

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

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。

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

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。

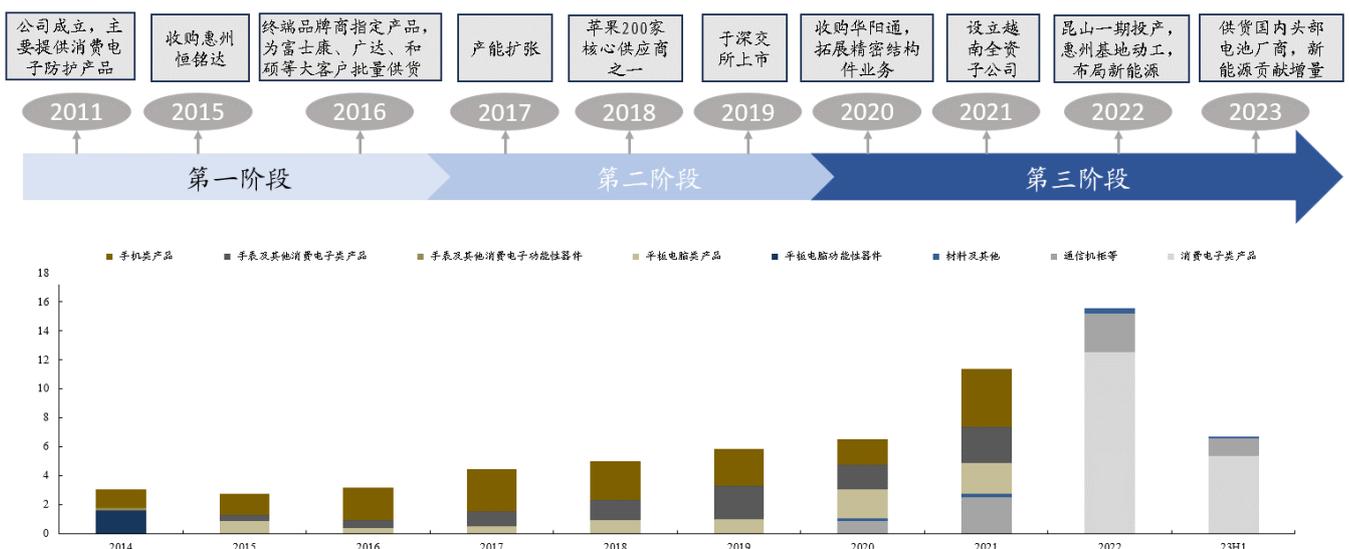
公司发展历程分为三个阶段：

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。

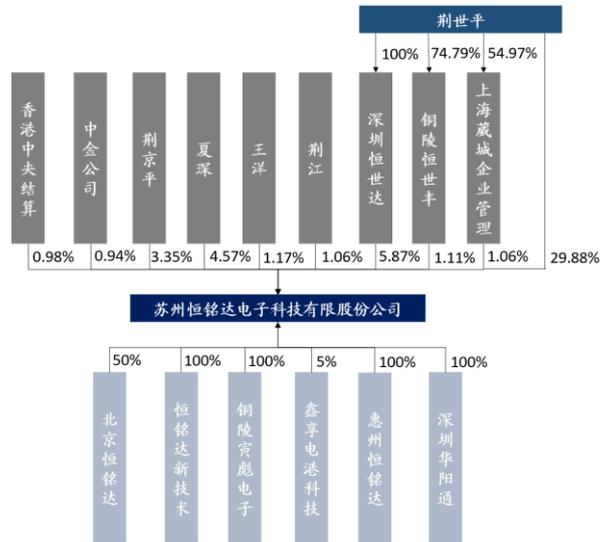
表 1: 公司主要产品

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

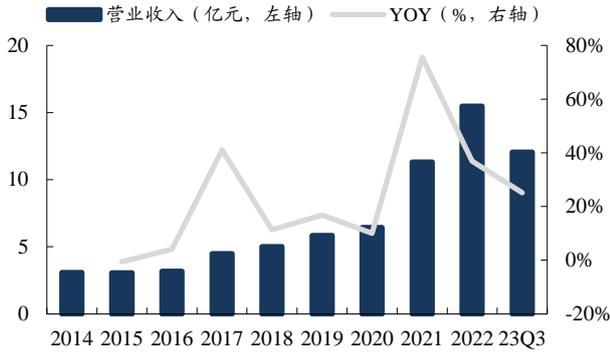
姓名	职位	主要履历
荆世平	董事长	曾任职于香港大生公司、深圳市宝安区恒铭达包装印刷厂；1999年10月至2017年7月任昆山包材董事长兼总经理；2002年7月至2015年7月任深圳包材董事长、总经理；2006年11月至2016年3月任惠州包材董事、总经理；2017年2月至今任公司董事长。
荆天平	董事、总经理	曾任职于香港大生公司、深圳市宝安区恒铭达包装印刷厂；2003年4月至2017年7月任昆山包材董事；2017年7月至2017年8月任昆山包材执行董事；2011年7月至2017年2月任恒铭达有限执行董事、总经理；2017年2月今任公司董事、总经理。
荆京平	董事、副董事长、副总经理、董事会秘书	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

