

## 无锡振华（605319.SH）

## 冲压分拼伴随核心客户成长，精密电镀启动新增量

优于大市

## 核心观点

**四大业务板块架构清晰，掌握优质客户资源。**无锡振华深耕汽车零部件业务三十余年，已构建起冲压零部件、模具、分拼总成加工和精密电镀四大业务板块。公司2024年全年营收25.31亿元，2025年上半年营收12.87亿元；2023年毛利率回升，2025年上半年毛利率增长至29.04%。公司客户资源优质且基本盘稳固，深度合作上汽集团；为顺应汽车电动化趋势，积极拓展新势力客户，成功进入特斯拉、理想汽车及小米汽车等车企供应链。公司2023年完成收购无锡开祥，布局精密电镀业务，目前正在切入功率半导体领域。

**冲压及分拼业务受益于核心客户的复苏与成长。**公司冲压零部件生产能力与技术优势显著，通过模具自研自产，打通冲压产业链。核心客户上汽处于复苏中，尚界有望带来新的自主品牌增量；开拓小米汽车、特斯拉、理想汽车等新能源客户，公司多区域布局产能，以应对未来客户的需求；公司的产品、服务获得客户信任，随着重要新能源车客户的新品和改款发布，公司有望持续提升在核心客户端的收入规模。公司分拼总成加工业务主要客户为上汽乘用车，主要服务其旗下名爵、荣威、智己等品牌；分拼总成加工业务受益于自主品牌崛起的大趋势。

**精密电镀业务开启第二增长极，新增功率半导体相关业务。**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。公司是联合电子在精密电镀领域的国内核心供应商，自2014年样件通过博世审核后，2016年开始正式量产供货，2018年参与完成博世新一代高压喷油器的全球同步研发。2021-2024年，公司精密电镀件销量从7,166万件增长至12,221万件，毛利率高达80%。此外，公司投资建设车用功率半导体组件项目，已于2024年8月取得投资项目备案证，2025年2月获得环评批复。公司已取得上汽英飞凌功率半导体电镀底板产品的定点通知，业务稳步推进中。车载功率半导体相关业务，有望给公司带来新的增长空间。

**盈利预测与估值：**预计2025-2027年，公司营业收入分别为31.02/40.24/47.57亿元，归母净利润分别为5.01/6.26/7.37亿元，同比增速分别为32.5%/24.9%/17.8%；对应EPS分别为1.43/1.79/2.11元（公司股本在2025年增加），对应PE分别为15.8/12.6/10.7倍。采用分部估值法，预计2026年公司合理市值区间为96.99-110.93亿元。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

**风险提示：**传统业务经营的风险、新业务展业受阻的风险；核心客户的经营风险；竞争加剧、客户集中度高的风险等。

## 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,317	2,531	3,102	4,024	4,757
(+/-%)	32.7%	9.2%	22.6%	29.7%	18.2%
归母净利润(百万元)	277	378	501	626	737
(+/-%)	242.6%	36.3%	32.5%	24.9%	17.8%
每股收益(元)	0.79	1.08	1.43	1.79	2.11
EBIT Margin	16.5%	18.4%	20.6%	19.5%	19.3%
净资产收益率(ROE)	12.7%	15.5%	18.2%	19.8%	20.4%
市盈率(PE)	28.5	20.9	15.8	12.6	10.7
EV/EBITDA	18.6	15.3	12.3	10.9	9.8
市净率(PB)	3.62	3.25	2.88	2.50	2.18

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·深度报告

## 汽车·汽车零部件

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

证券分析师：贾济恺

021-61761026

jiajikai@guosen.com.cn

S0980524090004

## 基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	27.71 - 31.69 元
收盘价	22.30 元
总市值/流通市值	7807/6703 百万元
52 周最高价/最低价	28.45/13.89 元
近 3 个月日均成交额	192.66 百万元

## 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 相关研究报告

## 内容目录

公司冲压分拼客户优质，精密电镀盈利强劲 .....	6
无锡振华立足冲压零部件，多业务并进 .....	6
公司营收与盈利能力稳步提升 .....	9
冲压及分拼业务：受益于客户的复苏与成长 .....	13
冲压、分拼是汽车制造中的重要环节 .....	13
上汽集团：整体销量复苏，尚界开启自主新增量 .....	18
小米汽车：高速增长期，公司多产能适配客户需求 .....	21
特斯拉&理想汽车：客户产品迭代，公司有望提升营收 .....	25
精密电镀：利润率高，进军功率半导体领域 .....	27
电镀行业下游应用广 .....	27
公司精密电镀的存量业务背靠博世，用于电喷系统 .....	29
无锡开祥新增功率半导体相关业务，打开增长空间 .....	31
盈利预测 .....	34
假设前提 .....	34
未来 3 年业绩预测 .....	36
盈利预测情景分析 .....	37
估值与投资建议 .....	38
投资建议 .....	40
风险提示 .....	41
附表：财务预测与估值 .....	43

## 图表目录

图 1: 无锡振华历史沿革	6
图 2: 公司股东结构和重要子公司	6
图 3: 公司冲压业务产品	7
图 4: 公司分拼业务产品	7
图 5: 公司精密电镀业务产品	8
图 6: 公司模具业务产品	8
图 7: 公司主要客户	9
图 8: 公司近年营收（亿元）	9
图 9: 公司近年季度营收（亿元）	9
图 10: 公司近年归母净利润（亿元）	10
图 11: 公司近年季度归母净利润（亿元）	10
图 12: 公司近年毛利率/净利润率	10
图 13: 公司近年季度毛利率/净利润率	10
图 14: 公司近年期间费用（亿元）	11
图 15: 公司近年期间费用率	11
图 16: 公司近年各业务营收（亿元）	12
图 17: 公司 2025H1 各业务营收占比	12
图 18: 公司近年各业务毛利率	12
图 19: 公司 2025H1 各业务毛利占比	12
图 20: 冲压焊接是汽车制造中的重要环节	13
图 21: 代表公司冲压或冲压为主的零部件业务营收（亿元）	14
图 22: 代表公司冲压或冲压为主的零部件业务毛利率	14
图 23: 代表公司冲压或冲压为主的零部件整体营收（亿元）	15
图 24: 代表公司冲压或冲压为主的零部件整体毛利率	15
图 25: 公司冲压产线及设备储备丰富	15
图 26: 公司冲压业务各环节流程	16
图 27: 公司分拼业务产线	16
图 28: 公司分拼业务配套上汽自主品牌乘用车	17
图 29: 上汽自主品牌产量（万辆）	17
图 30: 公司分拼业务营收/上汽自主品牌乘用车产量（元）	17
图 31: 上汽系与公司在冲压/分拼领域合作情况	18
图 32: 上汽重要板块年度销量（万辆）	19
图 33: 上汽系新能源与出海销量（万辆）	19
图 34: 上汽三大板块月度销量走势（万辆）	19
图 35: 尚界 H5 发布	20
图 36: 尚界 H5 外观	20
图 37: 尚界 H5 空间、内饰	20

图 38: 尚界 H5 三电配置 .....	21
图 39: 小米 Yu7 上市后的定和大和锁单 .....	21
图 40: 小米汽车交付数据 (辆) .....	22
图 41: 国内 20-40 万元 SUV 零售销量 (万辆) .....	22
图 42: 国内 20-40 万元 SUV 能源形式结构 (万辆) .....	23
图 43: 小米汽车当前在武汉、上海有生产端招聘需求 .....	24
图 44: 武汉振华恒升祥 .....	25
图 45: 廊坊振华全京申 .....	25
图 46: 特斯拉中国批发销量以及公司在特斯拉的平均单车收入 .....	25
图 47: 2025 款特斯拉 MY 改款全轮长续航版 .....	26
图 48: 2026 款特斯拉 Model YL .....	26
图 49: 理想汽车批发销量以及公司在理想的平均单车收入 .....	26
图 50: 理想 i8 .....	27
图 51: 理想 i6 .....	27
图 52: 2019-2024 我国电镀行业规模及同比增速 (亿元) .....	27
图 53: 2024 年电镀行业下游领域市场占比 .....	28
图 54: 电镀在汽车中的应用 .....	28
图 55: 无锡开祥电镀工艺流程 .....	29
图 56: 汽车发动机高压喷油器、高压燃油泵 .....	29
图 57: 2019-2024 国内电喷系统行业规模 (亿元) .....	30
图 58: 博世 Motronic 电控系统构成框图 .....	30
图 59: 德尔福 Multec 系统结构图 .....	30
图 60: 公司精密电镀件销售及单价情况 .....	31
图 61: 世界 IGBT 市场规模预测趋势 (亿美元) .....	32
图 62: 中国 IGBT 市场规模预测趋势 (亿元) .....	32
图 63: 世界 SiC 市场规模预测趋势 (亿美元) .....	32
图 64: SiC 在全球功率半导体中的渗透率 .....	32
图 65: 英飞凌无锡工厂 .....	33

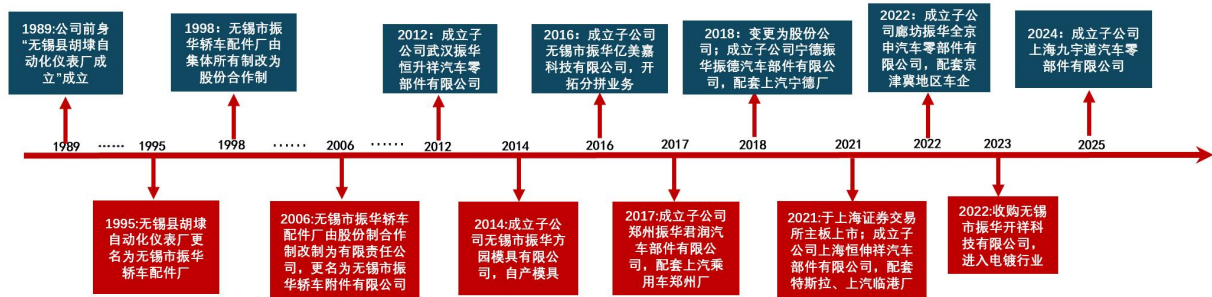
表1：公司各项业务营收及毛利（亿元） .....	11
表2：公司前五大客户营收贡献及占比（万元） .....	13
表3：我国冲压零部件市场规模测算 .....	14
表4：2024 年 20-40 万元 SUV 市场品牌市占率与车型市占率排名（万辆） .....	23
表5：公司冲压业务营收与测算(亿元) .....	34
表6：黄山谷捷核心业务“铜针式散热基板”近年营收及毛利（亿元） .....	35
表7：公司营收拆分与测算(亿元) .....	35
表8：公司期间费用率预测 .....	36
表9：未来 3 年盈利预测表（百万元） .....	36
表10：情景分析（乐观、中性、悲观） .....	37
表11：公司传统业务和精密电镀业务净利润分部拆分与预测（亿元） .....	38
表12：公司传统业务部分可比公司预测及估值 .....	39
表13：公司传统业务部分可比公司 TTM 估值 .....	39
表14：公司无锡开祥业务可比公司预测与估值（亿元） .....	39

## 公司冲压分拼客户优质，精密电镀盈利强劲

### 无锡振华立足冲压零部件，多业务并进

公司深耕汽车冲压零部件行业，多项业务并进。无锡振华起源于 1989 年设立的校办企业，前身是“无锡县胡埭自动化仪表厂”，1995 年转型为汽车冲压零部件供应商并更名为无锡市振华轿车配件厂。1998 年由集体所有制改为股份合作制后，钱金祥成为公司的最大股东。2017 年，公司成功开拓了毛利率更高的分拼总成加工业务，并于 2022 年收购无锡开祥，进军电镀业务，打造了增长新动能。目前，公司经营活动分为四大业务板块：冲压零部件、模具、分拼总成加工、精密电镀，盈利能力不断提高。

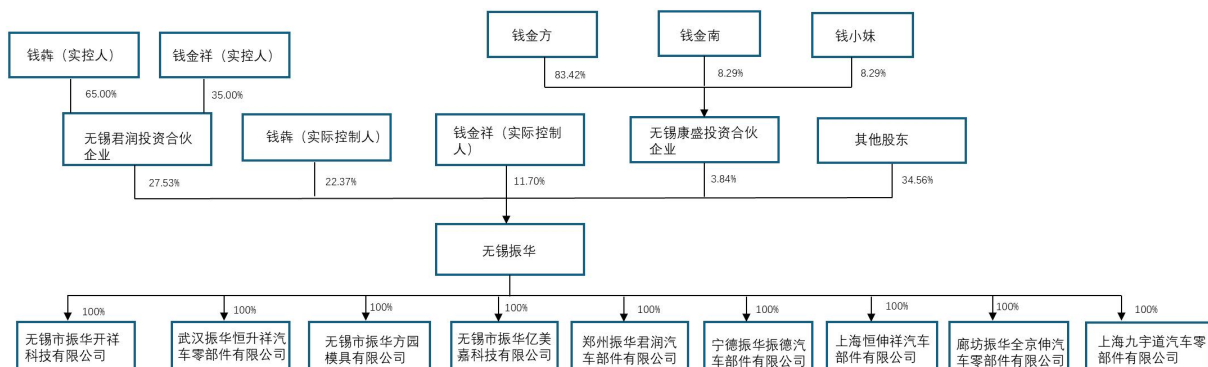
图1：无锡振华历史沿革



资料来源：无锡振华官网，国信证券经济研究所

公司实控人为钱金祥、钱犇父子，股权结构集中稳固。截至 2025 年中报，钱金祥、钱犇合计持有公司 61.60% 的股权，其中直接持股比例为 34.07%，通过无锡君润间接持股 27.53%。钱金祥现任董事长，钱犇现任总经理。这种稳固的控股模式保证了公司战略的稳定性和决策效率。

图2：公司股东结构和重要子公司



资料来源：公司 2025 中报，国信证券经济研究所

公司构筑四大业务板块，产品矩阵多元化。公司深耕汽车零部件领域三十余年，已构建起多元化、协同发展的产品矩阵，在冲压零部件、分拼总成加工服务、精密电镀和模具设计制造等产品领域积累了核心技术优势，成为了诸多一线汽车品



牌的优质供应商。

公司主要业务来自于冲压零部件产品。公司的冲压业务拥有超过 3,500 种产品，覆盖车身、底盘、动力总成及电子电器等关键部位，其中部分零部件专为新能源车型使用。2025 年上半年，冲压零部件业务同比增长 41.08%，在“传统业务智能化+新能源业务规模化”的双轮驱动模式中，与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。

图3：公司冲压业务产品



资料来源：公司官网，公司可转债募集说明书，国信证券经济研究所

公司分拼总成加工业务加工零部件涉及 500 余种，包括 AB 柱框架加强板总成、中央通道总成、尾灯安装框架总成等。整车制造商生产车间一般分为冲压、车身焊接、涂装、总装四大工艺车间，分拼总成加工业务来源于原整车制造商的车身焊接车间。公司分拼总成加工业务主要为上汽乘用车郑州工厂和宁德工厂提供服务。

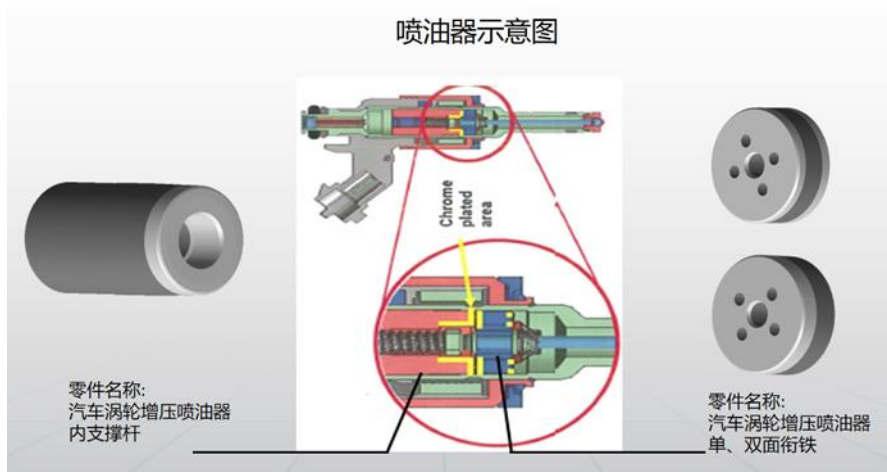
图4：公司分拼业务产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所

公司通过收购无锡开祥切入选择性精密电镀业务。该业务板块主要专注于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，在客户指定的零部件关键部位进行精密镀铬，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。目前，无锡开祥正在切入车载功率半导体相关的精密电镀业务。

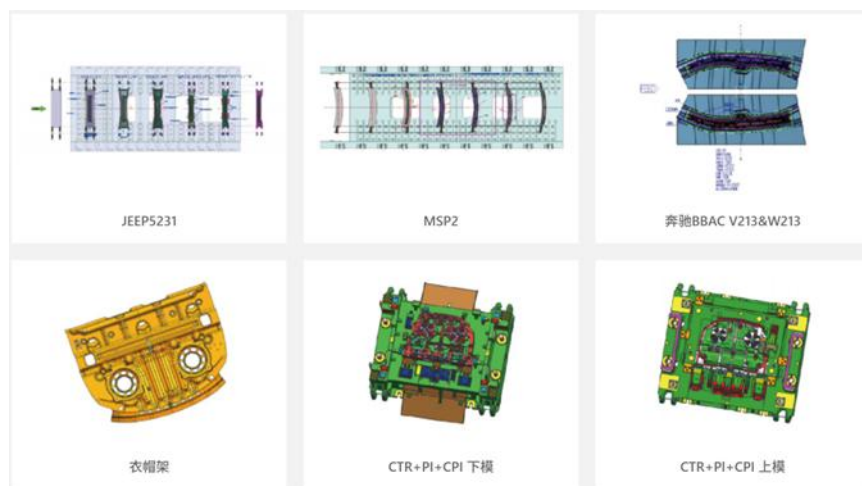
图5：公司精密电镀业务产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所

公司的汽车冲压模具业务与冲压零部件业务紧密关联，为客户提供从模具开发到零部件生产的全流程解决方案。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上汽大众、上汽通用及上汽乘用车等客户。

图6：公司模具业务产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所

公司核心客户基本盘稳健，和优质新能源客户和优质 Tier1 客户合作良好。在汽车零部件冲焊及分拼业务方面深度绑定上汽集团，同时凭借八大生产基地的区位优势，敏锐把握产业变革机遇，将客户矩阵拓展至特斯拉、理想汽车及小米汽车等新能源客户。子公司无锡开祥是联合电子（博世）在精密镀铬工艺领域的国内



唯一合格供应商，并于 2024 年下半年开拓新客户上汽英飞凌并获相应功率半导体电镀底板产品定点，为未来打开了全新的成长天花板。

图7：公司主要客户

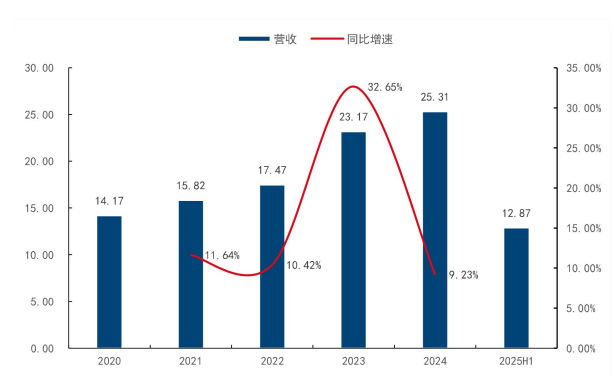


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所

## 公司营收与盈利能力稳步提升

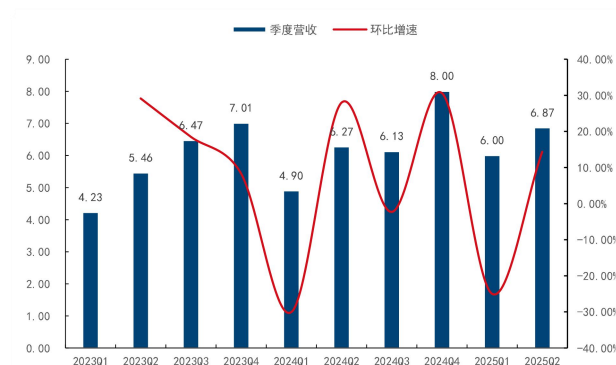
**公司营收连续增长。**2023 年增长显著，营收同比+32.7%，主要原因在于下游客户需求增长。公司最大客户上汽乘用车出口量增长迅速，特斯拉、理想等车型放量，共同推动 2023 年全年利润增长。2024 年，公司营收持续增长，全年达到了 25.31 亿元。2025Q2，公司实现收入 6.87 亿元，同比+9.49%，有望进入新一轮增长周期。

图8：公司近年营收（亿元）



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所

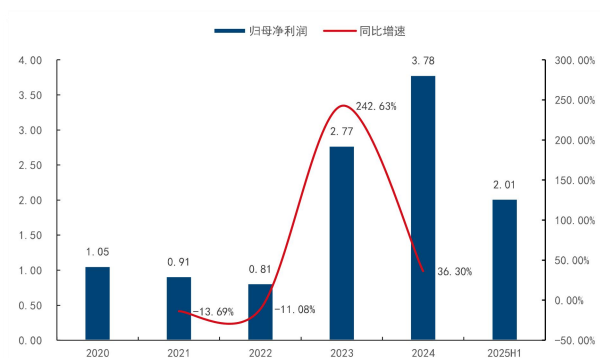
图9：公司近年季度营收（亿元）



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所

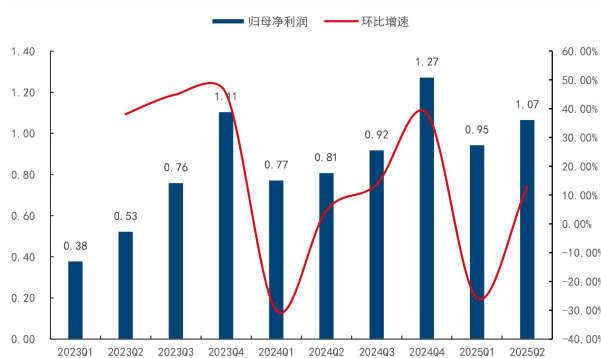
**公司净利润在 2023 年出现拐点，今年保持稳步增长。**2020-2022 年，受制于冲压零部件业务原材料价格上涨等因素，毛利率持续处于低位。但随着原材料价格回落以及客户结构调整，2023 年归母净利润同比增长 242.6%至 2.77 亿元，2023 年钢、铝等主要原材料价格同比明显下降，公司冲压零部件业务盈利改善；2024 年公司全年归母净利润 3.78 亿元，同比增速超 36%。季度归母净利润呈现周期性递进变化，且较去年同期都有所增长。2025Q2，实现归母净利润 1.07 亿元，同比增长 12.98%，较去年同期实现收入、利润双增长。

图10: 公司近年归母净利润（亿元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

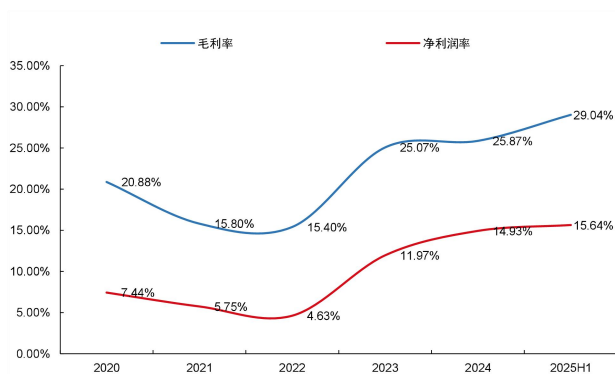
图11: 公司近年季度归母净利润（亿元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

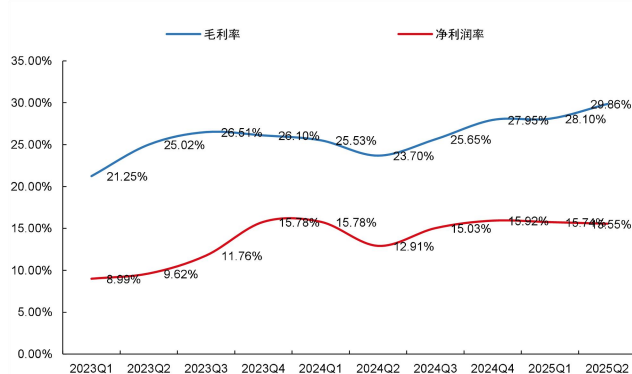
**公司盈利能力从 2023 年至今持续提升。**公司 2021 - 2022 年毛利率承压，2023 年起明显回升，2025H1 进一步提升至 29.04%，反映产品结构优化与成本控制见效。净利率与毛利率同步改善，2024Q1 突破 15%，盈利能力显著增强；2024 年全年毛利率达 25.87%，净利润率达到了 14.93%。2025H1 公司单季度毛利率达 29.04%，主要受益于新项目更高的盈利性，净利润率达到了 15.64%。

图12: 公司近年毛利率/净利润率



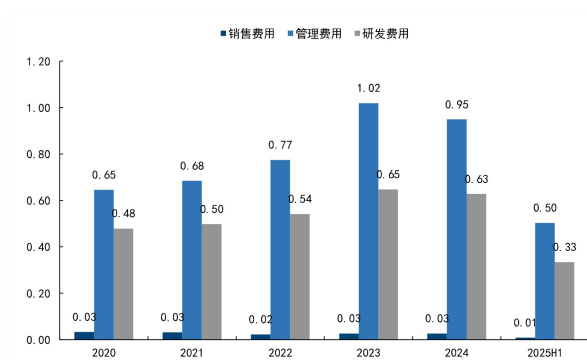
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图13: 公司近年季度毛利率/净利润率

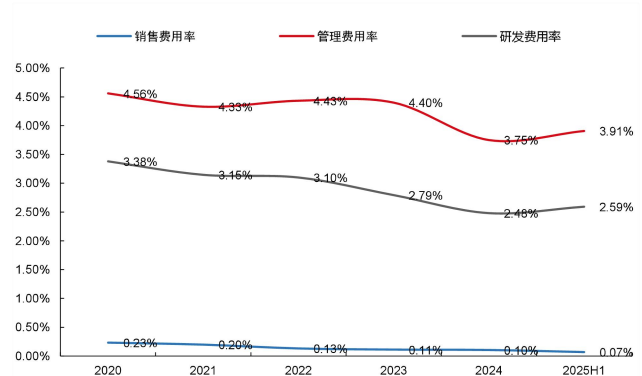


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

**公司费用管控能力强，近年来期间费用率下降。**在费用端，公司的销售费用率维持在低水平，始终保持在 1% 以下；管理费用率基本稳定，总体呈下降趋势，由 2020 年 4.56% 下降至 2025 年 H1 的 3.91%；研发费用率小幅下降，由 2020 年 3.38% 下降至 2025 年 H1 的 2.59%，但仍保持投入。整体费用控制良好，随着规模效应提升，公司费用管控持续优化。

**图14: 公司近年期间费用（亿元）**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

**图15: 公司近年期间费用率**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

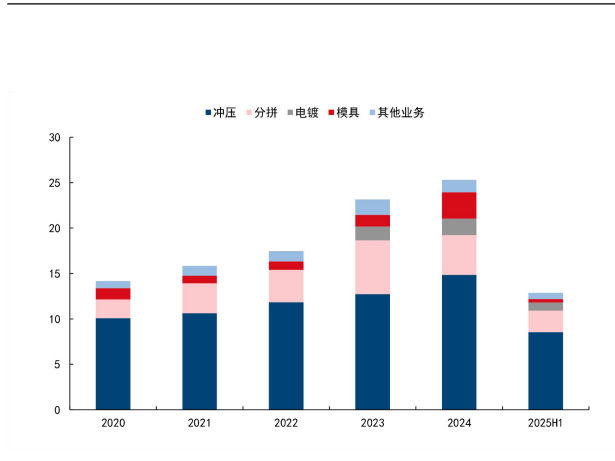
随着公司业务品类逐渐扩张，新业务带来新增长。2020-2024 年，公司冲压零部件业务占据主导地位，但呈现占比下降趋势；分拼总成加工业务及模具业务占比逐年提升，2025 年 H1 分拼总成加工业务收入占比 18.41%，模具业务营收占比 3.03%；电镀业务营收逐年上升，开启公司第二增长极。

**表1: 公司各项业务营收及毛利（亿元）**

营收						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
冲压	10.08	10.61	11.82	12.72	14.84	8.54
分拼	2.06	3.32	3.59	5.91	4.39	2.37
电镀				1.53	1.8	0.89
模具	1.23	0.82	0.92	1.28	2.91	0.39
其他业务	0.8	1.07	1.13	1.72	1.37	0.68
毛利						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
冲压	1.26	0.26	0.4	1.09	2.49	1.73
分拼	0.72	1.17	1.2	2.46	0.96	0.57
电镀				1.22	1.45	0.69
模具	0.26	0.09	0.09	0.05	0.37	0.07
其他业务	0.72	0.98	1	0.99	1.28	0.67
毛利率						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
冲压	12.50%	2.45%	3.38%	8.57%	16.78%	20.26%
分拼	34.95%	35.24%	33.43%	41.62%	21.87%	24.05%
电镀				79.74%	80.56%	77.53%
模具	21.14%	10.98%	9.78%	3.91%	12.71%	17.95%
其他业务	90.00%	91.59%	88.50%	57.56%	93.43%	98.53%

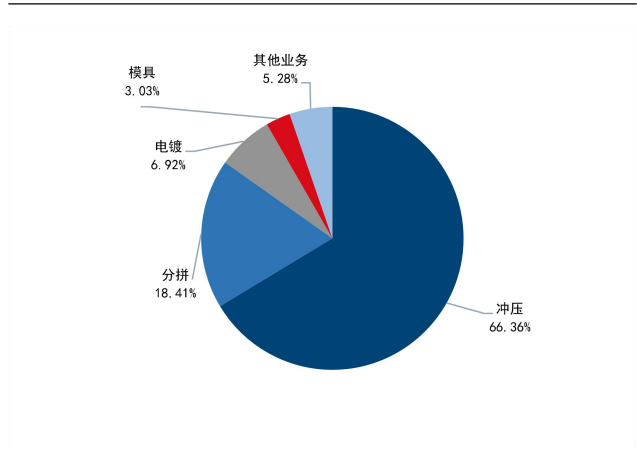
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图16: 公司近年各业务营收 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

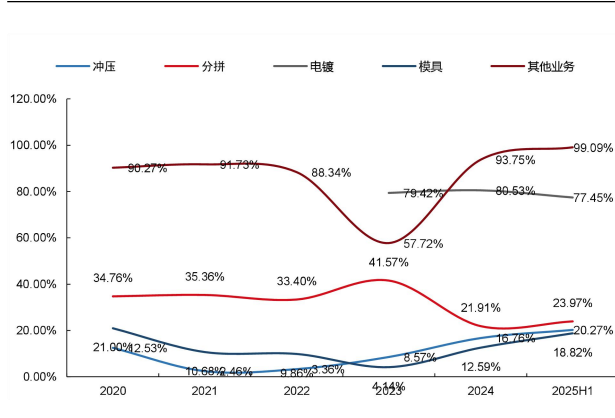
图17: 公司 2025H1 各业务营收占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

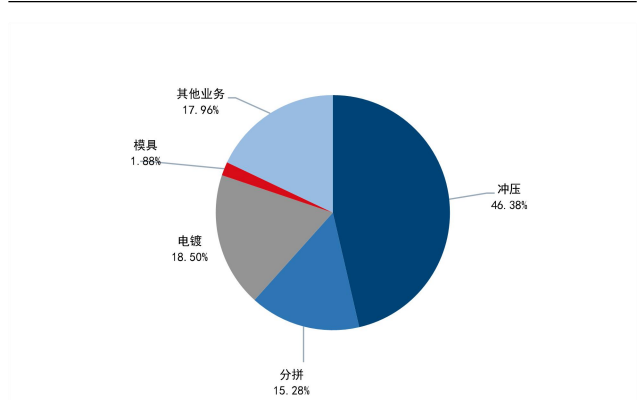
**利润端，电镀业务维持高毛利，冲压业务毛利率持续改善。**2021-2022 年，公司支柱业务冲压零部件受原材料价格上涨等影响，毛利率持续处于低位，随着行业原材料价格回落、与新能源汽车整车厂商合作深化，2023 年开始有所增长，2025H1 达到 20%以上。公司分拼总成加工业务毛利率受原材料价格影响较小。受宁德振德投产影响，2020-2022 年分拼总成加工业务毛利率下降。2023 年随宁德振德和郑州君润产能逐渐释放，公司分拼总成业务营收大幅上升、毛利率回升至 41.57%。分拼总成加工业务 2024 年毛利率下滑至 21.91%，主要系下游客户上汽集团受欧盟反补贴调查的影响出口量下降。2023 年至今，电镀业务毛利率远高于公司其他主营业务，2024 年公司电镀业务毛利率 80.53%。毛利结构上看，2025H1，冲压业务、分拼业务、精密电镀业务毛利占比分别为 46.38%、15.28%、18.50%。

图18: 公司近年各业务毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图19: 公司 2025H1 各业务毛利占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

**公司的客户资源优质、基本盘稳固，优质新势力客户占比提升。**2024 年公司前五大客户分别为上汽集团/特斯拉中国/理想汽车/小米汽车/无锡威孚，收入占比分别为 35.68%/12.55%/10.42%/9.57%/5.27%。公司深度绑定上汽集团，基本盘业务受益于上汽集团销量增长。为顺应汽车电动化趋势，公司利用技术及区位优势，2021 年进入特斯拉产业链，2022 年-2024 年特斯拉中国对公司的营收贡献占比不断提高；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。未来展望上汽集团为基本盘保障业务稳定，具增长潜力新客户带来持续增长。

表2: 公司前五大客户营收贡献及占比（万元）

2022			2023			2024		
客户	营收	占比	客户	营收	占比	客户	营收	占比
上汽集团	73,903.08	39.29%	上汽集团	108,500.82	46.83%	上汽集团	90,308.86	35.68%
上汽通用	22,030.64	11.71%	特斯拉中国	24,719.79	10.67%	特斯拉中国	31,773.04	12.55%
特斯拉中国	18,211.53	9.68%	上汽通用	18,469.89	7.97%	理想汽车	26,380.32	10.42%
无锡威孚	8,219.31	4.37%	无锡威孚	10,788.17	4.66%	小米汽车	24,228.08	9.57%
上汽大众	8,085.93	4.30%	理想汽车	6,456.72	2.79%	无锡威孚	13,348.05	5.27%
前五客户合计	130,450.50	69.36%	前五客户合计	168,935.38	72.91%	前五客户合计	186,038.36	73.51%

资料来源：公司可转债募集说明书，国信证券经济研究所

## 冲压及分拼业务：受益于客户的复苏与成长

### 冲压、分拼是汽车制造中的重要环节

**冲压是汽车制造的重要环节。**冲压是指靠压力机和模具对板材、带材、管材和型材等施加外力，使之产生塑性变形或分离，从而获得所需形状和尺寸的工件（冲压件）的成形加工方法。汽车制造中有 60%-70% 的金属零部件需要冲压加工成型。冲压零部件是汽车的重要组成部分，平均每辆车上约有 1,500 个冲压件，广泛应用于车身覆盖件、车内支撑件、结构加强件、座椅系统、仪表系统、排气系统及动力总成等。

**分拼总成加工业务来源于原整车制造商的车身焊接车间。**分拼总成加工业务服务商根据整车制造商要求向零部件供应商支付冲压件的采购费用，对冲压件外部物流供应、总成排序装配、储存冲压件的质量维护和生产过程中的质量控制以及协助整车制造商进行供应商管理。随着汽车行业的不断发展和各整车制造商之间竞争的加剧，各个汽车制造商都在积极寻求和上游汽车零部件生产企业进行联合开发，将部分汽车零部件总成业务外包，以实现减轻自身资产负担，提升其整体运营效率的目标。目前，委托外部专业供应商进行汽车零部件分拼总成加工已经成为整车制造商一种常见的业务合作模式。

图20: 冲压焊接是汽车制造中的重要环节



资料来源：易车网，国信证券经济研究所



预计 2025-2027 年我国汽车冲压件市场规模将维持在 2500 亿元左右。2024 全年中国乘用车产量 2747 万辆，同比+5.18%。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在增加；同时，新能源车采用一体化压铸工艺以及铝合金制品，一定程度上减少了冲压件的使用。我们研判，燃油车冲压件单车价值量在万元左右；新能源车冲压件单车价值量在七千元左右，且未来逐步下降。考虑我国乘用车出海趋势，预计产量稳步提升；结合新能源渗透率以及冲压件 ASP 变化，预计 2025-2027 年我国汽车冲压件市场规模在 2500 亿元左右。

表3: 我国冲压零部件市场规模测算

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乘用车总产量（万辆）	2383.61	2612.38	2747.69	2885.07	2971.63	3060.78
YoY		9.60%	5.18%	5.00%	3.00%	3.00%
其中：新能源乘用车（万辆）	756.63	992.14	1319.04	1497.15	1589.82	1683.43
YoY		31.13%	32.95%	13.50%	6.19%	5.89%
新能源渗透率	31.74%	37.98%	48.01%	51.89%	53.50%	55.00%
冲压件单车价值量（元）	7582	7430	7281	7136	6993	6853
市场规模（亿元）	573.65	737.17	960.45	1068.34	1111.78	1153.70
其中：燃油乘用车（万辆）	1626.98	1620.24	1428.65	1387.92	1381.81	1377.35
YoY		-0.41%	-11.82%	-2.85%	-0.44%	-0.32%
冲压件单车价值量（元）	10831	10723	10615	10509	10404	10300
市场规模（亿元）	1762.18	1737.33	1516.58	1458.61	1437.66	1418.69
合计：						
冲压件单车价值量（元）	9800	9472	9015	8759	8579	8404
市场规模（亿元）	2335.84	2474.50	2477.03	2526.95	2549.44	2572.39

资料来源：中汽协，华经产业研究院，国信证券经济研究所整理及预测

参考行业代表公司的冲压或冲压为主的零部件业务营收，行业整体营收规模持续扩张。从 2020 年至 2024 年，7 家可比公司冲压业务总收入从 93.52 亿元增长至 168.69 亿元，CAGR 约为 15.9%。2025H1 合计营收已达 83.22 亿元，预计全年仍将保持增长。行业毛利率整体呈提升态势，毛利率从 2020 年的 13.52% 稳步提升至 2024 年的 16.80%，2025H1 回调至 15.83%。在营收规模扩大的同时，毛利率同步提升，行业增长具有质量和效益支撑。

头部效应强化，梯队分化明显，公司冲压毛利率增长是亮点。营收前三企业（新朋股份、博俊科技、多利科技）的合计市占率从 2020 年的 61.7% 提升至 2024 年的 69.2%，市场份额持续向头部集中。毛利率方面，公司冲压业务毛利率在 2022 年之后持续提升，2025H1 已达到可比公司前列。

图21: 代表公司冲压或冲压为主的零部件业务营收（亿元）

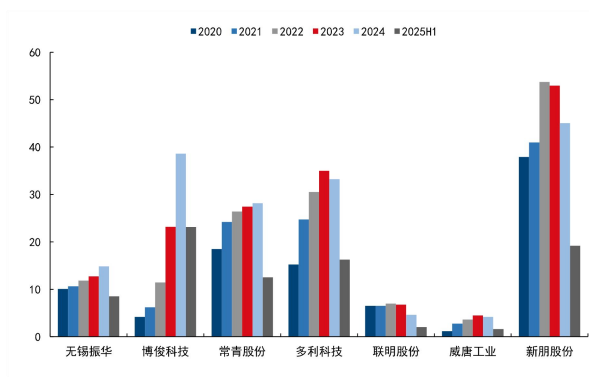
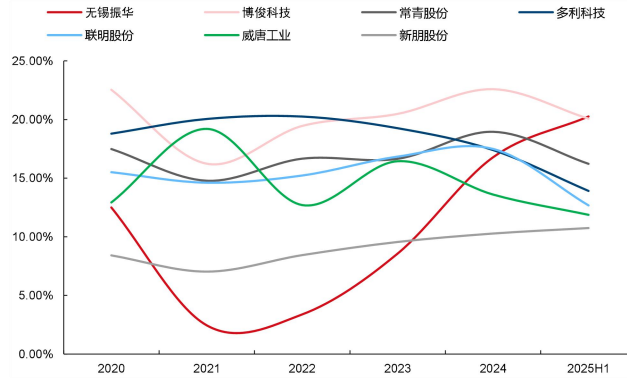


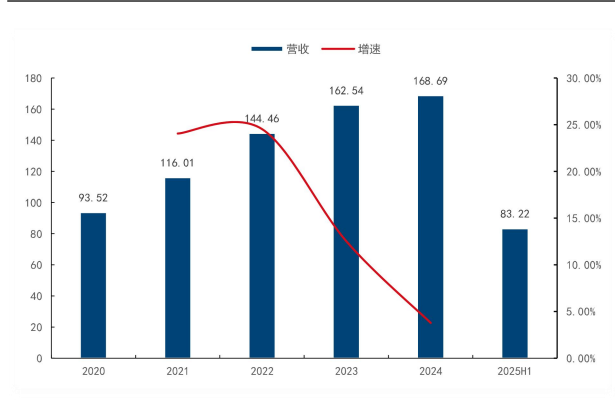
图22: 代表公司冲压或冲压为主的零部件业务毛利率





资料来源：Wind, 国信证券经济研究所

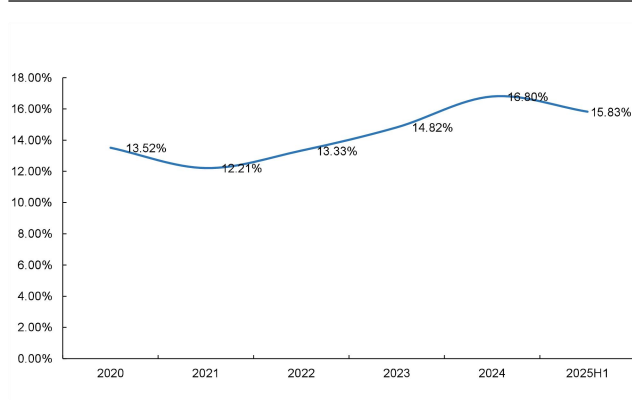
图23：代表公司冲压或冲压为主的零部件整体营收（亿元）



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所

资料来源：Wind, 国信证券经济研究所

图24：代表公司冲压或冲压为主的零部件整体毛利率



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所

**公司冲压零部件生产能力与技术优势显著。**在冲压及焊接零部件领域，公司目前已形成从前期工艺流程设计分析、冲压模具研发到后期的冲压及焊接技术工艺的完整技术体系，有效地缩短了冲压模具制造的周期，降低整体的生产成本，提高冲压及焊接零部件产品的质量和生产效率。公司拥有机器人柔性自动冲压生产线、多工位级进模自动冲压线、自动开卷落料冲压生产线、机器人焊接生产线等先进设备。上述设备在保证公司汽车车身冲压及焊接总成零部件产品质量的一致性、稳定性和高品质等方面发挥了积极的作用。

**公司启动模具自研自产，打通冲压产业链。**汽车模具是决定汽车冲压零部件产品质量最核心的因素之一，模具的质量水平决定了汽车冲压及焊接零部件产品的品质及生产成本情况。目前公司的模具一方面来自于公司内部无锡方园的自主研发和制造，另一方面则主要来自于从公司外部进行的模具采购。未来公司会不断加强汽车冲压零部件模具的研发能力，通过引进更为先进的技术，提升公司自身模具的加工制造能力；同时吸引更多模具设计方面的专业人才，提升模具设计团队的实力，以提升自身模具设计质量。

图25：公司冲压产线及设备储备丰富



资料来源：公司官网, 国信证券经济研究所

经过多年发展，公司冲压业务方面已形成独立完整的业务体系和业务流程。

采购端，公司冲压零部件业务的主要原材料为车用钢材，以镀锌板和冷轧板为主，基本向国内钢材贸易商采购。公司与主要钢材供应商有长期稳定的合作关系。

生产端，公司主要采取“以销定产”的生产模式。公司制造物流部按照下游客户预测数量制定月度生产计划，并按批次下达周生产计划。下游客户发出准确需求订单后公司对生产计划进行相应调整，进行生产并完成冲压零部件的交付。公司的生产模式以自主生产为主，同时部分产品或半成品进行委外加工或直接采购，实现了效率与质量的平衡。

项目开发端，公司作为一级配套商，直接参与下游客户汽车零部件新产品前期技术方案的设计，并参与相关项目招标。公司按照客户的要求，成立专项小组，进行包括设计模具选定开发及试制的过程；整车制造商将产品图纸、3D 数模及相关参数发至公司，公司销售技术部将参数要求转换为公司内部技术规范，并进一步制定产品开发计划并完成相应包括模具、检具及夹具等工装的开发工作；公司在模具交付后进行产品样件的生产，并交由客户进行质量验收；通过公司内部试生产和客户 PPAP 批准后，进入量产阶段。

图 26: 公司冲压业务各环节流程



资料来源：公司可转债募集说明书，国信证券经济研究所

分拼总成加工业务涉及整车的焊接环节，公司分拼业务主要客户为上汽乘用车。公司子公司郑州君润和宁德振德作为上汽乘用车郑州工厂、宁德工厂的车身分拼总成加工供应商，承接了这两个工厂所生产的整车的车身分拼总成加工业务。

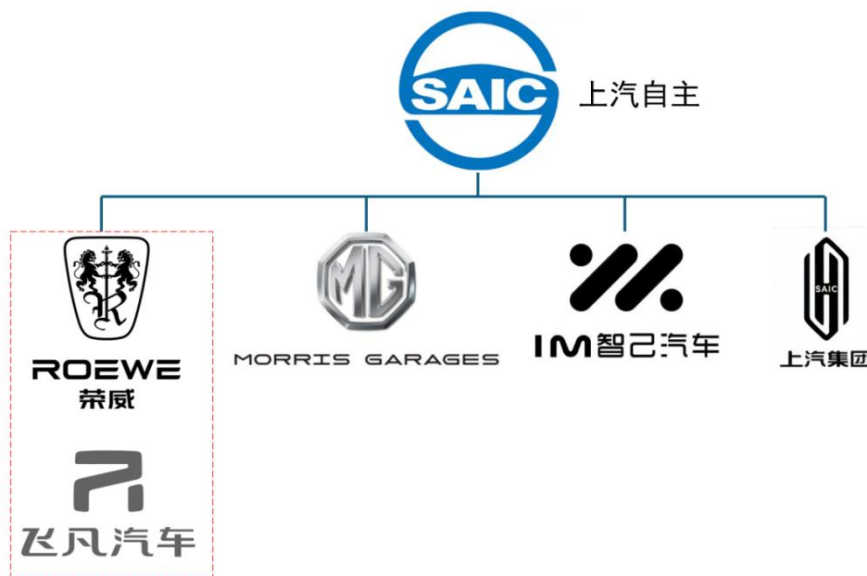
图 27: 公司分拼业务产线



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所

公司分拼业务已形成与上汽集团的深度合作，主要服务其旗下名爵、荣威、智己等品牌，从产线布局、产品种类到市场份额均体现出了高度匹配。通过专属产线、技术升级、产能扩张以及灵活的价格策略，确保能够快速响应上汽各类车型的投产需求。2023 年公司分拼业务显著增长，主要得益于上汽乘用车产销的回暖以及公司对产能利用率的提升。尽管 2024 年欧盟反补贴政策对上汽集团出口产生短期压力，但随着上汽出口恢复和自主品牌的全球化布局，公司分拼业务有望迎来更大的增长空间。

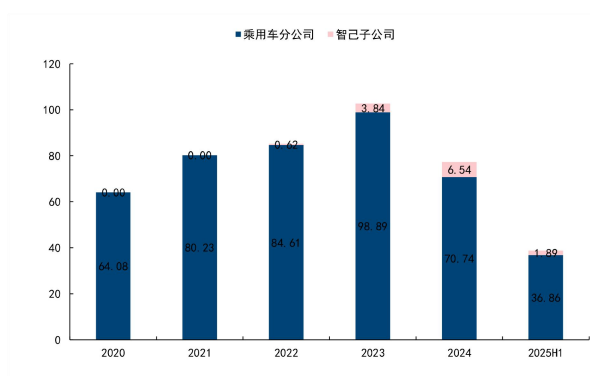
图28: 公司分拼业务配套上汽系自主品牌乘用车



资料来源：懂车帝，国信证券经济研究所

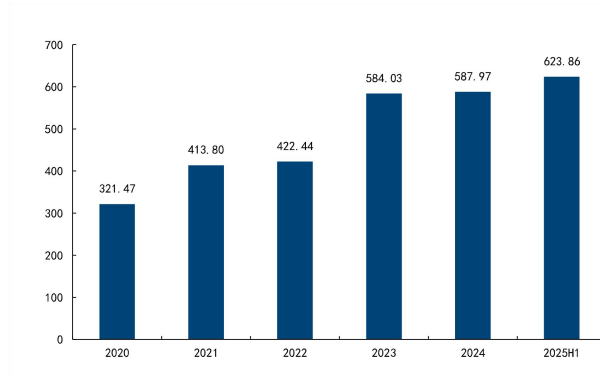
分拼总成加工业务的平均单车收入在 2023 年后有所提升。我们以公司分拼业务营收除以同期上汽乘用车产量，对公司的分拼业务平均单车收入进行测算。分拼业务平均单车收入从 2020 年 321.47 元增长至 2025H1 的 623.86 元。主要的涨幅来自于 2023 年。

图29: 上汽自主品牌产量（万辆）



资料来源：Wind, 上汽集团产销快报，国信证券经济研究所

图30: 公司分拼业务营收/上汽自主品牌乘用车产量（元）



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所测算

## 上汽集团：整体销量复苏，尚界开启自主新增量

上汽集团作为公司重要客户，其业务格局包括“三大主力”，分别为上汽自主，上汽大众和上汽通用。上汽集团业务涵盖整车、零部件、移动出行和服务、金融、国际经营、创新科技等多个领域，在汽车技术研发、生产工艺、质量管理等方面积累了丰富的经验。

上汽自主：以自主研发的乘用车为主，涵盖荣威、名爵、智己、尚界等品牌，形成从入门级到中高端的全线布局。2024 年上汽自主品牌累计销量 240.8 万辆，占集团整体销量的 60%，比 2023 年提升 5 个百分点。

上汽大众：上汽集团与德国大众集团的合资平台，负责大众、奥迪、斯柯达三大品牌在中国的研发、生产与销售。2024 年全年累计 114.8 万辆（约 115 万），其中 ID. 家族（纯电）销量突破 13 万辆，实现合资纯电销量冠军，年增长 23.8%。2024 年上汽大众在合资品牌中仍保持约 25% 的市场份额，2025 年将继续深化与大众集团的合作，合资协议延长至 2040 年。

上汽通用：上汽集团与美国通用汽车的合资平台，负责别克、雪佛兰、凯迪拉克在华的整车业务。2024 年终端累计 67.3 万辆（含出口），其中新能源车型 104,905 辆，同比增长 56%，在合资车企中新能源渗透率居首。上汽集团已形成“自主 + 合资 + 新能源”三位一体的格局，自主品牌已成为销量和利润的主要来源，合资品牌在高端与品牌价值上仍具优势，新能源是三大业务共同的增长点。

图 31：上汽系与公司在冲压/分拼领域合作情况



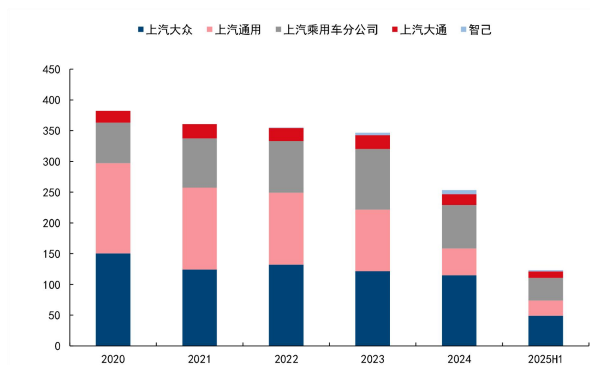
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所

上汽销量结构方面，合资板块销量收缩，新能源车及出口表现亮眼。2020-2024 年，上汽集团传统合资板块销量收缩，上汽大众相对稳健但持续下滑；上汽通用 2024 年销量下滑，仅为 2023 年的 43.5%，并且在 2024 年进行了减值。上汽板块的新能源销量连续增长，从 2020 年的 32 万辆增长至 2024 年的 123.41 万辆，2025H1 达到了 64.63 万辆。海外销量整体呈现上涨趋势，由 2020 年的 38.97 万辆增长至



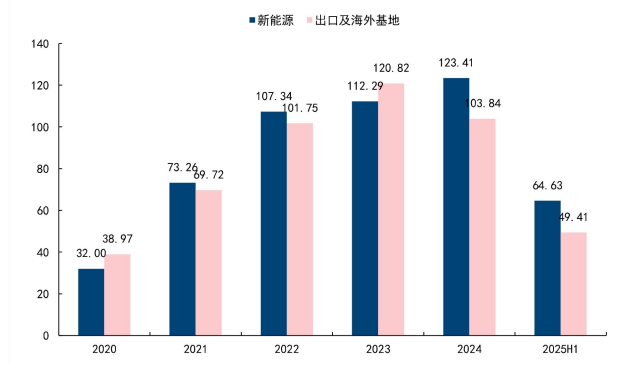
2023 年的高点 120.82 万辆，2024 年有所回落；2025H1 出海销量达到了 49.41 万辆。

图32: 上汽重要板块年度销量（万辆）



资料来源：Wind, 上汽集团产销快报, 国信证券经济研究所

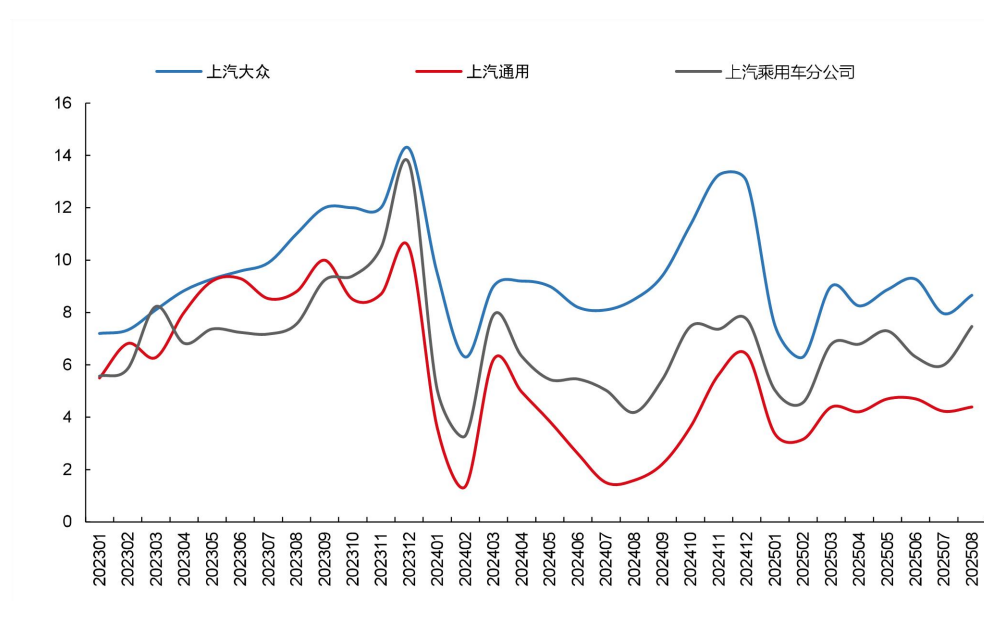
图33: 上汽系新能源与出海销量（万辆）



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所测算

**三大品牌月销量总体趋势接近一致，2025 走势企稳。**上汽大众销量在三大品牌中较高，月度销量大部分时间维持在 8-13 万辆区间；2024 年上半年销量一度下滑至 6-9 万辆，但下半年迅速恢复至 10 万辆以上，2025 年稳定在 8-9 万辆水平。上汽通用从 2024 年三季度的谷底开始，销量有所爬升，到 2025 年稳定在 4-4.7 万辆，仅为此前峰值的一半。上汽乘用车目前是上汽系第二大板块，2025 年月销量稳中上行。

图34: 上汽三大板块月度销量走势（万辆）



资料来源：Wind, 上汽集团产销快报, 国信证券经济研究所

**尚界系列作为鸿蒙智行第五界，是上汽自主乘用车新增量，首款车型尚界 H5 已经在 2025 年 9 月发布。**尚界 H5 定位中型 SUV，提供纯电和增程两种动力系统，主打“20 万元以下的高阶智能化”。2025 年 4 月 16 日，在鸿蒙智行新品发布会上，上汽集团与华为联合发布了全新品牌“SAIC 尚界”；首款车型尚界 H5 于 2025

年 9 月上市，售价区间为 15.98 万元至 19.98 万元，各版本核心差异主要围绕 ADS 4 版本和电池续航。

作为鸿蒙智行家族成员，尚界的智能化配置是亮点。尚界 H5 配置了华为 ADS 4.0，能够提供高速领航、城市领航、自动泊车等 L2+ 功能，显著提升驾驶便利性与安全性。Max 版配备 192 线激光雷达和 27 颗感知硬件，实现更远距离、更高精度的环境感知，支撑 ADS 4.0 的高级功能。座舱方面，鸿蒙 OS 4.0 智能座舱搭载“大模型小艺”语音助手、超级桌面、无感支付、手机/手表跨设备互联等。此外，尚界 H5 装配数字底盘 XMOTION，通过软件调校提供舒适与运动两种模式，提升行驶平顺性和 NVH 表现，配合智能驾驶系统实现更精准的车辆控制。

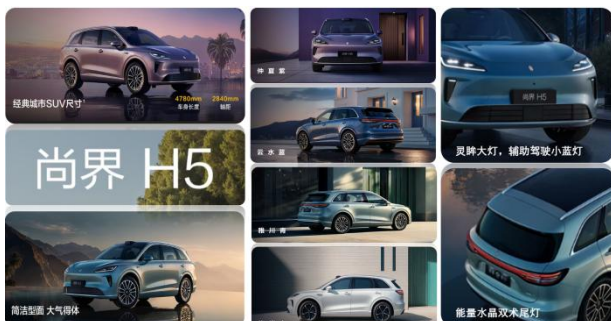
图35：尚界 H5 发布



资料来源：鸿蒙智行公众号，国信证券经济研究所

外观、内饰方面，尚界 H5 采用了简洁大气的风格。尚界 H5 车身长度为 4780mm，轴距达到 2840mm，采用经典城市 SUV 比例。共有六种可选车身颜色，整体造型沉稳、具备科技感。车内采用环抱式游艇座舱，支持方向盘加热与 50W 超级无线快充。座椅采用婴儿级亲肤材质，支持三档通风加热，并搭载 MOFs 可吸附降解材料空调滤芯，兼顾健康与舒适。空间上，二排头部与腿部空间超过 1020mm，座椅支持两档角度调节，放倒后变成 1.3m x 1.9m 大床房。后备箱容积达 601L，配合 124L 超大前备箱与 80L 储物暗格，充分满足多元出行需求。

图36：尚界 H5 外观



资料来源：鸿蒙智行公众号，国信证券经济研究所

图37：尚界 H5 空间、内饰



资料来源：鸿蒙智行公众号，国信证券经济研究所

尚界 H5 的三电系统融合上汽技术积淀和华为电控。纯电版电池系统提供 64.6kWh 和 80kWh 两种电池容量选择，对应 CLTC 纯电续航分别为 535km 和 655km，支持快充技术；增程版搭载 32.6kWh 的宁德时代磷酸铁锂电池，搭配 1.5T 增程器，CLTC



纯电续航 235km，综合续航可达 1360km，百公里亏电油耗 4.4L。电控系统采用华为智能电控技术，集成于 HUAWEI IDVP 电子电气架构中，支持智能能量管理、动力回收等功能。

图38: 尚界 H5 三电配置



资料来源：鸿蒙智行公众号，国信证券经济研究所

## 小米汽车：高速增长期，公司多产能适配客户需求

**小米 Yu7 正式发布，订单表现优秀。**2025 年 6 月 26 日晚，小米汽车旗下首款 SUV——Yu7 正式发布，分别是标准版、PRO 版、MAX 版。标准版：25.35 万元，搭载 96.3kwh 磷酸铁锂电池，后驱续航 835km。PRO 版：27.99 万元，搭载 96.3kwh 磷酸铁锂电池，四驱续航 770km，零百提升至 4.27s；升级配置，闭式双腔空簧。MAX 版：售价 32.99 万元，搭载 101.7kwh 三元锂电池，零百升级至 3.23s，支持 5.2c 超充；升级配置，布雷博四活塞固定卡钳，25 扬声器豪华音响系统，超静谧座舱，智能调光天幕等。

图39: 小米 Yu7 上市后的定和锁单

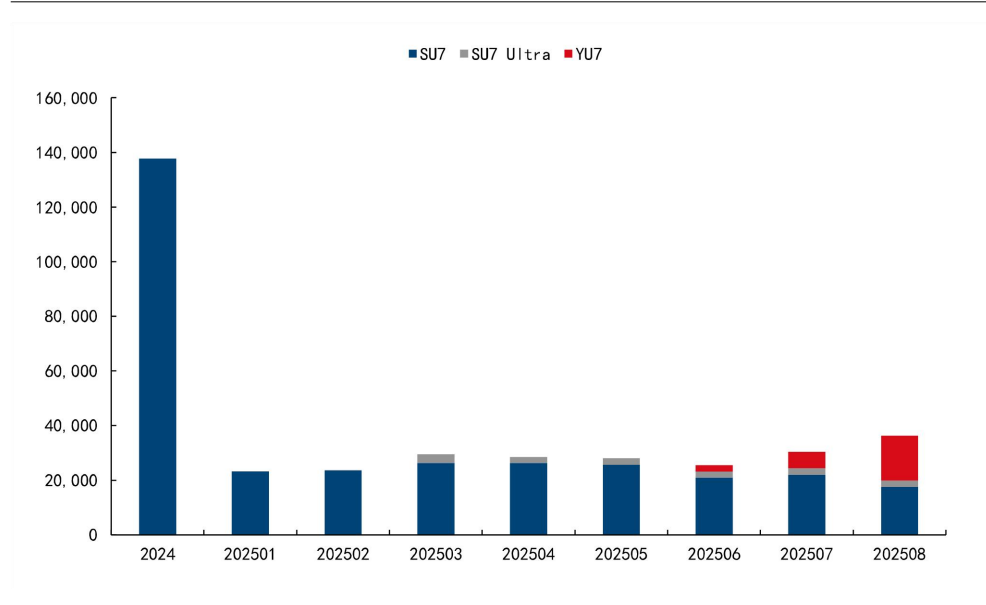


资料来源：小米汽车公众号，国信证券经济研究所整理

**YU7 开启交付爬坡，带来新的增长。**2025 年上半年，小米 SU7 的月度交付量总体保持稳健，在 2.1 万至 2.6 万台的高位区间内平稳运行，形成稳定的基本盘。自

6月起，YU7 车型开启交付，在 6 月首次交付 2,242 台，随后进入爬坡态势，在 8 月进一步到 16,452 台。随着小米 YU7 后续进入满产交付状态，小米汽车稳态月交付将迈上新台阶。

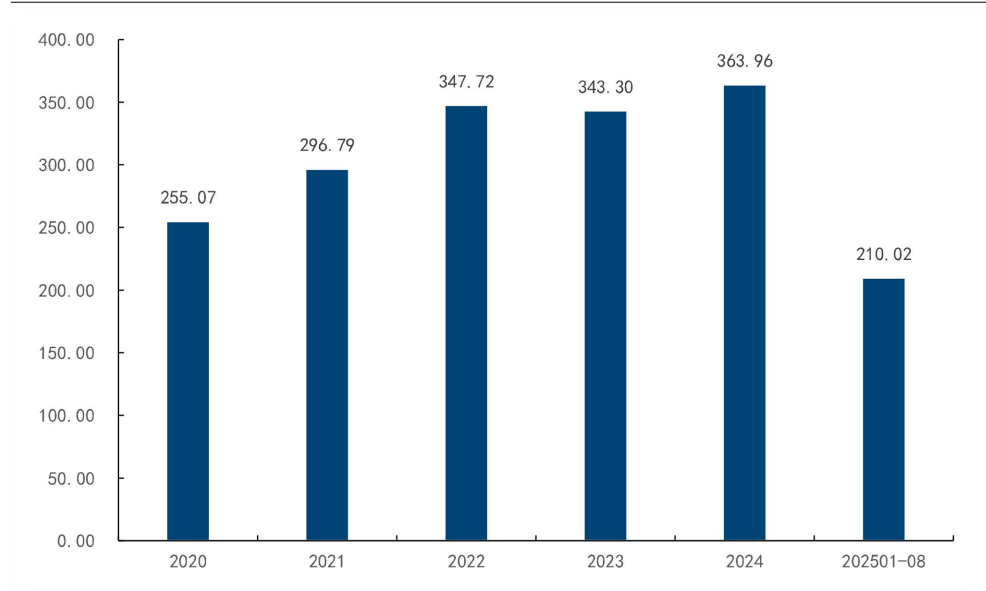
图40: 小米汽车交付数据（辆）



资料来源：交强险数据，国信证券经济研究所整理

随着 Yu7 发布，小米汽车进入中高端 SUV 赛道，以 20-40 万元 SUV 市场为参考，市场规模在 300 万辆以上。20-40 万元 SUV 市场规模在 2024 年之前稳步提升，由 2020 年的 255 万辆，提升至 2024 年的接近 364 万辆，行业空间广阔。

图41: 国内 20-40 万元 SUV 零售销量（万辆）

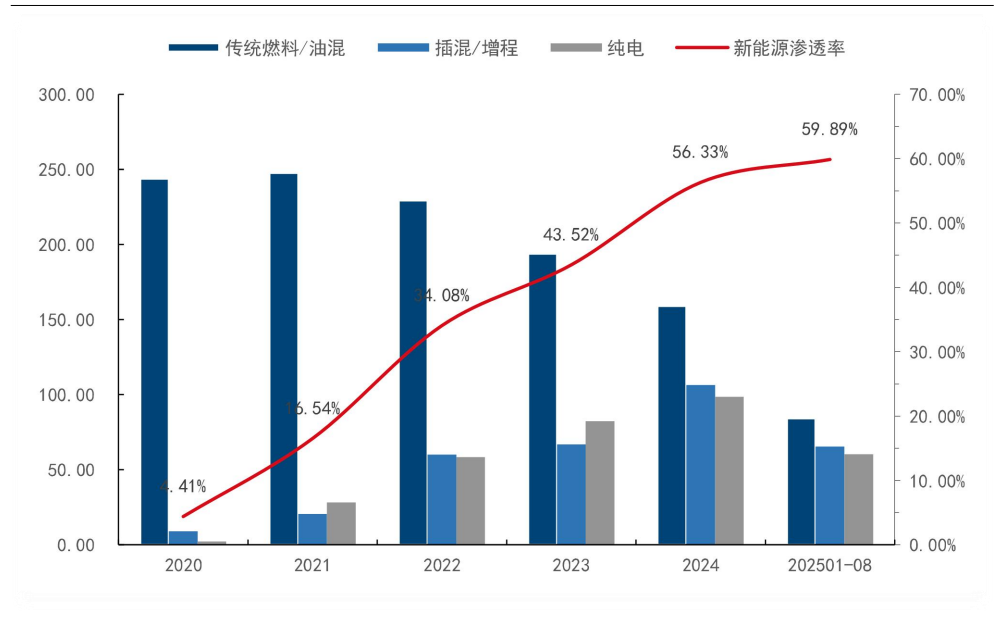


资料来源：交强险数据，国信证券经济研究所整理

20-40 万元 SUV 赛道，2025 年 1-8 月新能源渗透率达到 59.89%，2024 年纯电车型销量达到 98.59 万辆。20-40 万元 SUV 赛道，新能源渗透率持续提升，由 2020

年的4.41%提升至2025年1-8月的59.89%。其中纯电SUV在2024年累计销量98.59万辆，2025年1-8月为60.27万辆。

图42: 国内20-40万元SUV能源形式结构（万辆）



资料来源：交强险数据，国信证券经济研究所整理

注：新能源口径为纯电、插混、增程车型

**20-40万元SUV赛道，Model Y销量显著领先。**2024年20-40万元SUV中，前五大品牌分别为特斯拉、大众、理想、丰田、AITO问界，市占率分别为13.22%、12.03%、11.22%、6.48%、6.48%。车型上，Model Y领先优势明显，2024年全年销量达48.12万辆，年销量在10万辆以上的车型还有问界M7、理想L6、大众探岳、理想L7、CRV、途观L。参考小米Yu7在18小时内的锁单量24万辆，接近2024年Model Y销量的一半。

表4: 2024年20-40万元SUV市场品牌市占率与车型市占率排名（万辆）

车型				品牌			
排名	车型	销量	占比	排名	车型	销量	占比
1	Model Y	48.12	13.22%	1	特斯拉	48.12	13.22%
2	问界 M7	19.73	5.42%	2	大众	43.79	12.03%
3	理想 L6	19.38	5.33%	3	理想	40.82	11.22%
4	探岳	17.13	4.71%	4	丰田	23.59	6.48%
5	理想 L7	13.52	3.71%	5	问界	23.58	6.48%
6	CR-V	12.34	3.39%	6	本田	19.93	5.48%
7	途观 L	10.68	2.94%	7	坦克	15.69	4.31%
8	宝马 X1	8.27	2.27%	8	宝马	13.23	3.64%
9	理想 L8	7.92	2.18%	9	奥迪	11.33	3.11%
10	荣放	7.70	2.12%	10	蔚来	10.35	2.84%
11	ES6	7.69	2.11%	11	别克	9.32	2.56%
12	领克 08 EM-P	6.92	1.90%	12	比亚迪	9.25	2.54%
13	汉兰达 双擎	6.32	1.74%	13	领克	8.78	2.41%
14	坦克 300	6.32	1.74%	14	梅赛德斯奔驰	6.47	1.78%
15	昂科威 Plus	5.73	1.57%	15	福特	6.28	1.73%
16	皇冠陆放	5.29	1.45%	16	小鹏	5.51	1.51%
17	GLB 级	4.88	1.34%	17	皇冠	5.29	1.45%
18	豹 5	4.60	1.26%	18	方程豹	5.20	1.43%

19	坦克 400 Hi4-T	4.44	1.22%	19	WEY	4.56	1.25%
20	坦克 500 Hi4-T	4.34	1.19%	20	凯迪拉克	4.20	1.15%
合计		221.33	60.81%	合计		315.29	86.63%

资料来源：交强险数据，国信证券经济研究所整理

**小米汽车产能方面，北京汽车工厂二期储备，武汉、上海都有建设产能的潜在可能性。**根据公开信息，小米汽车生产基地主要在北京、武汉、上海。北京一期工厂顺利爬产至 30 万台年交付水平；北京二期工厂储备，可以吸收 Yu7 带来的大量订单。此外，武汉、上海基地有大量汽车相关的生产、研发、测试的招聘需求，预计武汉、上海的生产基地正在推进中；另外小米汽车在上海有较多国际业务相关的招聘需求，预计为未来出海做储备。

图43：小米汽车当前在武汉、上海有生产端招聘需求

### 小米汽车-物流规划工程师-工艺规划

武汉市 | 社招 | 全职 | 职位 ID: A79465

#### 职位描述

- 负责新项目的厂内物流规划与落地实施；包括各车间同步工程、物流工艺流程、详细物流布局、排序/SPS、上线规划、空箱管理流程等；
- 负责物流工艺规划，定义运作业务分工与岗位职责，实现精益规划目标
- 负责物流区域场地布局规划、路径规划，实现精益规划目标
- 负责各类物流资源需求核算、设备选型、预算申请及项目推进跟踪；
- 根据物流工艺，完成各类物流系统业务需求梳理、系统逻辑确认；
- 参与自抓工艺规划、自动化设备规划，辅助自动化项目落地；
- 参与小米精益物流规划体系建设，完善厂内物流规划标准体系，推进持续改进与优化。

### 小米汽车-物流规划工程师-新项目规划

上海市 | 社招 | 全职 | 职位 ID: A50570A

#### 职位描述

- 负责新项目的厂内物流规划与落地实施；包括各车间同步工程、物流工艺流程、详细物流布局、排序/SPS、上线规划、空箱管理流程等；
- 负责物流资源核算、设备选型和成本分析及预算申请；
- 负责物流系统 WMS/LES 业务流程梳理、系统蓝图沟通、系统测试验证；
- 参与自抓工艺规划、自动化设备规划，辅助自动化项目落地；
- 牵头梳理建立完善小米精益物流规划体系，搭建厂内物流规划标准体系，推进持续改进与优化。

资料来源：小米集团官网，国信证券经济研究所整理

**公司积极扩充产能，以响应未来小米汽车的增量需求。**公司武汉产能为武汉振华恒升祥汽车零部件子公司，成立于 2012 年。2025 年，公司公告，武汉恒升祥子公司拟投资 2.5 亿元建设新能源汽车零部件项目，主要增加冲压和焊接等自动化设备，用于生产新能源汽车的钢制及铝制汽车车身零部件及总成。

**公司京津冀产能位于河北廊坊，廊坊振华全京申汽车零部件子公司成立于 2022 年 10 月。**廊坊子公司积极扩产，2024 年 6 月公司公告拟投资 6 亿元建设廊坊二期产能，项目建设周期 24 个月；2024 年 9 月廊坊子公司竞得 8 万平米工业用地；2025 年中，公司发行可转债项目用于支持廊坊子公司。



图44: 武汉振华恒升祥



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图45: 廊坊振华全京申



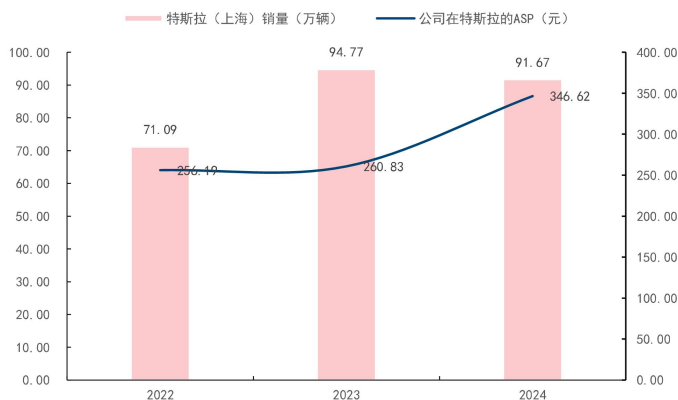
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

## 特斯拉&理想汽车：客户产品迭代，公司有望提升营收

冲压供应链在重要客户的平均单车收入变化取决于三个因素：配套的车型、在配套车型的份额、合作车型的实际单车价值量。1、增加配套的车型，提升在客户端整体收入，可以通过新车型和现有车型的改款进入新配套车型。2、提升配套车型的份额，从B点到A点甚至到独供，提升配套车型的份额。3、提升配套车型的实际单车价值量，一台车所使用的冲压件高达1000余件，可以通过新车型和现有车型的改款增加配套车型的实际价值量。

以公司在特斯拉的营收除以特斯拉(上海)的销量，公司在特斯拉的平均单车收入连续增长，彰显良好合作带来的客户信任。特斯拉(上海)销量在2023年达94.77万辆，2024年小幅降低至91.67万辆。公司在特斯拉的平均单车收入实现持续增长，从2022年256.19元提升至2024年346.62元。公司在特斯拉的合作中实现了“量稳价增”的优质增长，体现了客户的信任。随着后续产品的迭代，公司在特斯拉的营收有望看到进一步增长。

图46: 特斯拉中国批发销量以及公司在特斯拉的平均单车收入



资料来源：中汽协数据，公司可转债募集说明书，国信证券经济研究所整理

特斯拉产品持续迭代，2025 年推出重要新品 Model YL。2025 年 7 月，特斯拉推出 Model Y 全轮长续航改款；8 月，推出 2026 款 Model YL。Model YL 即六座版 Model Y，定位介于标准 Model Y 与 Model X 之间，提供更大空间与更长续航；价格定位 33.9 万元。

图 47: 2025 款特斯拉 MY 改款全轮长续航版



资料来源：懂车帝，国信证券经济研究所整理

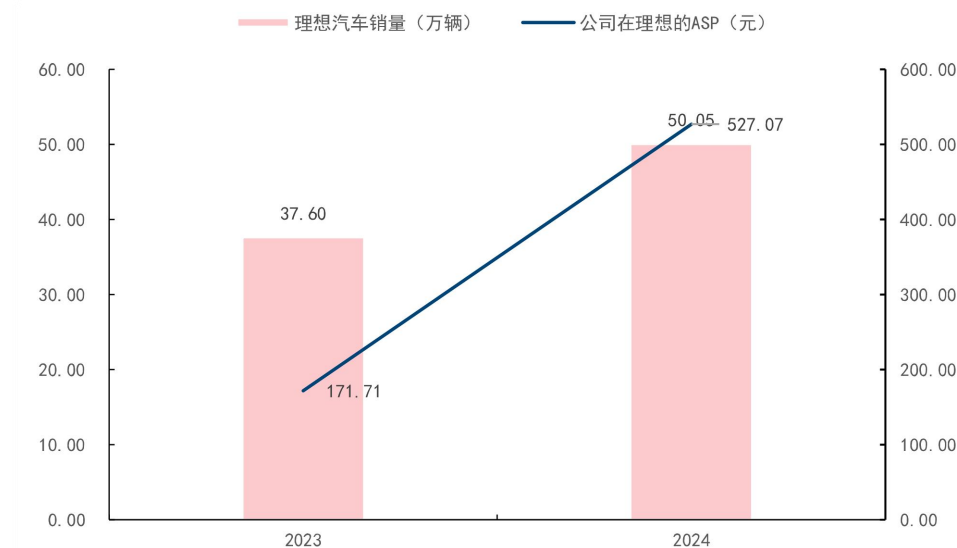
图 48: 2026 款特斯拉 Model YL



资料来源：懂车帝，国信证券经济研究所整理

公司在理想汽车的平均单车收入在 2024 年大幅增长。理想汽车在 2023 年至 2024 年保持了强劲的市场表现，销量从 37.60 万辆增长至 50.05 万辆，销量同比增长约 33.1%。同样，以公司在理想的营收除以理想同期销量，2023 年公司在理想的平均单车收入为 171.71 元，2024 年增长至 527.07 元，同比增长高达 207%。

图 49: 理想汽车批发销量以及公司在理想的平均单车收入



资料来源：中汽协数据，公司可转债募集说明书，国信证券经济研究所整理

2025 年，理想发布纯电平台重磅车型 i8/i6，发布 MEGA Home/Ultra 以及 L 系列智能焕新版。理想 i8/i6 作为理想纯电平台重要车型，搭载全新 VLA 大模型智能体、5C 磷酸铁锂电池、碳化硅电驱系统和碳化硅芯片，充电速度与续航均居行业前列。MEGA Home 系列于 2025 年 4 月 23 日在上海车展首发，可实现 45°、90°、180° 旋转并具零重力功能；理想 MEGA Ultra 采用全系标配激光雷达、升级 AD Max



硬件。2026 年，公司计划在 L 系列上进行一次更大幅度的改款，重点提升电池能量密度、充电速度、底盘操控等，并继续深化激光雷达与高算力芯片的布局。随着理想汽车新品和改款的发布，公司有望进一步做大在理想汽车的营收。

图50: 理想 i8



资料来源：懂车帝，国信证券经济研究所整理

图51: 理想 i6



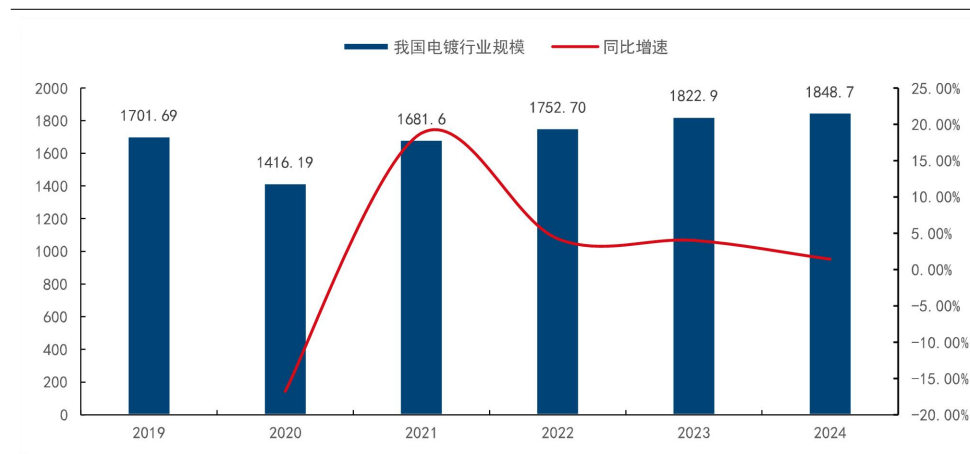
资料来源：懂车帝，国信证券经济研究所整理

## 精密电镀：利润率高，进军功率半导体领域

### 电镀行业下游应用广

电镀行业在制造业中占据重要地位，具有广阔的发展前景。电镀是利用电化学原理在金属或非金属基材表面沉积金属层（如镍、锌、铬、铜、金等），实现防腐、耐磨、导电、装饰等功能。它是制造业四大基础工艺之一，广泛服务于汽车、电子、航空航天、机械、轻工等关键行业。2024 年我国电镀行业整体规模继续保持在 1848.7 亿元左右，预计在 2025 年仍将保持增长势头。

图52: 2019–2024 我国电镀行业规模及同比增速（亿元）



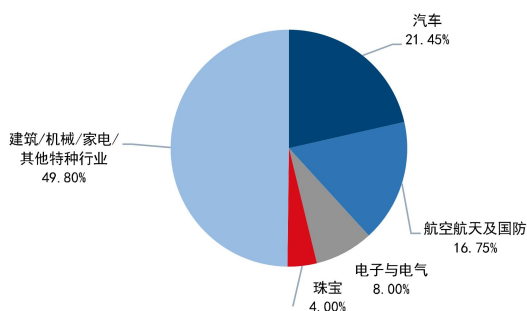
资料来源：中商产业研究院，2024–2025 年电镀产业发展与趋势分析报告，国信证券经济研究所整理

汽车与航空航天构成电镀核心下游市场。电镀产业链上游主要包括化学品材料、塑胶材料和金属部件等原材料；中游是电镀加工行业，涉及镀锌、镀铜、镀镍、镀

铬等多种电镀技术；下游则广泛应用于汽车制造、机械制造、电子电器及航空航天等多个重要领域。我国电镀行业的主要需求来自于汽车和航空航天领域，2024 年电镀行业下游领域中汽车占比 21.45%，航空航天及国防占比 16.75%。

当前电镀行业格局呈现出主流稳固、新秀崛起、高端专精、环保导向的特征。其中，镀锌作为行业的基石工艺，在汽车、建筑等大宗领域仍保持较高的使用量；镀镍则凭借汽车轻量化与电子高可靠性的需求迅速崛起，市场份额已突破 20%；贵金属镀层如镀金、镀银虽占比较低，但凭借其在高端电子与珠宝领域的高单价和优厚利润，占据价值高地；与此同时，全球环保监管趋严正持续推动无铬工艺等绿色替代技术的研发与应用。

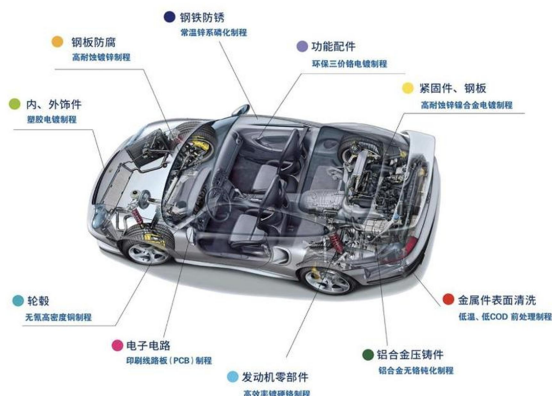
图53：2024 年电镀行业下游领域市场占比



资料来源：中商产业研究院，国信证券经济研究所整理

在汽车及其产业链中，电镀技术是集防护、装饰与功能化于一体的关键工艺。在防护层面，通过镀层为车身结构件、底盘等提供耐腐蚀保护，为刹车片、活塞环等部件赋予耐磨硬化特性；在装饰层面，高光泽的镀铬满足了外观审美，个性化电镀则支持定制化需求；在功能层面，电镀技术确保了电气连接的可靠性以及轻量化与耐高温目标的实现。同时，电镀工艺也是轮毂修复与零部件再利用的核心手段。当前，无氰电镀、真空等离子体电镀、纳米复合电镀等新兴技术正逐步解决传统工艺在环境污染、微孔腐蚀、成本及新材料适配等方面的问题，推动电镀行业向绿色、智能的方向持续发展。

图54：电镀在汽车中的应用



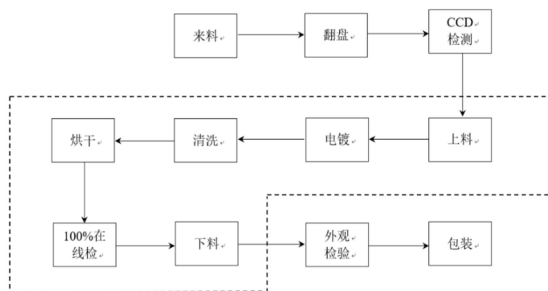
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

## 公司精密电镀的存量业务背靠博世，用于电喷系统

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 2014 年收购星瑞清洁（后改名为无锡开祥）获得，2023 年获批国家级专精特新“小巨人”企业称号。

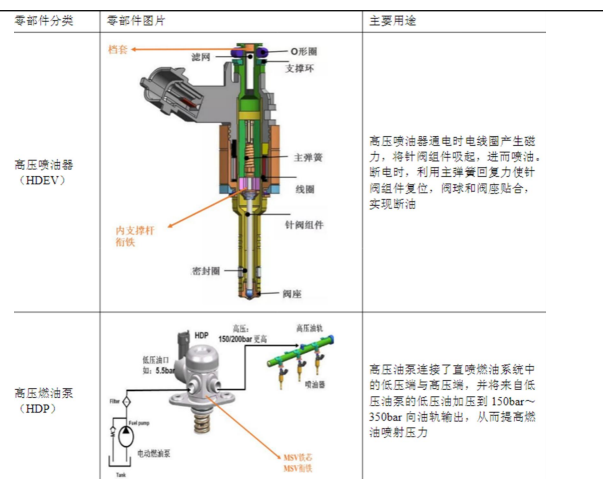
公司主要从事选择性精密电镀产品的研发及制造，为下游客户提供机械零部件和电子元器件选择性精密电镀的解决方案。主要工艺流程为电镀、清洗、烘干等，依靠精密电镀设备及盒对盒选择性镀铬技术，通过特殊的电镀溶液体系，电流精确作用在产品功能区域，电能将铬从离子状态转化为单质状态，引导零件表面硬铬层的有序沉积，对高压喷油器和高压燃油泵相关零部件的指定区域进行精密镀铬，提升零部件的硬度、耐磨性能和耐腐蚀性能。公司现有精密电镀业务，下游主要应用于汽车电喷系统，具体为高压喷油器和高压燃油泵的电镀加工。

图55：无锡开祥电镀工艺流程



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

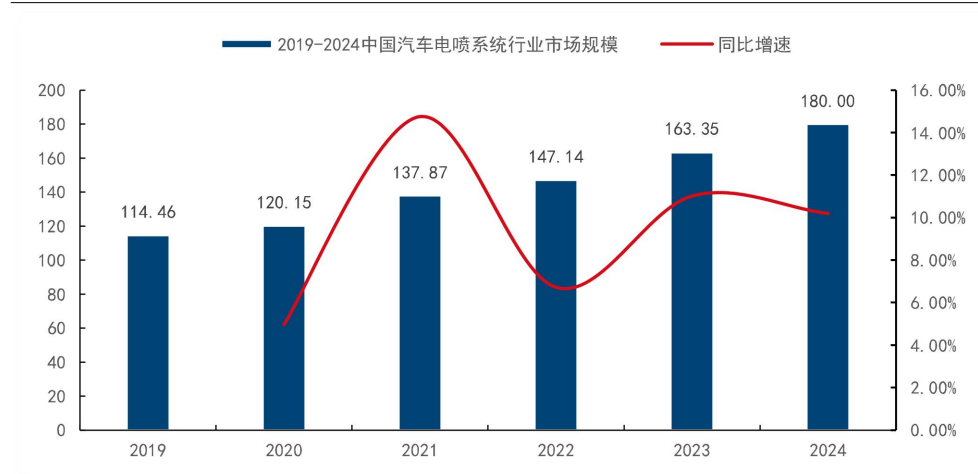
图56：汽车发动机高压喷油器、高压燃油泵



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

汽车电喷系统即电控汽油喷射系统（EFI 系统），是指采用电子控制装置代替传统的机械系统来控制发动机供油过程的一种技术手段。在当今的汽车工业中，汽车电喷系统以其高精度和可靠性成为了标配技术，在提升燃油效率、减少排放并优化发动机性能方面显示出显著优势。2019 年到 2024 年，国内电喷系统行业市场规模持续增长，反映了汽车电喷系统需求的稳步提升。2021 年同比增速水平较高，2023 年至 2024 年增速逐渐下降，行业从高速增长过渡为稳定增长。

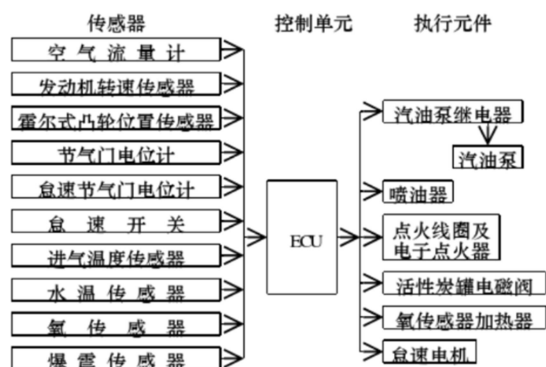
图57: 2019-2024 国内电喷系统行业规模（亿元）



资料来源：智研瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

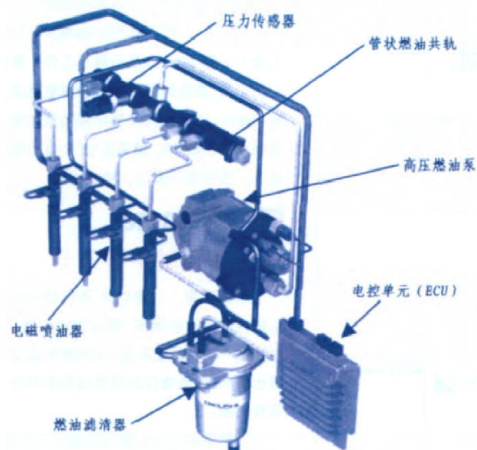
**电喷行业集中度较高，博世占据龙头地位。**博世是国内电喷系统市场的龙头，市场份额超过 50%，覆盖多数高端合资品牌；其 Motronic 系统广泛应用于宝马、奔驰、大众等国际知名汽车品牌的车型中。电装、德尔福、大陆、法雷奥等外资企业主要布局中高端市场；如德尔福的 Multec 系统在通用汽车旗下的部分车型中得到应用，电装 Denso EFI 系统应用于丰田、雷克萨斯等品牌。

图58: 博世 Motronic 电控系统构成框图



资料来源：吴森，《Motronic 发动机电子控制系统的功能及控制原理》，国信证券经济研究所整理

图59: 德尔福 Multec 系统结构图



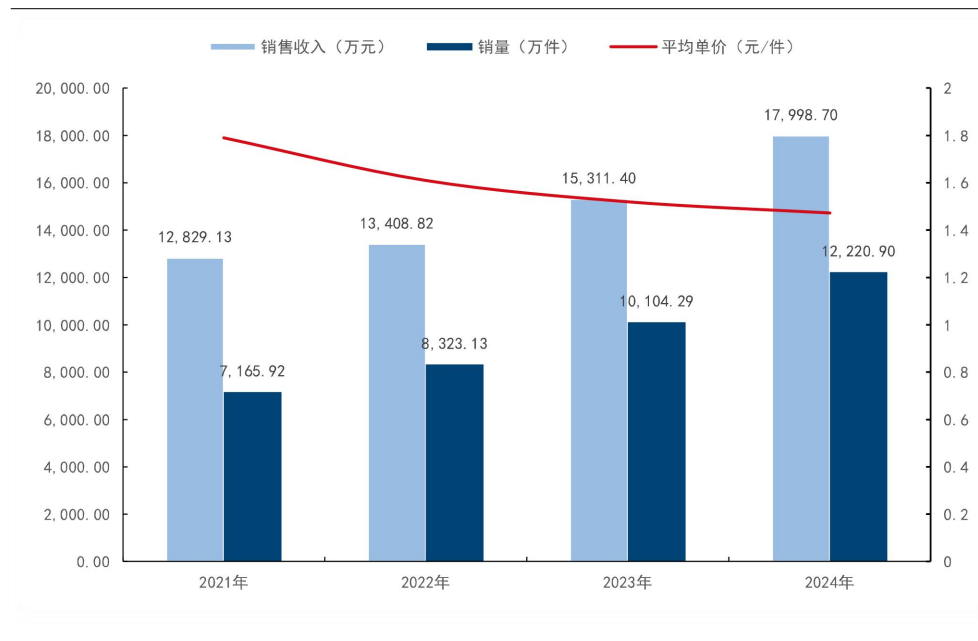
资料来源：敏瑞，《德尔福柴油机电控高压共轨喷油系统（一）》，国信证券经济研究所整理

**公司是联合电子在精密电镀领域的国内核心供应商，背靠博世。**2012 年，为优化供应商体系，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。公司积极响应，开发样件；2014 年开发的样件成功通过德国博世的审核；2016 年起无锡开祥生产线正式量产供货，开始为联合电子及其指定的一级供应商提供服务，成为联合电子的战略供应商；2018 年无锡开祥参与并完成了德国博世新一代高压喷油器的全球同步研发，该新产品满足“国六”排放标准。随着合作的加强，无锡开祥成为联合电子表面处理领域的战略供应商，同时也是德国博世全球产能重

