

无锡振华(605319)

报告日期: 2025年08月05日

绑定小米汽车快速放量, 规模效应带动盈利高增

——无锡振华深度报告

投资要点

□ **无锡振华:** 公司成立于1989年, 2024年营收25.3亿元, 归母净利润3.8亿元。2022-2024年收入端CAGR为20.4%, 利润端CAGR为116.1%; 冲压零部件/分拼总成/电镀业务营收14.8/4.4/1.8亿元, 毛利率分别为16.8%/21.9%/80.5%。2024年, 公司销售毛利率/净利率分别为25.9%/14.9%。2022-2024年, 公司ROE分别为4.6%/13.2%/16.4%。

客户端: 公司深度绑定上汽, 陆续开拓新能源客户特斯拉、理想、小米等。

产品端: 实现从冲焊件到分拼总成件的升级, 同时开拓高盈利性电镀业务。

推荐逻辑

一、高盈利性分拼业务弹性大:

公司为上汽乘用车提供分拼总成加工服务, 主要产地为郑州及宁德工厂。2024年郑州工厂转固, 产能上升、订单不足, 产能利用率仅为56%, 导致毛利率下滑明显(23/24年为41.6%/21.9%), 后续产能利用率的提升有望增厚该部分利润。

① **出口端稳步修复:** 2024年, 受欧洲对中电动车关税影响, 上汽出口下滑14%; 目前欧洲整体政策压力仍在, 但名爵产品力强、燃油车占比较高, 今年以来保持坚挺, 出口销量有望上行。

② **尚界销量可期:** 预计2025年下半年上市。上汽与华为第五界, 面向更广大客群。定位20万级SUV, 预计是同价格带下极具性价比的智能电车。

该价格带特点为市场空间大、科技力不足, 主流车型为比亚迪宋、丰田荣放等车型。上汽贡献成熟的供应链、制造体系及品质管控能力, 华为则提供鸿蒙OS座舱、ADS高阶智驾系统、智能网联技术等核心技术, 形成“制造基因+数字基因”的双重护城河。期待后续尚界车系为公司带来的业绩弹性。

□ **二、冲压零部件业务有望显著受益于小米放量:** 核心客户小米新车不断, 持续扩产。公司是小米核心供应商, SU7、YU7均获得好市场反响。预计新车型的销售有望增厚公司业绩。同时, 小米持续扩产及发布新车, 后续看点多、销量潜力大; 公司有望深度受益, 年初发布可转债, 募资加码产能建设, 产能50万台, 预计可实现8亿元收入。

□ **三、电镀业务应用前景广阔, 期待稳步放量:** 高盈利性及高壁垒业务, 预计后续在高压喷射系统及功率半导体领域应用前景广阔。公司战略为绑定下游头部客户, 实现业务稳健发展。

① **喷射系统方面,** 公司独供联合电子, 除纯电车外均需该系统, 后续随下游渗透率提升, 有望稳步配套放量。

② **功率半导体方面,** IGBT及SIC在新能源汽车上应用广阔, 公司目前拿到上汽英飞凌定点, 前景可期。

盈利预测与估值

公司深耕冲压行业, 客户好、成本控制能力优秀, 同时新业务成长潜力大, 有望受益于中国电车格局的更迭, 及配置持续提升。预计公司2025-2027年收入分别为34.3/44.4/52.3亿元, 分别同比+35.5%/29.4%/17.9%; 归母净利润分别为5.1/6.5/7.9亿元, 分别同比+35.7%/26.6%/21.2%; PE分别为16.1/12.7/10.5X。首次覆盖, 给予买入评级。

风险提示

投资评级: 买入(首次)

分析师: 刘巍
执业证书号: S1230524040001
liuwei03@stocke.com.cn

研究助理: 张逸辰
zhangyichen@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 32.94
总市值(百万元)	8,237.03
总股本(百万股)	250.06

股票走势图



相关报告

核心客户销量不及预期；原材料价格波动；关税影响下游客户销量；分拼总成业务盈利性不及预期风险。

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2531	3430	4438	5231
(+/-) (%)	9.2%	35.5%	29.4%	17.9%
归母净利润	378	513	649	786
(+/-) (%)	36.3%	35.7%	26.6%	21.2%
每股收益(元)	1.51	2.05	2.60	3.14
P/E	21.80	16.07	12.69	10.48

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 无锡振华：冲压客户结构优化，电镀业务打开新空间	5
1.1 发展历程：深耕冲焊 30 余年，电镀业务新曲线	5
1.2 主营业务：冲焊+电镀两大矩阵，积极拓展优质客户	5
1.3 公司治理：股权结构稳定，子公司华中、长三角、华中布局明晰	6
1.4 财务情况：营收逐级向上，盈利能力持续改善	8
2 冲压行业：零部件 70%由冲压制成，竞争格局相对分散	10
3 公司核心看点：冲压业务营收逐步上台阶，规模效应带动盈利性上行	11
3.1 潜力客户：小米新车周期持续，有望成为汽车行业重要一极	12
3.2 传统客户：深度绑定上汽，华为合作实现战略重要转变	13
3.3 盈利弹性可期：分拼业务规模效应明显，原材料价格企稳	16
4 电镀业务：合作尖端客户，功率半导体空间大	17
5 盈利预测	19
6 风险提示	21

图表目录

图 1: 公司发展历程: 三阶段发展历程, 从冲焊件向电镀业务持续拓展	5
图 2: 公司冲压零部件: 车身件、底盘件、动力总成件及电子电器	6
图 3: 公司两大产品矩阵: 2024 年冲焊件及电镀件营收占比	6
图 4: 上汽为基本盘, 陆续开拓特斯拉、理想、小米等优质客户 (单位: 亿元)	6
图 5: 2024 年, 上汽营收占比 36% (单位: 亿元, %)	6
图 6: 公司股权架构 (截至 25Q1)	7
图 7: 主要子公司经营情况	7
图 8: 公司限制性股票激励计划, 深度绑定公司及激励对象共同利益	8
图 9: 2024 年公司营收 25.3 亿元, 同比+9.2%	8
图 10: 2024 年公司归母净利润 3.8 亿元, 同比+36.3%	8
图 11: 公司产品结构持续优化 (单位: 亿元)	9
图 12: 公司分拼总成加工业务及电镀业务毛利率较高	9
图 13: 2022-2024 年, 公司盈利能力大幅提升	9
图 14: 公司管理及研发费用率控制好	9
图 15: 中国钢材价格指数	10
图 16: 汽车制造四大工艺: 冲压、焊接、涂装、总装	10
图 17: 冲压车间流程图	11
图 18: 重点冲压零部件企业基本情况: 收入规模及毛利率	11
图 19: 2024-2025 小米汽车月度销量 (万辆)	12
图 20: 小米 YU9: 定位对标 L9 及问界 M9	12
图 21: 上汽集团: 改革深化, 2025 年强劲复苏 (单位: 万辆)	14
图 22: 上汽乘用车: 内销、出口势头好 (单位: 万辆)	14
图 23: 上汽出口: 25 年以来温和修复 (单位: 万辆)	14
图 24: 鸿蒙智行五界	15
图 25: 尚界 H5 工信部图片	16
图 26: 分拼总成加工业务: 收入及盈利性 (单位: 亿元, %)	16
图 27: 发动机燃油供给 (喷射) 系统中喷油器及燃油泵结构	17
图 28: 缸内直喷 (GDI) 与进气管喷射 (PFI)	18
图 29: 公司电镀业务加工产品	19
图 30: 无锡开祥收入及净利润情况	19
表 1: 小米产能规划	13
表 2: 无锡振华盈利预测	20
表 3: 可比公司估值	21
表附录: 三大报表预测值	22

1 无锡振华：冲压客户结构优化，电镀业务打开新空间

1.1 发展历程：深耕冲焊 30 余年，电镀业务新曲线

公司深耕冲焊件三十余年，2022 年布局电镀赛道，发展分为三个阶段。

- ① **主营冲压件**：1989 年公司成立，积淀冲压工艺，开拓上汽等优质客户，规模持续扩大引领行业；
- ② **拓展分拼总成业务**：2017 年开拓，相继成立郑州及宁德子公司，服务于上汽乘用车，实现产品结构优化；
- ③ **进军汽车电镀业务**：2023 年收购无锡开祥，拓展选择性精密电镀业务，实现优质业务布局。

图1：公司发展历程：三阶段发展历程，从冲焊件向电镀业务持续拓展



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

1.2 主营业务：冲焊+电镀两大矩阵，积极拓展优质客户

冲焊件：冲压零部件+分拼总成+模具。冲压零部件产品数达 3500 种，分拼总成产品数达 500 余种，两大产品矩阵涵盖车身结构件、底盘件、动力总成件和电子电器件。分拼总成件属于新业态，符合车企外包化以减轻资产负担趋势；模具是基础工艺装备、用于高效批量生产，提升冲压厂商效率和竞争优势。

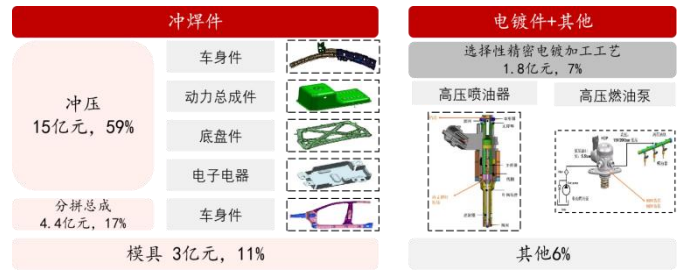
选择性精密电镀加工：发动机核心部件精密镀铬，提升硬度、耐磨性和耐腐蚀性。公司为汽车发动机高压喷油器和高压燃油泵中的部分零部件（主要为衔铁、内支撑杆和铁芯等）提供选择性精密电镀加工服务，确保上述零部件在长期高压高频率运动的工况下保持正常工作。

图2: 公司冲压零部件: 车身体件、底盘件、动力总成件及电子电器



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

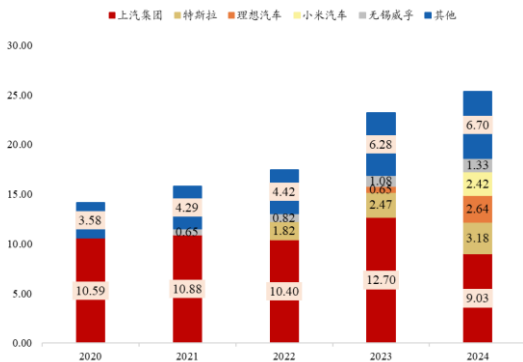
图3: 公司两大产品矩阵: 2024年冲焊件及电镀件营收占比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

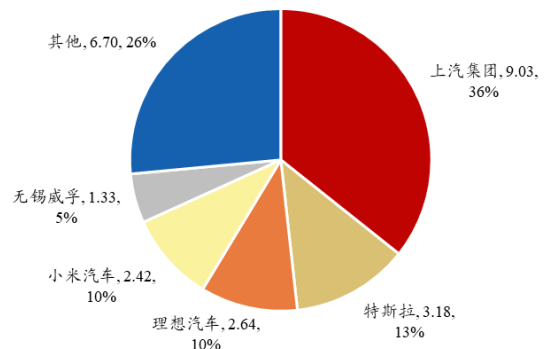
上汽为客户基本盘, 开拓新能源好客户。公司前五大客户占比较高, 2024年前五大客户为上汽集团/特斯拉/理想汽车/小米汽车/无锡威孚, 清晰、稳定、具有潜力的下游客户是公司持续向好的基本保障。特斯拉: 2021年开始进入特斯拉供应体系, 目前为第二大客户。小米汽车: 2024年销量好, 成为重要极。

图4: 上汽为基本盘, 陆续开拓特斯拉、理想、小米等优质客户 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图5: 2024年, 上汽营收占比36% (单位: 亿元, %)



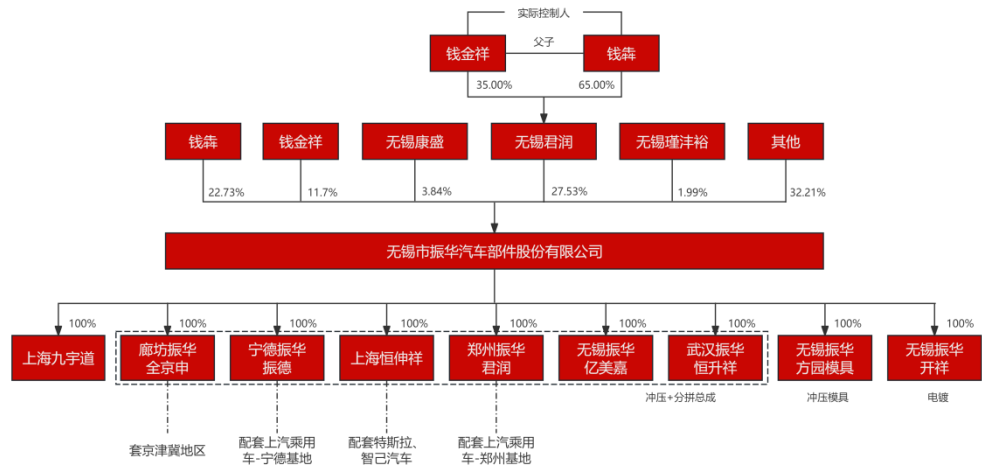
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

1.3 公司治理: 股权结构稳定, 子公司华中、长三角、华中布局明晰

股权结构集中稳定, 截至 25Q1 钱氏父子合计持有 62% 股权。公司实控人为钱金祥先生 (董事长) 及其子钱犇先生 (董事)。

9 家子公司围绕整车生产地布局明晰。无锡开祥主营电镀业务 (22 年收购), 方园模具主营冲压模具, 另外 7 家分布在不同城市, 基于“无锡+上海+郑州+宁德+武汉+廊坊”九大生产基地, 实现华北、长三角、华中三大整车集群覆盖。

图6: 公司股权架构 (截至 25Q1)



资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图7: 主要子公司经营情况

	子公司	主营业务	地理位置	主要客户	2024年营业收入 (万元)	2024年净利润 (万元)
1	廊坊全京申	汽车零部件焊接总成	京津冀	小米、理想、北汽、一汽		
2	郑州君润	分拼总成	郑州	上汽乘用车	38644.89	5530.8
3	武汉恒升祥	冲压+焊接件	武汉	上汽大众、上汽通用、神龙汽车		
4	宁德振德	分拼总成	福建	上汽乘用车		
5	上海恒伸祥	冲压+焊接件	上海	特斯拉、智己		
6	无锡方圆	金属冲压模具	无锡	上汽集团、上汽大众、上汽通用		
7	无锡亿美嘉	冲压+焊接件	无锡	爱德夏、常州瑞高等汽车零部件供应商		
8	无锡开祥	选择性精密电镀产品	无锡	联合电子、博世	17998.7	10771.15

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

公司采用家族式管理与专业人才协同方式进行公司治理。董事长钱金祥先生为公司创始人、实控人，基层岗位到公司掌舵人，主导公司战略布局；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%，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负责销售及资本运作；副总经理洪涛具有模具制造与生产管理双重背景。

实施多轮股权激励计划，核心团队与公司发展长期绑定。公司 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 名核心骨干，2024 年股权激励覆盖 33 人。

图8：公司限制性股票激励计划，深度绑定公司及激励对象共同利益

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、公司及公司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。

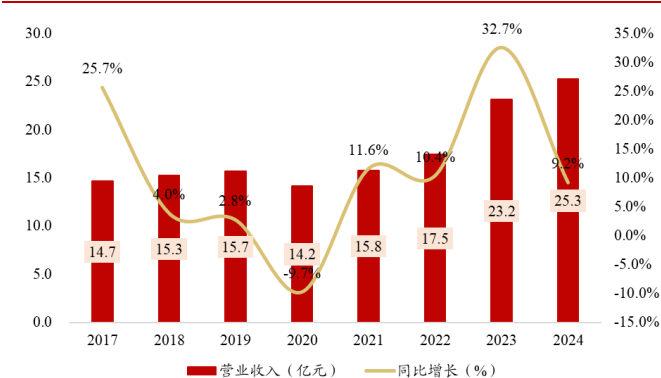
资料来源：wind，公司公告，浙商证券研究所

1.4 财务情况：营收逐级向上，盈利能力持续改善

新能源客户放量，公司营收逐级向上。公司深度绑定上汽，2022年之前营收表现主要跟随客户波动，因此经历2018-2022年震荡期。2022年之后，陆续开拓特斯拉、理想、小米等新客户，注入成长新动能。2023年，无锡开祥并表，成为营收重要极。

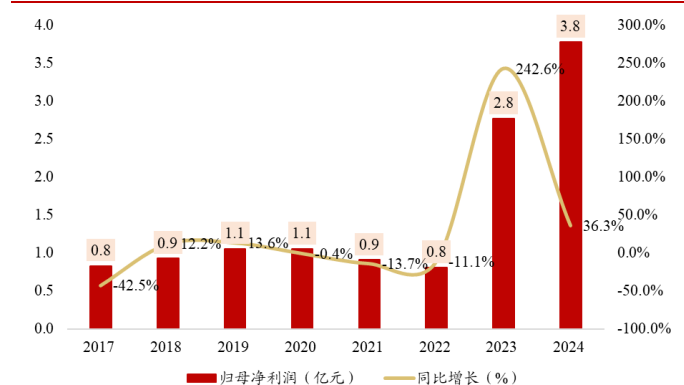
客户结构优化及新业务开拓，公司归母净利23年出现显著拐点。2023年，公司归母净利同比大幅增长至2.8亿元，2024年维持高增速。

图9：2024年公司营收25.3亿元，同比+9.2%



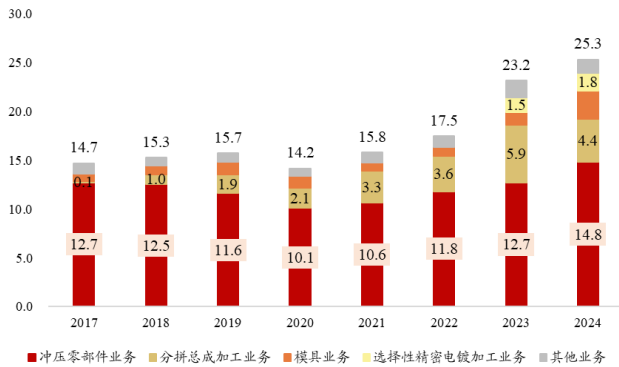
资料来源：iFind，浙商证券研究所

图10：2024年公司归母净利润3.8亿元，同比+36.3%



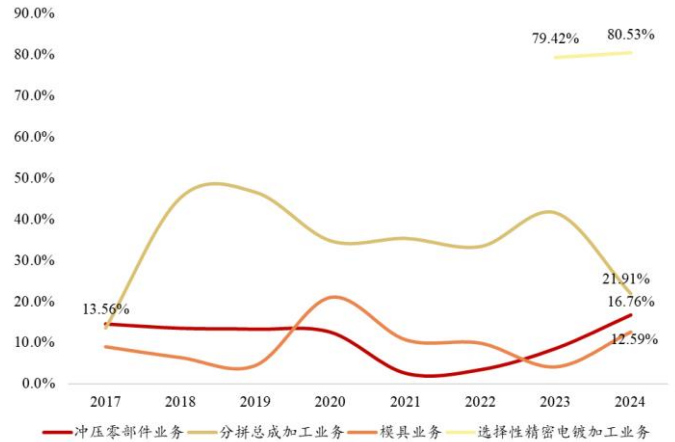
资料来源：iFind，浙商证券研究所

图11: 公司产品结构持续优化 (单位: 亿元)



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

图12: 公司分拼总成加工业务及电镀业务毛利率较高

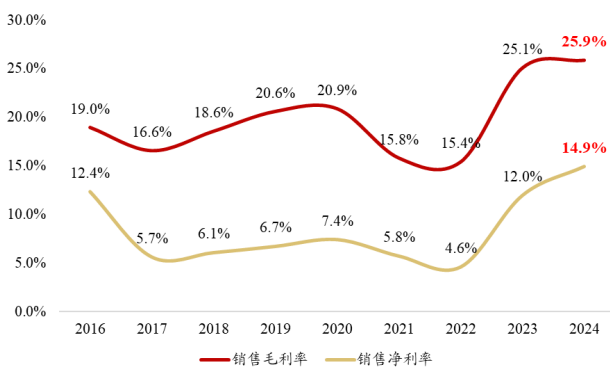


资料来源: iFind, 浙商证券研究所

分拼业务及电镀业务均属于高毛利产品, 营收结构的变化使得盈利性改善显著。2021年开始, 公司高毛利率分拼总成业务营收占比提升, 同时2023年电镀业务并表, 使得公司2023年毛利率快速提升, 2024年持续改善。费用率层面, 公司整体期间费用率较为稳定, 管理费用率持续优化, 研发费用可控; 销售费用方面, 公司绑定核心客户, 实现销售费用率保持低位。

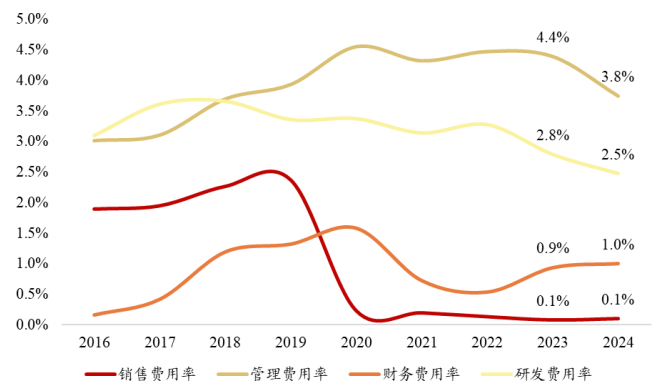
- ✓ **冲压零部件:** 直接材料占比高, 价格端及原材料价格变化对毛利率影响明显。同时销售策略对毛利率亦有影响, 如果采取联动的价格方式对公司盈利性较好。
- ✓ **分拼总成加工:** 制造费用占比高, 因此产能利用率的提升, 对毛利率影响显著。

图13: 2022-2024年, 公司盈利能力大幅提升



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

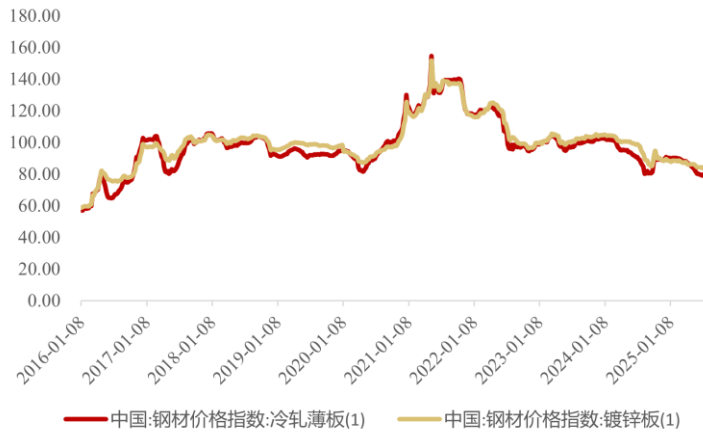
图14: 公司管理及研发费用率控制好



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

车用钢材是公司主要的原材料, 钢材价格预期未来仍趋弱。公司冲压零部件业务成本中车用钢材占比约60%, 以镀锌板和冷轧板为主。钢价指数下行有望提升毛利率。从上游钢铁行业来看, 根据中国钢铁工业协会公布的数据, 中国钢铁价格于2018年至2021年呈上升趋势, 钢材价格指数于2021年中期趋近高位, 2022年起逐渐回落, 目前钢材供需相对均衡, 钢材价格指数趋于稳定。

图15: 中国钢材价格指数



资料来源: wind, 浙商证券研究所

2 冲压行业: 零部件 70%由冲压制成, 竞争格局相对分散

2.1 冲压及焊接为汽车主要制造工艺

汽车制造四大工艺为: 冲压工艺、焊接工艺、涂装工艺、动力总成(总装)。

1) 冲压: 利用模具对钣金件进行精准成型加工; 2) 焊接: 将成型钣金件焊接组合形成白车身结构; 3) 涂装: 对白车身实施前处理、底漆及面漆喷涂; 4) 总装: 完成发动机及全部内外饰件的整车装配。

图16: 汽车制造四大工艺: 冲压、焊接、涂装、总装



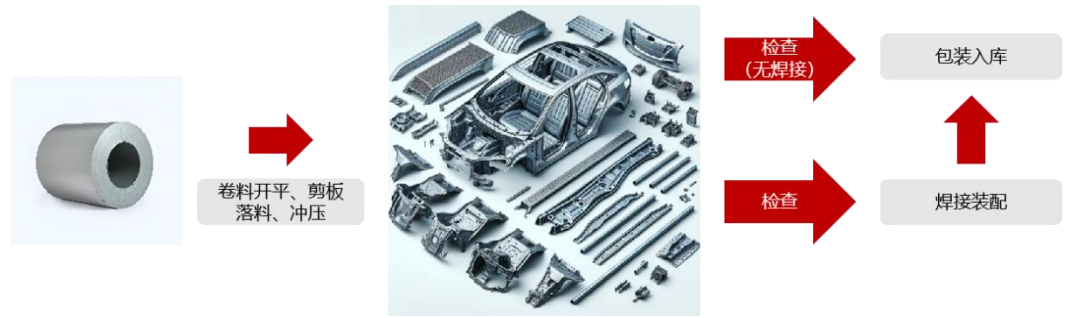
资料来源: 新浪新闻, 浙商证券研究所

2.2 冲压为千亿市场, 国内冲压厂区域性明显

汽车冲压零部件是通过压力机和模具对金属材料施加外力, 使其塑性变形或分离制成的工件。冲压工艺可分为冷冲压和热冲压两种工艺技术, 其主要区别在于加工过程中的材料温度。冷冲压是在常温下对金属板材进行冲压, 而热冲压则是先将材料加热到一定温度后再进行冲压。目前汽车行业运用较多的为冷冲压技术, 其拥有工艺简单、成本低、制件尺寸稳定、精度高、重量轻、易于实现自动化等优点。

汽车制造中约有 70%的零部件由冲压制成, 单车用量约 1500 件。根据多利科技招股说明书, 冲压零部件广泛应用于车身覆盖件、结构件、座椅系统及排气系统等。在现代汽车制造工艺的金属零部件加工中, 冲压技术占主导地位, 其所生产零件占比 60%-70%。

图17: 冲压车间流程示图



资料来源: 汽车制造网, 无锡振华招股说明书, 浙商证券研究所

汽车冲压零部件厂商与汽车产业分布高度协同。我国汽车冲压零部件行业已形成长三角、西南、珠三角、东北、中部、环渤海六大区域产业集群, 与汽车产业布局高度协同。两个特点: 分布分散、大型企业不多。**分布分散:** 由于汽车冲压零部件供应商以整车制造商为中心组织生产、运输布局, 因此分布较为分散。**行业集中度不高:** 同时受产能、场地、运输半径以及资金的限制, 汽车冲压及焊接零部件行业内大型企业为数不多, 行业集中度较低。

图18: 重点冲压零部件企业基本情况: 收入规模及毛利率

公司	整车客户	主营业务及产品	地理位置	2024年冲压零部件营业收入(亿元)	2024年冲压零部件毛利率(%)
黎明股份	上汽通用, 上汽大众等	轮毂总成、柱类总成、天窗框总成、后隔板总成、衣帽板总成、尾灯支架总成、侧围总成和中通道总成等	上海市	4.63	17.45%
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	乘用车车身零部件、相关模具及新能源汽车电池箱托盘、电机轴、电机壳、储能箱体	江苏省	47.45	13.82%
常青股份	江淮、奇瑞、比亚迪、上汽、极氪新能源、蔚来、大众安徽等	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	安徽省	28.17	18.97%
凌云股份	宝马、奔驰、奥迪、保时捷、上汽大众、一汽大众、比亚迪、长安汽车、奇瑞、长城、东风本田、上汽通用、一汽红旗、一汽丰田、广汽丰田、广汽本田等	拓汽车车身结构件、新能源汽车电池系统配套产品、汽车尼龙管路系统、汽车橡胶管路及总成、汽车装饰密封件等系列	河北省	86.7	16.40%
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	汽车车身件、底盘件、动力总成件和电子电器件	江苏省	14.84	16.76%
宁波华翔	大众集团、奔驰、宝马、奥迪、丰田、通用、比亚迪、吉利、奇瑞、赛力斯、小米、理想、小鹏、蔚来等	仪表总成、中控总成、门板总成、顶棚总成、立柱总成等	浙江省	48.5	16.95%
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	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	安徽省	33.21	17.42%
威唐工业	冲压件主要为国内外知名新能源汽车生产商	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	江苏省	41.89	13.64%
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	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	江苏省	38.6	22.59%

资料来源: 各公司公告, 浙商证券研究所

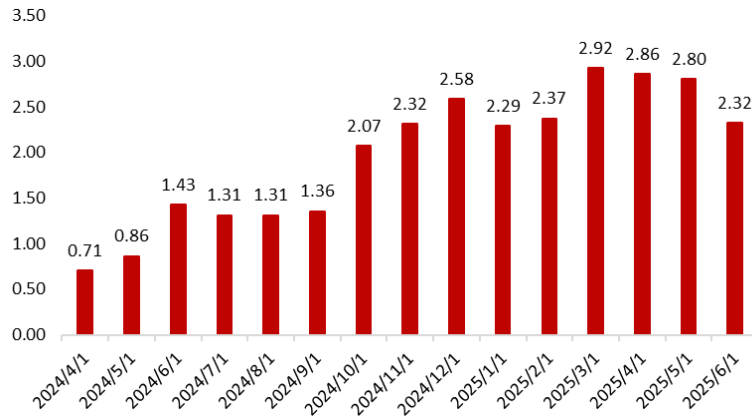
具有三大核心竞争力的厂商更有生命力。自主车企崛起, 研发周期大幅缩短, 同时产能扩充快、成本控制意愿强; 对于供应商的要求为具有同步开发能力, 具备自动化产线及持续迭代技术厂商优势大; 同时快速实现就近配套, 因此客户的黏性与服务能力成为壁垒; 同时要求具备强成本控制能力, 实现价格优势。

3 公司核心看点: 冲压业务营收逐步上台阶, 规模效应带动盈利性上行

3.1 潜力客户：小米新车周期持续，有望成为汽车行业重要一极

小米在产车型以 SU7 为主，月销量峰值 3 月 2.9 万辆。2024 年 3 月末，小米旗下首款车型小米 SU7 上市，新车三个版本，售价 21.59 万~29.99 万元。大定数据：4 分钟破万，7 分钟 2 万，27 分钟 5 万。2025 年 6 月末，小米首款 SUV YU7 上市，标准版/Pro/Max 版本价格分别为 25.35/27.99/32.99 万元。大定数据：3 分钟 20 万台，1 小时 28.9 万台。

图19： 2024-2025 小米汽车月度销量（万辆）



资料来源：车主之家网，浙商证券研究所

下一代增程 SUV 或于 2026 年推向市场，销量可期。据易车网，小米计划推出代号昆仑的增程式 SUV YU9。YU9 定位对标理想 L9 及问界 M9，价格下探至 40 万元以内，核心竞争力在于全尺寸 SUV 空间、增程续航、小米生态智能体验。产品或于 2026 年推向市场。

图20： 小米 YU9：定位对标 L9 及问界 M9



资料来源：易车网，浙商证券研究所

小米汽车二期工厂：2024 年 7 月，小米竞得亦庄新城 YZ00-0606 街区 0106 地块工业项目国有建设用地使用权，该地块成为小米汽车二期工厂所在地，其紧邻已投产的一期工厂。

2025年6月，北京亦庄经开区开发建设区发布公告，小米景曦科技有限公司成功竞得了亦庄新城的一个地块，成交价6.35亿，占地面积48.51万平方米，紧邻小米汽车工程二期项目。

从2024年6月开始，小米汽车一期工厂双班运营；2025年5月，小米交付2.8万辆车，产能拉满，每月生产2-3万辆车。

表1：小米产能规划

项目名称	位置	开工时间	竣工时间	投产时间	产能
小米汽车一期工厂	北京亦庄	2022年4月	2023年6月	2024年4月	15万辆/年（占地面积72万平方米）
小米汽车二期工厂	北京亦庄	2024年7月	2025年6月	2025年8月	15万辆/年
	北京亦庄	2025年6月拿地，成交价6.35亿，占地面积48.51万平方米，略小于一期二期			

资料来源：百度百科，华夏时报网，浙商证券研究所

小米是公司重要的潜力客户，可转债募集资金强化配套能力。2025年6月，公司发行可转债，募资总额5.2亿元，其中4.2亿元将用于廊坊振华全京申汽车零部件项目（投资总额6.5亿元），其他1亿元用于补充流动资金。高管钱犇及钱金祥分别持有可转债116.3及60.8万张，分别占总发行比例22.4%及11.7%。发行价格100元/张，发行数量52万手（520万张），转股期限为2025年12月至2031年6月，初始转股价格为31.98元/股。项目计划第二年（2026）完成建设，第三/四/五年达产率50%/80%/100%，核定产能50万台，完全达产后预计每年产生8.03亿元收入。

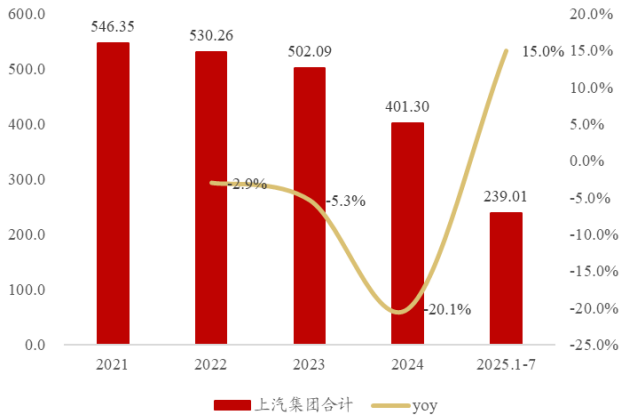
3.2 传统客户：深度绑定上汽，华为合作实现战略重要转变

公司成立以来深度绑定上汽集团。当前上汽集团客户收入占比是公司整体收入35%以上，基本盘受益于上汽集团销量增长。上汽端持续深化改革，加强与华为、宁德时代的合作，未来有多款值得期待的车型推向市场。公司为上汽通用及大众提供冲压零部件产品，为乘用车提供零部件及分拼产品。

- ① 上汽大众：上汽集团和大众合资经营，销售大众、奥迪、斯柯达三品牌，上汽大众品牌包括Polo、桑塔纳家族、朗逸家族等。
- ② 上汽通用：上汽和通用共同出资，旗下有别克、雪佛兰、凯迪拉克三大品牌。
- ③ 上汽乘用车：成立于2007年1月，已拥有荣威、MG两大品牌；荣威及MG均为出口品牌。

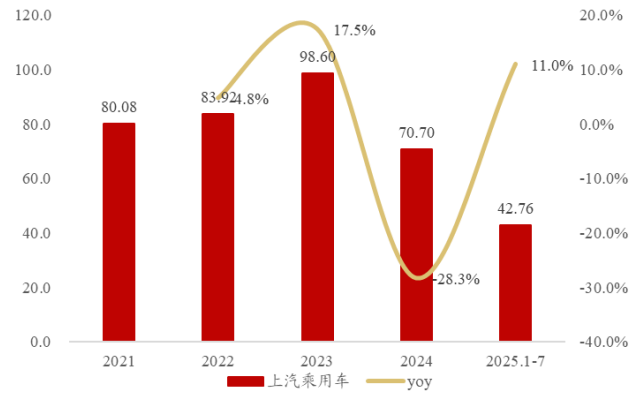
上汽集团2025年1-7月累计销售239万辆，同比增长15%。上汽自主（上汽乘用车累计43万辆，同比+11%，25年国内增速快）、新能源、海外市场不断加速。上汽混动技术优势渐显，DMH专用发动机热效率46.3%、续航里程超2200公里、百公里平均油耗2.49升。

图21: 上汽集团: 改革深化, 2025 年强劲复苏 (单位: 万辆)



资料来源: 上汽集团官网, 浙商证券研究所

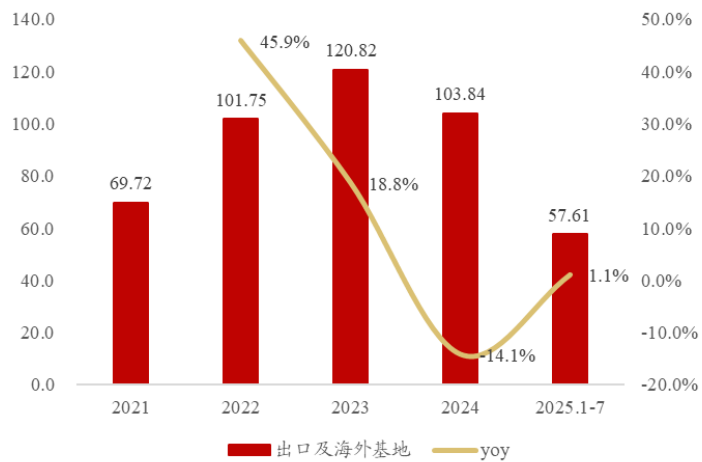
图22: 上汽乘用车: 内销、出口势头好 (单位: 万辆)



资料来源: 上汽集团官网, 浙商证券研究所

名爵产品力较强, 欧盟高关税政策下, 上汽出口表现好。欧洲政策方面, 欧盟于 2024 年 10 月对中国电动汽车加征关税, 其中上汽集团为 35.3%。2025 年前 7 月上汽集团累计出口 57.6 万辆, 同比增长 1.1%。名爵是出口主力, 分动力类型, 2024 年出口名爵车中燃油/混动/纯电/插混占比分别为 57%/20%/19%/4%。名爵符合欧洲主流市场审美, 产品力强, 同时以燃油车出口为主, 销量维持强劲态势。

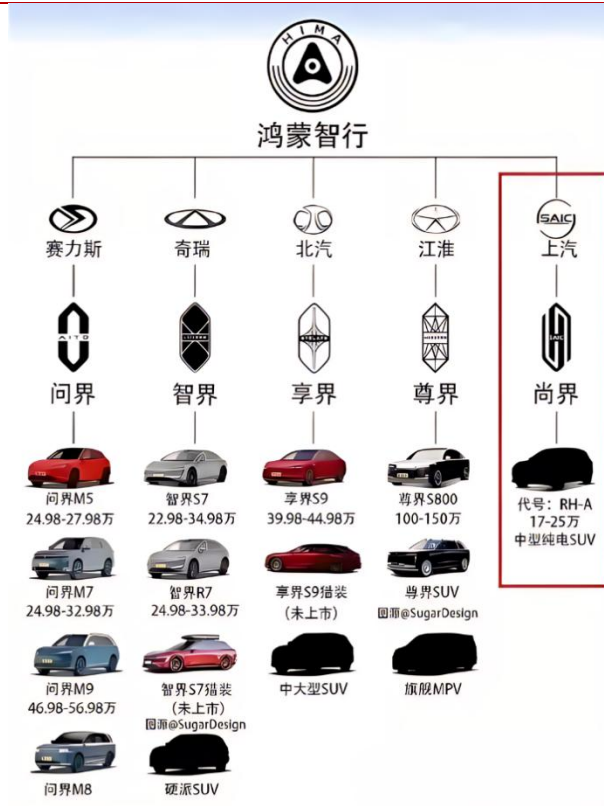
图23: 上汽出口: 25 年以来温和修复 (单位: 万辆)



资料来源: 上汽集团官网, 浙商证券研究所

华为智选车是中国新能源车重要一极, 凭借智驾及产品力, 具有极强市场竞争力。对于每一款合作车型, 华为都有相对清晰的产品定义和目标客群, 问界定位家用 SUV, 享界定位行政轿车, 尊界定位超高端轿车, 智界定位运动轿跑, 结合各家车企自身能力, 打造了属于中国新一代的智能电车。

图24：鸿蒙智行五界



资料来源：NEXT 科技情报站，浙商证券研究所

上汽制造基因及华为数字底座，构筑第五界尚界，同时也是鸿蒙智行最后一界。华为与上汽联合打造第五界尚界，采用华为智选车模式，双方在产品定义、造型设计、智舱智驾、生产制造、销售服务等全链路深度协同。上汽贡献成熟的供应链、制造体系及品质管控能力，华为则提供鸿蒙 OS 座舱、ADS 高阶智驾系统、智能网联技术等核心技术，形成“制造基因+数字基因”的双重护城河。上汽与华为 2 月签署全面合作协议，4 月项目首期投资 60 亿元，落地上海临港新片区。

如何理解上汽和华为的合作？

华为角度：华为从中高端做起，经济车型上汽成为合作选择。华为从中高价格带做起，凭借智驾和产品力稳住脚跟；对于华为来说，和上汽携手，是真正意义的强强联合，上汽具有良好的产品定义能力及造车优势。上汽集团拥有 70 年造车底蕴、近 1 亿用户基础及百万级海外销量，自身的优势在于主流畅销车型。**上汽角度：**上汽和华为合作，主要学习产品定义及营销理念。在销售方面，和华为学习营销模式和理念，有望帮助上汽深化改革。

20 万元 SUV 市场：大众用车价格带，市场容量大。常年主流品牌为大众途观、丰田荣放、本田 CRV、哈弗 H6、比亚迪宋等，国民化、销量高。整体科技力有限。尚界 H5 有望搭载最新 ADS 4.0 系统，受益于华为智驾赋能。

产品定义: 根据工信部数据, 尚界 H5 定位中型 SUV, 车长 4780mm, 车高 1664mm, 车宽 1910mm, 轴距 2840mm。提供纯电和增程两种可选动力类型, 仅支持单电机。**造型设计:** 延续上汽车身线条圆润流畅特点, 优雅灵动, 与飞凡 RC7 设计风格有所相似。

图25: 尚界 H5 工信部图片

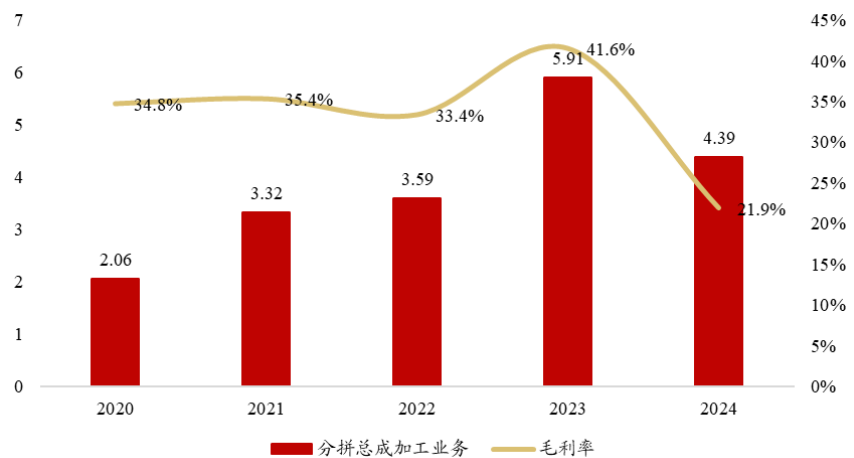


资料来源: 每人 Auto, 浙商证券研究所

3.3 盈利弹性可期: 分拼业务规模效应明显, 原材料价格企稳

分拼总成加工业务来源于原整车制造商的车身焊接车间, 整车服务商委外加工, 服务商收取制造费用。公司抓住整车降本需求, 2017 年向上汽拓展分品总成业务, 独供上汽的郑州及宁德工厂。

图26: 分拼总成加工业务: 收入及盈利性 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

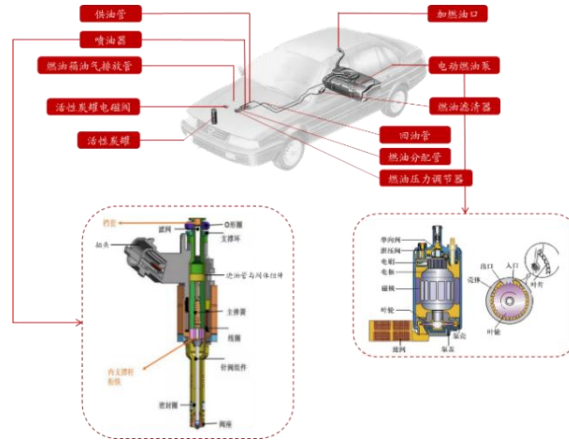
分拼业务规模效应明显。分拼总成加工业务成本主要为制造费用, 近年占比在 65%左右, 主要为辅助生产人员薪酬和折旧, 有较强的规模效应。2023/2024 年该部分业务收入分

别为 5.91/4.39 亿元，其中制造费用分别为 2.31/2.44 亿元。随上汽乘用车放量，分拼总成规模效应带来的盈利弹性可以期待。

4 电镀业务：合作尖端客户，功率半导体空间大

电镀是先进制造四大基础工艺之一。电镀工艺利用电解原理在金属表面镀上一层金属或合金，防止器件腐蚀及氧化等。公司通过 2022 年收购的子公司无锡开祥布局选择性精密电镀业务。为高压喷油器及高压燃油泵零部件（发动机零部件）提供镀铬加工服务，可以实现精确位置镀铬，从而指定膜厚分布与表面形貌。

图27： 发动机燃油供给（喷射）系统中喷油器及燃油泵结构




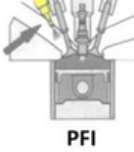
资料来源：爱卡汽车网，百度百科，浙商证券研究所

电喷系统控制发动机供油并优化其燃烧过程。汽车电喷系统控制喷油器喷油量，确保发动机在不同工况下均可获得最佳空气燃料比例。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。中国喷油器主要供应商有博世、大陆集团、电装等。

高压电喷系统：渗透率提升，市场集中度提高。无锡开祥产品全部应用于缸内直喷（GDI）车型的高压电喷系统中，优势方面，相较于原先的进气管喷射系统（PFI），燃油的使用效率更高、控制精度更好，能够达到降耗减排的目的。

高压电喷系统主要运用于缸内直喷发动机，一般整车厂缸内直喷与涡轮增压技术同步运用。缸内直喷（GDI）与进气管喷射（PFI）的主要区别在于汽油喷射的位置不同。PFI的汽油电控喷射系统将汽油喷入进气歧管内，与空气混合成混合气后再通过进气门进入气缸燃烧室内被点燃作功；而 GDI 是将汽油直接喷注在气缸燃烧室内。GDI 燃油的使用效率更高，达到降耗减排的目的，是未来的产业趋势。

图28: 缸内直喷 (GDI) 与进气管喷射 (PFI)

项目	汽油缸内直喷系统 (GDI)	进气管喷射系统 (PFI)
图示	 GDI	 PFI
喷油方式	缸内直喷	进气管喷射 (低压多点电喷)
混合气形成	均质混合气或分层稀薄混合气	均质混合气
空燃比范围	12-50, 甚至更高	化学计量比 14.7
充气效率	较高	一般
压缩比	10-14	7-10
动力性	GDI 比 PFI 发动机提高功率约 10%	
经济性	GDI 比 PFI 发动机节约油约 20%	
排放	GDI 比 PFI 发动机减少碳排放约 20%	
控制精度和响应速度	控制精度高、响应速度快	稳态工况好, 过渡和冷启动较差
优化潜力	可全方位优化	进气管及燃烧的局部优化

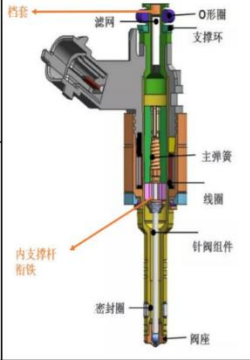

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

预计未来, 缸内直喷和涡轮增压技术的渗透率将持续提升。根据工信部装备工业发展中心发布的《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法实施情况年度报告 (2022 年) 》, 2016 年以来, 涡轮增压和缸内直喷技术搭载率稳步提升, 逐渐成为汽油乘用车主要节能技术, 2021 年缸内直喷搭载率为 69%, 涡轮增压+缸内直喷技术搭载率为 57%。

新能源汽车中, 插电式混合动力汽车和增程式动力汽车等仍需使用高压电喷系统, 纯电动汽车不使用该系统。目前, 插电式混合动力汽车和增程式动力汽车等在国内市场仍有一定的市场份额且保持较快增长。

公司电镀业务客户为联合电子及其 Tier1 供应商无锡威孚和海瑞恩, 终端客户为上汽通用、上汽大众、比亚迪、上汽乘用车、长城汽车、吉利汽车等。2012 年, 初步接触, 联合电子在国内寻找高压电喷系统零件镀铬业务的合作伙伴; 2014 年, 样件获得德国博世审核通过, 无锡开祥制生产线、准备量产工作; 2016 年, 正式量产供货; 2018 年, 参与完成满足国六标准的博世新一代高压喷油器全球同步研发, 无锡开祥目前为联合电子在该领域国内唯一的合格供应商。

图29: 公司电镀业务加工产品

零件分类	主要用途	具体加工零部件	主要用途
电镀加工	 <p>高压喷油器通电时电线圈产生磁力, 将针阀组件吸起, 选而喷油。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</p>	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
		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)	 <p>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 向油路输出, 从而提高燃油喷射压力</p>	MSV铁芯	MSV 铁芯与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
		MSV衔铁	

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

IGBT 及 SIC 为代表的功率半导体在新能源汽车中应用广泛, 电镀技术在 IGBT 及 SIC 领域仍为蓝海市场。2024 年 5 月, 无锡开祥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。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。IGBT 作为一种新型功率半导体器件, 在新能源汽车中, 主要应用于电驱系统(主逆变器)、车载电源、热管理系统; SIC 优势为耐高压、耐高温、能量损耗低、功率密度高等, 实现小型化、轻量化, 有望受益于 800V 快充技术应用(简化内部电路、提高充电效率)。

2023/2024 年无锡开祥实现营收 1.5/1.8 亿元, 实现净利润 0.9/1.1 亿元。收入端增长稳健, 盈利能力维持高位。

图30: 无锡开祥收入及净利润情况

	收入(亿元)	净利润(亿元)	净利润同比增长%	净利率
2023	1.5	0.9		59%
2024	1.8	1.1	19%	60%

资料来源: wind, 浙商证券研究所

5 盈利预测

冲压件: 公司冲压件客户主要为特斯拉、小米、理想, 小米为销量潜力大客户, 公司实现深度配套, 未来有望受益于销量上行; 盈利性方面, 原材料价格端企稳, 规模效应带动毛利率上行; 收入端增速 25-27 年 41.53%/34.06%/14.26%。

分拼总成: 公司为上汽乘用车提供分拼总成包装服务, 出口及尚界的销量扩张有望带动收入端及利润端上行, 同时利润弹性大。预计收入端增速 25-27 年 36.36%/20.00%/25.00%, 毛利率 32.9%/35.2%/37.8%。

电镀业务: 2024年, 公司该部分业务主要收入来自于电喷系统, 预计后续功率半导体打开成长空间; 盈利性方面, 该业务盈利性较高, 预计后续有望维持高位; 预计收入端增速 25-27年 25.00%/38.58%/37.13%, 毛利率 74.0%/65.9%/61.1%。

模具业务: 公司已实现单冲模(单一冲压操作, 冲孔/落料/弯曲/拉伸)、多工位模和级进模(集成多个工位完成不同冲压操作)的开发设计、制造加工、销售和服务一体化。随冲压件的需求量增加, 模具销量有望稳步提升, 毛利率保持稳定; 预计收入端增速 25-27年 25.00%/22.00%/20.00%, 毛利率 13.0%/13.5%/13.4%。

表2: 无锡振华盈利预测

业务	类型	2024A	2025E	2026E	2027E
冲压件	营业收入(亿元)	14.80	20.95	28.08	32.08
	YOY	16.35%	41.53%	34.06%	14.26%
	营业成本	12.32	17.33	23.16	26.42
	毛利率	16.8%	17.3%	17.5%	17.7%
	业务占比	58.5%	61.1%	63.3%	61.3%
分拼总成	营业收入	4.40	6.00	7.20	9.00
	YOY	-25.55%	36.36%	20.00%	25.00%
	营业成本	3.44	4.03	4.67	5.60
	毛利率	21.9%	32.9%	35.2%	37.8%
	业务占比	17.4%	17.5%	16.2%	17.2%
电镀业务	营业收入	1.80	2.25	3.12	4.28
	YOY	17.65%	25.00%	38.58%	37.13%
	营业成本	0.35	0.59	1.06	1.66
	毛利率	80.5%	74.0%	65.9%	61.1%
	业务占比	7.1%	6.6%	7.0%	8.2%
模具业务	营业收入	2.91	3.64	4.44	5.33
	YOY	127.34%	25.0%	22.0%	20.0%
	营业成本	2.54	3.16	3.84	4.61
	毛利率	12.59%	13.0%	13.5%	13.4%
	业务占比	11.5%	10.6%	10.0%	10.2%
其他业务	营业收入	1.40	1.47	1.54	1.62
	YOY	-19.08%	5.0%	5.0%	5.0%
	营业成本	0.09	0.22	0.23	0.24
	毛利率	93.75%	85.0%	85.0%	85.0%
	业务占比	5.5%	4.3%	3.5%	3.1%
合计	营业总收入	25.31	34.30	44.38	52.31
	YOY	9.2%	35.5%	29.4%	17.9%
	营业总成本	18.74	25.33	32.95	38.54
	毛利率	26.0%	26.2%	25.7%	26.3%

资料来源: wind, 浙商证券研究所

公司深耕冲压行业，客户好、成本控制能力优秀，同时新业务成长潜力大，有望受益于中国电车格局的更迭，及配置持续提升。预计公司 2025-2027 年收入分别为 34.3/44.4/52.3 亿元，分别同比+35.5%/29.4%/17.9%；归母净利润分别为 5.1/6.5/7.9 亿元，分别同比+35.7%/26.6%/21.2%；PE 分别为 16.1/12.7/10.5X。选取同样经营汽车冲压及轻量化业务的瑞鹤模具、祥鑫科技、华达科技作为可比公司，2025-2027 年平均 PE 为 27、21、17 倍。首次覆盖，给予买入评级。

表3: 可比公司估值

代码	公司名称	现价	EPS (元/股)			PE		
		2025/8/5	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002965.SZ	祥鑫科技	41.88	1.75	2.13	2.63	23.94	19.66	15.94
002997.SZ	瑞鹤模具	40.05	2.15	2.71	3.33	18.65	14.78	12.03
603358.SH	华达科技	37.73	1.01	1.28	1.61	37.50	29.51	23.48
	可比公司平均		1.63	2.04	2.52	26.70	21.32	17.15
605319.SH	无锡振华	32.94	2.05	2.60	3.14	16.07	12.69	10.48

资料来源：可比公司盈利预测来自 wind，浙商证券研究所

6 风险提示

核心客户销量不及预期：公司客户结构相对集中，存在核心客户销量不及预期风险；

原材料价格波动：上游原材料价格上涨，公司成本承压，毛利率承压；

关税影响下游客户销量：核心客户上汽乘用车存在出口敞口，如果关税政策压力大，可能影响下游销量；

分拼总成业务盈利性不及预期风险：若分品总成业务产能利用率不及预期，可能毛利率不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2301	3090	4515	5783
现金	184	498	1058	1662
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1485	1962	2657	3191
其它应收款	2	3	4	4
预付账款	56	89	114	128
存货	291	393	512	598
其他	281	146	170	199
非流动资产	2552	2568	2544	2487
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1904	1929	1924	1877
无形资产	267	306	347	388
在建工程	205	189	152	140
其他	176	144	120	82
资产总计	4853	5658	7058	8270
流动负债	2316	2577	3325	3753
短期借款	731	460	468	522
应付款项	1437	1959	2646	3009
预收账款	0	0	0	0
其他	148	157	210	221
非流动负债	101	102	106	103
长期借款	10	10	10	10
其他	91	93	96	93
负债合计	2417	2679	3431	3856
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2436	2979	3628	4414
负债和股东权益	4853	5658	7058	8270

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	469	949	912	913
净利润	378	513	649	786
折旧摊销	271	329	365	395
财务费用	25	14	(1)	(15)
投资损失	1	0	0	0
营运资金变动	(256)	186	13	(185)
其它	51	(92)	(114)	(68)
投资活动现金流	(470)	(377)	(364)	(377)
资本支出	(137)	(264)	(247)	(264)
长期投资	0	0	0	0
其他	(333)	(113)	(117)	(113)
筹资活动现金流	(51)	(259)	12	68
短期借款	150	(270)	8	54
长期借款	(17)	0	0	0
其他	(184)	11	4	14
现金净增加额	(52)	314	560	604

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2531	3430	4438	5231
营业成本	1876	2532	3295	3854
营业税金及附加	28	39	50	60
营业费用	3	4	5	6
管理费用	95	127	173	216
研发费用	63	83	122	155
财务费用	25	14	(1)	(15)
资产减值损失	(9)	(22)	(22)	(18)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(1)	(0)	(0)	(0)
其他经营收益	22	20	21	22
营业利润	453	629	793	959
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	454	629	793	959
所得税	76	116	144	173
净利润	378	513	649	786
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	378	513	649	786
EBITDA	745	971	1155	1338
EPS (最新摊薄)	1.51	2.05	2.60	3.14

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	9.23%	35.54%	29.39%	17.86%
营业利润	30.55%	38.69%	26.06%	20.97%
归属母公司净利润	36.30%	35.68%	26.58%	21.16%
获利能力				
毛利率	25.87%	26.17%	25.75%	26.33%
净利率	14.93%	14.95%	14.62%	15.03%
ROE	16.35%	18.94%	19.65%	19.56%
ROIC	12.36%	15.09%	15.66%	15.56%
偿债能力				
资产负债率	49.80%	47.35%	48.60%	46.62%
净负债比率	31.16%	17.86%	14.26%	14.07%
流动比率	0.99	1.20	1.36	1.54
速动比率	0.87	1.05	1.20	1.38
营运能力				
总资产周转率	0.54	0.65	0.70	0.68
应收账款周转率	1.69	2.01	1.95	1.83
应付账款周转率	1.36	1.61	1.51	1.46
每股指标(元)				
每股收益	1.51	2.05	2.60	3.14
每股经营现金	1.88	3.80	3.65	3.65
每股净资产	9.74	11.91	14.51	17.65
估值比率				
P/E	21.80	16.07	12.69	10.48
P/B	3.38	2.77	2.27	1.87
EV/EBITDA	7.84	8.47	6.65	5.33

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>