

汽车压铸件行业领跑，镁合金时代即将到来

投资要点

- 推荐逻辑:** 1、汽车领域的镁合金结构件目前处于 0-1 发展阶段, 2022 年国内单车镁合金用量仅 3-5kg, 对比铝合金单车 100kg 以上的用量, 发展潜力巨大; 2、国内镁矿储量丰富, 长期看镁铝价格比将跌破 1:1.3, 相同规格汽车结构件镁合金更具性价比, 轻量化趋势下镁是汽车内部结构件更好的选择; 3、公司作为国内为数不多的汽车镁合金铸件企业, 具备先发优势, 产品矩阵+价格带不断拓宽, 导入特斯拉、奥迪、福特、宝马等知名汽车厂商供应链, 未来前景广阔。
- 模具起家, 由铝到镁, 行业处于爆发初期。**公司以压铸模具研发、生产和销售起家, 2006 年向下游铝合金压铸领域延伸, 2009 年, 公司将研究方向转为镁合金压铸工艺研发。2014 年, 公司首款镁合金产品上市。当前汽车领域的镁合金结构件处于 0-1 发展阶段, 2022 年 Q4 和 2023 年 Q1, 公司分别实现营收 7000 万、8000 万, 同比增长 14% 和 57.2%, 自身业绩加速明显。
- 镁锭价格回落趋稳, 新能源汽车轻量化趋势下, 镁替铝有望加速。**当前镁合金铸件具备替换铝合金铸件在汽车轻量化领域应用的三大条件: 1、镁合金的密度约为铝合金的 2/3, 且强度比高于铝合金及钢材, 使用镁合金替代铝合金可实现 25%-35% 的减重率。2、镁铝价格比回落至 1.3 区间内, “镁代铝” 经济上更具性价比。3、镁合金在抗震、散热、强度等方面具备优势。
- 公司竞争优势明显, 未来发展路径清晰:** 公司作为 Tier 2 供应商已切入特斯拉、克莱斯勒、福特、奥迪等汽车品牌供应链, 产品结构更趋完善, 从车灯散热架、汽车座椅扶手结构件等小部件往汽车中大部件不断拓展, 动力总成壳体已进入上汽智己和飞凡供应链, 公司产品价格带从几十向上千元进发。随着未来镁价的逐步走低趋稳, 汽车轻量化趋势下, 镁合金铸件渗透率将不断提升, 公司具备先发优势抢占行业制高点。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 3.6 亿、5.5 亿和 7.8 亿元, 归母净利润分别为 7617 万元、1.2 亿元和 1.7 亿元, EPS 分别为 0.95 元、1.51 元和 2.16 元。考虑到公司未来三年利润 CAGR 在 40% 以上, 2024 年业绩加速, 采用 PEG 估值法给予公司 2024 年 30 倍 PE 估值, 对应目标价 45.30 元。首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料大幅上涨风险、下游需求不及预期风险、宏观经济下行风险、募投项目进展不及预期风险、镁合金大单品放量或不及预期风险。

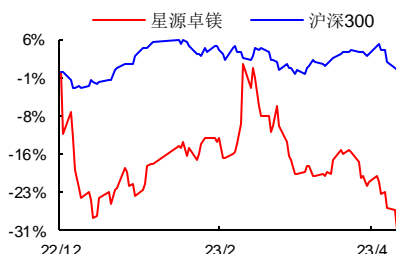
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	270.61	362.23	545.27	777.11
增长率	23.56%	33.86%	50.53%	42.52%
归属母公司净利润(百万元)	56.23	76.17	120.79	172.87
增长率	48.22%	35.46%	58.59%	43.11%
每股收益 EPS(元)	0.70	0.95	1.51	2.16
净资产收益率 ROE	5.63%	7.11%	10.13%	12.66%
PE	43	32	20	14
PB	2.41	2.24	2.02	1.76

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 高宇洋
执业证号: S1250520110001
电话: 021-58351839
邮箱: gyy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	0.80
流通 A 股(亿股)	0.18
52 周内股价区间(元)	28.53-41.7
总市值(亿元)	25.48
总资产(亿元)	0.00
每股净资产(元)	0.00

相关研究

目 录

1 小而美的镁铝合金汽车零部件龙头	1
1.1 模具起家，由铝到镁，深耕行业二十载	1
1.2 股权结构稳定，管理层深耕行业多年	2
1.3 营收规模尚小，镁合金业务占比过半	2
2 “铝方唱罢镁登场”，新能源汽车轻量化时代共振发展.....	4
2.1 新能源汽车前景广阔，汽车轻量化已成发展新趋势.....	4
2.2 铝合金：国内储量丰富，汽车轻量化主流材料.....	7
2.3 镁合金：国内储量、价格占据主导，或为汽车轻量化最佳选择.....	9
2.4 模具：应用领域广泛，短期汽车模具需求承压.....	13
3 镁合金先发优势明显，压铸技术行业领先.....	14
3.1 铝镁合金双轮驱动，中大型铸件打开新成长空间	14
3.2 镁合金压铸技术壁垒较高，研发力度不断加大.....	16
3.3 终端客户资源优质，持续开发海内外新客户	19
3.4 同行企业对比：铝合金百舸争流，镁合金才露尖角.....	19
3.5 募投项目助力产能扩张，乘风破浪开启新征程.....	20
4 盈利预测与估值.....	21
4.1 盈利预测.....	21
4.2 相对估值.....	22
5 风险提示	22

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司主要产品示例.....	1
图 3: 公司股权结构.....	2
图 4: 2019 年至今营业收入及增速.....	3
图 5: 2019 年至今归母净利润及增速.....	3
图 6: 公司 2022 年主营业务占比情况.....	3
图 7: 公司 2019 年来主营业务毛利变动情况.....	3
图 8: 2019 年以来公司三费率变动情况.....	4
图 9: 2019-2022 年全球新能源汽车销量及增长率.....	4
图 10: 2022 年全球新能源汽车市场份额.....	4
图 11: 2018-2022 年我国新能源汽车市场销量及增长率.....	5
图 12: 2013-2022 年我国新能源汽车渗透率.....	5
图 13: 实现轻量化路径.....	6
图 14: 2021 年铝矿全球储量分布格局.....	7
图 15: 2021 年我国铝矿储量分布格局.....	7
图 16: 2017-2022 年全球铝土矿年产量.....	7
图 17: 2017-2022 年我国铝土矿年产量.....	7
图 18: 我国汽车压铸铝合金市场规模.....	8
图 19: 汽车铝合金压铸件示例.....	8
图 20: 未来铝合金在车上和覆盖件上的渗透率.....	9
图 21: 我国单车用铝量及预计.....	9
图 22: 世界菱镁矿已探明资源储量分布情况.....	9
图 23: 我国主要菱镁矿矿山简况.....	9
图 24: 2021 年全球菱镁矿产量.....	10
图 25: 2017-2022 年我国原镁年产量.....	10
图 26: 汽车材料所处生命周期.....	10
图 27: 中国镁合金汽车压铸件市场容量预测.....	10
图 28: 镁铝价格走势图 (元/吨).....	13
图 29: 2016-2021 年中国模具行业市场规模及增速情况.....	13
图 30: 压铸模具示例.....	13
图 31: 2019 年中国模具行业下游应用领域占比情况.....	14
图 32: 公司业务与技术发展历程.....	16
图 33: 公司镁合金产品发展历程.....	16
图 34: 2019 年至今公司研发投入.....	18
图 35: 公司研发人员从事压铸行业年限情况.....	18
图 36: 公司及同行企业研发费用占比情况.....	18
图 37: 公司产品主要应用领域.....	19
图 38: 公司产品主要应用品牌.....	19
图 39: 公司与同行企业毛利率对比.....	20
图 40: 公司与同行企业净利率对比.....	20

表 目 录

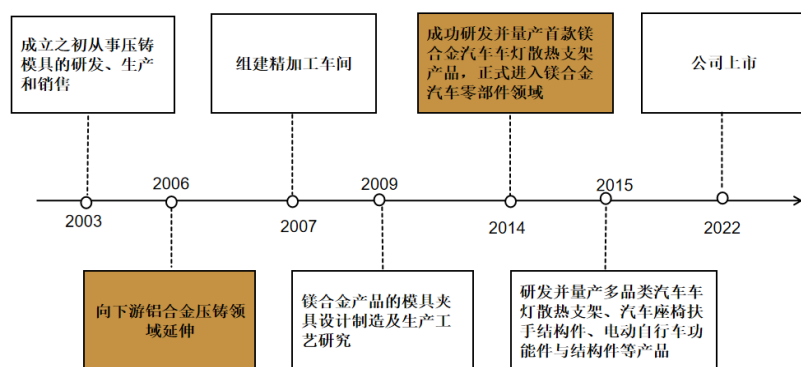
表 1：全球主要国家和地区燃油排放标准及油耗降幅要求.....	5
表 2：近年来新能源车轻量化相关政策.....	5
表 3：常见轻量化材料性能对比	8
表 4：镁铝合金性能对比	11
表 5：轻量化材料减重效果对比	11
表 6：《节能与新能源汽车技术路线图》部分内容	12
表 7：公司主要产品	14
表 8：2022 年上半年公司所销售汽车类压铸件产品单价（元/件）	16
表 9：公司核心技术示例及其先进性、独特性	17
表 10：公司所获资质、认证	18
表 11：公司与同行可比企业对比	19
表 12：公司募投项目详情	21
表 13：分业务收入及毛利率	21
表 14：可比公司估值	22
附表：财务预测与估值	23

1 小而美的镁铝合金汽车零部件龙头

1.1 模具起家，由铝到镁，深耕行业二十载

星源卓镁于 2003 年成立，成立之初主要从事汽车压铸模具研发、生产和销售业务。2006 年起，公司向下游铝合金压铸领域延伸，2009 年，公司将研究方向转向镁合金产品生产和研发，2014 年，继首款镁合金汽车车灯散热支架产品成功研发及量产后，公司正式进军镁合金汽车零部件领域，2022 年公司在深交所上市。经过近二十年的发展，公司逐渐成长为一家专业从事镁合金、铝合金压铸件开发设计和生产的国家级高新技术企业，终端客户包括特斯拉、奥迪、福特、宝马等知名品牌。目前，公司浙江宁波市北仑区生产基地已投产，主要涵盖模具制造，镁铝合金压铸生产等业务。

图 1：公司发展历程



数据来源：星源卓镁招股书，西南证券整理

面向广阔市场，不断拓展经营产品及服务内容。公司根据行业前景、自身业务发展情况等要素不断拓展产品种类及服务内容。目前，公司业务以镁合金业务为主，铝合金压铸业务及模具业务为辅，主要产品包括为汽车车灯散热支架、汽车扶手结构件、铝合金汽车扬声器壳体、园林机械零配等多类型产品。公司已形成“模具开发→产品压铸→精密加工→表面处理→质量检测”完整的镁合金、铝合金精密压铸件研发生产技术体系和生产业务链条。

图 2：公司主要产品示例

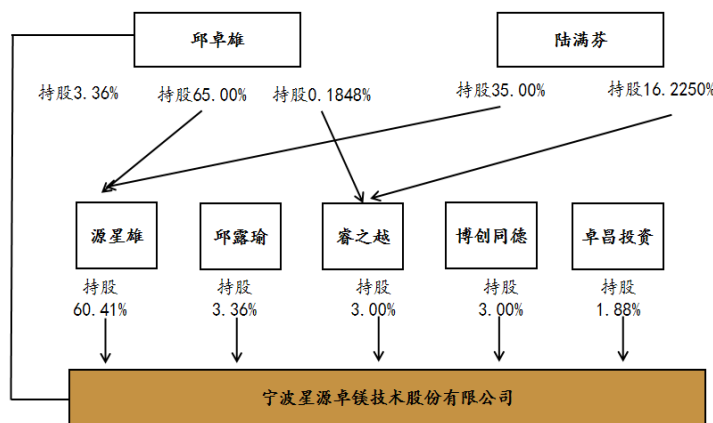


数据来源：公司官网，西南证券整理

1.2 股权结构稳定，管理层深耕行业多年

股权结构稳定，实际控制人为邱卓雄和陆满芬。截止到 2023 年 3 月 31 日，公司前五大股东分别为源星雄、邱露瑜、睿之越、博创同德、卓昌投资，分别持有公司 60.41%、3.36%、3.00%、3.00%、1.88% 的股权。邱卓雄先生直接持有公司 3.36% 的股权，持有睿之越 0.1848% 的股权，陆满芬女士持有睿之越 16.225% 的股权，邱卓雄和陆满芬夫妻二人并通过源星雄间接持有公司 60.41% 的股权，为公司实际控制人。

图 3：公司股权结构



数据来源：星源卓镁招股书，西南证券整理

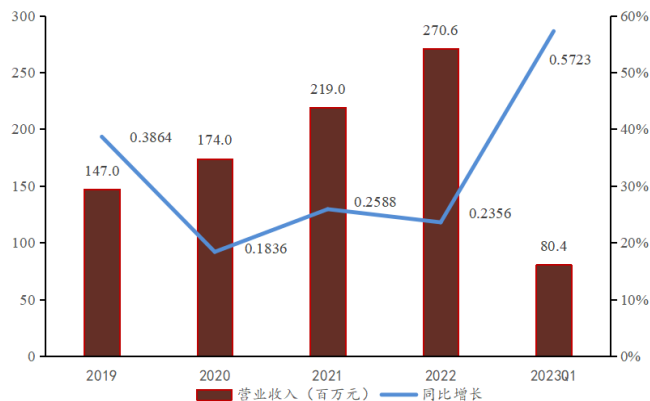
管理层经验丰富，为公司长远发展护航。公司管理层以 70 后和 80 后为主，均具备丰富多年行业从业经验。其中，公司董事长、总经理邱卓雄先生自毕业起一直从事模具及压铸相关业务，1997 年成立个体工商户星源模具厂开展模具销售业务，2003 年成立公司前身星源有限并开展模具及压铸产品销售业务至今，具有丰富的行业从业经验。公司优秀的管理团队将为公司未来的发展奠定良好的基础。

1.3 营收规模尚小，镁合金业务占比过半

整体经营规模尚小，后疫情时代有望迎来爆发。2019-2022 年，公司营收规模从 1.47 亿增长至 2.71 亿元，CAGR 约 22.6%。截止 2023 年 Q1，公司实现营收 8042 万元，同比增长 57.2%，公司营收整体保持增长态势。归母净利润层面，2019-2022 年公司归母净利润分别为 4919 万元、6020 万元、5365 万元和 5623 万元，整体浮动较小，主因是受疫情以及上游原材料价格波动影响，近两年利润承压。但公司 2022 年 Q4 业绩明显好转，单季度实现 7000 万营收和 1200 万归母净利润，同比分别增长 14.0%和 99.5%。2023 年 Q1，公司实现营收 8042 万，同比增长 57.23%，实现归母净利润 1694 万，同比增长 85.7%，公司自身业绩加速明显。

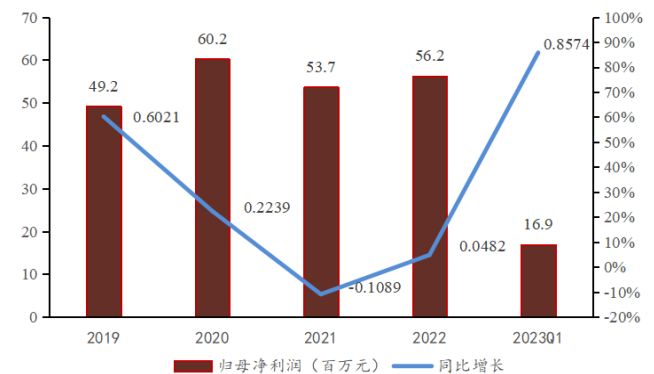
随着疫情扰动的因素减小以及未来国内原镁持续扩产，我们认为原材料价格将逐步下降且保持稳定，公司自身新产品持续开发以及相关客户的不断导入，镁合金车用渗透率的提升，公司未来营业收入和归母净利润有望迎来快速增长。

图 4：2019 年至今营业收入及增速



数据来源：wind，西南证券整理

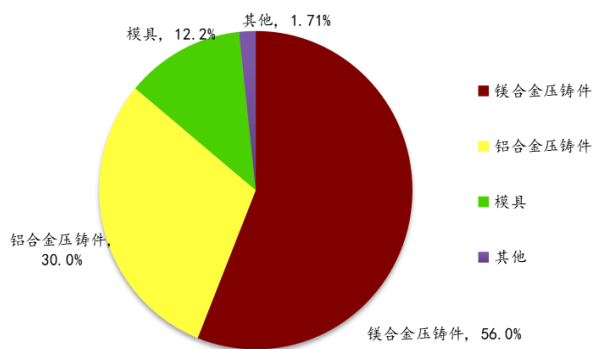
图 5：2019 年至今归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

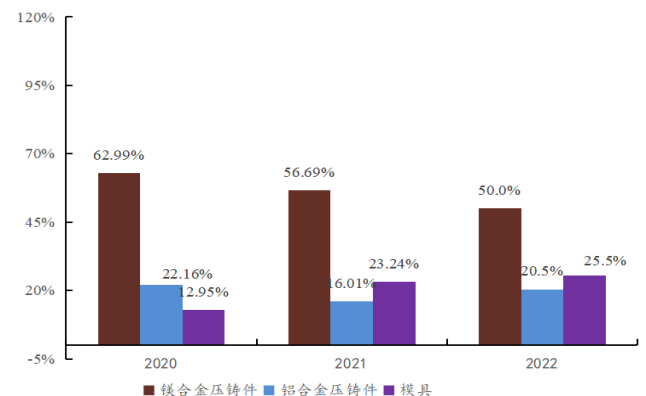
营收结构以镁为主，镁铝业务双轮驱动。2022 年，公司镁合金、铝合金压铸件及模具收入在营收中所占比重分别为 56.0%、30.0%、12.2%。公司主营收入超过半来自于镁合金压铸件，铝合金、模具收入占比相对较低。压铸产品毛利率是影响公司主营业务毛利率变动的主要因素，受贸易政策、原材料价格波动等多方面因素影响，近年来压铸产品毛利率有一定程度起伏。2022 年，公司镁合金压铸件、铝合金压铸件、模具的毛利率分别为 33.3%、25.5%、77.7%，其中镁合金的毛利率相较 2021 年下滑约 10 个百分点，主要原因在于 2022 年镁价整体高于 2021 年，其次是公司自身产品结构变化的因素。公司主要毛利润来自镁合金铸件，2022 年镁合金、铝合金铸件以及模具分别贡献毛利润占比为 50%、20.6%以及 25.5%。

图 6：公司 2022 年主营业务占比情况



数据来源：Wind，西南证券整理

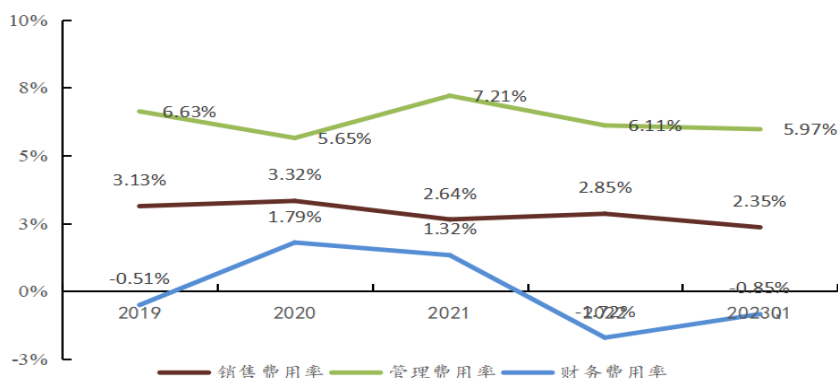
图 7：公司 2019 年来主营业务毛利变动情况



数据来源：Wind，西南证券整理

费用控制得当，三费逐步下降。2019-2023 年 Q1，公司三费率整体呈小幅下降趋势，公司管理能力逐年提升。截止 2023 年 Q1，公司销售费用、管理费用、财务费用分别为 188.9 万元、479.9 万元、-68.35 万元，分别下降至 2.4%、6.0%以及-0.9%左右。我们认为，公司费用端的下降得益于公司精细化的管理、降本增效的措施，公司未来三费将继续保持低位水平。

图 8：2019 年以来公司三费率变动情况



数据来源：Wind，西南证券整理

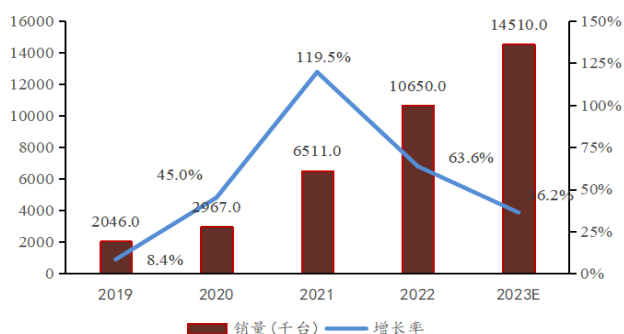
2 “铝方唱罢镁登场”，新能源汽车轻量化时代共振发展

2.1 新能源汽车前景广阔，汽车轻量化已成发展新趋势

2.1.1 全球新能源汽车销量突破千万级别，我国新能源汽车渗透率不断提升

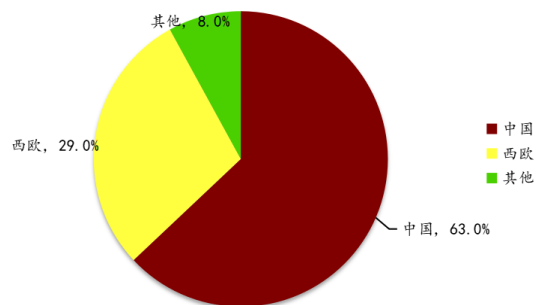
全球新能源汽车不断放量，我国已成为世界第一大新能源汽车消费市场。在各国加快发展绿色低碳经济的背景下，2022 年，全球新能源汽车销量首次突破千万级别，增至 1065 万辆，同比增长 63.6%。其中，我国作为世界第一大新能源汽车消费市场，在全球新能源汽车总销量中所占比重为 63%。西欧作为世界全球第二大市场，在全球新能源汽车总销量中所占比重为 29%，与我国相差较大。

