

公司研究

3Q25 毛利率环比回落，看好冲压主业+电镀业务持续开拓

——无锡振华（605319.SH）2025 年三季度报点评报告

要点

3Q25 业绩披露：2025 年前三季度公司总营业收入同比+15.4%至 19.96 亿元（vs. 约占我们全年预测的 58%），归母净利润同比+27.2%至 3.18 亿元（vs. 约占我们全年预测的 63%）；其中，3Q25 营业收入同比+15.7%/环比+3.2%至 7.09 亿元，归母净利润同比+27.2%/环比+9.7%至 1.17 亿元。

3Q25 毛利率环比回落：利润端：2025 年前三季度公司毛利率同比+3.5pcts 至 28.4%，其中 3Q25 毛利率同比+1.7pcts/环比-2.5pcts 至 27.4%。费用端：2025 年前三季度公司销管研三费费用率同比-0.4pcts 至 6.7%，其中 3Q25 销管研三费费用率同比+0.5pcts/环比+0.4pcts 至 6.9%。我们判断，3Q25 公司毛利率回落主要受理想销量环比下滑拖累（3Q25 理想汽车销量环比-16.1%至 9.3 万辆），原材料价格下行+小米/上汽/特斯拉等客户销量提升消化部分负面影响。预计 4Q25E 随尚界 H5 爬坡、以及电镀业务持续放量，公司盈利有望进一步提升。

新能源客户为冲压主业注入新动能，电镀业务打开新成长空间：我们看好公司：1) 冲压主业已配套上汽、特斯拉、小米汽车、理想等客户，公司已发行可转债募资 4.2 亿元用于廊坊工厂建设，或进一步强化配套小米等客户，预计下游核心客户销量增长势头强劲或带动公司业务规模+盈利能力进一步增强；2) 电镀业务方面，公司全资子公司无锡开祥为联合电子精密镀铬领域国内唯一合格供应商、也是德国博世全球产能重要供应基地之一，2024 年无锡开祥新获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定点，预计业务布局延伸至汽车电子器件领域或迎来新增长点。我们看好公司新能源项目以及电镀业务持续开拓带动业绩稳步增长前景。

维持“买入”评级：鉴于公司配套部分客户销量表现承压，下调 2025E/2026E/2027E 归母净利润预测 5%/7%/6%至 4.8/5.6/6.2 亿元。我们看好公司冲压+电镀双驱动业绩稳健增长前景，维持“买入”评级。

风险提示：下游客户新车型进展不及预期、电镀业务开拓情况不及预期、原材料价格波动风险、核心客户销量受关税政策波动影响不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,317	2,531	3,206	3,704	3,920
营业收入增长率	32.65%	9.23%	26.68%	15.55%	5.83%
归母净利润（百万元）	277	378	480	563	623
归母净利润增长率	242.63%	36.30%	26.94%	17.38%	10.70%
EPS（元）	1.11	1.51	1.37	1.61	1.78
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.69%	15.51%	17.02%	17.39%	16.88%
P/E	20	14	16	14	12
P/B	2.5	2.2	2.7	2.4	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-10-30；注：2023 年股本为 2.50 亿、2024 年股本为 2.50 亿，2025E-2027E 按股本 3.5 亿计算

买入（维持）

当前价：21.87 元

作者

分析师：倪昱婧

执业证书编号：S0930515090002

021-52523876

niyj@ebscn.com

分析师：邢萍

执业证书编号：S0930525050001

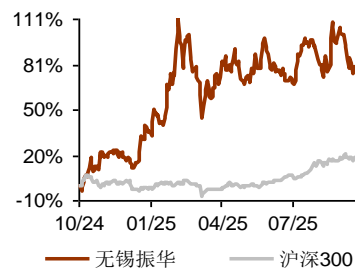
021-52523838

xingping@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	3.50
总市值(亿元):	76.56
一年最低/最高(元):	12.26/28.45
近 3 月换手率:	104.75%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-16.06	-12.20	49.53
绝对	-14.57	1.26	70.62

资料来源：Wind

相关研报

2Q25 毛利率表现亮眼，新能源客户或持续引领冲压主业增长——无锡振华（605319.SH）2025 年半年报点评报告（2025-07-07）

核心客户订单超预期，冲压+电镀双驱动业绩稳健增长——无锡振华（605319.SH）跟踪报告（2025-07-07）

4Q24 业绩同环比双增，新能源+电镀业务持续开拓——无锡振华（605319.SH）2024 年业绩点评报告（2025-04-28）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,317	2,531	3,206	3,704	3,920
营业成本	1,736	1,876	2,368	2,732	2,872
折旧和摊销	171	208	244	288	322
税金及附加	29	28	32	37	39
销售费用	3	3	3	4	4
管理费用	102	95	127	133	141
研发费用	65	63	83	93	94
财务费用	22	25	24	28	27
投资收益	0	-1	0	0	0
营业利润	347	453	600	704	779
利润总额	347	454	600	704	779
所得税	69	76	120	141	156
净利润	277	378	480	563	623
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	277	378	480	563	623
EPS(元)	1.11	1.51	1.37	1.61	1.78

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	424	469	930	877	989
净利润	277	378	480	563	623
折旧摊销	171	208	244	288	322
净营运资金增加	62	233	-134	37	-2
其他	-86	-350	340	-11	47
投资活动产生现金流	-506	-470	-852	-700	-650
净资本支出	-506	-470	-850	-700	-650
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	0	0	-2	0	0
融资活动现金流	155	-51	-38	-142	-324
股本变化	50	0	100	0	0
债务净变化	249	134	77	25	-130
无息负债变化	610	-108	464	177	-29
净现金流	73	-52	40	35	15

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	25.1%	25.9%	26.1%	26.2%	26.7%
EBITDA 率	28.5%	30.4%	26.7%	27.6%	28.6%
EBIT 率	17.7%	19.7%	19.1%	19.8%	20.4%
税前净利润率	15.0%	17.9%	18.7%	19.0%	19.9%
归母净利润率	12.0%	14.9%	15.0%	15.2%	15.9%
ROA	6.1%	7.8%	8.3%	8.8%	9.3%
ROE (摊薄)	12.7%	15.5%	17.0%	17.4%	16.9%
经营性 ROIC	11.9%	13.0%	13.4%	14.4%	14.5%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	52%	50%	51%	49%	45%
流动比率	0.98	0.99	0.92	0.93	0.97
速动比率	0.83	0.87	0.76	0.75	0.78
归母权益/有息债务	3.53	3.23	3.40	3.79	5.09
有形资产/有息债务	6.81	5.92	6.23	6.60	8.09

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	4,576	4,853	5,776	6,397	6,692
货币资金	215	184	224	259	274
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,507	1,485	1,523	1,584	1,490
应收票据	8	0	16	19	20
其他应收款 (合计)	2	2	3	4	4
存货	326	291	454	526	554
其他流动资产	82	281	315	340	351
流动资产合计	2,208	2,301	2,618	2,827	2,793
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,588	1,904	2,269	2,516	2,734
在建工程	385	205	176	151	132
无形资产	215	267	478	620	700
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	6	23	23	23	23
非流动资产合计	2,369	2,552	3,158	3,570	3,898
总负债	2,391	2,417	2,958	3,160	3,000
短期借款	581	731	808	834	703
应付账款	1,488	1,274	1,895	2,049	2,011
应付票据	20	163	24	27	29
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	2,260	2,316	2,852	3,049	2,887
长期借款	26	10	10	10	10
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	83	79	86	91	93
非流动负债合计	131	101	106	111	113
股东权益	2,185	2,436	2,818	3,237	3,692
股本	250	250	350	350	350
公积金	1,098	1,110	1,058	1,115	1,141
未分配利润	886	1,106	1,440	1,803	2,231
归属母公司权益	2,185	2,436	2,818	3,237	3,692
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.11%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
管理费用率	4.40%	3.75%	3.95%	3.60%	3.60%
财务费用率	0.94%	1.01%	0.76%	0.76%	0.68%
研发费用率	2.79%	2.48%	2.60%	2.50%	2.40%
所得税率	20%	17%	20%	20%	20%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.38	0.39	0.41	0.48	0.53
每股经营现金流	1.69	1.88	2.66	2.50	2.83
每股净资产	8.72	9.74	8.05	9.25	10.55
每股销售收入	9.25	10.12	9.16	10.58	11.20

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	20	14	16	14	12
PB	2.5	2.2	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	10.4	8.8	9.9	8.3	7.5
股息率	1.7%	1.8%	1.9%	2.2%	2.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP