电子功能性器件及防护产品领域。2015 年以前以自主开发模式为主，依托既有材料配方、模切及复合工艺能力，向消费电子软板、天线、连接器等组件提供功能性器件及防护产品。

2015 年下半年开始经营战略逐步转向终端品牌商指定交易产品，聚焦技术要求更高、盈利能力更强的订单类型。受产能制约及优先满足战略客户采购需求影响，富士康、和硕、广达等消费电子制造服务商为公司主要客户，业务模式涵盖自主开发及终端品牌指定交易两类。

随着研发能力、工艺水平及产能规模持续提升，2016-2017 年公司切入手机、平板、可穿戴及笔记本电脑等终端品牌供应链，开始向富士康、和硕、伟创力等批量供货。2017 年下半年起，伴随新增产能释放，公司围绕消费电子长期演进方向，进一步拓展战略客户结构。2018 年，公司成为苹果全球 200 家核心供应商之一，并同步在多元客户拓展上取得突破：安费诺成为公司第二大客户，同时公司获得谷歌合格供应商资质，向其供应消费电子防护产品及外盒保护膜。公司客户体系覆盖富士康、和硕、广达、仁宝、立讯精密、信维通信、瑞声科技、歌尔股份、安费诺等产业链核心厂商，产品最终应用于苹果、华为、小米等主流消费电子终端品牌。

图1：公司消费电子产品矩阵



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

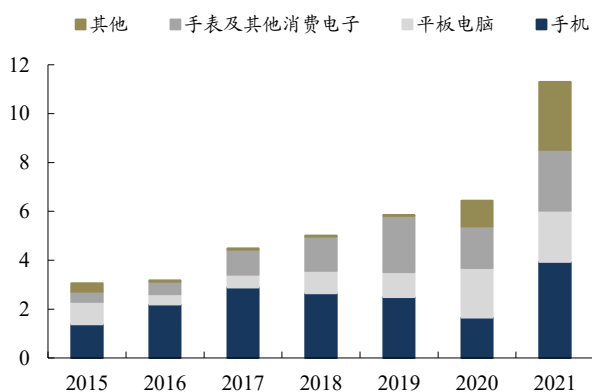
### 1.1.2. 多终端布局验证成长性，AI 驱动精密制造新周期

**顺应可穿戴浪潮，非手机端业务放量验证成长逻辑。**2019 年公司登陆深交所，募集资金 5.69 亿元用于“电子材料及器件升级及产业化项目”，产能与产品结构同步升级。手表及其他可穿戴产品收入占比由 2018 年的 27.99% 提升至 2019 年的 39.27%，2019 年手表及可穿戴产品收入同比增长 63.88%；2020 年平板电脑相关收入同比增长约 98%，这一系列数据验证了公司在非手机终端增量市场的渗透能力，成功打开了第二增长曲线。

**募投扩产与海外布局并举，产品向高附加值功能件跃迁。**为匹配高端需求，公司通过 2020 年定增（昆山毛许路项目）并配合越南工厂设立，实现了产能的国内外双重布局。产品端重点向 5G 电磁屏蔽（EMI）、TWS 耳机精密组装等高附加值功能件延伸。这一举措推动公司从传统单一防护件向精密功能件转型，强化了在 5G 与智能穿戴领域的深层配套能力。

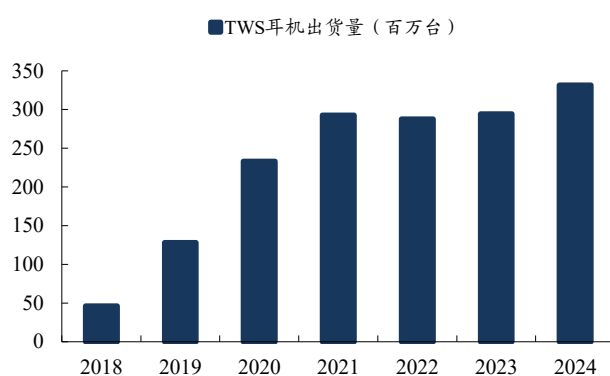
**AI 重构硬件生态，精密制造能力构筑长期壁垒。**2023 年毛许路项目达到预定可使用状态，恰逢 AI 硬件变革节点。随着 AI 手机、AIPC 及折叠屏设备对零部件“微型化、高集成、高可靠”提出严苛要求，公司凭借“材料-工艺-制造”的全链条协同优势，精准卡位 2025 年 AI 终端爆发潮。在研发端深度介入客户前期研发，提供模块化解决方案；在技术端突破多层复合材料微观结合难题，在保证结构强度的同时实现显著轻量化。受益于 AI 终端本地化部署带来的硬件规格升级，公司精密结构件价值量与市场空间有望持续双升。

图2：2019 年起公司非手机类消费电子收入持续提升  
(单位：亿元)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：全球 TWS 耳机出货量上行驱动公司消费电子收入



数据来源：Counterpoint，Canalys，东吴证券研究所

### 1.1.3. 外延式并购切入金属精密结构件领域，打造第二增长曲线

**并购华阳通与艾塔极，构建金属结构件产品矩阵。**2020 年，公司通过自有资金全资收购深圳市华阳通机电有限公司，并控股东莞艾塔极新材料有限公司。此次外延式并购实现了公司业务的纵深整合：

- **华阳通(精密结构件)**: 专注于 5G 通讯精密结构件的设计与制造, 公司借此直接获取了成熟的技术资源与客户渠道, 快速切入通信与新能源赛道。
- **艾塔极(新型材料)**: 聚焦消费电子光学显示、智能传感等新材料研发, 补齐了公司在材料端的底层技术拼图。随着深圳恒铭达新技术研究院的设立, 公司形成了“材料研发-精密加工-组装集成”的完整业务链路, 新增主体融合顺利, 矩阵协同效应显著。

**聚焦通信与新能源两大核心场景。**基于华阳通的制造能力, 公司精密结构件业务明确了双轮驱动的产品布局: **通信精密结构件**的核心产品包括通信设备外部柜体、服务器机箱等, 主要提供框插配合、电磁屏蔽、防护及热管理(散热)解决方案。**新能源精密结构件**覆盖超级充电桩、换电柜、工商业储能系统、光伏逆变器及动力电池涂布机等关键设备的精密金属组件。

**2023 年定增落地, 重仓布局 AI 算力与华南集群。**2023 年, 公司完成向特定对象发行股票, 募集资金净额约 7.56 亿元, 核心投向“惠州恒铭达智能制造基地建设项目”。该项目是公司布局华南产业集群、切入 AI 算力和新能源赛道的关键资本动作。项目预计于 2026 年建成。

**AI 服务器与新能源双线放量, 头部客户导入顺利。**公司现有精密结构件业务以子公司华阳通为主体开展。**通信方面**, 2023 年起, 受益于全球 AI 浪潮, 公司产品结构向高价值量升级。主要产品涵盖算力服务器、存储服务器、交换机的外部柜体, 为其提供框插配合、防护、散热等功能的解决方案。**新能源方面**, 公司于 2024 年在新能源领域的打样产品已通过性能验证并顺利进入量产。2025 年起公司为国内外头部客户提供适用于充电桩、工商业储能系统、光伏逆变器等设备的精密金属结构件产品及相应设备组装能力。

图4: 公司金属结构件应用领域

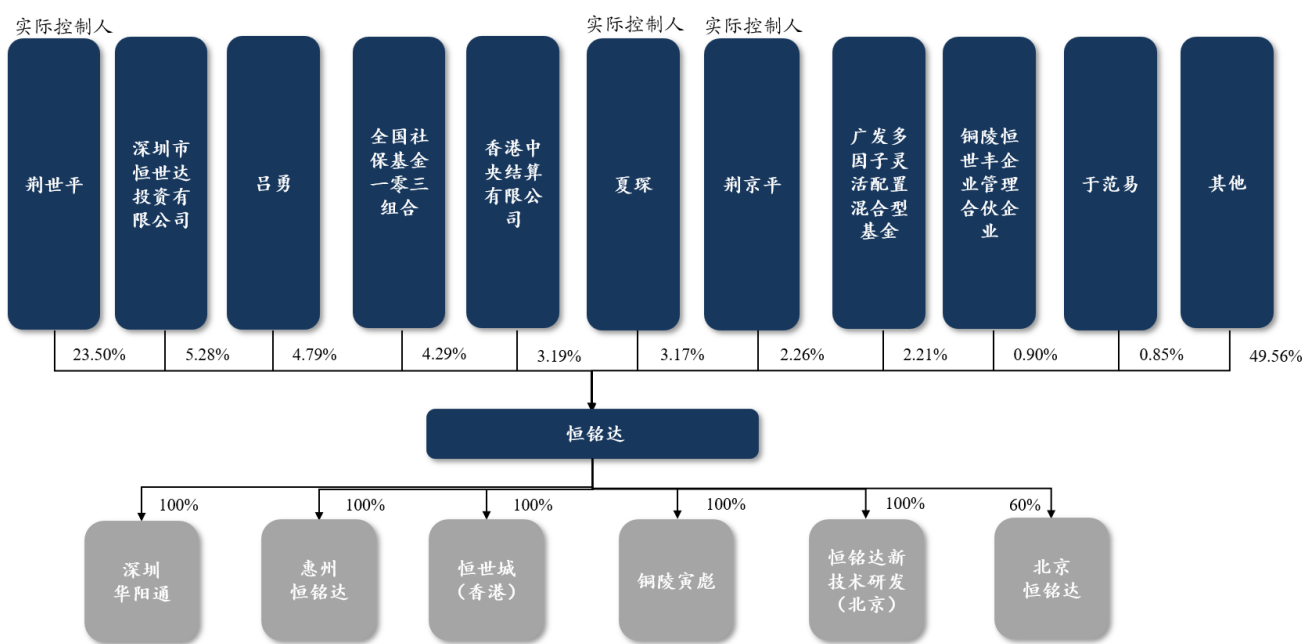


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 1.2. 股权架构：实控人持股稳固

实控人持股集中，治理结构稳定。公司实际控制人为荆世平先生，截至 2025 年末直接持有公司 23.50% 的股份，并与其一致行动人（夏琛、荆京平等）共同对公司实施有效控制。股权结构清晰且相对集中，有利于公司长期战略的制定与高效执行，保障了经营决策的稳定性和连续性。

图5：公司股权架构（截至 2025 年年报）

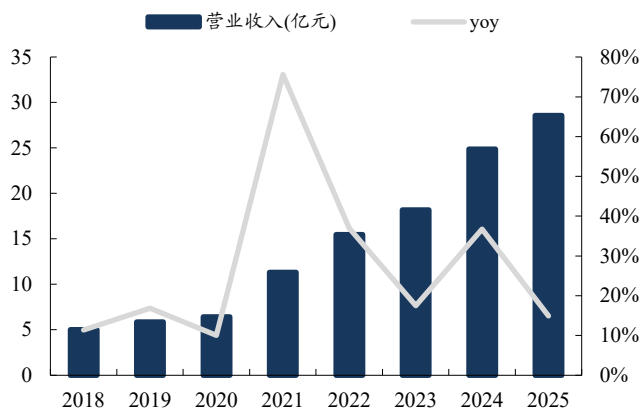


数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 1.3. 财务分析：规模效应显著释放，经营现金流大幅改善

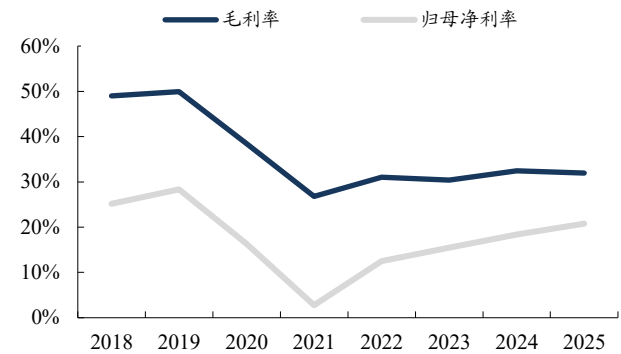
营收规模跨越式扩张，盈利能力强质齐升。公司营业收入从 2018 年的 5.01 亿元跃升至 2025 年的 28.58 亿元，显示出强韧的业务持续性。盈利能力方面，公司毛利率逐年稳步上行，已稳固在 30% 以上的健康高水位。

图6: 公司营收及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

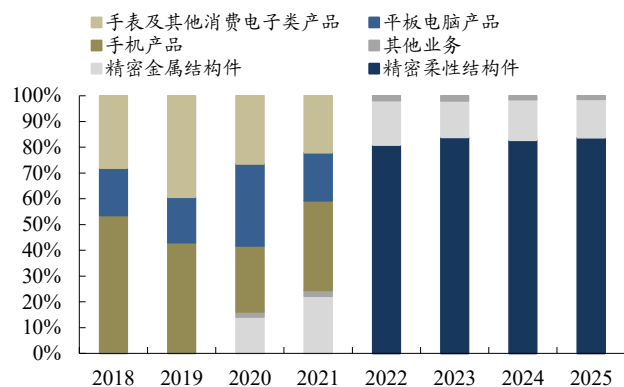
图7: 公司毛利率及归母净利率情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

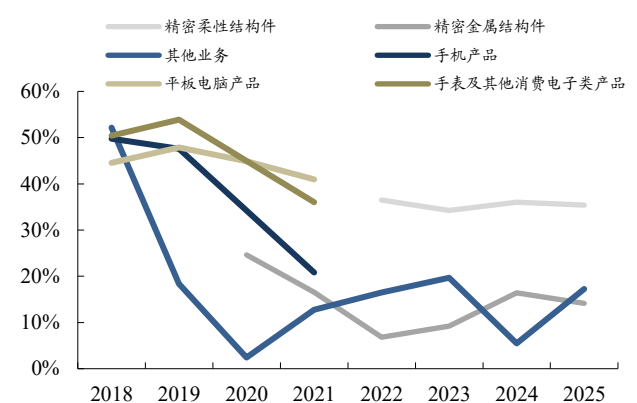
**业务结构方面**, 精密柔性结构件产品作为公司的营收支柱, 2024 年实现营收 20.59 亿元, 2025 年达 23.95 亿元, 且毛利率长期维持在 35% 左右的水平 (2024 年为 35.99%, 2025 为 35.38%), 展现出盈利韧性与规模效应。精密金属结构件业务营收规模稳步扩张, 2025 年增长至 4.26 亿元, 毛利率虽受产能爬坡影响有所波动, 但随着后续高附加值产品的导入, 该板块具备较大的边际改善空间。

图8: 公司营收拆分



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

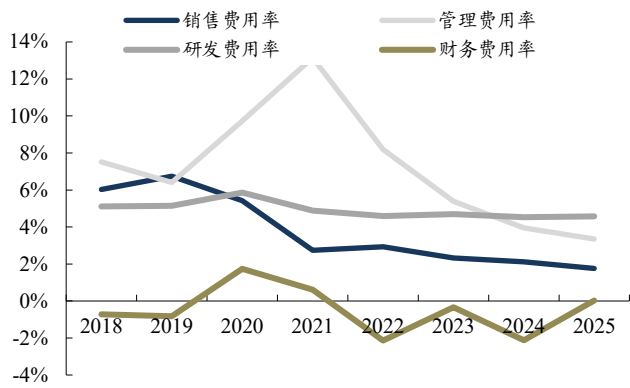
图9: 公司分业务毛利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

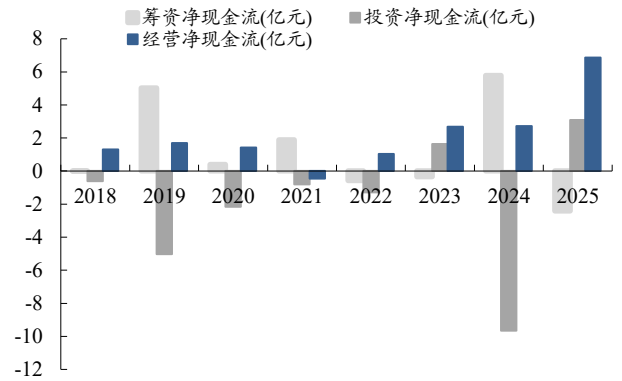
**经营杠杆释放, 现金回流能力持续强化**。公司期间费用率呈现显著的下行趋势, 体现出强大的经营杠杆效应。其中, 管理费用率从 2021 年高点的 13.14% 回落至 2025 年的 3.35%, 2025 年销售费用率亦降至 1.76% 的历史低位, 而研发费用率始终稳定在 4.6% 左右, 确保了降本与创新的平衡。现金流方面, 公司盈利质量大幅提升, **经营性净现金流** 在经历 2021 年的短暂波动后迅速转正并持续高增, 2025 年达到 6.87 亿元, 远超 2024 年全年的 2.71 亿元。我们认为充沛的现金回流不仅验证了核心大客户的回款保障, 也为公司后续的惠州基地建设与产能扩张提供了坚实的内生资金支持。

图10: 公司期间费用率情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 公司现金流情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2. 消费电子业务：“AI+轻薄”重塑主业形态，新品类拓展成长边界

### 2.1. 产业趋势：端侧 AI 重构硬件形态，轻薄化与智能化共振

苹果定义“AI+轻薄”双主线，开启手机形态演进新周期。随着大模型技术向端侧下沉，2025 年成为 AI 智能终端的爆发元年，硬件设备演变为具备感知、推理与执行能力的智能体。复盘苹果 2025 年产品发布会，Apple Intelligence 与 iPhone 17 Air 作为两个亮点，勾勒出行业领军者软件智能化与硬件轻薄化并行的演进路线。智能化方面，随着 Apple Intelligence 的全面落地，Siri 与系统底层深度融合，写作工具、图像生成及跨应用操作等高算力功能对终端硬件的集成度、散热及信号传输提出更高要求。轻薄化方面，iPhone 17 Air 挑战设备厚度物理极限，叠加苹果折叠屏手机的路线图，我们认为轻薄化不单纯是厚度的缩减，还是下一代智能手机（尤其是折叠屏形态）实现形态进化与重构的核心产业趋势。

图 12: iPhone 17 Air 驱动终端设备轻薄化变革



数据来源：MacRumors，东吴证券研究所

图 13: Apple Intelligence 全面落地，系统级 AI 战略重构用户体验

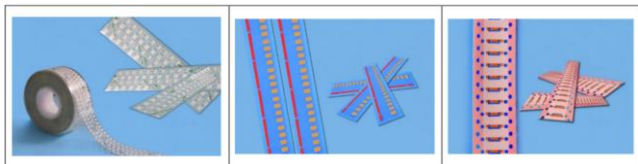
类别	功能
文本写作	<b>写作工具</b> ：在输入框处提供改写、润色、总结、校对、改变语气/风格、提炼要点等。 <b>通知智能摘要</b> ：对通知做摘要、聚合 <b>短信/邮件智能功能</b> ：对话关键点总结；重要邮件置顶等
跨语言能力	<b>实时翻译</b> ：Messages、通话、FaceTime 实时双向翻译
视觉智能	<b>相机</b> ：用相机对准现实世界做识别、提问、翻译、总结 <b>屏幕/截图</b> ：截图后可问答；对高亮图像进行跨App搜索；识别图片上的事件并添加到日历
创作	<b>Genmoji</b> ：文本描述生成表情；多emoji混合 <b>Image Playground</b> ：图像生成/风格化
系统自动化	<b>Spotlight</b> ：动作意图推理
个人内容理解	<b>照片智能搜索</b> ：自然语言找照片/视频、识别情境、对象与文字 <b>照片编辑</b> ：清理画面杂物；生成记忆影片
Siri	更好的上下文理解；复杂问题集成GPT-5
开发者能力	<b>Foundation Models framework</b> ：开发者可直接调用端侧 LLM

数据来源：苹果官网，东吴证券研究所

苹果“AI+轻薄”的战略路径，与恒铭达的技术储备和产品布局形成逻辑互洽，公司有望迎来价值量的显著提升。具体看：

- **粘贴固定类功能器件**：受益于去螺丝化趋势，轻薄新机型带动单机用量提升。粘贴、固定类功能性器件主要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。公司主要产品为各类型的双面胶、热熔胶、泡棉胶等。根据科技博主 Hugh Jeffreys 对 iPhone 17 Air vs 17 Pro 的对比拆机观察：相较于保留 Torx 螺丝固定的 Pro 系列，主打极致轻薄的 iPhone 17 Air 减少了机械螺丝的使用，转而依赖高强度的精密胶粘方案来固定内部组件。这一结构变化验证了在超薄机型中，“去螺丝化”已成为主流设计方案，精密胶粘器件的战略地位显著提升。

图14: 公司的粘贴固定类产品



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

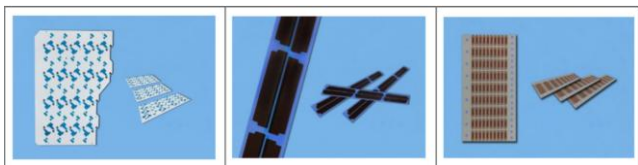
图15: iPhone 17 Air 拆机截图



数据来源: YouTube, Hugh Jeffreys, 东吴证券研究所

- 屏蔽类功能器件: 端侧 AI 驱动高频高速趋势, 屏蔽类旗舰需求提升。**屏蔽类功能性器件能够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。公司主要产品为覆铜板、吸波材、导电胶、导电布、导电泡棉、铜箔、铝箔等。AI 本地推理显著拉升了对 LPDDR 存储速率及数据总线带宽的需求。随着设备工作频率与数据传输速率的倍增, 高频信号产生的电磁辐射强度显著增强, 对板级 EMI 屏蔽的性能要求大幅提升。叠加机型轻薄化趋势下, 元器件间距缩短, 信号串扰风险激增, 更推动了屏蔽器件单机用量的提升。

图16: 公司的屏蔽类产品



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图17: 历代 iPhone RAM 方案梳理

机型	年份	RAM型号	理论峰值速率
iPhone 13 Pro	2021	6GB LPDDR4X	4266 Mbps/pin
iPhone 14 Pro	2022	6GB LPDDR5	6400 Mbps/pin
iPhone 15 Pro	2023	8GB LPDDR5	6400 Mbps/pin
iPhone 16 Pro	2024	8GB LPDDR5X	9600 Mbps/pin
iPhone 17 Pro	2025	12GB LPDDR5X	9600 Mbps/pin

数据来源: iFixit, 三星官网, 东吴证券研究所

## 2.2. 端侧 AI 新形态: AI 眼镜与机器人开启形态创新周期

苹果在 2026-2027 年期间, 除持续推进主业产品迭代外, 正同步加大对端侧硬件创新形态的布局。根据 MacRumors 汇总的多项供应链与产品泄露信息, 苹果潜在规划的新增终端形态包括智能眼镜、家居智能设备及桌面级机器人等。

图18: 苹果 2026-2027 年智能终端产品路线图

产品名称	代号	关键特性
<b>2026年春季</b>		
iPhone 17e	V159	使用C1X基调, 支持MagSafe (iPhone 16e缺失功能), 可能不含N1芯片
AirTag 2	B589	改进配对, 更详细的电量报告, 优化移动中和拥挤场所的追踪能力
Home hub	J490, J491	两个型号 (壁挂式和底座式), 配备1080p摄像头, Face ID (支持多用户识别), 支持Apple Intelligence
HomePod mini 2	B525	无N1网络芯片
Apple TV	J355	预计与家庭中枢等产品同期发布
未知家庭配件	J229	可能是摄像头或壁挂式中枢的独立扬声器底座, 代码中提及传感器
iPad 12	J581, J582	搭载A19芯片 (同iPhone 17), 不含N1芯片
M4 iPad Air	J707, J708, J737, J738	11英寸和13英寸, 升级M4芯片, 无其他重大变化
低成本 MacBook	J700	搭载A18 Pro芯片, 定位最便宜的MacBook, 对标Chromebook和低价Windows本
M5 MacBook Air	J813, J815	升级M5芯片
M5 Pro/Max MacBook Pro	J714c/s, J716c/s	可能在年初更新
<b>2026年9月</b>		
折叠屏 iPhone	V68	书本式开合, 展开约7.7英寸, 闭合约5.3英寸, 类似小iPad, 无灵动岛
iPhone 18 Pro / Pro Max	V63, V64	屏下Face ID (取消灵动岛), 可变光圈摄像头, A20芯片 (台积电), C1X或C2基带
iPad mini 8	J510, J511	可能采用OLED屏幕和A20 Pro芯片 (若用A19 Pro则可能更早发布)
Apple Watch Series 12	N237, N238	无重大变化
Apple Watch Ultra 4	N240	可能与Series 12同期发布, 但也可能不按年度更新
<b>2026年 (时间待定)</b>		
Apple Studio Display 2	J427, J527	两款显示器, 可能采用Mini-LED, 预计随M5台式机发布
Mac mini (M5/M5 Pro)	J873g, J873s	可能年初或随其他台式机发布
Mac Studio (M5 Max/Ultra)	J775c, J775d	预计较晚发布
iMac Pro	J833c	搭载M5 Max芯片, 屏幕可能约30英寸
M6 MacBook Pro (入门级)	J804	可能在年底更新M6芯片
M6 Pro/Max MacBook Pro	K114c/s, K116c/s	重大重新设计, 采用OLED屏幕
AI 智能眼镜	N50/N401	与Meta Ray-Bans竞争, 原代号N50, 现涵盖AR眼镜
<b>2027年</b>		
iPhone 18	未提及	推迟至春季发布 (非传统的秋季), 增量更新, 可能移除相机控制按钮的触觉反馈
iPhone 18e	未提及	随iPhone 18发布, 变化较少
iPhone Air 2	V62	第二代推迟发布, 可能增加第二个摄像头, 价格可能更亲民
20周年纪念版 iPhone	未提及	前后边缘弯曲包裹, 无边框, 前置屏下, 无任何屏幕开孔
桌面机器人 (Tabletop robot)	J595	带细机械臂和旋转底座, 家庭中枢的增强版

数据来源: MacRumors, 东吴证券研究所

展望 2026-2027 年, 苹果硬件创新将聚焦于 AI 眼镜与家庭机器人等新形态。我们基于 iPhone 庞大的存量基础及 iPad 产品结构, 对新品销量进行如下测算:

- **AI 智能眼镜: 首年销量约 705 万台。**从产业逻辑看, AI 眼镜旨在分流部分手机高频交互场景, 是 iPhone 生态向面部穿戴的延伸与替代。2025 年 iPhone 全球活跃安装量约为 23.5 亿部, 参考 2015 年第一代 Apple Watch 发布时, iPhone 存量约为 5 亿部, 首年出货量 1000-1200 万台, 对应首年渗透率约为 2.0%-2.4%。考虑到眼镜品类功能成熟度可能低于同期的手表, 我们给予 0.3% 的首年渗透率假设, 对应 705 万台的首年销量。
- **桌面机器人: 定位于高端小众市场, 首年销量预估 114 万台。**根据供应链爆料, 桌面机器人形态趋近于“iPad+机械臂”, 预计售价超 1000 美元。我们认为其定位是家庭场景下的高端智能中枢, 其市场空间的基数应当锚定旗舰级 iPad 产品。2024 年全球 iPad 出货量约 5700 万台, 根据 CIRP 抽样调查显示 iPad Pro 占 iPad 销量~40%, 对应核心潜在用户基数为 2280 万人/年。考虑到桌面机器人仅限于

家庭固定场景，使用场景窄于可移动的 iPad Pro，我们假设有 5% 的 iPad Pro 核心用户愿意尝鲜购买，对应首年出货量约为 114 万台。

图19：苹果眼镜/桌面机器人出货量测算

	单位	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>AI智能眼镜销量</b>	<b>万台</b>	<b>705</b>	<b>940</b>	<b>2820</b>	<b>3995</b>	<b>4700</b>
潜在用户基数（iPhone全球活跃安装量）	万部	235000	235000	235000	235000	235000
渗透率假设		0.30%	0.40%	1.20%	1.70%	2.00%
<b>桌面机器人销量</b>	<b>万台</b>		<b>114</b>	<b>136.8</b>	<b>159.6</b>	<b>182.4</b>
潜在用户基数（iPad Pro用户）	万部		2280	2280	2280	2280
iPad 全球年出货量	万部		5700	5700	5700	5700
高端用户筛选			40%	40%	40%	40%
渗透率假设			5%	6%	7%	8%

数据来源：MacRumors，苹果官网，Canalys，东吴证券研究所

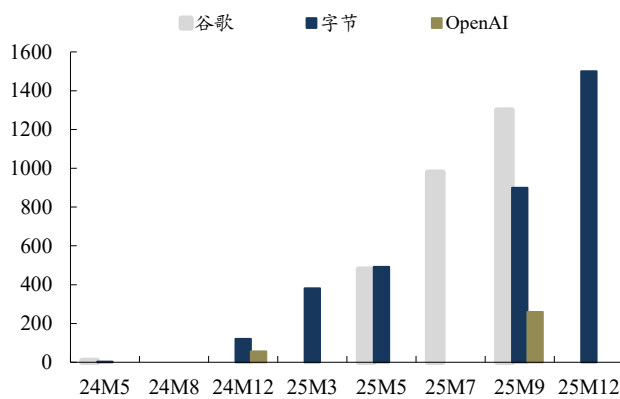
**AI 终端轻量化与交互变革，驱动结构件需求提升。** AI 眼镜与桌面机器人等新一代智能终端对设备重量与内部堆叠密度有较高要求，公司的高精密粘贴固定类器件（如特种胶带、精密结构胶）将成为实现轻量化与高可靠性的关键方案，单机用量与价值量有望随新产品形态的落地而显著提升。语音交互是 AI 智能终端的核心入口。为确保 Siri 等大模型语音助手的精准拾音，终端设备对声学防尘网、透气构件及精密声学外观件的制造工艺提出了更高标准。公司在声学功能件领域积累深厚，将直接受益于 AI 终端对声学性能要求的升级。

### 3. 新业务布局：卡位 AI 算力底座与新能源充电，构筑第二成长极

#### 3.1. 通信机柜：华为 AI 超节点落地，驱动结构件需求倍增

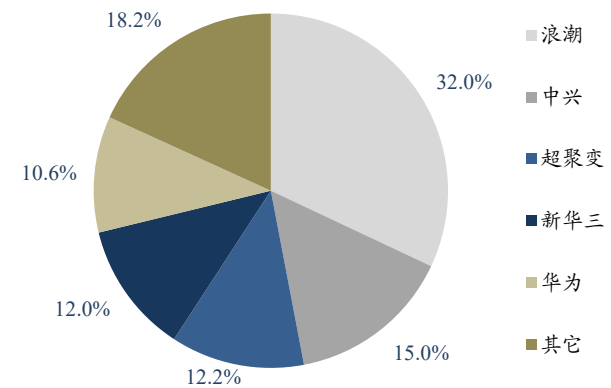
从 Token 调用规模来看，AI 推理需求呈现出显著的指数级增长趋势。以字节为例，我们测算豆包大模型的日均 Token 使用量在自 25M5 - 25M12 约一年半时间内实现超过 400 倍增长。表明国内 AI 应用侧的真实使用需求正在持续释放，推理算力需求具备较强的确定性和持续性。在需求快速增长的背景下，国内 AI 服务器竞争格局亦逐步清晰，华为占据重要市场份额。华为在国产芯片、服务器整机及互连方案上的体系化能力，使其在政企及大模型训练、推理场景中具备较强竞争力。据 MIR 睿工业，华为在 25H1 中国 AI 服务器销售额占比 10.6%，已形成具备一定体量的市场份额。整体来看，国内 AI 服务器市场集中度适中，在算力需求持续上行的背景下，头部厂商有望同步分享行业成长红利。

图20：从 Token 调用看，AI 推理算力需求持续抬升(单位：T tokens)