图 9：2019-2022 年全球新能源汽车销量及增长率



数据来源：TrendForce，西南证券整理

图 10：2022 年全球新能源汽车市场份额

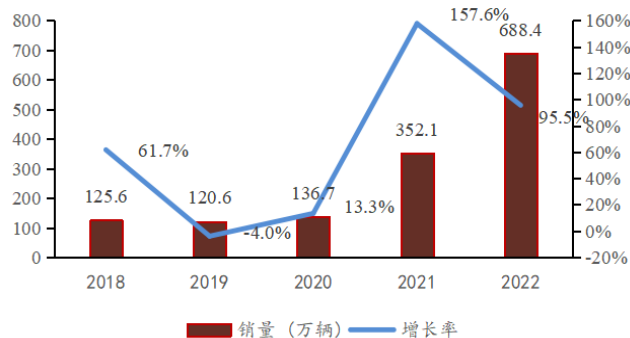


数据来源：TrendForce，西南证券整理

近三年我国新能源汽车销量提速。在政策、市场、技术等多重因素共同推动下，近年来我国新能源汽车产业蓬勃发展。2022 年，我国新能源汽车销量为 688.4 万辆，同比增长 95.51%，呈爆发式增长态势。2013-2020 年，我国新能源汽车渗透率仅从 0.1% 增长至 4.7%，

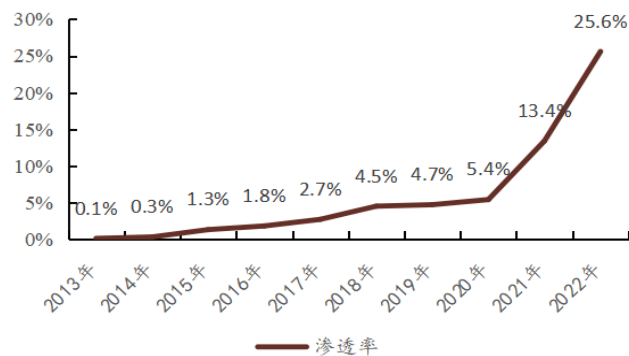
增速较慢。2020年后新能源汽车渗透率增速明显加快，2022年，我国新能源汽车渗透率增长至25.6%，新能源汽车渗透率加速趋势显著。

图 11：2018-2022 年我国新能源汽车市场销量及增长率



数据来源：火石创造，西南证券整理

图 12：2013-2022 年我国新能源汽车渗透率



数据来源：火石创造，西南证券整理

2.1.2 汽车轻量化大潮下，新能源汽车冲锋在前

汽车轻量化为汽车行业发展必然趋势，具有多重意义。在低碳经济背景下，各国汽车排放标准和燃油经济性标准更加严格。2016年12月23日，我国正式发布《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》，该标准比“国五”标准整体加严50%以上。大力发展汽车轻量化技术可通过减轻汽车自身重量减少排放量和降低能耗。目前，全球面临着日益严峻的能源威胁，汽车重量对其燃油效率具有直接影响，在保障汽车安全性和其他基本性能不变的前提下，汽车轻量化可以实现降低燃油消耗率效果，从而缓解能源压力。

表 1：全球主要国家和地区燃油排放标准及油耗降幅要求

名称	燃油排放标准(L/100km)			油耗降幅 (%)	
	2015 年	2020 年	2025 年	2015-2020 年	2020-2025 年
中国	6.9	5.0	-	6.2	-
日本	5.9	4.9	-	3.6	-
美国	6.7	6.0	4.8	2.2	4.4

数据来源：星源卓镁招股书，西南证券整理

汽车轻量化政策持续加码。汽车轻量化是在保持汽车原有安全性、舒适性等性能的基础上，针对性降低汽车自身重量。汽车轻量化能够充分满足当今世界节能、环保的要求，是汽车产业可持续发展的必经之路，也是目前汽车节能减排最有效的途径之一。近年来，国家有关部门出台了一系列相关法律法规和政策以鼓励、支持、推动汽车轻量化快速发展。

表 2：近年来新能源车轻量化相关政策

发布时间	发布单位	政策名称	主要内容
2015 年 10 月 28 日	中国汽车工程学会	《中国汽车轻量化发展——战略与路径》	《中国汽车轻量化发展——战略与路径》由轻量化发展战略研究和轻量化技术路径研究两部分构成。在轻量化发展战略研究部分，分析了世界汽车轻量化发展背景和对节能减排的影响，剖析了我国汽车轻量化发展面临的机遇和挑战，给出了适合我国国情的轻量化发展战略目标和思路，提出了轻量化技术发展路线和政策建议等内

发布时间	发布单位	政策名称	主要内容
			容。在轻量化技术路径研究部分，总结世界汽车结构轻量化设计、轻量化材料、轻量化制造工艺、轻量化连接技术和轻量化评价技术的发展状况，且分别针对传统动力汽车和电动汽车进行了汽车轻量化技术经济分析，并与轻量化发展战略研究成果相呼应，提出了我国汽车轻量化技术未来发展建议。
2017 年 11 月	中国汽车工程学会	《节能与新能源汽车技术路线图》	该路线图描绘了我国汽车产业技术未来 15 年发展蓝图，轻量化成为七大技术路线图之一。路线图明晰的战略思路和目标、恰当的路径、有效的政策措施，无疑将有助于加快中国汽车轻量化水平提升的进程，进一步推动我国汽车轻量化的发展。
2020 年 10 月	中国汽车工程学会	《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》	《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》指出汽车轻量化是新能源汽车、节能汽车与智能网联汽车的共性基础技术，是我国节能与新能源汽车技术的未来重点发展方向，

数据来源：激光制造网，西南证券整理

新能源汽车对轻量化需求迫切。轻量化汽车、新能源汽车为未来汽车行业转型升级的重要方向，随着传统汽车制造商和新型汽车制造商纷纷涌入新能源汽车市场，新能源汽车市场日益繁荣。相关研究表明，新能源汽车每减重 10%，可增加 5%-8% 平均续航能力，减少 5% 电耗。在新能源汽车不断加码电池容量以增加续航的情况下新能源汽车需从车身零部件开始减重，因此新能源汽车对轻量化的需求极为迫切。

实现汽车轻量化，材料是关键。实现汽车轻量化主要有三种途径：一是应用轻量化材料，二是优化车身结构，三是用先进的制造工艺技术。目前铝合金市场一体化压铸是各大车厂争先开拓的领域，镁合金铸件一体化压铸尚不成熟。而从轻量化材料考虑，常用的汽车轻量化的主要材料包括高强度钢、铝合金、镁合金、碳纤维等，通过使用这些轻量化材料将直接减轻汽车重量。当前，主流汽车轻量化材料为铝合金，随着镁合金加工工艺技术持续改进与升级，未来镁合金有望迎来放量。

从星源卓镁的发展轨迹看，公司一直致力于从材料端给下游汽车厂商提供轻量化的汽车结构件。从铝合金铸件转向镁合金铸件，是公司轻量化材料道路上工艺与方向的选择。实现汽车轻量化的路径，公司镁、铝合金双轮驱动，成为汽车轻量化行业领先者之一。

图 13：实现轻量化路径



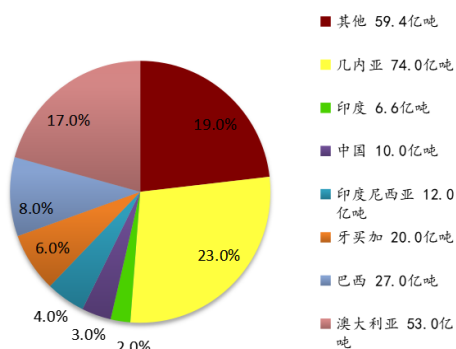
数据来源：星源卓镁招股书，西南证券整理

2.2 铝合金：国内储量丰富，汽车轻量化主流材料

2.2.1 我国铝土矿储量位列世界第七，产量位列世界第二

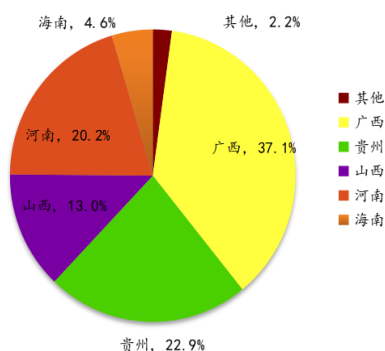
铝土矿全球分布集中，我国铝土矿储量较丰富。2021 年，全球铝土矿储量约为 320 亿吨，集中分布于非洲、亚洲和南美洲地区。我国铝土矿资源储量位列世界第七，在全球铝土矿总储量中占比 3%，主要集中分布于贵州、广西、山西、河南等地。

图 14：2021 年铝矿全球储量分布格局



数据来源：智研咨询，西南证券整理

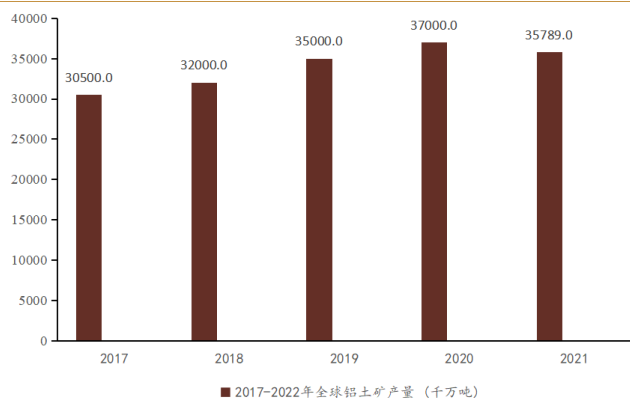
图 15：2021 年我国铝矿储量分布格局



数据来源：智研咨询，西南证券整理

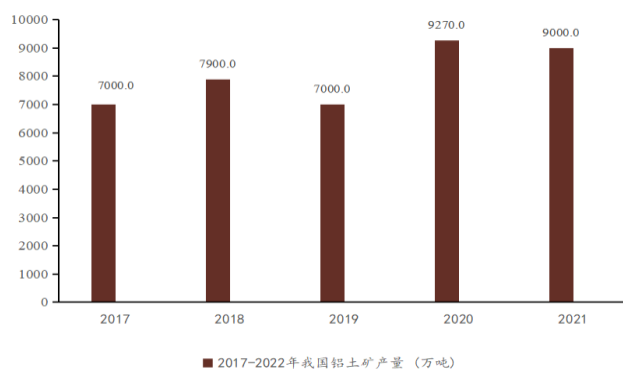
铝土矿全球产量整体呈上升趋势，我国产量位列世界第二。2017-2020 年，全球铝土矿的产量持续增长，2021 年，小幅下降至 3.9 亿吨，整体呈现波动增长趋势。随着我国经济的发展，国内相关产业对金属铝及铝产品的需求快速增长。2022 年，我国铝土矿产量为 9000 万吨，在全球铝土矿产量中占比 23.82%，是世界第二大铝土矿生产国。

图 16：2017-2022 年全球铝土矿年产量



数据来源：智研咨询，西南证券整理

图 17：2017-2022 年我国铝土矿年产量



数据来源：智研咨询，西南证券整理

2.2.2 铝合金为当前主流轻量化材料，新能源车应用成熟

铝合金为目前应用最广泛轻量化材料。铝合金具有低密度、高弹性、高抗冲击性能等性能，其易于成形，吸能效果好，耐腐蚀，循环利用价值大，因此是汽车轻量化的理想材料之一。2020 年，铝合金在轻量化材料市场中占比 64%，是目前最主要的汽车轻量化材料。

表 3：常见轻量化材料性能对比

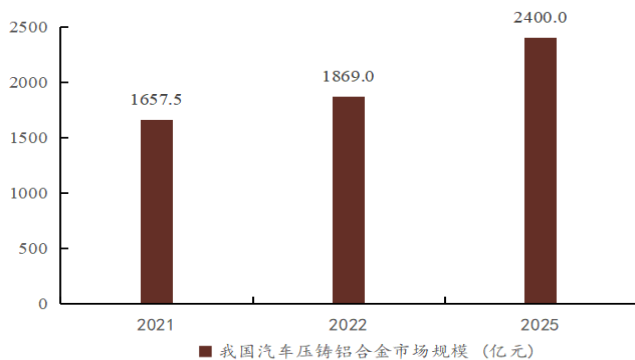
材料	优点	缺点
高强度钢	强度高、成本低、技术成熟	成形性差，价格贵
铝合金	低密度、高弹性、高抗冲击性能、技术成熟、耐锈蚀	延展率低、工艺复杂，焊接性能差，不易维修
铜合金	硬度高，耐腐蚀性强，常用压铸金属中机械性能最好，抗磨损，强度接近钢铁	易霉变、氧化变色
锌合金	最容易压铸的金属，制造小型部件时很经济，容易镀膜，抗压强度、塑性高，铸造寿命长	当锌合金材料成分中杂质元素铅、镉、锡超过标准时，会导致锌合金材料铸件老化而发生变形，表现为锌合金材料体积胀大，锌合金材料机械性能特别是塑性显著下降，甚至材料破裂。

数据来源：星源卓镁招股书，西南证券整理

我国汽车压铸铝合金市场规模持续攀升，发展前景广阔。铝合金压铸件是指通过铸造获得的铝或铝合金设备和装置，在汽车、家电、建材领域应用广泛。铝合金在汽车领域的应用较为成熟，从单车用铝量来看，汽车轻量化发展将带动单车铝合金用量及铝合金在车上和覆盖件上的渗透率持续提升。根据《节能与新能源汽车技术路线图》，2025 年、2030 年我国单车铝合金用量将分别达到 250kg、350kg。自铝合金快步走入汽车领域后，其应用范围不断延伸至引擎盖、挡泥板、车顶等部位。预计 2025 年铝合金在引擎盖、挡泥板、车门、后车厢、车顶、全车身渗透率将分别增加至 85.0%、27.0%、46.0%、33.0%、30.0%、18.0%。

按整体需求端测算，2021 年，我国汽车压铸铝合金市场规模为 1657.46 亿元，预计 2022 年达 1869 亿元，2025 年突破 2400 亿元，年化增速超 10%。随着未来汽车一体化压铸技术的进步和发展，铝合金压铸件需求或将进一步提升。

图 18：我国汽车压铸铝合金市场规模



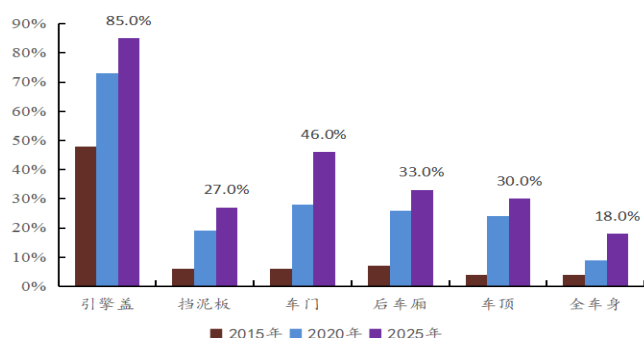
数据来源：中研网，西南证券整理

图 19：汽车铝合金压铸件示例



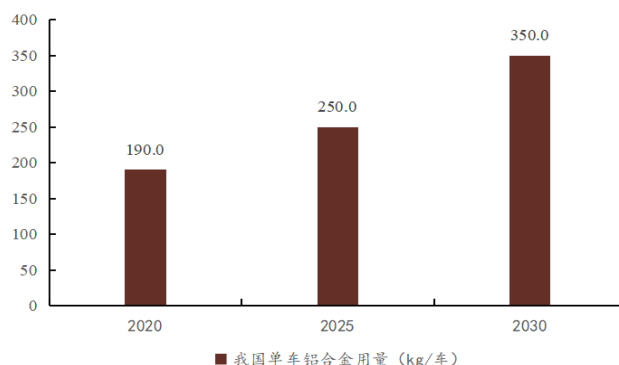
数据来源：新材料在线，西南证券整理

图 20：未来铝合金在车上和覆盖件上的渗透率



数据来源：铝云汇，西南证券整理

图 21：我国单车用铝量及预计



数据来源：《节能与新能源汽车技术路线图》，西南证券整理

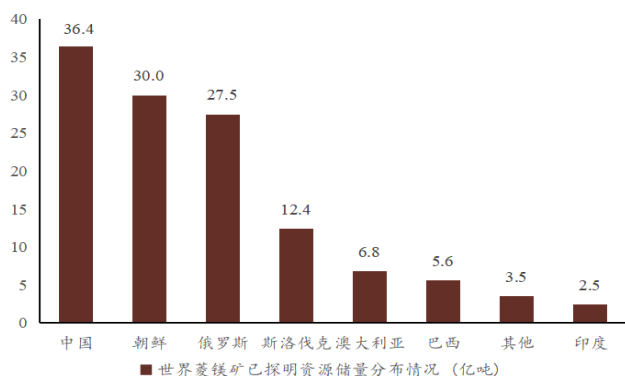
2.3 镁合金：国内储量、价格占据主导，或为汽车轻量化最佳选择

当前时间点讨论镁合金在汽车领域替代铝合金，我们认为时机已经相对成熟，市场目前主流观点认为下游汽车厂商对镁的安全性存在担忧，且铝合金在汽车领域应用较为成熟，汽车厂商替换动力不足，镁在汽车领域渗透率提升存在局限性，但星源卓镁、云海金属、万丰奥威等厂商在镁合金压铸工艺上已经相对成熟，我们从镁的政策、储量，金属属性，价格以及应用空间看，镁合金具有巨大的发展潜力：

2.3.1 我国镁资源储量丰富，全球市场占据主导

我国是菱镁矿资源储量最丰富的国家之一。目前，世界菱镁矿已探明储量约为 126.25 亿吨，主要分布在中国、朝鲜、俄罗斯等国家和地区。我国菱镁矿资源储量和品质均位于世界前列，已探明菱镁矿储量为 36.42 亿吨，在世界菱镁矿总储量中占比 28.85%，主要分布在辽宁、山东、西藏、新疆、甘肃和河北等省。

图 22：世界菱镁矿已探明资源储量分布情况



数据来源：远大中国招股说明书，西南证券整理

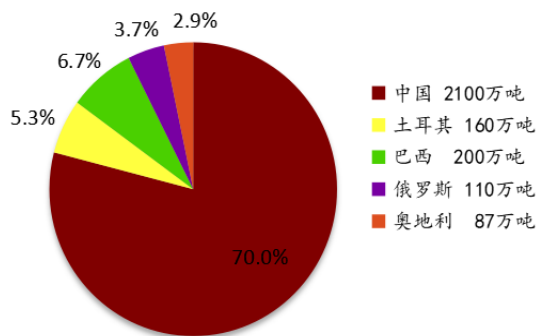
图 23：我国主要菱镁矿矿山简况

矿山名称	保有量 × 10 ⁴ /t	w/%	
		MgO	CaO
辽宁镁矿公司海城镁矿	6.06	46.56	0.74
辽宁镁矿公司桦子峪镁矿	7.64	44.56	1.1
辽宁镁矿公司青山怀镁矿	3.83	41.61	5.5
辽宁营口高庄平房镁矿	0.74	45.75	2.18
辽宁岫岩县王家堡子镁矿	0.34	46.75	0.84
山东莱州市粉子山镁矿	1.33	45.3	0.7
甘肃金塔县四道红山镁矿	0.04	44.06	2.8
西藏类乌齐县卡玛多镁矿	1.4	47.04	0.67

数据来源：远大中国招股说明书，西南证券整理

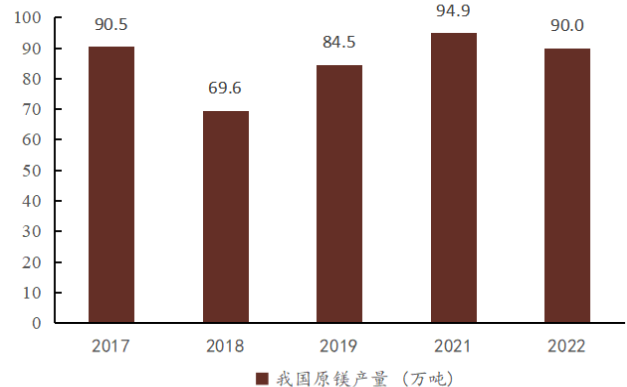
我国在全球镁资源市场上占据主导地位。由于储量丰富，我国镁资源不存在对外依存度的问题，我国亦是世界镁资源重要来源地，在全球镁资源市场上具有举足轻重的地位。另一方面，储量丰富的镁资源为我国镁相关产业的发展提供了坚实的资源保障，资源优势将助推相关产业发展。目前，菱镁矿在建筑、化工等领域应用日益增多，需求量亦随之增长。我国原镁产能充足，2022，我国原镁产量约 90 万吨，占全球产量的 91%。我们认为，未来镁的定价权在国内。

图 24：2021 年全球菱镁矿产量



数据来源：星源卓镁招股说明书，西南证券整理

图 25：2017-2022 年我国原镁年产量

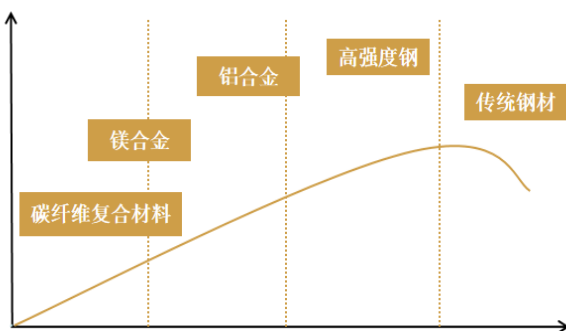


数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

2.3.2 镁合金铸件在汽车领域尚处 0-1 阶段，潜力巨大

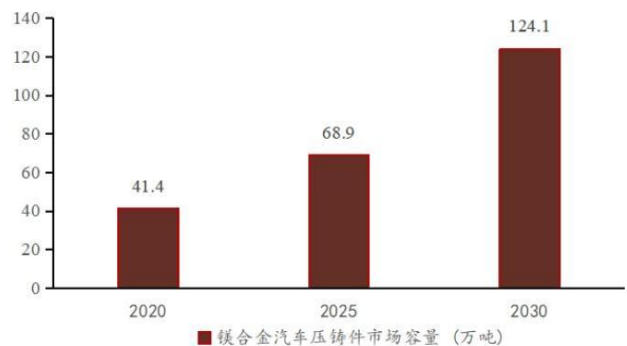
镁合金规模化应用历史短，汽车压铸件产量上升空间巨大。我国镁合金规模化应用发展历史较短，目前镁合金的应用正处于从导入期向成长期过渡的生命周期，镁合金压铸件产量占总体压铸件产量的比例仍然较低。据云海金属介绍，当前我国单车用镁量仅 3-5kg，对比欧美系汽车 15-20kg 的用量具有较大的空间。我们认为，镁合金铸件在汽车领域尚处于 0-1 发展阶段，行业处于发展初期，未来潜力巨大。根据《中国轻量化技术发展路线图规划》测算，我国作为汽车零部件生产大国，预计 2025 年、2030 年我国镁合金汽车压铸件市场容量将分别达 68.9 万吨、124.1 万吨，镁合金在汽车领域的规模化应用速度将持续提升。

图 26：汽车材料所处生命周期



数据来源：星源卓镁招股书，西南证券整理

图 27：中国镁合金汽车压铸件市场容量预测



数据来源：《中国轻量化技术发展路线图规划》，西南证券整理

2.3.3 汽车大铸件轻量化材料，有了“镁”的答案

镁合金系最有潜力的汽车轻量化材料，可有效实现汽车减重。镁的金属属性相较于铝更加活跃，镁合金存在着易氧化、腐蚀等因素，故在汽车外壳、底盘等长期暴露于车外的汽车镁合金构件依然存在技术难点。但镁合金在轻量、强度、抗震、散热、使用寿命等性能上具备优势，在车内结构件替代铝合金已较为成熟，是更好的轻量化材料。同规格产品下，镁合金替代铝合金后减重效果将达到 25%-35%，镁合金减重效果明显。目前，星源卓镁的镁合金产品已在汽车方向盘、汽车座椅结构件、显示屏结构件、车灯散热支架等零部件上进行应用。此外，2022 年底，星源卓镁的镁合金动力总成壳体切入上汽新能源车供应链，汽车大铸件轻量化，有了“镁”的答案。

表 4：镁铝合金性能对比

材料	优点	缺点
镁合金	<ol style="list-style-type: none"> 1.密度较低、强度高。镁合金密度约为铝合金 2/3，钢铁 1/4，强度比铝合金和钢铁高。在不减少零部件强度情况下，使用镁合金可减轻零部件的重量。 2.散热性能好。镁合金导热系数约为铝合金 1/2。相较于铝合金散热片，镁合金散热片在根部与顶部可形成较大空气温差，加速空气对流，提高散热效率。 3.良好的抗震减噪性能。在弹性范围内，镁合金受到冲击载荷时所吸收能量比铝合金件多一半，所以镁合金具有良好的抗震减噪性能。 4.较好的压铸性能。镁合金作为良好压铸材料，具有优异的流动性和快速凝固率，可生产表面精细、棱角清晰零件，并能防止过量收缩以保证尺寸公差。 5.优异的切削加工性能。镁合金金属较容易加工材料，允许较高切削速度，可缩短切削加工时间，延长刀具使用寿命。 6.资源丰富且易于回收再生。中国镁资源储量丰富，产量规模庞大。镁合金压铸件废弃后，可直接回收处理再利用，环保性显著，被称为“21 世纪绿色工程材料”。 	<ol style="list-style-type: none"> 1.易燃易爆性。镁易燃，镁液遇水即起剧烈作用而导致爆炸。 2.室温塑性差。镁合金金属密排六方结构，所开启滑移系有限，导致其室温塑性低、成形性差。 3.耐蚀性差。镁标准电极电位较低，其表面与氧气发生反应时将形成不致密氧化镁薄膜，因此耐蚀性很差。
铝合金	<ol style="list-style-type: none"> 1.质轻且柔软。铝密度为 2717g/cm³，约为钢密度的三分之一。 2.强度好。经过热处理强化及合金化强化，纯铝强度会大幅增加。 3.耐蚀性好。铝合金特性之一为接触空气时表面会形成一层致密的氧化膜，从而防止腐蚀。 4.加工性能好。铁道车辆用型材挤压性能好，二次机加工、弯曲加工也较容易。 5.易于再生。铝熔点低(660℃)，再生简单，废弃处理时无公害，有利于环保，符合可持续发展战略。 	<ol style="list-style-type: none"> 1.铝合金具有延展率低、工艺复杂、焊接性能差、不易维修等缺点。 2.铝合金在生产过程中，易出现缩孔、砂眼、气孔和夹渣等铸造缺陷。

数据来源：星源卓镁招股书，西南证券整理

表 5：轻量化材料减重效果对比

材料	被替代材料	减重率
高强度钢	钢	10%
铝合金	钢、铸铁	40%-60%
镁合金	钢、铸铁	60%-75%
镁合金	铝合金	25%-35%

数据来源：星源卓镁招股书，西南证券整理

2.3.4 政策+技术催化，汽车用镁“闻风而动”

政策与技术路径清晰，未来镁合金大有可为。由工信部发布的《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》规划了我国轻量化分阶段目标。根据该汽车技术路线图，预计 2025 年、2030 年，新能源汽车销量占汽车总销量的比例将分别达到 25% 以上、40% 以上；单车镁合金用量将分别达到 25kg、35kg；镁合金整车占比将分别达到 2%、4%。随着新能源汽车渗透率的持续提升，新能源汽车对轻量化的需求将更为迫切，镁合金作为最有潜力的汽车轻量化材料，有望受益于汽车轻量化以及新能源汽车零部件市场的蓬勃发展，需求预计迎来高增速，发展潜力巨大。

表 6：《节能与新能源汽车技术路线图》部分内容

项目	2020 年	2025 年	2030 年
镁合金	单车用量达 15kg	单车用量达 25kg	单车用量达 45kg
新能源汽车	新能源汽车占总销量 7% 以上	新能源汽车占总销量 15% 以上	新能源汽车占总销量 40% 以上
镁合金整车占比	1.20%	2%	4%
车辆装备质量	较 2015 年减重 10%	较 2015 年减重 20%	较 2015 年减重 35%

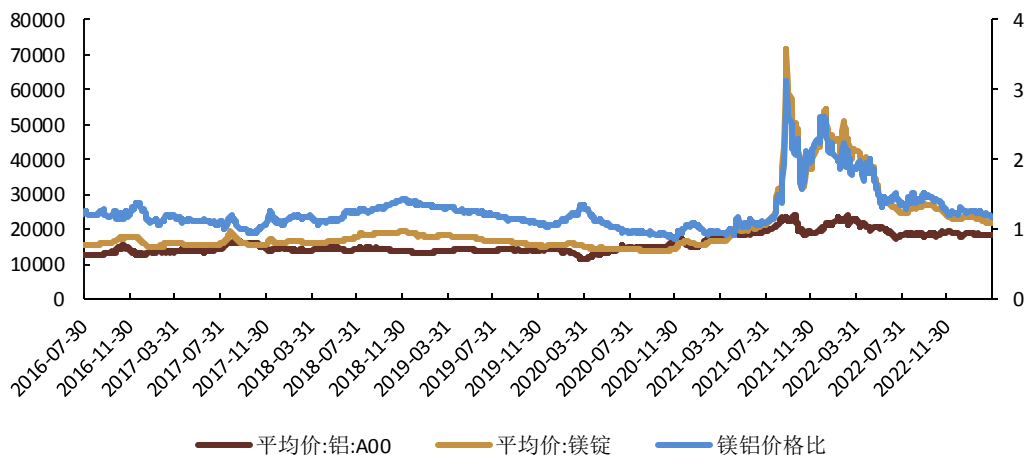
数据来源：星源卓镁招股书，西南证券整理

2.3.5 镁价回落趋稳，或将进一步下探

镁价逐步回落，镁合金将具备成本优势。行业内存一个换算比例，当镁铝价格比在 1:1.3 以内时，镁具备性价比优势。2023 年 4 月，国内镁价出现波动，上游矿场出现惜售囤货行为，陕西榆林地区出现减产，导致镁价从底部 21000 元/吨上涨最高至 30000 元/吨，但我们认为此次涨价更多为情绪性上涨，截止 4 月 26 日，镁价已经回落至 25000 元/吨。2022 年，我国原镁产量为 90 万吨，占全球的 91%，镁产品出口量 49.8 万吨，国内镁消费量约为 37.5 万吨，占全球总消费量的 40.8%。随着下半年云海金属等企业的新增 50 万吨原镁产能释放，镁价未来依然存在下跌空间，有望长期在 20000 元/吨徘徊。

回顾过往，2016-2021 年 8 月，镁铝价格比位于 1.3 以内，但彼时新能源车及大型镁合金铸件工艺等因素制约镁合金汽车应用。2021 年 9 月起，受上游镁生产所需材料价格持续上涨、国家“能源双控”及“环保改造”等政策诸多因素影响，镁合金材料价格非理性走高，镁合金的应用推广在一定程度上收到了负面影响。2022 年 11 月至今，随着国内镁冶炼产能的逐步增加，镁合金价格持续下降，镁铝价差逐渐缩小，镁铝价格比重回 1.3 内，镁合金性价比逐渐凸显，我们判断未来镁价相对平稳甚至有进一步下探空间，镁合金汽车领域规模化应用有望加快。

图 28：镁铝价格走势（元/吨）

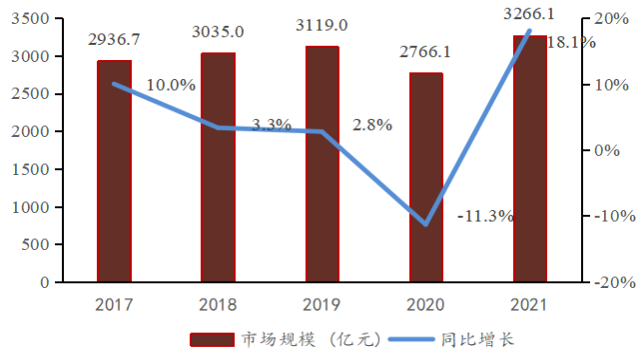


数据来源：Wind, 西南证券整理

2.4 模具：应用领域广泛，短期汽车模具需求承压

模具应用领域广泛，我国市场规模呈现波动态势。模具是材料成型的重要工艺装备，与各行业息息相关。2016-2019 年，中国模具行业市场规模由 2731 亿元增长至 3119 亿元，2020 年受疫情影响下降至 2766 亿元。我们认为，经历了近三年的疫情影响，后疫情时代国内经济大环境持续向好，预计未来中国模具行业市场规模将有所回升。

图 29：2016-2021 年中国模具行业市场规模及增速情况



数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

图 30：压铸模具示例



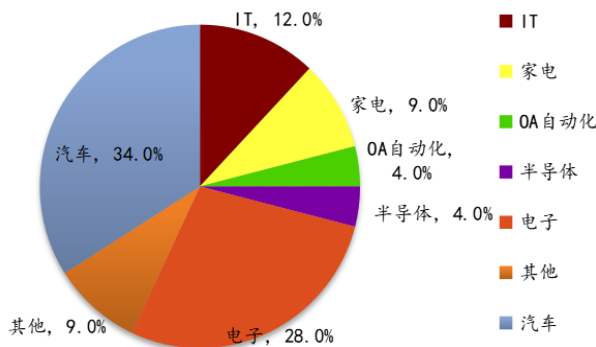
数据来源：星源卓镁招股书，西南证券整理

汽车行业为模具重要应用领域。从模具应用领域来看，模具产品主要应用领域包括汽车、电子、IT 等行业。2019 年，汽车领域模具销售收入高达 887 亿元，在下游应用领域所占比重为 34%，是模具行业最重要的组成部分。汽车模具当前面临下游需求乏力，终端车厂去库存压力等不利因素，我们认为库存周期过后，下游新车研发周期缩短带来的需求提升。

公司镁合金模具具备先发优势。公司原本模具起家，2009 年公司凭借自身在镁合金园林工具箱体、镁合金医疗器械控制显示器外壳等产品的研发生产积累的相关技术与经验，开发出了镁合金汽车产品模具，成为最早拥有镁合金汽车模具研发和生产能力的企业之一。伴

随着下游对镁合金汽车结构件需求的提升，公司所具备的镁合金汽车模具加工能力将为公司未来的产品升级和放量增添助力。

图 31：2019 年中国模具行业下游应用领域占比情况



数据来源：华经产业研究院，西南证券整理


3 镁合金先发优势明显，压铸技术行业领先

3.1 铝镁合金双轮驱动，中大型铸件打开新成长空间

镁合金具备先发优势，整体产品线更为丰富。公司是国内最早从事镁合金汽车铸件研发和生产的企业，公司第一款镁合金产品于 2015 年切入北美市场。相比国内从事镁合金汽车铸件公司，万丰奥威子公司镁瑞丁主打镁合金汽车仪表盘铸件，云海金属整合了镁合金上游资源，星源卓镁在产品矩阵上更为丰富。公司镁合金产品主要包括汽车车灯散热支架、汽车座椅扶手结构件、汽车中控台结构件、汽车显示器支架等。2022 年底，公司中大型镁合金铸件汽车动力总成壳体成功打入上汽智己、飞凡两款车型，为其中大型镁合金铸件打开了新的成长空间。

表 7：公司主要产品

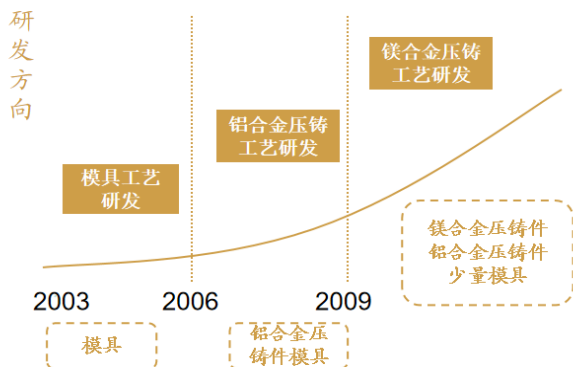
类别	产品示例图	应用示例图
铝合金车灯 散热支架		
		
铝合金汽车 扬声器壳体		

类别	产品示例图	应用示例图
铝合金汽车 脚踏板骨架		
铝合金短支架、 圆轮装配件、铰子		
镁合金车灯 散热支架		
镁合金座椅 扶手组件		
镁合金中控台 骨架		
镁合金显示器 支架		
镁合金显示器 背板		
镁合金变速箱 集总成壳体		
镁合金电动自行车 变速器箱体		
镁合金电动自行车 车架		

数据来源：星源卓镁招股书，西南证券整理

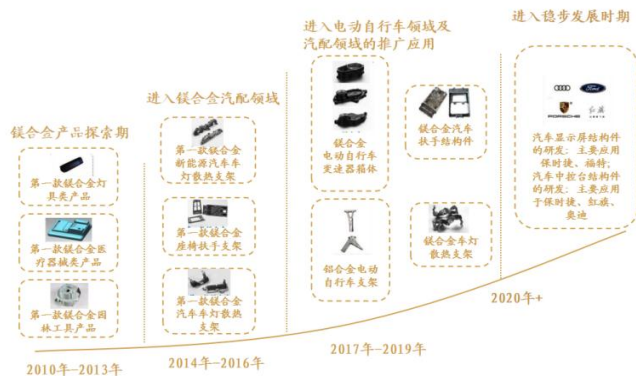
镁铝合金齐头并进，协同发展相互促进。一方面，镁合金、铝合金均为汽车轻量化发展的优质金属材料，公司客户往往同时存在镁合金产品与铝合金产品的业务需求，公司同时为客户提供铝合金、镁合金压铸产品及服务可进一步增强合作粘性。另一方面，公司铝合金压铸铸件业务历经多年发展和积累已较为成熟，而部分客户对镁合金产品的认识仍有待提升，公司可先为客户开发铝合金产品以获得客户认可和支持，在此基础上通过与客户交流，推广镁合金产品相关业务。

图 32：公司业务与技术发展历程



数据来源：星源卓镁招股书，西南证券整理

图 33：公司镁合金产品发展历程



数据来源：星源卓镁招股书，西南证券整理

产品结构由小转大，高价单品打造新增长极。大型复杂镁合金汽车铸件规模化应用是汽车用镁的发展方向之一。当前，公司正不断加大对中大型产品的生产和研发，积极向镁合金汽车显示系统零部件、中控台零部件、动力总成壳体等大中型汽车零部件方向延伸。中大型产品通常单价更高，如公司新能源汽车变速器壳体零部件平均单件价格为 140.00 元，汽车中控台零部件平均单件价格为 163.59 元。2022 年上半年，公司大中型产品收入占比已经上升至 60.18%，2022 年底，公司大型镁合金铸件汽车动力总成壳体单价冲向千元，进一步拓宽公司产品价格带。伴随未来大中型产品结构占比上升，公司营收和利润将受益高价单品的放量。

表 8：2022 年上半年公司所销售汽车类压铸件产品单价（元/件）

产品名称	单价
汽车车灯散热支架	21.14
汽车座椅扶手结构件	97.22
其他	38.70
其中：自动驾驶模组零部件	10.15
脚踏板骨架	38.70
扬声器壳体	29.37
汽车显示系统零部件	79.26

数据来源：星源卓镁招股书，西南证券整理

3.2 镁合金压铸技术壁垒较高，研发力度不断加大

具备核心压铸技术，行业竞争力强。经过多年技术积累，公司已构建强大、独特的自身核心技术体系，在压铸成型、后道处理、精加工、检测与控制等方面形成了多项核心技术。镁合金的金属特性决定其压铸技术壁垒相对较高，模仿难度相对较大，新进入企业短期内达到与公司技术和产品性能水平相近的可能性较小。公司切入镁合金行业时期较早，具有完整的研发体系和研发制度，具备成熟的镁铝合金压铸技术，随着半固态压铸逐步应用到镁合金压铸领域，公司在行业内具有显著竞争优势。

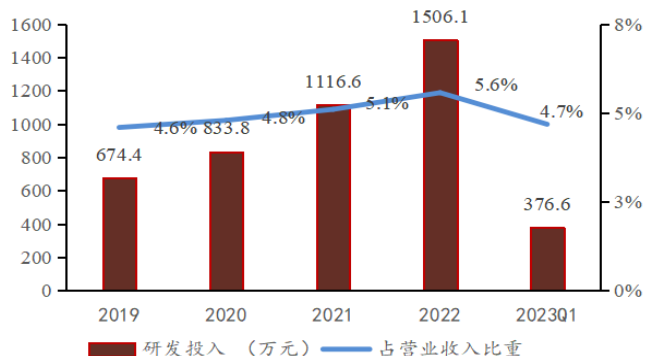
表 9：公司核心技术示例及其先进性、独特性

技术名称	简要内容及先进性、独特性	来源
流道结构设计技术	本技术研发一种应用于压铸模具的流道结构，进料时，熔液依次流经主流道、竖直流道、过渡流道和内浇口，最后流入模腔，从抽芯块上端的内浇口进料，解决了原本浇口去除带来的产品外观影响，同时优化了流道结构，减少了流道占用模具的空间。	自主研发
镁合金静电喷涂技术	本技术应用静电吸附原理配以使用特定脱模剂（含水量极低），充分吸附脱模剂，有效的解决模具的骤冷现象，提升模具寿命，提高生产效率以及产品质量。	应用类
高精多孔防漏去毛刺技术	本技术通过制作专用工装，确保产品的多孔与工装冲针孔的位置精准，结合六个自由度限制原理保证产品不变形，在气缸或油缸的驱动下一次冲除多个孔内的毛刺。本技术通过控制孔径公差，可以保证铸件孔径精度为 $\pm 0.05\text{mm}$ ，既规避了人工去除的遗漏风险，也保证了产品尺寸要求；同时也避免铸件上多孔需逐个去除的低效方法，实现一次操作，多个孔同时去除毛刺。	自主研发
多角度定位技术	本技术研发一种用于产品定位的夹具，通过夹钳、薄型缸和杠杆缸的先后顺序共同作用于产品上，使得产品定位牢固，提高产品加工精度的稳定性，降低生产损耗。	自主研发
侧面孔位检测技术	汽车车灯散热支架的生产检测过程中，往往需要将产品的一端或一部分夹住进行定位再进行孔位检测，由于产品结构特殊，没有相配套的综合检具。本技术研发适用的综合检具，通过若干个侧面孔位检测装置对产品进行侧孔检测，并可通过下孔位检测装置检测产品底部孔位，最终实现产品的有效检测。此技术提供包括工作台的综合检具以及包括台座和插销的插销式侧孔检查台。	自主研发
半固态压铸技术	半固态压铸对比起普通压铸，区别在于：1.成型形态是把镁屑由固态压铸成半固态，再形成固态的镁合金结构。传统压铸是需用成块的镁锭熔成液体后冷却成固态。2.无需 SF6 作为保护气体，而 SF6 会对环境造成影响，传统压铸生产过程需要用该气体来保护金属。3.不破坏金属结构，做出的产品表面更细腻，精度高。4.对模具的破坏较小，使得模具使用寿命更长，能节约生产成本。5.其生产出的产品强度比传统压铸的更高	-

数据来源：星源卓镁招股书，西南证券整理

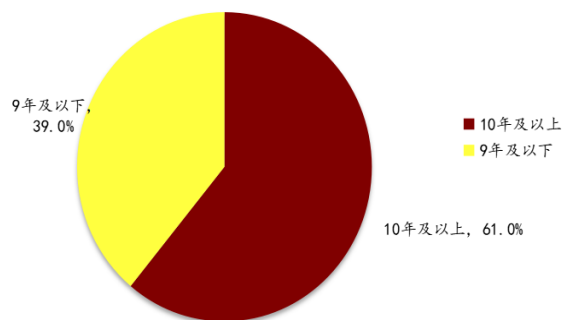
研发投入持续增加，核心团队经验丰富。公司重视研发投入，2019-2022 年，公司研发投入从 674.4 万元增长至 1506.1 万元，CAGR 约 30.7%，研发费用占比从 4.3% 增长至 5.6%。虽然公司营收体量较小，但公司研发费用营收占比逐年提升，显示公司重视研发投入。公司研发团队经验丰富，截至到 2022 年 6 月 30 日，60.98% 的公司研发人员从事压铸行业年限达 10 年及以上，53.66% 的研发人员参与过 5 个及以上项目。

图 34：2019 年至今公司研发投入



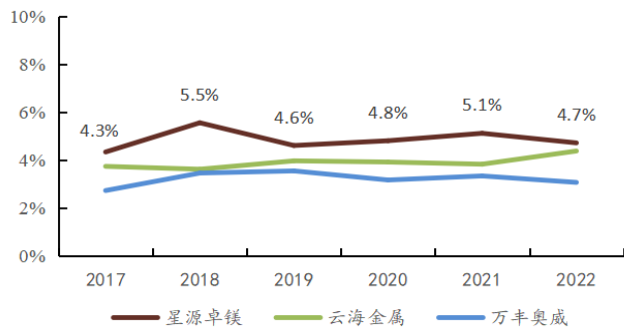
数据来源：星源卓镁招股书，西南证券整理

图 35：公司研发人员从事压铸行业年限情况



数据来源：星源卓镁招股书，西南证券整理

图 36：公司及同行企业研发费用占比情况



数据来源：wind，西南证券整理

质控体系完善，多项认证保障。公司已制定严格的质量管理标准及完善的质量管理体系，并通过多项资质、认证，如 IATF 16949:2016 质量体系认证、ISO 14001:2015 环境管理体系认证、安全生产标准化证书等，公司所获资质、认证为提高其行业知名度、开拓市场等奠定了基础。

表 10：公司所获资质、认证

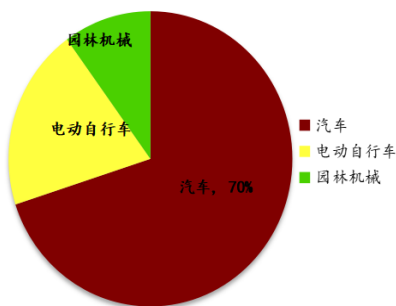
名称	介绍
IATF 16949:2016 质量体系认证	公司通过 SGS 机构审核认证，取得 IATF 16949 质量体系认证，目前认证有效期为 2021 年 6 月 15 日至 2024 年 6 月 14 日。具体范围系铝合金压铸件的设计和制造、镁合金压铸件的设计和制造。
ISO 14001:2015 环境管理体系认证	2020 年 6 月，公司经 NSF-ISR 评估，取得 ISO 14001:2015 环境管理体系认证，有效期为 2020 年 6 月 5 日至 2023 年 6 月 4 日。具体范围系铝镁压铸件的设计和制造。特定脱模剂（含水量极低），充分吸附脱模剂，有效的解决模具的骤冷现象，提升模具寿命，提高生产效率以及产品质量。
安全生产标准化证书（三级）	2020 年 1 月，公司取得中华人民共和国应急管理部颁发的《安全生产标准化证书》（证书编号：AQBJIIX 甬 L2019079），有效期至 2023 年 1 月 5 日。
高新技术企业证书	2017 年 11 月 29 日、2020 年 12 月 1 日，公司分别取得由宁波市科学技术局、宁波市财政局、宁波市国家税务局、浙江省宁波市地方税务局颁发的《高新技术企业证书》（证书编号分别为 GR201733100412、GR202033101386），有效期均为三年。

数据来源：星源卓镁招股书，西南证券整理

3.3 终端客户资源优质，持续开发海内外新客户

终端客户资源优质，产品应用于国际知名品牌汽车。汽车、电动自行车和园林机械等行业为公司压铸产品主要应用领域，公司近 70% 的产品用于汽车行业。公司是主流汽车厂商 Tier2 供应商，公司境内销售客户包括继峰股份、华域视觉等公司，公司为继峰股份所提供产品应用于国产奥迪 A4L，为华域视觉所提供产品主要应用于广汽传祺、凯迪拉克 ATS、别克 GL8、上海大众帕萨特等车型。北美地区汽车零部件供应商 Sea Link 为公司境外主要客户，公司向其所销售产品主要应用于包括特斯拉 Model X/S、克莱斯勒 Dodge Charger 和福特 Explorer 等高端品牌车型，公司产品已获得国内外主要客户的认可。

图 37：公司产品主要应用领域



数据来源：星源卓镁招股书，西南证券整理

图 38：公司产品主要应用品牌

			
福特	智己汽车	特斯拉	奥迪
			
宝马	日产	别克	红旗

数据来源：星源卓镁招股书，西南证券整理

开拓新客户，维稳老客户。公司所处行业客户粘性较强，下游客户目前已与公司建立了较稳定、依赖的合作关系。故公司在强化与现有客户合作的基础上积极响应客户需求，不断开发新客户，争取产品订单。公司同步拓展海内外市场，一方面，挖掘国内潜在需求以提升其在汽车镁合金结构件领域占有率及知名度，另一方面，开拓国外市场，获取全球优质客户。

3.4 同行企业对比：铝合金百舸争流，镁合金才露尖角

镁合金尚处发展初期，铝合金竞争格局分散。在镁合金汽车压铸领域，由于国内压铸企业中镁合金压铸件产销量形成一定规模的企业并不多，公司在该领域主要竞争对手为万丰奥威、宜安科技、云海金属和丰华股份等公司。在铝合金汽车压铸领域，行业已经相对成熟，我国铝合金压铸生产企业众多，但未有一家企业占有显著市场份额，公司主要竞争对手为旭升股份、爱柯迪等铝合金压铸生产中大型企业。

表 11：公司与同行可比企业对比

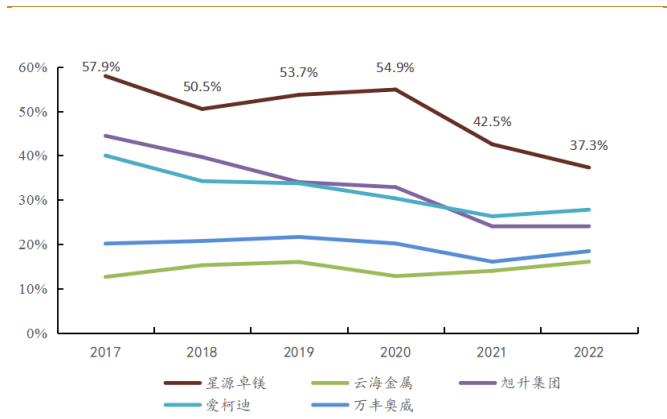
序号	企业名称	基本情况	产品种类	产品定位
1	宁波星源卓镁技术股份有限公司	主要从事镁合金、铝合金精密压铸产品及配套压铸模具的研发、生产和销售，主要压铸产品包括汽车车灯散热支架、汽车座椅扶手结构件、汽车扬声器壳体、汽车脚踏板骨架等汽车类压铸件以及电动自行车功能件及结构件、园林机械零配件等非汽车类压铸件。	镁合金产品 铝合金产品	汽车行业、园林机械、 电动自行车
2	浙江万丰奥威汽轮	主要从事铝合金轮毂、环保达克罗涂覆以及轻量化镁合金业	铝合金产品	汽车行业、通航飞机

序号	企业名称	基本情况	产品种类	产品定位
	股份有限公司	务。其中，轻量化镁合金业务主要从事汽车镁合金部件的研发、设计、生产及产品市场拓展。2015 年 12 月，万丰奥威收购加拿大镁瑞丁公司 100% 股权。	镁合金产品 涂层加工、金属铸件、冲压零部件等	制造产业
3	南京云海特种金属股份有限公司	主要业务为有色金属的冶炼和压延加工业务，主要产品为铝合金、镁合金、中间合金、铸件和金属铈等，产品主要应用于 3C 行业和汽车行业。	镁合金原材料 铝合金原材料 金属铈、铸件、中间合金、空调扁管等	汽车、消费电子领域
4	宁波旭升汽车技术股份有限公司	主要从事压铸成型的精密铝合金汽车零部件和工业零部件的研发、生产及销售，产品主要应用于新能源汽车及其他机械制造行业。	铝铸件	汽车类、工业类、模具类、其他类
5	爱柯迪股份有限公司	主要从事汽车铝合金精密铸件的研发、生产及销售，主要产品包括汽车雨刮系统、汽车传动系统、汽车转向系统、汽车发动机系统、汽车制动系统及其他系统等适应汽车轻量化、节能环保需求的铝合金精密铸件。	铝合金精密铸件	汽车行业

数据来源：星源卓镁招股书，西南证券整理

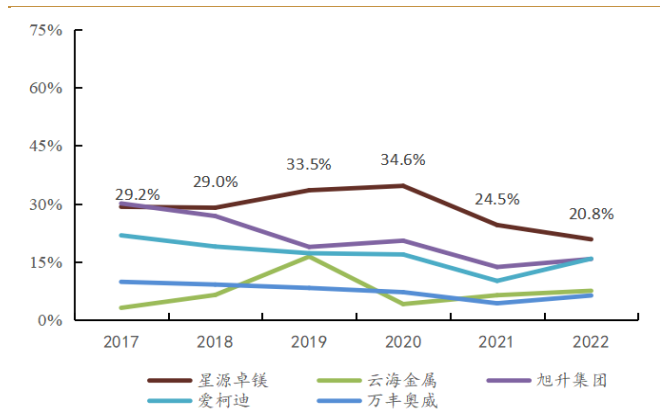
公司毛利率、净利率位于同行前列。我们选取了同行几家公司，云海金属、万丰奥威、旭升股份等作为对比,从对比情况来看,公司毛利率、净利率均高于同行可比公司。2017-2022 年,公司毛利率分别为 57.9%、50.48%、53.67%、54.86%、42.53%、37.3%。公司毛利率长期维持在较高水平,主要得益于公司产品结构以镁为主,公司管理降本增效得当。2017-2022 年,公司净利率分别为 29.2%、29.0%、33.5%、34.6%、24.5%、20.8%,整体来看,公司净利率整体虽有波动,但仍高于同行可比公司。

图 39：公司与同行企业毛利率对比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 40：公司与同行企业净利率对比



数据来源：Wind，西南证券整理

3.5 募投项目助力产能扩张，乘风破浪开启新征程

募投项目助力产能提升，壮大研发实力。公司 IPO 募投项目为高强镁合金精密铸件生产项目和高强镁合金精密铸件技术研发中心。高强镁合金精密铸件生产项目生产的镁合金精密铸件为公司主要产品，高强镁合金精密铸件技术研发中心项目通过扩大研发场地、

购置先进研发软硬件设备等方式，为公司业务发展提供技术保障。募投项目的实施和推进将推动公司进行产能扩张升级、产品结构优化及研发能力提升。

表 12：公司募投项目详情

序号	投资项目	项目概况	项目投资概算	项目选址	项目建设期限
1	高强镁合金精密压铸件项目	公司拟通过投资建设“高强镁合金精密压铸件项目”，增加镁合金精密压铸件产能，产品主要包括汽车车灯散热支架、扶手结构件、显示屏结构件、仪表盘支架等车身结构件以及电动自行车车身支架、电机端盖等	项目预计投资总额 30,910 万元	浙江省宁波市 北仑区	2 年
2	高强镁合金精密压铸件技术研发中心	公司拟投资建设“高强镁合金精密压铸件技术研发中心”项目，加大对研发场地、研发软硬件设备、研发人员等方面的投入，完善技术研发创新体系，提升公司模具、工装夹具、产品创新设计、压铸、精密加工等环节工艺技术水平	项目预计投资总额 2,325 万元	浙江省宁波市 北仑区	2 年

数据来源：星源卓镁招股书，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：镁合金公司大单品汽车动力总成壳体我们预计 2023 年开始放量，假设下游上汽智己月销量 2000 辆左右，汽车显示支架和背板需求增加，2024 年 800v 动力总成壳体放量，预计 2023-2025 三年镁合金铸件营收增速分别为 42.89%、64.64%、45.97%，上游镁价保持低位 2 万-2.2 万元/吨之间稳定，由于产品结构变化，毛利率将略有提升，分别为 34.24%、37.28%和 37.21%。

假设 2：铝合金下游需求保持稳定增速，2023 年受下游终端需求略有影响，预计增速将小于 2022 年的 39%，考虑到 2024 年汽车行业有望复苏，我们预计铝合金业务 2023-2025 年营收增速分别为 30%、35%和 40%，毛利率预期保持稳定。

假设 3：模具业务 2023 年预计受下游需求终端影响，需求放缓，我们认为，随着新能源车库存消化，新车研发周期缩短，2024 年将迎来复苏，我们预计 2023-2025 年模具营收增速分别 5%、15%和 25%，毛利率预期保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 13：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
镁合金压铸件	收入	151.65	216.69	356.76	520.77
	增速	23.58%	42.89%	64.64%	45.97%
	成本	101.17	142.50	223.76	326.99
	毛利率	33.29%	34.24%	37.28%	37.21%
铝合金压铸件	收入	81.22	105.59	142.54	199.56
	增速	39.00%	30.00%	35.00%	40.00%

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
	成本	60.53	78.14	102.63	141.69
	毛利率	25.47%	26.00%	28.00%	29.00%
模具	收入	33.11	34.77	39.98	49.98
	增速	-2.94%	5.00%	15.00%	5.00%
	成本	7.38	8.69	10.00	12.50
	毛利率	77.71%	75.00%	75.00%	75.00%
其他	收入	4.63	5.09	5.60	6.16
	增速	15.50%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	0.60	0.66	0.73	0.80
	毛利率	86.94%	87.00%	87.00%	87.00%
合计	收入	270.61	362.14	544.88	776.47
	增速	23.56%	33.82%	50.46%	42.50%
	成本	176.46	229.99	337.11	481.97
	毛利率	37.30%	36.49%	38.13%	37.93%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 3.62 亿、5.45 亿和 7.77 亿元，归母净利润分别为 7617 万元、1.21 亿元和 1.73 亿元，EPS 分别为 0.95 元、1.51 元和 2.16 元，对应 PE 分别为 32 倍、20 倍和 14 倍。

4.2 相对估值

我们选取了行业中与星源卓镁业务最为相近的两家公司，分别为云海金属和万丰奥威，2023 年两家公司平均 PE 为 15.5 倍。考虑到云海金属有上游矿资源业务，万丰奥威主要营收并非来自镁合金，星源卓镁未来三年营收增速均在 35% 以上，未来三年利润复合增速在 40% 以上，考虑采用 PEG 估值法，我们给予公司 2024 年 30 倍 PE，PEG 小于 1，目标价 45.30 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 14：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
002182.SZ	云海金属	23.38	0.95	1.26	1.97	2.60	22.31	18.56	11.87	8.99
002085.SZ	万丰奥威	5.87	0.38	0.47	0.57	0.70	15.75	12.49	10.30	8.38
平均值							19.03	15.53	11.08	8.69
301398.SZ	星源卓镁	30.05	0.7	0.95	1.51	2.16	43	32	20	14

数据来源：Wind, 西南证券整理

5 风险提示

原材料大幅上涨风险、下游需求不及预期风险、宏观经济下行风险、募投项目进展不及预期风险、镁合金大单品放量或不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	270.61	362.23	545.27	777.11	净利润	56.23	76.17	120.79	172.87
营业成本	169.68	230.03	337.29	482.29	折旧与摊销	23.17	41.48	41.48	41.48
营业税金及附加	3.13	3.72	5.50	8.26	财务费用	-4.65	-1.12	-5.09	-9.91
销售费用	7.70	9.06	16.36	23.31	资产减值损失	-1.25	0.00	0.00	0.00
管理费用	26.95	36.22	56.71	80.04	经营营运资本变动	-72.53	30.18	-76.05	-74.58
财务费用	-4.65	-1.12	-5.09	-9.91	其他	0.74	3.25	2.04	-0.49
资产减值损失	-1.25	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1.71	149.96	83.17	129.36
投资收益	0.10	1.00	1.00	1.00	资本支出	-36.72	30.00	25.00	10.00
公允价值变动损益	0.01	0.24	0.24	0.20	其他	0.96	-9.21	-6.61	-7.51
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-35.75	20.79	18.39	2.49
营业利润	63.11	85.56	135.75	194.31	短期借款	-7.62	-46.64	0.00	0.00
其他非经营损益	0.12	0.09	0.08	0.08	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	63.23	85.65	135.83	194.39	股权融资	596.32	0.00	0.00	0.00
所得税	7.00	9.48	15.04	21.52	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	56.23	76.17	120.79	172.87	其他	11.10	-2.07	5.89	10.71
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	599.81	-48.71	5.89	10.71
归属母公司股东净利润	56.23	76.17	120.79	172.87	现金流量净额	570.29	122.04	107.45	142.56
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	637.49	759.54	866.98	1009.54	成长能力				
应收和预付款项	129.41	142.72	223.50	323.08	销售收入增长率	23.56%	33.86%	50.53%	42.52%
存货	62.45	84.66	122.14	176.51	营业利润增长率	13.40%	35.57%	58.65%	43.14%
其他流动资产	14.82	8.84	11.16	15.14	净利润增长率	4.82%	35.46%	58.59%	43.11%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	8.45%	54.26%	36.70%	31.22%
投资性房地产	8.23	8.23	8.23	8.23	获利能力				
固定资产和在建工程	249.71	211.65	173.59	135.53	毛利率	37.30%	36.50%	38.14%	37.94%
无形资产和开发支出	27.35	-6.06	-34.48	-47.89	三费率	7.24%	12.19%	12.47%	12.02%
其他非流动资产	2.94	11.44	19.94	28.44	净利率	20.78%	21.03%	22.15%	22.25%
资产总计	1132.42	1221.02	1391.07	1648.58	ROE	5.63%	7.11%	10.13%	12.66%
短期借款	46.64	0.00	0.00	0.00	ROA	4.97%	6.24%	8.68%	10.49%
应付和预收款项	66.65	134.14	175.98	251.23	ROIC	13.72%	20.06%	34.44%	44.12%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	30.17%	34.76%	31.57%	29.07%
其他负债	19.91	15.44	22.86	32.25	营运能力				
负债合计	133.20	149.59	198.84	283.48	总资产周转率	0.33	0.31	0.42	0.51
股本	80.00	80.00	80.00	80.00	固定资产周转率	1.15	1.63	2.96	5.32
资本公积	659.86	659.86	659.86	659.86	应收账款周转率	2.73	2.69	3.00	2.87
留存收益	255.41	331.58	452.37	625.24	存货周转率	3.02	3.13	3.23	3.20
归属母公司股东权益	999.22	1071.43	1192.22	1365.09	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	72.59%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	999.22	1071.43	1192.22	1365.09	资产负债率	11.76%	12.25%	14.29%	17.20%
负债和股东权益合计	1132.42	1221.02	1391.07	1648.58	带息债务/总负债	35.01%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.59	6.93	6.37	5.52
					速动比率	6.10	6.34	5.73	4.88
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	81.63	125.92	172.14	225.88	每股收益	0.70	0.95	1.51	2.16
PE	42.75	31.56	19.90	13.91	每股净资产	12.49	13.39	14.90	17.06
PB	2.41	2.24	2.02	1.76	每股经营现金	0.02	1.87	1.04	1.62
PS	8.88	6.64	4.41	3.09	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	21.86	12.75	8.66	5.93					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn