

# 绑定核心标杆客户，老牌冲压龙头再起航

## 无锡振华(605319.SH) 公司深度报告

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024年11月04日

- 分析师：林子健
- SAC编号：S1050523090001

研 究 创 造 价 值

## 公司是冲压行业龙头企业，业务矩阵持续拓宽+客户结构优化：

冲压业务绑定小米、理想、特斯拉、上汽三大单位；分拼件配套上汽乘用车，量价持续攀升；电镀业务是博世/联合电子国内唯一供应商。公司深耕汽车零部件行业三十余年，四大主营业务包括：汽车冲压件、分拼总成加工、选择性精密电镀及模具业务。**1) 冲压件业务：**公司在该领域客户结构持续优化，已配套小米、理想、特斯拉等新势力客户，并保持与上汽集团三大单位深度合作；**2) 分拼总成加工：**业务客户为上汽乘用车，旗下品牌名爵+荣威，分别主攻出口+内销，公司伴客户全球化成长；**3) 电镀业务：**2023年完成并表，为电喷系统中喷油器、燃油泵关键零部件提供电镀服务。业务技术壁垒较高，高毛利+现金牛。客户联合电子是国内电喷系统领域绝对龙头，公司是其国内唯一供应商，公司新项目计划生产新能源汽车用功率半导体组件200万套/年，开启新一轮成长；**4) 模具业务：**系客户支付的开模费，属于冲压件附属业务。

## 上汽系三大单位是公司老客户：

上汽集团下属三大单位上汽乘用车/大众/通用曾是公司国产化浪潮中的核心客户，三大单位年产超300万辆车，公司为上汽乘用车提供分拼+冲压件配套，并为上汽大众/通用提供冲压件。欧盟关税至多会对上汽乘用车旗下名爵品牌造成约8万辆/年的销量影响，但自主品牌出海决心不改，公司继续伴上汽乘用车放眼全球；上汽大众产、销量总体稳定；上汽通用产销量虽有承压，但新能源转型初见成效。

## 公司把握电动化机遇，绑定标杆客户特斯拉+小米+理想：

**1) 特斯拉：**公司于2021年进入特斯拉供应链，2020-2023特斯拉上海超级工厂期间产量快速增长。2023年，上海超级工厂实现产量94.97万辆，同比+30.70%。2024H1，Model Y实现在华销量20.99万辆，同比+2.78%；2024Q4全球交付量有望达到51万辆。**2025Q1，FSD入华+潜在焕新款Model Y将有望刺激来年在华销量，预期同比+20%-30%**。

**2) 小米汽车：**小米SU7在7-9月，单月交付近量1.4万辆，产能爬坡顺利。小米汽车表示，10月份目标交付2万辆，一期工厂极限年产能已达到24万辆，**将冲刺全年交付量12万辆**。此外，小米二期工厂已在建设当中，预计2025年6月中旬竣工交付，投产后年产能达15万辆/年。

**3) 理想汽车：**L7交付稳定，月均交付超1万辆；L6销售火爆，7-9月L6月均交付2.5万辆。根据汽车之家数据，**2024年4-9月，L6及L7分别位列中大型SUV销量第一及第三位**。2025年理想将发布5款纯电车型。

2024年1月，公司通过发行可转债议案，募集资金5.2亿元，其中4.2亿元投资廊坊子公司，募投产能50万套/年，用于配套小米、理想等京津冀客户，加注配套核心客户。

## 盈利预测：

我们预测2024-2026年公司归母净利润分别为3.53/4.51/5.32亿元，YOY分别为27.2%/27.8%/18.1%；当前股价对应PE分别为13.26/10.37/8.80倍，考虑到公司未来在冲压零部件、选择性精密电镀两项业务的增长趋势和客户结构优化，我们给予“买入”评级。

| 预测指标        | 2023A  | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|
| 主营收入 (百万元)  | 2,317  | 2,549 | 3,127 | 3,825 |
| 增长率 (%)     | 32.7%  | 10.0% | 22.7% | 22.3% |
| 归母净利润 (百万元) | 277    | 353   | 451   | 532   |
| 增长率 (%)     | 242.6% | 27.2% | 27.8% | 18.1% |
| 摊薄每股收益 (元)  | 1.11   | 1.41  | 1.80  | 2.13  |
| ROE (%)     | 12.7%  | 14.2% | 15.8% | 16.1% |

资料来源: Wind, 华鑫证券研究所

- (1) 原材料价格上涨超预期
- (2) 公司产能扩张不及预期
- (3) 下游整车客户产能爬坡不及预期
- (4) 欧盟关税对整车客户销量影响超预期

# 目录

## CONTENTS

1. 乘新能源之风，冲压龙头再成长
2. 冲焊零部件是整车制造的关键环节，市场空间广阔
3. 老客户供货稳定，特斯拉+小米+理想三轮驱动，打开全新成长空间
4. 电镀业务为公司创造增长新动力
5. 盈利预测及投资评级

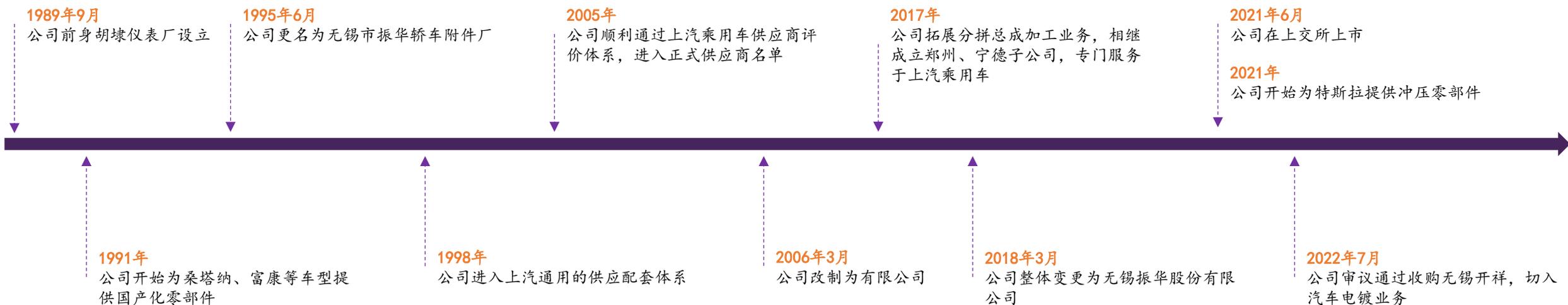
# 1 乘新能源之风，冲压龙头再成长

研究创造价值

# 1.1. 公司深耕汽车零部件三十余载

- 深耕汽车零部件三十余年，从校办企业到卓越的汽车供应商。** 公司前身胡埭仪表厂于1989年9月成立，成立之初为张舍中学校办企业，经营自动化仪器。1991年起，公司积极把握乘用车国产化发展机遇，主动寻求与各大整车制造商的合作，开始为桑塔纳、富康等车型提供国产化零部件，随后逐步成为上汽大众一级供应商。2005年，公司作为上汽大众、上汽通用一级供应商，正式进入上汽集团供应商名单。2021年6月，公司在上交所成功上市，同年成为特斯拉供应商，开启电动化新篇章。

图表：公司发展历程



资料来源：公司招股书，公司定期报告，公司公告，华鑫证券研究所

## 1.2. 公司四大主营业务板块，相关产品丰富

- 公司主营业务可分为：**1) 冲压零部件**：生产并销售的汽车冲压零部件合计 3,500 余种，涵盖汽车车身件、底盘件、动力总成件和电子电器件等；**2) 分拼总成加工**：其最终产品为汽车车身件，目前公司分拼总成加工业务加工零部件 500 余种；**3) 电镀加工**：为汽车发动机高压喷油器和高压燃油泵中的部分零部件提供选择性精密电镀加工服务；**4) 模具**：主要用于配套生产汽车冲压零部件，目前可实现开发设计、制造、销售和服务一体化；**5) 其他业务**：主要系冲压零部件生产中产生的边角料销售。

图表：公司四大主营业务



资料来源：公司定期报告，华鑫证券研究所

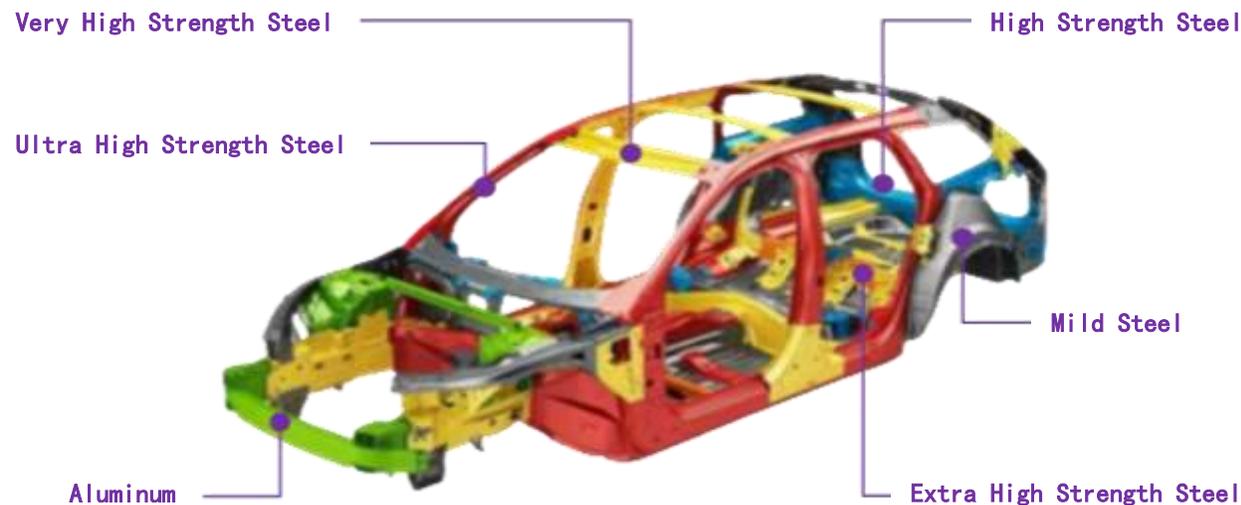
## 1.2. 冲压零部件业务：公司第一大业务，基本盘稳定

- 公司冲压零部件产品超3,500种，涵盖车身件、底盘件、动力总成件、电子电器件。公司生产的汽车冲压零部件产品因客户、车型、用途、工艺复杂程度等因素而各不相同。公司生产并销售的汽车冲压零部件合计3,500余种，涵盖汽车车身件、底盘件、动力总成件和电子电器件等，同时满足客户从低强钢到超高强钢的全覆盖。

图表：公司冲压零部件产品（按用途分类）



图表：公司冲压零部件产品（按强度分类）



资料来源：公司定期报告，上海电力大学能源与机械工程学院，华鑫证券研究所

## 1.2. 分拼业务：将冲压零部件焊接形成总成，收取加工费用

- 公司分拼总成加工业务来源于OEM的车身焊接车间。整车制造商往往向上游零部件厂商寻求合作或进行联合开发，将部分汽车零部件总成业务外包，其中包括其焊接流程。相比冲压零部件业务，分拼总成更靠近产业下游，其收入不受原材料价格波动的影响。

图表：公司分拼总成加工零部件产品

| 零件名称       | 零件图片 | 主要用途  |
|------------|------|---|
| AB柱框架加强板总成 |      | 零件位于驾驶前舱两侧，用于安装发动机罩、前翼子板、车门等；并且保护车辆在受到撞击时，防止驾驶舱的变形，保护前排人员的安全  |
| 后侧围内板总成    |      | 零件主要用于后门锁扣、后轮内衬、后排内饰件及后排乘客安全带的安装，与车顶边梁及后围板形成后排乘客的座舱   |
| 中央通道总成     |      | 零件位于车身底板中部，用于安装换挡机构、手刹机构、扶手箱等，是汽车前舱地板的主要部件，下部空腔为排气管的通道；零件为高强度钢，与A柱、B柱、门槛加强板、车门防撞梁、纵梁等共同形成一个安全舱，起到撞击时保护车内人员的作用 |
| 座椅板总成      |      | 零件位于后排乘客座椅下方，主要作为后排座椅、后排安全带的安装固定作用，同时起到与后部行李箱隔绝的作用  |
| 后围板总成      |      | 属于整个车身最尾端的冲压零部件，主要用于后保险杠外饰、行李箱盖的安装  |
| 尾灯安装框架总成   |      | 零件位于后行李箱侧面，主要用于安装行李箱撑杆、后尾灯等，同时起到后部车身排水的功能。  |

图表：公司分拼总成加工业务工艺流程

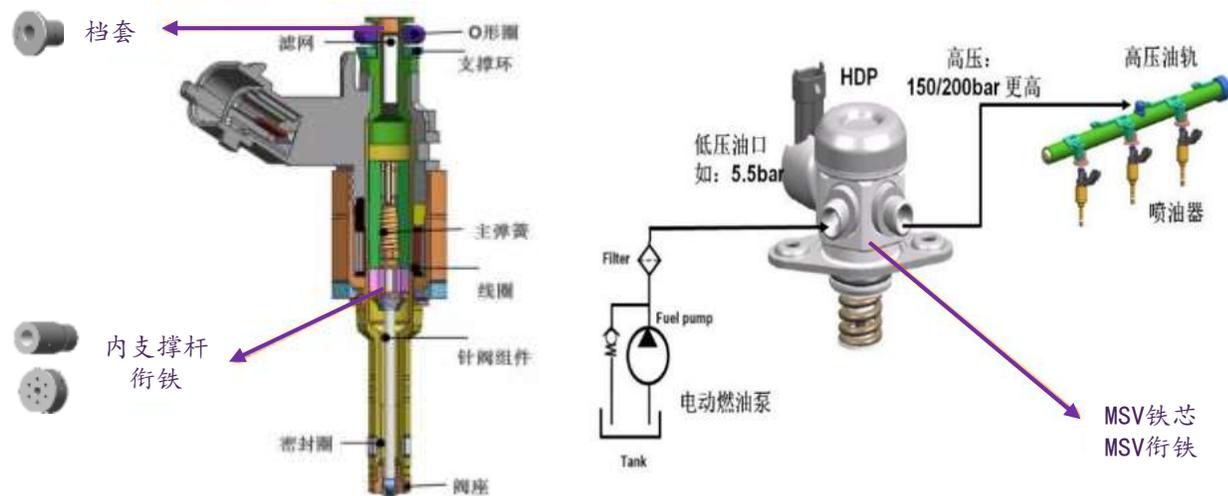


资料来源：公司定期报告，公司公告，华鑫证券研究所

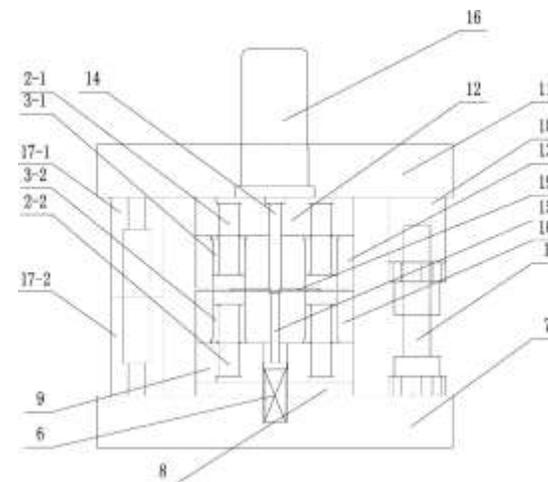
## 1.2. 电镀业务增添新动力；模具业务为冲压件业务服务

- **公司子公司振华开祥专注从事电镀业务，为高压喷油器、高压燃油泵提供选择性精密电镀加工服务。**公司子公司无锡开祥是一家专注于全自动高效选择性电镀产品的研发、制造、生产的高科技企业，现为高压燃油泵及高压喷油器中的档套、衔铁等部件进行镀铬，目前是德国博世喷油器系统的战略供应商。
- **公司的汽车冲压模具主要用于配套生产汽车冲压零部件。**汽车冲压模具是汽车生产的重要工艺装备，具有尺寸大、工作型面复杂、技术标准高等特点，对于汽车车身冲压零部件供应商而言，冲压模具的设计开发和加工能力极为重要，直接影响零部件产品质量、性能及成本，也是衡量企业技术水平的重要标准。目前，公司已经形成了一定的模具生产能力，可以实现单冲模、多工位模和级进模的开发设计、制造加工、销售和服务一体化。公司模具主要用于配套包括上汽大众、上汽通用及上汽乘用车等客户。

图表：高压喷油器、高压燃油泵中公司电镀加工的零部件



图表：公司双向压边的拉深及压印一体化模具专利图



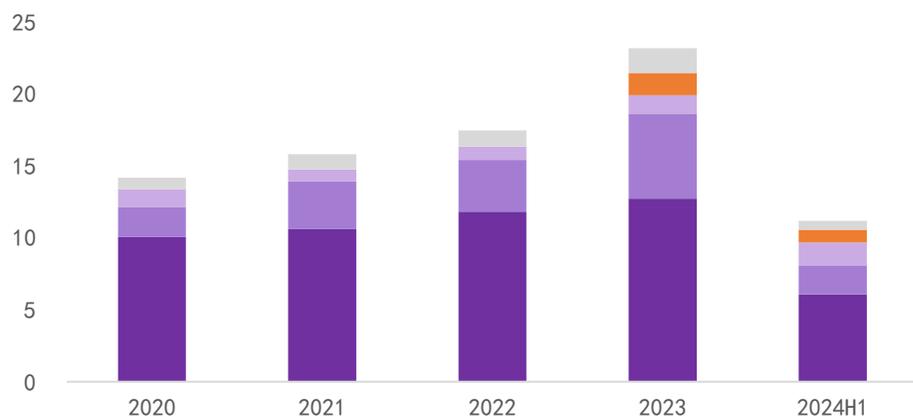
资料来源：公司公告，专利之星，华鑫证券研究所

# 1.3. 冲压零部件是公司基本盘，分拼业务经历高速增长

- **冲压件业务是公司收入端基本盘，近三年分拼业务收入增速较快。**2023年，公司实现营业总收入23.17亿元，冲压零部件业务/分拼总成加工业务/模具业务/电镀加工/其他业务，分别实现收入12.72/5.91/1.28/1.53/1.72亿元，分别占比54.91%/25.53%/5.54%/6.61%/7.42%。剥离新业务电镀加工来看，**公司原有业务2023/2024H1分别实现收入21.64/10.28亿元，同比+23.89%/+12.98%。**
- **2021-2023分拼业务是公司毛利贡献大户，电镀业务拓宽利润增长点。**2023年，公司实现毛利5.81亿元，同比+115.93%，冲压零部件业务/分拼总成加工业务/模具业务/电镀加工/其他业务，分别占比18.76%/42.32%/0.91%/20.93%/17.08%。**剥离电镀业务后的毛利在2023年实现4.59亿元，同比+70.74%。**

