

冲压业务量价齐升，积极打造新利润增长点

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年报，实现营收 25.3 亿元，同比+9.2%，实现归母净利润 3.8 亿元，同比+36.3%。分拆单季度看，Q4 实现营收 8.0 亿元，同比+14.2%，环比+30.6%，实现归母净利润 1.3 亿元，同比+15.2%，环比+38.4%。
- **冲压业务量价齐升，盈利能力明显加强。**24 年公司冲压业务销量达 11312.8 万件，同比+3.7%，对应收入 14.8 亿元，同比+16.6%，单价达 0.13 万元/件，同比+12.4%，冲压业务实现量价齐升。毛利率方面，冲压业务毛利率达 16.8%，同比+8.3pp，我们预计毛利率提升主要受益于规模效应+原材料价格下降+客户结构优化。当前公司正处于“传统业务智能化+新能源业务规模化”的双轮驱动模式中，传统燃油车客户上汽乘用车多年深度合作，确保订单稳定，新能源客户特斯拉、理想、小米给公司提供全新的增长曲线，伴随公司与新能源客户合作的不断深化，后续盈利能力有望得到进一步加强。
- **模具业务表现亮眼，毛利率达 12.6%。**24 年模具业务收入 2.9 亿元，同比+126.7%，毛利率为 12.6%，同比+8.5pp，模具业务收入/毛利率提升主要得益于行业产销规模需求增长。24 年分拼业务 4.4 亿元，同比-25.7%，毛利率为 21.9%，同比-19.7pp。分拼总成加工业务主要为上汽乘用车的郑州工厂和宁德工厂供货，24 年受欧盟反补贴调查的影响，下游客户海外出口量下降，公司分拼总成加工业务受到不利影响，未来上汽出口恢复将直接利好分拼业务盈利能力改善。
- **积极开拓新能源业务，打造新利润增长点。**公司电镀业务终端产品高压电喷系统适用于传统燃油车以及混动、增程等新能源车型，受益于混动、增程等车型终端需求提升，24 年公司电镀业务实现收入 1.8 亿元，同比+17.6%，毛利率为 80.5%，同比+1.1pp。此外，子公司无锡开祥已获取上汽英飞凌汽车功率半导体（上海）有限公司功率半导体电镀底板产品的定点通知。随着无锡开祥新建车用功率半导体组件项目取得有权部门的环境批复，公司新项目新工艺的成功落地，将为公司拓展全新的新能源业务赛道并打开新成长空间。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计未来 3 年归母净利润复合增长率为 21.6%，给予公司 2025 年 20 倍 PE，目标价 37.60 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争风险，原材料价格波动风险，下游客户销量不及预期风险，政策调整风险，贸易摩擦风险等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2530.73	2964.59	3592.52	4386.83
增长率	9.23%	17.14%	21.18%	22.11%
归属母公司净利润（百万元）	377.86	470.66	573.30	679.40
增长率	36.30%	24.56%	21.81%	18.51%
每股收益 EPS（元）	1.51	1.88	2.29	2.72
净资产收益率 ROE	15.51%	16.62%	17.32%	17.53%
PE	21	17	14	11
PB	3.20	2.76	2.36	2.01

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：郑连声
执业证号：S1250522040001
电话：010-57758531
邮箱：zlans@swsc.com.cn
联系人：郭瑞晴
电话：13379781776
邮箱：grq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.50
流通 A 股(亿股)	2.14
52 周内股价区间(元)	15.18-38.6
总市值(亿元)	78.04
总资产(亿元)	48.53
每股净资产(元)	9.74

相关研究

1. 无锡振华（605319）：前期布局迎花开，内外兼修助成长（2024-08-22）

盈利预测

关键假设

1) 冲压零部件：考虑公司原有客户放量叠加对新客户的持续开拓，假设 25/26/27 年冲压零部件销量增速为 12%/13%/15%。考虑行业年降因素，假设 25/26/27 年单价分别下降 3%，毛利率分别为 16.8%/16.7%/16.6%。

2) 分拼总成加工业务：公司分拼总成加工业务主要客户为上汽，郑州工厂、宁德工厂为上汽乘用车提供服务，24 年欧盟政策调整对上汽出口有一定影响，后续上汽出口修复有望利好分拼业务。此外，随着汽车行业竞争加剧，整车制造商或将为提升公司整体运营效率而将零部件分拼总成的业务进行外包，分拼总成加工市场规模将不断扩大，公司有望能够受益，故假设 25/26/27 年销量增速为 15%/15%/20%，单价取前三年的平均值，分别为 0.183/0.188/0.187 万元。考虑上汽出口有望恢复增长，利好公司毛利率改善，故假设 25/26/27 年毛利率为 22.5%/22.6%/22.7%。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
冲压零部件	收入	1483.82	1612.02	1766.94	1971.02
	增速	16.64%	8.64%	9.61%	11.55%
	毛利率	16.76%	16.80%	16.70%	16.60%
分拼总成加工	收入	439.27	489.07	579.90	689.31
	增速	-25.73%	11.34%	18.57%	18.87%
	毛利率	21.91%	22.50%	22.60%	22.70%
模具	收入	290.90	407.27	570.17	769.73
	增速	126.67%	40.00%	40.00%	35.00%
	毛利率	12.59%	12.50%	12.50%	12.50%
电镀	收入	179.99	292.14	478.60	720.48
	增速	17.55%	62.31%	63.82%	50.54%
	毛利率	80.53%	80.00%	75.00%	70.00%
其他业务	收入	136.74	164.09	196.91	236.29
	增速	-20.46%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	93.75%	80.00%	70.00%	60.00%
合计	收入	2530.73	2964.59	3592.52	4386.83
	增速	9.23%	17.14%	21.18%	22.11%
	毛利率	25.87%	26.88%	27.67%	27.95%

数据来源：公司公告，西南证券

相对估值

考虑业务与客户的相似性，我们选取博俊科技和多利科技作为可比公司，两家公司 2025 年平均 PE 为 12 倍。考虑公司具有较好的客户基础、上汽销量有望实现一定改善且公司处于小米产业链，相关业务有待持续放量，叠加公司电镀业务快速增长并获得新定点项目，给予公司 25 年 20 倍 PE，计算 PEG 对应约为 0.9，处于相对合理范围，目标价 37.60 元，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截止 2025.4.25 收盘）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
300926.SZ	博俊科技	25.74	1.46	1.98	2.51	3.02	17.63	13.03	10.24	8.51
001311.SZ	多利科技	27.41	1.78	2.45	2.91	3.16	15.40	11.19	9.43	8.67
平均值							16.51	12.11	9.83	8.59
605319.SH	无锡振华	31.21	1.51	1.88	2.29	2.72	20.65	16.58	13.61	11.49

