

## 冲压客户结构质变 电镀半导体双轮驱动

2025 年 07 月 10 日

► **冲压客户结构进入拐点 电镀业务催化新增长。** 无锡振华 1989 年成立至今，深耕汽车冲压业务 30 余年，围绕“传统业务智能化+新能源业务规模化”的双轮驱动，以上汽集团为基，小米、理想、特斯拉等驱动新增长，2025 年起客户结构进入拐点、新能源业务加速，公司目标 2025/2030 年新能源业务占比达 25%/60%。此外公司 2022 年拓展至高技术壁垒、高盈利能力的电镀业务，带来第二增长曲线，当前已形成冲压零部件、分拼总成件、精密电镀、模具在内的四大业务布局。

► **深耕汽车冲压件 新客户拓展+全国产能布局促进增长。** 行业空间：新能源车渗透率提升为传统冲压件业务带来新增长，我们测算 2025 年国内乘用车冲压件市场规模约 2,700 亿元，2025-2030 年 CAGR 为 2.6%。格局端：冲压件行业竞争格局分散，2024 年 CR5 约 9.5%，未来随整车厂对供应商的快速响应能力、就近建厂的资金实力、规模化效应下的降本能力要求提高，头部企业集中度有望逐步提升，而战略选择强势客户的能力则是对供应商的考验。

► **技术领先+规模效应显著 全国布局与客户结构完善并行。** 客户端：公司深耕汽车冲压业务 30 余年，依托“无锡+上海+郑州+宁德+武汉+廊坊”生产基地，在深度合作上汽集团的基础上，近年来把握新能源车渗透率提升机遇，拓展客户至特斯拉、理想、小米、智己等头部新能源主机厂，在客户选择上战略眼光突出。经营端：公司在经营管理及成本控制能力上远超行业竞争对手，于折旧摊销占比远超历史均值及行业均值的当下，仍实现毛利率和净利率的领先，未来随产能利用率提升及收入规模的持续向上，公司基于优秀的产品结构、客户结构及精细化管理能力，有望实现净利率的持续提升。

► **收购电镀业务构筑第二曲线 积极自研拓展技术再获全球龙头定点。** 公司 2023 年收购无锡开祥拓展选择性精密电镀业务，并成为联合电子（博世）精密镀铬工艺领域国内唯一合格供应商，凭借高技术壁垒及高市占比（国内市占比超 50%）成为高盈利（净利率约 60%）现金牛业务，构筑公司第二增长曲线。公司于电镀业务领域积极自研，拓展技术及客户边界，当前已顺利切入全球行业规模达 323 亿美元的功率半导体领域，并定点英飞凌（行业龙头、份额 17.7%），展望未来持续增强技术能力、丰富客户结构，贡献新的收入及业绩弹性。

► **投资建议：** 公司冲压业务深度绑定上汽，积极开拓小米、理想、特斯拉等客户带来增长；收购进入电镀领域构筑第二增长曲线，积极自研拓展技术及客户边界贡献新弹性。预计 2025-2027 年营收为 35.2/44.5/52.8 亿元，归母净利为 5.0/6.5/8.0 亿元，EPS 为 2.01/2.59/3.18 元，对应 2025 年 7 月 10 日 31.65 元/股收盘价，PE 为 16/12/10 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：** 核心客户销量不及预期；原材料价格波动风险；规模扩大导致的管理风险；关税对整车客户销量影响；电镀业务开拓不及预期的风险。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	2,531	3,518	4,452	5,283
增长率 (%)	9.2	39.0	26.5	18.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	378	502	648	796
增长率 (%)	36.3	32.7	29.2	22.8
每股收益 (元)	1.51	2.01	2.59	3.18
PE	21	16	12	10
PB	3.2	2.8	2.4	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 7 月 10 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

31.65 元



分析师 崔琰

执业证书：S0100523110002

邮箱：cuiyan@mszq.com

分析师 白如

执业证书：S0100524080008

邮箱：bairu@mszq.com

## 相关研究

1. 汽车零部件行业 2024 年中期投资策略：智能化接力电动化 全球化从 1 到 100-2024/06/10

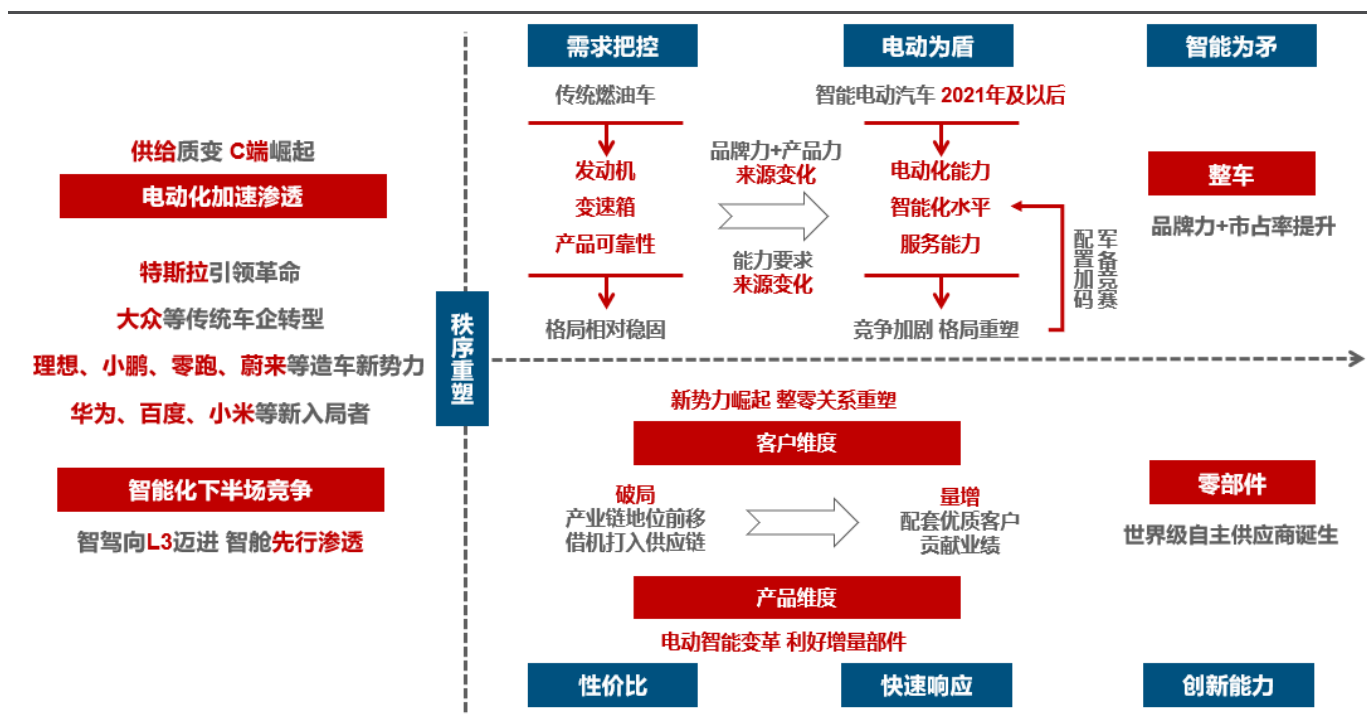
# 目录

<b>1 引言</b>	<b>3</b>
<b>2 深耕汽车冲压零部件 电镀业务构筑新增长</b>	<b>6</b>
2.1 冲压零部件头部企业 持续拓展新客户	6
2.2 汽车零部件多元发展 新能源客户促优化升级	8
2.3 业绩稳健增长 新业务提升盈利水平	9
2.4 小结	10
<b>3 冲压件：轻量化需求提升 拓展新客户加速增长</b>	<b>12</b>
3.1 行业：千亿市场规模 车身应用广泛	12
3.2 公司：产品技术双驱动拓局 客户产能共协同进阶	16
<b>4 精密电镀：稳坐龙头地位拓展第二曲线</b>	<b>23</b>
4.1 行业：精密电镀高壁垒、高集中度 博世稳居龙头地位	23
4.2 公司：收购拓展电镀业务 自研进入新领域	25
4.3 小结	27
<b>5 盈利预测与投资建议</b>	<b>28</b>
5.1 盈利预测假设与业务拆分	28
5.2 估值分析	29
5.3 投资建议	29
<b>6 风险提示</b>	<b>31</b>
<b>插图目录</b>	<b>33</b>
<b>表格目录</b>	<b>33</b>

# 1 引言

本篇报告为《无锡振华深度研究报告》，公司深耕汽车零部件三十余年，现形成四大主营业务：汽车冲压零部件业务、分拼总成件业务、选择性精密电镀业务、模具业务，作为冲焊件领域领先制造商，公司凭借超 3,500 种冲压零部件产品，与上汽集团、特斯拉、理想汽车、小米汽车等众多知名车企建立了稳固的合作关系，并收购拓展精密电镀业务，带来第二增长曲线。展望未来，**我们认为公司传统冲压业务将持续受益于客户销量增长及结构优化，精密电镀业务在深度绑定博世的基础上，持续拓展新客户、新产品贡献公司第二增长极，助力公司开启新一轮成长期。**基于对公司基本面的深入洞察，我们将从多个维度，详细剖析公司的核心投资逻辑，并对后续核心业务的发展态势开展展望。

图1：汽车与零部件行业底层逻辑



资料来源：民生证券研究院绘制

展望未来，公司两大维度实现突破，带动业绩向上发展，具体而言：

## 1、产品端：

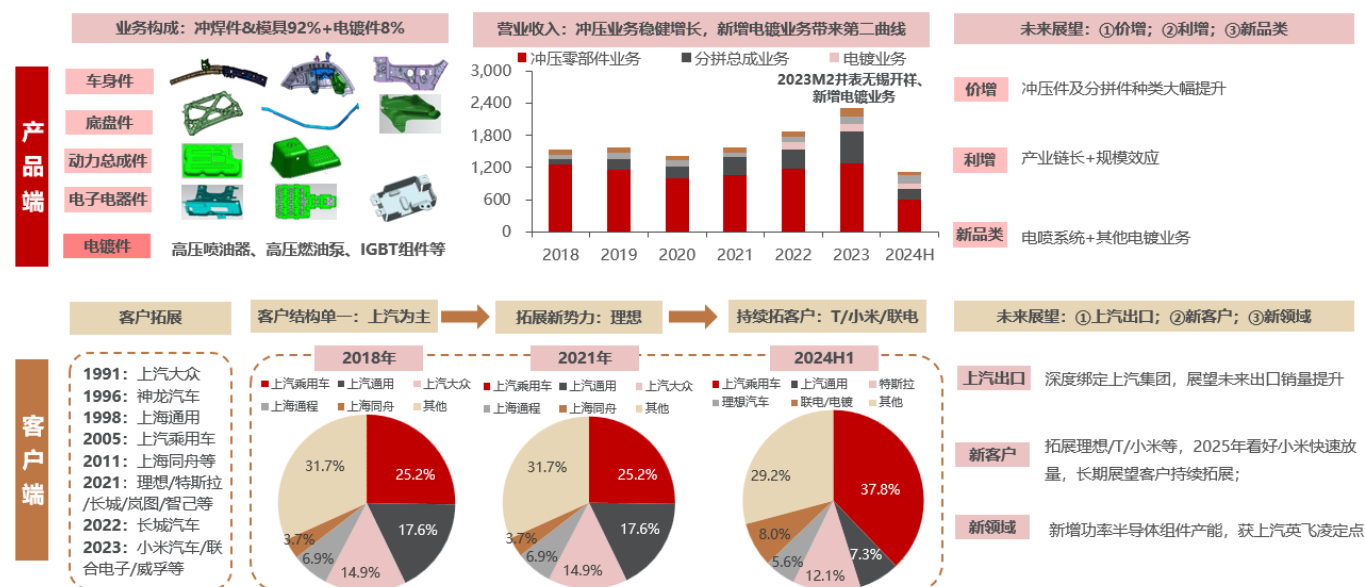
**冲压零部件价增&利增并行，电镀新业务未来可期。**公司深耕汽车冲压零部件业务 30 余年，2024 年冲压件&模具收入占比 58.6%，业务涵盖车身件、底盘件、动力总成件、电子电器件等，现有 3,500 余种冲压产品及 500 余种分拼件产品，更多品类带来更高价值量；2022 年 9 月并表电镀业务，2023 年电镀业务全年收

入/利润占公司合计比重达 7%/33%，打开公司第二增长曲线。展望未来：**1) 价增**：冲压件 2019 年 2,000 余种→2024 年 3,500 余种；分拼件 2019 年 100 余种→2024 年 500 余种；**2) 利增**：工艺设计+模具自制+冲焊工艺全产业链流程带来更强成本优势，自动冲压产线占比 90%+收入体量提升增强规模效应；**3) 新品类**：收购无锡开祥获得电喷系统零部件业务，拓展电镀产品至功率半导体，2024 年全球功率器件和模块行业规模为 323 亿美元，其中英飞凌市场份额达 17.7%、为全球龙头，公司当前已获英飞凌定点。

## 2、客户端：

**上汽集团为基，定点头部新势力催化增长加速。**公司 1991 年起即深度绑定上汽系客户，跟随上汽集团发展实现近 20 年的持续增长，2019 年后上汽集团销量承压，公司快速调整客户结构，**2021 年进入特斯拉供应链体系，后在多家新势力车企中，精确选中并深度绑定小米汽车、理想汽车等头部新势力**，快速扩充新能源客户版图，2024H1 公司冲压件业务中，上汽系收入占比 40.9% (2021 年为 69.3%)，特斯拉&小米汽车&理想汽车收入占比达 40.8%。2022 年收购电镀业务后自研进军功率半导体电镀领域，新增联合电子、英飞凌等新非汽车领域新客户，当前联电已进入前五大客户。未来展望小米汽车、理想汽车等头部新势力销量快速增长，带动公司冲压业务收入加速，电镀领域新客户的陆续导入亦带来新增长点。

图2：公司核心投资逻辑



资料来源：公司公告，募集说明书，招股说明书，民生证券研究院绘制

## 本篇报告与市场不同之处：

### 1) 关于汽车冲压件：市场认为汽车冲压零部件市场较为分散，且技术及资金

壁垒较低，且较难跟踪与预判，市场份额的变化趋势并不明确。我们认为新能源车时代随供应链缩短、研发周期缩短，主机厂对供应商共同研发能力、就近配套能力、成本管控能力要求提升，拥有竞争力的企业更易**获得优质主机厂客户、从而形成正循环，促进行业集中度逐步提升。**

**2) 关于客户结构：**市场认为公司深度绑定上汽集团、客户结构集中，且近年来上汽集团销量持续下滑，对公司收入及利润带来压力。我们认为上汽集团当前推进内部改革，持续推动汽车出口，并强化与华为合作，构建“大乘用车板块”，还与宁德时代等加强合作，未来将有多款车型推向市场，本身存在增量；同时公司在新能源车企百花齐放的情况下，**精准锚定并获得特斯拉、小米汽车、理想其他等头部新势力定点，可见公司在客户选择、定点以及头部客户认可上优势显著**，基于此优势，未来展望公司会陆续开拓强势新客户并带来增量。

**3) 关于电镀业务：**市场认为公司仅深度绑定联合电子，并不能体现技术、研发、新客户拓展能力。我们认为联合电子作为汽车高压电喷行业市占比 50%+ 的龙头，能够深度绑定联合电子并成为其相关产品的唯一供应商，即可见公司在研发、技术即客户获取能力上的强竞争优势。电喷业务之外，公司积极自研并顺利切入全球行业规模达 323 亿美元的功率半导体领域，并定点英飞凌（行业龙头、份额 17.7%）功率半导体电镀底板产品，再次证明公司技术实力及客户获取能力。展望未来电喷业务跟随联合电子稳健增长并维持 60% 高净利率水平，半导体等新业务随新客户及新产能陆续落地有望加速。



## 2 深耕汽车冲压零部件 电镀业务构筑新增长

### 2.1 冲压零部件头部企业 持续拓展新客户

公司是国内领先的汽车冲压零部件供应商。公司成立于 1989 年 9 月，主要从事汽车冲压零部件、冲压模具的开发、生产、销售以及分拼总成加工服务。1991 年起把握乘用车国产化机遇，为桑塔纳、富康等车型供货，逐步进入上汽大众、上汽通用等知名整车制造商供应体系；2021 年 6 月在上交所主板成功上市；2023 年收购无锡开祥新增选择性精密电镀加工业务，拓展业务领域至汽车电喷系统；2024 年公司积极推进廊坊二期、上海临港二期等冲焊件新产能建设，同时积极推进精密电镀业务进入功率半导体领域，获得上汽英飞凌定点并投建产能，持续增强市场竞争力。

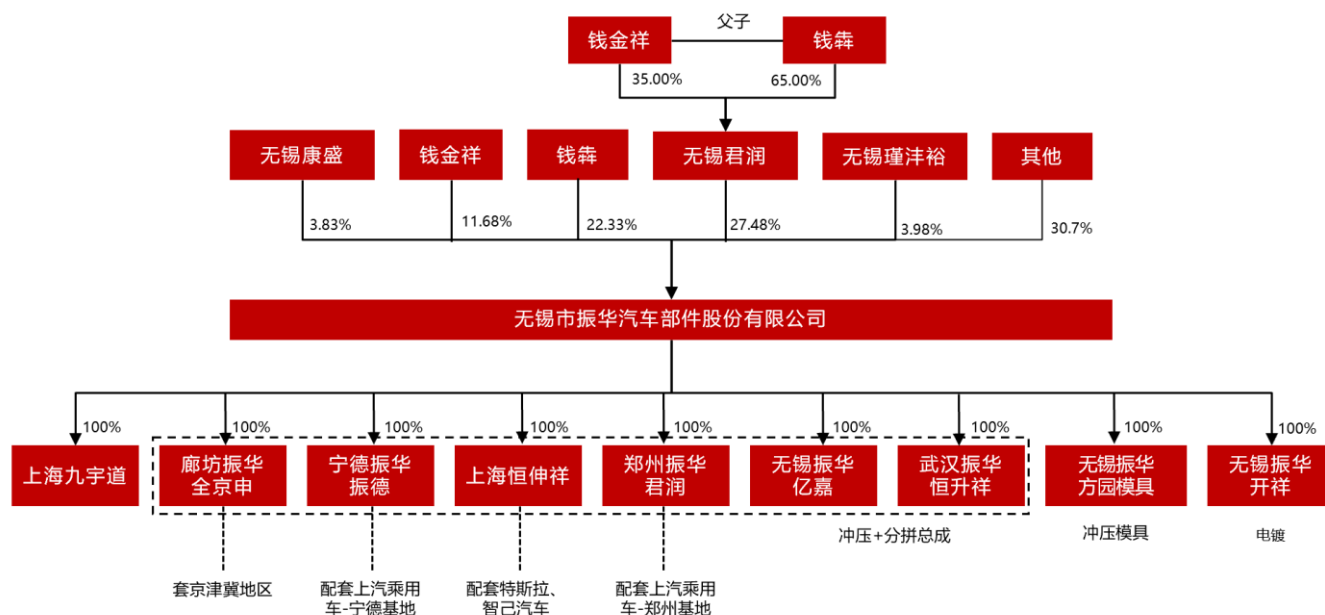
图3：公司发展历程



资料来源：公司官网，头条新闻，民生证券研究院

**公司股权结构稳定，实控人为钱氏父子。**截至 2025Q1，公司实际控制人钱犇先生与钱金祥先生合计持有公司 62.49% 股权，其中直接持股比例为 34.01%、通过无锡君润间接持股 27.48%，其他股东占比均低于 5%，公司股权结构稳定，实控人在公司经营发展中具备绝对主导地位，有利于企业中长期战略的落地执行。公司当前主要下属公司有 9 家，其中武汉振华恒生祥、郑州振华君润、上海恒伸祥等 6 家公司主要为冲压件&分拼总成产能基地，方园模具为冲压模具子公司，振华开祥为 2023 年并表的电镀业务子公司，下属公司分工明确且产能全国布局。

图4：公司股权架构



资料来源：iFind，公司公告，民生证券研究院

**实施多轮股权激励计划，核心团队与公司长期绑定。**公司上市后积极筹备股权激励，2023 年、2024 年均推出限制性股票激励计划，其中 2023 年股权激励覆盖 59 人，激励对象含董监高及核心骨干；2024 年股权激励覆盖 33 人，激励对象为董事、高管及中高层、技术骨干。持续的股权激励有助于提升公司竞争力、调动员工的工作积极性，同时聚焦公司未来发展战略方向，有助于经营目标的实现。

表1：公司限制性股票激励计划

方案名称	推出时间	行权价格	数量	覆盖人数	激励对象	业绩考核指标
2023 年限制性股票激励计划	2023	11.09 元/股	399 万股	59 人	公司董事、监事、高级管理人员以及公司核心骨干	(1) 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; (2) 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。
2024 年限制性股票激励计划	2024	11.79 元/股	77 万股	33 人	董事、高级管理人员, 公司及子公司中高层管理人员、技术骨干	(1) 2024 年净利润值不低于 32,500 万元; (2) 2024 年、2025 年两年累计净利润值不低于 72,500 万元; (3) 2024 年、2025 年、2026 年三年累计净利润值不低于 120,000 万元。

资料来源：iFind，公司公告，民生证券研究院

**经营管理层稳定，家族式管理与专业人才协同。**公司董事会及高管层稳定，整体呈现出家族式管理与专业人才相协同的多元化布局：

**1) 创始人掌舵：**董事长钱金祥先生同时为公司创始人、实控人，拥有 40 余年汽车部件行业经验，从基层岗位成长为集团掌舵人，主导公司战略布局；

**2) 家族管理体现稳定性：**公司董事兼总经理钱犇先生与父亲钱金祥先生合计持股达 62.49%，为 85 后新生代管理者，统筹公司生产、销售及多家子公司运营；董事兼副总经理兼董秘匡亮先生主管销售及资本运作；

**3) 专业人才引入优化治理：**副总经理王洪涛拥有模具制造与生产管理双重背景，主导技术升级；财务总监钱琴燕拥有 20 余年财务体系构建经验，主导 IPO 及再融资项目等，专业化人才引入支撑公司业务扩张与融资协同。

## 2.2 汽车零部件多元发展 新能源客户促优化升级

**聚焦汽车冲压零部件，顺应电动化趋势拓展新能源业务。**公司成立于 1989 年，起家于汽车冲压零部件，2017 年顺应产业变革、拓展车身及底盘分拼总成等集成化业务。客户端公司深度绑定上汽集团，后随国内新能源化率提升，发挥技术优势及快速响应能力，成功切入特斯拉、理想、小米等头部新势力供应链。

**收购现金牛精密电镀业务，积极自研拓展新增长点。**2022 年公司并购无锡开祥战略性切入选择性精密电镀赛道，聚焦汽车发动机高压喷油器、高压燃油泵电镀件生产；客户端与联合电子深度绑定，带来收入和高利润的高确定性，其中 2024 年相关业务贡献收入/归母净利润为 1.8/1.1 亿元，占集团收入比重分别为 7%/28%，归母净利率达 60%、远高于集团 12% 的均值。同时公司积极自研拓展至功率半导体领域，且已获上汽英飞凌定点，带来新的业务增长点。

图5：公司收入趋势及产品段发展历史梳理（百万元）

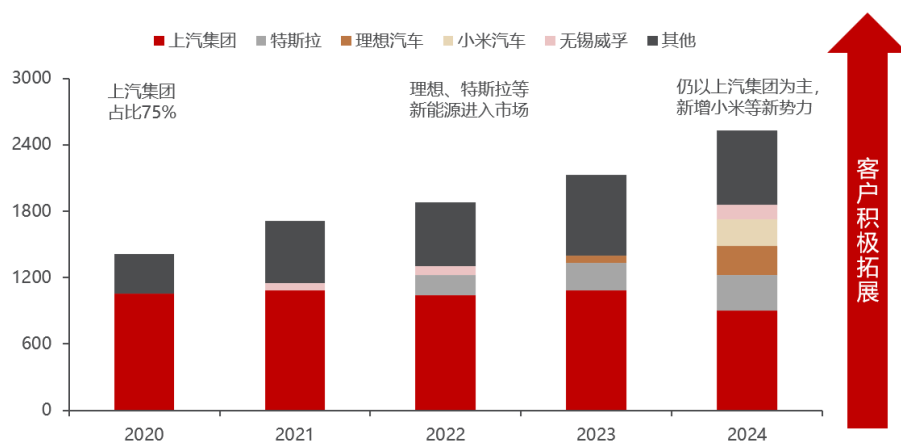


**公司客户多元布局，深度绑定上汽集团并顺利拓展至头部新势力产业链。**公司成立以来依托技术能力及区位优势深度绑定上汽集团，跟随上汽集团实现长期稳



定增长，后基于“无锡+上海+郑州+宁德+武汉+廊坊”9大生产基地，实现华北、长三角、华中3大整车产业集群覆盖，并重点拓展特斯拉、小米汽车、理想汽车等头部新势力客户，带动收入的持续增长；2022年收购无锡开祥深度绑定联合电子，并自研半导体电镀业务获上汽英飞凌定点，实现客户结构的进一步拓宽。2024年公司前五名客户收入达18.6亿元、收入占比73.5%，现有客户具备高粘性，展望未来新客户及新业务发力，带动公司业绩持续增长。

图6：客户端发展历史梳理（百万元）



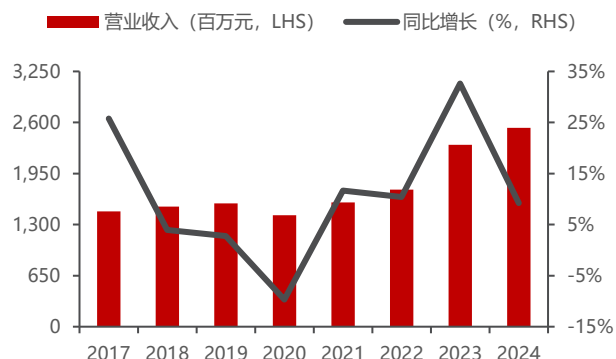
资料来源：iFind，招股说明书，民生证券研究院

## 2.3 业绩稳健增长 新业务提升盈利水平

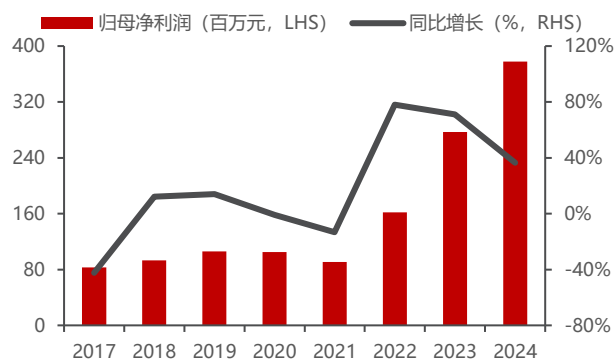
**经营根基持续夯实，新客户开拓催化业绩加速。**公司2024年实现营业收入25.31亿元、同比+33%，实现归母净利润3.78亿元、同比+36%，受益于新客户及新业务开拓，利润增速远超收入增速，2024年实现归母净利率14.9%，同比+2.9pct。

**收入端：**公司深度绑定上汽集团，2009年至2018年上汽集团销量由371万辆增长至702万辆并达到历史峰值，后受自主及新势力主机厂竞争影响，销量持续下降至2024年的491万辆；对比公司收入于2018-2022年间增速较低，2023年并表无锡开祥实现收入及利润的高增，2022年后陆续开拓特斯拉、小米汽车、理想汽车等新势力客户，展望未来新客户销量高增及电镀新业务，带来公司收入重回高增长。

**利润端：**2018-2022年间公司利润增速与收入增速保持一致，净利率维持在6-8%，2023年并购无锡开祥带来净利率高增，相关业务净利率60%左右、极大提高公司盈利能力，带动公司2024年净利率实现15.0%新高。展望未来，一方面受益于新客户收入增长带来更强规模效应及更高盈利能力，另一方面高盈利能力的电镀业务处于高速增长期，有望带动公司净利率稳健增长。

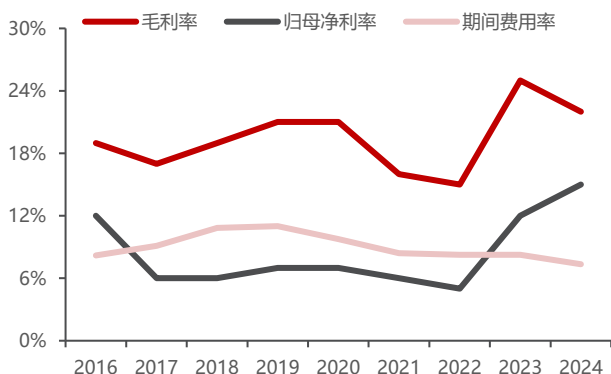
**图7：公司营业收入及同比增速（百万元，%）**


资料来源：iFind，公司公告，民生证券研究院

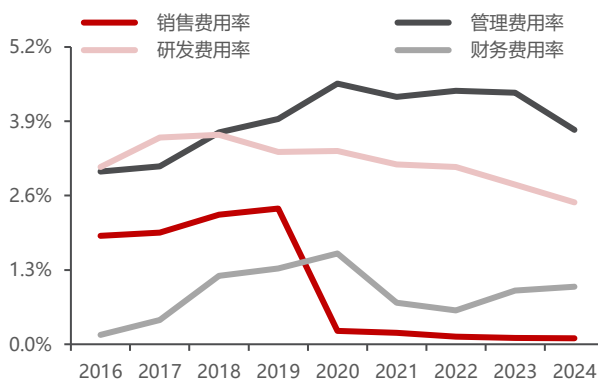
**图8：公司归母净利润及同比增速（百万元，%）**


资料来源：iFind，公司公告，民生证券研究院

**管理效率较高，公司期间费用率稳中有降。**2016-2024 年间，公司期间费用率呈现先增长后下降的态势，2019 年来从 11.0%下降至 2024 年的 7.3%，拆分开来看：1) 销售费用率大幅下降，得益于与重点客户的深度绑定，公司销售费用率一直维持低位且持续下降，2024 年期间费用率仅 0.1%，远低于行业均值；2) 管研费用率维稳，2016-2024 年间公司管研费用率维持在 7%上下，2024 年受益于高净利率的无锡开祥并表与冲压零部件收入持续增长，管研费用率下降至 6.23%，展望未来随冲压零部件新客户继续上量，预计管研费用率低位维稳；3) 财务费用率波动较小，2016-2024 年间公司财务费用率在 1%上下，整体波动较小。未来展望公司新客户、新业务持续放量带动收入增长，期间费用率得益于规模效应，有望维持稳中有降的趋势。

**图9：公司毛利率及归母净利率（%）**


资料来源：iFind，公司公告，民生证券研究院

**图10：公司期间费用率（%）**


资料来源：iFind，公司公告，民生证券研究院

## 2.4 小结

**传统业务，**公司成立于 1989 年，深耕汽车冲压零部件领域 30 余年，成立以

来深度绑定上汽集团实现长期稳定增长，后顺应新能源趋势，充分发挥技术能力及产能区位优势，顺利拓展至特斯拉、小米汽车、理想汽车等头部新势力产业链，未来展望上汽集团出口带动公司基本盘稳健增长，新客户销量提升催化公司收入增速提速。

**新增业务**，2022 年公司并购无锡开祥战略性切入选择性精密电镀赛道，聚焦汽车发动机高压喷油器、高压燃油泵电镀件生产；客户端与联合电子深度绑定，带来收入和高利润的高确定性，其中 2024 年相关业务贡献收入/归母净利润为 1.8/1.1 亿元，占集团收入比重分别为 7%/28%，归母净利率达 60%、远高于集团 12% 的均值。同时公司积极自研拓展至功率半导体领域，且已获上汽英飞凌定点，带来新的业务增长点。

**股权层面**，公司结构稳定，实控人钱犇与钱金祥父子合计持有公司 62.49% 股权，且二人分别担任公司董事长与总经理，有利于公司战略目标的落地执行；同时公司重视员工激励，推动公司稳健发展。

## 3 冲压件：轻量化需求提升 拓展新客户加速增长

### 3.1 行业：千亿市场规模 车身应用广泛

#### 3.1.1 千亿市场规模 近年来稳中有升

传统汽车制造一般包括冲压、焊接、涂装、总装四大核心工艺，各工艺有序衔接，主要制造工艺顺序为冲压、焊接、涂装、总装，其中冲压环节需要借助高精度模具迅速成型，又分为单品冲压件和拼装总成件（单品冲压件焊接得到小总成产品，如车门），通常由汽车零部件供应商提供单品冲压件，后主机厂完成后道焊接拼装工序，亦有主机厂的核心供应商完成部分拼装总成工序。冲压件总重量约占车身装备重量的 25%-35%，而冲压行业固定资产投入较大，为典型的资金密集型产业。

图11：汽车制造主要工艺流程图



资料来源：搜狐汽车，民生证券研究院

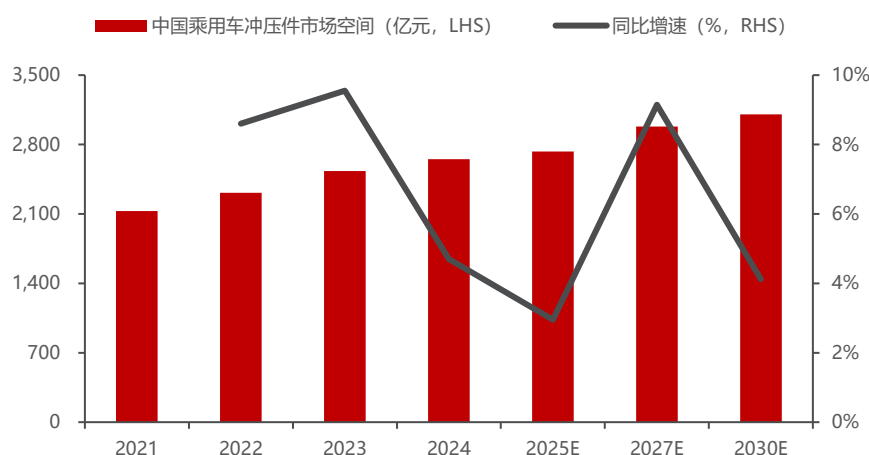
图12：汽车冲压工艺流程



资料来源：汽车制造网，民生证券研究院

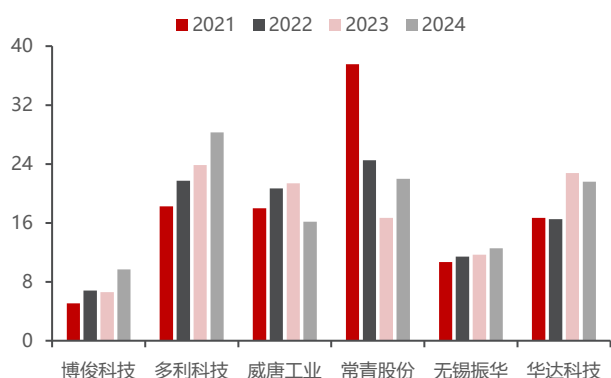
**千亿市场规模，近年来稳中有升。**汽车冲压件单车价值量一般在 8,000-10,000 元，假设冲压件单车价值量年降 1%，我们预计 2025/2030 年行业市场规模达 2,700/3,100 亿元，年复合增速达 2.6%。跟踪近年来冲压供应商的单件价格呈现出提升趋势，对比威唐工业和华达科技新能源车零件均价与燃油车零件均价，威唐工业/华达科技的新能源客户零部件均价为 29.12/25.02 元，燃油车客户零部件均价为 9.17/21.70 元，预计随电动化率提升，行业规模持续增长。

图13：国内车用冲压零部件市场空间测算（亿元，%）



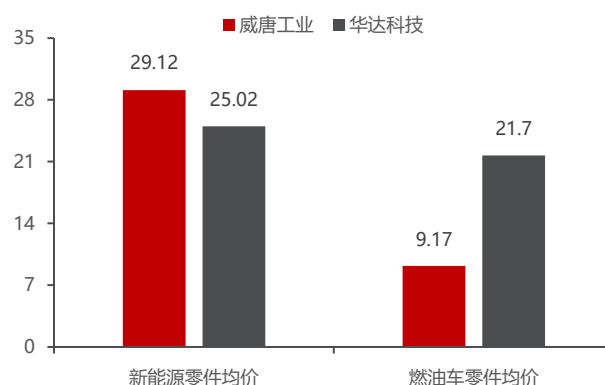
资料来源：各公司公告，华经产业研究院，民生证券研究院预测

图14：2021-2024 年主要厂商冲压零件均价对比（元）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图15：2023 年新能源车冲压件均价与燃油车对比（元）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

### 3.1.2 行业竞争格局分散 客户粘性成为核心竞争力

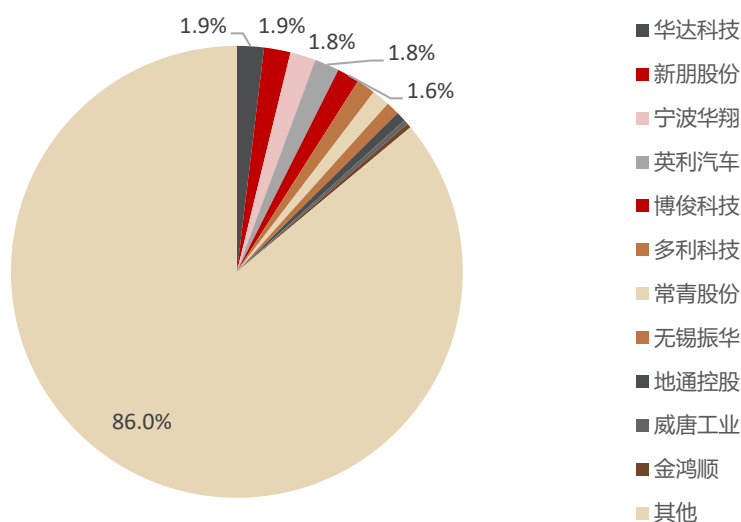
**汽车冲压零部件行业竞争格局分散。**2022 年中国汽车冲压零部件行业规模约 2,300 亿元，但 CR5 仅为约 9.0%，行业竞争格局分散，呈现出“大市场、小公司”的现状。我们分析行业竞争格局分散的核心原因：

- 1) 技术端：**冲压技术成熟且进入壁垒较低，企业之间竞争同质化；
- 2) 成本端：**跟踪重点冲压零部件公司营业成本端，原材料占比多在 70-80%，冲压件原材料以大宗商品钢材为主，成本趋于一致；
- 3) 参与者：**在技术同质化、成本一致化的情况下，中国冲压件企业有数千上万家，参与者众多；
- 4) 商业模式：**整车厂配套体系呈现出显著的配套封闭化、区域分散化的格局，



一般需要供应商就近配套，导致供应商产能重复建设严重、规模效应有限，且落后产能绑定大客户仍能持续生存。

图16：2024 年国内车用冲压件竞争格局



资料来源：各公司年报，民生证券研究院

**头部企业收入高增，行业格局有望逐步走向集中化。**跟踪重点公司近年来收入增速显著分化，我们分析客户结构不同为核心原因之一，对比 CAGR3（73.8%）的博俊科技与 CAGR3（-13.7%）的黎明股份，近年来博俊科技的重点客户理想、赛力斯、吉利、比亚迪的销量快速增长，而上汽通用及上汽大众的销量持续下降，客户结构的差异直接导致了供应商收入增速的变化。细究客户结构的深层次原因，我们分析头部供应商的核心竞争力会逐渐显现，带动行业集中度提升：

**1) 快速响应能力**，新能源车时代供应商与主机厂的供应链缩短，原来的 Tier2 开始直接对接主机厂需求，且新车研发周期也显著缩短，这对供应商的快速响应、共同研发能力提出更高要求，中小企业逐渐退出；

**2) 强资金实力**，中国整车厂仍有显著的产业集群效应，包括长三角、珠三角、京津冀、川渝、中部、东北 6 大产业集群，而供应商需就近建厂，作为典型的资本密集型行业，对供应商的资金实力提出更高要求；

**3) 规模化效应**，作为典型的资本密集型企业，前期厂房、设备等投入较大，因此大规模生产带来的规模化降本显著，头部企业绑定重点主机厂客户的情况下，更能发挥规模效应、体现成本优势、形成正向循环；

**4) 客户选择能力**，在资金、人力、效率等相对有限的情况下，正确选择优质主机厂客户则有机会带动企业弯道超车。

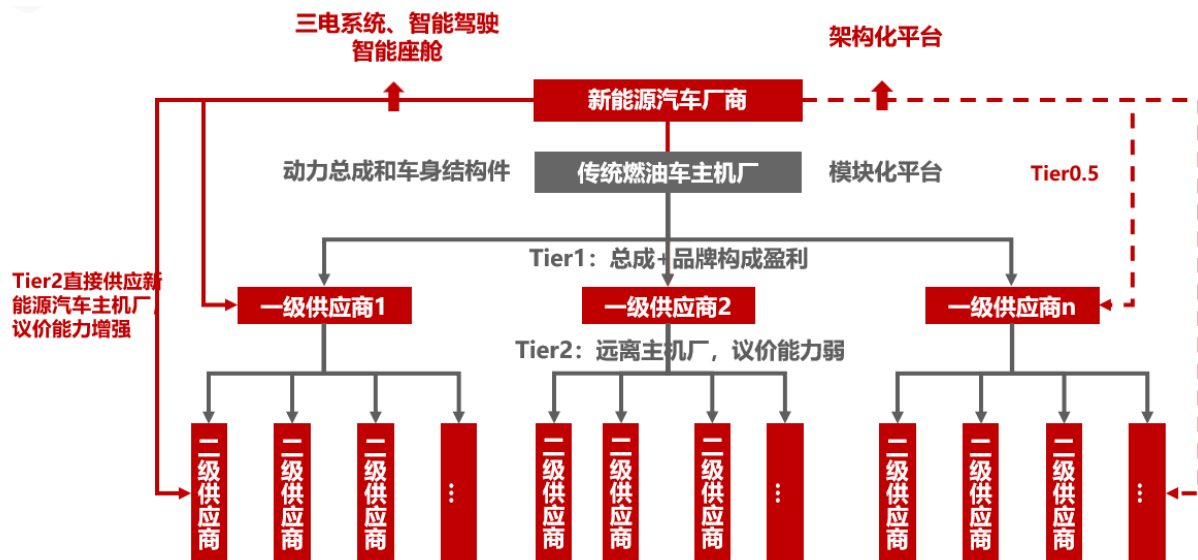
综上，整车厂对供应商在快速响应、就近配套、成本优势等方面要求更高，而拥有相关竞争力的企业更易获得优质主机厂客户、从而形成正循环，促进行业集中度逐步提升。

表2：重点冲压零部件企业基本情况

企业	主要业务及产品	客户群体	营业收入_2021 (亿元)	营业收入_2022 (亿元)	营业收入_2023 (亿元)	营业收入_2024 (亿元)	CAGR3 (2021-2024)	成本中原材料 占比_2024
博俊科技	转向系统、动力系统、车门系统、天窗系统、电子系统、内饰系统、排气系统冲压件	理想、赛力斯、吉利、比亚迪、长安福特、小鹏、长安、长城、大众、通用、奥迪、上汽、特斯拉等	8.1	13.9	26.0	42.3	73.8%	64.5%
金鸿顺	车门内板、车门加强板、车身纵梁、车身横梁、底盘纵梁、底盘横梁、控制臂等	上汽大众、上汽通用、上汽非凡、一汽大众、福建奔驰、吉利汽车等	5.2	5.2	4.6	8.7	19.0%	68.4%
无锡振华	汽车车身件、底盘件、动力总成件和电子电器件等冲压件	上汽大众、上汽通用、特斯拉、理想、小米等	15.8	17.5	23.2	25.3	17.0%	71.7%
多利科技	前纵梁、水箱板总成、后纵梁、天窗框、轮罩、门窗框、顶盖梁、A柱内板、B柱加强板等冲压件	上汽大众、上汽通用、上汽大通、特斯拉、理想、蔚来、零跑、比亚迪等	27.7	33.6	39.1	35.9	9.0%	80.7%
威唐工业	车外门板模具、发动机盖模具、行李箱盖模具、车架纵梁模具、车门防撞梁模具、座椅骨架模具等	国内外知名新能源汽车生产商	7.2	8.2	8.2	8.7	6.3%	84.0%
常青股份	驾驶室总成、发舱总成、四门两盖总成、底板总成、车架总成、保险杠总成等	江淮、奇瑞、比亚迪、蔚来等	30.1	31.6	32.5	34.1	4.2%	79.3%
宁波华翔	电池包壳体、冷冲压、热成型、天窗转向柱等车身金属件	一汽大众、上汽大众、丰田、奔驰、宝马、东风岚图、赛力斯、小米、理想、小鹏、蔚来、零跑、埃安等	43.6	47.0	52.2	48.5	3.6%	76.6%
华达科技	轮罩总成、柱类总成、天窗框总成等	东风本田、广汽本田、一汽大众、广汽丰田、特斯拉、小鹏、蔚来、理想、吉利等	47.2	51.6	53.7	51.1	2.7%	76.5%
新朋股份	四门两盖、车厢覆盖件、开卷落料、汽车座椅调节结构、门锁结构、发动机周边小型支架等	上汽大众及区域内知名新能源汽车企业	47.2	60.5	58.2	50.2	2.0%	90.9%
联明股份	轮罩总成、柱类总成、天窗框总成、后端板总成、衣帽板总成、尾灯支架总成、侧围总成和中通道总成等	上汽通用、上汽大众等	12.2	12.3	11.4	7.8	-13.7%	69.1%

资料来源：iFind，公司公告，民生证券研究院

图17：汽车零部件配套关系梳理



资料来源：iFind，民生证券研究院绘制

### 3.1.3 小结

汽车冲压行业规模约 3,000 亿元，受益于新能源车渗透率提升，近年来规模稳中有升。基于技术壁垒低、成本趋于一致、就近配套需求高及规模效应有限的行

业模式下，国内冲压供应商参与者众多，竞争格局分散。未来随整车厂对供应商的快速响应能力、就近建厂的资金实力、规模化效应下的降本能力要求提高，头部企业集中度有望逐步提升，而选择强势的客户带动企业经营进入正循环，则是对供应商的考验，中小企业有机会弯道超车。

图18：冲压行业总结



资料来源：iFind，民生证券研究院绘制

## 3.2 公司：产品技术双驱动拓局 客户产能共协同进阶

### 3.2.1 产品：多元产品布局 构筑全链优势

**产品种类丰富，全产业链布局优势显著**，公司冲压业务覆盖零部件、分拼总成加工、模具等领域，凭借“工艺设计+模具自制+冲焊工艺”全流程链及超 90%自动冲压产线规模效应，在行业中处于领先地位。

**1) 冲压零部件业务**：公司拥有 3,500 余种冲压零部件产品，广泛应用于汽车车身件、底盘件、动力总成件和电子电器件等多个领域。以车身覆盖件为例，作为汽车外观的重要组成部分，公司生产的此类产品，具备高精度、表面质量好等特点，能为整车外观提供良好保障。

**2) 分拼总成加工业务**：公司拥有 500 余种分拼总成加工件产品，凭借自身技术优势与合作基础，成为上汽乘用车郑州工厂、宁德工厂核心的车身分拼总成加工供应商，通过先进的焊接工艺，将冲压件和标准件精准焊接，确保车身结构的强度和稳定性。

**3) 模具业务**：主要用于配套生产汽车冲压零部件，可实现单冲模、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，于冲压零部件产业链上游的延伸可有效增强公司的成本竞争优势。模具的高精度设计与制造，能够保证冲压零部件的尺寸精度和一致性，为高效、高质量生产汽车冲压件提供有力支持。

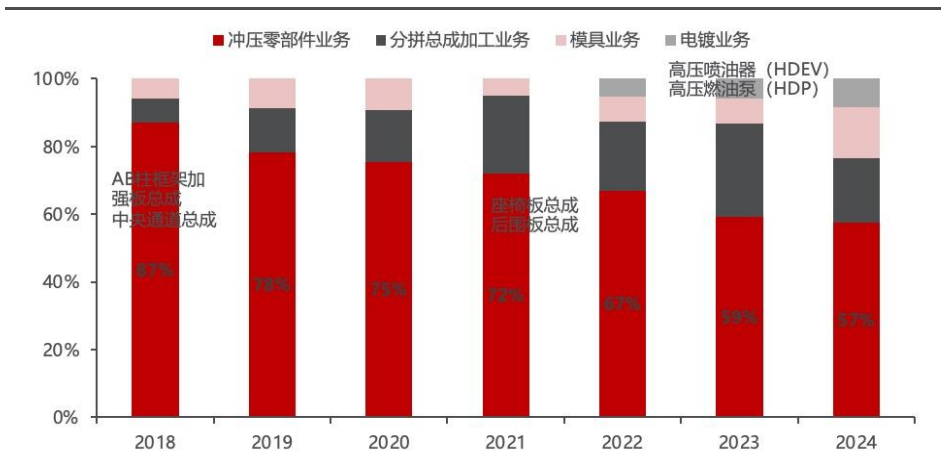
图19：公司主要产品布局



资料来源：募集说明书，公司年报，民生证券研究院

**业务品类逐渐扩张，新业务带来新增长。**2018-2024 年间公司冲压零部件业务虽一直占据主导地位，但呈现占比下降趋势，由 2018 年的 87%下降至 2024 年的 57%；而分拼总成加工业务及模具业务占比则逐年提升，其中分拼总成加工业务收入占比由 2018 年的 7%提升至 2024 年的 19%，模具业务收入占比由 2018 年的 6%提升至 2024 年的 15%，公司冲压产品结构持续优化。

图20：公司各业务营收占比 (%)



资料来源：iFind，公司公告，民生证券研究院

### 3.2.2 技术：深耕冲压领域 技术优势显著

**深耕冲压零部件，生产能力与技术优势显著。**公司在技术研发上成果丰硕，拥

有如“机器人焊接用电极快速修复装置”“双向压边拉深模具”“便于脱模的后纵梁成型模具”“具有防护结构的纵梁加强板冲压模具”等在内的 148 项专利，其中发明专利达 19 项。在冲压及焊接零部件领域，构建了完整技术体系，从前期工艺流程设计分析、冲压模具研发，到后期冲压及焊接技术工艺都有成熟技术支撑，像先进的冲压模拟分析技术，能精准预测冲压过程中材料流动、成型缺陷等，助力优化工艺流程，缩短冲压模具制造周期、降低成本并提升产品质量。

**表3：公司于冲压件领域的核心技术与能力**

类别	名称	主要功能
工艺	零件冲压工艺能力分析技术	通过冲压工艺分析设计技术，能够较高水平的达到零件实现拉伸、修边、成型等功能
模具	大型高强度结构件自动化冲压模具	设计出一套符合设计对象要求的大型结构件冲压模具，满足工厂整个生命周期的生产需求
工艺	大型铸造模精密数控加工技术	根据研发的加工工艺，结合高精度数控加工机床，能够大幅提高整个模具制作的效率和质
工艺	大型结构件自动化焊接技术	通过焊接模拟分析技术、车间生产数字化模拟技术，实现了复杂小分拼零件的自动化焊接
工艺	高精度自动化凸焊技术	确保焊接头或抓取器的精确对准，可以有效保证标准件精确定位在零件孔中，达到图纸设
工艺	SPR 自冲铆接工艺	减轻重量的目标，精确控制垫板尺寸面积，降低
工艺	焊接夹具柔性切换技术	确保可进行柔性切换，可以使若干副夹具共用一个机器人工位
研发	G95 车型零件的研发	产品强度提高了 15%，模具使用寿命增加到 100 万冲次，零件质量目标达到 PPM30
研发	E211 车型零件的研发	有效的提高了生产效率增产节能；适用于各形面的焊接、不会再工件表面留下凹坑
研发	TONOT-S700 车型零件的研发	生产局限性小，提高生产效率的同时也降低了生产成本，实现了低成本自动化的冲压生产

资料来源：iFind，招股说明书，公司公告，民生证券研究院

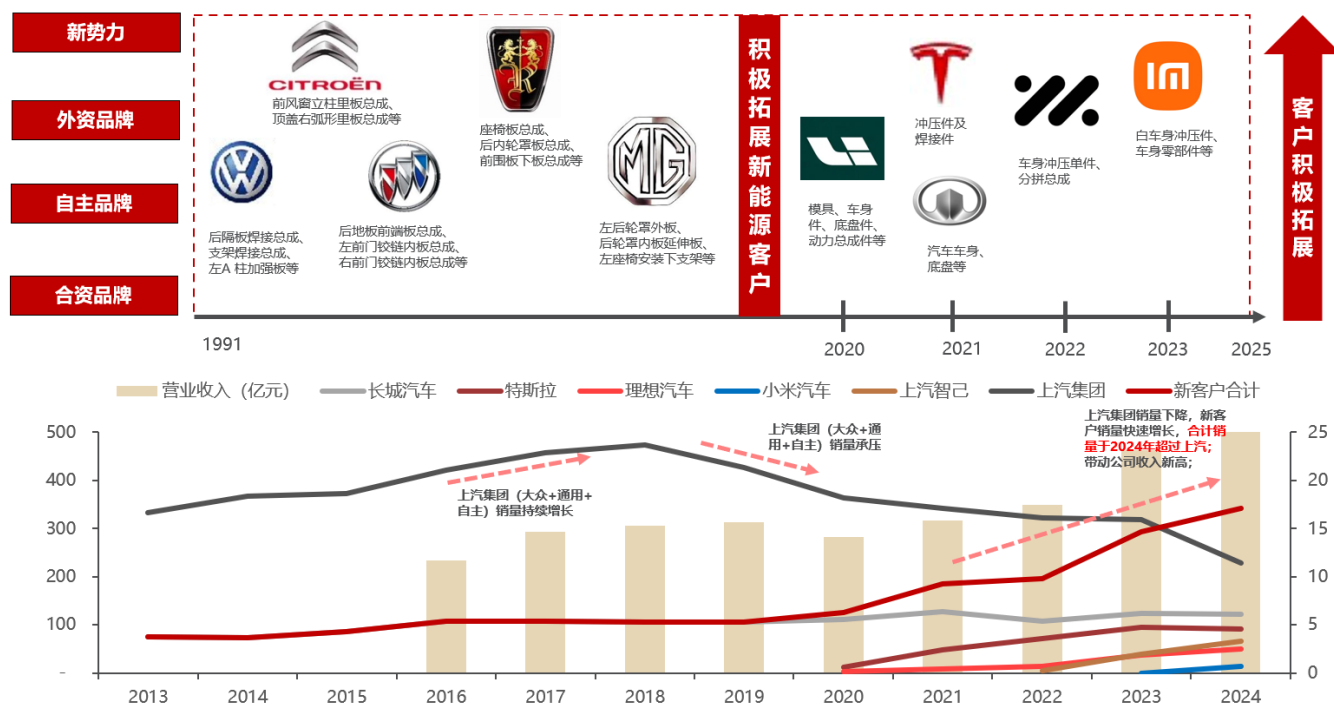
### 3.2.3 客户：深度绑定上汽集团 顺利拓展至头部新势力客户

**深度绑定上汽集团，顺利拓展至头部新势力客户。**成立以来公司深度绑定上汽集团，当前上汽集团仍然占到公司整体收入的 35%以上，跟踪上汽推进内部改革，持续推动汽车出口，并强化与华为合作，构建“大乘用车板块”，还与宁德时代等加强合作，未来将有多款车型推向市场，预计公司基本盘业务受益于上汽集团销量增长。

近年来顺应电动化大趋势，公司利用技术及区位优势，2021 年即进入特斯拉产业链，后精准锚定新势力赛道，成功将小米汽车、理想汽车纳入核心客户矩阵，当前小米 SU7 月销破 2 万辆、产能快速提升，公司亦拟通过可转债募资推进产能升级，强化京津冀区域配套能力，未来随小米销量增长、预计带来公司收入持续提升。同时跟踪小米在汽车之外开展人形机器人布局，公司有望依托汽车零部件领域的技术沉淀与合作经验以现有合作关系为支点，进入人行机器人零部件新赛道。



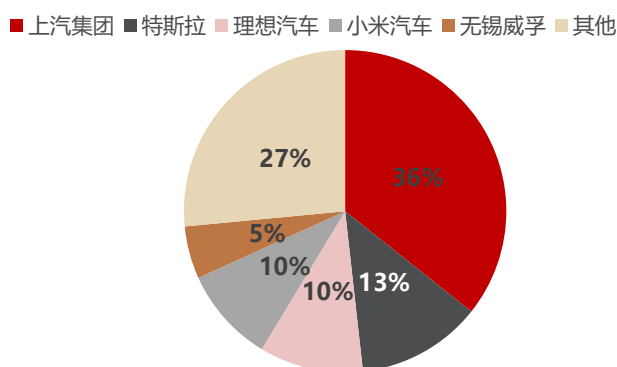
图21：公司客户结构变化史



资料来源：iFind，公司公告，招股说明书，每日经济新闻，民生证券研究院

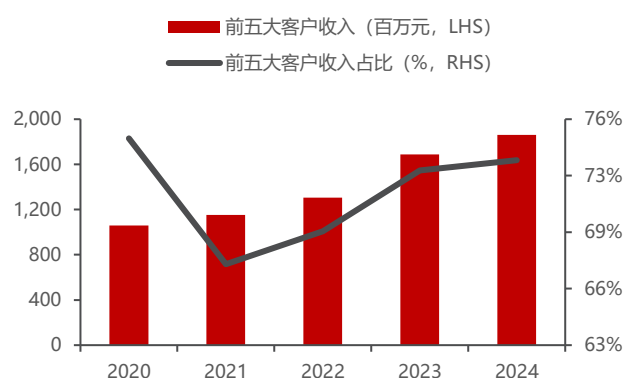
**客户资源优质稳定，且结构呈多元态势。**公司前五大客户占比较高，整体维持在65%以上，其中2024年公司前五大客户分别为上汽集团/特斯拉/理想汽车/小米汽车/威孚（终端客户为联电，电镀业务），收入占比分别为36%/13%/10%/10%/5%，上汽集团为公司的基本盘，近年来新客户持续拓展，结构端呈现多元态势，未来展望上汽集团为基本盘，保障业务稳定且具增长潜力，新客户带来持续增长。

图22：2024年公司客户结构（%）



资料来源：iFind，公司公告，民生证券研究院

图23：公司前五大客户收入及占比（万元，%）



资料来源：iFind，公司公告，招股说明书，民生证券研究院

### 3.2.4 经营：折摊高位下毛利率超行业均值 盈利能力领先

**折摊高位下毛利率仍超行业均值，未来毛利持续提升可期。**随新产能陆续投建，公司折摊占成本比重近年来持续提升，2024 年竞对均值为 6.5%、公司则远超均值水平达到 10.7%，但在高折摊占比的情况下，毛利率超行业均值 2.9pct，在 10 家公司中排名第 3，**得益于优秀的客户及产品结构**，公司盈利能力领先行业；**当前公司折摊占比远超历史及行业均值水平，展望后续随收入增长、新产能开工率提升，预计折摊产品持续下降至行业均值的 6-8%，有望带来公司毛利率提升 2-4pct。**

图24：公司折摊占比与竞对的对比（%）

公司名称	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
博俊科技	7.5%	8.1%	10.4%	7.4%	5.3%	4.5%	4.9%
多利科技	4.9%	5.8%	5.6%	3.9%	4.0%	4.2%	6.4%
长青股份	8.8%	8.1%	9.0%	8.0%	8.7%	11.3%	9.8%
威唐工业	6.3%	10.5%	7.4%	5.6%	5.4%	7.2%	7.4%
金鸿顺	5.6%	7.2%	13.2%	10.0%	7.9%	7.5%	3.3%
宁波华翔	3.7%	4.0%	4.2%	4.1%	3.9%	3.7%	3.7%
华达股份	2.8%	3.3%	2.7%	2.5%	41.8%	11.9%	7.9%
新朋股份	4.1%	5.6%	4.9%	4.4%	3.2%	2.5%	2.8%
联明股份	6.8%	7.6%	9.3%	8.2%	7.5%	8.4%	12.6%
均值	5.6%	6.7%	7.4%	6.0%	9.7%	6.8%	6.5%
无锡振华	5.3%	6.0%	8.3%	8.2%	8.8%	9.5%	10.7%

资料来源：iFind，公司公告，民生证券研究院  
无锡振华数据已剔除子公司无锡开祥影响

图25：公司毛利率与竞对的对比（%）

公司名称	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
博俊科技	30.1%	29.1%	29.0%	24.2%	25.1%	25.5%	27.6%
多利科技	24.4%	28.3%	23.2%	24.7%	24.5%	23.2%	21.1%
长青股份	25.3%	25.2%	18.3%	17.5%	17.2%	14.5%	8.7%
威唐工业	42.1%	41.3%	28.1%	25.3%	23.5%	22.8%	20.4%
金鸿顺	17.6%	11.3%	12.9%	13.8%	11.8%	11.3%	9.5%
宁波华翔	19.8%	20.0%	19.1%	18.8%	17.0%	17.0%	16.6%
华达股份	19.5%	32.9%	19.7%	13.4%	30.0%	18.7%	15.4%
新朋股份	13.7%	13.2%	9.8%	8.6%	9.7%	10.6%	11.4%
联明股份	20.8%	23.1%	22.6%	23.7%	23.8%	25.9%	25.0%
均值	23.7%	24.9%	20.3%	18.9%	20.3%	18.8%	17.3%
无锡振华	18.6%	20.6%	20.9%	15.8%	15.4%	19.8%	20.2%

资料来源：iFind，公司公告，民生证券研究院  
无锡振华数据已剔除子公司无锡开祥影响

**期间费用率行业低位，净利率远超行业水平。**公司近年来期间费用率在 5-8% 区间，随收入提升及客户结构改善，2024 年期间费用率处于历史低位，公司经营及成本控制能力持续提升；净利率层面，2024 年公司净利率达 11.5%，10 家竞对中排名第二，远超行业 5.0%均值，展望后续随折摊占比下降、规模效应进一步提升，以及客户结构的持续改善，公司净利率有望超过博俊科技、行业领先。

图26：公司期间费用率与竞对的对比（%）

公司名称	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
博俊科技	9.6%	9.1%	8.1%	6.2%	5.6%	5.1%	5.1%
多利科技	4.6%	5.5%	5.2%	3.3%	3.1%	2.6%	3.3%
长青股份	7.8%	8.1%	7.3%	6.7%	5.7%	7.0%	7.2%
威唐工业	18.2%	24.1%	15.7%	12.4%	8.3%	13.2%	11.3%
金鸿顺	7.1%	7.7%	7.3%	5.8%	5.0%	12.5%	6.5%
宁波华翔	8.6%	8.0%	7.9%	6.2%	5.6%	5.8%	6.4%
华达股份	14.5%	23.8%	6.2%	6.4%	56.0%	8.7%	5.6%
新朋股份	5.5%	6.0%	3.7%	3.3%	3.1%	2.7%	3.1%
联明股份	6.8%	7.4%	6.5%	5.9%	5.6%	5.9%	8.0%
均值	9.2%	11.1%	7.5%	6.2%	10.9%	7.0%	6.3%
无锡振华	7.2%	7.6%	6.4%	5.3%	5.2%	5.8%	5.2%

资料来源：iFind，公司公告，民生证券研究院  
无锡振华数据已剔除子公司无锡开祥影响

图27：公司净利率与竞对的对比（%）

公司名称	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
博俊科技	12.9%	12.2%	12.3%	10.5%	10.6%	11.9%	14.5%
多利科技	10.0%	12.4%	9.2%	13.9%	13.3%	12.7%	11.8%
长青股份	10.6%	11.0%	6.5%	6.6%	6.2%	2.0%	-3.4%
威唐工业	16.3%	9.1%	5.7%	6.8%	7.0%	2.5%	2.4%
金鸿顺	5.3%	-11.6%	1.6%	3.7%	-2.3%	1.3%	-1.3%
宁波华翔	4.9%	5.7%	5.0%	7.2%	5.1%	4.4%	3.6%
华达股份	1.6%	4.7%	6.0%	-1.7%	1.3%	0.4%	6.6%
新朋股份	2.5%	3.0%	3.4%	8.5%	5.1%	3.2%	3.1%
联明股份	9.9%	7.0%	9.1%	11.2%	12.0%	9.3%	8.1%
均值	8.2%	6.0%	6.5%	7.4%	6.5%	5.3%	5.0%
无锡振华	6.1%	6.7%	7.4%	5.8%	4.6%	8.6%	11.5%

资料来源：iFind，公司公告，民生证券研究院  
无锡振华数据已剔除子公司无锡开祥影响

### 3.2.5 产能：全国产能布局 贴近客户提升竞争优势

**产能全国化布局，覆盖 3 大整车产业集群。**公司已构建“无锡+上海+郑州+宁德+武汉+廊坊”9大生产基地，覆盖华北、长三角、华中3大整车产业集群。全资子公司廊坊振华拟投资不超6亿元建设廊坊工厂二期项目，达产后将具备年产50万台套汽车零部件的能力，可更好满足小米汽车、理想汽车等客户需求。同时，公司产能各具特色，如武汉恒升祥生产销售乘用车冲压及焊接零件，覆盖上汽大众等客户；上海恒伸祥为特斯拉、智己汽车提供汽车零部件焊接总成配套等，这种布局有助于提升服务效率、降低运输成本并获取新订单。

图28：公司产能布局梳理



资料来源：公司官网，民生证券研究院

**基于客户与产能现状，公司未来增长前景可观。**客户方面，上汽集团新能源转型加速，理想、小米、特斯拉等新势力客户业务量快速增长，预计2026-2028年来自这些客户的订单收入将大幅提升。产能上，廊坊工厂二期项目逐步释放产能，全国布局协同使运输成本降低、订单响应时间缩短。综合来看，2026-2028年公司营业收入年均增速可达35%-45%，净利润年均增速约30%-40%，有望实现规模与效益的双增长。

### 3.2.6 小结

#### 1) 竞争优势：

公司依托无锡+上海+郑州+宁德+武汉+廊坊”9大生产基地，在深度合作上汽集团的基础上，近年来把握新能源车渗透率提升机遇，拓展客户至特斯拉、理想、

小米、智己等头部新能源主机厂，在客户选择上战略眼光突出。同时公司在经营管理及成本控制能力上远超行业竞争对手，于折旧摊销占比远超历史均值及行业均值的当下，仍实现毛利率和净利率的领先，未来随产能利用率提升及收入规模的持续向上，公司基于优秀的产品结构、客户结构及精细化管理能力，有望实现净利率的持续提升。

## 2) 成长逻辑：

**客户结构：**公司 2021 年之前深度绑定上汽集团，跟随上汽集团销量提升获得持续的收入增长；2021 年后把握新能源化趋势，战略新增特斯拉、理想、小米、智己等头部新能源主机厂，在上汽集团销量承压的情况下接棒成长，实现客户结构的快速转换和持续增长。未来展望上汽集团当前推进内部改革，持续推动汽车出口，并强化与华为合作，构建“大乘用车板块”，将有多款车型推向市场、带来销量增长；小米、理想等新客户处于销量快速增长周期，带动公司收入增速和客户结构改善。

**产品品类：**公司 1989 年转型进入汽车零部件领域后，迅速拓展冲压产品品类，当前已有超 3,500 种产品覆盖车身、底盘等关键部位；2017 年公司依托焊接技术积累，整合资源开拓冲压件焊接成车身分拼总成业务，实现产品品类纵向延伸，提升附加值，产品品类的丰富带动公司收入持续向上。

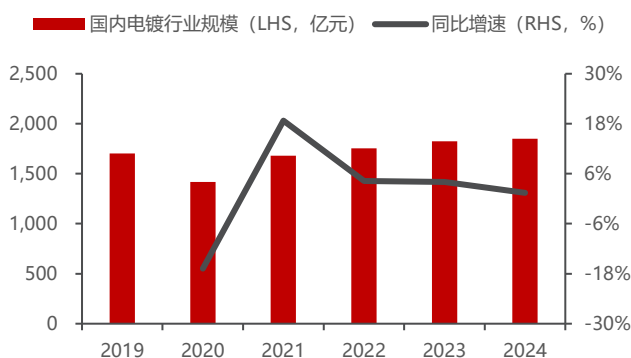
**新兴业务：**公司重点客户特斯拉、理想、小米等陆续布局人行机器人，公司有望利用现有技术经验及客户基础拓展相关业务布局，既能与汽车产业链协同，延伸质量管控与客户资源优势，同时也可以开拓全新营收增长点，提升在新兴业务领域的综合竞争力。

## 4 精密电镀：稳坐龙头地位拓展第二曲线

### 4.1 行业：精密电镀高壁垒、高集中度 博世稳居龙头地位

**电镀工艺具备普适性，汽车为最大应用领域。**电镀是一种基于电化学的表面处理技术，通过在金属或塑料基材表面沉积金属层（如铬、镍、锌）等，以提高材料的耐腐蚀性、耐磨性、导电性和美观性等性能，2024 年国内电镀行业规模约 1,849 亿元，近年来呈现整体上升的趋势。镀种端，电镀可分为镀锌、镀镍、镀铬、镀铜、镀锡、镀金等；应用领域端，电镀行业上游主要为塑料、金属等原材料，下游主要包括汽车（占比 21.45%）、航空航天及国防（16.75%）、电气及电子（占比<10%）、珠宝（占比<10%）等领域，汽车行业为最大应用领域。

图29：国内电镀行业规模（亿元，%）



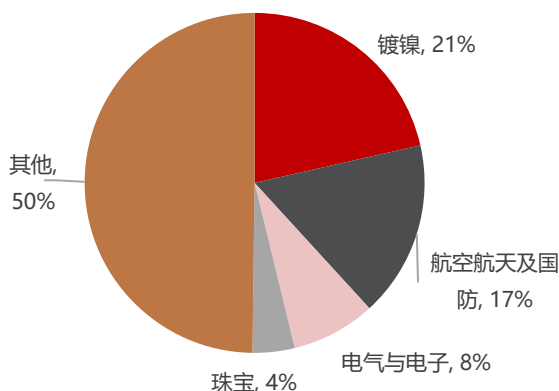
资料来源：2024-2025 年电镀产业发展与趋势分析报告，民生证券研究院

表4：国内电镀行业应用领域情况

镀种	占比	主要应用领域
镀锌	40%-50%	汽车行业（车身、底盘）、建筑行业（钢结构、螺栓）、家电行业（外壳、内部零件）
镀镍	20%-30%	电子行业（连接器、端子）、汽车行业（发动机零件）、装饰行业（手表、首饰）
镀铬	10%-20%	汽车行业（轮毂、保险杠）、家电行业、工业设备（模具、液压杆）
镀铜	5%-10%	电子行业（PCB、引线框架）、装饰行业（工艺品、首饰）、工业设备（导电件、散热器）
镀锡	5%-10%	电子行业（电子元器件、焊料）、食品包装（罐头、容器）、汽车行业（线束、连接器）
镀金	1%-5%	电子行业（高端连接器、半导体封装）、珠宝行业（首饰、手表）、航空航天（高可靠性元件）
其他镀种	1%-5%	电子行业（高耐腐蚀性部件）、光学行业（反射镜、光学器件）、特殊工业（耐磨、耐腐蚀部件）

资料来源：2024-2025 年电镀产业发展与趋势分析报告，民生证券研究院

图30：中国电镀行业应用领域结构（%）



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

图31：通用电镀在汽车行业中的应用



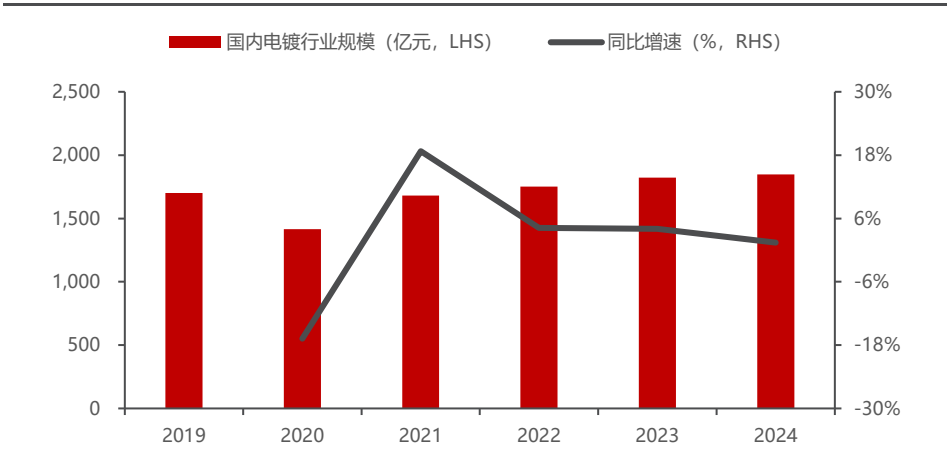
资料来源：iFind，公司公告，民生证券研究院



**汽车电喷行业技术持续迭代，受益于国内政策驱动。**汽车电喷系统为汽车动力系统的核心部件，通过电子控制单元（ECU）精确调节燃油喷射量、时机和压力，以确保发动机在不同工况下均可获得最佳空燃比、降低排放并优化发动机性能。2024 年国内汽车电喷系统行业规模约 180 亿元,预计 2030 年市场规模达 293 亿元，年化复合增长率达 8.5%，行业规模增长的核心驱动因素为：插混及增程车渗透率提升、国六标准实施后传统燃油车电喷系统迭代升级、商用车销量增长。

**行业集中度较高，博世占据龙头地位。**中国汽车电喷系统行业呈现“外资垄断高端，本土突破中低端”的竞争格局，市场集中度较高，外资企业占据绝对主导地位,其中博世市场份超过 50%占据国内龙头地位,博世同时为全球电喷系统龙头，覆盖乘用车、商用车全领域，核心产品包括高压共轨系统（HPCR）和缸内直喷技术（GDI），通过合资企业联合电子（UAES）深化本土化布局；其次为德尔福（约 10%）、马瑞利（<10%）、德国大陆（<10%）、美国康明斯（<10%）等，国内自主电喷企业市占比不足 5%。

图32：国内汽车电喷系统行业规模（亿元，%）



资料来源：智研瞻产业研究院，民生证券研究院

表5：国内电喷系统主要供应商及对应客户情况

公司名称	国家/地区	配套客户
BOSCH（博世）	德国	奔驰，奥迪，宝马，保时捷，雪铁龙，标致，福特，沃尔玛，大众等
DENSO（电装）	日本	本田，丰田，马自达，铃木，通用，大众等
DELPHI（德尔福）	美国	通用，福特，克莱斯勒，大众等
Continental（大陆）	德国	福特，通用，大众，奥迪等
Valeo（法雷奥）	法国	宝马，福特，菲亚特，标致，现代，本田，奔驰，大众，通用，沃尔沃，丰田等
MAGNETIMARELLI（马瑞利）	意大利	大众，菲亚特，奇瑞等
Cummins（康明斯）	美国	东风，福田，陕汽，金龙，宇通等
KEIHIN（京滨）	日本	广汽本田，东风本田，本田中国，佛山本田，日本京滨，本田等
HYUNDAIKefico（现代凯菲克）	韩-德	现代，起亚等
UAES（联合汽车电子）	中德合资	北京汽车，北汽福田，北京奔驰，一汽夏利，长城汽车，神龙汽车，东风汽车，长安
无锡威孚（Weifu）	中国	上海大众，奇瑞，江铃，江淮，东风康明斯，一汽锡柴，上柴，北汽福田，天津珀金

资料来源：盖世汽车，民生证券研究院

## 4.2 公司：收购拓展电镀业务 自研进入新领域

**收购无锡开祥拓展电镀业务。**2023 年 2 月公司并表无锡开祥 100% 股权，正式进入选择性精密电镀业务领域。无锡开祥为公司实控人钱金祥、钱犇 2014 年收购星瑞清洁（后改名为无锡开祥）获得，主要从事选择性精密电镀产品的研发及制造，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33：公司在电镀业务领域布局

零部件分类	零部件图片	公司供给零部件名称	主要用途
高压喷油器 (HDEV5)		HDEV5 内支撑杆	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	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	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	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	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 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
		HDP MSV 衔铁	

资料来源：iFind，公司公告，民生证券研究院

**博世国内唯一合格供应商，自研拓展至半导体领域。**无锡开祥于 2012 年接触联合电子（德国博世在华合资子公司）、2014 年通过德国博世审核并着手产线定制及量产工作、2016 年正式量供联合电子、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，目前无锡开祥为联合电子在精密镀铬工艺领域国内唯一的合格供应商，考虑博世在国内相关领域份额超过 50%，对应无锡开祥在相关零部件领域也居于龙头地位。

2024 年 5 月公司官网披露车用功率半导体组件项目环评公告，主要建设内容含抛丸—表面处理—翘曲—贴膜—烧结等工艺线，进行车用功率半导体组件生产，

预计生产新能源汽车用功率半导体组件 200 万套/年，根据英飞凌年报，2024 年全球功率器件和模块行业规模为 323 亿美元，其中英飞凌市场份额达 17.7%、为全球龙头。公司当前已获得上汽英飞凌（上汽集团与德国英飞凌的合资公司）功率半导体电镀底板产品的定点，并推进联合电子车用功率半导体组件系列产品的研发工作，公司基于电镀工艺的同源性，不断发挥优势，拓展新领域、新客户。

图34：无锡开祥历史发展梳理



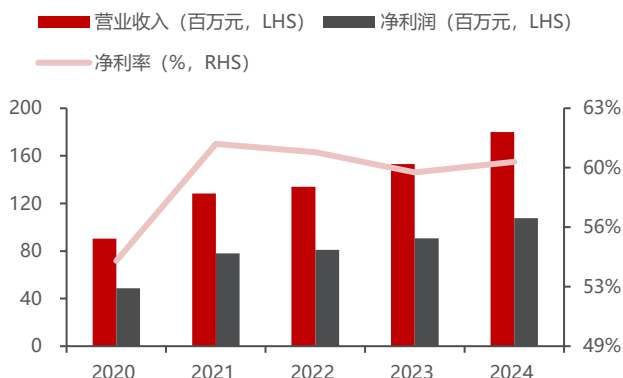
资料来源：iFind，招股说明书，募集说明书，民生证券研究院

表6：无锡开祥产品相关布局

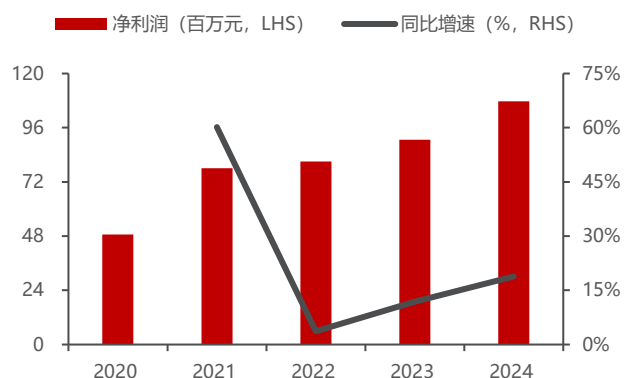
序号	运用领域	具体方向	表面处理工艺	开始时间	项目进展
1	燃油内燃系统	缸内直喷高压油轨的工艺升级	精密镀镍	2020 年 11 月	提交样品供客户评估，未正式立项，最终客户为联合电子
2	氢燃料内燃系统	喷氢喷油器的支撑杆、衔铁等开发 ((用于氢燃料内燃汽车缸内直喷系统)	选择性精密镀铬	2021 年 9 月	提交批量样品，已立项，暂无批产订单，最终客户为联合电子
3	氢燃料电池系统/ 电解制氢	双极板/极板加工和表面处理	真空镀膜	2021 年 12 月	根据客户提供的产品要求进行可行性前期调研
4	锂离子电池	复合集流体（PET 复合铝箔/铜箔）的工艺开发	真空镀膜及精密镀铜	2022 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
5	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

资料来源：iFind，公司公告，民生证券研究院

**收入持续提升，净利率维持高位。**公司收购无锡开祥时设置业绩补偿措施，目标 2022/2023/2024/2025 年利润实现 7,126/7,819/8,163/8,333 万元，无锡开祥 2022/2023/2024 实际实现利润为 8,100/9,062/18,000 万元，超额完成收购目标，近 3 年收入端复合增速达 12%，基于无锡开祥与联合电子的深度绑定关系与联合电子在国内绝对龙头的地位，未来展望无锡开祥收入仍能实现双位数年化增长、且净利率维持 60%左右的高位。

**图35：无锡开祥 2020-2024 收入情况（百万元，%）**


资料来源：iFind，公司公告，民生证券研究院

**图36：无锡开祥 2020-2024 盈利情况（百万元，%）**


资料来源：iFind，公司公告，民生证券研究院

## 4.3 小结

### 无锡开祥汽车电喷领域技术及卡位优势显著，看好公司未来发展：

**1) 技术研发实力领先。**公司于选择性精密电镀业务领域技术领先，在金属表面镀铬处理的核心工艺方面具有先进的技术储备、研发能力，能够按照客户要求零件的指定部位实施指定形貌的精密电镀，具备全自动的生产过程和智能化控制系统，可实现百分百的产品膜厚检测率，**并与联合电子、上汽英飞凌等客户同步研发其他新品，不断强化与客户的粘性、提升研发及技术实力。**

**2) 客户优势显著并有望维持。**高压喷油器和高压燃油泵作为高压电喷系统关键的执行器，整车厂对于内部元件的电镀位置、膜厚分布与均匀性、表面形貌修饰、产品一致性等有着极高的要求，工艺研发难度大，生产控制严苛，因此整车厂对供应商的选择非常慎重、供应商认证程序极其严格。2016年起，在联合电子的协调推动下，无锡开祥已逐步完成上汽通用、上汽大众、一汽大众、比亚迪、长城汽车、吉利汽车等德国博世主要合作伙伴的高压电喷系统零件电镀的国产化替代，**为保证整车质量的一致性，一般而言，相关产品进入量产环节后不再更换电镀供应商，因此预计无锡开祥会持续绑定国内龙头联合电子。**

**3) 公司增长具备可持续性。**①汽车电镀行业需求提升，缸内直喷及涡轮增压渗透率持续提升，且增程及插混车型仍保留对高压电喷系统的需求；②联电市场份额持续提升，无锡开祥作为联合电子 HDEV5、HDEV6 和 HDP 零件镀铬加工方面国内唯一的供应商，受益于联电自身份额的增长；③新产品及新客户带来新增长，公司已拓展业务领域至功率半导体、拓展客户至上汽英飞凌，预计未来会持续拓展产品及客户边界。

## 5 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测假设与业务拆分

**冲压零部件业务：**公司冲压零部件业务传统客户主要为上汽集团（含上汽乘用车、上汽通用及上汽大众），受益于传统客户销量回暖及智己等新车型推出上量；新增客户包括小米汽车、理想汽车、北美新能源客户，新客户销量持续增长带动公司业绩提升。预计公司相关业务 2025-2027 年营收增速分别为 40%/30%/25%，毛利率分别为 17.0%/17.5%/18.0%。

**分拼总成业务：**公司分拼总成业务主要为上汽乘用车，受益于客户新车型推出及出口销量增加，预计公司相关业务 2025-2027 年营收增速分别为 -15%/10%/10%，毛利率分别为 22.0%/22.5%/22.5%。

**电镀业务：**公司汽车电喷系统电镀业务客户主要为联合电子，受益于插混及增程车型销量提升及国六排放标准实施后 HDEV6 喷油器部件产品占比提升，且公司与联电持续研发新产品，与上汽英飞凌合作研发功率半导体零部件产品并获得定点，因此我们预计公司相关业务 2025-2027 年营收增速分别为 20%/20%/20%，毛利率分别为 81.0%/82.0%/82.0%。

**模具业务：**公司模具业务主要来自部分客户出自自身生产需求的定制采购需求，与公司现有客户数量、现有订单数量有一定正相关关系，随公司收入体量提升，我们预计公司相关业务 2025-2027 年营收增速分别为 40%/30%/20%，毛利率分别为 13.0%/13.0%/13.0%。

**其他业务：**公司其他业务主要由边角料销售及原材料处置构成，与公司整体收入体量呈正相关关系，我们预计公司相关业务 2025-2027 年营收增速分别为 18%/15%/15%，毛利率分别为 90.0%/90.0%/90.0%。

**表7：公司分业务盈利预测**

单位：(百万元, %)	2024	2025E	2026E	2027E
冲压零部件业务	1,484	2,077	2,701	3,376
收入增速 (%)	16.6%	40.0%	30.0%	25.0%
毛利率 (%)	16.8%	17.0%	17.5%	18.0%
分拼总成业务	439	505	555	611
收入增速 (%)	-25.8%	15.0%	10.0%	10.0%
毛利率 (%)	21.9%	22.0%	22.5%	22.5%
电镀业务	180	216	259	311
收入增速 (%)	17.6%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率 (%)	80.5%	81.0%	82.0%	82.0%
模具业务	291	407	530	636
收入增速 (%)	127.3%	40.0%	30.0%	20.0%
毛利率 (%)	12.6%	13.0%	13.0%	13.0%



其他业务	137	162	186	214
收入增速 (%)	-20.3%	18.0%	15.0%	15.0%
毛利率 (%)	93.8%	90.0%	90.0%	90.0%
营业总收入	2,531	3,367	4,231	5,147
总收入增速 (%)	9.2%	33.0%	25.6%	21.7%
综合毛利率 (%)	25.9%	24.9%	24.7%	24.8%

资料来源: iFind, 民生证券研究院预测

## 5.2 估值分析

公司是国内领先的冲压零部件及分拼总成件供应商, 我们选取以下 4 家公司进行对比分析: 1) 瑞鹄模具: 主营汽车轻量化零部件及装备业务; 2) 祥鑫科技: 主营汽车冲压零部件业务; 3) 多利科技: 主营汽车冲压零部件及模具业务; 4) 博俊科技: 主营汽车冲压零部件及模具业务,

2025-2027 年可比公司 PE 估值均值为 20/16/13 倍, 我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 2.01/2.59/3.18 元/股, 当前股价对应 PE 分别为 16/12/10 倍, 与可比公司均值比较有一定估值优势。我们看好公司在冲压零部件领域份额持续提升, 电镀业务带来第二增长曲线。

表8: 可比公司估值对比

股票代码	公司简称	收盘价	EPS (元)				PE (倍)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
002997.SZ	瑞鹄模具	37.60	1.70	2.17	2.72	3.39	22	17	14	11
002965.SZ	祥鑫科技	35.30	1.70	1.71	2.09	2.63	21	21	17	13
001311.SZ	多利科技	20.55	1.78	1.69	1.99	2.30	12	12	10	9
300926.SZ	博俊科技	26.15	1.51	2.00	2.60	3.21	17	13	10	8
603358.SH	华达科技	34.21	0.51	0.98	1.23	1.52	67	35	28	22
可比公司均值							28	20	16	13
605319.SH	无锡振华	32.75	1.53	2.01	2.59	3.18	21	16	12	10

资料来源: iFind, 民生证券研究院预测

注: 瑞鹄模具、祥鑫科技、多利科技、博俊科技盈利预测来自同花顺 iFind 一致预期, 股价时间为 2025 年 7 月 10 日

## 5.3 投资建议

公司深耕汽车零部件三十余年, 现形成四大主营业务: 汽车冲压零部件业务、分拼总成件业务、选择性精密电镀业务、模具业务, 作为冲焊件领域领先制造商, 公司凭借超 3,500 种冲压零部件产品, 与上汽集团、特斯拉、理想汽车、小米汽车等众多知名车企建立了稳固的合作关系, 并收购拓展精密电镀业务, 带来第二增长

曲线。展望未来，我们认为公司传统冲压业务将持续受益于客户销量增长及客户结构优化，精密电镀业务在深度绑定博世的基础上，持续拓展新客户、新产品贡献公司第二增长极。

公司冲压业务深度绑定上汽，积极开拓小米、理想、特斯拉等客户带来新增长；收购进入电镀领域构筑第二增长曲线，积极自研拓展技术及客户边界贡献新弹性。预计 2025-2027 年营收为 35.2/44.5/52.8 亿元，归母净利为 5.0/6.5/8.0 亿元，EPS 为 2.01/2.59/3.18 元，对应 2025 年 7 月 10 日 31.65 元/股收盘价，PE 为 16/12/10 倍，维持“推荐”评级。

## 6 风险提示

- 1) **核心客户销量不及预期的风险：**公司客户结构相对集中，存在核心客户销量不及预期的风险；
- 2) **原材料价格波动风险：**上游原材料持续上涨，公司成本上升，导致毛利承压，影响利润；
- 3) **规模扩大导致的管理风险：**受益于客户销量增长，公司收入及利润体量不断提升，存在体量扩大后导致的管理风险；
- 4) **关税对整车客户销量影响：**公司核心客户上汽乘用车近年来出口销量增长较大，当前欧美对中国的关税压力下，存在客户出口销量不及预期的风险；
- 5) **电镀业务开拓不及预期的风险：**电镀属于公司近年来新增业务，存在客户或者新产品拓展不及预期的风险。

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,531	3,518	4,452	5,283
营业成本	1,876	2,653	3,355	3,965
营业税金及附加	28	39	49	58
销售费用	3	4	5	6
管理费用	95	127	160	188
研发费用	63	84	107	121
EBIT	478	636	810	985
财务费用	25	27	24	21
资产减值损失	-11	-6	-4	-5
投资收益	-1	0	0	0
营业利润	453	604	781	959
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	454	604	781	959
所得税	76	103	133	163
净利润	378	502	648	796
归属于母公司净利润	378	502	648	796
EBITDA	758	958	1,169	1,367

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	184	557	827	1,159
应收账款及票据	1,485	1,956	2,353	2,646
预付款项	56	80	101	119
存货	291	363	443	502
其他流动资产	284	300	286	283
流动资产合计	2,301	3,256	4,010	4,708
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,904	2,106	2,374	2,703
无形资产	267	267	267	267
非流动资产合计	2,552	2,729	3,016	3,372
资产合计	4,853	5,985	7,026	8,080
短期借款	731	861	861	861
应付账款及票据	1,437	2,034	2,572	3,040
其他流动负债	148	200	250	294
流动负债合计	2,316	3,095	3,683	4,195
长期借款	10	10	10	10
其他长期负债	91	90	90	90
非流动负债合计	101	100	100	100
负债合计	2,417	3,194	3,783	4,295
股本	250	250	250	250
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,436	2,790	3,243	3,786
负债和股东权益合计	4,853	5,985	7,026	8,080

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	9.23	39.03	26.53	18.66
EBIT 增长率	29.37	33.23	27.23	21.63
净利润增长率	36.30	32.73	29.23	22.77
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	25.87	24.59	24.64	24.94
净利润率	14.93	14.25	14.56	15.06
总资产收益率 ROA	7.79	8.38	9.23	9.85
净资产收益率 ROE	15.51	17.97	19.99	21.02
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.99	1.05	1.09	1.12
速动比率	0.72	0.81	0.86	0.91
现金比率	0.08	0.18	0.22	0.28
资产负债率 (%)	49.80	53.38	53.84	53.15
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	212.81	175.78	173.78	169.89
存货周转天数	59.28	44.39	43.23	42.87
总资产周转率	0.54	0.65	0.68	0.70
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.51	2.01	2.59	3.18
每股净资产	9.74	11.16	12.97	15.14
每股经营现金流	1.88	3.67	4.57	5.41
每股股利	0.59	0.78	1.01	1.24
<b>估值分析</b>				
PE	21	16	12	10
PB	3.2	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	11.18	8.85	7.26	6.20
股息收益率 (%)	1.86	2.47	3.19	3.92

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	378	502	648	796
折旧和摊销	281	322	359	382
营运资金变动	-244	60	97	137
经营活动现金流	469	918	1,142	1,354
资本开支	-470	-481	-635	-729
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-470	-486	-635	-729
股权募资	0	0	0	0
债务募资	130	128	0	0
筹资活动现金流	-51	-60	-237	-294
现金净流量	-52	373	270	331

## 插图目录

图 1: 汽车与零部件行业底层逻辑	3
图 2: 公司核心投资逻辑	4
图 3: 公司发展历程	6
图 4: 公司股权架构	7
图 5: 公司收入趋势及产品段发展历史梳理 (百万元)	8
图 6: 客户端发展历史梳理 (百万元)	9
图 7: 公司营业收入及同比增速 (百万元, %)	10
图 8: 公司归母净利润及同比增速 (百万元, %)	10
图 9: 公司毛利率及归母净利率 (%)	10
图 10: 公司期间费用率 (%)	10
图 11: 汽车制造主要工艺流程图	12
图 12: 汽车冲压工艺流程	12
图 13: 国内车用冲压零部件市场空间测算 (亿元, %)	13
图 14: 2021-2024 年主要厂商冲压零件均价对比 (元)	13
图 15: 2023 年新能源车冲压件均价与燃油车对比 (元)	13
图 16: 2024 年国内车用冲压件竞争格局	14
图 17: 汽车零部件配套关系梳理	15
图 18: 冲压行业总结	16
图 19: 公司主要产品布局	17
图 20: 公司各业务营收占比 (%)	17
图 21: 公司客户结构变化史	19
图 22: 2024 年公司客户结构 (%)	19
图 23: 公司前五大客户收入及占比 (万元, %)	19
图 24: 公司折摊占比与竞对的对比 (%)	20
图 25: 公司毛利率与竞对的对比 (%)	20
图 26: 公司期间费用率与竞对的对比 (%)	20
图 27: 公司净利率与竞对的对比 (%)	20
图 28: 公司产能布局梳理	21
图 29: 国内电镀行业规模 (亿元, %)	23
图 30: 中国电镀行业应用领域结构 (%)	23
图 31: 通用电镀在汽车行业中的应用	23
图 32: 国内汽车电喷系统行业规模 (亿元, %)	24
图 33: 公司在电镀业务领域布局	25
图 34: 无锡开祥历史发展梳理	26
图 35: 无锡开祥 2020-2024 收入情况 (百万元, %)	27
图 36: 无锡开祥 2020-2024 盈利情况 (百万元, %)	27

## 表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司限制性股票激励计划	7
表 2: 重点冲压零部件企业基本情况	15
表 3: 公司于冲压件领域的核心技术与能力	18
表 4: 国内电镀行业应用领域情况	23
表 5: 国内电喷系统主要供应商及对应客户情况	24
表 6: 无锡开祥产品相关布局	26
表 7: 公司分业务盈利预测	28
表 8: 可比公司估值对比	29
公司财务报表数据预测汇总	32



## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048