图表：2020-2024H1年公司分业务收入（单位：亿元）

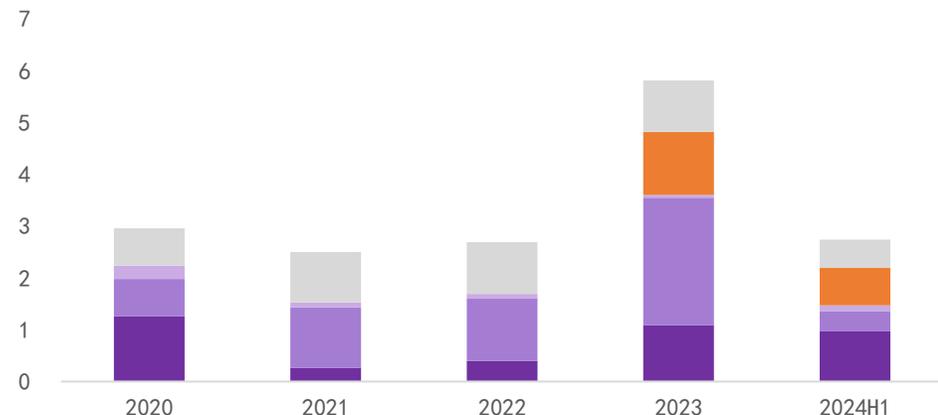
■ 冲压零部件 ■ 分拼总成加工业务 ■ 模具业务 ■ 选择性精密电镀加工业务 ■ 其他业务



注：选择性精密电镀加工业务2023年并表

图表：2020-2024H1年公司分业务毛利（单位：亿元）

■ 冲压零部件 ■ 分拼总成加工业务 ■ 模具业务 ■ 选择性精密电镀加工业务 ■ 其他业务



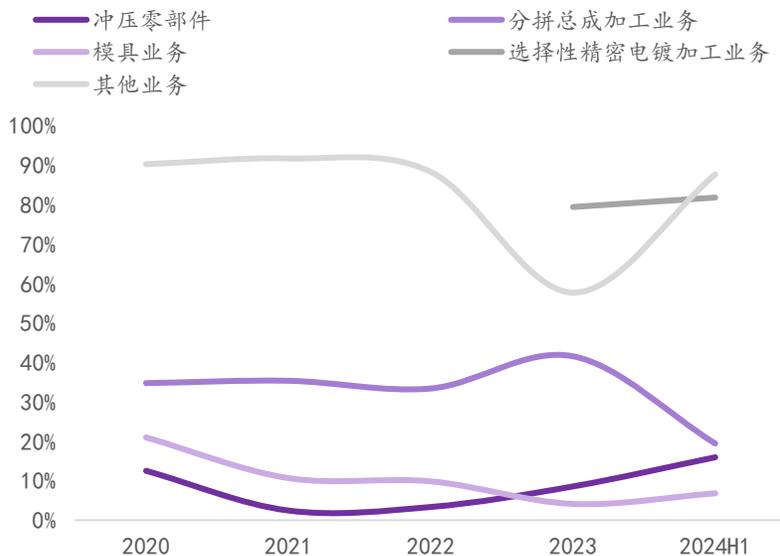
注：选择性精密电镀加工业务2023年并表

资料来源：Wind，华鑫证券研究所

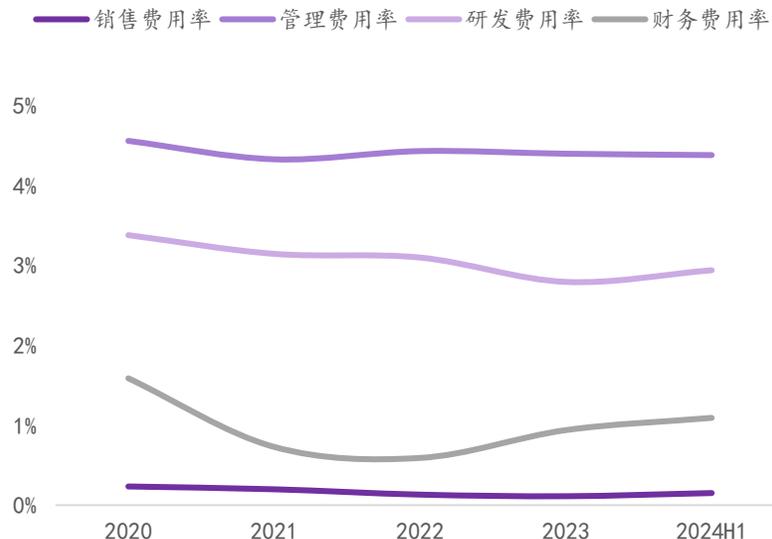
# 1.3. 冲压业务带动综合毛利率显著改善，盈利拐点显现

- 2024H1冲压零部件业务毛利率大幅提升，分拼业务受承压。**从毛利率来看，公司2024H1综合毛利率24.50%，其中冲压零部件15.96%；分拼总成加工19.44%；模具业务6.83%；电镀加工81.81%。得益于新能源客户占比提升，公司冲压业务毛利率大幅上升，但受上汽乘用车产量有所下降，分拼业务受到一定承压。
- 期间费用控制平稳，盈利能力持续向好。**期间费用率方面，公司2023年销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为0.11%/4.40%、2.79%和0.94%，各项期间费用率保持平稳。公司2022-2023迎来盈利拐点，2023全年实现销售净利率11.97%，同比+7.34pct；2024H1公司销售净利率持续向好，达到14.17%，同比+4.83pct。

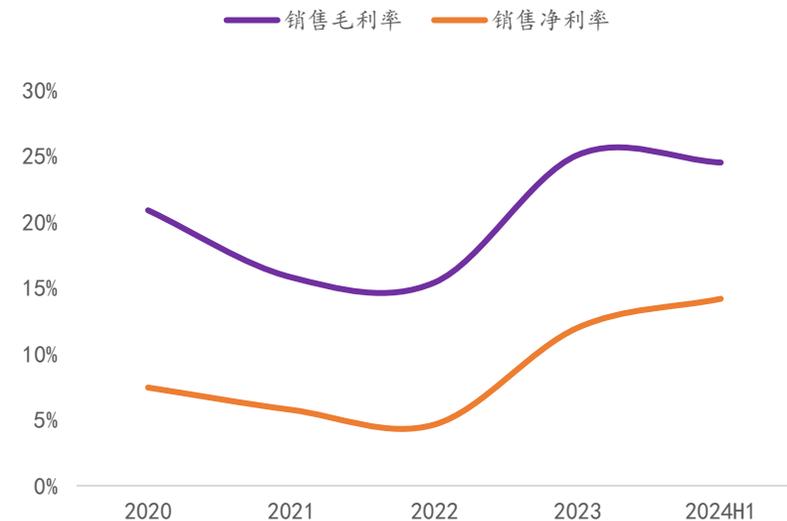
图表：2020-2024H1公司分业务毛利率



图表：2020-2024H1公司期间费用率



图表：2020-2024H1公司毛利率、净利率

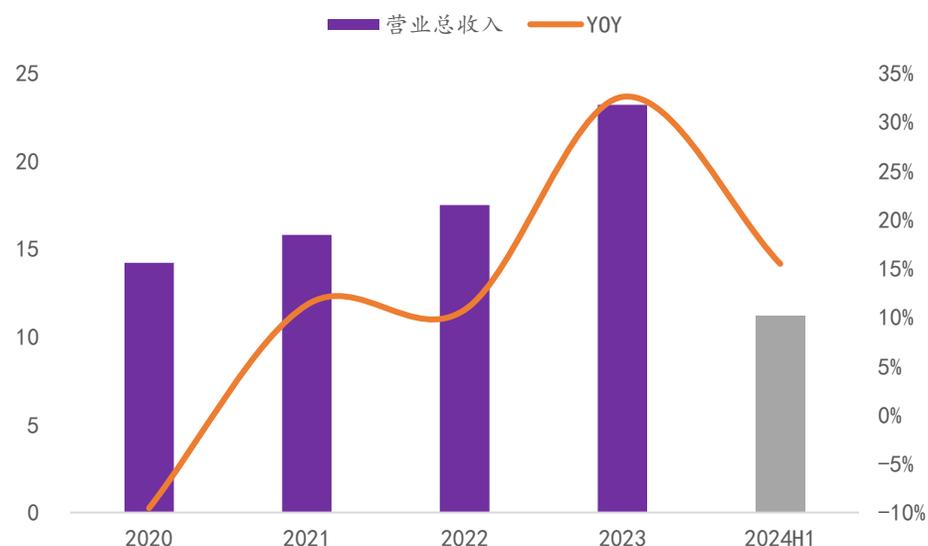


资料来源：Wind，华鑫证券研究所

# 1.3. 收入端+利润端双增长，有望开启新一轮成长周期

- 2023年迎利润端拐点，2024H1持续发力增长。** 2023年，公司实现营业总收入23.2亿元，同比+32.57%；实现归母净利润2.8亿元，同比+250.00%。2021-2022年，公司支柱业务冲压零部件受原材料价格上涨等影响，毛利率持续处于低位，随着行业原材料价格回落、公司客户结构优化，2023年公司利润端得到大幅增长。同年公司收购业务选择性精密电镀加工完成并表，其高利润率特征显现。**2024H1，公司分别实现营业总收入及归母净利润11.2亿/1.6亿元，同比+15.34%/+74.91%，持续收入、利润双增长，有望开启新一轮的成长周期。**

图表：2020-2024H1公司营业总收入（单位：亿元）



图表：2020-2024H1公司归母净利润（单位：亿元）

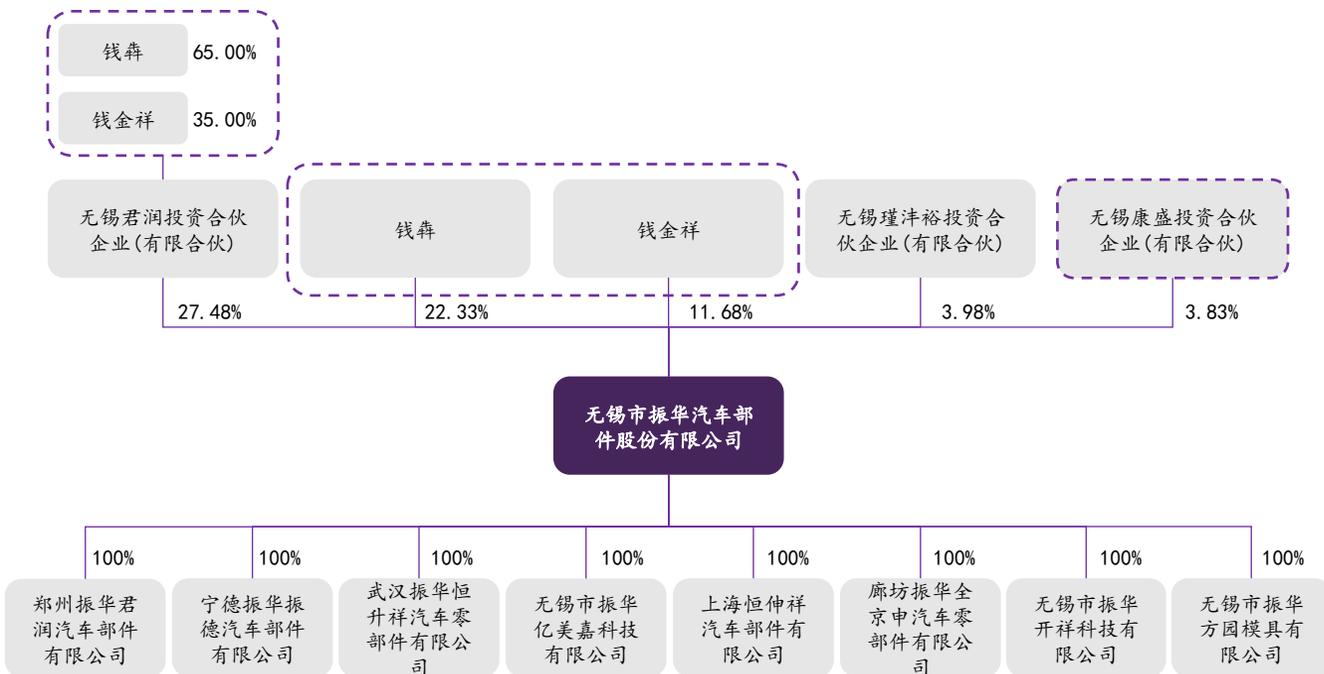


资料来源：Wind，华鑫证券研究所

# 1.4. 公司股权结构稳定，开启上市后首轮股权激励

- **公司股权结构稳定，钱氏父子为公司实际控制人。**截止至2024H1，公司实际控制人为钱犇、钱金祥父子，直接持股34.01%，通过无锡君润持股27.48%，合计61.49%。此外，无锡康盛全部合伙人钱金方、钱金南、钱小妹为钱金祥之兄弟姐妹。公司股权结构稳定。
- 2023年9月，公司公告，将提取激励基金买入流通股用于激励公司董、监、高及核心骨干人员等59人，深度绑定公司及激励对象共同利益。

图表：公司股权结构及其全资子公司



资料来源：Wind，华鑫证券研究所

图表：公司历次股权激励

| 首次实施公告日    | 激励方式            | 激励标的物  | 业绩考核目标   | 激励对象            | 解锁期安排   | 实施进度 |
|------------|-----------------|--|--|-----------------|---|------|
| 2023年9月14日 | 上市公司提取激励基金买入流通股 | 399万股限制性股票，其中首次授予355万股限制性股票，预留权益44万股，激励计划限制性股票的授予价格为11.09元/股 | 1) 以2022年净利润为基数，2023年净利润值不低于18,500万元；2) 以2022年净利润为基数，2023年、2024年两年累计净利润值不低于41,500万元；3) 以2022年净利润为基数，2023年、2024年、2025年三年累计净利润值不低于70,000万元 | 董监高以及核心骨干人员等59人 | 任职期间每年转让的股份不得超过其所持有本公司股份总数的25%；在离职后半年内，不得转让其所持有的公司股份。 | 实施   |

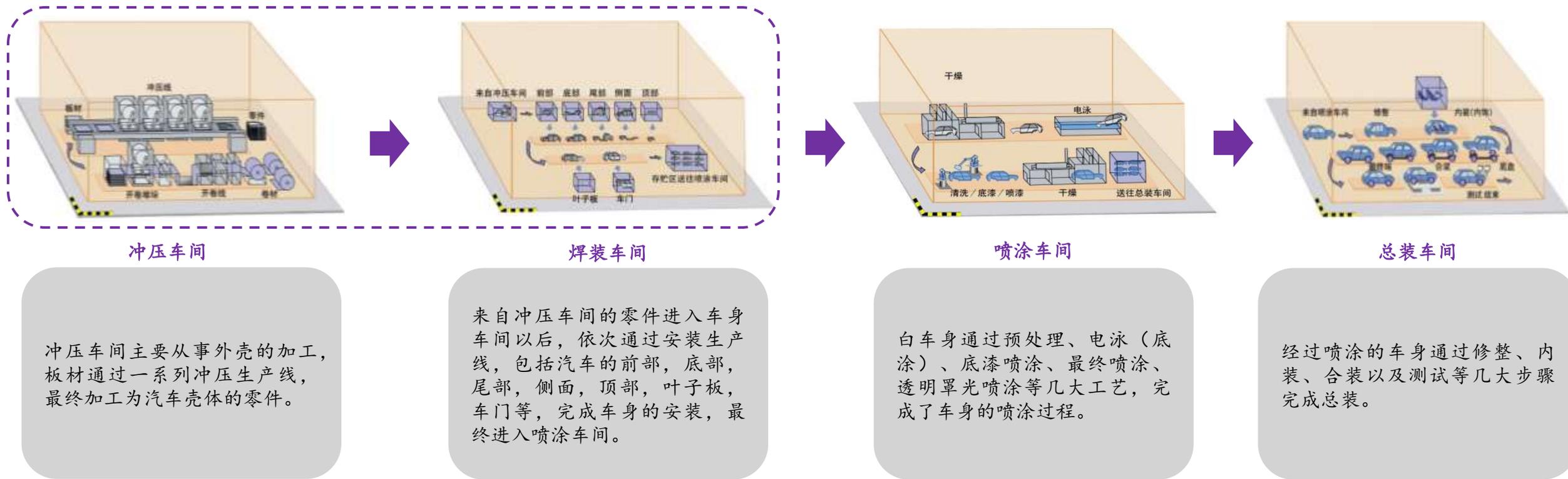
2 冲压、焊接是整车制造的关键环节，冲压零部件市场空间广阔

研究创造价值

## 2.1. 冲压、焊接、涂装、总装是汽车制造四大工艺

- 汽车制造四大工艺是冲压工艺、焊接工艺、涂装工艺和总装工艺，其制造顺序为：**1) 冲压**：将钣金按照设计要求，使用模具冲压成型；**2) 焊接**：按照设计要求，将各钣金焊接成白车身；**3) 涂装**：对白车身进行前处理、底涂及面涂；**4) 总装**：将发动机等全部内外饰件装配到车身上。