要供应基地之一，在细分领域建立了稳固的市场地位和先发优势。

**公司的精密电镀件销量与收入持续增长。**产品销量在 2021 年-2024 年从 7,166 万件增长至 12,221 万件，累计增幅高达 70.5%，产品市场需求旺盛，公司市场渗透能力极强。销售收入随之稳步增长，从 1.28 亿元提升至 1.80 亿元，累计增长 40.3%，体现公司市场地位的巩固和业务的健康发展。在销量和收入增长的同时，产品平均单价从 1.79 元/件稳定下降至 1.47 元/件，主要系公司与联合电子签订的独家供货协议中，联合电子对公司精密电镀业务单价有稳定年降的要求。

图60: 公司精密电镀件销售及单价情况



资料来源: Wind, 公司发行可转债说明书, 国信证券经济研究所整理

## 无锡开祥新增功率半导体相关业务，打开增长空间

无锡开祥布局车用功率半导体赛道，由纯电镀加工向高端汽车零部件延伸。振华开祥投资建设“新建车用功率半导体组件项目”，实现年产 200 万套新能源汽车用功率半导体组件的能力。该组件是一块非常紧凑的功率模块，应用于混合动力和电动汽车主逆变器，是电动汽车驱动电机系统的重要组成部分，是现有纯电镀产业逐步向高端汽车零部件上下游产业链延伸的实践。公司于 2024 年 8 月 30 日取得无锡市惠山区数据局核发的投资项目备案证；2025 年 2 月 19 日已经取得《关于无锡市振华开祥科技有限公司新建车用功率半导体组件项目环境影响报告书的批复》。

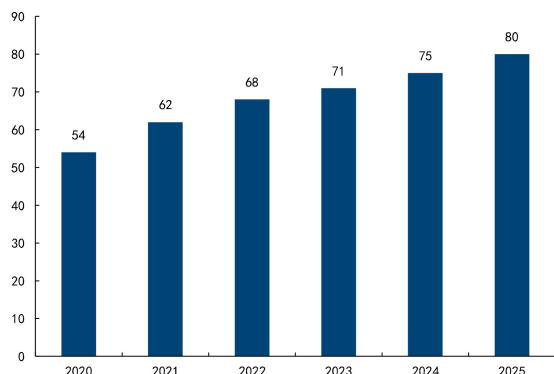
**功率半导体是新能源汽车中的核心元器件，是新能源汽车实现高效能量转换、快速充电与动力控制的“能量心脏”。**从 IGBT、MOSFET 到 SiC、GaN，功率半导体的技术迭代正驱动整车性能提升与成本下降。

**IGBT（绝缘栅双极型晶体管）是当前功率半导体的主流技术之一。**IGBT 是一种复合全控型电压驱动式功率半导体器件，结合了 MOSFET 的高输入阻抗与 BJT 的低导通压降优势。IGBT 全球市场规模从 2020 年约 54 亿美元预计增长到 2025 年约 80 亿美元，IGBT 需求旺盛，行业处于景气周期。中国市场从 2020 年约 144 亿元预



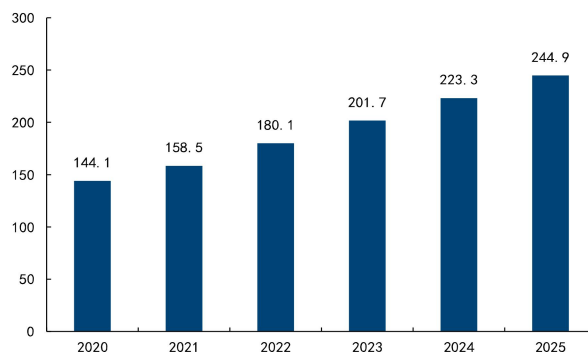
计增至 2025 年约 245 亿元，中国逐渐成为重要的消费市场和生产基地，本土企业的崛起也将是未来市场的主要看点之一。

图61: 世界 IGBT 市场规模预测趋势（亿美元）



资料来源：中商产业研究院，国信证券经济研究所整理

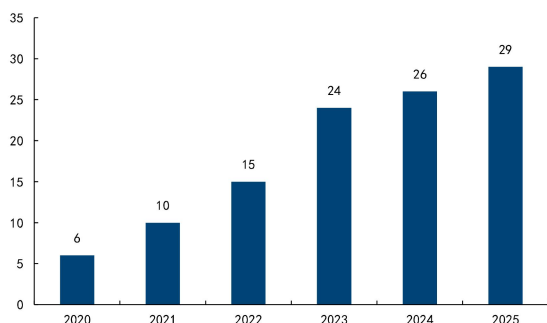
图62: 中国 IGBT 市场规模预测趋势（亿元）



资料来源：中商产业研究院，国信证券经济研究所整理

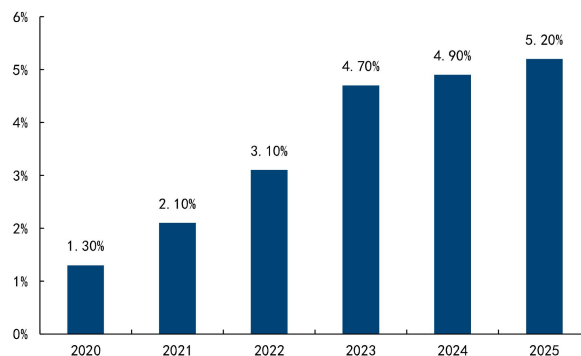
**SiC（碳化硅）突破硅基半导体材料物理限制，成为第三代半导体核心材料。**它具备耐高压、耐高温、高频、抗辐射等优良电气特性，碳化硅功率器件主要应用于新能源车的电驱电控系统，相较于传统硅基功率半导体器件，碳化硅功率器件在耐压等级、开关损耗和耐高温性方面具备许多明显的优势，有助于提升新能源车电力电子驱动系统耐用性。全球 SiC 市场规模从 2020 年 6 亿美元预计到 2025 年将增长至 29 亿，渗透率从 2020 年 1.3% 预计 2025 年提升至约 5.2%，现处于稳定增长阶段，未来潜力大。

图63: 世界 SiC 市场规模预测趋势（亿美元）



资料来源：中商产业研究院，国信证券经济研究所整理

图64: SiC 在全球功率半导体中的渗透率



资料来源：中商产业研究院，国信证券经济研究所整理

当前，公司已取得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。截至 2025 年 H1，公司与上汽英飞凌的相关产品正在研发试制当中。上汽英飞凌系上汽集团与德国英飞凌等股东合资设立的公司，属于行业龙头。2025 年 1 月，英飞凌总投资 15.5 亿元，引进英飞凌全球最新的第三代功率半导体器件产品在无锡生产，2025 年目标市占率 30%，其 CoolSiC MOSFET 已打入比亚迪、蔚来供应链。



图65: 英飞凌无锡工厂



资料来源：英飞凌官微，国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

按假设前提,我们预计公司未来3年年归母净利润 5.01/6.26/7.37 亿元,同比增速分别为 32.5%/24.9%/17.8%。每股收益分别为 1.43/1.79/2.11 元。

**冲压业务方面**，预计公司 2025/2026/2027 年冲压业务营收分别为 17.76/23.30/26.76 亿元，毛利率分别为 20.30%、20.40%、20.50%。

**特斯拉&理想**：公司在特斯拉&理想端营收的增长，主要来自于随着新品、改款获得新业务。2025 年，特斯拉新品、改款推动公司在特斯拉端的营收增长，但考虑特斯拉上海的产能限制，预计公司 2026/2027 年在特斯拉端收入保持稳定。公司在理想端收入随着新品以及销量增长，稳步增长，但整体 ASP 相对较低，营收增长幅度有限。

**小米汽车**：公司冲压业务在小米端 ASP 高，且小米汽车尚处于产品导入期，公司积极布局产能以响应潜在的增量需求，预计小米汽车未来为公司冲压业务贡献主要增量营收。

**上汽集团**：上汽集团三大板块整体销量在 2025 年迎来显著复苏,预计在 2026/2027 年保持微幅增长，公司在上汽集团端的冲压业务预计在 2025 年有所增长，在 2026/2027 年增长有所放缓。特别地，预计随着尚界品牌的发布，上汽集团内部销量结构发生变化，上汽自主品牌销量占比提升，从而对公司分拼业务带来更为积极的影响。

**其他客户**：假设公司未来来自其他客户的冲压业务收入维持稳定。

**毛利率方面**：公司 2025 年中报冲压业务毛利率突破 20%，预计随着后续新势力业务占比的提升，公司冲压业务毛利率会有持续小幅改善，假设 2025/2026/2027 年公司冲压业务毛利率分别为 20.30%/20.40%/20.50%。

表5：公司冲压业务营收与测算（亿元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>冲压：营业收入</b>	<b>12.72</b>	<b>14.84</b>	<b>17.76</b>	<b>23.30</b>	<b>26.76</b>
<b>yoy</b>	<b>7.61%</b>	<b>16.67%</b>	<b>19.67%</b>	<b>31.22%</b>	<b>14.85%</b>
<b>毛利率(%)</b>	<b>8.57%</b>	<b>16.76%</b>	<b>20.30%</b>	<b>20.40%</b>	<b>20.50%</b>
特斯拉	2.47	3.18	5.36	5.61	5.78
yoy		28.74%	68.55%	4.66%	3.00%
占比	19.42%	21.43%	30.18%	24.07%	21.59%
理想	0.65	2.64	2.75	4.19	4.67
yoy		306.15%	4.02%	52.43%	11.57%
占比	5.11%	17.79%	15.46%	17.96%	17.45%
小米		2.42	7.65	11.51	14.31
yoy			216.24%	50.36%	24.40%
占比		16.31%	43.09%	49.38%	53.49%
上汽	4.94	4.64	5.31	5.64	6.17
yoy		-6.07%	14.43%	6.27%	9.38%
占比	38.84%	31.27%	29.90%	24.21%	23.06%
其他客户	4.66	1.96	2.00	2.00	2.00
yoy		-57.94%	2.04%	0.00%	0.00%
占比	36.64%	13.21%	11.26%	8.58%	7.47%

资料来源：Wind, 公司转债募集说明书，国信证券经济研究所整理及预测

参考上述冲压业务假设中核心客户未来业务的预测，对分拼、模具业务进行预测；

以及，参考公司精密电镀业务和新增功率半导体业务的发展进度，对精密电镀业务预测。我们核心假设如下：

**分拼业务：**考虑上汽集团销量的结构性变化，随着自主品牌崛起，预计分拼业务收入的增长较上汽端冲压收入更为显著。预计 2025-2027 年，公司分拼业务收入分别为 5.70/6.60/8.10 亿元，毛利率相比 2025H1 维持稳定，假设为 23.50%。

**模具业务：**作为冲压业务的衍生业务，假设公司模具业务增速与冲压业务保持一致，2025-2027 年收入分别为 3.47/4.55/5.23 亿元，毛利率与 2025H1 保持一致，假设为 18%。

**精密电镀业务：**电喷系统电镀方面，预计未来三年收入保持小幅增长，毛利率保持稳定，2025-2027 年收入分别为 1.89/1.98/2.08 亿元，毛利率假设为 80%。车载功率半导体方面，营收端考虑公司已建成项目的爬产节奏，假设 2025-2027 年收入分别为 0.80/2.40/4.00 亿元；毛利率方面，参考 A 股可比公司黄山谷捷的核心业务“铜针式散热基板”业务，其历史业绩毛利率在 30%左右，公司的功率半导体业务附带高毛利的精密电镀加工环节，预计毛利率不低于可比公司，假设未来三年毛利率为 35%。综上，公司精密电镀业务 2025-2027 年整体收入预计为 2.69/4.38/6.08 亿元，毛利率分别为 66.62%/55.37%/50.41%。

表6：黄山谷捷核心业务“铜针式散热基板”近年营收及毛利（亿元）

	2020	2021	2022	2023	2024
收入	0.65	1.82	4.02	5.9	5.48
成本	0.41	1.31	2.63	3.75	3.88
毛利	0.25	0.51	1.39	2.15	1.6
毛利率	37.79%	28.19%	34.56%	36.37%	29.23%

资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

综上，预计 2025-2027 年，公司整理营业收入为 31.02/40.24/47.57 亿元，增速分别为 22.56%/29.70%/18.21%，整体毛利率分别为 28.02%/27.04%/26.75%。

表7：公司营收拆分与测算（亿元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	23.17	25.31	31.02	40.24	47.57
yoy	32.63%	9.24%	22.56%	29.70%	18.21%
<b>总毛利</b>	5.81	6.55	8.69	10.88	12.73
毛利率(%)	25.07%	25.87%	28.02%	27.04%	26.75%
<b>冲压零部件</b>					
收入	12.72	14.84	17.76	23.30	26.76
yoy	7.61%	16.67%	19.67%	31.22%	14.85%
毛利率(%)	8.57%	16.76%	20.30%	20.40%	20.50%
<b>分拼总成加工业务</b>					
收入	5.91	4.39	5.70	6.60	8.10
yoy	64.62%	-25.72%	29.84%	15.68%	22.63%
毛利率(%)	41.57%	21.91%	23.50%	23.50%	23.50%
<b>模具业务</b>					
收入	1.28	2.90	3.47	4.55	5.23
yoy	39.13%	16.67%	19.67%	31.22%	14.85%
毛利率(%)	4.14%	12.59%	18.00%	18.00%	18.00%
<b>精密电镀业务</b>					
收入	1.53	1.80	2.69	4.38	6.08
yoy		17.65%	49.44%	62.99%	38.76%
毛利率(%)	79.42%	80.53%	66.62%	55.37%	50.41%
其中：电喷系统	1.53	1.80	1.89	1.98	2.08
毛利率(%)	79.42%	80.53%	80.00%	80.00%	80.00%

其中：功率半导体			0.80	2.40	4.00
毛利率(%)			35.00%	35.00%	35.00%
<b>其他业务</b>					
收入(亿元)	1.72	1.38	1.40	1.40	1.40
毛利率(%)	57.72%	93.75%	95.00%	95.00%	95.00%

资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

## 未来 3 年业绩预测

**期间费用率上，在上述假设下，预计公司期间费用率整体稳定。**公司过往的期间费用率，整体保持下滑，各项费用指标已经处于较低水准。销售费用：目前费用率保持在 0.1% 左右，考虑公司主要围绕现有核心客户开展 B 端业务，预计未来销售费用率保持稳定。管理费用&研发费用：若假设费用总额不变，随着规模效应费用率将持续下降；但考虑公司在着力发展功率半导体业务，且未来仍有拓展其他新业务的可能，我们假设二者费用率不变，费用额度随规模提升。

公司在 2025 年发行可转债，并在 2025 年总股本由 2.5 亿股升至 3.5 亿股。

表8：公司期间费用率预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>管理费用率</b>	4.14%	3.48%	3.46%	3.53%	3.58%
<b>研发费用率</b>	2.79%	2.48%	2.50%	2.50%	2.50%
<b>销售费用率</b>	0.11%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%

资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

注：管理费用剔除无形资产摊销

**综上，在当前假设条件下，预计 2025-2027 年，公司营业收入分别为 31.02/40.24/47.57 亿元，同比增速为 22.6%/29.7%/18.2%；2025-2027 年归母净利润分别为 5.01/6.26/7.37 亿元，同比增速分别为 32.5%/24.9%/17.8%；预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.43/1.79/2.11 元，对应 PE 分别为 15.8/12.6/10.7 倍。**

表9：未来 3 年盈利预测表（百万元）

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	2531	3102	4024	4757
<b>营业成本</b>	1876	2233	2936	3484
<b>销售费用</b>	3	3	4	5
<b>管理费用</b>	95	118	153	181
<b>研发费用</b>	63	78	101	119
<b>财务费用</b>	25	28	25	22
<b>营业利润</b>	453	601	751	885
<b>利润总额</b>	454	601	751	885
<b>归属于母公司净利润</b>	378	501	626	737
<b>EPS（元）</b>	1.51	1.43	1.79	2.11
<b>ROE</b>	15.5%	18.2%	19.8%	20.4%

资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

注：公司总股本在 2025 年增至 350 百万股

## 盈利预测情景分析

表10: 情景分析（乐观、中性、悲观）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	2,317	2,531	3,159	4,192	5,032
(+/-%)	32.7%	9.2%	24.8%	32.7%	20.0%
净利润(百万元)	277	378	732	951	1144
(+/-%)	242.6%	36.3%	93.7%	29.9%	20.2%
摊薄 EPS	1.11	1.51	2.09	2.72	3.27
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	2,317	2,531	3,102	4,024	4,757
(+/-%)	32.7%	9.2%	22.6%	29.7%	18.2%
净利润(百万元)	277	378	501	626	737
(+/-%)	242.6%	36.3%	32.5%	24.9%	17.8%
摊薄 EPS(元)	1.11	1.51	1.43	1.79	2.11
<b>悲观的预测</b>					
营业收入(百万元)	2,317	2,531	3,045	3,859	4,492
(+/-%)	32.7%	9.2%	20.3%	26.7%	16.4%
净利润(百万元)	277	378	285	334	382
(+/-%)	242.6%	36.3%	-24.5%	17.1%	14.4%
摊薄 EPS	1.11	1.51	0.82	0.95	1.09
总股本(百万股)	250	250	350	350	350

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测



## 估值与投资建议

估值方面，公司冲压、分拼、模具业务等传统业务，和精密电镀业务（含功率半导体）在产品、工艺、客户、壁垒、利润率等多方面差异较大，因此采用分部估值法，对传统业务和精密电镀业务进行分部估值。

根据传统业务和精密电镀业务的收入以及毛利率，以及公司整体的盈利能力情况，分拆传统业务和精密电镀业务的净利润贡献。预计在 2025-2027 年，传统业务的净利润贡献为 3.54/4.34/4.99 亿元，精密电镀业务的净利润贡献为 1.47/1.92/2.38 亿元。

表11：公司传统业务和精密电镀业务净利润分部拆分与预测（亿元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	23.17	25.31	31.02	40.24	47.57
毛利率(%)	25.07%	25.87%	28.02%	27.04%	26.75%
<b>归母净利润</b>	<b>2.77</b>	<b>3.78</b>	<b>5.01</b>	<b>6.26</b>	<b>7.37</b>
净利润率	11.96%	14.93%	16.15%	15.56%	15.49%
<b>毛/净利润率差值</b>	<b>13.12%</b>	<b>10.94%</b>	<b>11.87%</b>	<b>11.49%</b>	<b>11.26%</b>
冲压零部件					
收入	12.72	14.84	17.76	23.30	26.76
毛利率(%)	8.57%	16.76%	20.30%	20.40%	20.50%
净利润贡献	-0.58	0.86	1.50	2.08	2.47
分拼总成加工业务					
收入	5.91	4.39	5.70	6.60	8.10
毛利率(%)	41.57%	21.91%	23.50%	23.50%	23.50%
净利润贡献	1.68	0.48	0.66	0.79	0.99
模具业务					
收入	1.28	2.90	3.47	4.55	5.23
毛利率(%)	4.14%	12.59%	18.00%	18.00%	18.00%
净利润贡献	-0.11	0.05	0.21	0.30	0.35
其他业务					
收入（亿元）	1.72	1.38	1.40	1.40	1.40
毛利率(%)	57.72%	93.75%	95.00%	95.00%	95.00%
净利润贡献	0.77	1.14	1.16	1.17	1.17
传统业务合计					
收入	21.63	23.51	28.34	35.86	41.49
<b>净利润贡献</b>	<b>1.75</b>	<b>2.54</b>	<b>3.54</b>	<b>4.34</b>	<b>4.99</b>
精密电镀业务					
收入	1.53	1.80	2.69	4.38	6.08
毛利率(%)	79.42%	80.53%	66.62%	55.37%	50.41%
<b>净利润贡献</b>	<b>1.01</b>	<b>1.25</b>	<b>1.47</b>	<b>1.92</b>	<b>2.38</b>

资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

### 传统业务估值：58.59-62.93 亿元

公司在冲压业务等传统业务领域，选取可比公司为博俊科技、多利科技、常青股份、黎明股份、威唐工业、新朋股份。其中，博俊科技、多利科技具备相对稳定的盈利能力以及相对完善的市场预期，根据 Wind 一致预期，二者在 2026 年的平均 PE 为 13.8 倍。参考上文，公司与同业在冲压业务上的对比，公司的盈利能力趋势相对较好，在 2025H1 达到了可比公司领先水平，公司传统业务的合理估值中枢，应在可比公司平均值之上。给予 2026 年公司传统业务合理 PE 估值为 13.5-14.5 倍，对应市值 58.59-62.93 亿元。

表12: 公司传统业务部分可比公司预测及估值

代码	公司	市值(亿元)	营收(亿元)			归母净利润(亿元)			TTM	PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E
300926.SZ	博俊科技	141.11	59.60	76.92	92.73	8.73	11.21	13.67	19.23	16.16	12.58	10.32
001311.SZ	多利科技	76.88	40.32	46.34	53.57	4.28	5.12	6.03	21.16	17.97	15.01	12.74
平均值									20.20	17.07	13.80	11.53

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 估值日期 2025 年 10 月 24 日, 采用 Wind 一致预期

表13: 公司传统业务部分可比公司 TTM 估值

代码	公司	市值(亿元)	2024 营收(亿元)	2024 归母净利润(亿元)	PS-ttm	PE-ttm
300926.SZ	博俊科技	141.11	42.12	6.13	2.81	19.23
603768.SH	常青股份	29.05	33.75	0.68	0.84	294.79
001311.SZ	多利科技	76.88	35.66	4.25	2.03	21.16
603006.SH	联明股份	37.02	7.72	0.63	4.69	61.64
300707.SZ	威唐工业	27.81	8.58	0.21	3.50	117.90
002328.SZ	新朋股份	48.39	49.91	1.54	1.10	34.15
平均值					2.50	91.48
中位数					2.50	61.64

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 估值日期 2025 年 10 月 24 日, 部分可比公司无 Wind 一致预期或盈利不稳定导致 PE 估值偏差

### 精密电镀业务估值: 38.40-48.00 亿元

精密电镀业务部分, 公司在 A 股的可比公司为黄山谷捷。根据黄山谷捷的 Wind 一致预期, 黄山谷捷在 2026 年的 PE 估值为 28.86 倍。公司精密电镀业务, 电喷系统相关业务毛利率高, 功率半导体相关业务与黄山谷捷近似, 但是附加了高毛利的电镀表面处理工艺。

公司精密电镀业务估值中枢, 理应不低于黄山谷捷的合理估值。但黄山谷捷目前上市不足一年, 预期与估值尚处于不稳定阶段, 随着未来业绩释放, 不排除估值回落的可能。对公司精密电镀业务的合理估值, 在黄山谷捷 2026 年预期估值的基础上, 进行调整。给予 2026 年公司精密电镀业务 PE 估值 20-25 倍, 对应市值为 38.40-48.00 亿元。

表14: 公司无锡开祥业务可比公司预测与估值(亿元)

	市值	2025H1 业绩			营收			归母净利润			PE		
		营收	归母净利润	毛利率	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
301581.SZ 黄山谷捷	41.92	3.74	0.38	15.79%	9.24	11.16	12.92	1.25	1.45	1.75	33.47	28.86	23.89

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 估值日期 2025 年 10 月 24 日, 采用 Wind 一致预期

叠加传统业务后, 分部估值下, 预计 2026 年公司合理市值区间为 96.99-110.93 亿元, 对应 2026 年整体 PE 估值为 15.49-17.72 倍, 空间为 22.67%-40.30%。

## 投资建议

综上，预计 2025-2027 年，公司营业收入分别为 31.02/40.24/47.57 亿元，同比增速为 22.6%/29.7%/18.2%；2025-2027 年归母净利润分别为 5.01/6.26/7.37 亿元，同比增速分别为 32.5%/24.9%/17.8%；预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.43/1.79/2.11 元，对应 PE 分别为 15.8/12.6/10.7 倍。

采用分部估值法，预计 2026 年公司合理市值区间为 96.99-110.93 亿元，对应股价 27.71-31.69 元，较当前空间为 22.67%-40.30%。

## 风险提示

### 估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了分部估值法,得出公司的合理市值在 96.99-110.93 亿元之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年销量、营收、毛利率、期间费用的判断和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多个人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

分部估值方面:我们选取了有完善一致预期的可比公司博俊科技、多利科技对公司传统业务进行相对估值;选取黄山谷捷,对公司精密电镀及功率半导体业务进行相对估值。由于可选择的可比公司数量较少,可能造成估值的波动性增大,从而导致公司的估值受可比公司个股波动影响过大。

### 盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 22.6%/29.7%/18.2%,可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 28.02%/27.04%/26.75%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司功率半导体业务稳定排产,可能对产品放量的时间点预期过早,导致高估未来三年内的功率半导体业绩。
- ◆ 公司精密电镀业务利润率高,未来可能有未知的不可控风险,导致其毛利率无法达到现在的状态。

### 经营风险

**传统业务经营的风险:**公司传统业务可能会由于资源有限导致增速有限或未能企稳,从而导致我们对公司传统业务高估。

**功率半导体展业受阻的风险:**公司功率半导体业务可能由于客户和潜在客户进度问题导致展业受阻,从而产能利用率不足。

**核心客户经营风险:**公司业务与核心客户经营情况高度相关,核心客户新品、存量产品销量不足,会导致公司业绩受影响。

**客户集中度较高的风险:**公司业务和核心客户上汽集团、小米汽车等关联度较高,核心客户的业务波动会对公司业绩带来较大的影响。

### 汽车行业总量风险

**国内乘用车需求降低的风险:**当前国内“以旧换新补贴”和“转让置换补贴”等多重政策刺激,车市整体需求稳定。若未来汽车消费需求存在被透支的情况,可能产生国内乘用车整体需求降低的风险。

**海外乘用车需求降低的风险:**公司核心客户上汽集团具有出海业务。但面对错综复杂的国际形势或不可抗力因素,以及可能存在的海外经济衰退,海外乘用车需求有降低的风险。

## 竞争加剧的风险

**精密电镀竞争加剧的风险：**公司精密电镀业务具备一定壁垒，且目前市场参与者较少，但不排除后续市场竞争加剧，导致公司后续项目利润率下降。

**下游客户竞争加剧的风险：**下游客户竞争加剧，可能会导致价格压力传导至供应链，从而导致公司收入和盈利能力的波动。目前反内卷大环境下，仍不排除因市场化因素导致汽车行业竞争加剧的风险。

## 政策风险

**国内政策收缩的风险：**当前国内汽车消费政策刺激力度仍大，但不排除有政策收缩的风险。

**海外关税政策的风险：**目前海外多数地区关税政策落地，但不排除未来关税政策进一步收紧的可能。

## 技术风险

**技术被赶超或替代的风险：**公司精密电镀业务存在较高壁垒，不排除工艺技术被赶超从而导致竞争力下降的风险。

**关键技术人才流失风险：**关键技术人才的培养和管理是公司竞争优势的主要来源之一。随着行业竞争格局的变化，对行业技术人才的争夺将日趋激烈。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制，将缺乏对技术人才的吸引力，可能导致现有核心技术人员流失，这将对公司的生产经营造成重大不利影响。

## 其它风险

**原材料价格波动的风险：**公司上游原材料如钢材等价格波动会对公司业务产生影响，从而影响公司的毛利率水平。

**不可抗力的风险：**公司核心客户涉及出海业务，容易受全球不可抗力影响，导致当地需求降低、运输受阻、政策受限等风险。



## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	215	184	150	233	367	营业收入	2317	2531	3102	4024	4757
应收款项	1518	1487	1851	2467	2850	营业成本	1736	1876	2233	2936	3484
存货净额	326	291	408	524	611	营业税金及附加	29	28	32	45	52
其他流动资产	149	338	280	387	507	销售费用	3	3	3	4	5
<b>流动资产合计</b>	<b>2208</b>	<b>2301</b>	<b>2689</b>	<b>3611</b>	<b>4336</b>	管理费用	102	95	118	153	181
固定资产	1973	2110	2298	2512	2681	研发费用	65	63	78	101	119
无形资产及其他	215	267	256	245	235	财务费用	22	25	28	25	22
投资性房地产	181	176	176	176	176	投资收益	0	(1)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(7)	(11)	(9)	(9)	(10)
<b>资产总计</b>	<b>4576</b>	<b>4853</b>	<b>5420</b>	<b>6544</b>	<b>7426</b>	其他收入	(71)	(38)	(78)	(101)	(119)
短期借款及交易性金融负债	593	744	677	635	649	营业利润	347	453	601	751	885
应付款项	1508	1437	1735	2403	2793	营业外净收支	(1)	0	0	0	0
其他流动负债	159	136	155	231	261	<b>利润总额</b>	<b>347</b>	<b>454</b>	<b>601</b>	<b>751</b>	<b>885</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2260</b>	<b>2316</b>	<b>2567</b>	<b>3270</b>	<b>3703</b>	所得税费用	69	76	100	125	148
长期借款及应付债券	26	10	10	10	10	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	105	91	94	97	95	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>277</b>	<b>378</b>	<b>501</b>	<b>626</b>	<b>737</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>131</b>	<b>101</b>	<b>103</b>	<b>107</b>	<b>105</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>					
<b>负债合计</b>	<b>2391</b>	<b>2417</b>	<b>2671</b>	<b>3377</b>	<b>3808</b>	净利润	277	378	501	626	737
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(1)	4	2	1	1
股东权益	2185	2436	2749	3167	3619	折旧摊销	171	208	220	252	280
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4576</b>	<b>4853</b>	<b>5420</b>	<b>6544</b>	<b>7426</b>	公允价值变动损失	7	11	9	9	10
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	22	25	28	25	22
每股收益	0.79	1.08	1.43	1.79	2.11	营运资本变动	(21)	(222)	(101)	(89)	(173)
每股红利	0.13	0.49	0.54	0.59	0.81	其它	1	(4)	(2)	(1)	(1)
每股净资产	6.24	6.96	7.85	9.05	10.34	<b>经营活动现金流</b>	<b>435</b>	<b>375</b>	<b>629</b>	<b>797</b>	<b>854</b>
ROIC	11.78%	12.45%	16%	18%	19%	资本开支	0	(331)	(409)	(465)	(449)
ROE	12.69%	15.51%	18%	20%	20%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	25%	26%	28%	27%	27%	<b>投资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>(331)</b>	<b>(409)</b>	<b>(465)</b>	<b>(449)</b>
EBIT Margin	17%	18%	21%	20%	19%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	24%	27%	28%	26%	25%	负债净变化	26	(17)	0	0	0
收入增长	33%	9%	23%	30%	18%	支付股利、利息	(46)	(171)	(188)	(208)	(285)
净利润增长率	243%	36%	33%	25%	18%	其它融资现金流	(230)	301	(67)	(42)	14
资产负债率	52%	50%	49%	52%	51%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(270)</b>	<b>(75)</b>	<b>(255)</b>	<b>(249)</b>	<b>(271)</b>
股息率	0.6%	2.2%	2.4%	2.6%	3.6%	<b>现金净变动</b>	<b>164</b>	<b>(30)</b>	<b>(35)</b>	<b>83</b>	<b>134</b>
P/E	28.5	20.9	15.8	12.6	10.7	货币资金的期初余额	50	215	184	150	233
P/B	3.6	3.2	2.9	2.5	2.2	货币资金的期末余额	215	184	150	233	367
EV/EBITDA	18.6	15.3	12.3	10.9	9.8	企业自由现金流	0	44	242	352	422
						权益自由现金流	0	328	152	289	418

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032