



# 无锡振华 (605319.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

## 冲压+电镀双轮驱动，全力转型新能源

### 投资逻辑

**深耕冲压件三十余载，冲压+电镀双线并行。**公司成立于1989年，前身是胡埭仪表厂，早期公司专注于汽车冲压焊接零部件制造，2005年进入上汽供应商名单，2020年后顺应电动化趋势，积极拓展新能源客户，围绕主机厂属地化扩产，形成了“无锡+上海+郑州+宁德+武汉+廊坊”多地联动的产能布局。2023年公司切入电镀业务，配套联电生产油门喷嘴产品，电镀业务毛利率超过70%带动公司盈利水平持续提升，2025年电镀业务向功率半导体组件进军。

**客户从上汽系向新能源客户切换，新势力收入占比超三成。**公司伴随上汽系起家，与上汽系合作超20年建立了紧密的合作关系，公司作为上汽集团郑州和宁德工厂车身分拼总成加工业务的唯一供应商，在客户工厂周边设厂，公司与上汽形成了紧密的绑定关系；2020年开始积极拓展新能源客户，深入配套理想、特斯拉、小米等新能源车企，公司在上海建厂属地化配套特斯拉，2025年公司发行可转债，规模5.2亿元，属地化配套京津冀车企，转股价为22.64元/股，目前小米等车企处于新车周期，随着新能源客户收入的持续增长，新能源客户收入占比将持续增长，特斯拉/小米/理想合计收入占比从2021年的9%提升至2024年的33%，冲压总体收入三年增长40%。

**收购开祥布局电镀，IGBT/SiC赋能第二曲线腾飞。**公司通过收购无锡开祥进军电镀业务领域，无锡开祥2008年正式成立；2012年切入精密电镀赛道；2015年与联合电子签订战略合作协议，成为其国内唯一高压电喷系统镀铬供应商，技术通过博世全球认证，在精密镀铬工艺领域具有较高的行业地位。2025年电镀业务向IGBT/SiC功率半导体进军，无锡开祥投资1.05亿元建设的车用功率半导体组件项目已取得环保部门审批，项目建成后预计生产新能源汽车用功率半导体组件200万套/年，为公司发展带来新动能。

### 盈利预测、估值和评级

我们预测2025-2027年的营收分别为29.63/37.04/45.02亿元，同比分别增长17%/25%/22%，归母净利分别为5.01/6.08/7.49亿元，同比分别增长33%/21%/23%。可比公司2026年平均PE为21X，公司冲压件业务向小米、特斯拉等客户拓展，同时向功率半导体拓展，考虑到公司业务兼具稳定性和成长性，我们给予2026年20X估值，对应目标价34.71元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

### 风险提示

原材料价格波动；下游销量波动；功率半导体放量不及预期；限售股解禁；技术迭代等风险。

### 汽车组

分析师：徐慧雄（执业S1130525110005）

xuhuixiong@gjzq.com.cn

分析师：何冠男（执业S1130525110006）

heguannan@gjzq.com.cn

市价（人民币）：23.54元

目标价（人民币）：34.71元



### 公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,317	2,531	2,963	3,704	4,502
营业收入增长率	32.65%	9.23%	17.09%	25.00%	21.54%
归母净利润(百万元)	277	378	501	608	749
归母净利润增长率	242.63%	36.30%	32.68%	21.20%	23.35%
摊薄每股收益(元)	1.107	1.511	1.432	1.736	2.141
每股经营性现金流净额	1.69	1.88	1.93	1.68	2.22
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.69%	15.51%	18.12%	19.40%	20.93%
P/E	20.80	13.93	16.44	13.56	11.00
P/B	2.64	2.16	2.98	2.63	2.30

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

1. 无锡振华：冲压老牌企业，业务向新能源进军 . . . . .	4
1.1. 深耕汽车行业三十载，2020 年后转型新能源 . . . . .	4
1.2. 钱氏家族控股，子公司分工明确 . . . . .	5
1.3. 四年利润复合增速超 30%，电镀并表提升盈利性 . . . . .	6
2. 冲压向新能源转型，分拼深化上汽合作 . . . . .	7
2.1. 冲压业务：从上汽系转型到小米/特斯拉等新能源客户 . . . . .	7
2.2. 分拼总成业务：自动化模式深度绑定上汽 . . . . .	10
3. 收购无锡开祥，进军电镀业务 . . . . .	10
3.1. 无锡开祥紧密配套联电，并表后切入电镀业务 . . . . .	10
3.2. 转型功率半导体电镀，新业务放量可期 . . . . .	12
4. 盈利预测与投资建议 . . . . .	14
4.1. 盈利预测 . . . . .	14
4.2. 投资建议及估值 . . . . .	15
5. 风险提示 . . . . .	15

## 图表目录

图表 1：公司深耕冲压件三十载，2021 年后成功切入特斯拉、小米等新能源供应链 . . . . .	4
图表 2：公司业务以冲压为主，电镀业务 2025 年上半年占比 7.32% . . . . .	5
图表 3：股权结构集中稳定，下属子公司实现对下游主机厂的属地化配套（截至 2025 年 9 月 30 日股权） . . . . .	5
图表 4：九大生产基地协同发展，形成“无锡+上海+郑州+宁德+武汉+廊坊”联动布局 . . . . .	6
图表 5：公司近年营收维持高速增长 . . . . .	6
图表 6：冲压与分拼业务稳健增长，电镀业务是新增长级 . . . . .	6
图表 7：2020–2024 年归母净利润 CAGR 达 38% . . . . .	7
图表 8：25Q1~Q3 净利率提升至 15%以上 . . . . .	7
图表 9：随着新能源客户量产，冲压件毛利率提升 . . . . .	7
图表 10：期间费用率整体良好，维持在较低且稳定水平 . . . . .	7
图表 11：2024 年冲压行业竞争格局较为分散，上市公司市占率多在 1%附近波动 . . . . .	8
图表 12：上汽系收入占比 18 年的 46%下降至 2024 年的 36% . . . . .	8
图表 13：传统客户收入保持稳健，新能源客户增长 . . . . .	8
图表 14：公司紧跟行业趋势，从深度绑定上汽系成功转型至全面拥抱造车新势力 . . . . .	9
图表 15：特斯拉中国销量基数庞大且稳健，为公司提供充足订单支撑 . . . . .	9
图表 16：小米汽车销量持续攀升 . . . . .	9
图表 17：小米汽车主要车型为 SU7、SU7 Ultra、YU7 . . . . .	9



图表 18: 引入先进自动化产线, 分拼总成业务实现高效、准时化生产 .....	10
图表 19: 分拼总成业务虽受短期波动影响, 但过往整体保持良好的增长态势 .....	10
图表 20: 无锡开祥发展历程 .....	11
图表 21: 无锡振华电镀业务主营产品及用途 .....	11
图表 22: 开祥选择性精密加工电镀业务营业收入 (亿元) 及同比增长 .....	11
图表 23: 无锡开祥掌握核心精密电镀工艺, 产品覆盖高压喷油器、燃油泵等关键部件.....	11
图表 24: 汽车电镀市场规模约 400 亿元 .....	12
图表 25: 2022 年按照电镀镀种分类镀镍占比最高超 20% .....	12
图表 26: 英飞凌 HybridPACK™ 系列功率模块基板发展历程.....	12
图表 27: 下游龙头联合电子与英飞凌积极扩产, 直接拉动上游电镀加工需求 .....	13
图表 28: 新能源汽车驱动全球 IGBT/SiC 模块市场高速增长, 预计 2032 年规模超 180 亿美元.....	13
图表 29: 全球车规级 SiC 模块处于爆发前夜, 行业高增将赋能公司电镀业务第二曲线.....	13
图表 30: 盈利预测 (单位: 亿元) .....	14
图表 31: 可比公司估值比较 .....	15