数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

图21：25H1 中国 AI 服务器销售额占比



数据来源：MIR 睿工业，东吴证券研究所

华为在数据中心算力基础设施层面显著加快产品迭代节奏，以超节点为核心，推进 AI 数据中心底座的规模化落地。2025 年 HUAWEI CONNECT 上，华为正式发布基于 UnifiedBus 的开放式超节点 (SuperPoD) 架构，并集中推出 Atlas 950/850/860 超节点、Atlas 350 加速卡以及 TaiShan 950 超节点等一系列面向数据中心的服务器与集群产品，标志着其向超大规模算力节点的产品形态升级已进入实质落地阶段。超节点产品在交付上趋向整机化，有望带动华为数据中心相关产品出货量增长。据时报资讯，2025 年 Atlas 900 A3 超节点已出货 300 台。后续伴随超节点在 AI 训练与推理场景中的渗透率提升，华为在数据中心领域的出货规模有望进入加速扩张阶段。

图22: 华为服务器产品发布路线图

日期	产品/型号	类别	关键点
2025年3月4日	NetEngine 8000E F2D	路由器	超高密度 GE-400GE 融合路由器, 面向园区-数据中心-跨DC承载
2025年3月4日	星河AI广域网解决方案	解决方案	同场发布升级版方案, 强调 SRv6、网络切片、IFIT、Xsec 等能力
2025年9月18日	Open-Access SuperPoD Architecture (基于 UnifiedBus)	超节点架构	提出开放式 SuperPoD 架构, 实现服务器级深度互联, 支撑超大规模集群
2025年9月18日	Atlas 950 SuperPoD	超节点	全液冷超节点, 定位高密度 AI 数据中心
2025年9月18日	Atlas 850 SuperPoD	超节点	风冷超节点服务器方案之一
2025年9月18日	Atlas 860 SuperPoD	超节点	风冷超节点服务器方案之一, 补齐不同功耗/部署需求
2025年9月18日	TaiShan 950 SuperPoD	通算超节点	官方称“业界首款通用计算超节点服务器”
2025年9月18日	Atlas 900 A3 SuperPoD (出货披露)	超节点	2025 年已出货 300+ 台, 已在多行业部署
2026 年第四季度	Atlas 950 SuperPoD (Supernode)	超节点	计划于 2026 年第四季度推出, 支持 8,192 颗 Ascend 芯片
2027 年第四季度	Atlas 960 SuperPoD (Supernode)	超节点	计划于 2027 年第四季度推出, 支持 15,488 颗 Ascend 芯片

数据来源: 华为官网, 路透社, 东吴证券研究所

华为通过超节点架构在算力和存力等关键维度实现对国际领先方案的补齐。据 SemiAnalysis, 华为 Ascend 910C 在单芯片层面与英伟达 GB200 仍存在代际差距: 在 BF16 密集算力、HBM 带宽及 Scale-Up 带宽等指标上, 910C 约为 GB200 的 30%-40% 水平, 体现国产 AI 芯片在单点性能上的客观差距。但华为并未沿单芯片性能对标路径推进, 而是通过 CloudMatrix 384 (超节点) 在系统级进行补偿与重构。对比英伟达 GB200 NVL72, CloudMatrix 384 通过大规模 scale-up, 将单一系统内 GPU 数量提升至 384 颗, 从而在系统层面的 BF16 总算力、HBM 总容量及总带宽上实现对英伟达方案的显著超越, 其中系统级算力约为 1.7 倍, HBM 容量与带宽分别达到 3.6 倍和 2.1 倍。

图23: 华为产品和英伟达的参数对比

指标	单位	英伟达	华为	华为相对于英伟达
<b>芯片与封装级</b>		<b>NVIDIA GB200</b>	<b>昇腾910C</b>	
BF16 密集算力	TFLOPS	2,500	780	0.3x
HBM 容量	GB	192	128	0.7x
HBM 带宽	TB/s	8	3.2	0.4x
Scale-Up 带宽	Gb/s (单向)	7,200	2,800	0.4x
Scale-Out 带宽	Gb/s (单向)	400	400	1.0x
<b>系统级</b>		<b>GB200 NVL72</b>	<b>CloudMatrix 384</b>	
BF16 密集算力	PFLOPS	180	300	1.7x
HBM 总容量	TB	13.8	49.2	3.6x
HBM 总带宽	TB/s	576	1,229	2.1x
Scale-Up 总带宽	Gb/s (单向)	518,400	1,075,200	2.1x
Scale-Up 域规模	GPU 数量	72	384	5.3x
Scale-Out 总带宽	Gb/s (单向)	28,800	153,600	5.3x
整机系统功耗	W	145,000	599,821	4.1x
单位 BF16 算力功耗	W/TFLOP	0.81	2	2.5x
单位内存带宽功耗	W / TB/s	251.7	488.1	1.9x
单位内存容量功耗	kW / TB	10.5	12.2	1.2x

数据来源: SemiAnalysis, 东吴证券研究所

绑定核心大客户, 受益国产算力集群横向扩展带来的结构件量增。恒铭达通过全资子公司华阳通, 与通信行业核心大客户建立了深度的战略合作伙伴关系, 产品线全方位覆盖骨干网/城域网路由器、数据中心交换机、光传输设备及大型室外机柜。在当前国产 AI 算力采取集群横向扩展技术路线的背景下, 国产方案在同等算力规模下, 客观上需要

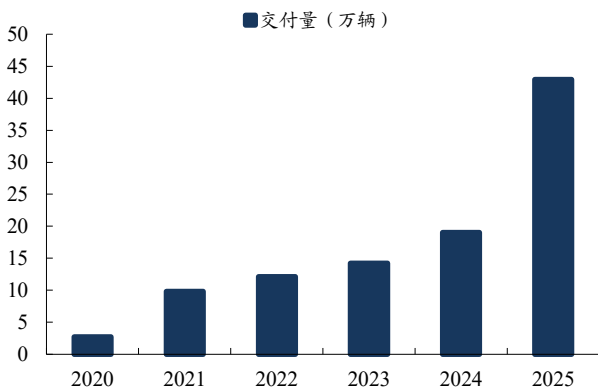
消耗更多的服务器节点、数据中心交换机以及配套的物理机柜。公司作为核心交换/路由设备的结构件供应商，将直接受益于算力集群物理规模的膨胀。

**惠州基地将于 2026 年建设完成，精准承接智算爆发期。**公司前瞻性布局了惠州智能制造基地，据公司交流口径该基地预计于 2026 年落地，这将重点强化公司的大尺寸精密金属结构件加工能力。时间维度上，2025-2027 年正是核心客户新品爆发的关键窗口期。惠州基地的建成将精准卡位这一需求节点，为公司承接华为的算力基础设施订单提供充足的产能弹性。

### 3.2. 新能源：受益车桩比优化趋势，核心客户配套需求高增

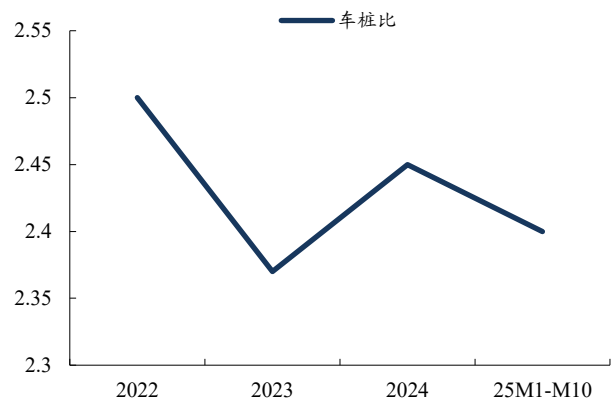
在工信部推动“车桩比 1:1”长远目标的政策指引下，新能源充电基础设施正处于加速建设期，截至 25 年 10 月，行业车桩比已逐步优化至约 2.4:1。以小鹏汽车为代表的头部整车厂在此趋势下扩产迅猛：交付量的爆发带动私有桩配套率与自营超充网络的双重放量。

图24：2020 年-2025 年小鹏汽车交付量情况



数据来源：小鹏汽车公司公告，东吴证券研究所

图25：中国新能源汽车车桩比情况



数据来源：觉知汽车，蔚蓝科技，东吴证券研究所

公司深度绑定造车新势力头部企业小鹏汽车，作为其充电桩结构件的核心供应商，我们采用“私桩随车配套+公桩超充布局”的模型，对公司未来在该客户处的业务增量空间进行测算。

- **私有充电桩：**参考小鹏汽车 2025 年累计交付 42.9 万部的实绩，我们保守假设 2026 年交付量基数为 44 万部，并维持未来 10%的年复合增长率。私有充电桩配置率方面，参考乘联分会及中国充电联盟（EVCIPA）数据，截至 2025 年 9 月，我国私有桩保有量约 1359 万座，对应同期新能源车保有量约 3900 万部，全行业平均私桩配置率约为 35%。我们假设小鹏用户的私桩配置率在 35%的基础上，每年保持 1%的渗透率提升。预计 2026-2030 年，小鹏汽车私有桩需求量将从 15.4 万座稳步攀升至 25.12 万座。

- **公用充电桩：**依据小鹏汽车官方发布的补能网络规划，公司在 2026 年底新增自营站 4500 座、2027 年底新增 5000 座。假设单站平均配备 8 个充电桩终端。预计 2026 年小鹏汽车公用超充桩新增需求约为 3.6 万座，2027 年将提升至 4 万座。

图26：新能源汽车充电桩需求空间测算

	单位	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>小鹏汽车私有充电桩</b>	<b>万座</b>	<b>15.40</b>	<b>17.42</b>	<b>19.70</b>	<b>22.25</b>	<b>25.12</b>
小鹏汽车交付量	万部	44	48	53	59	64
私有充电桩配置率		35%	36%	37%	38%	39%
<b>小鹏汽车公用充电桩</b>	<b>万座</b>	<b>3.6</b>	<b>4.0</b>	<b>4.4</b>	<b>4.8</b>	<b>5.2</b>
小鹏新增自营充电站目标	万座	0.45	0.50	0.55	0.60	0.65
单站桩数	座	8	8	8	8	8

数据来源：中国充电联盟，小鹏汽车公司公告，东吴证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 盈利预测

公司为国内精密结构件及功能器件核心供应商，深度绑定消费电子与通信领域头部客户。2025 年公司实现营业收入 28.58 亿元，同比增长 15%，综合毛利率 31.98%。我们预计公司 2026-2028 年营业收入将分别达到 42.35/59.56/74.01 亿元，综合毛利率维持在 32%-33%水平，伴随新产能释放业绩弹性显著。分业务假设如下：

**(1) 精密柔性结构件：**作为公司核心板块，2025 年实现营收 23.95 亿元，同比增长 16%。得益于大客户新品迭代，叠加 AI 终端带来的结构件升级需求，业务有望保持稳健高增。预计 26-28 年营收分别为 34.40/47.85/59.51 亿元，毛利率 35.6%/35.7%/35.7%。

**(2) 精密金属结构件：**大客户积极布局算力基础设施与充电网络升级，带动公司业务迎来爆发期。2025 年实现营收 4.26 亿元，同比增长 9%。伴随惠州基地 2026 年投产及国产 AI 算力集群和充电网络建设需求释放，预计 26-28 年营收分别为 7.58/11.34/14.13 亿元，毛利率 17.5%/18.2%/18.4%。

**(3) 其他业务：**预计 26-28 年营收稳定在 0.37 亿元水平，毛利率维持 17%左右。

整体来看，公司消费电子基本盘稳固，通信业务打造第二增长极，未来三年有望在产能释放与行业红利共振下实现跨越式增长。

图27：恒铭达盈利预测

		2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营收</b>	<b>亿元</b>	<b>18.18</b>	<b>24.86</b>	<b>28.58</b>	<b>42.35</b>	<b>59.56</b>	<b>74.01</b>
精密柔性结构件		15.25	20.59	23.95	34.40	47.85	59.51
精密金属结构件		2.59	3.9	4.26	7.58	11.34	14.13
其他业务		0.34	0.37	0.36	0.37	0.37	0.37
<b>营收同比</b>	<b>%</b>	<b>17%</b>	<b>37%</b>	<b>15%</b>	<b>48%</b>	<b>41%</b>	<b>24%</b>
精密柔性结构件		22%	35%	16%	44%	39%	24%
精密金属结构件		-3%	51%	9%	78%	50%	25%
其他业务		21%	9%	-3%	3%	0	0
<b>毛利率</b>	<b>%</b>	<b>30.41%</b>	<b>32.47%</b>	<b>31.98%</b>	<b>32.16%</b>	<b>32.25%</b>	<b>32.31%</b>
精密柔性结构件		34.24%	35.99%	35.38%	35.56%	35.69%	35.72%
精密金属结构件		9.25%	16.44%	14.11%	17.47%	18.23%	18.35%
其他业务		19.70%	5.48%	17.22%	17.22%	17.22%	17.22%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

### 4.2. 投资建议

我们选取消费电子精密制造领域的领益智造、立讯精密作为可比上市公司，2026-2027 年可比公司平均 PE 倍数分别为 22/17x。我们预计恒铭达 2026-2028 年归母净利润

分别为 7.6/9.9/11.8 亿元，其中 2026-2027 年对应 PE 倍数 18/13x，估值低于可比公司平均水平。考虑到公司在消费电子精密结构件领域深度绑定核心大客户，受益于 AI 算力与新能源充电桩建设迎来第二增长曲线，产能释放有望驱动业绩持续高增，具备较高安全边际，维持“买入”评级。

图28: 可比公司估值表

单位：亿元		归母净利润				PE(x)		
		总市值	2025A/E	2026E	2027E	2025A/E	2026E	2027E
002600.SZ	领益智造	938	22.9	35.6	46.5	50	27	20
002475.SZ	立讯精密	3,589	169.6	218.3	271.4	21	16	13
	平均值					36	22	17
002947.SZ	恒铭达	129	5.3	7.6	9.9	25	18	13

数据来源：各公司公告，Wind，东吴证券研究所

注：除恒铭达采用东吴预测外，其他 A 股上市公司均采用 2026 年 3 月 31 日 Wind 一致预期。以上信息截至 2026 年 3 月 31 日

由于部分公司 2025 年年报尚未披露，相关指标仍采用 2025E 预测数据。

## 5. 风险提示

**消费电子需求波动及核心客户订单不及预期风险：**公司主营业务高度绑定消费电子与头部终端品牌。若全球消费电子需求复苏节奏放缓，或核心客户在新品节奏、备货策略上出现调整，可能对公司订单规模及产能利用率产生不利影响，从而压制短期业绩表现。

**端侧 AI 渗透及新品放量节奏低于预期风险：**若端侧 AI 功能在用户侧渗透速度不及预期，或相关新品商业化进度放缓，可能影响公司新一轮成长动能释放。

**通信及新能源业务放量不及预期风险：**公司通信与新能源相关业务依赖于国内算力需求扩张及充电桩、储能及车企扩产节奏。若相关需求增长放缓，或下游客户在服务器、充电桩等资本开支上趋于谨慎，可能导致公司相关结构件订单释放节奏低于预期。

**新建产能投放及爬坡不及预期风险：**惠州智能制造基地预计于 2026 年投产，重点承接大尺寸精密金属结构件需求。若项目建设、设备调试或客户认证进度不及预期，可能对公司承接 AI 算力与新能源订单的节奏产生影响，并阶段性拖累成本与盈利能力。

恒铭达三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>3,710</b>	<b>4,722</b>	<b>7,070</b>	<b>8,526</b>	<b>营业总收入</b>	<b>2,858</b>	<b>4,235</b>	<b>5,956</b>	<b>7,401</b>
货币资金及交易性金融资产	2,065	2,275	3,635	4,268	营业成本(含金融类)	1,944	2,873	4,035	5,010
经营性应收款项	1,328	2,033	2,858	3,552	税金及附加	20	30	42	52
存货	293	391	551	678	销售费用	50	85	107	148
合同资产	0	0	0	0	管理费用	96	146	238	296
其他流动资产	23	24	26	28	研发费用	131	220	417	555
<b>非流动资产</b>	<b>734</b>	<b>829</b>	<b>911</b>	<b>998</b>	财务费用	1	(16)	(19)	(40)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	10	6	10	0
固定资产及使用权资产	543	604	652	705	投资净收益	14	0	0	0
在建工程	12	37	63	88	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产	65	66	66	67	减值损失	(30)	(32)	0	0
商誉	74	81	88	95	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	22	22	22	22	<b>营业利润</b>	<b>612</b>	<b>871</b>	<b>1,146</b>	<b>1,381</b>
其他非流动资产	19	20	20	20	营业外净收支	(2)	(3)	(3)	(3)
<b>资产总计</b>	<b>4,444</b>	<b>5,552</b>	<b>7,981</b>	<b>9,524</b>	<b>利润总额</b>	<b>610</b>	<b>868</b>	<b>1,143</b>	<b>1,378</b>
<b>流动负债</b>	<b>959</b>	<b>1,382</b>	<b>1,870</b>	<b>2,279</b>	减:所得税	76	108	149	193
短期借款及一年内到期的非流动负债	166	162	158	153	<b>净利润</b>	<b>534</b>	<b>759</b>	<b>994</b>	<b>1,185</b>
经营性应付款项	707	1,037	1,457	1,809	减:少数股东损益	2	0	0	0
合同负债	1	2	3	4	<b>归属母公司净利润</b>	<b>532</b>	<b>759</b>	<b>994</b>	<b>1,185</b>
其他流动负债	85	180	252	313	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.08	2.96	3.88	4.62
非流动负债	357	350	350	350	EBIT	598	852	1,124	1,337
长期借款	270	270	270	270	EBITDA	685	908	1,185	1,405
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.98	32.16	32.25	32.31
租赁负债	67	67	67	67	归母净利率(%)	18.61	17.93	16.69	16.01
其他非流动负债	19	12	12	12	收入增长率(%)	14.94	48.20	40.64	24.26
<b>负债合计</b>	<b>1,316</b>	<b>1,732</b>	<b>2,220</b>	<b>2,629</b>	归母净利润增长率(%)	16.43	42.78	30.89	19.18
归属母公司股东权益	3,115	3,807	5,749	6,882					
少数股东权益	13	13	13	13					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,128</b>	<b>3,820</b>	<b>5,761</b>	<b>6,895</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,444</b>	<b>5,552</b>	<b>7,981</b>	<b>9,524</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	687	434	568	851	每股净资产(元)	12.16	14.86	22.44	26.86
投资活动现金流	308	(147)	(146)	(157)	最新发行在外股份(百万股)	256	256	256	256
筹资活动现金流	(241)	(65)	937	(61)	ROIC(%)	15.06	18.76	18.49	16.86
现金净增加额	741	210	1,359	634	ROE-摊薄(%)	17.07	19.95	17.29	17.22
折旧和摊销	88	56	61	68	资产负债率(%)	29.61	31.19	27.81	27.60
资本开支	(69)	(153)	(146)	(157)	P/E(现价&最新股本摊薄)	25.19	17.64	13.48	11.31
营运资本变动	30	(407)	(495)	(409)	P/B(现价)	4.30	3.52	2.33	1.95

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>