图表：汽车制造工艺流程



资料来源：中国传动网，华鑫证券研究所

## 2.1. 汽车制造工艺—零部件冲压：加工乘用车用金属件主流工艺

- **冲压工艺意在通过金属塑性变形制造冲压零部件。**冲压工艺作为一种金属加工方法，指利用模具和冲压设备对金属板料施加压力，使板料产生塑性变形或分离，从而获得零部件。**当前传统的冷冲压技术在汽车行业中运用最为广泛**，具有尺寸稳定、精准度高、重量轻、刚度强、互换性高、高效低耗、已实现自动化等优点。
- **汽车制造中近70%金属零部件由冲压加工成型。**冲压作为传统金属加工方法，包括车身覆盖件、支撑件、结构加强件发动机支架、横纵梁皆属于冲压零部件，其在现代汽车制造工艺中的金属零部件加工中占比约为60%-70%。

图表：冲压零部件生产流程示意

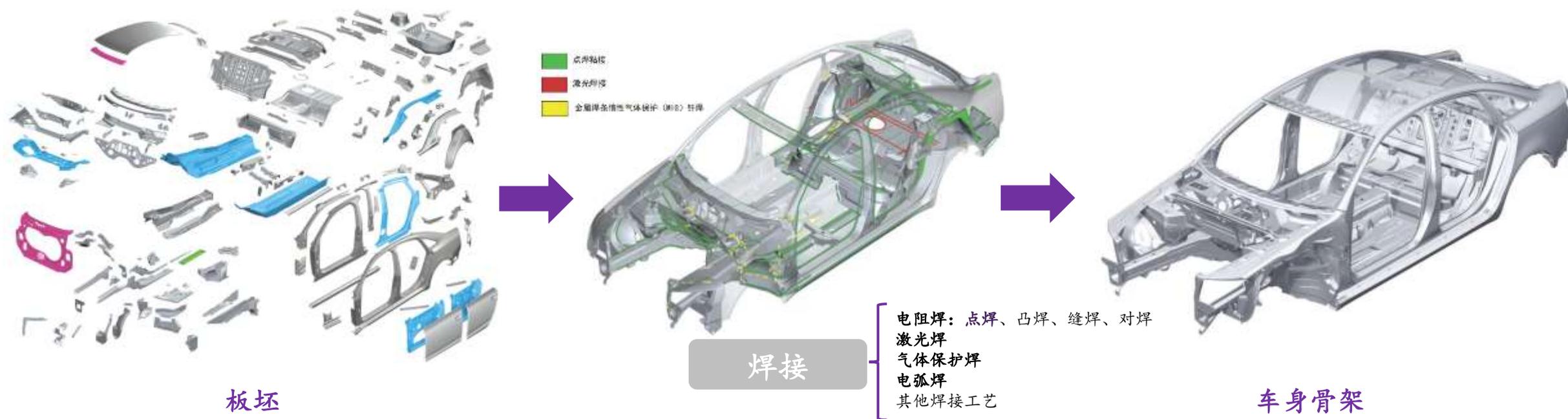


资料来源：首钢股份官网，一汽奥迪，多利科技招股书，华鑫证券研究所

## 2.1. 汽车制造工艺—焊接：将冲压零部件形成总成

- **焊接工序是将单个冲压零部件形成总成，目前行业以电阻点焊为主。**焊接是通过加热或加压并辅以填充材料，使零部件、车身之间永久连接。目前汽车零部件制造中，最为常用的工艺为电阻点焊，是指将零部件之间，以电流熔炼零部件实现车身或零件总成融合，具有工艺成熟、焊接强度高、易于实现自动化、成本较低等优势，并广泛应用于车身底板、侧围、车架、车顶、车门以及车身总成等部分的装配焊接中。电阻焊还主要包括凸焊、缝焊、对焊三种工艺，此外，激光焊、气体保护焊、电弧焊等也是目前汽车冲压件的焊接工艺。

图表：焊接工艺流程示意

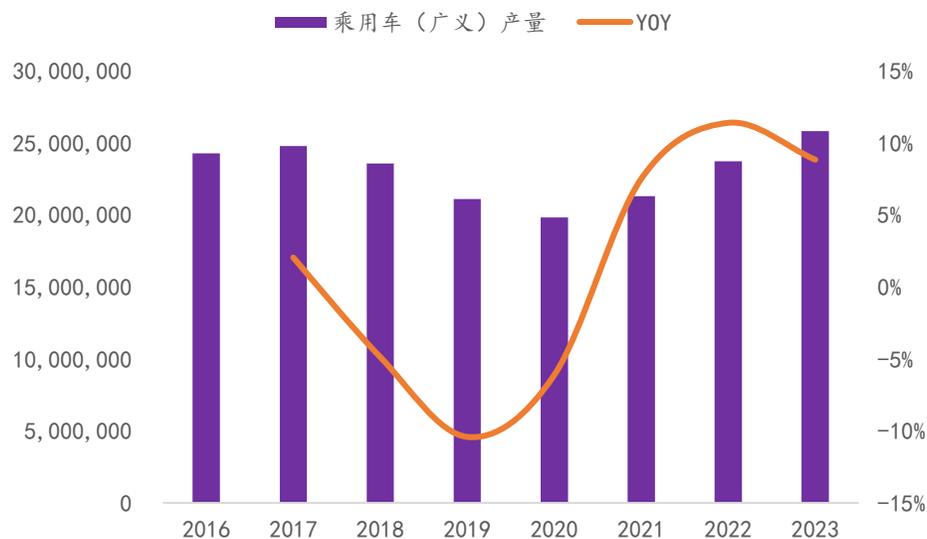


资料来源：一汽奥迪，多利科技招股书，华鑫证券研究所

## 2.2.乘用车冲焊零部件市场规模超2,500亿元，单车价值量约万元

- **2023年，中国乘用车金属冲压零部件市场超过2500亿元。**中国乘用车产量持续增长，乘用车金属冲压件需求与其直接相关。乘联会数据，2023全年中国乘用车产量2,581万辆，同比+8.83%。根据我们测算，2023年中国乘用车金属零部件市场规模约为2,512亿元，同比+7.86%。随着汽车设计追求轻量化、高碰撞安全性能及更复杂的车身结构，乘用车对于金属冲压件的精密度要求及数量也将随之增加。
- **金属冲压件单车价值量约万元。**从单车价值量走势来看，近年乘用车冲压件均价呈缓步下降趋势，2022年均价为9820元/辆。

图表：2016-2023中国乘用车产量（单位：辆）



图表：2016-2023中国乘用车金属冲压焊件市场规模（单位：亿元）

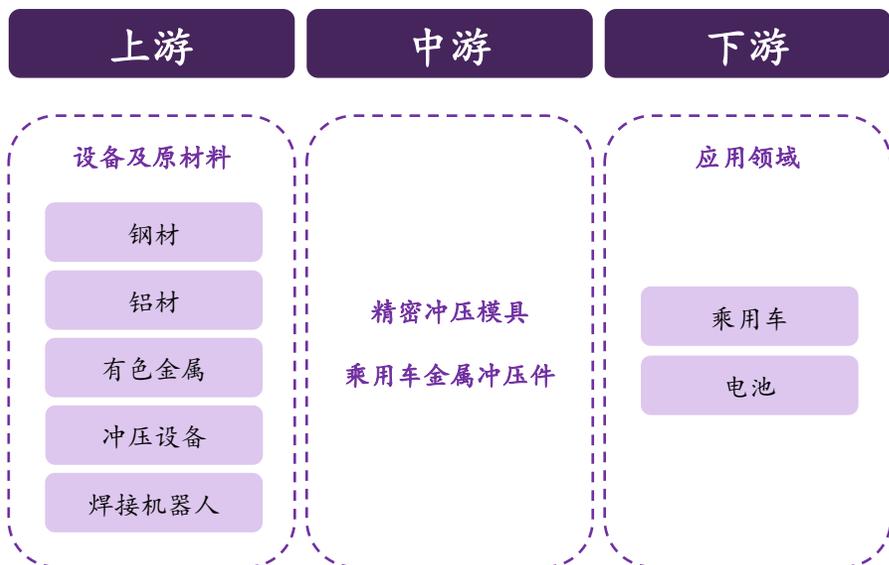


资料来源：乘联会，Wind，智研咨询，华鑫证券研究所

## 2.3. 金属冲压件为乘用车上游，政策支持以加快推进行业健康发展

- 乘用车冲压、焊接零部件上游为钢材、铝材、焊接机器人、冲床等原材料及生产设备；中游为冲压模具、金属冲压件；下游乘用车领域中，大量的零部件依靠冲压模具成型，一款普通轿车需要1,000-1,500套冲压模具。
- 近年工信部、交通运输部、财政部等多个部委出台相关政策，支持乘用车金属冲压件行业高质量发展以提升新能源汽车全产业链健康发展。

图表：乘用车金属冲压、焊接件产业链



图表：中国冲焊零部件行业相关政策梳理

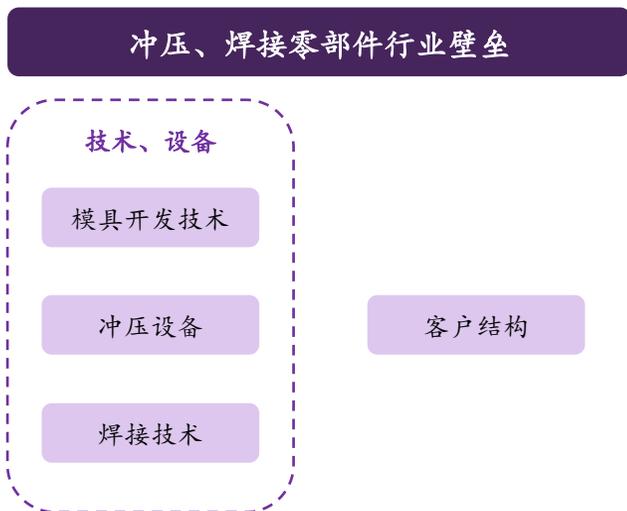
| 政策名称                     | 发文时间     | 发文部门      | 政策解读   |
|--------------------------|----------|-----------|--|
| 《政策持续加力，新能源汽车发展护航》       | 2023. 2  | 工信部、交通运输部 | 工信部提到要深入推进换电模式应用和燃料电池汽车示范，加快新体系电池、车规级芯片、车用操作系统等技术攻关和产业化。提升整车规模和竞争力、全产业链条供给能力和特色优势零部件产业竞争力。 |
| 《关于延续新能源汽车免征车辆购置税政策的公告》  | 2022. 9  | 财政部       | 对购置日期在2023年1月1日至2023年12月31日日期内的新能源汽车免征车辆购置税。额外一年的购置税的免税，拉动新能源汽车冲压件的销量的增长动力。                |
| 《新能源汽车产业发展规划（2021-2035）》 | 2020. 10 | 国务院办公厅    | 规划提出实施新能源汽车基础技术提升工程，促使汽车冲压件从消费端上单车价值量，渗透率的提升。  |
| 《新能源汽车生产企业及产品准入管理规定》     | 2020. 9  | 工信部       | 工信部提到对于车身、底盘总成不见，如果企业集团在冲压、焊装等方面有统一生产布局，则可简化新能源汽车生产企业准入的相关能力要求。                            |

资料来源：智研咨询，华鑫证券研究所

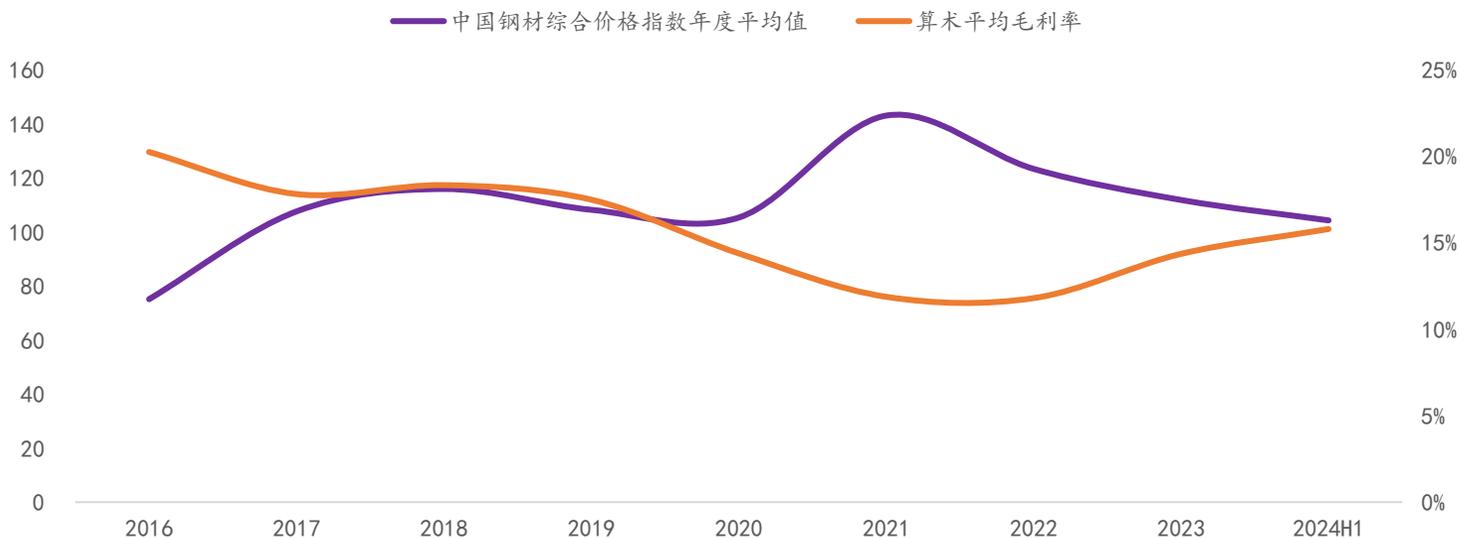
## 2.4. 技术、设备及客户筑护城河，原材料价格影响行业整体利润端

- **模具开发技术、冲压设备、焊接技术、客户结构形成行业壁垒。** 1) 模具开发：模具设计和研发能力直接关乎其产品质量，CAD/CAM/CAE等技术目前广泛采用，高速铣削加工、超精密加工等也已逐步得到行业应用；2) 冲压设备：冲压设备的机械化和自动化程度是衡量汽车零部件企业技术水平的重要标准之一；3) 焊接技术：冲压焊接的稳定性、美观度和产品良率体现厂商的焊接工艺水平；4) 客户结构的可持续性及其稳定性。
- **钢材价格对行业利润端影响较大。** 冲压行业整体毛利率水平较低，因此以钢材为代表的原材料价格波动，对于行业整体的利润端影响较大。

图表：冲焊零部件行业壁垒



图表：2016Q1-2024Q3中国钢材综合价格指数（左轴）及部分汽车冲压零部件公司冲压业务2016-2023算术平均毛利率（右轴）



\*注：算术平均毛利率为博俊科技、威唐工业、新朋股份、无锡振华、黎明股份冲压零部件业务年度毛利率

资料来源：思瀚产业研究院，Wind，华鑫证券研究所

## 2.5. 区域特征明显，竞争格局分散，绑定核心客户最为关键

- **冲焊零部件供应商围绕产业集群，行业整体较为分散。** 冲压、焊接零部件供应商通常为达到同步开发、供货及时、节约成本等目的，会围绕整车制造商所在区域选址布局，并逐步发展成以整车制造商为核心的企业群，形成产业链整体规模效应。我国目前已形成东北、西部、长三角、珠三角、中部、京津冀六大乘用车产业集群，配套厂商多围绕于此。

图表：中国主流乘用车企产能布局图（2024版）



图表：部分冲压零部件供应商及配套整车客户

| 公司   | 绑定整车客户   |
|------|--|
| 联明股份 | 上汽通用、上汽大众等   |
| 华达科技 | 东风本田、广汽本田、一汽大众、广汽丰田、广汽乘用车、上汽通用、特斯拉、上汽大众、东风日产、小鹏、蔚来、理想、埃安、比亚迪、吉利等 |
| 常青股份 | 江淮、奇瑞、比亚迪、合众新能源、蔚来、大众安徽等   |
| 金鸿顺  | 上汽大众、上汽通用、上汽乘用车、上汽大通、上汽非凡、一汽大众、福建奔驰、吉利汽车、吉利商用车、广汽乘用车等            |
| 无锡振华 | 上汽大众、上汽通用、上汽乘用车、特斯拉、理想、小米等                                       |
| 新朋股份 | 上汽大众及区域内知名新能源企业  |
| 多利科技 | 上汽大众、上汽通用、上汽乘用车、上汽大通、特斯拉、理想汽车、蔚来汽车、零跑汽车、比亚迪等                     |
| 威唐工业 | 冲焊部件主要为国内外知名新能源汽车生产商   |
| 博俊科技 | 理想、吉利、比亚迪、福特、长安、长城、赛力斯、大众、通用、奥迪、上汽、东风日产、特斯拉等                     |

资料来源：爱普搜汽车，各公司定期报告，华鑫证券研究所

3 老客户供货稳定，特斯拉+小米  
+理想三轮驱动，打开全新成长  
空间

研究创造价值



### 3. 公司前五大客户集中度较高，上汽乘用车长期是公司第一大客户

- 2024H1公司前五大客户销售占比达72%，上汽乘用车多年位居公司第一大客户。2020-2023，公司前五大客户销售占比分别为74.78%/67.43%/69.36%/72.91%。2024H1前五客户占比达到72.12%，整车客户依次为上汽乘用车、特斯拉、理想及上汽通用。

图表：公司2020-2024H1前五客户销售及占比情况（单位：万元）

| 公司客户   | 2020 |         | 2021   |   | 2022    |        | 2023 |         | 2024H1 |   | 主要业务    |        |   |        |               |             |
|--------|------|---------|--------|---|---------|--------|------|---------|--------|---|---------|--------|---|--------|---------------|-------------|
| 上汽乘用车  | 1    | 57,343  | 40.47% | 1 | 71,551  | 41.84% | 1    | 73,903  | 39.29% | 1 | 108,501 | 46.83% | 1 | 42,283 | <b>37.84%</b> | 分拼、冲压零部件、模具 |
| 特斯拉    | -    | -       | -      | - | -       | -      | 3    | 18,212  | 9.68%  | 2 | 24,720  | 10.67% | 2 | 13,466 | <b>12.05%</b> | 冲压零部件       |
| 理想     | -    | -       | -      | - | -       | -      | -    | -       | -      | 5 | 6,457   | 2.79%  | 3 | 10,249 | <b>9.17%</b>  | 冲压零部件       |
| 上汽通用   | 2    | 22,566  | 15.93% | 2 | 22,559  | 13.19% | 2    | 22,031  | 11.71% | 3 | 18,470  | 7.97%  | 4 | 8,169  | <b>7.31%</b>  | 冲压零部件、模具    |
| 威孚     | -    | -       | -      | 4 | 6,500   | 3.80%  | 4    | 8,219   | 4.37%  | 4 | 10,788  | 4.66%  | 5 | 6,422  | <b>5.75%</b>  | 电镀          |
| 上汽大众   | 3    | 10,479  | 7.40%  | 3 | 8,462   | 4.95%  | 5    | 8,086   | 4.30%  | - | -       | -      | - | -      | -             | 冲压零部件、模具    |
| 上海通程   | 4    | 7,899   | 5.58%  | - | -       | -      | -    | -       | -      | - | -       | -      | - | -      | -             | 冲压零部件       |
| 上海同舟   | 5    | 7,652   | 5.40%  | 5 | 6,235   | 3.65%  | -    | -       | -      | - | -       | -      | - | -      | -             | 冲压零部件       |
| 前五客户合计 |      | 105,940 | 74.78% |   | 115,306 | 67.43% |      | 130,451 | 69.36% |   | 168,935 | 72.91% |   | 80,588 | 72.12%        | -           |

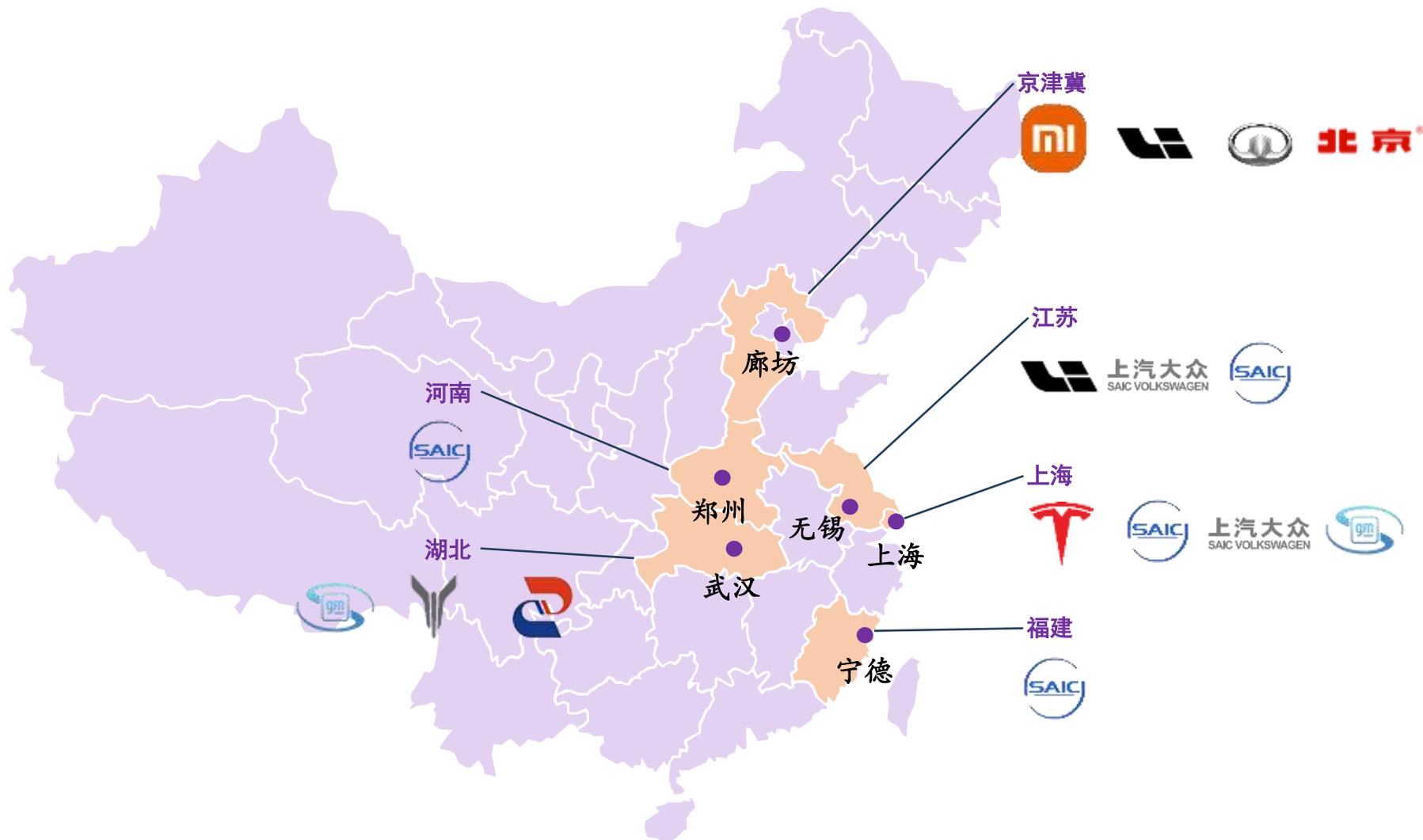
\*注：公司2020年前五客户销售情况未将电镀业务并入

资料来源：公司招股书，公司公告，华鑫证券研究所

### 3. 公司九大生产基地，多地联动布局

图表：公司九大生产基地为客户服务

- 无锡开祥**  
主要从事选择性精密电镀产品的研发及制造
- 无锡化美嘉**
- 无锡方圆**  
负责模具研发和制造
- 上海恒伸祥**  
为特斯拉、亚普汽车提供配套服务
- 上海九宇道**
- 宁德振德**  
为上汽乘用车宁德基地提供分拼总成加工服务
- 廊坊振华**  
为小米汽车、理想汽车等客户进行配套服务
- 郑州君润**  
为上汽乘用车郑州基地提供分拼总成加工服务
- 武汉恒升祥**  
为神龙汽车、上汽通用、上汽大众提供冲焊零部件

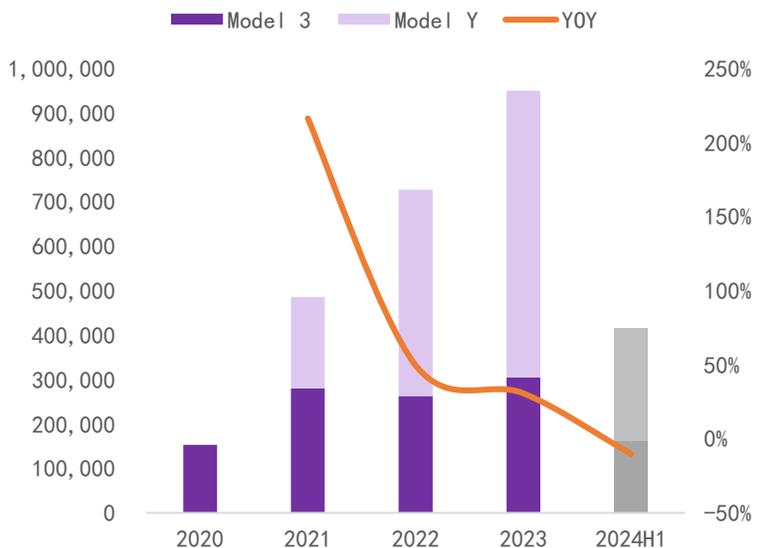


资料来源：公司定期报告，Marklines，华鑫证券研究所

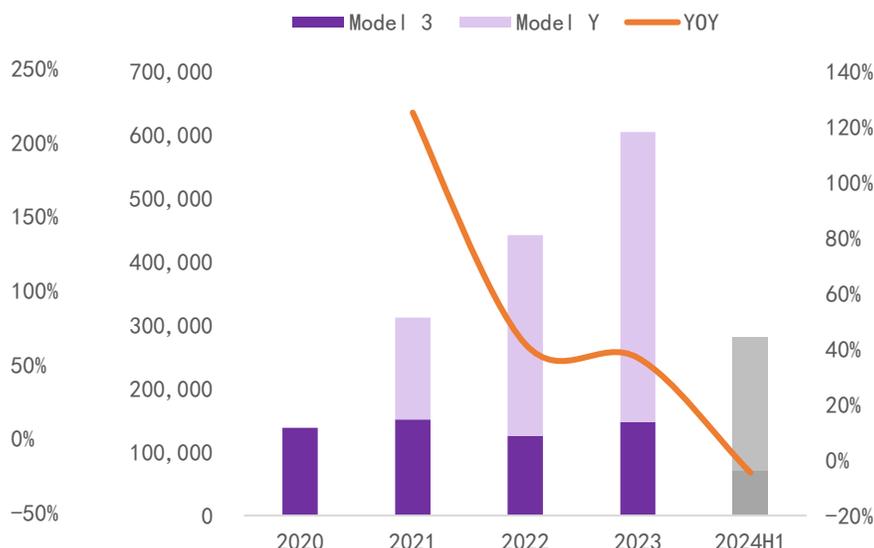
### 3.1. 特斯拉：公司2021年进入其产业链，期间上海工厂产量快速增长

- **特斯拉上海工厂2020-2023产量快速增长，Model Y更受中国市场青睐。**2023年，特斯拉上海工厂实现产量94.97万辆，同比+30.70%，其中Model 3产量30.54万辆，Model Y产量64.43万辆。2024H1，工厂实现产能41.49万辆，同比-10.24%，较2023年同期产能有所下滑。从中国零售数据来看，2023、2024H1国产特斯拉在中国分别实现销量60.41/28.07万辆，同比+36.78%/-5.53%。**其中Model Y 2024H1实现销量20.99万辆，同比+2.78%，销量占比74.75%，车型在华热度不减。**
- **公司2021年切入特斯拉产业链。**特斯拉上海超级工厂于2019年10月开始试点投产，公司快速响应，于2021年进入特斯拉产业链，其子公司上海恒伸祥为特斯拉上海超级工厂配套提供冲压零部件。

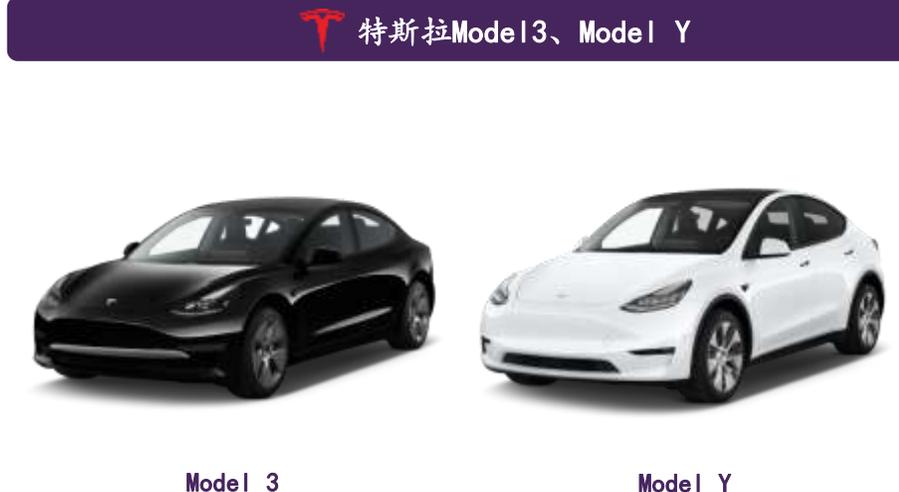
图表：2020-2024H1上海特斯拉超级工厂产量（单位：辆）



图表：2020-2024H1国产特斯拉在华零售销量（单位：辆）



图表：特斯拉上海超级工厂生产Model 3和Model Y

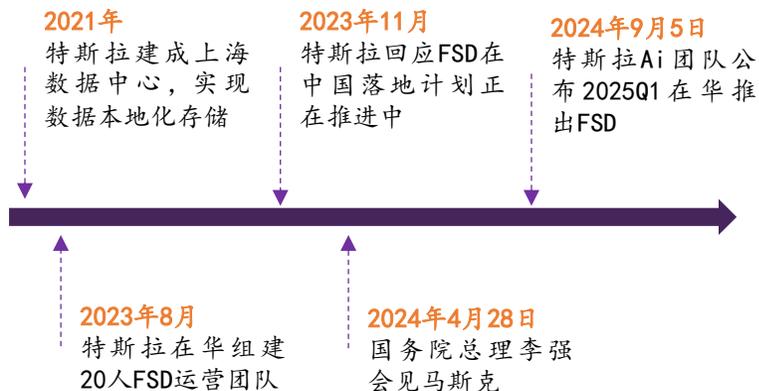


资料来源：Marklines, Motortrend, 华鑫证券研究所

### 3.1. 特斯拉：FSD加速入华，焕新款Model Y有望提振销量

- FSD或在2025Q1入华。** 特斯拉AI团队公布FSD全球部署路线图，计划在2025Q1在中国和欧洲推出该功能。目前FSD最新版本15.5.2参数性能较12.4提升高达5倍，通过端到端技术可以实现更自然的变道和城区智驾，并增强了对驾驶员佩戴太阳镜时的视觉监控功能，以及在城市街道上无须人工转动方向盘或踩油门等功能。
- 焕新款及其七座版Model Y有望发布，新车型提振中国市场销量。** 盖世汽车转特斯拉中国供应链消息称，Model Y改款车型“Juniper”将于2025Q1推出，另一款7座版Model Y有望在2025Q4交付。如改款Model Y上市，有望重新提振特斯拉在华销量，使得特斯拉上海超级工厂产量重回增长。

图表：FSD落地中国时间线



图表：2025款焕新版Model Y遐想图



\*注：新款Model Y车型图为汽车之家绘制的遐想图

图表：美版特斯拉七座Model Y及其它Model Y在售车型对比

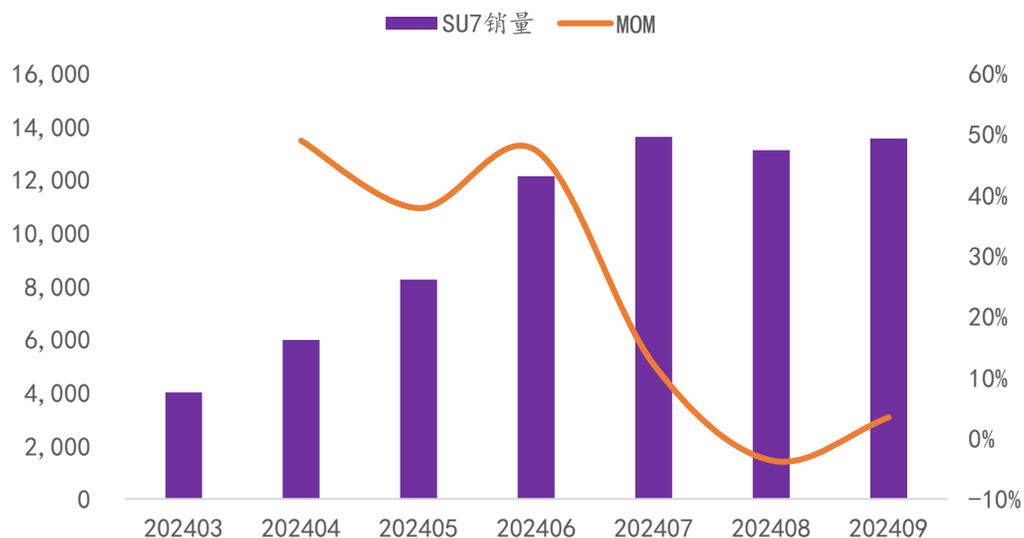
| 车型             | 车身尺寸 | 座位数 | 驱动电机  | 0-60英里加速 | 电池    | 售价       |
|----------------|------|-----|-------|----------|-------|----------|
| Long Range RWD |      | 5   | 后轮电机  | 6.5s     | 长续航电池 | 31,490\$ |
| Long Range AWD |      | 7   | 四轮双电机 | 4.8s     | 长续航电池 | 34,490\$ |
| Performance    |      | 5   | 四轮双电机 | 3.5s     | 长续航电池 | 37,990\$ |

资料来源：人民日报，IT之家，爱集微，新华社，每日经济新闻，汽车之家，特斯拉美国官网，华鑫证券研究所

## 3.2. 小米汽车：SU7产能爬坡迅速，单月交付量连续破万

- 小米SU7销售火爆，有望全年交付12万辆。公司廊坊工厂为小米汽车提供冲压零部件产品。小米首款车型SU7于3月28日上市，并实现24小时大定8万台，并在随后43天累计交付量破万，首车交付速度刷新行业记录。6月开始，小米工厂开启双班倒生产，当月交付12,140辆；7月/8月/9月，小米分别实现单月交付13,610/13,111/13,559辆，产能爬坡速度超预期。目前小米一期工厂已度过产能爬坡阶段，将接近一期工厂15万辆/年的产能极限。10月14日，雷军在社交媒体宣布SU7实现单日交付突破1,000辆，并提出10月交付目标突破2万辆。小米汽车表示，预计将在2024年11月提前完成全年交付10万辆目标，并冲刺12万辆。

图表：2024年3月-2024年9月小米SU7交付量情况（单位：辆）



资料来源：Marklines，小米汽车官网，汽车之家，长江商报，华鑫证券研究所

图表：小米SU7及潜在新车型



\*注：潜在新车型中纯电车型为汽车之家绘制的遐想图，该车型预计为中大型SUV

## 3.2. 小米汽车：二期工厂静待花开，单季毛利率15%

- **小米二期工厂加紧赶工，有望2025年6月竣工交付。**7月25日，北京市规自委信息显示，北京亦庄新城YZ00-0606街区0106地块工业项目，以8.4亿元成交，竞得人为小米景曦科技有限公司，该地块紧邻当前小米汽车亦庄工厂。目前小米汽车二期工厂的位置已经拿到了工业用地批示，该工厂已开始早晚双班施工，预计将在2025年6月竣工交付。
- **小米汽车业务Q2实现毛利率15%，供应链对小米汽车预期乐观，愿景全球前五。**小米SU7整体投入超过3,400名工程师，研发费用超100亿元。2024Q2，小米汽车业务毛利率15.4%，标志着集团强大的供应链管理能力和智能制造能力。CEO卢伟冰表示，公司供应链表现出色，很多相关供应商报价与备货量以更大规模计算，提前释放小米的成本。集团创始人雷军表示，**小米汽车的目标是全球前五**，未来会在合适的时间考虑进行全球化。

图表：小米产能规划

| 项目名称     | 位置   | 产能     | 项目进度                         |
|----------|------|--------|------------------------------|
| 小米汽车一期工厂 | 北京亦庄 | 15万辆/年 | 接近满产                         |
| 小米汽车二期工厂 | 北京亦庄 | 15万辆/年 | 已动工，预计2025年3-4月开始调试，6月中旬竣工交付 |

图表：小米SU7铠甲笼式钢铝混合车身



资料来源：盖世汽车，长江商报，中国质量新闻网，华鑫证券研究所

## 3.2. 小米汽车：武汉是中部汽车产业集群重地，小米长期在此深耕

- **武汉汽车产业配套完善，“中国车谷”全面拥抱电动化+智能化。** 武汉是我国中部汽车产业集群的生产重镇，汽车及零部件产业是其第一大支柱产业。武汉经开区被誉为“中国车谷”，在燃油时代生产东风雪铁龙、东风本田、东风日产等品牌车型，进入新能源时代后皆有岚图、路特斯、猛士、小鹏等新势力品牌。此外，武汉作为全国首批“双智”试点城市，率先发布全无人驾驶商业化运营试点政策，已成为全球最大自动驾驶运营服务区。
- **小米集团持续深耕武汉地区。** 今年3月小米武汉科技园一期项目正式开业，二期项目也已在建设当中，未来将打造以研发、产业园区和智能制造为主的超大研发中心。

图表：中国中部汽车产业集群



图表：小米集团在武汉布局



小米武汉总部



小米武汉科技园二期



小米武汉科技园一期

研发办公用楼

汽车交付中心

空调实验室

资料来源：运联智库，湖北日报，中国建筑官网，长江日报，华鑫证券研究所

## 3.2. 小米汽车：AI赋能集团战略，全面打通“人车家生态”

- 小米集团生态体系完善，AI赋能实现“人车家生态”商业闭环。小米在消费电子领域具有庞大的用户基数，2023年小米全球智能手机出货量1.46亿台，位居全球第三，市场份额12.8%。同期小米已连接的IoT设备（不含手机、平板及笔记本电脑）数量达7.40亿台，同比+25.5%。截止至2023年12月，米家APP月活用户超8千万，同比+13.2%。2023年10月，小米发布全新澎湃OS操作系统，同时集团战略由“手机 X AIoT”升级为“人车家全生态”。依靠小米澎湃OS操作系统，从手机/平板，到智能电视、可穿戴、智能家电，至小米汽车，小米“人车家”生态实现智能终端全面互连。

图表：小米硬件生态链体系



图表：小米生态链公司代表（不完全统计）

| 生态链  | 领域             | 公司   | 生态链    | 领域       | 公司      |
|------|----------------|--|--------|----------|---------|
| 手机周边 | 音箱耳机           | 万魔声学、奋达科技、猎声                               | 生活耗材   | 床垫       | 趣睡科技    |
|      | 手环             | 华米科技、卓翼科技                                  |        | 旅行箱      | 润米科技    |
|      | 电池             | 紫米电子科技                                     |        | 智能门铃     | 疯景科技    |
|      | 手机壳            | 硕米科技                                       |        | 个人医疗保健产品 | 爱和健康    |
|      | 插线板            | 青米科技                                       |        | 收音机      | 卡迪尔通讯技术 |
| 智能硬件 | 智能家庭           | 绿米联创科技、纯米电子科技、智米科技、云米电器、慕声电子科技、新宝股份、北京悦米科技 |        | 车载硬件     | 板牙信息科技  |
|      | 笔记本            | 田米科技、安洁科技                                  |        | 电助力自行车   | 骑行科技    |
|      | 摄影机/相机/遥控器/收音机 | 创米科技、小蛟科技                                  |        | 儿童智能穿戴   | 小寻科技    |
|      | 机器人            | 石头科技、飞米电子、爱其科技、全志科技                        |        | 网约导游服务   | 香蕉出行    |
|      | 智能设备           | 云柚科技、云造科技、睿米信息                             |        | 破壁料理机    | 秀美时尚科技  |
|      | 平衡车            | 纳恩博  | 花卉     | 花花草草科技   |         |
|      |                |  | 宠物智能硬件 | 海导信息科技   |         |

资料来源：小米官网，新财富，华鑫证券研究所

## 3.2. 公司发行可转债募投廊坊项目，加注配套核心客户

- 公司发行可转债加注投资，廊坊子公司将提供50万套产能。**公司目前通过租赁厂房生产焊接零部件，以此配套京津冀产业集群客户。而该地区中，小米汽车和理想汽车作为公司主要客户，具有较大规模整车生产能力，目前公司的生产能力受限，故通过发行发行可转债来扩大生产规模，以此满足现有客户产能及开发潜在客户。2024年1月，公司审议通过发行可转债的先关议案，募集资金不超过5.2亿元，其中4.2亿元投资廊坊子公司，1.0亿元用于补充流动资金。**该募投项目核定产能50万套/年，项目达产后有望实现年收入超8亿元。**

图表：公司发行可转债募投项目及资金（单位：万元）

| 序号 | 项目名称           | 投资总额      | 拟投入募集资金   |
|----|----------------|-----------|-----------|
| 1  | 廊坊振华全京申汽车零部件项目 | 64,834.00 | 42,000.00 |
| 2  | 补充流动资金         | 10,000.00 | 10,000.00 |
|    | 合计             | 74,834.00 | 52,000.00 |

图表：公司募投项目周期、进度安排及收入测算（单位：万元）

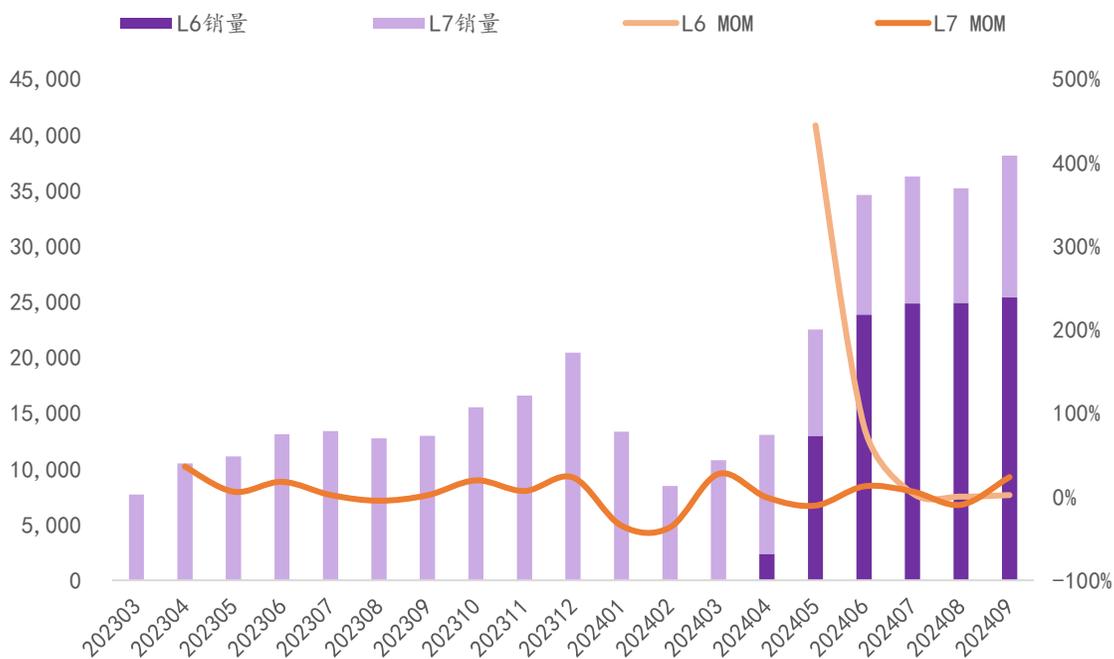
| 时间  | 项目进度            | 收入测算      |
|-----|-----------------|-----------|
| 第一年 | 工程设计、厂房建设及装修    | -         |
| 第二年 | 工程完工及设备安装       | -         |
| 第三年 | 开始投产，并实现产能释放50% | 40,162.50 |
| 第四年 | 达产80%           | 64,260.00 |
| 第五年 | 达产100%          | 80,325.00 |

资料来源：公司公告，华鑫证券研究所

### 3.3. 理想：L6/L7两款车型均进入中大型SUV销量三甲

- 理想L6交付量达2.5万辆级，L7月均超万辆级。理想L7进入稳定交付阶段，2024H1合计交付6.35万辆，月均交付超过1万辆。L6自2024年4月开始交付，4月-6月分别实现销量2,381辆/12,965辆/23,864辆，产能爬坡迅速，销量持续火爆；7-9月分别实现销量24,856/24,897/25,393辆，步入满产状态。根据汽车之家数据，2024年4-9月，理想L6、L7在所有中大型SUV销量排行中分别位列第一和第三位。

图表：2023年3月-2024年9月理想L6、L7交付量情况（单位：辆）



资料来源：理想汽车官网，Marklines，华鑫证券研究所

图表：理想L6、L7外观及笼式车身结构



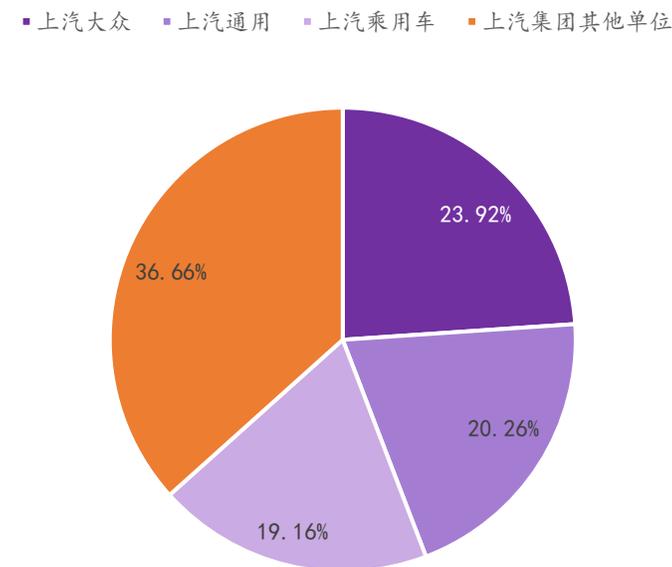
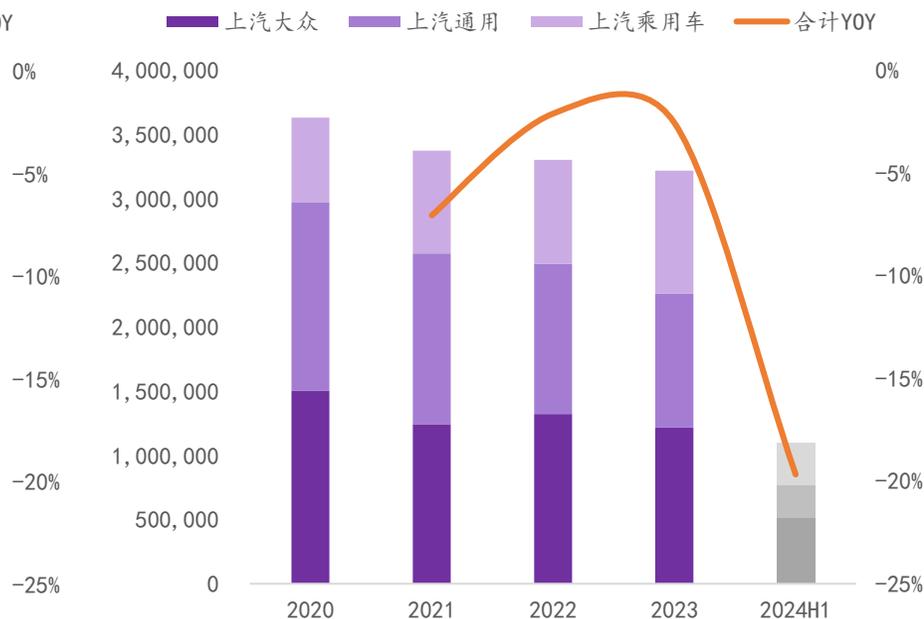
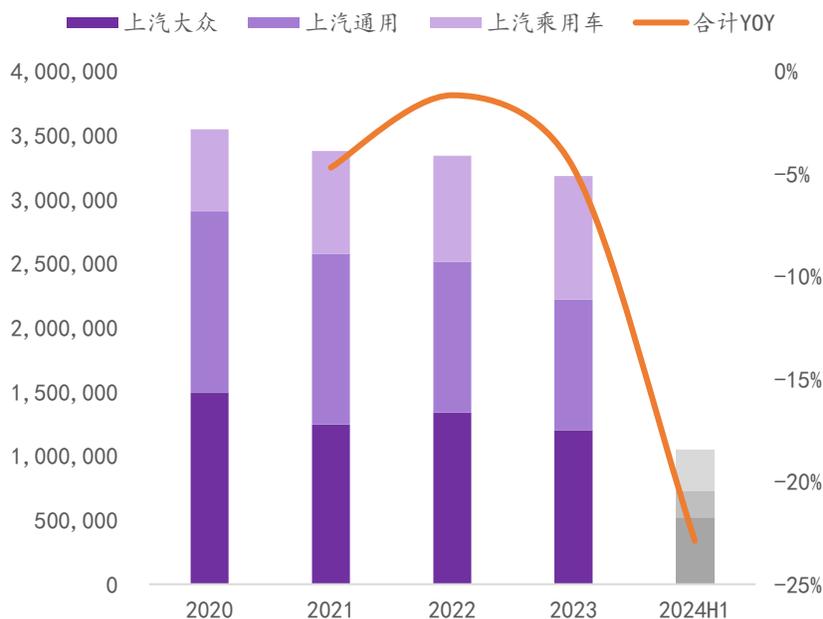
### 3.4. 上汽系：公司为上汽大众/通用/乘用车三大单位提供配套

- 上汽系是公司核心老客户，上汽大众产量稳定，上汽乘用车近四年保持高增速。公司为上汽乘用车提供分拼总成加工配套和冲压零部件产品，并为上汽大众、上汽通用提供冲压零部件。公司三大上汽系客户在2023及2024H1分别实现产量318.31/105.01万辆，同比-4.72%/-22.88%。按品牌（集团单位）来看，2024H1大众、通用及上汽乘用车分别实现产量 51.99/20.75/32.28 万辆，同比 +5.08%/-53.97%/-22.46%；分别实现批发销量 51.21/25.80/33.11万辆，同比+1.75%/-44.71%/-17.44%。公司三大上汽系客户2023年产量占上汽集团产量约63.34%。

图表：公司上汽系客户2020-2024H1产量（单位：辆）

图表：公司上汽系客户2020-2024H1批发销量（单位：辆）

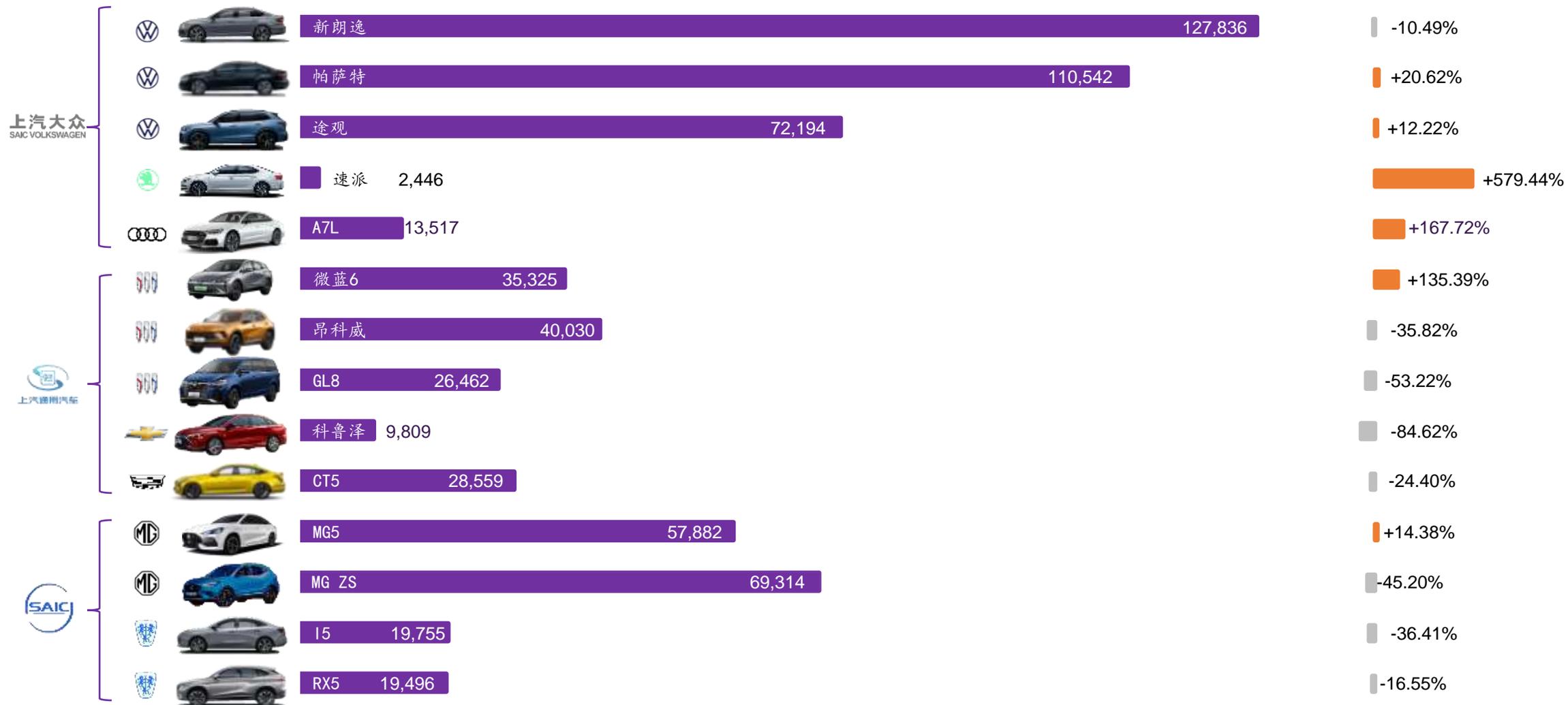
图表：2023上汽大众/通用/乘用车在上汽集团产量占比



资料来源：Marklines, 各品牌官网, 上汽集团公告, 华鑫证券研究所

### 3.4. 上汽系：三大单位各品牌部分畅销车型

图表：2024H1公司上汽系三大单位旗下各品牌部分畅销车型批发销量及同比情况（单位：辆）



资料来源：Marklines, 上汽系各品牌官网, 华鑫证券研究所

### 3.4. 上汽系：欧盟加征临时关税，恐影响部分车企出口销量

- 欧盟对中国纯电汽车加收临时关税，若通过将为期五年。** 欧盟委员会发布公告称，自7月5日起正式对进口自中国的纯电动汽车征收临时“反补贴关税”。其中，上汽集团加征税率为37.6%，吉利为19.9%，比亚迪为17.4%；其它配合欧盟调查的车企平均加征税率为20.8%，未配合调查的车企加征税率为37.6%，后于8月20日对拟议税率进行小幅调整。临时关税从2024年7月5日起适用，最长期限为四个月，在这四个月内，加征关税必须通过欧盟成员国的投票，并作出最终决定。**投票需要欧盟15个成员国（代表欧盟65%的人口）反对，否则加征最终关税最终将通过，新税率的适用期为5年。**

图表：欧盟针对各中国产新能源车企初定及决定草案关税税率

| 车企        | 初定税率  | 决定草案税率 |
|-----------|-------|--------|
| 比亚迪       | 17.4% | 17.0%  |
| 吉利        | 19.9% | 19.3%  |
| 上汽集团      | 37.6% | 36.3%  |
| 其他合作公司    | 20.8% | 21.3%  |
| 其他所有非合作公司 | 37.6% | 36.3%  |
| 特斯拉       | -     | 9%     |

图表：2023年中国品牌欧洲销量榜

| 排名 | 品牌     | 销量      | 销量占比  |
|----|--------|---------|-------|
| 1  | MG     | 231,818 | 72.7% |
| 2  | DR（奇瑞） | 34,095  | 10.7% |
| 3  | 领克     | 22,080  | 6.9%  |
| 4  | 比亚迪    | 15,707  | 4.9%  |
| 5  | 欧拉     | 6,245   | 2.0%  |
| 6  | 蔚来     | 2,400   | 0.8%  |
| 7  | 小鹏     | 2,011   | 0.6%  |
| 8  | 东风小康   | 1,068   | 0.3%  |

资料来源：中国汽车报，上汽名爵声明，华鑫证券研究所

### 3.4. 上汽系：欧盟关税投票通过，中方坚决维护中国企业合法权益

- 欧盟成员国投票赞成中国电动车进口税，关税将在10月底正式实施，中欧双方将继续磋商解决方案。**10月4日，欧盟成员国就关于对中国电动车征收关税的投票通过，关税将在10月30日正式生效，将在原有10%税率的基础上，对中国进口纯电动汽车加征为期五年的7.8%至35.3%的“反补贴税”。投票结果来看：5国反对；10国赞成；另有12国弃权。**中方对裁决结果不认同、不接受，已就此在世贸组织争端解决机制下提出诉讼。中方将继续采取一切必要措施坚决维护中国企业的合法权益。**欧方表示将继续与中方就价格承诺进行磋商。中方始终主张通过对话磋商解决贸易争端，也一直在为此做出最大努力。目前，双方技术团队正在进行下一阶段磋商，尽快达成双方均可接受的解决方案，避免贸易摩擦升级。

图表：欧盟针对各中国产新能源车企最终关税税率

| 车企     | 最终税率  | 合计税率  |
|--------|-------|-------|
| 比亚迪    | 17.0% | 27.0% |
| 吉利     | 18.8% | 28.8% |
| 上汽集团   | 35.3% | 45.3% |
| 其他合作公司 | 20.7% | 30.7% |
| 特斯拉    | 7.8%  | 17.8% |

\*注：合计税率为“反补贴关税”税率+10%欧盟汽车税

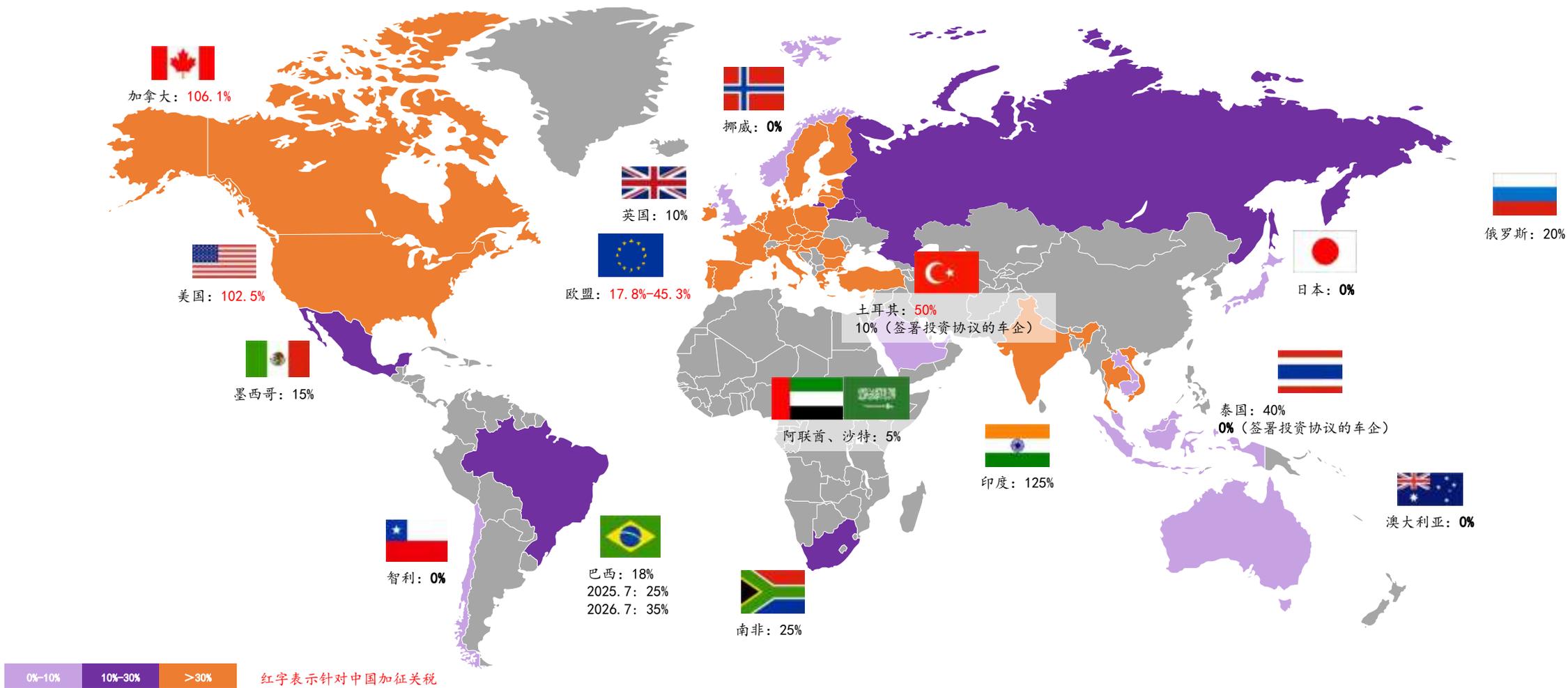
图表：欧盟27个成员国投票立场



资料来源：中国经营报，光明网，盖世汽车，华鑫证券研究所

### 3.4. 上汽系：中国汽车在全球化道路上正面临复杂多变的贸易壁垒

图表：全球主要区域/国家对纯电动汽车关税税率

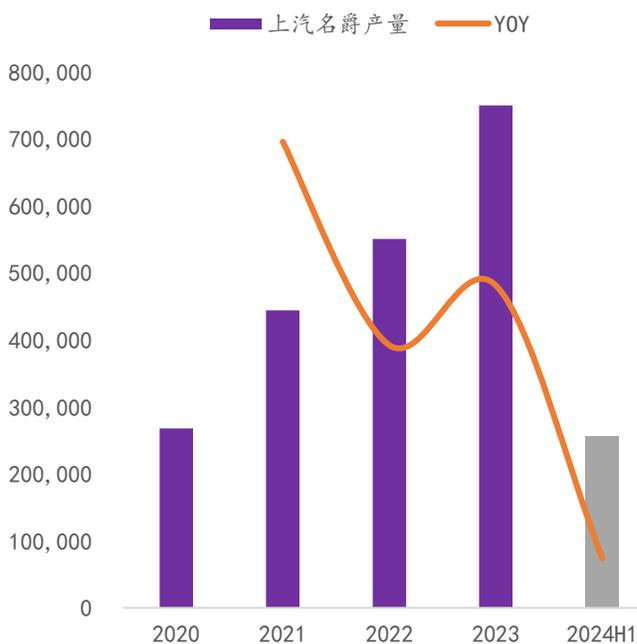


资料来源：盖世汽车，华鑫证券研究所

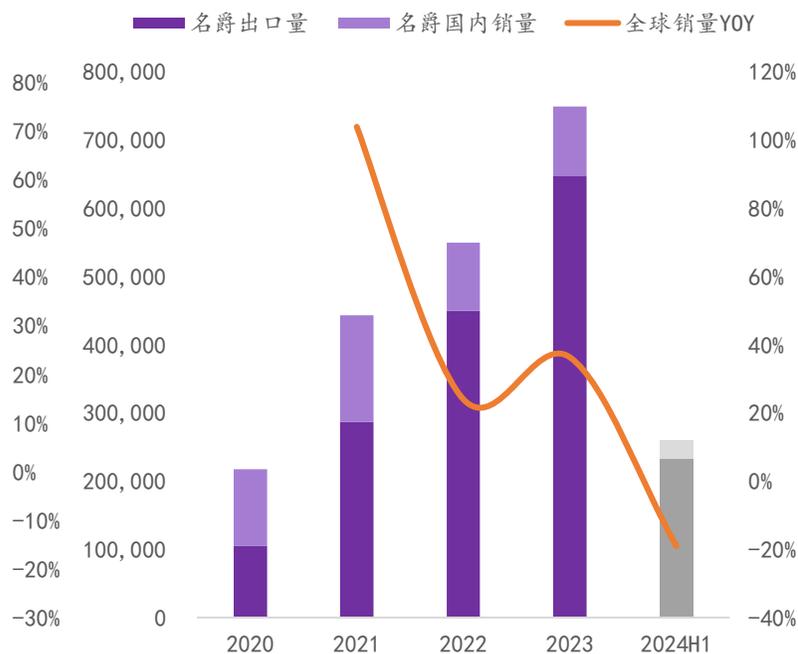
### 3.4. 上汽乘用车：上汽名爵主攻海外市场

- 名爵2020-2023产销量高增，主攻海外市场。** 上汽名爵2023年产量75.05万辆，同比+36.22%；2024H1产量25.64万辆，同比-19.83%。从批发销量结构来看，2023全年、2024H1出口量64.78/23.22万辆；同比+44.00%/-17.54%；出口占比分别为86.44%/89.51%。2020-2023名爵实现高速增长，其产、销量CAGR3分别达到40.92%/51.06%，**其中出口量在此期间实现CAGR3=83.40%**。名爵目前正在经历产品换代切换带来的销量阵痛，比如部分主力车型MG 3、MG ZS于2017、2018年上市，两款车型将在年内陆续换代。

图表：2020-2024H1上汽名爵产量情况（单位：辆）



图表：2020-2024H1上汽名爵销量情况（单位：辆）



图表：上汽名爵产品矩阵



资料来源：Marklines，上汽名爵官网，华鑫证券研究所

### 3.4. 上汽乘用车：名爵是中国汽车出海先行者，销量遥遥领先

- 名爵三款车型跻身出口量Top10，欧洲是其出口主战场。名爵是中国品牌出海冠军，热销全球100+国家或地区，海外累计销量220万辆，并连续五年蝉联中国单一品牌出口冠军。2023年，MG ZS、MG4 EV及MG5跻身中国乘用车出口Top1/Top5/Top8。上汽名爵2024H1实现境外销量（不含印度）25.35万辆，从结构来看，欧洲/亚洲/大洋洲（澳、新）/北美洲（墨西哥）分别占比54.71%/22.46%/10.23%/9.67%。英国、澳大利亚、墨西哥、意大利以及沙特位列名爵24H1境外销量前五地区。

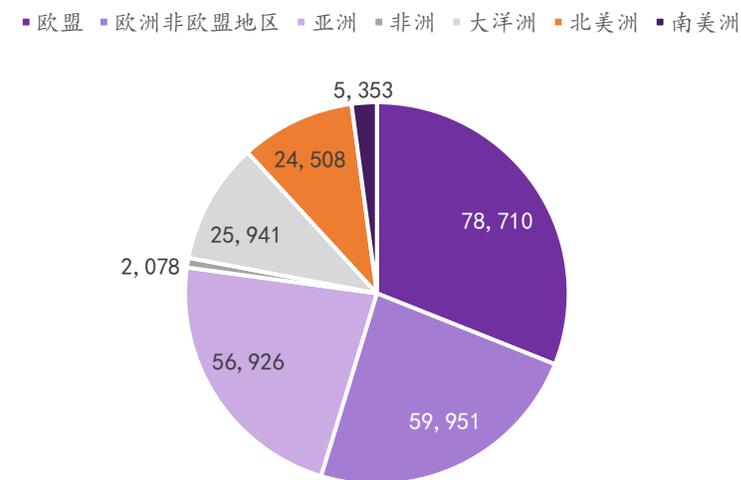
图表：2023中国乘用车及新能源市场出口量Top 10车型

| 排名 | 车型名称    | 排名 | 车型名称      |
|----|---------|----|-----------|
| 1  | MG ZS   | 1  | Model Y   |
| 2  | Model Y | 2  | Model 3   |
| 3  | 瑞虎7     | 3  | MG4 EV    |
| 4  | Model 3 | 4  | 元Plus     |
| 5  | MG4 EV  | 5  | 海豚        |
| 6  | 瑞虎5X    | 6  | MG EZS    |
| 7  | 欧萌达     | 7  | 宋Plus新能源  |
| 8  | MG5     | 8  | 东风纳米EX1   |
| 9  | 缤越      | 9  | 海豹        |
| 10 | 元Plus   | 10 | Smart精灵#1 |

图表：上汽名爵2024H1境外销量Top 10国家/地区

| 排名 | 国家/地区 | 销量     | 是否为欧盟地区 |
|----|-------|--------|---------|
| 1  | 英国    | 44,046 | ×       |
| 2  | 澳大利亚  | 24,593 | ×       |
| 3  | 墨西哥   | 24,508 | ×       |
| 4  | 意大利   | 21,249 | 🇪🇺      |
| 5  | 沙特阿拉伯 | 15,900 | ×       |
| 6  | 西班牙   | 14,264 | 🇪🇺      |
| 7  | 德国    | 13,599 | 🇪🇺      |
| 8  | 中国台湾  | 12,298 | ×       |
| 9  | 土耳其   | 11,074 | ×       |
| 10 | 泰国    | 10,447 | ×       |

图表：上汽名爵2024H1各大洲出口销量(单位：辆)