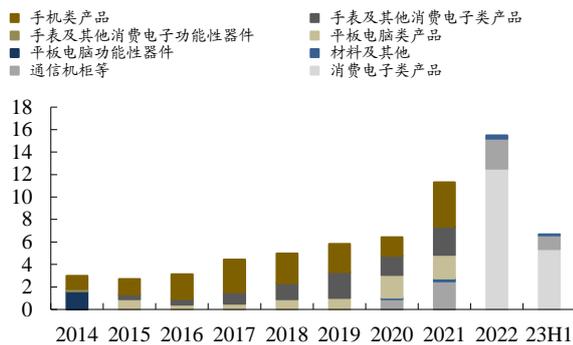
图4: 恒铭达归母净利润情况 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

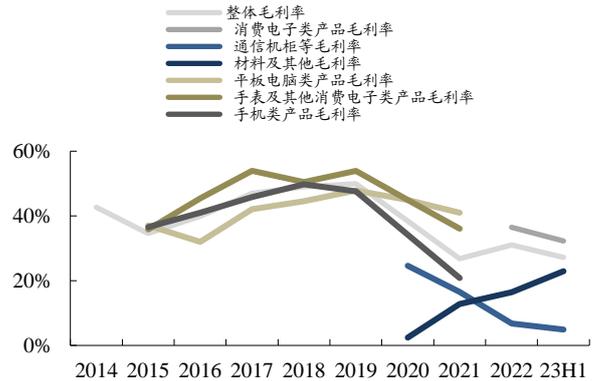
消费电子产品贡献主要营收, 数通、新能源业务随着产能扩张占比有望持续扩大。23H1 消费电子业务营收 5.37 亿元, 占比 80.6%, 毛利率 32.26%, 通信机柜等业务营收 1.21 亿元, 占比 18%, 毛利率 4.90%。预计随着公司在数通、新能源领域的产能建设完成, 相关业务营收有望获得较快增长。

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

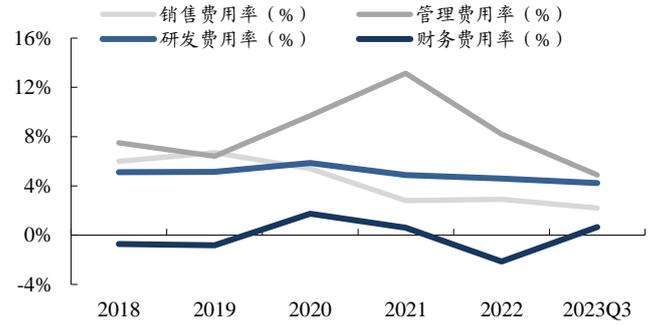
研发费用逐年增长保障产品迭代扩展, 费用率整体稳定。23Q1-Q3 公司研发费用 0.56 亿元, 同比增长 9.8%, 研发费用率 4.2%, 持续的研发投入保障了公司的产品迭代与产品线扩展, 其他费用率整体保持稳定。

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



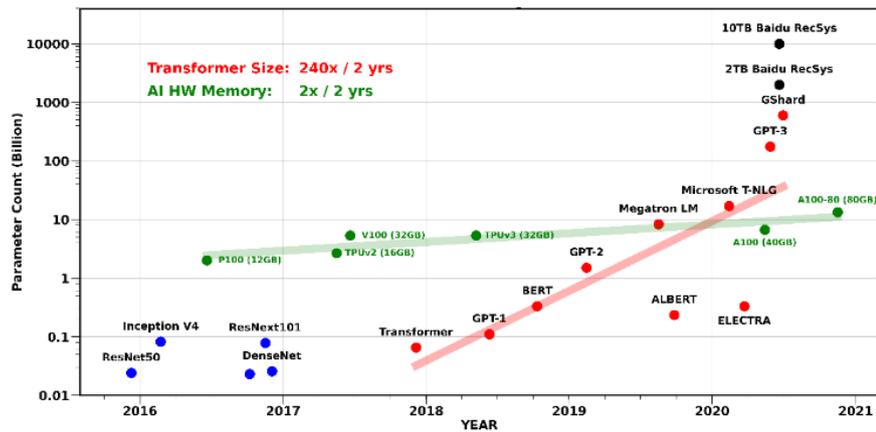
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

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

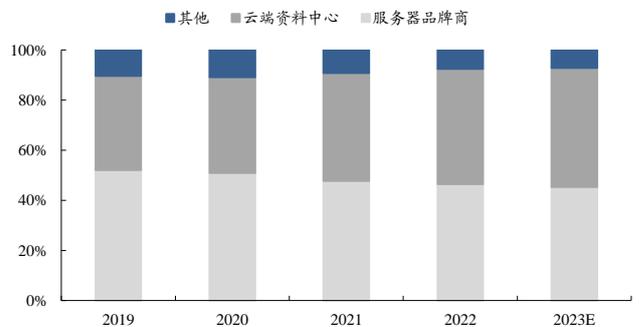
受云厂商去库存及压缩资本开支影响,服务器出货量承压,但由于基数较大市场空间仍然广阔。云厂商作为服务器的主要采购方,去库存及降低资本开支对服务器出货量造成不利影响,根据 Trendforce 数据,2023 年服务器出货量约 1380 万台,同比减少 2.9%,同时根据 Digitimes 数据,云厂商服务器需求占总需求比重将由 2019 年的 37.6% 提升到 2023 年的 47.5%,云厂商的采购需求对服务器整体景气度影响逐年扩大,预计随着宏观环境回暖,通用服务器市场景气度会伴随云厂商的业绩改善回升,且服务器出货量基数较大,市场空间广阔。

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

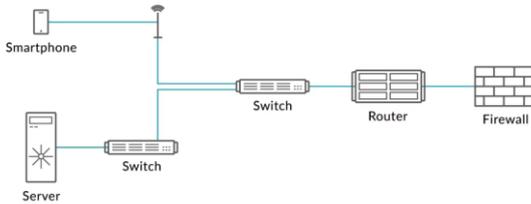


数据来源: Digitimes, 东吴证券研究所

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

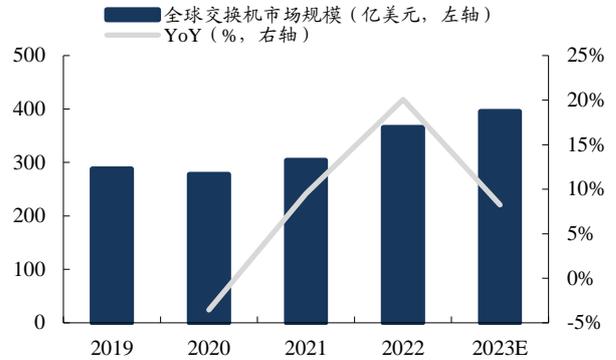
交换机需求不断增长，以适应不断增长的服务器数量和日益复杂的网络需求。根据 IDC 数据，2023 年全球交换机市场空间预计达到 395 亿美元，同比增长 8%，随着 AI 浪潮的演进交换机需求有望进一步上涨。

图13: 交换机工作示意图



数据来源: Juniper, 东吴证券研究所

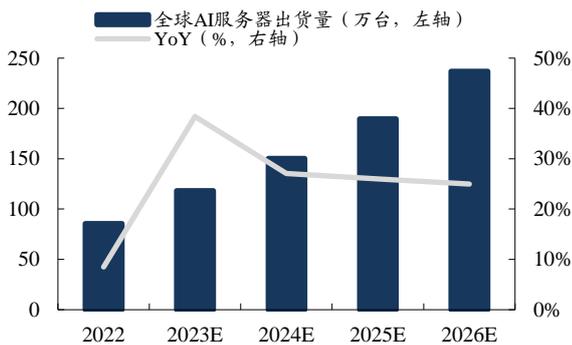
图14: 全球交换机市场规模



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

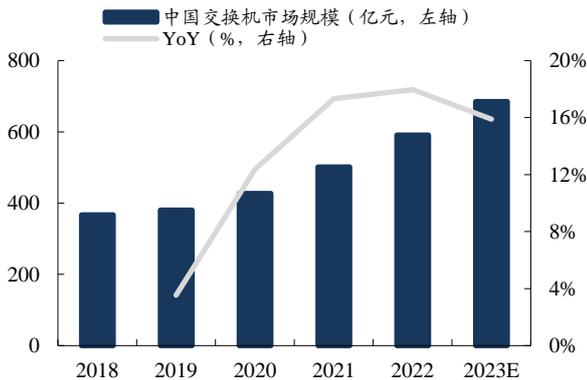
	架构	算力	最大功耗
昇腾 910	达芬奇架构	640 TOPS@INT8, 320TFLOPS@FP16	310W
A100	英伟达安培架构	624 TOPS@INT8, 312TFLOPS@FP16	300W

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

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/436154034051010035>