数据来源：Wind，西南证券整理

风险提示

市场竞争风险，原材料价格波动风险，下游客户销量不及预期风险，政策调整风险，贸易摩擦风险等。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2530.73	2964.59	3592.52	4386.83	净利润	377.86	470.66	573.30	679.40
营业成本	1876.02	2167.84	2598.32	3160.84	折旧与摊销	270.53	171.30	171.30	171.30
营业税金及附加	27.91	32.70	39.62	48.38	财务费用	25.49	27.89	26.45	25.05
销售费用	2.65	5.93	7.19	8.77	资产减值损失	-11.26	0.00	0.00	0.00
管理费用	94.94	166.02	233.51	329.01	经营营运资本变动	-146.98	64.50	-89.29	-127.97
财务费用	25.49	27.89	26.45	25.05	其他	-46.68	51.06	4.34	8.62
资产减值损失	-11.26	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	468.96	785.41	686.11	756.39
投资收益	-0.55	0.00	0.00	0.00	资本支出	-175.44	-170.00	-160.00	-150.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-294.70	3.84	3.84	3.84
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-470.13	-166.16	-156.16	-146.16
营业利润	453.45	564.23	687.43	814.77	短期借款	149.97	-10.55	-10.00	-10.00
其他非经营损益	0.05	0.65	0.63	0.62	长期借款	-16.65	3.00	2.00	1.00
利润总额	453.50	564.87	688.06	815.39	股权融资	-1.37	0.00	0.00	0.00
所得税	75.64	94.21	114.76	136.00	支付股利	-144.59	-75.57	-94.13	-114.66
净利润	377.86	470.66	573.30	679.40	其他	-38.31	-44.11	-29.71	-28.31
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-50.95	-127.23	-131.85	-151.97
归属母公司股东净利润	377.86	470.66	573.30	679.40	现金流量净额	-52.10	492.03	398.10	458.26
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	184.45	676.47	1074.58	1532.84	成长能力				
应收和预付款项	1543.89	1861.56	2266.10	2747.08	销售收入增长率	9.23%	17.14%	21.18%	22.11%
存货	291.34	400.25	471.85	571.98	营业利润增长率	30.55%	24.43%	21.84%	18.53%
其他流动资产	281.39	21.26	25.28	31.79	净利润增长率	36.30%	24.56%	21.81%	18.51%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	21.04%	1.86%	15.95%	14.23%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2109.66	2142.85	2166.04	2179.22	毛利率	25.87%	26.88%	27.67%	27.95%
无形资产和开发支出	266.77	239.42	212.08	184.74	三费率	4.86%	6.74%	7.44%	8.27%
其他非流动资产	175.57	160.58	145.59	130.60	净利率	14.93%	15.88%	15.96%	15.49%
资产总计	4853.07	5502.39	6361.52	7378.25	ROE	15.51%	16.62%	17.32%	17.53%
短期借款	730.55	720.00	710.00	700.00	ROA	7.79%	8.55%	9.01%	9.21%
应付和预收款项	1538.74	1813.96	2194.44	2650.12	ROIC	13.53%	15.69%	18.65%	20.82%
长期借款	9.60	12.60	14.60	15.60	EBITDA/销售收入	29.61%	25.75%	24.64%	23.05%
其他负债	138.07	124.63	132.11	137.43	营运能力				
负债合计	2416.95	2671.19	3051.15	3503.15	总资产周转率	0.54	0.57	0.61	0.64
股本	250.06	250.06	250.06	250.06	固定资产周转率	1.45	1.61	2.11	2.81
资本公积	1066.09	1066.09	1066.09	1066.09	应收账款周转率	1.65	1.79	1.77	1.78
留存收益	1149.96	1545.05	2024.22	2588.96	存货周转率	5.67	5.88	5.67	5.80
归属母公司股东权益	2436.11	2831.20	3310.37	3875.10	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	86.13%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2436.11	2831.20	3310.37	3875.10	资产负债率	49.80%	48.55%	47.96%	47.48%
负债和股东权益合计	4853.07	5502.39	6361.52	7378.25	带息债务/总负债	30.62%	27.43%	23.75%	20.43%
					流动比率	0.99	1.15	1.30	1.43
					速动比率	0.87	1.00	1.14	1.27
					股利支付率	38.26%	16.06%	16.42%	16.88%
					每股指标				
					每股收益	1.51	1.88	2.29	2.72
					每股净资产	9.74	11.32	13.24	15.50
					每股经营现金	1.88	3.14	2.74	3.02
					每股股利	0.58	0.30	0.38	0.46
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	749.47	763.42	885.18	1011.12					
PE	20.65	16.58	13.61	11.49					
PB	3.20	2.76	2.36	2.01					
PS	3.08	2.63	2.17	1.78					
EV/EBITDA	11.06	10.19	8.34	6.84					
股息率	1.85%	0.97%	1.21%	1.47%					

数据来源：Wind，西南证券（注：管理费用包含研发费用）

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn