

其他电子II行业深度报告

整车制造降价提速，一体化嵌塑集成蓄势待发 增持（首次）

2024年02月20日

证券分析师 马天翼

执业证书：S0600522090001

maty@dwzq.com.cn

研究助理 王润芝

执业证书：S0600122080026

wangrz@dwzq.com.cn

关键词：#新产品、新技术、新客户

投资要点

■ **一体化嵌塑集成工艺革新整车底盘制造工艺**：一体化嵌塑集成工艺指在模具内装入预先准备的金属冲压嵌件后注入塑料粒子，熔融的材料与嵌件接合固化，制成一体化产品的成型工法。相较于传统汽车底盘三电系统结构件生产方式，一体化嵌塑集成工艺具备**多重优势**：**1) 降本提效**：减少零部件及金属件用量在材料层面降本，减少下游厂商组装工序在减少产线与人力层面降本提效。**2) 提升底盘集成度**：在零部件环节将铜排、连接器等零部件集成到一起，充分利用空间。**3) 提升整车安全性与可靠性等**：一体化嵌塑集成产品减少后续组装零件数量的同时通过集成工艺的改进提升产品可靠性。

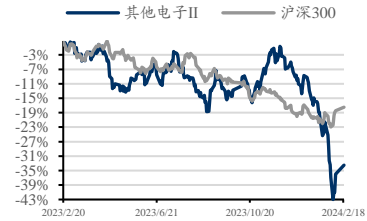
■ **整车降本+集成化趋势驱动一体化嵌塑集成工艺加速渗透**：2022年各车企开启降价竞争，整车销售价格不断下降，以特斯拉 Model Y 长续航版为例，2022年中旬至2024年1月，价格下降幅度达24%。整车成本压力传导至上游零部件环节，相关厂商毛利率近两年持续下滑，驱动更具成本优势的集成性解决方案产品加速渗透，叠加精简设计驱动新能源汽车硬件系统集成化加速，一体化嵌塑集成工艺凭借其高度集成化及成本优势正加速在国内外新能源车产量应用。

■ **特斯拉等行业龙头陆续采用，嵌塑集成件迎量价齐升**：当前特斯拉第四代电控产品已经开始采用一体化嵌塑集成工艺，起到显著集成、降本效果，伴随特斯拉、宝马等头部企业在电控、电池、电机、小三电系统 BDU/PDU 等汽车底盘核心系统采用，一体化嵌塑集成有望加速汽车底盘集成化技术升级，单车价值量有望从2023年2000元提升至4000元以上，我们预计2028年全球嵌塑集成件市场规模可达604亿元。

■ **投资建议**：一体化嵌塑集成工艺提升汽车底盘零部件集成度，相较于传统零部件方案具备降本提效、更具安全性可靠性等优势，当前行业龙头特斯拉、宝马等车企已展开应用，在新能源汽车加速降本趋势推动下，行业迎高速增长机遇。一体化嵌塑集成产品生产具备较高技术及客户壁垒，当前行业竞争者较少。推荐兴瑞科技（国内一体化嵌塑集成件领军企业，深度绑定松下、日电产等核心客户），建议关注合兴股份。

■ **风险提示**：一体化嵌塑集成件在汽车端渗透不及预期；厂商扩产进度不及预期；新能源汽车销量不及预期。

行业走势



相关研究

《兴瑞科技(002937)：2023年三季度报点评：业绩符合预期，看好汽车电装业务稳步增长》

2023-10-26

《兴瑞科技(002937)：2023年中报点评：业绩符合预期，新能源车电装业务驱动公司长期成长》

2023-08-30

《兴瑞科技(002937)：引领新能源车集成化，嵌塑件打开公司成长天花板》

2022-07-31

表1：重点公司估值（截至2024年2月19日）

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE			投资评级
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
002937	兴瑞科技	58.72	19.72	0.74	0.91	1.25	26.83	21.67	15.78	买入

数据来源：wind，东吴证券研究所测算

内容目录

1. 一体化嵌塑集成工艺优势显著，革新整车底盘制造工艺	4
1.1. 嵌塑集成工艺一体成型，引领汽车底盘制造工艺升级	4
1.2. 一体化嵌塑集成工艺具备降本+提升整车性能等核心优势	5
2. 整车降本+汽车集成化驱动嵌塑集成工艺加速渗透	8
3. 行业龙头陆续采用，一体化嵌塑集成迎量价齐升	9
4. 一体化嵌塑集成壁垒高，当前行业竞争格局优	11
5. 投资建议	13
5.1. 兴瑞科技：抢占新能源汽车嵌塑件先发优势，拥抱核心客户共同成长	13
5.2. 合兴股份：连接器零部件企业，加速新能源汽车领域业务布局	15
6. 风险提示	16

图表目录

图 1: 嵌塑集成工艺细节示意	4
图 2: 一体化嵌塑集成工艺流程图	4
图 3: 传统汽车电机控制器内部结构示意图	5
图 4: 嵌塑集成工艺革新供应链体系	6
图 5: 一体化嵌塑集成工艺提升汽车底盘集成度 (以大众 ID3 的 BDU 产品为例)	6
图 6: 一体化嵌塑集成工艺优势	7
图 7: 嵌塑集成件在新能源汽车内的当前主要应用场景	8
图 8: 特斯拉 Model 3/Y 历史价格走势 (单位: 万元)	8
图 9: 汽车零部件环节毛利率近两年持续下滑	8
图 10: 新能源汽车系统集成化趋势	9
图 11: 新能源汽车电池及电控系统结构件示意图 (用蓝色底色标出后续可使用嵌塑件集成工艺的结构件部分)	10
图 12: 特斯拉第四代电控应用嵌塑集成工艺	10
图 13: 嵌件集成工艺自动化设备示意图	11
图 14: 一体化精密镶嵌注塑技术壁垒	12
图 15: 汽车电子零部件设计与验证流程	12
图 16: 嵌塑集成件产业链全景图	13
图 17: 兴瑞科技业务布局及汽车领域主要客户分布	14
图 18: 兴瑞科技营业总收入及归母净利润情况	14
图 19: 兴瑞科技汽车电装业务收入及毛利情况	14
图 20: 合兴股份业务布局及主要客户分布	15
图 21: 合兴股份营业总收入及归母净利润情况	16
图 22: 公司近五年行业收入结构	16
表 1: 嵌塑集成件市场空间测算	11

1. 一体化嵌塑集成工艺优势显著，革新整车底盘制造工艺

1.1. 嵌塑集成工艺一体成型，引领汽车底盘制造工艺升级

嵌塑集成工艺指在模具内装入预先准备的金属冲压嵌件后注入塑料粒子，熔融的材料与嵌件接合固化，制成一体化产品的成型工法。一般包括预塑、注塑、保压补缩、冷却定型四个工序。与压入成型法相比，嵌件注塑工艺中熔融的材料与金属嵌件接合，金属嵌件的间隙可以设计的更狭窄，密封性、抗震性能更好，此外，由于嵌件注塑工艺无需钻孔攻丝，能够生产更加精密、尺寸更小、壁厚更薄的零组件，具有效率高、经济性好、轻量化的特征。

图1：嵌塑集成工艺细节示意

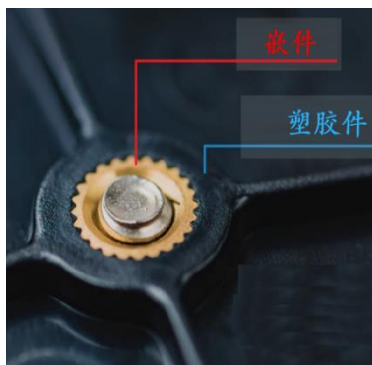
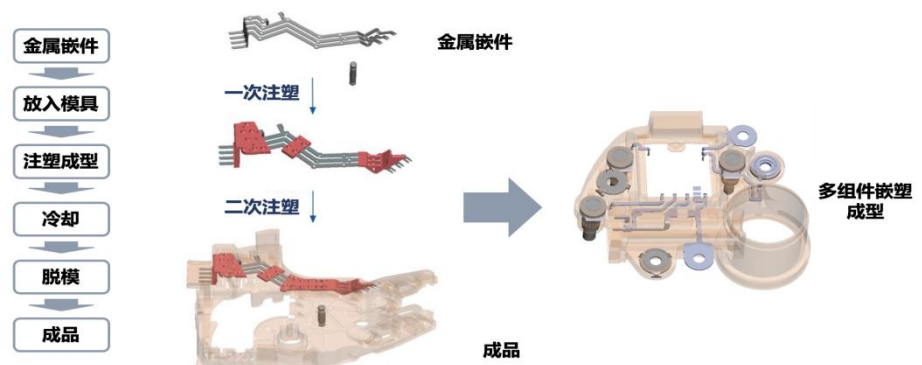


图2：一体化嵌塑集成工艺流程图

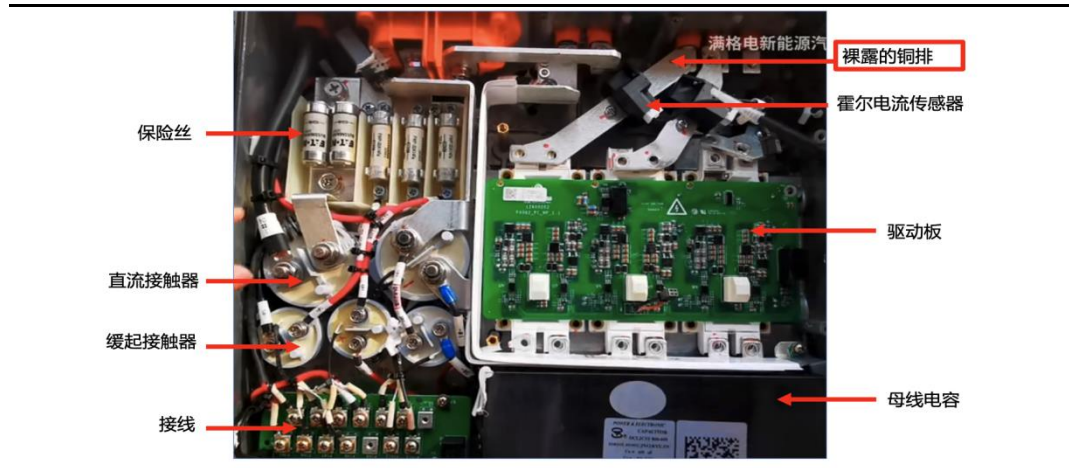


数据来源：降本设计，东吴证券研究所

数据来源：兴瑞科技，东吴证券研究所

传统汽车三电系统零组件装配方式集成度低且存在较高安全隐患，镶嵌注塑件通过注塑包裹方式提高产品集成度的同时提升产品安全性能。新能源汽车电气电压提升，传统装配方式下三电系统内部零组件集成度低，而且承受高电压电流的金属裸露在空气中可能存在安全隐患。新能源汽车相较于传统燃油汽车，由蓄电池提供电力驱动，工作电压高达几百伏，而且高压系统工作时的放电电流时常高达数十安甚至几百安。由于新能源汽车的电流要求较高，并且充电速度快电压高，所以新能源汽车中多数使用大电流铜排软连接来承载车内的大电流和高电压，镶嵌注塑件就是使用绝缘的塑料将各金属件包裹起来并集成在一起，使得金属器件之间实现安全绝缘，降低金属裸露在空气中可能存在的安全隐患。

图3: 传统汽车电机控制器内部结构示意图



数据来源：满格电汽修学院，东吴证券研究所

1.2. 一体化嵌塑集成工艺具备降本+提升整车性能等核心优势

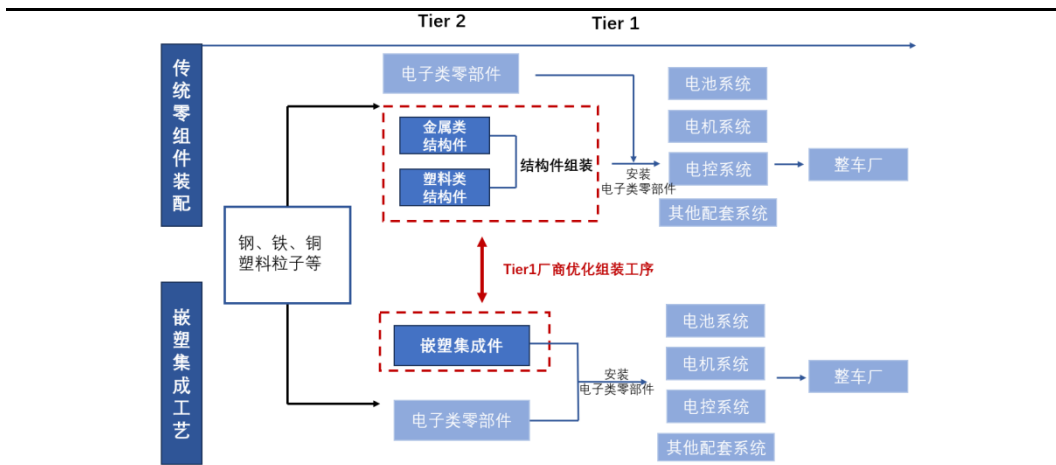
嵌塑集成件相较于传统的分散零组件存在多重优势：

1、成本降低

1) 集成化嵌塑产品减少零组件用量、优化生产体系：一体化嵌塑集成工艺产品集成度更高，可以节省线束、铜排等用量，同时部分金属件可以用注塑件替代，使得一体化嵌塑集成件成本更低。多个嵌件的事前成型组合，使得产品单元组合的流程更合理，在零组件厂商端减少零组件生产工序实现进一步降本。

2) 优化 Tier1 厂商零组件组装产线提效降本：传统零组件的单独组装涉及额外的设备及劳动力，一体化嵌塑集成工艺减少了单独金属注塑零组件的后续组装流程，节省组装工序和人工成本。T1 厂商通过优化组装工序产线，对整车制造产业链起到显著的降本提效作用。对于部分选择自己生产三电系统的整车企业来讲，具备一体化嵌塑集成工艺的零组件供应商在产业链中的位置从 Tier2 提升为 Tier1 级供应商，直接配套主机厂组件需求。

图4：嵌塑集成工艺革新供应链体系

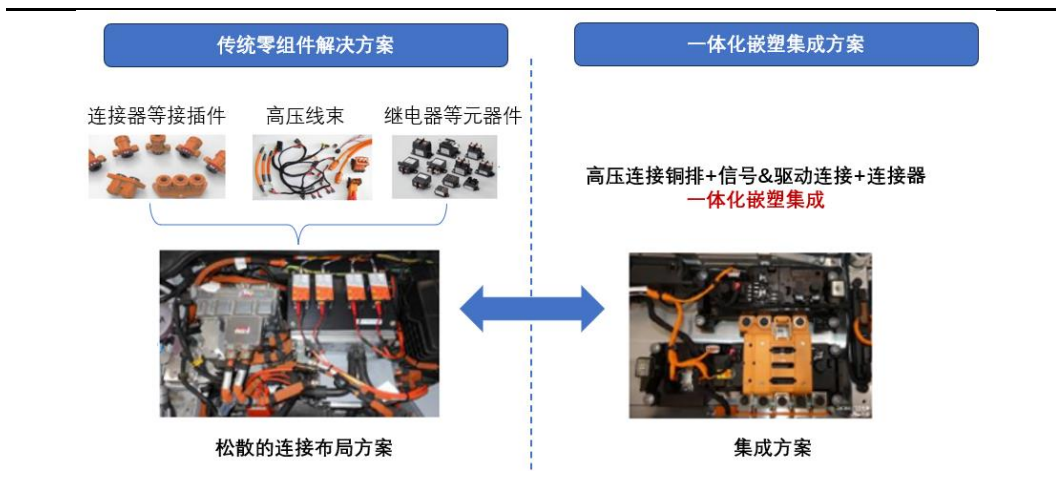


数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所整理

2、提升汽车底盘集成度

传统解决方案下，零组件供应商将连接器、高压线束、继电器等元器件供给下游厂商，由下游厂商将零组件进行进一步组装成对应系统部件之后再供给整车厂，零组件厂商与整车厂协同度低，形成的连接布局方案集成化程度较低。一体化嵌塑集成工艺在零组件环节就将分散零组件集成一体，再由下游厂商直接插装电子元器件，大幅提升汽车底盘集成度，当前新能源汽车智能化、高压化驱动整车底盘集成化加速，一体化嵌塑集成工艺有望实现加速渗透。以大众 ID3 的 BDU 设计为例，采用了很多的高压内部高压连接铜排+信号&驱动连接+连接器注塑连接的方式，连接器导入之后通过母排连接，外部通过几根采样线连接信号，整体产品方案更具集成度且更简洁。

图5：一体化嵌塑集成工艺提升汽车底盘集成度（以大众 ID3 的 BDU 产品为例）



数据来源：智研瞻产业研究院，极术社区，东吴证券研究所整理

3、一体化嵌塑集成工艺升级，有效提升整车安全性与可靠性

提升安全性与产品可靠性：产品安全性高：嵌塑集成件利用了塑料的绝缘性和金属导电性的组合，满足汽车电气产品基本机能的同时通过注塑包裹内部金属器件的完全绝缘提高整车安全性，进而达到提高汽车高压安全防护，降低高压系统受损、绝缘性降低、短路隐患目的，完美符合新能源汽车的大电流与高电压要求。**产品可靠性更高：**因为是熔融塑料与金属嵌件等结合，与压入成型法等相比较，金属嵌件间隙可以设计得更狭窄，产品可靠性更高；在电动汽车行驶过程中，层叠母排紧密、稳固的集成化结构能够在电驱动系统严苛工况下承受长时间的剧烈振动且在极端温度环境中表现出极佳的可靠性，高压连接经久耐用。**产品一致性与寿命更高：**一体化嵌塑集成件相较于传统零组件方案需要后续进一步组装的零件数量变少，在汽车震动高温等运行环境下更不易发生零件松动等问题，产品寿命更长，同时自动化流程下生产的嵌塑集成件相较于多组装工序下的产品一致性更高。

图6：一体化嵌塑集成工艺优势



数据来源：TENGYE，兴瑞科技，东吴证券研究所整理

目前一体化嵌塑集成工艺已在新能源汽车“大三电”领域（电池、电机、电控）和“小三电”领域（DC-DC、OBC、PDU）中得到应用。

图7：嵌塑集成件在新能源汽车内的当前主要应用场景

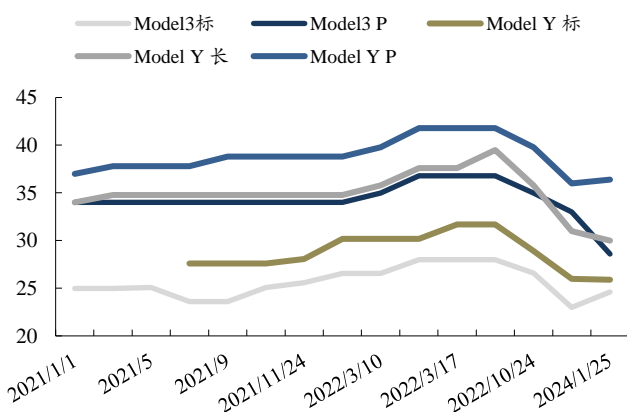


数据来源：兴瑞科技、合兴股份、东吴证券研究所整理

2. 整车降本+汽车集成化驱动嵌塑集成工艺加速渗透

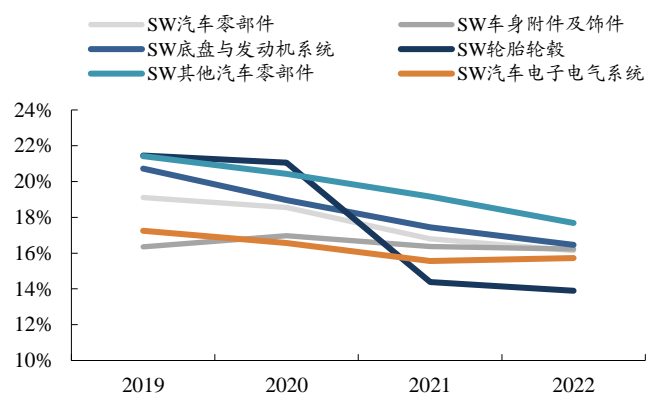
整车厂价格竞争压力提升，逐步上移传导至零部件环节。自主品牌车企数量增加，为抢占市场份额实现持续盈利，各家车企进入价格竞争阶段，不断推动整车降价，主机厂降价幅度在 2024 年进一步提升，成本压力逐步转移至上游汽车零部件企业，一方面有望加速汽车零部件本土化供应，另一方面将倒逼上游零部件企业不断提升产品性价比。据盖世汽车信息，2024 年特斯拉要求上游零部件供应商降价幅度最高甚至到 10%。一体化嵌塑集成工艺降本提效，整车降价趋势下有望加速一体化嵌塑集成工艺在新能源汽车内的应用。

图8：特斯拉 Model 3/Y 历史价格走势（单位：万元）



数据来源：特斯拉，芝能汽车，东吴证券研究所整理

图9：汽车零部件环节毛利率近两年持续下滑

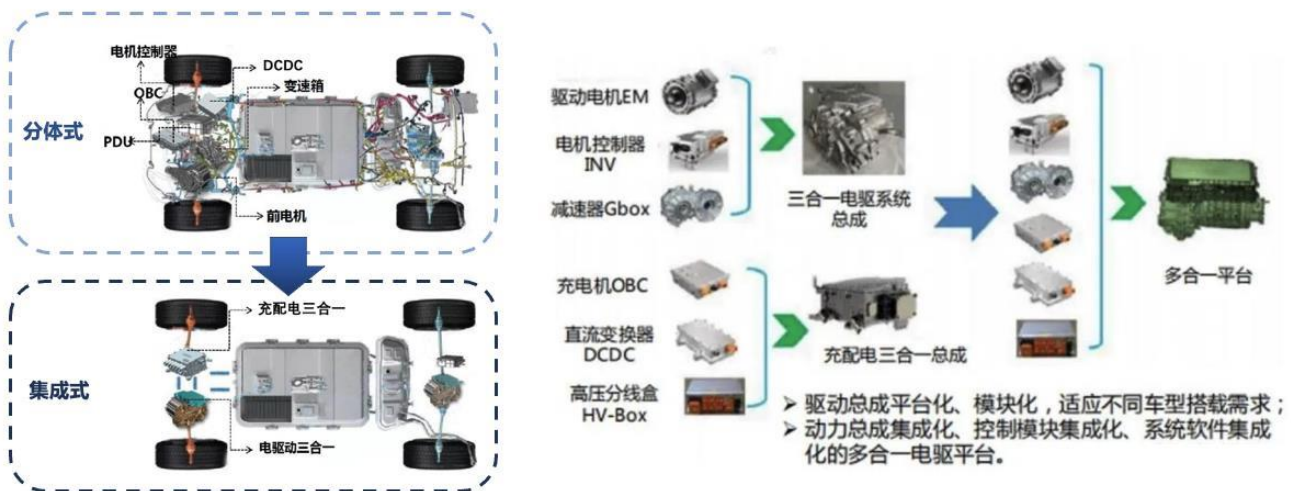


数据来源：Wind，东吴证券研究所

新能源汽车集成化趋势确定，镶嵌注塑件在新能源汽车端应用将持续拓宽。在汽

车设计架构精简化和系统成本下降需求的驱动下，新能源汽车硬件系统集成化逐步加速，汽车硬件系统集成通过将模组的壳体、铜排等金属零部件集成在一起，减少了零件的数量和部件数量，各系统之间的电气连接从线束、连接器等方案逐步演化为各电气系统内部、各系统之间通过铜排连接，同时通过将各器件之间高度集成，最终达到系统成本更优、空间更简洁的效果。从集成路径来看，预计大三电系统的驱动电机、电机控制器、减速器将率先整合为三合一电驱系统总成，小三电系统的充电机、直流变换器、高压分线盒整合为充配电三合一总成，最终再逐步整合为多合一的集成方案。目前汇川、华为等均已经推出了多合一的集成系统。嵌件注塑工艺也将受益新能源汽车的集成化趋势，加速走向将多个分立部件集成在一起的集成化之路。

图10：新能源汽车系统集成化趋势



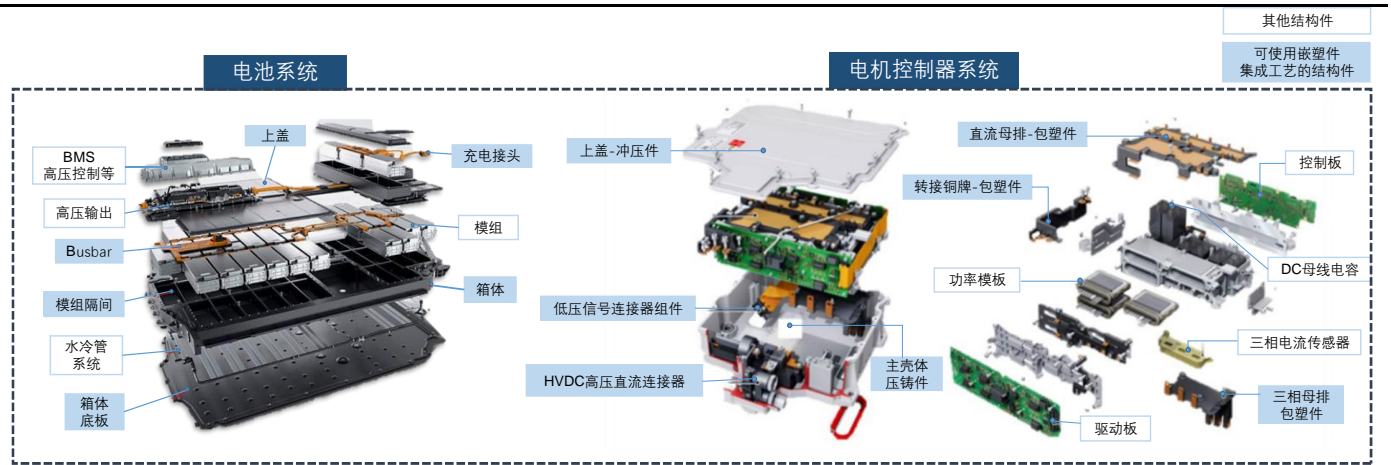
数据来源：电动邦，线束工程师之家，东吴证券研究所

3. 行业龙头陆续采用，一体化嵌塑集成迎量价齐升

嵌塑集成工艺当前在汽车三电系统已经有初步应用，主要体现于小零组件集成，当前正逐步向更多结构件应用以及更高价值量的多零组件一体化嵌塑集成应用渗透。

电池系统： 电池包上下箱体与螺钉、连接器的集成，电池包内部实现各模组之间连接的汇流排组件集成，电池包内各电池模组的固定结构件集成，电芯包裹需要的塑胶件集成等。
电控系统： 铜排、母排集成，壳体、盖板等结构件集成。

图11: 新能源汽车电池及电控系统结构件示意图 (用蓝色底色标出后续可使用嵌塑件集成工艺的结构件部分)



数据来源: EV 汽车邦, 电子发烧友, 东吴证券研究所整理

当前在各大车企底盘中, 少数零组件的嵌塑集成已经实现一定应用, 更高集成度的多零组件一体化嵌塑集成仍在渗透初期。一体化嵌塑集成最开始是从传统车企宝马切入到新能源车型平台, 为提高电池电控系统集成度, 将高压配电箱 BDU 的壳体及部分结构件集成为一体, 产品价值量达 600 元, 后续宝马将此技术持续应用至更新的车型平台中。嵌塑集成工艺逐步通过松下、尼得科、博世、汇川等 Tier1 供应商拓展至海内外车企, 当前蔚来、理想、小米、宝马、凯迪拉克等知名车企均有应用嵌塑集成工艺的零组件。目前特斯拉在第四代电控系统中开始应用一体化嵌塑集成工艺, 新一代电控系统更紧凑集成、安全性提升, 同时成本显著下降。新能源汽车领域龙头特斯拉入局应用一体化嵌塑集成工艺, 有望推动嵌塑集成产品在国内外车企端加速渗透。

图12: 特斯拉第四代电控应用嵌塑集成工艺



数据来源: Engineerix, 东吴证券研究所

当前嵌塑集成件在汽车中应用仍处于渗透初期, 单车价值量约为 2000 元, 在特斯拉、蔚小理等新能源汽车创新技术领军企业带领下, 嵌塑集成件有望在各车企端加速

渗透，实现渗透率加速提升，同时三点系统内部更多零部件采用嵌塑集成工艺实现一体化生产，单机价值量有望从 2023 年底的 2000 元逐步提升，有望在 2028 年达到单机价值量 4000 元左右。根据 EVTank 做出的新能源汽车销量预测并结合以上核心假设，我们预测 2028 年全球新能源汽车用嵌塑集成件市场规模有望达到 604 亿元。

表1: 嵌塑集成件市场空间测算

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
中国新能源汽车销量（万辆）	940	1191	1410	1723	1974	2178
ASP（元/辆）	2000	2400	3000	3450	3795	4175
嵌塑集成件渗透率	6%	10%	18%	25%	35%	40%
中国嵌塑集成件市场空间（亿元）	11	29	76	149	262	364
全球新能源汽车销量（万辆）	1488	1833	2240	2726	3211	3619
嵌塑集成件渗透率	5%	9%	15%	25%	35%	40%
全球嵌塑集成件市场空间（亿元）	15	40	101	235	427	604

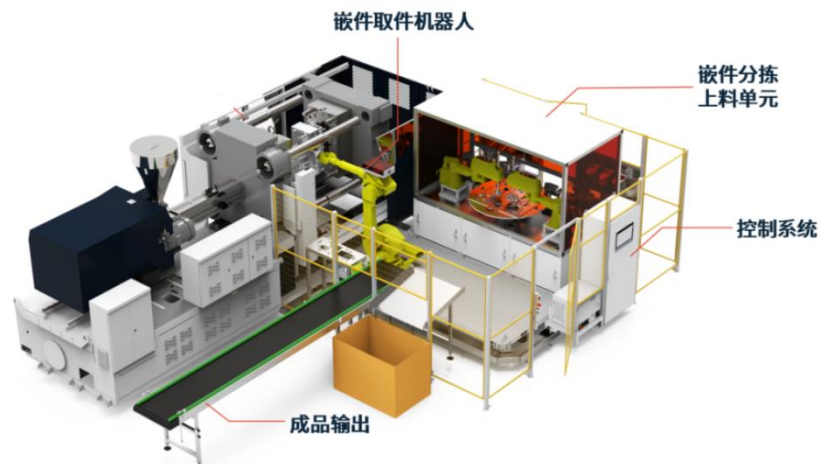
数据来源：EVTank，东吴证券研究所整理测算

4. 一体化嵌塑集成壁垒高，当前行业竞争格局优

1、产品设计壁垒：

嵌塑集成件产品要求企业与客户能够进行产品的同步开发，共同制定产品方案及具体的技术参数。这一过程需要客户与供应商在模具开发、产品设计及技术指标测试等领域紧密配合。此外，企业在面对不同下游行业的客户时，设计方法和性能参数差异较大。**嵌塑集成工艺需要的设备跟传统注塑机有一定区别：**嵌件生产、随后的嵌入动作对整个生产的工艺稳定性及稳定的循环时间而言至关重要。这就对自动化技术和嵌件包胶工艺的配合提出了新的要求。具备精密冲压件、注塑件及整体产品全套设计能力的企业相对较少。

图13: 嵌件集成工艺自动化设备示意图



数据来源：泰瑞注塑机，东吴证券研究所

2、产品技术壁垒

嵌塑件生产厂商需要具备包括与客户同步开发、模具设计与制造、冲压、注塑、表面处理、组装在内的全制程的综合能力，以及长年积累的制造工艺、自动化开发和生产能力。如多次注塑情况下，每次注塑的热胀冷缩都会影响已嵌塑部分，如何保证多个精密金属元件与塑料的位置及精度，十分考验模具、材料配方和制造工艺的综合能力。

图14：一体化精密镶嵌注塑技术壁垒

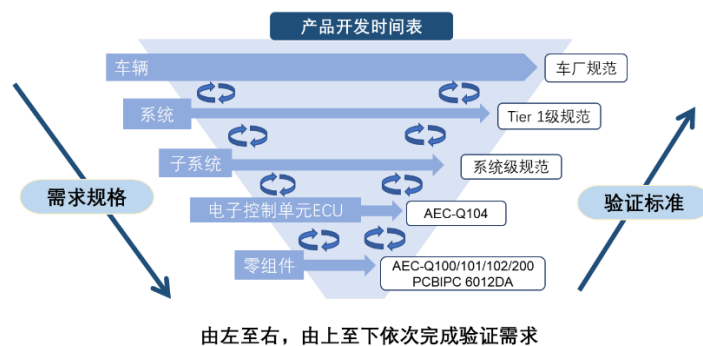
技术壁垒	
多材料	铜、铝、塑料复合成型，需考虑所有材料的力学、电学特性，及注塑过程的热变形。
异性件多	铜、铝元件有条状、片状、柱状、螺栓等多形态，带拐角、细分支等复杂形状，元件加工难度大，系统化集成难度更大。
空间结构复杂	需将众多元件在三维空间内成型，涉及多平面层层堆叠，对模具梯度设计、自动化生产等提出高要求。
多次注塑	3D复杂结构下，单平面多个部位需独立注塑，再完成多平面堆叠注塑。
车规电子化	需满足抗干扰屏蔽、抗疲劳震动等严苛要求，兼顾力学+电学两重车规要求。

数据来源：TENGYE，东吴证券研究所整理

3、客户壁垒

汽车零部件企业的供应商合作关系相对稳定，上游生产企业获得供应商资质需要满足一系列严格的资质认证，验证周期长且成本较高，因此一旦供应商能够通过认证，下游客户将与供应商不会轻易更换供应商合作伙伴。整车厂商在选择零部件配套厂商时，建立了严格的供应商认证标准，供应商需要接受对于产品质量、开发能力、生产能力、财务状况等方面的考核评价，方能通过长达 1-3 年的严格认证；最后，在产品正式量产供货前，也需要经过新产品试制、试生产、客户 PPAP 检测程序等一系列开发流程。

图15：汽车电子零部件设计与验证流程

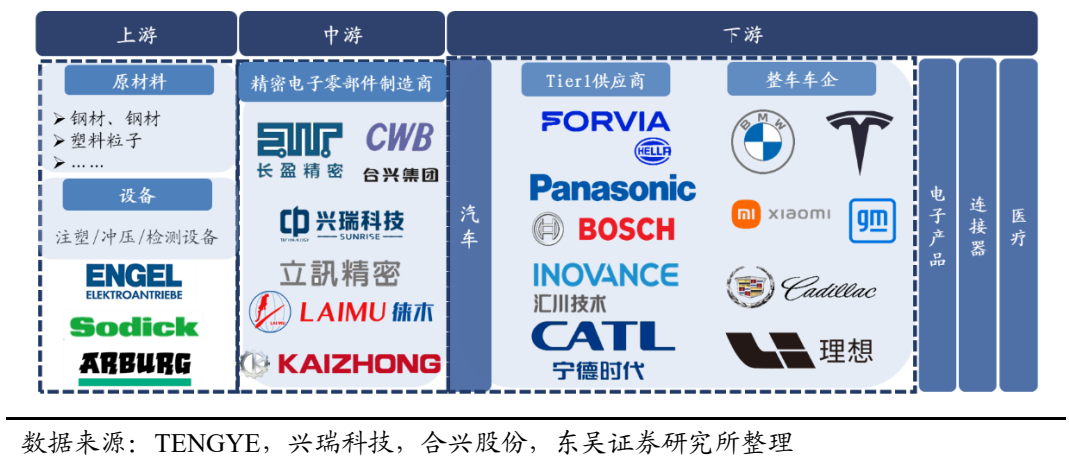


数据来源：优科检测，东吴证券研究所整理

纵览嵌塑行业，随着新能源汽车集成化、轻量化的发展趋势，嵌塑集成技术当前

市场发展空间广阔。嵌塑集成产业链主要由三部分组成，上游主要为材料与设备供应厂商，提供钢材、铜材、铝材、塑胶等原材料和注塑机等生产设备；中游为嵌塑件生产厂商，国内市场参与者包括兴瑞科技、合兴股份、长盈精密、得润电子等，国外市场参与者包括美国泰科、莫仕、安费诺等；面向下游车企一级供应商和整车厂提供各项汽车电子嵌塑零组件，如松下、博世及宝马、日产、特斯拉等知名车企。

图16: 嵌塑集成件产业链全景图



5. 投资建议

5.1. 兴瑞科技: 抢占新能源汽车嵌塑件先发优势, 拥抱核心客户共同成长

兴瑞科技借助嵌塑件技术先发优势以及核心客户优势, 进一步展开技术深化布局和客户拓展。兴瑞科技主要从事精密零组件制造及研发, 产品涵盖电子连接器、结构件、镶嵌注塑件等, 主要应用于智能终端、汽车电子及新能源汽车电装系统、消费电子等领域。公司于 2018 年和松下协同研发新能源汽车 BDU, 掌握了核心镶嵌注塑工艺, 并通过松下先后进入了日产 e-Power、宝马 IBMU、通用 bev3 平台, 并陆续为基于这些平台的车型批量供货。在汽车电子和新能源汽车领域兴瑞与松下、博世、海拉等国际厂商构建了长期合作关系, 得益于与大客户同步研发积累的技术和量产能力, 公司在国内成功拓展新能源汽车头部企业的合作机会, 目前覆盖国内客户宁德时代、汇川、国轩高科等, 并通过这些国内客户进入到长安、蔚来等知名厂商的供应体系。

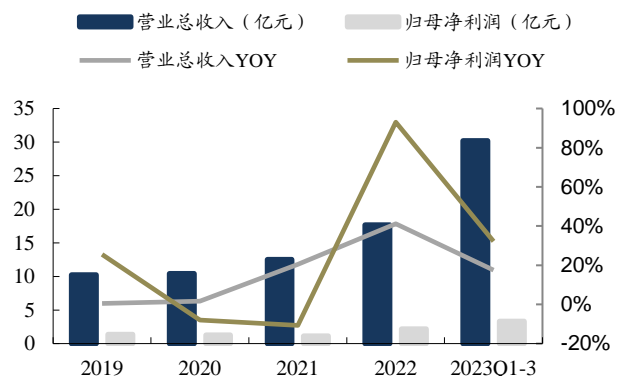
图17: 兴瑞科技业务布局及汽车领域主要客户分布



数据来源: 公司公告, 公司官网, 东吴证券研究所整理

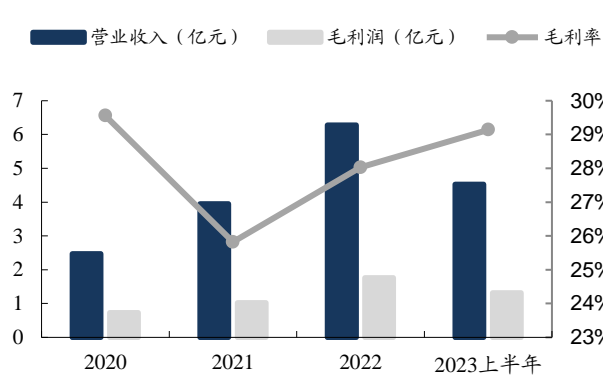
兴瑞科技营业收入和毛利润主要来自智能终端、汽车电子及新能源汽车电装系统领域。公司具备包括与客户同步研发、模具设计与制造、冲压、注塑等在内的一站式生产能力, 立足先进的制造工艺, 自动化开发和生产能力, 在终端产品形态不断迭代的环境下为客户提供高品质定制产品服务。2022 年公司营业收入同比增长 41%; 受益于新能源汽车镶嵌注塑零组件放量, 及附加值更高的镶嵌注塑件销量增加, 公司汽车电子及新能源电装系统零组件收入、毛利润 2022 年分别同比增长 59%和 75%, 2023 年上半年分别同比增长 80%和 94%。镶嵌注塑件凭借安全绝缘、牢固集成、高效减重等优势为新能源汽车集成化、智能化发展提供了可靠的解决方案, 预计随着慈溪新能源汽车零部件生产基地的建成投产及精密嵌塑件等优势产品持续导入新客户, 公司汽车电子及新能源汽车电装系统零组件盈利将持续增长。

图18: 兴瑞科技营业总收入及归母净利润情况



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图19: 兴瑞科技汽车电装业务收入及毛利情况



数据来源: Wind、东吴证券研究所

风险提示: 新工厂产能达产进度不及预期风险; 汇率波动风险; 大宗商品价格波动风险

5.2. 合兴股份：连接器零部件企业，加速新能源汽车领域业务布局

合兴股份深耕汽车电子行业数年，凭借深厚的产业技术和能力积淀，在全球范围内建立了牢固的客户资源优势。公司主要从事汽车电子、消费电子连接器的研发、生产和销售。在汽车电子领域，公司产品系列日益完善，形成了新能源、智能驾驶、智能座舱和传统能源车动力总成等四大系统的关键零部件产品。公司具有高端精密模具以及自动化产线的设计制造能力，与大众、宝马、长城、长安、吉利、上汽通用等建立了合作关系，并成为博世(BOSCH)、大陆(Continental)、博格华纳(Borgwamer)等知名汽车零部件供应商的全球供应商。汽车产业对于上游配套供应商的准入门槛较为严格。经过不断发展，目前公司已融入汽车产业的供应链体系，能够根据客户需求开展同步产品开发设计、生产制造，建立了牢固的客户资源优势。

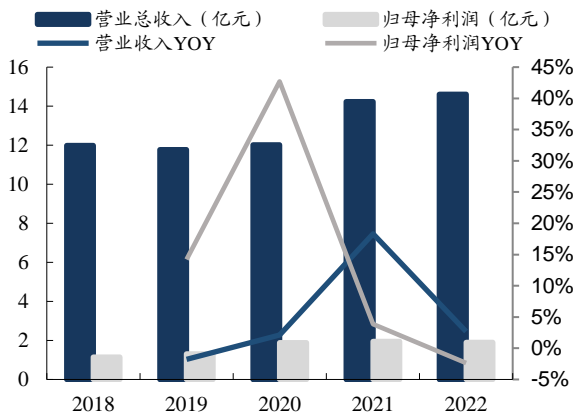
图20：合兴股份业务布局及主要客户分布



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所整理

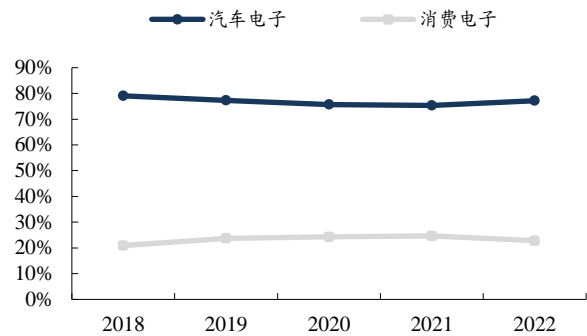
合兴股份新项目投产加速产品结构优化，新能源汽车项目占比进一步提升。2022年公司汽车电子销售收入 10.3 亿元，占比 77%，其中新能源项目如电源、电驱和电池管理系统实现销售收入 10,250 万元，同比增长 73%。2023 年上半年度，新能源汽车三电系统新立 21 个项目，占总数的 36%，前期在研的项目如电池管理系统、混动的变速箱系统、传感器等产品均已开始量产，公司在浙江嘉兴投资建设新能源汽车零配件项目也已正式开工，将为新能源、智能驾驶的业务拓展、产能扩张提供基础保障。合兴股份拥有庞大的模具研发与加工团队，突破了多层复杂嵌件注塑模具、厚材冲压标准模组等关键技术，未来将持续加大产品研发投入，开发更多新能源及智能化系统产品，进一步优化产品结构，提高其在新能源的市场占有份额，致力于成为全球电子行业的顶级供应商。

图21: 合兴股份营业总收入及归母净利润情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图22: 公司近五年行业收入结构



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

风险提示: 新能源汽车销量低于预期风险; 大宗商品价格波动风险;

6. 风险提示

一体化嵌塑集成件在汽车端渗透不及预期: 目前一体化嵌塑集成件仍处于在新能源汽车端渗透初期, 行业后续增长主要驱动力来自于新车型更多应用该技术产品, 如果一体化嵌塑集成技术在新能源汽车端渗透不及预期, 则一体化嵌塑集成件产业链公司的营收与盈利能力或将受到影响。

厂商扩产进度不及预期: 目前国内嵌塑集成件企业都在积极扩产以应对需求增长, 如果扩产进程不及预期, 或将制约嵌塑集成件行业相关公司的营收与盈利能力。

新能源汽车销量不及预期: 目前一体化嵌塑集成件主要应用于新能源汽车, 如果新能源汽车销量不及预期, 则一体化嵌塑集成件的生产厂商营收与盈利能力或将受到影响。

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>