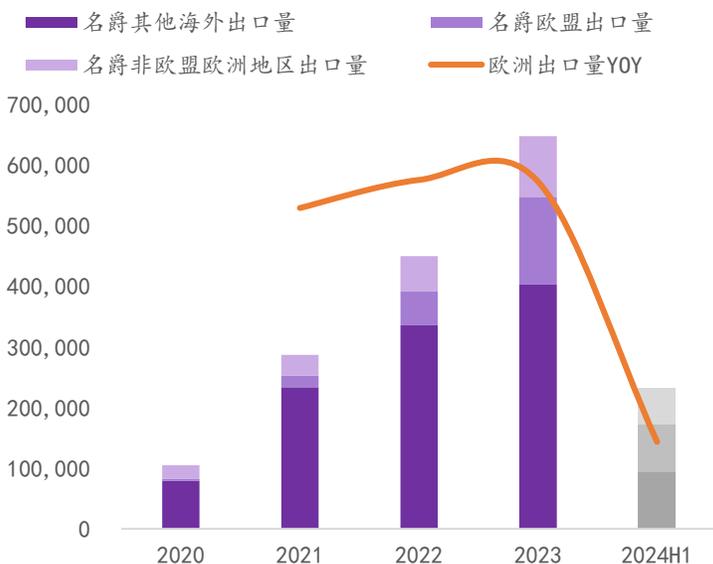


资料来源：上汽名爵官网，Marklines，华鑫证券研究所

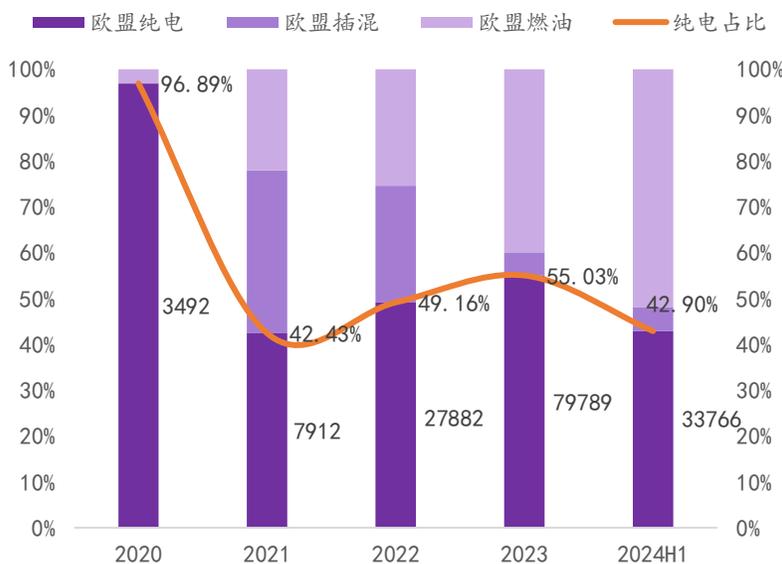
### 3.4. 上汽乘用车：既戴其冠，必承其重，名爵继续放眼全球

- **欧盟地区销量占名爵出口量超五分之一。**从出口结构来看，2023年名爵在欧洲地区和全球其他地区分别出口24.47/40.30万辆；分别占比37.78%/62.22%。而在欧洲出口量中，欧盟地区以及非欧盟地区分别为14.50/9.97万辆；分别占比59.23%/40.76%。其中受关税影响的欧盟地区占品牌全球总出口量的22.38%。
- **以2023销量来看，受欧盟关税影响销售车型约8万辆，在出口中占比约12%。**从欧盟销量结构来看，纯电车型在欧盟销量2023、2024H1分别为7.98/3.38万辆；占欧盟车型销量55.03%/42.90%；占出口车型销量12.32%/14.54%。若关税最终落地，从历史销量回测来看，受其影响的车型至多8万辆/年，总体影响有限。

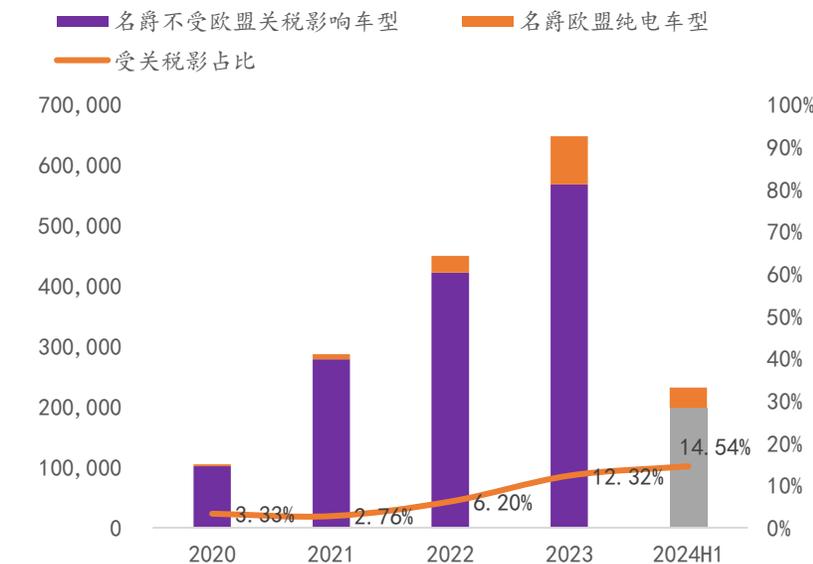
图表：2020-2024H1名爵出口结构（单位：辆）



图表：2020-2024H1名爵在欧盟销量结构（单位：辆）



图表：2020-2024H1关税影响车型占比回测（单位：辆）

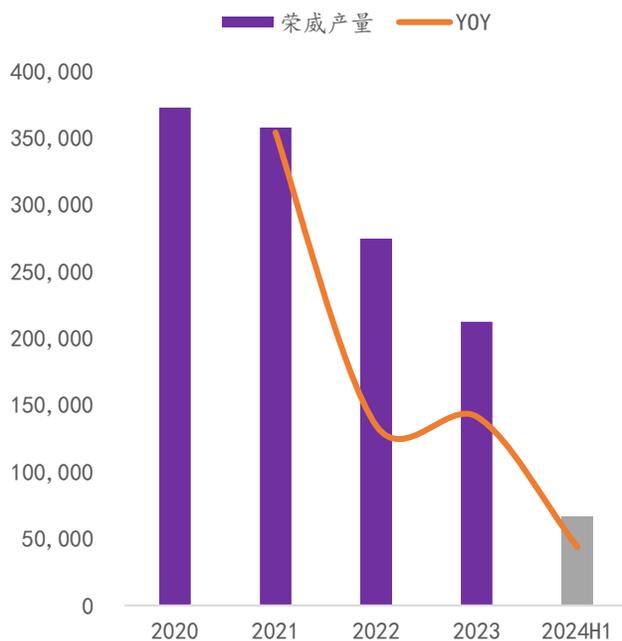


资料来源：Maeklines, 华鑫证券研究所

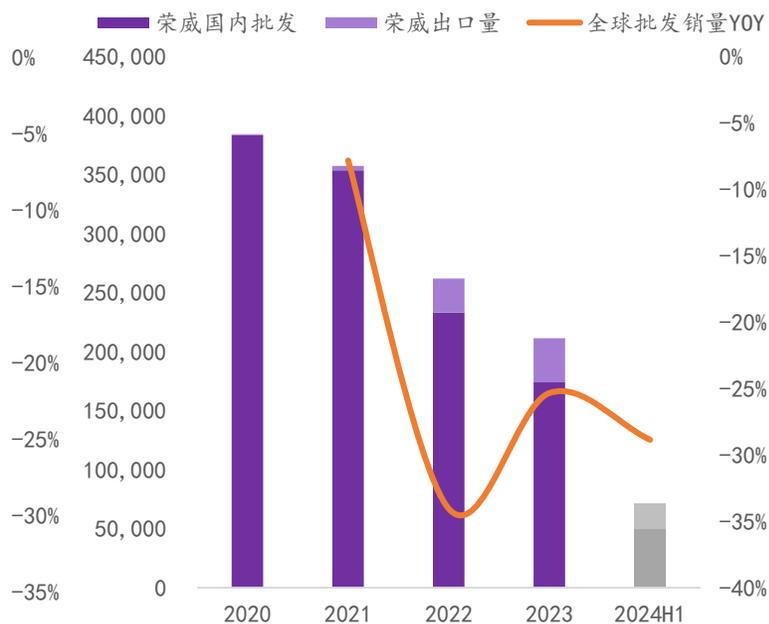
### 3.4. 上汽乘用车：荣威销量承压，目标销量20万辆

- 定位“新大众”，冲击全年20万辆销量目标。** 上汽荣威2023年实现产量21.24万辆，同比-22.64%；2024H1实现产量6.64万辆，同比-31.18%，产量承压。从销售端来看，荣威2023、2024H1分别实现批发销量21.14/7.17万辆；分别同比-19.36%/-10.97%。为应对销量趋势下滑，上汽集团在今年8月进行多项高层人事变动，新上任的上汽乘用车常务副总经理俞经民表示，荣威今年销量目标为20万辆，并将荣威品牌定义为“新大众”。若要达到其销量目标，2024H2须达到月均销量约2.14万辆。

图表：2020-2024H1上汽荣威产量（单位：辆）



图表：2020-2024H1上汽荣威全球批发销量（单位：辆）



图表：上汽荣威产品矩阵

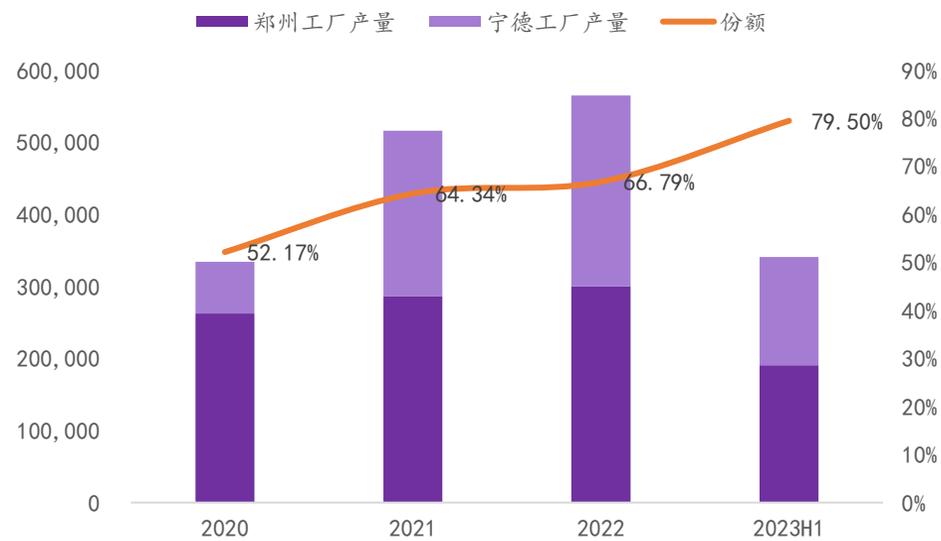


资料来源：Marklines, 上汽荣威官网, 华鑫证券研究所

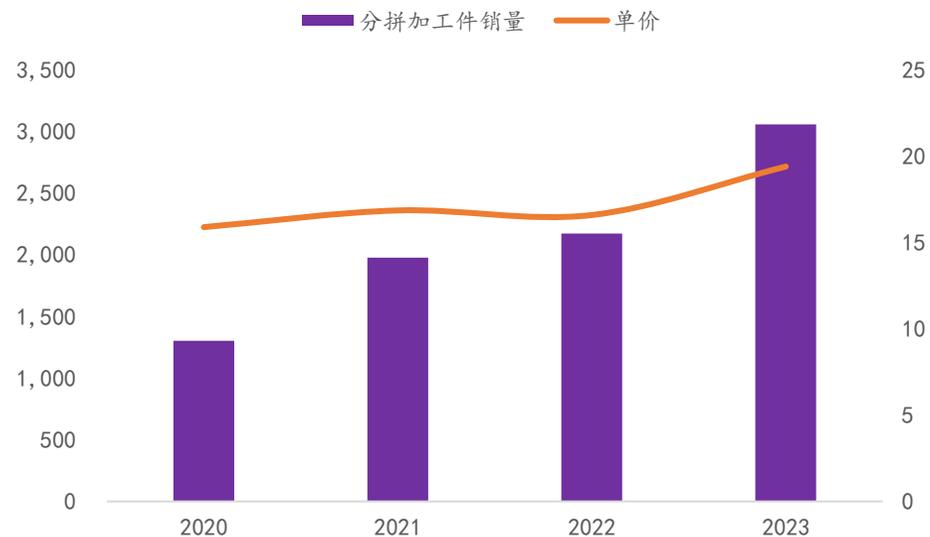
### 3.4. 公司分拼产量占上汽乘用车份额持续提升，加工件迎量价齐升

- **截止2023H1公司分拼加工件占上汽乘用车份额约80%。**公司郑州、宁德工厂为上汽乘用车提供分拼加工配套服务，2020-2023H1 双工厂合计产量 33.43/51.63/56.51/34.07 万套，占上汽乘用车份额分别为 52.17%/63.34%/66.79%/79.50%。公司在上汽乘用车中份额持续提升，其在供应链中的地位愈趋提高。
- **分拼加工件销量 + 单价持续爬升。**销售端来看，2020-2023 公司分拼加工业务分别实现加工件销售 1301.23/1974.10/2169.13/3053.57 万件，量能持续提升。产品单价来看，2020 年公司分拼加工件平均销售单价 15.87 元，2023 年实现单价 19.37 元。

图表：2020-2023H1 公司郑州、宁德工厂产量及合计占上汽乘用车份额（单位：套）



图表：2020-2023 公司分拼加工件销量及销售单价（单位：万件，元）

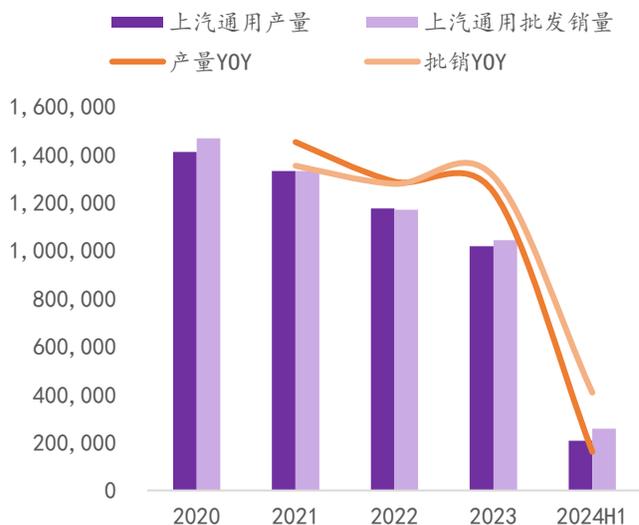


资料来源：公司定期报告，Wind，华鑫证券研究所

### 3.4. 上汽通用：新能源转型成果初显，GL8完成电动化升级

- **上汽通用2024H1产销量受承压，但依旧是公司第四大客户。**随着国内新能源渗透率逐步提升和自主品牌崛起，传统燃油合资品牌均受到产、销量承压，2024H1上汽通用分别实现产量20.75万辆/批发销量25.80万辆；同比-53.97%/-44.71%。**截止至2024H1，上汽通用是公司第四大客户，销售收入占比7.31%。**
- **上汽通用向新能源转型，以GL8为代表的车型有望通过电动化重回巅峰。**2024年1-8月，上汽通用实现新能源批发销量5.65万辆，同比+22%。GL8插混版于6月正式开始交付，其指导价35.99-41.99万元，6-8月批发销量1.24万辆，凭借其在华庞大的用户基础和品牌影响，GL8顺利完成车型电动化升级。

图表：2020-2024H1上汽通用产量及批发销量（单位：辆）



图表：2024H1上汽通用销量排行（单位：辆）

| 排名 | 品牌   | 车型  | 外观 | 销量      | 同比      |
|----|------|-----|----|---------|---------|
| 1  | 别克   | 昂科威 |    | 143,054 | -35.82% |
| 2  | 别克   | 微蓝6 |    | 137,891 | 135.39% |
| 3  | 凯迪拉克 | CT5 |    | 124,650 | -24.40% |
| 4  | 别克   | GL8 |    | 121,326 | -53.22% |
| 5  | 别克   | 威朗  |    | 90,737  | -73.79% |

图表：2024 1-8月上汽通用新能源销量排行（单位：辆）

| 排名 | 品牌   | 车型         | 外观 | 销量            | 同比      |
|----|------|------------|----|---------------|---------|
| 1  | 别克   | 微蓝6        |    | 36,508        | 72.11%  |
| 2  | 别克   | GL8 PHEV   |    | 12,351 (6-8月) | /       |
| 3  | 别克   | Electra E5 |    | 2,961         | -79.32% |
| 4  | 凯迪拉克 | IQ傲歌       |    | 2,564 (4-8月)  | /       |
| 5  | 雪佛兰  | 探界者        |    | 1,431 (4-8月)  | /       |

资料来源：Marklines，上汽通用各品牌官网，华鑫证券研究所

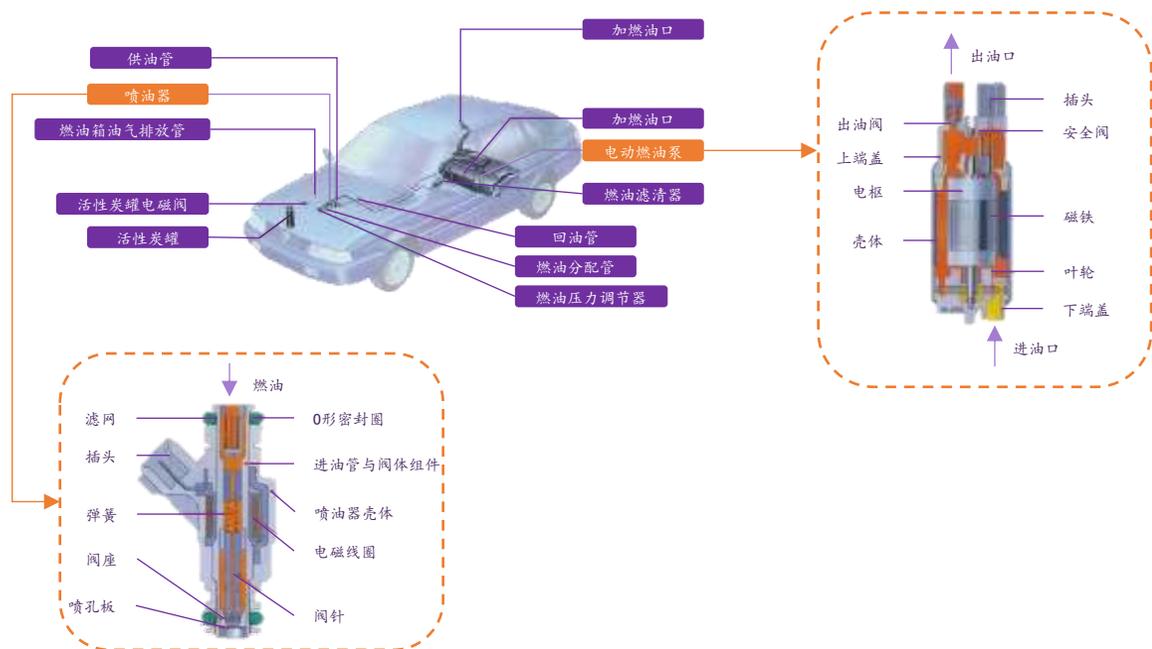
## 4 电镀业务为公司创造增长新动力

研究创造价值

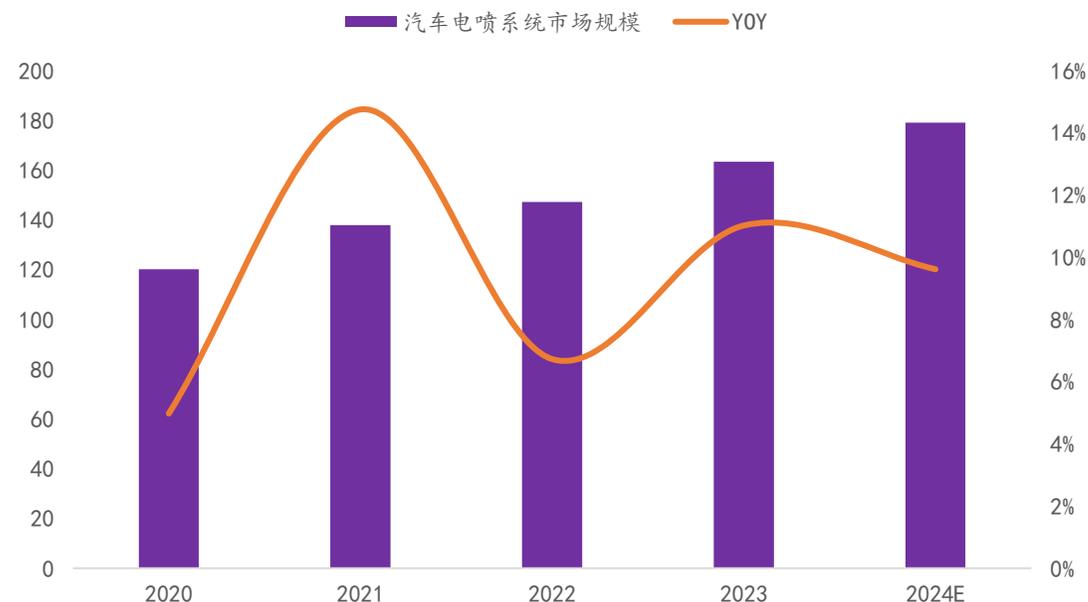
## 4.1. 汽车电喷系统市场博世一骑绝尘，市占率约60%

- 电喷系统控制发动机供油，可优化其燃烧过程，博世占中国电喷系统市场六成江山。汽车电喷系统通过控制单元、传感器及控制程序，可精确控制喷油器喷油量，确保发动机在不同工况下均可获得最佳空燃比，从而优化燃烧过程。汽车电喷系统主要部件包括燃油喷射器、电控单元、传感器、燃油泵、油轨以及高压油管等。不仅限传统燃油车，插混及增程车型也均需要使用电喷系统，仅纯电车型无需使用。智研瞻数据，我国汽车电喷系统2023市场规模163.35亿元，同比+11.02%；2024年预计规模179.05亿元，同比+9.61%。中国汽车电喷市场被博世、德尔福、电装三家国际Tier 1垄断，博世市场占比约为60%。

图表：发动机燃油供给（喷射）系统中喷油器及燃油泵结构



图表：中国汽车电喷系统2020-2024E市场规模（单位：亿元）



资料来源：盖世汽车，智研瞻产业研究院，华鑫证券研究所

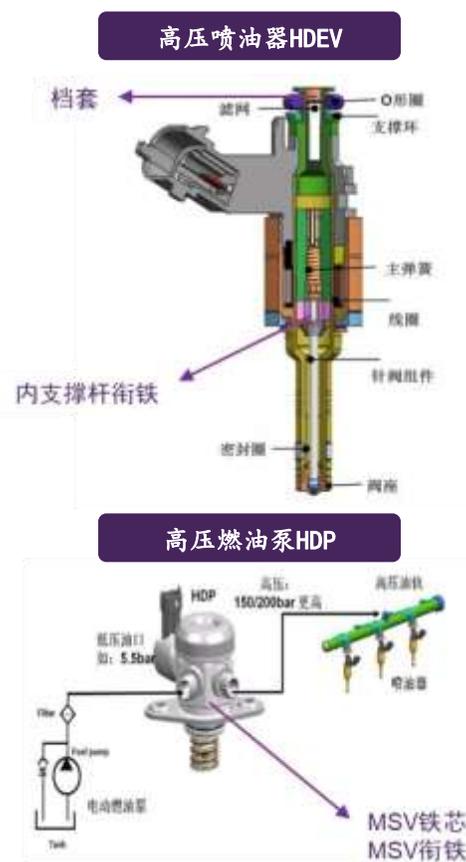
## 4.2. 公司为电喷系统关键零部件进行镀铬，提升零部件耐用程度

- 公司为客户提供机械零部件和电子元器件选择性精密电镀解决方案，目前主要应用于汽车发动机高压喷油器和高压燃油泵相关零部件，为其零部件关键部位进行精密镀铬，以提升硬度、耐磨性和耐腐蚀性。

图表：公司电镀业务加工产品

| 零部件分类            | 零部件名称               | 零部件形貌及电镀示意图   | 主要用途   |
|------------------|---------------------|---|--|
| 高压喷油器 (HDEV5)    | HDEV5内支撑杆           |  金属基材 镀铬层      | 高压喷油器组件，组成喷油器机械结构和燃油通路，导通电磁力，为运动部件提供导向，保证生命周期内的耐磨损性能           |
|                  | HDEV5衔铁             |  金属基材 镀铬层      | 高压喷油器组件，衔铁磁化后带动喷油器枢轴克服弹簧力向上运动，针阀打开喷油器开始喷油                      |
| 新一代高压喷油器 (HDEV6) | HDEV6内支撑杆           |  金属基材 镀铬层      | 高压喷油器组件，组成喷油器机械结构和燃油通路，导通电磁力，为运动部件提供导向，保证生命周期内的耐磨损性能           |
|                  | HDEV6衔铁             |  金属基材 镀铬层     | 高压喷油器组件，衔铁磁化后带动喷油器枢轴克服弹簧力向上运动，针阀打开喷油器开始喷油、                     |
|                  | HDEV6挡套             |  金属基材 镀铬层    | 高压喷油器组件，保证衔铁运动的止动位置，保证生命周期内的耐磨损性能                              |
| 高压燃油泵 (HDP)      | HDP MSV铁芯/HDP MSV衔铁 |  MSV铁芯 MSV衔铁 | HDP MSV铁芯与HDP MSV衔铁为高压泵激励模块的子零件，铁芯在线圈通电时磁化产生电磁力，吸引衔铁，以控制进口阀的开关 |

图表：公司电镀业务加工产品所在零部件位置及主要用途



**主要用途：**高压喷油器通电时电线圈产生磁力，将针阀组件吸起，进而喷油。断电时，利用主弹簧回复力使针阀组件复位，阀球和阀座贴合，实现断油

**主要用途：**高压油泵连接了直喷燃油系统中的低压端与高压端，并将来自低压油泵的低压油加压到150bar~350bar向油轨输出，从而提高燃油喷射压力

资料来源：公司公告，公司定期报告，华鑫证券研究所

## 4.2. 开祥是博世该领域在华唯一供应商，将新建车用功率器件项目

- 公司子公司振华开祥是联合电子（博世）该领域在国内唯一合格供应商。振华开祥于2014年通过德国博世审核；并于2016年开始向博世在华合资公司联合电子批量供货；2018年参与完成德国博世满足国六标准的新一代高压喷油器的全球同步研发。目前公司是联合电子在该领域的唯一供应商，也是德国博世全球产能重要供应基地之一。
- 公司切入汽车电子领域，新建产能200万套/年。2024年5月，振华开祥发布公示，将建设车用功率半导体组件项目，包括抛丸、表面处理、翘曲、贴膜、烧结等工艺线，预计生产新能源汽车用功率半导体组件200万套/年。

图表：无锡开祥与其客户合作方式



资料来源：公司公告，天眼查，公司定期报告，华鑫证券研究所

图表：无锡开祥相关产品布局（截止至2023年1月公司公告）

| 运用领域         | 具体方向                       | 表面处理工艺       | 开始时间     | 项目进展                        |
|--------------|----------------------------|--------------|----------|-----------------------------|
| 燃油内燃系统       | 缸内直喷高压油轨的工艺升级              | 精密镀镍         | 2020年11月 | 提交样品供客户评估，为正式立项，最终客户为联合电子   |
| 氢燃料内燃系统      | 喷氢喷油器的支撑杆、衔铁等开发（用于氢燃料内燃汽车） | 选择性精密镀铬      | 2021年9月  | 提交批量样品，已立项，暂无批量订单。最终客户为联合电子 |
| 氢燃料电池系统/电解制氢 | 双极板/极板加工和表面处理              | 真空镀膜         | 2021年12月 | 根据客户提供的产品要求进行可行性前期调研        |
| 锂离子电池        | 复合集流体（PET复合铝箔/铜箔）的工艺开发     | 真空镀膜及精密镀铜    | 2022年5月  | 根据行业内通用信息进行真空镀、电镀相关前期调研     |
| 汽车电子电气       | 功率模块及其组件的表面处理              | 精密镀镍及选择性精密镀银 | 2022年7月  | 提交样品供客户评估，未正式立项             |

# 5 盈利预测及投资评级

研究创造价值

| 业务名称    | 预测指标     | 2022A | 2023A  | 2024E  | 2025E | 2026E |
|---------|----------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 冲压零部件   | 收入 (百万元) | 1,182 | 1,272  | 1,460  | 1,805 | 2,258 |
|         | 增长率 (%)  |       | 15.0%  | 14.8%  | 23.6% | 25.1% |
|         | 毛利 (百万元) | 397   | 1,09   | 2,13   | 2,77  | 3,54  |
|         | 增长率 (%)  |       | 174.5% | 95.3%  | 30.0% | 27.8% |
|         | 毛利率      | 3.4%  | 8.6%   | 14.6%  | 15.3% | 15.7% |
| 分拼总成加工  | 收入 (百万元) | 358   | 498    | 372    | 450   | 540   |
|         | 增长率 (%)  |       | 39.1%  | -25.3% | 21.0% | 20.0% |
|         | 毛利 (百万元) | 120   | 204    | 67     | 86    | 103   |
|         | 增长率 (%)  |       | 70.8%  | -67.2% | 27.7% | 20.0% |
|         | 毛利率      | 33.4% | 41.0%  | 18.0%  | 19.0% | 19.0% |
| 模具      | 收入 (百万元) | 92    | 106    | 317    | 413   | 495   |
|         | 增长率 (%)  |       | 15.0%  | 200.0% | 30.0% | 20.0% |
|         | 毛利 (百万元) | 9     | 4      | 22     | 25    | 25    |
|         | 增长率 (%)  |       | -53.3% | 410.0% | 14.7% | 0.0%  |
|         | 毛利率      | 9.9%  | 4.0%   | 6.8%   | 6.0%  | 5.0%  |
| 选择性精密电镀 | 收入 (百万元) | -     | 160    | 200    | 250   | 313   |
|         | 增长率 (%)  | -     |        | 25.0%  | 25.0% | 25.0% |
|         | 毛利 (百万元) | -     | 126    | 150    | 183   | 197   |
|         | 增长率 (%)  | -     |        | 18.7%  | 21.7% | 7.9%  |
|         | 毛利率      | -     | 79.0%  | 75.0%  | 73.0% | 63.0% |

资料来源: Wind, 华鑫证券研究所

| 预测指标        | 2023A  | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|
| 主营收入 (百万元)  | 2,317  | 2,549 | 3,127 | 3,825 |
| 增长率 (%)     | 32.7%  | 10.0% | 22.7% | 22.3% |
| 归母净利润 (百万元) | 277    | 353   | 451   | 532   |
| 增长率 (%)     | 242.6% | 27.2% | 27.8% | 18.1% |
| 摊薄每股收益 (元)  | 1.11   | 1.41  | 1.80  | 2.13  |
| ROE (%)     | 12.7%  | 14.2% | 15.8% | 16.1% |

资料来源: Wind, 华鑫证券研究所

我们预测2024-2026年公司归母净利润分别为3.53/4.51/5.32亿元, YOY分别为27.2%/27.8%/18.1%; 当前股价对应PE分别为13.26/10.37/8.80倍, 考虑到公司未来在冲压零部件、选择性精密电镀两项业务的增长趋势和客户结构优化, 我们给予“买入”评级。

# 盈利预测表

| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 利润表 (百万元)   | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 每股数据(元/股) | 2023A  | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 现金及现金等价物    | 215   | 326   | 388   | 416   | 营业收入        | 2,317 | 2,549 | 3,127 | 3,825 | EPS       | 1.11   | 1.41  | 1.80  | 2.13  |
| 应收款         | 1,518 | 1,879 | 2,562 | 3,449 | 营业成本        | 1,736 | 1,922 | 2,370 | 2,954 | P/E       | 16.87  | 13.26 | 10.37 | 8.8   |
| 存货          | 326   | 367   | 453   | 564   | 营业税金及附加     | 29    | 31    | 38    | 46    | P/S       | 2.0    | 1.8   | 1.5   | 1.2   |
| 其他流动资产      | 149   | 164   | 201   | 246   | 销售费用        | 3     | 5     | 6     | 8     | P/B       | 2.1    | 1.9   | 1.6   | 1.4   |
| 流动资产合计      | 2,208 | 2,737 | 3,604 | 4,675 | 管理费用        | 102   | 107   | 106   | 107   | 财务指标      |        |       |       |       |
| 固定资产        | 1,588 | 1,545 | 1,507 | 1,459 | 财务费用        | 22    | 16    | 15    | 15    | 成长性       |        |       |       |       |
| 在建工程        | 385   | 389   | 343   | 290   | 研发费用        | 65    | 69    | 78    | 92    | 营业收入增长率   | 32.7%  | 10.0% | 22.7% | 22.3% |
| 无形资产        | 215   | 204   | 193   | 183   | 营业利润        | 347   | 392   | 501   | 592   | 归母净利润增长率  | 242.6% | 27.2% | 27.8% | 18.1% |
| 长期股权投资      | 0     | 0     | 0     | 0     | 利润总额        | 347   | 392   | 501   | 592   | 盈利能力      |        |       |       |       |
| 资产总计        | 4,576 | 5,056 | 5,828 | 6,788 | 所得税费用       | 69    | 39    | 50    | 59    | 毛利率       | 25.1%  | 24.6% | 24.2% | 22.8% |
| 短期借款        | 581   | 581   | 581   | 581   | 净利润         | 277   | 353   | 451   | 532   | 四项费用/营收   | 8.2%   | 7.7%  | 6.6%  | 5.8%  |
| 应付账款、票据     | 1,508 | 1,697 | 2,092 | 2,607 | 少数股东损益      | 0     | 0     | 0     | 0     | 净利率       | 12.0%  | 13.8% | 14.4% | 13.9% |
| 其他流动负债      | 146   | 146   | 146   | 146   | 归母净利润       | 277   | 353   | 451   | 532   | ROE       | 12.7%  | 14.2% | 15.8% | 16.1% |
| 流动负债合计      | 2,260 | 2,451 | 2,852 | 3,374 | 现金流量表 (百万元) |       |       |       |       | 偿债能力      |        |       |       |       |
| 长期借款        | 26    | 21    | 16    | 11    | 净利润         | 277   | 353   | 451   | 532   | 资产负债率     | 52.2%  | 51.0% | 51.0% | 51.4% |
| 其他非流动负债     | 105   | 105   | 105   | 105   | 少数股东权益      | 0     | 0     | 0     | 0     | 营运能力      |        |       |       |       |
| 非流动负债合计     | 131   | 126   | 121   | 116   | 折旧摊销        | 171   | 170   | 165   | 160   | 总资产周转率    | 0.5    | 0.5   | 0.5   | 0.6   |
| 负债合计        | 2,391 | 2,577 | 2,973 | 3,490 | 公允价值变动      | 0     | 0     | 0     | 0     | 应收账款周转率   | 1.5    | 1.4   | 1.2   | 1.1   |
| 股本          | 250   | 250   | 250   | 250   | 营运资金变动      | -25   | -226  | -404  | -521  | 存货周转率     | 5.3    | 5.3   | 5.3   | 5.3   |
| 股东权益        | 2,185 | 2,479 | 2,854 | 3,298 | 经营活动现金净流量   | 424   | 296   | 212   | 171   |           |        |       |       |       |
| 负债和所有者权益    | 4,576 | 5,056 | 5,828 | 6,788 | 投资活动现金净流量   | -506  | 39    | 84    | 101   |           |        |       |       |       |
|             |       |       |       |       | 筹资活动现金净流量   | 193   | -64   | -81   | -94   |           |        |       |       |       |
|             |       |       |       |       | 现金流量净额      | 112   | 271   | 216   | 178   |           |        |       |       |       |

资料来源: Wind, 华鑫证券研究所

- (1) 原材料价格上涨超预期
- (2) 公司产能扩张不及预期
- (3) 下游整车客户产能爬坡不及预期
- (4) 欧盟关税对整车客户销量影响超预期

林子健：厦门大学硕士，自动化/世界经济专业，CPA，6年汽车行业研究经验。曾任职于华福证券研究所，担任汽车行业分析师。2023年加入华鑫证券研究所，担任汽车行业首席分析师。兼具买方和卖方行业研究经验，立足产业，做深入且前瞻的研究，擅长自下而上挖掘个股。深度覆盖特斯拉产业链/一体化压铸等细分领域。

张智策：武汉大学本科，哥伦比亚大学硕士，2024年加入华鑫证券。2年华为汽车业务工作经验，主要负责智选车型战略规划及相关竞品分析。

程晨：上海财经大学金融硕士，2024年加入华鑫证券，研究汽车&人形机器人方向。

## 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

## 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

|   | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入   | >20%                |
| 2 | 增持   | 10%—20%             |
| 3 | 中性   | -10%—10%            |
| 4 | 卖出   | <-10%               |

行业投资评级说明：

|   | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐   | >10%                |
| 2 | 中性   | -10%—10%            |
| 3 | 回避   | <-10%               |

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。



华鑫证券

CHINA FORTUNE SECURITIES

研 究 创 造 价 值