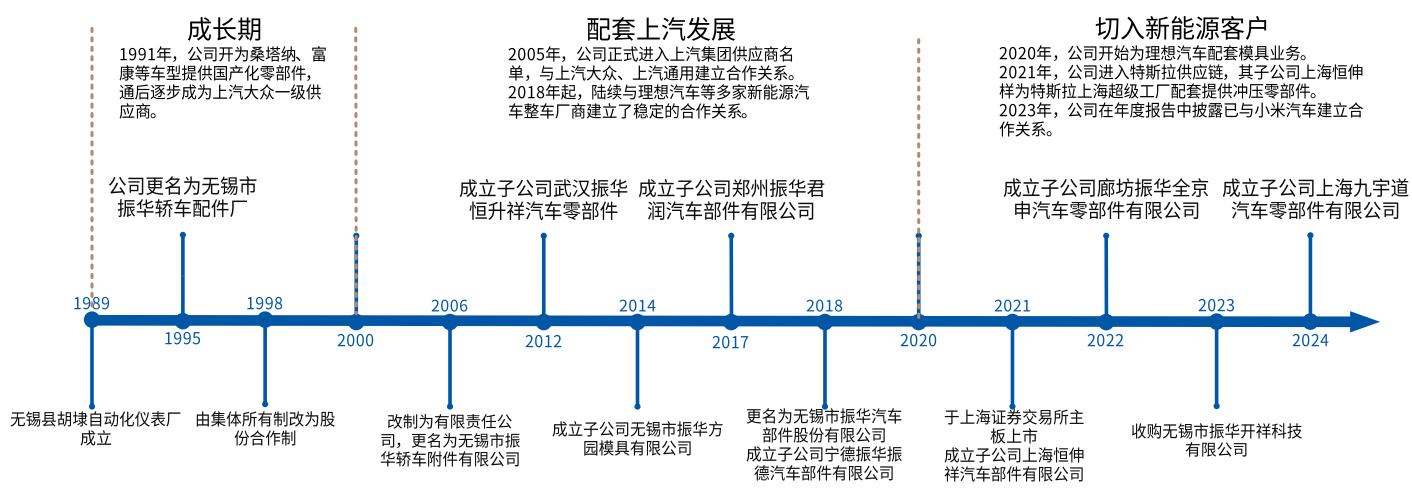


## 1. 无锡振华：冲压老牌企业，业务向新能源进军

### 1.1. 深耕汽车行业三十载，2020年后转型新能源

无锡振华深耕冲压件 30 载，2020 年后切入新能源客户。公司发展历程分为三个阶段。  
 1) 成长期（1989-2000）：公司于 1989 年成立前身为胡埭仪表厂，早期专注于汽车冲压焊接零部件制造。2) 配套上汽发展：2006 年后，公司逐步扩大规模，改制为有限责任公司，2017 年公司拓展分拼业务并相继设立郑州、宁德子公司。3) 切入新能源客户（2020 至今）：2021 年公司在上交所主板上市，加速布局新能源汽车零部件领域。公司与特斯拉、理想汽车、小米汽车等新能源汽车整车厂商的合作不断深化，新能源汽车业务稳步提升。2023 年收购无锡开祥，切入电镀油门喷嘴业务，电镀业务方面公司加快布局 IGBT 业务，提高其在电镀业务的优势。

图表1：公司深耕冲压件三十载，2021 年后成功切入特斯拉、小米等新能源供应链



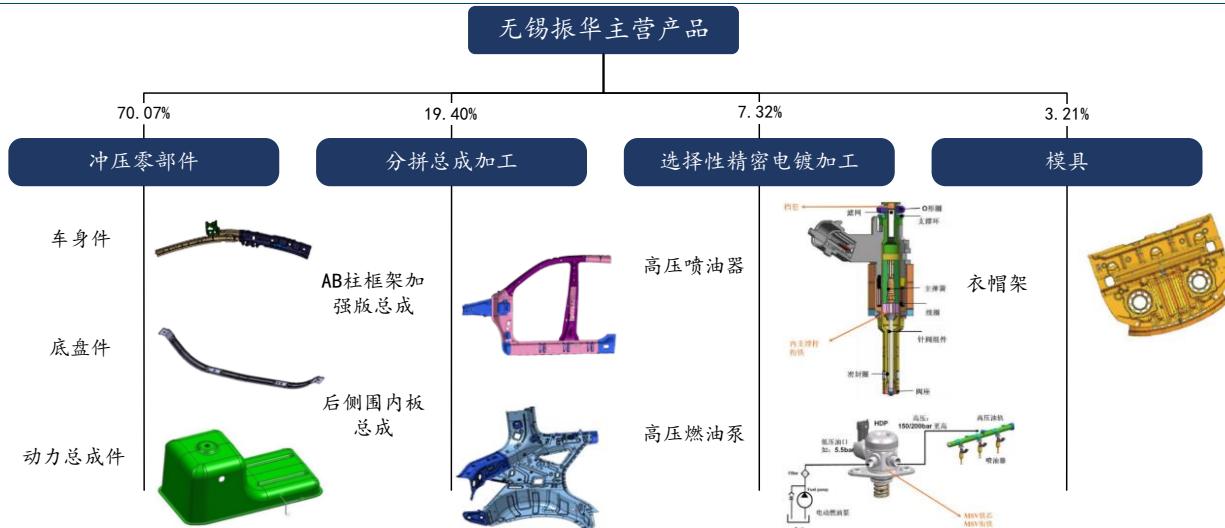
来源：公司官网，公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

公司主营业务可分为四个模块：

- 1) 冲压零部件业务（2025 年 H1 营业收入占主营业务收入的 70.07%）：公司深耕冲压零部件领域 30 余年，销售产品包括汽车车身、底盘件和电子电器件等，并与多家国内知名企形成稳定的合作关系。2021-2024 年冲压业务营收 CAGR 为 11.8%，公司冲压业务绑定小米、理想、特斯拉等新势力客户，并与上汽集团下属企业深度合作，客户结构不断优化。
- 2) 分拼总成加工业务（2025 年 H1 营业收入占主营业务收入的 19.40%）：整车制造商生产车间一般分为冲压、车身焊接、涂装、总装这四大工艺车间，分拼总成加工业务来源于原整车制造商的车身焊接车间，公司作为上汽集团郑州和宁德工厂车身分拼总成加工业务的唯一供应商，在客户工厂周边设厂，能快速响应客户需求，及时交付产品。
- 3) 选择性精密电镀加工业务（2025 年 H1 营业收入占主营业务收入的 7.32%）：收购无锡开祥后，公司成为联合电子国内唯一高压电喷系统镀铬供应商，并且成功开拓新客户上汽英飞凌，获取了半导体电镀底板产品的定点通知。2025 年 2 月，无锡开祥投资 1.05 亿元建设的车用功率半导体组件项目已取得环保部门的审批，项目建成后预计生产新能源汽车用功率半导体组件 200 万套/年，截至 2025 年 6 月末已经投入 0.8 亿元。
- 4) 模具业务（2025 年 H1 营业收入占主营业务收入的 3.21%）：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。公司模具销售的主要客户包括上汽大众、上汽通用及上汽乘用车等。



图表2：公司业务以冲压为主，电镀业务2025年上半年占比7.32%

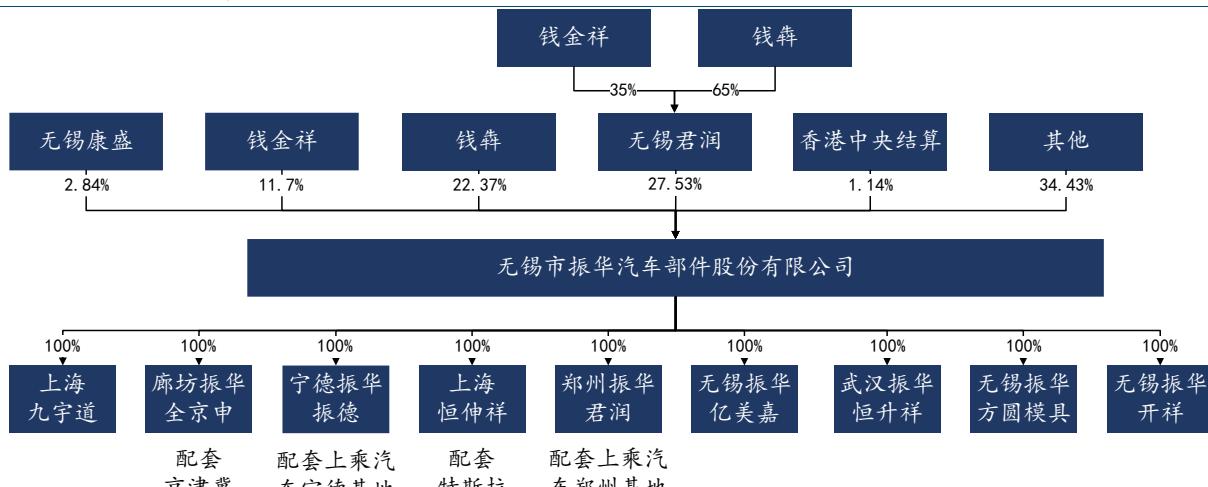


来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所 注：上图收入占比为 2025H1 数据

### 1.2. 钱氏家族控股，子公司分工明确

公司股权结构清晰，子公司属地化配套下游主机厂。截至 2025 年 9 月 30 日，公司由钱金祥、钱犇实际控制，二者为父子关系，直接持股 34.07%，通过无锡君润投资合伙公司持股 27.53%，共计 61.6%。公司名下子公司属地化配套下游客户，如廊坊振华配套小米等车企，郑州振华君润、宁德振华振德配套上汽乘小分拼等。

图表3：股权结构集中稳定，下属子公司实现对下游主机厂的属地化配套（截至 2025 年 9 月 30 日股权）



来源：公司公告，国金证券研究所

九大生产基地协同发展，属地化配套扩产。无锡振华拥有九个生产基地，形成了“无锡 + 上海 + 郑州 + 宁德 + 武汉 + 廊坊”的多地联动布局，缩短了与整车厂的配套距离，能快速响应下游整车制造商的需求，实现同步开发，及时满足客户对产品交付时间的要求。多个生产基地协同运作，扩大了公司整体产能，增强了对下游客户的配套供应能力，能够承接更多订单，满足不同客户的需求，有助于公司在市场竞争中占据更有利的地位。



图表4：九大生产基地协同发展，形成“无锡+上海+郑州+宁德+武汉+廊坊”联动布局

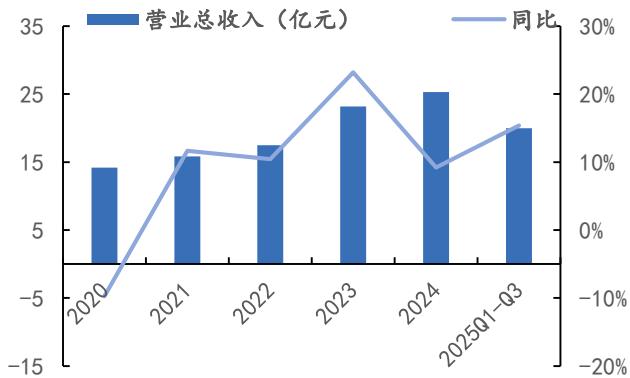
公司主要子公司	成立时间	持股比例	主要业务内容
无锡振华开祥	2008/11/10	100%	专注从事电镀业务，为高压喷油器、高压燃油泵提供选择性精密电镀加工服务，是联合汽车电子该领域在国内唯一合格供应商，现为德国博世喷油器系统战略供应商。
武汉振华恒升祥	2012/8/17	100%	主要生产乘用车冲压及焊接零部件，为公司服务华中客户的生产基地。
方圆模具	2014/1/10	100%	主要加工制造金属冲压模具。
无锡振华亿美嘉	2016/11/18	100%	主要生产乘用车冲压及焊接零部件，主要客户为爱德夏、常州瑞高等企业。
郑州振华君润	2017/3/28	100%	汽车零部件及配件、紧固件、电子仪器的制造、销售、加工及研发。
宁德振华振德	2018/5/4	100%	主要为上汽乘用车宁德工厂提供车身分拼总成加工服务，随着产能逐渐释放，配套客户量逐渐增加，分拼总成业务大幅上升。
上海恒伸祥	2021/3/19	100%	为特斯拉上海超级工厂配套提供冲压零部件。
廊坊振华全京申	2022/10/10	100%	为小米、理想、北汽等客户提供配套。计划投资建设的二期项目，将扩大分拼总成业务产能，新增冲压零部件及热成型零部件产能。
上海九宇道	2024/3/6	100%	主要经营汽车零配件零售、紧固件销售、电子测量仪器销售，以及机械设备研发、新材料技术研发。

来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

### 1.3. 四年利润复合增速超 30%，电镀并表提升盈利性

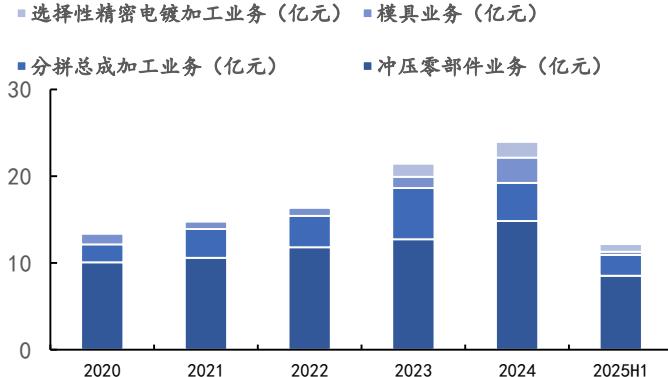
2021 年新能源客户快速增长，2023 年进军电镀增长迅速。2021 年到 2024 年，公司收入从 15.82 亿元提升至 25.31 亿元，CAGR 为 17%，理想、特斯拉、小米业务在此期间快速增长，其中，2023/2024 年理想 L7/L6 量产，2023 年随着 Model3 产品份额提升，特斯拉收入快速增长，2024 年小米 SU7 开始规模化量产。另外，2023 年收购无锡开祥并表电镀业务，利润实现高速增长。

图表5：公司近年营收维持高速增长



来源：公司财报，国金证券研究所

图表6：冲压与分拼业务稳健增长，电镀业务是新增长级

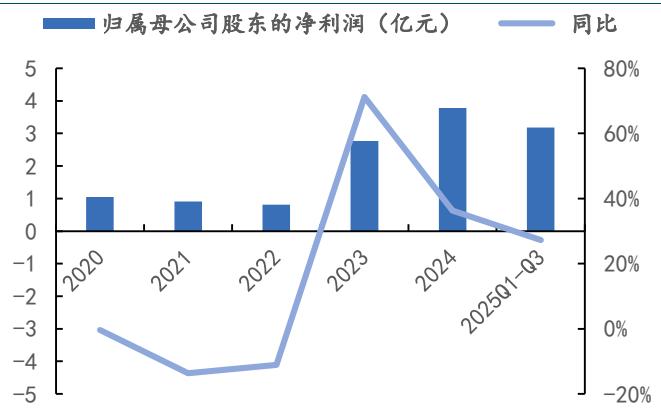


来源：公司财报，国金证券研究所

新势力客户快速拓展，2020-2024 年公司归母净利 CAGR38%。2024 年公司归母净利润达 3.78 亿元，同比增长 36.30%，主要由于两大原因，其一，公司与特斯拉、理想、小米等新能源客户合作加深，规模效应带来毛利率提升；其二，2023 年电镀业务并表，该业务聚焦汽车高压喷油器核心部件镀铬，毛利率长期维持在 70%以上。

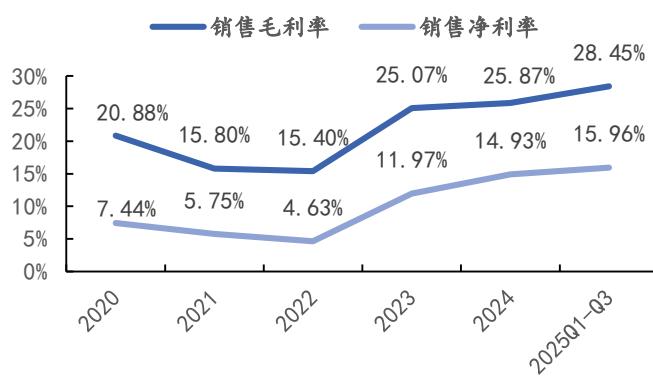


图表7：2020-2024年归母净利润CAGR达38%



来源：公司财报，国金证券研究所

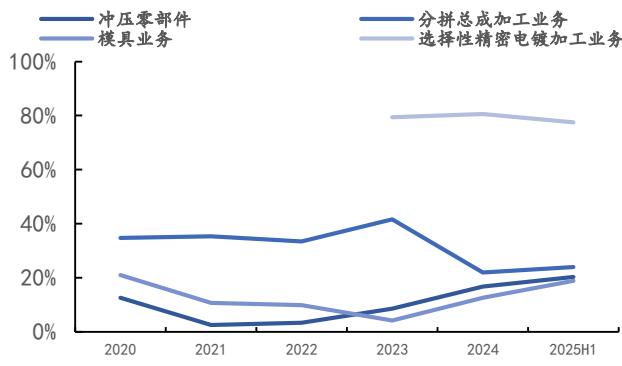
图表8：25Q1~Q3净利率提升至15%以上



来源：公司财报，国金证券研究所

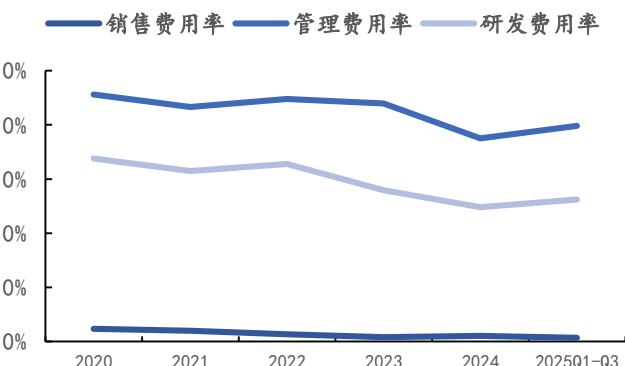
拓展电镀业务，盈利能力持续增长。公司毛利率从2022年的15.4%提升至2025H1的29%，分业务看，冲压业务的毛利率从2022年的3.36%提升至25H1的20.27%，主要由于新客户增长；分拼业务毛利率从2022年的33.4%下降至25H1的23.97%，主要由于欧盟反补贴调查影响，下游客户海外出口量下降；电镀业务毛利率接近80%，从2023年并表后，电镀业务持续增长，带动公司总体毛利率提升。公司期间费用率维持在低位，25年前三季度销售/管理/研发费用率合计仅为6.7%。

图表9：随着新能源客户量产，冲压件毛利率提升



来源：公司财报，国金证券研究所

图表10：期间费用率整体良好，维持在较低且稳定水平



来源：公司财报，国金证券研究所

## 2.冲压向新能源转型，分拼深化上汽合作

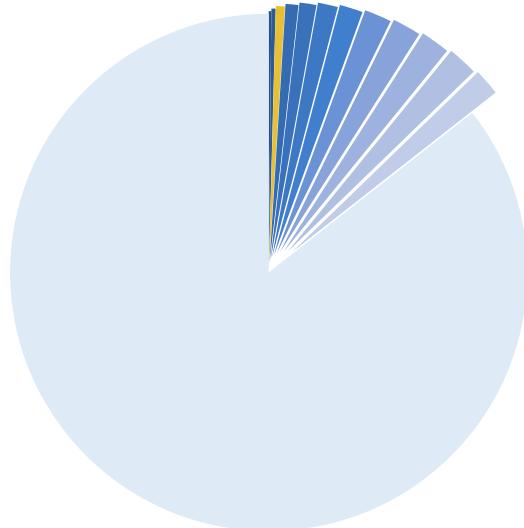
### 2.1. 冲压业务：从上汽系转型到小米/特斯拉等新能源客户

冲压行业竞争格局分散，与下游客户深度绑定。据观研天下数据，2024年我国乘用车金属冲压件单车价值量为9642元，测算得到2024年乘用车冲压件约为2649亿元，受限于物流成本，企业多围绕整车厂产业集群建厂，上市公司冲压件市占率在1%左右波动，且跟随客户销量波动。



图表11：2024年冲压行业竞争格局较为分散，上市公司市占率多在1%附近波动

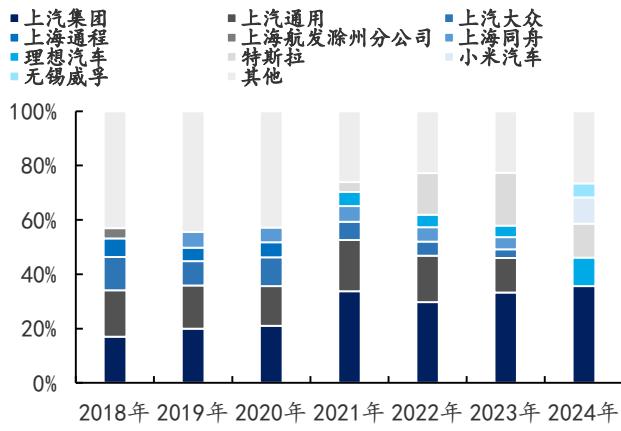
■威唐工业 ■金鸿顺 ■无锡振华 ■长华集团 ■常青股份 ■多利科技 ■博俊科技  
 ■英利汽车 ■新朋股份 ■华达科技 ■宁波华翔 ■祥鑫科技 ■其他



来源：各公司年报，同花顺 iFinD，观研天下，国金证券研究所测算

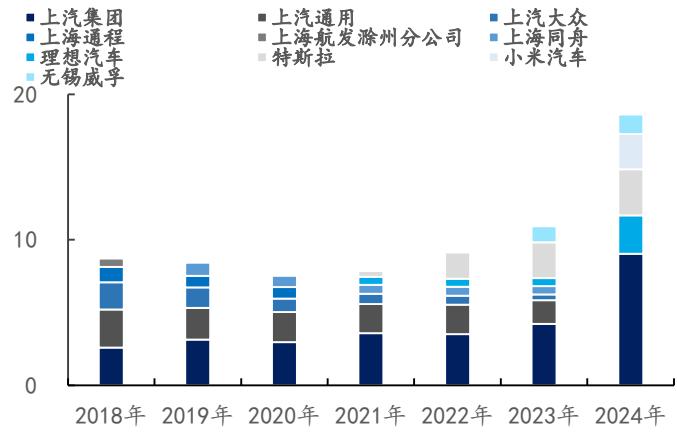
客户结构从传统车企为主，到传统与新能源车企并重的结构演变。2020年前，公司业务深度绑定上汽系。2020年配套理想ONE进入新势力，特斯拉于2021年进入公司供应链，并在2022年冲进前五大客户榜单，持续贡献可观收入；理想汽车采购金额在这期间保持稳定增长，巩固了在前五大客户中的地位；2024年小米汽车新增冲压零部件业务，迅速跻身前五大客户行列。受益于特斯拉、理想、小米等造车新势力的强势崛起，公司营收构成发生结构性演变。上汽系列客户在公司营收中的占比已从2018年的46.4%降至2024年的35.7%，构建起传统车企与新能源车企并重的客户生态。

图表12：上汽系收入占比18年的46%下降至2024年的36%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表13：传统客户收入保持稳健，新能源客户增长



来源：公司公告，国金证券研究所

公司不断更新客户范围，扩大与优质企业的合作。公司自1991年起深度绑定上汽系客户，为桑塔纳、富康等车型供货，逐步进入上汽大众、上海通用等知名整车制造商供应体系，长期以来上汽系客户是公司业务增长的重要支撑。2018年公司开始着手调整客户结构与理想建立合作关系，2021年成功进入特斯拉供应链体系，标志着公司的产品和服务得到了国际知名新能源车企的认可，也为公司进一步拓展新能源客户奠定了基础。此后，无锡振华精准锚定新势力赛道，并将小米汽车纳入核心客户矩阵。



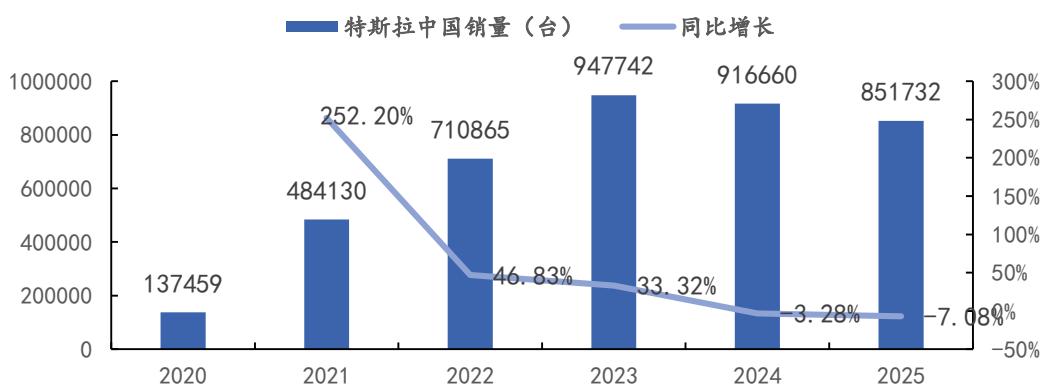
图表14：公司紧跟行业趋势，从深度绑定上汽系成功转型至全面拥抱造车新势力



来源：公司招股说明书，公司年报，国金证券研究所

特斯拉中国销量虽有波动，但基本盘依然稳固。据乘联会数据，特斯拉中国销量经历了2020-2023年的爆发式增长，年销量从13.7万台跃升至94.8万台，CAGR高达90.3%。尽管受高基数及市场竞争加剧影响，2024-2025年销量预期出现约3%-7%的微幅调整，但年均销量仍维持在85万台-90万台。

图表15：特斯拉中国销量基数庞大且稳健，为公司提供充足订单支撑

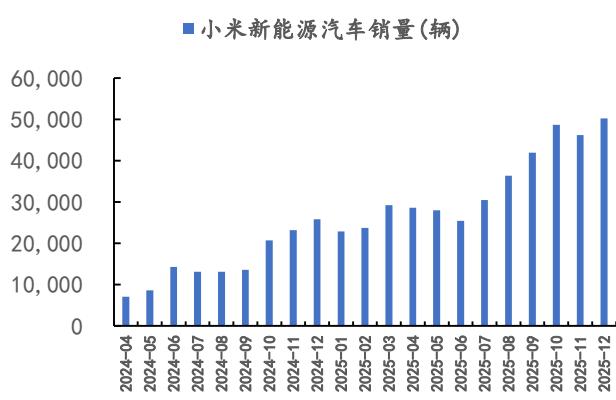


来源：乘联会，国金证券研究所

2023年公司与小米正式建立合作关系。公司通过其子公司廊坊振华，为小米提供贴近式服务，有效的降低运输成本，提高公司服务效率。为更好地匹配小米汽车的产能扩张需求，公司积极布局产能。2024年6月，廊坊振华拟投资6亿元建设二期工程，建设周期预计24个月。2025年1月，公司斥资2.5亿元在武汉扩产，引入先进生产设备、优化工艺流程。廊坊和武汉两项目预计2026年达到可使用状态。

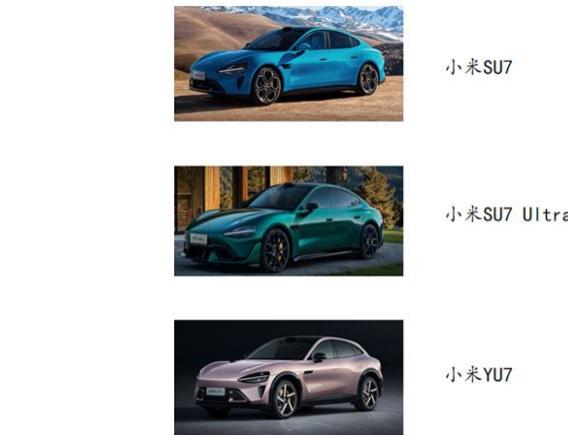
小米汽车销量攀升，SUV车型发布引发订单火爆。小米首款电动汽车SU7于2023年底发布，2024年初正式上市，该车型自上市以来赢得社会各界广泛关注，销量持续攀升。2025年6月26日，小米旗下首款SUV车型小米YU7正式发布，发布1小时内大定已突破28.9万台。截至2025年12月，小米月销量突破5万辆大关。新一代小米SU7预计2026年4月上市。

图表16：小米汽车销量持续攀升



来源：乘联会，国金证券研究所

图表17：小米汽车主要车型为SU7、SU7 Ultra、YU7



来源：小米官网，国金证券研究所

募资5.2亿加码京津冀基地，强化核心客户属地化配套。公司于2025年6月发行可

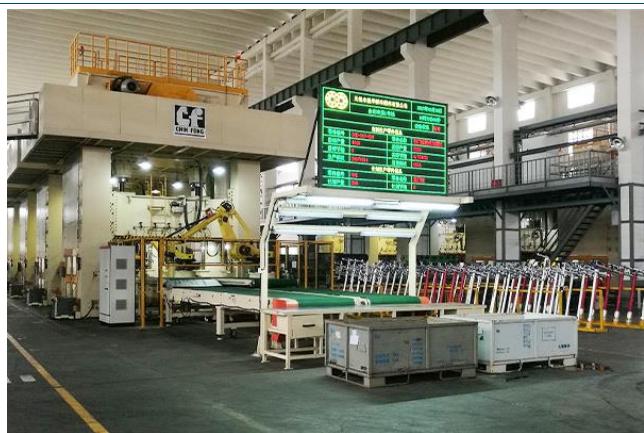


转债募集资金 5.2 亿元，转股价 22.64 元/股，重点投向“廊坊振华全京申汽车零部件项目”及补充流动资金。该项目旨在把握京津冀区域发展机遇，紧贴小米汽车、理想汽车等核心客户布局属地化产能。通过新建生产基地，公司将大幅提升汽车冲压及焊接零部件生产能力，实现对下游整车厂的就近配套与快速响应，在有效降低运输与沟通成本的同时增强客户粘性，进一步巩固公司在核心区域的市场竞争地位与盈利能力。

## 2.2. 分拼总成业务：自动化模式深度绑定上汽

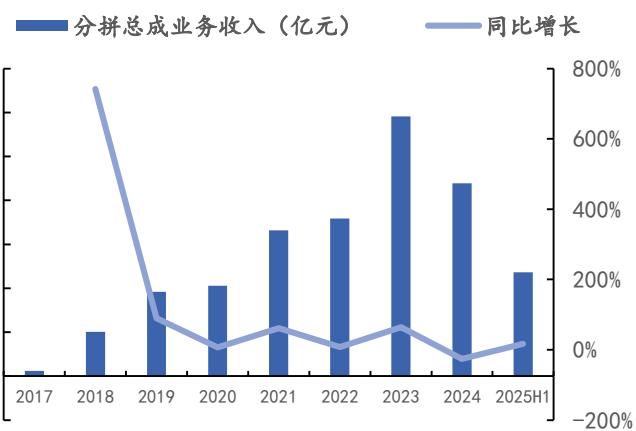
升级柔性生产线，公司身份转变。2017 年无锡振华开拓分拼总成业务，该业务自动化程度高且采用准时制生产方式，有效降低库存。同时公司以其高自动化程度成功 Tier1 转变到 Tier0.5，与客户建立更深度更紧密的联系。2018 年起，分拼总成业务营收增长迅速，展现出良好的盈利性。2021–2023 年，分拼业务继续保持增长态势，2023 年实现收入 5.91 亿元，同比增长 64.62%。2024 年上汽出口影响，营业收入有所下降，向后展望随着上汽销量恢复，分拼业务收入有望改善。

**图表18：引入先进自动化产线，分拼总成业务实现高效、准时化生产**



来源：公司官网，国金证券研究所

**图表19：分拼总成业务虽受短期波动影响，但过往整体保持良好的增长态势**



来源：公司财报，国金证券研究所

深度绑定上汽集团，深化合作与产能布局。2017 年公司成功开拓了分拼总成加工业务后，凭借自身的生产优势，进入上汽乘用车的供应商体系，开始为其提供分拼总成相关产品与服务。2018 年起为满足分拼业务增长需求，公司陆续成立子公司郑州君润和宁德振德作为上汽乘用车郑州工厂和宁德工厂车身分拼总成加工业务的唯一供应商，就近为客户提供服务。上汽乘用车旗下名爵、荣威品牌分别主攻出口和内销。公司伴随上汽乘用车全球化发展，进一步释放产能。

## 3. 收购无锡开祥，进军电镀业务

### 3.1. 无锡开祥紧密配套联电，并表后切入电镀业务

深度研究电镀业务，成为博世全球重要供应商。2008 年无锡开祥正式成立；2012 年，顺应联合电子精密电镀业务寻求国产化的趋势，切入精密电镀赛道；2015 年与联合电子签订战略合作协议，成为其国内唯一高压电喷系统镀铬供应商，技术通过博世全球认证；2018 年，参与德国博世新一代高压喷油器的全球同步研发，产品通过“国六”排放标准认证。2023 年 2 月公司通过股份支付及支付现金的方式收购无锡开祥，总价 6.82 亿元。

联合电子唯一供应商，市场份额领先。无锡开祥为联合电子发动机电喷系统表面处理领域的战略供应商。在国内高压电喷系统联合电子处于绝对领先地位，市场份额超过 50%。无锡开祥目前为联合电子在精密镀铬工艺领域国内唯一的合格供应商，也是德国博世全球产能重要供应基地之一，其产品的最终使用客户包括上汽通用、上汽大众、一汽大众、比亚迪等众多国内知名整车制造企业。



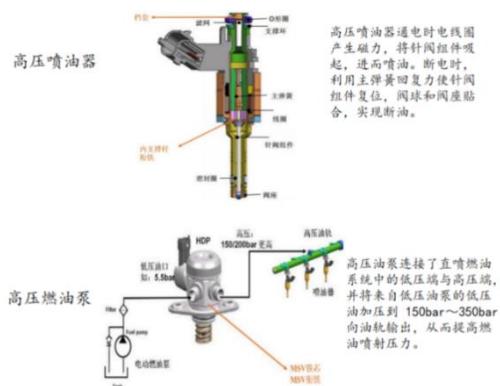
图表20：无锡开祥发展历程



来源：公司公告，国金证券研究所

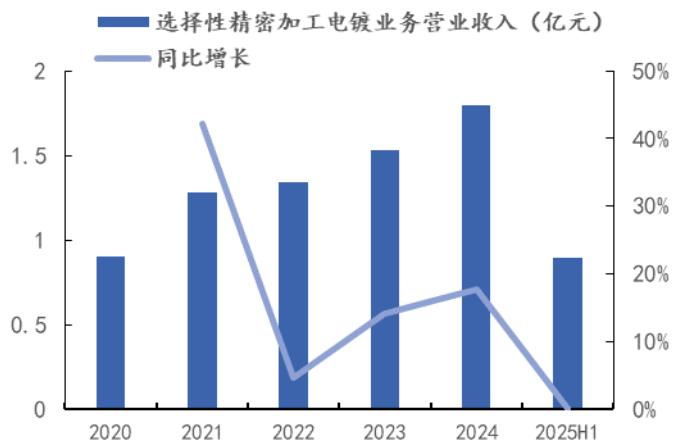
公司2023年开展电镀业务，开展后营业收入逐年增加。无锡开祥为汽车发动机高压喷油器和高压燃油泵中的部分零部件提供选择性精密电镀加工服务，在客户指定的零部件关键部位进行精密镀铬，确保上述零部件在长期高压高频率运动的工况下保持正常工作。2024年公司电镀业务营业收入达到1.8亿，同比增长17.6%。

图表21：无锡振华电镀业务主营产品及用途



来源：公司公告，国金证券研究所

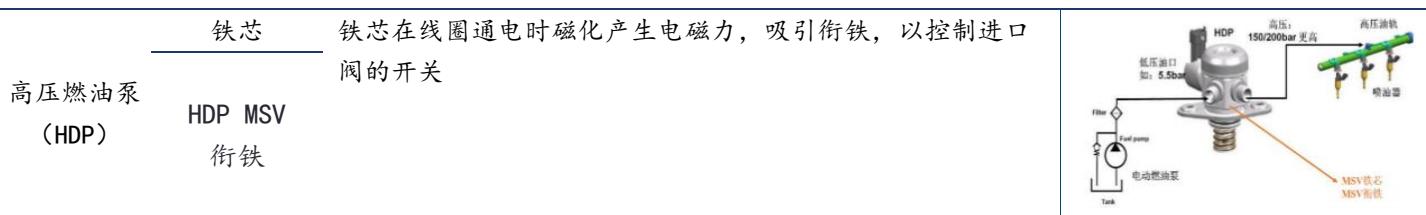
图表22：开祥选择性精密加工电镀业务营业收入（亿元）及同比增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表23：无锡开祥掌握核心精密电镀工艺，产品覆盖高压喷油器、燃油泵等关键部件

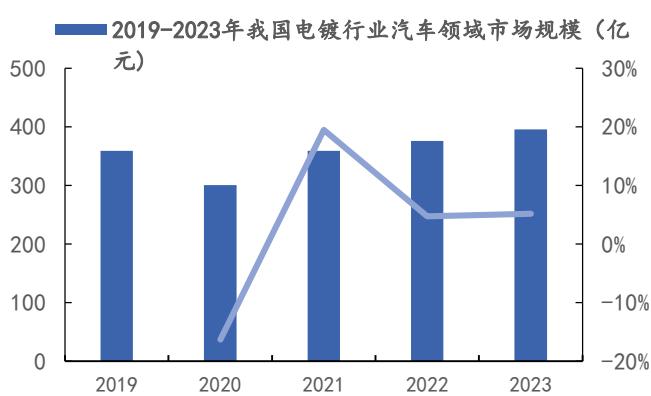
零部件分类	零部件名称	主要用途	图片
高压喷油器	HDEV5	高压喷油器组件，组成喷油器机械结构和燃油通路，导通电磁力，为运动部件提供导向，保证生命周期内的耐磨损性能	
	内支撑杆	高压喷油器组件，衔铁磁化后带动喷油器枢轴克服弹簧力向上运动，针阀打开喷油器开始喷油	
新一代高压喷油器	HDEV6	高压喷油器组件，组成喷油器机械结构和燃油通路，导通电磁力，为运动部件提供导向，保证生命周期内的耐磨损性能	
	内支撑杆 衔铁	高压喷油器组件，衔铁磁化后带动喷油器枢轴克服弹簧力向上运动，针阀打开喷油器开始喷油	
HDP MSV	HDEV6 挡套	高压喷油器组件，保证衔铁运动的止动位置，保证生命周期内的耐磨损性能	
	HDP MSV	HDP MSV 铁芯与 HDP MSV 衔铁为高压泵激励模块的子零件，	



来源：公司年报，国金证券研究所

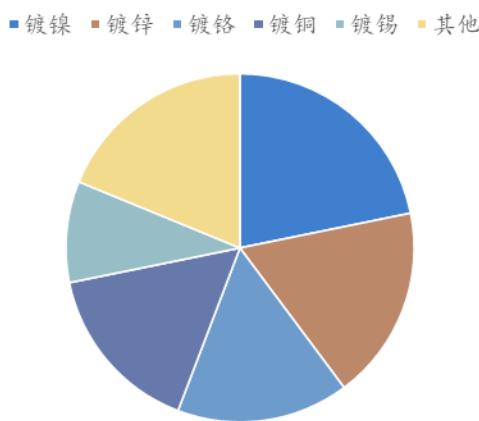
国内电镀市场规模近 2000 亿元，横向拓品类空间广阔。根据观知海内咨询数据，中国电镀行业在经历外部宏观环境冲击后，展现出极强的修复弹性，2023 年市场规模为 1823 亿元，其中汽车行业占比 22%，电镀行业汽车领域的市场规模达到 395 亿元。根据华经产业研究院，2022 年镀镍占比为 21.8%，无锡开祥具备镀铬、镀金、镀银、镀镍等工艺，可以向其他电镀市场横向拓展。

图表24：汽车电镀市场规模约 400 亿元



来源：观知海内咨询，国金证券研究所

图表25：2022 年按照电镀镀种分类镀镍占比最高超 20%



来源：华经产业研究院，国金证券研究所

### 3.2. 转型功率半导体电镀，新业务放量可期

英飞凌+联电同步推进，公司向功率半导体电镀转型。2024 年底无锡开祥投资 1.05 亿元建设的车用功率半导体组件项目已取得环保部门的审批，项目建成后预计生产新能源汽车用功率半导体组件 200 万套/年，功率半导体业务发展为公司带来第二成长曲线，且客户在持续推进中。2024 年无锡开祥获得上汽英飞凌汽车功率半导体有限公司功率半导体电镀底板产品定点，由此进入汽车功率半导体电镀领域，公司开发了“盒对盒”选择性镀铬工艺和全自动智能生产设备，通过智能化控制系统实现生产全自动化；无锡开祥正在推进联合电子车用功率半导体组件系列产品的研发工作，该产品应用于新能源汽车，目前处于验证与测试阶段。

英飞凌是 IGBT 龙头，车规级功率模块针式散热基板四代跃迁。英飞凌作为全球车规级功率半导体领域的龙头企业，据 semiconductor insight 数据，其 2024 年市场份额约为 32%，对配套的散热基板要求较高，产品除需在热导率、热膨胀系数、硬度等性能指标方面表现优异，还需要兼具性价比和经济性。英飞凌采用的针式散热基板产品演化历程，较为全面地反映了该产品的技术发展路径。以英飞凌代表性的 HybridPACK™ 系列功率模块为例，从基板材料和生产工艺角度，其配套的针式散热基板已经经历了四次演变。

图表26：英飞凌 HybridPACK™ 系列功率模块基板发展历程

英飞凌 HybridPACK™ 系列功率模块基板发展历程				
项目	第一阶段	第二阶段	第三阶段	第四阶段
产品结构	针式	针式	针式	针式
基板材料	铝碳化硅	铜粉	铜块	铜块
生产工艺	粉末冶金	粉末冶金	热精密锻造	冷精密锻造



工艺对比	在小型化、高精度、高难度形状的精密零件制造领域相比较于传统加工方法具有明显优势。	在小型化、高精度、高难度形状的精密零件制造领域相比较于传统加工方法具有明显优势。	变形温度高，在进行锻造时材料的变形抗力低，塑性好，所以易于成形几何形状复杂的零件。	1) 工件精度高，产品尺寸一致性好，形状和尺寸容易控制。 2) 零件强度性能好，冷锻产生的加工硬化效果可使产品的硬度显著增强。 3) 能源消耗小。
性能	导热率较低，散热效率较低，整体热阻较高。	导热率提升，引入针式散热结构，热阻降低30%-50%。	热阻进一步降低结温扩展至200°C。	支持200°C以上结温，适配800V+超高压平台。

来源：黄山谷捷招股说明书，国金证券研究所

联电、英飞凌在无锡周边扩产功率半导体，新业务需求旺盛。2025年上汽英飞凌无锡公司发布环评报告，计划投入3.1亿元，将第二代框架式功率模块产能由260万个大幅提升至420万个，进一步提升其生产能力；2024年10月，联合汽车电子亦大举投入50.5亿元，规划年产功率模块360万件。下游客户数十亿级投资与百万级新增产能的集中释放，直接催生对功能性电镀的巨量需求，后续新业务放量可期。

图表27：下游龙头联合电子与英飞凌积极扩产，直接拉动上游电镀加工需求

合作企业	投资金额	产能情况
联合汽车电子太仓工厂	50.5亿元	年产汽车驱动电机120万件、汽车驱动电桥50万件、汽车功率模块360万件
上汽英飞凌无锡分公司	3.1亿元	新增产能主要用于生产第二代框架式功率模块产品，从现有的260万个提升至420万个

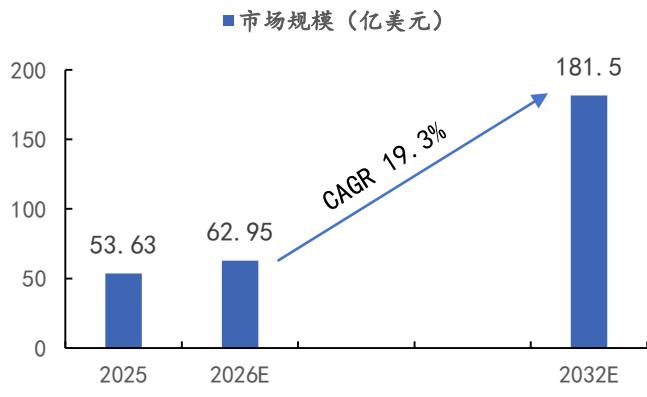
来源：央视新闻，新浪财经，国金证券研究所

IGBT 市场新能源汽车领域占比提升，预计保持高速增长。根据高工产业研究院数据，2020年我国IGBT在新能源汽车的应用占市场价值的28%，仅次于工业控制领域。预计在2025年，IGBT在新能源汽车应用市场占比将超过工业控制应用，成为我国IGBT第一大应用市场。据QYResearch数据，全球新能源汽车IGBT和碳化硅SiC模块市场将高速增长，2025年全球市场规模达53.63亿美元，预计2032年市场规模有望达到181.5亿美元，年均复合增长率约19.3%，实现高增长态势。

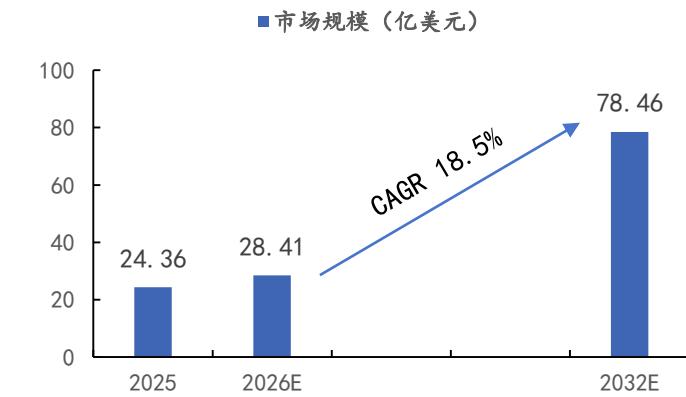
全球车规级SiC模块蓝海初现，行业仍处早期高增红利阶段。随着新能源汽车产业对高压快充与长续航需求的迫切提升，全球车规级SiC功率模块市场正迎来爆发式增长周期。据QYResearch数据测算，2025年全球市场规模预计达到24.36亿美元，并有望在2032年攀升至78.46亿美元，2026年至2032年间CAGR将高达18.5%。

图表28：新能源汽车驱动全球IGBT/SiC模块市场高速增长，预计2032年规模超180亿美元

图表29：全球车规级SiC模块处于爆发前夜，行业高增将赋能公司电镀业务第二曲线



来源：QYResearch，国金证券研究所



来源：QYResearch，国金证券研究所



## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 盈利预测

我们预测 2025-2027 年的营收分别为 29.63/37.04/45.02 亿元，同比分别增长 17%/25%/22%，归母净利分别为 5.01/6.08/7.49 亿元，同比分别增长 33%/21%/23%

1. 冲压件业务：预计 2025-2027 年的营收分别为 19.78/24.99/30.73 亿元，同比分别增长 33%/26%/23%，公司从 2020 年转型新势力后冲压业务快速增长，向后展望，特斯拉、小米等项目收入陆续释放，另外公司扩产廊坊等生产基地，新产能释放带动收入提升。预计 2025-2027 年的毛利率分别为 21.0%/21.1%/21.2%，毛利率未来提升主要是因为新能源客户毛利率好于原有传统客户，以及收入增长后产能利用率提升。

2. 分拼业务：预计 2025-2027 年的营收分别为 5.15/6.46/6.69 亿元，同比分别增长 17%/25%/4%，分拼业务公司在郑州和宁德属地化配套上汽，公司配套上汽扩产，郑州工厂扩建二期，随着上汽出海销量恢复，分拼业务 2026 年收入将会增长。向后展望，我们预计分拼业务受规模效应带动毛利率将明显提升，2024 年由于新产能释放，但是收入下滑，毛利率大幅下滑，从 2025 年开始上汽销量在持续修复中，预计 2026 年随着上汽销量提升，公司毛利率水平在 2025/26 年有望持续恢复，预计 2025-2027 年的毛利率分别为 24.5%/30.2%/32.2%。

3. 选择性精密电镀加工业务：预计 2025-2027 年的营收分别为 2.2/2.9/4.9 亿元，同比分别增长 22%/32%/69%，公司拓展功率半导体业务，预计新业务在 2026 年开始陆续放量，预计 2025-2027 年的毛利率分别为 77%/72%/72%，我们预计毛利率下降主要是因为产品结构变化，功率半导体收入增长，前期投入较多，且功率半导体业务毛利率预计会低于原有油门喷嘴业务。

4. 模具业务：预计 2025-2027 年的营收分别为 1/1.2/1.2 亿元，同比分别增长-66%/20%/0%，模具业务为冲压业务前端，部分模具项目会提前于冲压业务计入收入，2025 年新项目量产，部分新项目模具费用或体现在 2024 年，2025 年模具收入相比于 2024 年有所下滑，25H1 模具毛利率为 18.8%，预计 2025~2027 年模具业务毛利率维持在 19%。

5. 费用率：功率半导体业务在投入期，预计 2025~2027 年销售费用率为 0.1/0.1%/0.1%，公司销售费用率持续维持较低水平；预计 2025~2027 年管理费用率为 4.0%/4.1%/4.2%，预计随着布局功率半导体等新业务，管理费用率略有增长；预计 2025~2027 年研发费用率为 2.6%/3.1%/3.8%，预计 2026 年开始新业务功率半导体的收入将会快速增长，公司向新业务研发投入。

图表30：盈利预测（单位：亿元）

	2023 年报	2024 年报	2025E	2026E	2027E
合计					
营业收入	23.17	25.31	29.63	37.04	45.02
YOY	33%	9%	17%	25%	22%
毛利率	25.07%	25.87%	29.65%	29.76%	30.90%
冲压零部件业务					
营业收入	12.72	14.84	19.78	24.99	30.73
YOY	8%	17%	33%	26%	23%
毛利率	8.57%	16.76%	21.0%	21.1%	21.2%
分拼总成加工业务					
营业收入	5.91	4.39	5.15	6.46	6.69
YOY	65%	-26%	17%	25%	4%
毛利率	41.57%	21.91%	24.5%	30.2%	32.2%
选择性精密电镀加工业务					
营业收入	1.53	1.80	2.20	2.90	4.90
YOY		18%	22%	32%	69%
毛利率	79%	81%	77%	72%	72%
其他业务					



营业收入	1. 72	1. 37	1. 5	1. 5	1. 5
YOY	52%	-20%	10%	0%	0%
毛利率	57. 72%	93. 75%	99%	99%	99%
模具业务					
营业收入	1. 28	2. 91	1	1. 2	1. 2
YOY	40%	127%	-66%	20%	0%
毛利率	4. 14%	12. 59%	19%	19%	19%
费用率					
销售费用率	0. 1%	0. 1%	0. 1%	0. 1%	0. 1%
管理费用率	4. 4%	3. 8%	4. 0%	4. 1%	4. 2%
研发费用率	2. 8%	2. 5%	2. 6%	3. 1%	3. 8%

来源：公司公告，国金证券研究所

#### 4. 2. 投资建议及估值

公司主营业务冲压件，销售产品包括汽车车身、底盘件和电子电器件等，冲压件业务行业内选取博俊科技、多利科技、瑞鹄模具、长华集团作为可比公司。可比公司 2026 年平均 PE 为 21X，公司 PE 为 14X，公司 PE 低于行业平均，且向功率半导体领域拓展，考虑到公司业务兼具稳定性和成长性，我们给予 2026 年 20X 估值，对应目标价 34.71 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表31：可比公司估值比较

代码	名称	股价(元)	EPS			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
300926.SZ	博俊科技	30. 47	2. 11	2. 77	3. 43	14. 48	11. 01	8. 89
001311.SZ	多利科技	43. 00	1. 32	1. 61	1. 89	32. 70	26. 75	22. 75
002997.SZ	瑞鹄模具	35. 62	2. 20	2. 73	3. 33	16. 16	13. 04	10. 70
605018.SH	长华集团	11. 19	0. 26	0. 35	0. 46	43. 04	32. 43	24. 33
平均值						<b>26. 59</b>	<b>20. 81</b>	<b>16. 67</b>
605319.SH	无锡振华	23. 54	1. 43	1. 74	2. 14	16. 44	13. 56	11. 00

来源：iFinD，国金证券研究所（股价为 2026. 01. 29 收盘价，其中可比公司为 iFinD 一致预测均值）

#### 5. 风险提示

**原材料价格波动风险：**公司主要原材料钢材成本比重较高，若价格大幅上涨且无法向下游传导，将挤压毛利。同时，新能源汽车行业价格战持续，若核心客户销量增长放缓，或整车厂施加年降压力，将直接影响公司的订单规模与盈利能力。

**功率半导体放量不及预期：**公司切入的 IGBT/SiC 功率半导体电镀领域技术壁垒高、认证周期长。若无锡开祥的半导体电镀产品未能通过英飞凌等客户的严格验证，或小米新车型及合作项目落地进度慢于预期，将制约公司第二成长曲线的兑现速度。

**下游销量不及预期：**公司在廊坊、武汉等地大规模扩产，若市场环境变化导致产能利用率不足，新增折旧将拖累业绩。同时，全球地缘政治紧张及欧盟反补贴调查等贸易政策变化，可能抑制客户的整车出口销量，进而间接减少公司的配套份额。

**限售股解禁的风险：**公司于 2025 年 11 月及预计 2026 年 3 月迎来限售股解禁节点，涉及股份数量分别为 53. 9 万股和 4704 万股，占总股本比例分别为 0. 15% 和 13. 44%，其中 2026 年 3 月解禁为实控人的定增解禁，或对股价造成波动。

**技术迭代风险：**随着新能源汽车制造工艺的革新，一体化压铸技术因其降低车身重量、减少零部件数量及缩短生产节拍等优势，正逐步被部分主机厂采用，部分底盘件产品可被一体化压铸集成，如果一体化压铸快速发展，主机厂外发冲焊零部件数量或将下降。



## 附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,747</b>	<b>2,317</b>	<b>2,531</b>	<b>2,963</b>	<b>3,704</b>	<b>4,502</b>							
增长率	32.7%	9.2%	17.1%	25.0%	21.5%		货币资金	50	215	184	431	549	671
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,478</b>	<b>-1,736</b>	<b>-1,876</b>	<b>-2,085</b>	<b>-2,602</b>	<b>-3,111</b>	<b>应收账款</b>	<b>1,013</b>	<b>1,589</b>	<b>1,748</b>	<b>1,967</b>	<b>2,469</b>	<b>3,124</b>
%销售收入	84.6%	74.9%	74.1%	70.3%	70.2%	69.1%	<b>存货</b>	<b>300</b>	<b>326</b>	<b>291</b>	<b>343</b>	<b>428</b>	<b>511</b>
<b>毛利</b>	<b>269</b>	<b>581</b>	<b>655</b>	<b>879</b>	<b>1,102</b>	<b>1,391</b>	<b>其他流动资产</b>	<b>71</b>	<b>78</b>	<b>77</b>	<b>103</b>	<b>135</b>	<b>153</b>
%销售收入	15.4%	25.1%	25.9%	29.7%	29.8%	30.9%	<b>流动资产</b>	<b>1,434</b>	<b>2,208</b>	<b>2,301</b>	<b>2,845</b>	<b>3,581</b>	<b>4,460</b>
<b>营业税金及附加</b>	<b>-14</b>	<b>-29</b>	<b>-28</b>	<b>-34</b>	<b>-43</b>	<b>-52</b>	%总资产	42.9%	48.2%	47.4%	50.1%	53.3%	56.6%
%销售收入	0.8%	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>销售费用</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>	<b>固定资产</b>	<b>1,565</b>	<b>1,973</b>	<b>2,110</b>	<b>2,463</b>	<b>2,781</b>	<b>3,062</b>
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	%总资产	46.8%	43.1%	43.5%	43.4%	41.4%	38.9%
<b>管理费用</b>	<b>-77</b>	<b>-102</b>	<b>-95</b>	<b>-119</b>	<b>-152</b>	<b>-189</b>	<b>无形资产</b>	<b>285</b>	<b>298</b>	<b>358</b>	<b>349</b>	<b>342</b>	<b>336</b>
%销售收入	4.4%	4.4%	3.8%	4.0%	4.1%	4.2%	<b>非流动资产</b>	<b>1,908</b>	<b>2,369</b>	<b>2,552</b>	<b>2,833</b>	<b>3,142</b>	<b>3,417</b>
<b>研发费用</b>	<b>-54</b>	<b>-65</b>	<b>-63</b>	<b>-77</b>	<b>-115</b>	<b>-171</b>	%总资产	57.1%	51.8%	52.6%	49.9%	46.7%	43.4%
%销售收入	3.1%	2.8%	2.5%	2.6%	3.1%	3.8%	<b>资产总计</b>	<b>3,342</b>	<b>4,576</b>	<b>4,853</b>	<b>5,678</b>	<b>6,723</b>	<b>7,877</b>
<b>息税前利润（EBIT）</b>	<b>122</b>	<b>383</b>	<b>466</b>	<b>646</b>	<b>789</b>	<b>974</b>	<b>短期借款</b>	<b>370</b>	<b>593</b>	<b>744</b>	<b>710</b>	<b>1,153</b>	<b>1,475</b>
%销售收入	7.0%	16.5%	18.4%	21.8%	21.3%	21.6%	<b>应付款项</b>	<b>1,016</b>	<b>1,549</b>	<b>1,470</b>	<b>1,600</b>	<b>1,819</b>	<b>2,175</b>
<b>财务费用</b>	<b>-10</b>	<b>-22</b>	<b>-25</b>	<b>-28</b>	<b>-40</b>	<b>-50</b>	<b>其他流动负债</b>	<b>63</b>	<b>118</b>	<b>102</b>	<b>96</b>	<b>118</b>	<b>144</b>
%销售收入	0.6%	0.9%	1.0%	0.9%	1.1%	1.1%	<b>流动负债</b>	<b>1,450</b>	<b>2,260</b>	<b>2,316</b>	<b>2,406</b>	<b>3,089</b>	<b>3,794</b>
<b>资产减值损失</b>	<b>-20</b>	<b>-36</b>	<b>-9</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>26</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>其他长期负债</b>	<b>82</b>	<b>105</b>	<b>91</b>	<b>496</b>	<b>493</b>	<b>492</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债</b>	<b>1,532</b>	<b>2,391</b>	<b>2,417</b>	<b>2,911</b>	<b>3,592</b>	<b>4,296</b>
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,810</b>	<b>2,185</b>	<b>2,436</b>	<b>2,767</b>	<b>3,132</b>	<b>3,581</b>
<b>营业利润</b>	<b>103</b>	<b>347</b>	<b>453</b>	<b>619</b>	<b>750</b>	<b>925</b>	其中：股本	200	250	250	350	350	350
营业利润率	5.9%	15.0%	17.9%	20.9%	20.2%	20.5%	未分配利润	475	886	1,106	1,406	1,771	2,221
<b>营业外收支</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>税前利润</b>	<b>102</b>	<b>347</b>	<b>454</b>	<b>619</b>	<b>750</b>	<b>925</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,342</b>	<b>4,576</b>	<b>4,853</b>	<b>5,678</b>	<b>6,723</b>	<b>7,877</b>
利润率	5.9%	15.0%	17.9%	20.9%	20.3%	20.6%							
<b>所得税</b>	<b>-21</b>	<b>-69</b>	<b>-76</b>	<b>-118</b>	<b>-143</b>	<b>-176</b>							
所得税率	20.9%	20.0%	16.7%	19.0%	19.0%	19.0%							
<b>净利润</b>	<b>81</b>	<b>277</b>	<b>378</b>	<b>501</b>	<b>608</b>	<b>749</b>							
净利润率	4.6%	12.0%	14.9%	16.9%	16.4%	16.6%							
现金流量表（人民币百万元）							比率分析						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>净利润</b>	<b>81</b>	<b>277</b>	<b>378</b>	<b>501</b>	<b>608</b>	<b>749</b>	<b>每股指标</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.405	1.107	1.511	1.432	1.736	2.141
<b>非现金支出</b>	<b>216</b>	<b>294</b>	<b>290</b>	<b>279</b>	<b>313</b>	<b>347</b>	每股净资产	9.052	8.725	9.742	7.904	8.945	10.229
<b>非经营收益</b>	<b>-5</b>	<b>6</b>	<b>45</b>	<b>69</b>	<b>44</b>	<b>56</b>	每股经营现金净流	-0.276	1.693	1.875	1.927	1.677	2.225
<b>营运资金变动</b>	<b>-347</b>	<b>-153</b>	<b>-244</b>	<b>-174</b>	<b>-378</b>	<b>-374</b>	每股股利	0.000	0.680	0.590	0.573	0.694	0.856
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-55</b>	<b>424</b>	<b>469</b>	<b>675</b>	<b>587</b>	<b>779</b>							
资本开支	-241	-506	-470	-598	-621	-621							
投资	0	0	0	0	0	0							
其他	0	0	0	0	0	0							
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-241</b>	<b>-506</b>	<b>-470</b>	<b>-598</b>	<b>-621</b>	<b>-621</b>							
股权投资	0	224	0	30	0	0							
债权投资	170	240	130	375	442	323							
其他	-41	-309	-181	-231	-289	-357							
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>129</b>	<b>155</b>	<b>-51</b>	<b>174</b>	<b>154</b>	<b>-34</b>							
现金净流量	-167	73	-52	251	120	124							

来源：公司年报、国金证券研究所



## 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	4	12	26
增持	0	0	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.20	1.14	1.00

来源：聚源数据

## 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

## 最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

## 投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



扫码获取更多服务

公司深度研究

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

**北京**

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

**深圳**

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



**【小程序】**  
**国金证券研究服务**



**【公众号】**  
**国金证券研究**