

量价齐升，镁合金铸件先行者前景可期

——首次覆盖深度报告



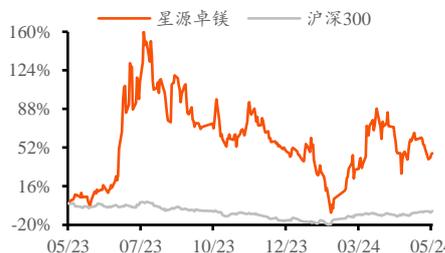
买入(首次)

行业：汽车
日期：2024年05月17日
分析师：王璓
E-mail: wangjin@yongxingsec.com
SAC编号: S1760523080002

基本数据

05月17日收盘价(元) 47.60
12mthA股价格区间(元) 27.00-87.44
总股本(百万股) 80.00
无限售A股/总股本 26.88%
流通市值(亿元) 10.23

最近一年股票与沪深300比较



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

相关报告:

■ 深耕压铸行业二十载，镁合金压铸领域先行者

公司深耕压铸行业 20 余年，主要生产镁合金、铝合金精密铸件及配套模具。2023 年公司营收约 3.52 亿元，同比+30.16%。

■ 轻量化趋势下，镁合金材料性能及经济性优势凸显

相比铝合金，镁合金可实现 25%~35%减重效果，是重要的汽车轻量化材料之一。同时，镁合金具备强度高、散热性好、抗震减震良好等优点。从成本角度看，当镁合金与铝合金价格比为 1.5 时，生产制造时的原材料成本相同。2024 年 4 月，镁合金与铝合金价格比下跌至 1 左右，镁合金经济性凸显。

■ 预计 2030 年国内镁合金铸件需求约 137 万吨

从单车用量看，镁合金重量占比上仅 0.3%，远低于铝合金的 8%~10%；国内镁合金单车用量 3~5 公斤，远低于北美 15 公斤。镁合金在车身、动力总成等部件可实现材料替换，未来镁合金在应用领域和单车用量有望得到突破和提升。我们预计到 2030 年中国汽车镁合金需求约 137 万吨，2025~2030 年 CAGR 约 15%。国内镁合金铸件规模化企业较少，据智研咨询，2021 年 CR5 近 90%。主要厂商镁合金产品有较明显的定位差异。

■ 研发和产能并重，量价有望齐升

公司研发和产能并重，提升综合竞争力。研发端，维持高强度研发投入，2023 年研发费用率 5.6%，且积极布局双射台镁合金半固态注射成型机。产能端，公司投资 10 亿左右在奉化、泰国扩建产能，完善产能布局。未来公司有望实现量价齐升。量：公司持续拓展新客户，2019 年 SeaLink 营收占比约 51%，2023 年 CR3 约 49%，在研项目包括小米汽车等新客户。此外，公司积极开拓智驾及飞行汽车领域。价：公司成功开发和量产动力总成壳体、显示器背板和中控台骨架等大中型镁合金零部件，其均价约为镁合金铸件均价的 4~5 倍。

■ 投资建议

我们预计公司 2024~2026 年营收分别约 5.0、7.0、9.6 亿元，同比分别约+42%、+40%、+38%。归母净利润分别约 1.1、1.6、2.3 亿元，同比分别约+42%、+42%、+41%。2024 年 5 月 17 日股价对应 PE 分别为 34、24、17 倍。公司受益于汽车轻量化趋势，有望量价齐升，首次覆盖给予“买入”评级。

■ 风险提示

下游需求不及预期；行业竞争加剧影响；原材料价格上涨影响；汇率波动影响；公司募投项目进度不及预期；

■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	352	500	699	962
年增长率(%)	30.2%	42.1%	39.6%	37.6%
归属于母公司的净利润	80	113	161	227
年增长率(%)	42.4%	41.6%	42.1%	41.0%
每股收益(元)	1.00	1.42	2.01	2.84
市盈率(X)	49.29	33.58	23.64	16.76
净资产收益率(%)	7.6%	9.7%	12.1%	14.6%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所 (2024 年 05 月 17 日收盘价)

正文目录

1. 深耕压铸行业二十载，镁合金压铸领域先行者	4
2. 轻量化趋势下，镁合金材料性能及经济性优势凸显	8
2.1. 汽车轻量化有助于提升续航和节能减排	8
2.2. 镁合金具备强度高、散热性好、抗震减噪等优势，是重要的轻量化材料之一	8
2.3. 镁合金与铝合金价格比回到 1.5 以内时，镁合金经济性凸显	10
3. 镁合金压铸件市场前景广阔，规模化企业更具先发优势	11
3.1. 镁合金铸件有望渗透至更多车端应用场景	11
3.2. 镁合金应用向成长期过渡，2030 年需求量达 137 万吨	13
3.3. 镁合金市场 CR5 占比近 90%，主要厂商产品定位有差异	15
4. 研发和产能并重，量价有望齐升	16
4.1. 持续优化客户结构，开拓智驾和飞行汽车领域	16
4.2. 产品向中大件延伸，单车价值量提升	18
4.3. 研发和产能并重，提升公司综合竞争力	20
5. 盈利预测与估值	21
5.1. 盈利预测	21
5.2. 估值	22
6. 风险提示	22

图目录

图 1: 公司股权结构	4
图 2: 公司营收情况 (百万元、%)	6
图 3: 公司归母净利润情况 (百万元、%)	6
图 4: 公司各业务营收情况 (百万元)	6
图 5: 公司各业务营收占比情况 (%)	6
图 6: 公司毛利率及净利率情况 (%)	7
图 7: 公司期间费用率情况 (%)	7
图 8: 公司各业务毛利率情况 (%)	7
图 9: 公司国内外营收情况 (百万元, %)	7
图 10: 原材料价格走势 (元/吨)	7
图 11: 美元兑人民币汇率	8
图 12: 实现汽车轻量化的三种途径	9
图 13: 汽车镁合金零部件对汽车减重效果提升明显	10
图 14: 中国镁合金供需情况	10
图 15: 2022 年中国镁合金下游应用需求占比 (%)	10
图 16: 镁合金与铝合金价格走势	11
图 17: 汽车领域使用的镁合金部件	11
图 18: 汽车领域使用的镁合金部件	12
图 19: 主流轻量化材料所处生命周期	14
图 20: 中国镁合金汽车压铸件市场容量预测 (万吨)	14
图 21: 2023 年中国镁合金市场竞争格局	15
图 22: 可比公司镁合金业务营收情况 (百万元)	15
图 23: 2019 年前五大客户占比 (%)	16
图 24: 2022H1 前五大客户占比 (%)	16
图 25: 2022 年前五大客户占比 (%)	16
图 26: 2023 年前五大客户占比 (%)	16
图 27: 汽车压铸类产品销量 (万件)	18
图 28: 其他汽车压铸类产品销量 (万件)	18
图 29: 全球飞行汽车运行量 (千辆)	18

图 30: 公司产品收入情况 (万元, %)	19
图 31: 镁合金动力总成产品图	19
图 32: 2021 年部分已量产产品平均单价 (元/件)	19
图 33: 上汽智己、飞凡销量情况 (辆)	19
图 34: 上汽智己、飞凡部分车型销量情况 (辆)	19
图 35: 镁合金半固态注射成型产品示意图	20
图 36: 可比公司研发费用率 (%)	20

表目录

表 1: 公司发展历程	4
表 2: 核心管理层从业资历丰富	5
表 3: 公司主要产品及客户	5
表 4: 车重对续航里程影响	8
表 5: 汽车减重和燃油经济性数据	8
表 6: 轻量化材料减重情况	9
表 7: 镁合金的优良性能	9
表 8: 镁合金汽车零部件应用	12
表 9: 镁合金与铝合金在汽车零部件的使用范围重合度高	13
表 10: 轻量化技术路线	13
表 11: 中国轻量化技术发展路线图规划	14
表 12: 可比公司产品比较情况	15
表 13: 镁合金产品特性	16
表 14: 公司在研项目与技术 (截至 2022 年 12 月 12 日)	17
表 15: 公司产能投资情况	21
表 16: 公司盈利预测	22
表 17: 可比公司估值	22

1. 深耕压铸行业二十载，镁合金压铸领域先行者

公司成立于 2003 年，发展之初以压铸模具业务为主，2006 年向下游铝合金压铸延伸。公司是镁合金压铸领域先行者，自 2009 年起开始专注于镁合金压铸技术研发与市场开拓。相较于潜在竞争者，公司已完成针对镁合金铸件模具开发、压铸成型、后处理、精密加工等全业务链条的技术积累。2020 年 5 月，公司被评为宁波市专精特新“小巨人”培育企业，2021 年 7 月，公司入选国家级专精特新“小巨人”名单。

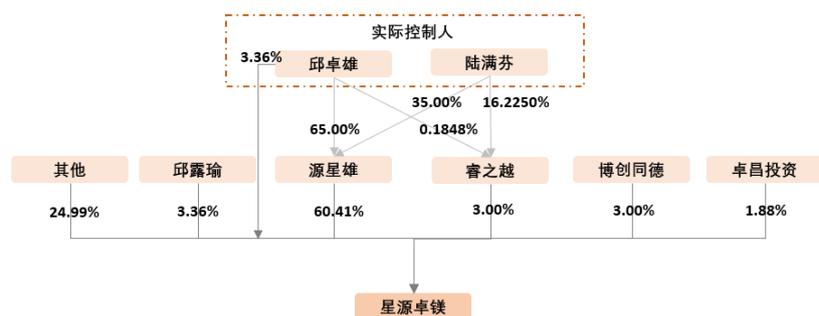
表1:公司发展历程

时间	主要内容
2003 年	公司设立并以压铸模具的研发、生产和销售为主营业务。
2006 年	主营业务开始向下游铝合金压铸领域延伸，主要产品包括小型汽油机缸体、高压清洗机配件等铝合金园林机械零部件。
2007 年	组建精加工车间，完成模具研发制造、产品压铸成型及精密加工等核心业务布局。
2009 年	主要研发方向转为镁合金产品的模具夹具设计制造及生产工艺研究，公司通过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了相关技术与经验。
2014 年	成功研发并量产首款镁合金汽车车灯散热支架产品后正式进入镁合金汽车零部件领域
2015 年	研发并量产多品类汽车车灯散热支架、汽车座椅扶手结构件、电动自行车功能件与结构件等产品
2022 年	深交所创业板上市

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

股权结构稳定，核心管理层从业资历丰富。邱卓雄为公司董事长、总经理，陆满芬为公司董事，副总经理，除邱卓雄直接持股 3.36% 外，夫妻二人通过源星雄及睿之越间接持有公司股权，为公司实际控制人。多位公司高管在模具或压铸领域从业近 20 年，且为公司核心技术人员。

图1:公司股权结构



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

注：持股比例参考公司 2023 年年报，控制关系参考公司 2022 年年报。

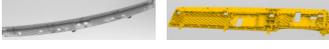
表2:核心管理层从业资历丰富

姓名	职位	从事压铸年限	核心技术人员
邱卓雄	董事长、总经理	24年	是
陆满芬	董事、副总经理	24年	否
王宏平	董事、副总经理	24年	是
龚春明	监事会主席、产品生产部经理	21年	是
谢胜川	监事、项目研发部经理	17年	是

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

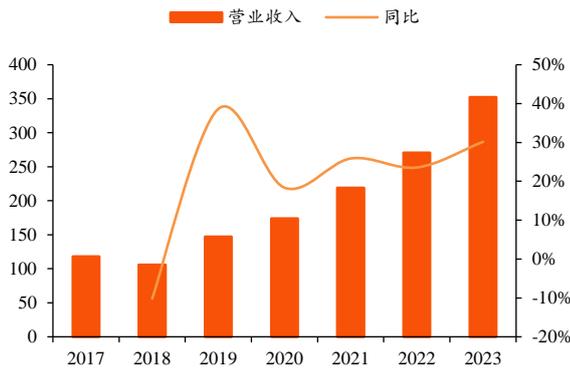
公司在镁合金及铝合金领域均有产品布局，主要应用于特斯拉、奥迪、福特、克莱斯勒、讴歌等国际知名品牌。主要产品包括（1）汽车类压铸件：汽车车灯散热支架、汽车座椅扶手结构件、汽车显示器支架、汽车变速器壳体、汽车扬声器壳体、汽车脚踏板骨架等；（2）非汽车类压铸件：电动自行车功能件及结构件、园林机械零配件等。

表3:公司主要产品及客户

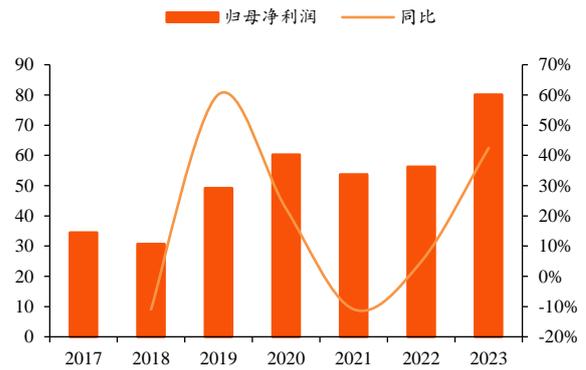
类别	名称	产品示例图	应用品牌
汽车车灯散热支架	镁合金车灯散热支架		特斯拉、克莱斯勒、别克
	铝合金车灯散热支架		福特、讴歌
汽车扶手结构件	镁合金汽车前座椅扶手组件		奥迪
汽车中控台等部件	镁合金汽车中控台骨架		红旗
汽车显示器系统零部件	镁合金显示器支架		福特
	镁合金显示器背板		凯迪拉克
新能源汽车动力总成零部件	镁合金变速箱总成壳体		上汽智己
	铝合金汽车扬声器壳体		标致
电动自行车功能件及结构件	铝合金汽车脚踏板骨架		日产
	镁合金自行车变速器箱体		闪电
园林机械零配件	镁合金电动自行车车架		哈鹰
	铝合金短支架、圆轮及配件、锭子		Toro

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

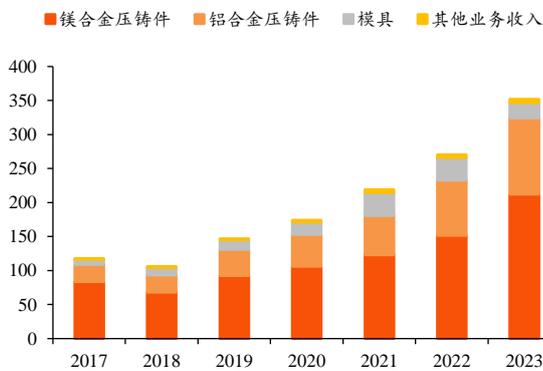
2017-2023年，公司营收从1.18亿增长至3.52亿元，CAGR约19.98%。2023年公司营收同比+30.16%。主要由于节能减排政策要求，以及汽车轻量化趋势的加速渗透，镁合金、铝合金产品需求随之增加，2023年镁合金和铝合金压铸件营收合计约3.25亿元，同比+39.35%。

图2:公司营收情况 (百万元、%)


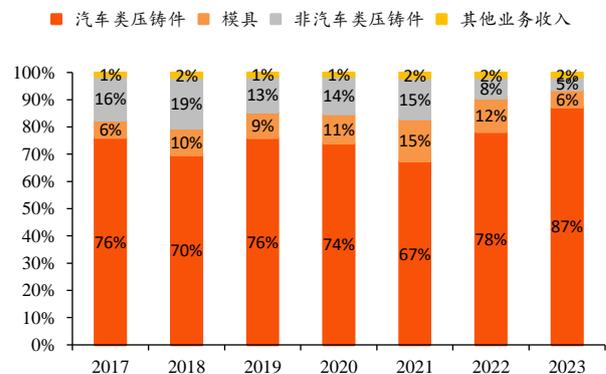
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图3:公司归母净利润情况 (百万元、%)


资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图4:公司各业务营收情况 (百万元)


资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图5:公司各业务营收占比情况 (%)


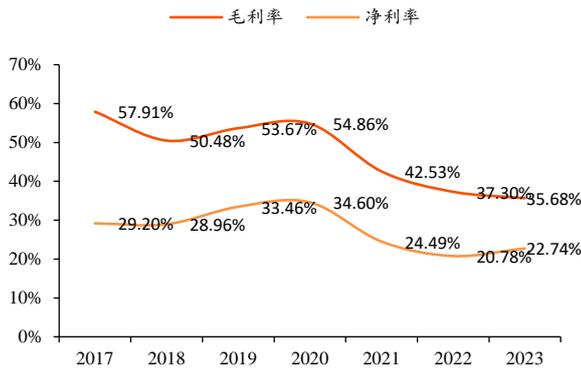
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

2021、2022 年公司毛利率及净利率呈现下降趋势，主要受上游镁合金、铝合金原材料涨价，公司陆续于 2021 年 12 月至 2022 年 1 月进行产品调价，存在滞后效应，以及美元兑人民币汇率下降的影响。

分产品看，公司镁合金压铸件毛利率相对较高，主要因为镁合金压铸件较铝合金压铸件生产工艺复杂度高，产品附加值高，且该细分领域竞争对手相对较少。模具产品由于客户定制化属性，技术工艺要求高，其整体毛利率水平高于压铸产品。

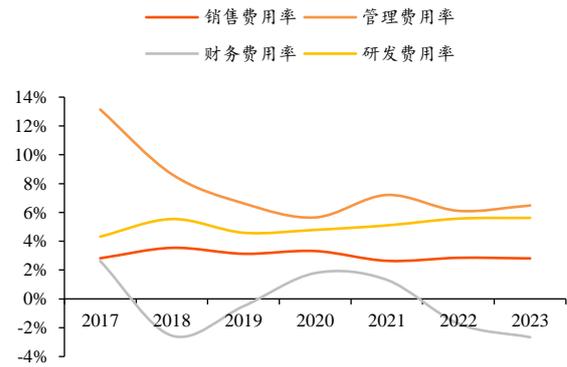
分地区看，公司境内收入从 2017 年约 0.31 亿元增长至 2023 年约 2.55 亿元，2017~2023 年 CAGR 约为 42.34%。2022 年公司境内收入占比约为 57.01%，首次超过境外收入占比 42.99%，2023 年国内收入占比持续提升至 72.29%。2019~2022 年公司主营业务以外销为主，主要系公司客户集中在北美地区，2020 年受疫情影响，境外收入增幅有所放缓，同时随公司镁合金压铸技术不断提升积累，以及降低中美贸易摩擦风险，公司积极拓展国内市场。

图6:公司毛利率及净利率情况 (%)



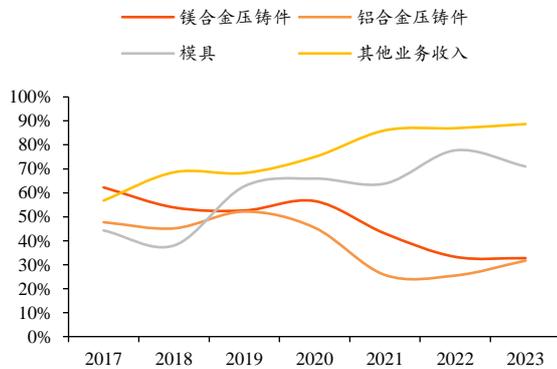
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图7:公司期间费用率情况 (%)



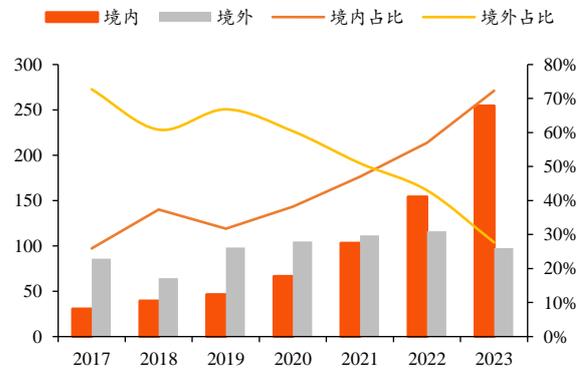
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图8:公司各业务毛利率情况 (%)



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图9:公司国内外营收情况 (百万元, %)



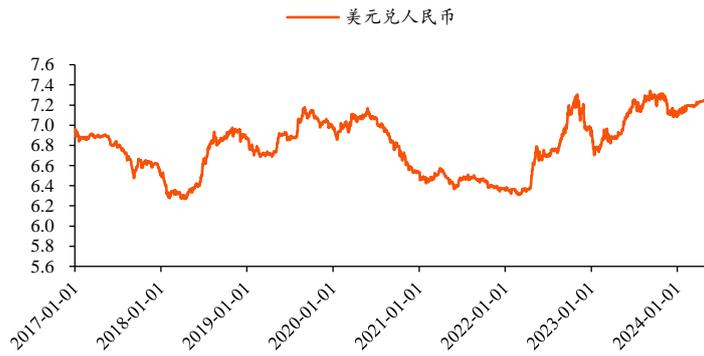
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图10:原材料价格走势 (元/吨)



资料来源: Datayes, 甬兴证券研究所

图11:美元兑人民币汇率



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

2. 轻量化趋势下, 镁合金材料性能及经济性优势凸显

2.1. 汽车轻量化有助于提升续航和节能减排

汽车轻量化能有助于实现节能减排并提升汽车续航里程。据星源卓镁招股书, 汽车 75% 的能量消耗与整车质量有关。其他条件不变的情况下, 对于传统汽车, 汽车自重降低 10%, 油耗至少能够降低 5%; 对于新能源汽车, 汽车重量降低 10%, 平均续航能力增加 5%~8%。

表4:车重对续航里程影响

试验车总重量 (kg)	行驶里程 (km)	行驶里程对比	重量对比
1.185	76	增加 7%	减重 10%
1.317	71	-	-
1.448	67	减少 6%	增重 10%

资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

表5:汽车减重和燃油经济性数据

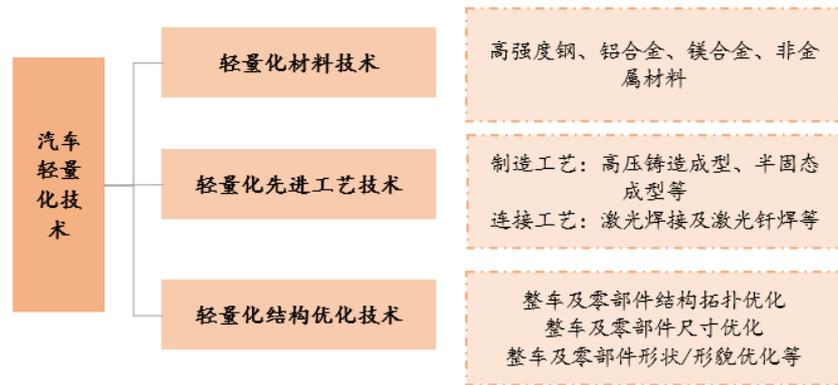
车辆类型	质量 (吨)	平均油耗 (L/100km)	减重 100kg 节油 (L/100km)	全寿命周期里程 (1000km)	减重 100kg 全寿命节能 (L)
小型轿车长途为主	1	6	0.36	200	720
小型轿车市区为主	1	8.5	0.55	150	829
中型轿车长途为主	1.6	9	0.28	300	844
豪华轿车长途为主	2	12	0.3	100	300

资料来源: 公司公告, 德国能源与环保研究所 (IFEU), 甬兴证券研究所

2.2. 镁合金具备强度高、散热性好、抗震减噪等优势, 是重要的轻量化材料之一

新材料的使用是实现汽车轻量化的重要途径之一, 常见的轻量化材料主要包括高强钢、铝合金、镁合金。使用高强钢、铝合金、镁合金, 车体重量可分别减轻 10%、40%~60% 和 25%~75%。

图12:实现汽车轻量化的三种途径



资料来源：公司公告，中国汽车工程学会《节能与新能源汽车技术路线图》，甬兴证券研究所

表6:轻量化材料减重情况

轻量化材料	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%

资料来源：公司公告，新材料在线，甬兴证券研究所

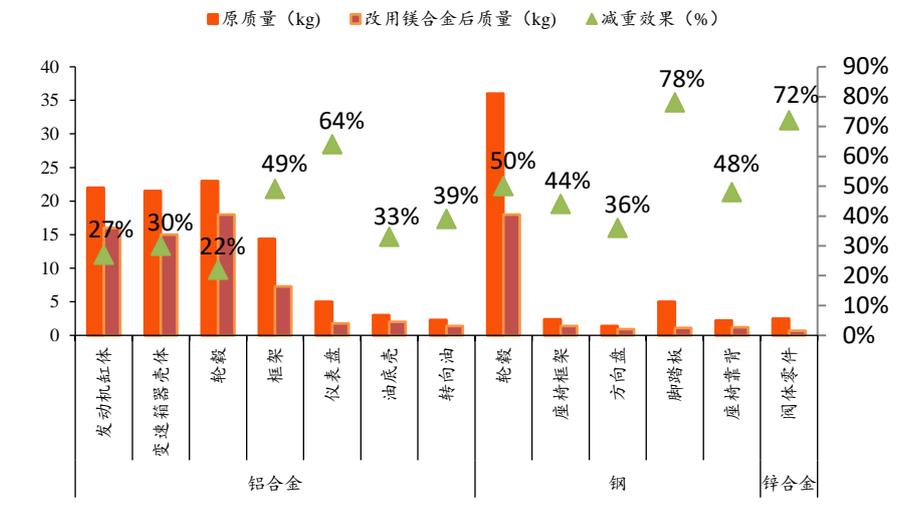
相对铝合金等材料，镁合金具备密度较低、强度优、散热好、抗震减噪良好等优点。镁合金的密度约为铝合金的 2/3。镁合金导热系数约为铝合金导热系数的 1/2。在弹性范围内，镁合金受到冲击载荷时，吸收的能量比铝合金高 50%；由于镁合金热容量低，与生产同样的铝合金铸件相比，其生产效率高 40%-50%。

表7:镁合金的优良性能

性能	描述
密度较低、强度高	镁合金的密度约为铝合金的 2/3，钢铁的 1/4。镁合金的比强度比铝合金和钢铁高，因此，在不减少零部件强度的情况下，使用镁合金可减轻零部件的重量。镁合金的比重比塑料重，但是单位重量的强度比塑料高，所以在零部件强度相同的情况下，镁合金零部件能做得比塑料零部件薄且轻。
散热性能好	镁合金导热系数约为铝合金导热系数的 1/2。相较于铝合金散热片，镁合金散热片在根部与顶部可以形成较大的空气温差，加速空气对流，提高散热效率。因此，镁合金多应用于汽车车灯散热架、仪表盘骨架等对散热性能要求较高的零部件。
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，吸收的能量比铝合金高 50%。所以，用作重复运动、断续运动零部件材料时，镁合金可吸收其振动延长机械寿命。由于镁合金轻且吸收振动性能优异，被较多应用于汽车零部件的壳体或支架。
较好的压铸性能	镁合金是良好的压铸材料，具有很好的流动性和快速凝固率，能生产表面精细、棱角清晰的零件，并能防止过量收缩以保证尺寸公差。由于镁合金热容量低，与生产同样的铝合金铸件相比，其生产效率高 40%-50%，且铸件尺寸稳定、精度高、表面光洁度好。
优异的切削加工性能	镁合金是所有常用金属中较容易加工的材料，允许较高的切削速度，缩短切削加工时间，延长刀具使用寿命，经一次切削即可获得优良的表面光洁度，极少出现积屑。
资源丰富且易于回收再生	中国是镁资源大国，储量十分丰富，原镁产量占世界总产量的 80% 以上。同时，镁合金压铸件废弃后，可直接回收处理再利用，因而具有良好的环保性，被称为“21 世纪绿色工程材料”。

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图13:汽车镁合金零部件对汽车减重效果提升明显

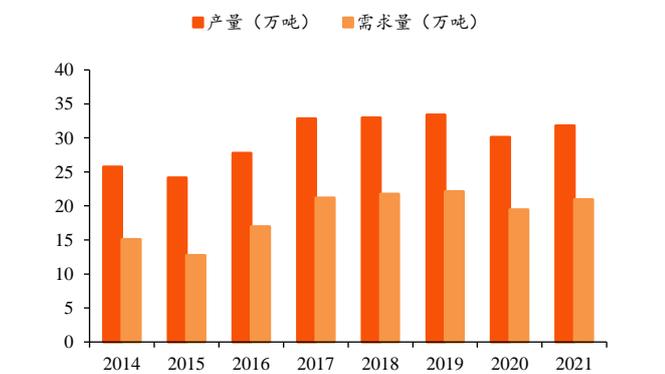


资料来源: 华经产业研究院, 甬兴证券研究所

2.3. 镁合金与铝合金价格比回到 1.5 以内时, 镁合金经济性凸显

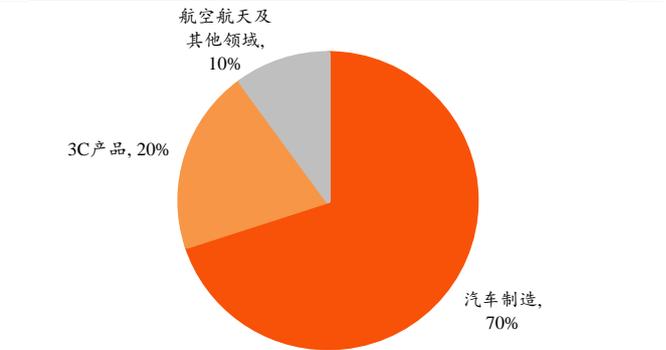
据智研咨询, 2022 年我国镁合金下游应用以汽车制造为主, 占比约 70%。

图14:中国镁合金供需情况



资料来源: 共研网, 甬兴证券研究所

图15:2022 年中国镁合金下游应用需求占比 (%)

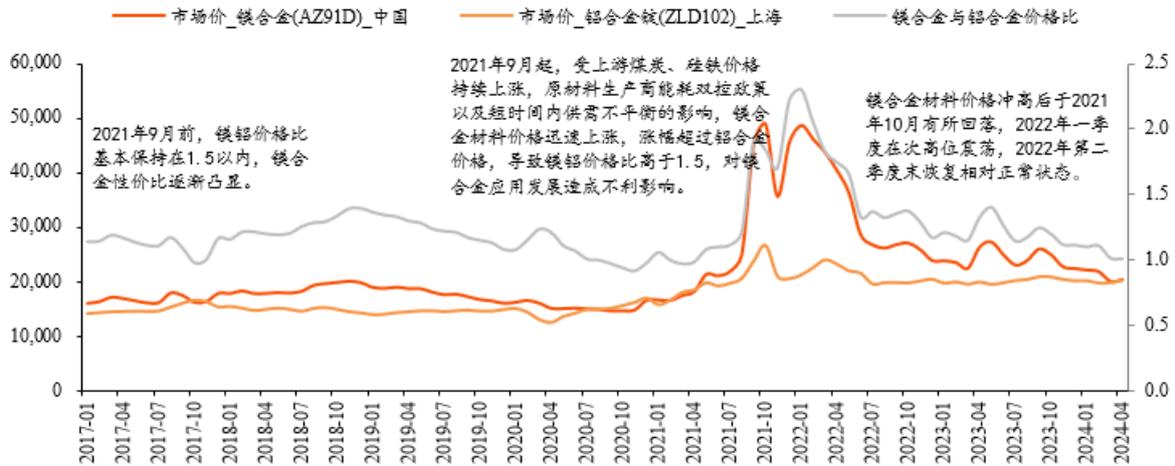


资料来源: 智研咨询, 中国汽车工业协会, 甬兴证券研究所

据公司公告, 公司常用的铝合金 (ADC12) 的密度约 2.7g/cm³, 常用的镁合金 (AZ91D) 的密度约 1.8g/cm³, 铝合金和镁合金的密度比为 1.5, 即相同体积产品, 铝合金耗用的重量为镁合金耗用重量的 1.5 倍, 因此当镁合金价格与铝合金价格比等于 1.5 时, 不考虑加工成本, 生产相同产品所耗用的原材料成本一致。

2024 年 4 月, 镁价已从高点回落, 当镁合金与铝合金价格比低于 1.5 时, “镁代铝” 经济性更具优势。

图16:镁合金与铝合金价格走势



资料来源: Datayes, 甬兴证券研究所

3. 镁合金压铸件市场前景广阔，规模化企业更具先发优势

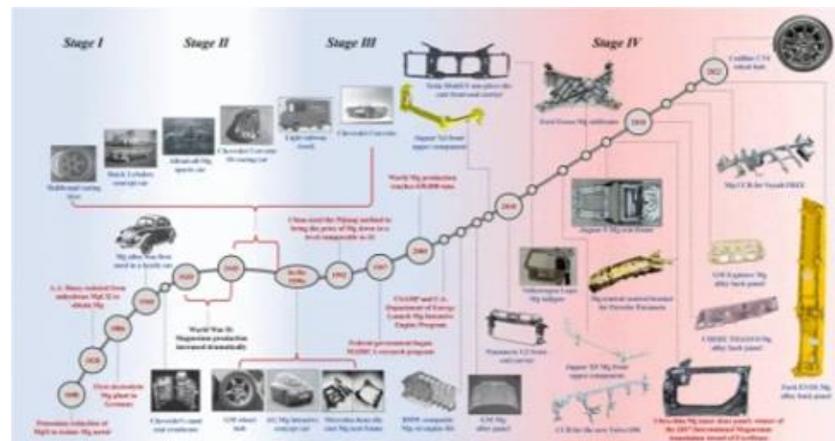
3.1. 镁合金铸件有望渗透至更多车端应用场景

当前我国车用镁合金单车用量较少，可在更多汽车零部件中使用：

1) 从单车用量角度看，据星源卓镁招股书，按材料重量占整车的比例计算，钢铁占 62%，铝合金和塑料占比均为 8%至 10%，而镁合金在汽车上的应用比例仅约为 0.3%，远远低于铝合金的用量。据宝武镁业，北美市场镁合金单车平均用量 15 公斤，国内镁合金单车平均用量 3~5 公斤。国内镁合金单车用量尚具提升空间。

2) 从应用领域看，镁合金应用领域以壳体类和支架类为主，用于替代与车辆安全性相关度较低的非承载构件。

图17:汽车领域使用的镁合金部件

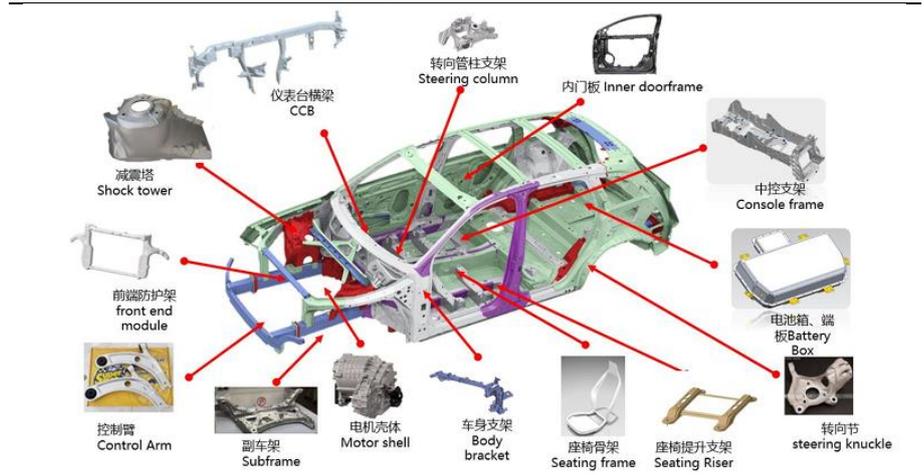


资料来源: 汽车材料网, 甬兴证券研究所

表8:镁合金汽车零部件应用

镁合金系列	性能优势	特定分类	应用程序	压铸工艺
AZ(Mg-Al-Zn-Mn)	适用于 125° C 以下热环境中的高强度、低延展性部件	AZ91D	中央控制支架、变速器壳、油底壳、机油滤清器壳、气缸盖罩、转向柱支架、内部面板、离合器壳体、旋转板、起动机外壳、前照灯支架	重力或低压、砂模或金属模、高压压铸、挤压铸造、触变铸造
AM(Mg-Al-Mn)	用于高达 125° C 的热环境中，用于强度较低但延展性更好的部件	AZ61 AZ31 AM50 AM60B	行李架骨架、柱梁 内部面板，压缩机外壳 座椅骨架、车轮/轮毂、内板、方向盘 前端框架、汽车横梁、座椅框架、方向盘、车轮/轮毂、散热器支架、门板内侧	重力或低压、砂模或金属模、高压压铸、挤压铸造、触变铸造
AS(Mg-Al-Si-Mn)	由于幅变强度增加，在 125° C 的热环境中取代 A2 合金	A541B	变速器壳、曲轴箱外壳	高压压铸
AE(Mg-Al-E-Mn)	在 150° C 的动力传动系统工作环境下，蠕变强度更高，但由于含 E 量，成本较高	AE44	变速箱、油底壳、发动机支架	高压压铸
AXEandAl(Mg-Al-Sr/Ca-Mn)	高蠕变强度动力总成部件的应用，但与 AE 相比成本可能较低	AJ52 AJ62 AXJ530	发动机部件 发动机组 发动机部件	高压压铸

资料来源：汽车材料网，甬兴证券研究所

图18:汽车领域使用的镁合金部件


资料来源：宝武镁业公司公告，甬兴证券研究所

镁合金与铝合金在汽车零部件的使用范围上重合度较高。在汽车发动机系统、传动系统和非常规部件领域的多种零部件上，镁合金可替代铝合金。

表9:镁合金与铝合金在汽车零部件的使用范围重合度高

发动机系统	铝合 金	镁合 金	传动系统	铝合 金	镁合 金	非常规部件	铝合 金	镁合 金
缸盖	✓	✓	变速箱壳	✓	✓	离合器踏板	✓	✓
缸体	✓	✓	变矩器壳	✓		踏板柄	✓	✓
活塞	✓		离合器壳	✓	✓	悬臂架	✓	
进气歧管	✓	✓	后变速箱壳	✓	✓	刹车踏板	✓	✓
发动机托架	✓	✓	操纵叉	✓		刹车盘盖	✓	✓
水泵泵体	✓		转向器	✓		转向节	✓	✓
发电机壳	✓		转向齿轮壳	✓	✓	方向盘	✓	✓
启动电机	✓		刹车	✓		发动机框架	✓	
发电机支架	✓	✓	液压总泵	✓		驾驶室及门	✓	✓
发电机机体	✓		刹车卡钳	✓		后轴架	✓	
摇臂盖	✓		车轮	✓	✓	连杆	✓	
摇臂盖	✓					ABS系统	✓	
油泵	✓	✓				喷射系统	✓	
机油泵外壳	✓					接头	✓	

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

在轻量化技术发展中期（2021年~2025年），将加大对镁合金及碳纤维复合材料零部件生产制作技术的开发，增加镁合金和碳纤维复合材料零部件的应用比例。在轻量化技术发展远期（2026年~2030年），将重点发展镁合金和碳纤维复合材料技术，解决镁合金及复合材料循环再利用问题。

综上，未来镁合金铸件渗透率具有提升空间，将有望拓展至更多车端应用场景。

表10:轻量化技术路线

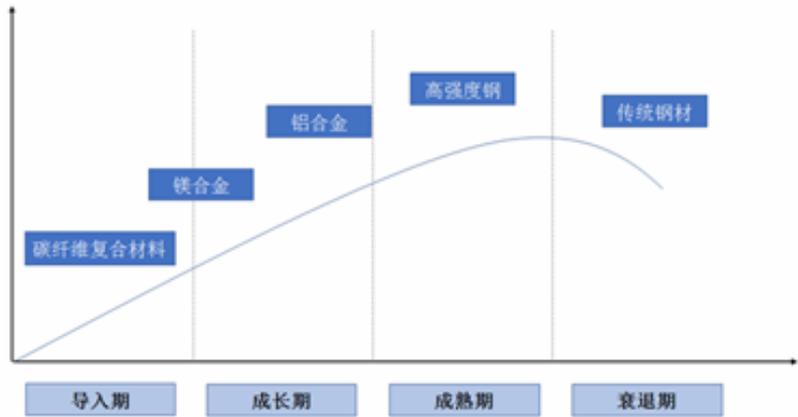
	近期（2016年~2020年）	中期（2021年~2025年）	远期（2026年~2030年）
主要内容	重点发展超高强度钢和先进高强度钢技术，包括材料性能开发、轻量化设计方法、成型技术、焊接工艺和测试评价方法等，实现高强度钢在汽车应用比例达到50%以上；开展铝合金板材冲压制作技术研究并在车身上实践，研究不同材料的连接技术。	以第三代汽车钢和铝合金技术为主线，实现钢/铝等多种材料混合车身，全铝车身的大范围应用，实现铝合金覆盖件和铝合金零部件的批量生产和产业化应用，同时加大对 镁合金及碳纤维复合材料零部件生产制作技术的开发，增加镁合金和碳纤维复合材料零部件的应用比例。	重点发展镁合金和碳纤维复合材料技术，解决镁合金及复合材料循环再利用问题，实现碳纤维复合材料混合车身及碳纤维零部件的大范围应用，突破复杂零件成型技术和异种零件连接技术。

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

3.2. 镁合金应用向成长期过渡，2030年需求量达137万吨

镁合金应用正处于从导入期向成长期过渡阶段。随着汽车轻量化需求持续增加，中国作为制造业大国对镁合金的用量将持续提升，预计未来镁合金压铸件市场将快速增长。提前布局镁合金压铸的企业有望率先享受行业发展红利，迅速扩大经营规模。

图19:主流轻量化材料所处生命周期



资料来源：公司公告，新材料在线，甬兴证券研究所

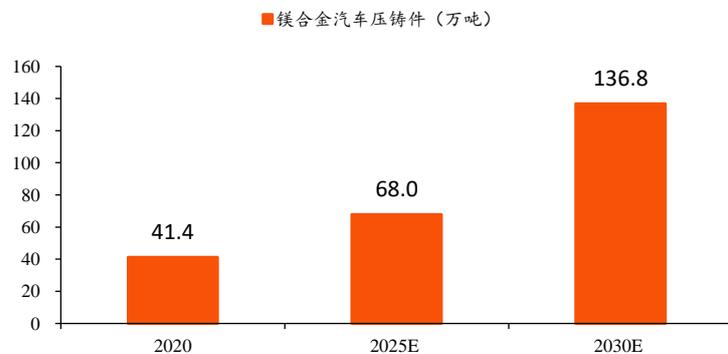
我们预计到 2030 年中国乘用车镁合金需求约 137 万吨，2025~2030 年 CAGR 约 15%。《节能与新能源汽车技术路线图》中提到 2025/2030 年单车镁合金用量目标分别为 25/45kg。据盖世汽车，2025 年/2030 年中国乘用车销量 2720 万辆/3040 万辆，据此我们预计到 2025 年/2030 年中国乘用车镁合金需求约 68 万吨/137 万吨，2025~2030 年 CAGR 约 15%。

表11:中国轻量化技术发展路线图规划

项目	2020 年	2025 年	2030 年
车辆整备质量	较 2015 年减重 10%	较 2015 年减重 20%	较 2015 年减重 35%
镁合金	单车用镁量达到 15kg	单车用镁量达到 25kg	单车用镁量达到 45kg
铝合金	单车用铝量达到 190kg	单车用铝量超过 250kg	单车用铝量超过 350kg
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
乘用车新车整体油耗	降至 5L/100km	降至 4L/100km	降至 3.2L/100km
纯电动车乘用车续航里程	300km	400km	500km
铝合金整车占比	15%	20%	30%
镁合金整车占比	1.20%	2.00%	4.00%

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图20:中国镁合金汽车压铸件市场容量预测（万吨）

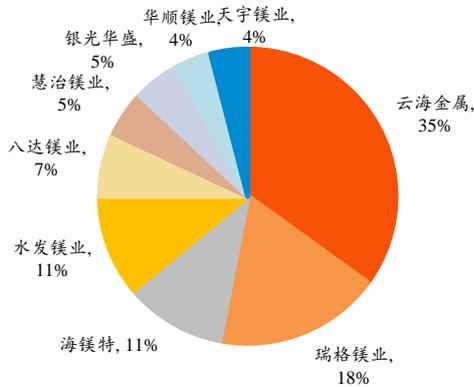


资料来源：公司公告，盖世汽车，甬兴证券研究所

3.3. 镁合金市场 CR5 占比近 90%，主要厂商产品定位有差异

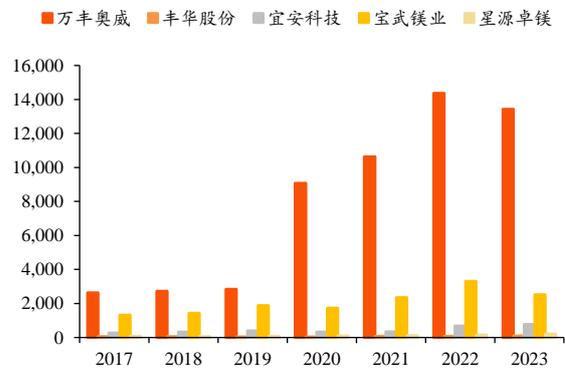
中国镁合金市场集中度较高，CR5 占比接近 90%。其中云海金属（宝武镁业）占比最多，达 35%。

图21:2023 年中国镁合金市场竞争格局



资料来源：中商产业研究院，甬兴证券研究所

图22:可比公司镁合金业务营收情况（百万元）



资料来源：iFind，甬兴证券研究所

注：万丰奥威自 2020 年起营收披露口径变更为“汽车金属轻量化零部件”；丰华股份自 2021 年起披露口径变更为“镁铝合金车辆配件”；除镁合金产品外包含其他铝合金产品

镁合金规模化上市企业较少，各企业擅长的产品及其应用领域有所不同。例如，万丰奥威的铝合金汽车轮毂、宝武镁业的方向盘骨架及镁合金建筑模板、丰华股份的汽车方向盘骨架、宜安科技的 3C 外壳、星源卓镁的中小型镁合金精密压铸件包括汽车车灯散热支架、座椅扶手骨架等。

表12:可比公司产品比较情况

企业名称	产品种类	产品定位	压铸产品性能	营业收入（2023 年）
万丰奥威	铝合金产品、镁合金产品、涂层加工、金属铸件、冲压零部件等	汽车行业、通航飞机制造产业	铝合金应用于汽车/摩托车轮毂；镁合金应用于动力总成、仪表盘、后提升门内板等	134.38 亿元
丰华股份	镁合金类产品、铝合金类产品	汽车、3C 等领域	应用于方向盘	0.97 亿元
宜安科技	液态金属生物可降解医用镁合金镁铝合金汽车产品	消费电子、高端 LED 幕墙、医疗器械、汽车配件、通讯设备、大型结构件（车门、电视幕墙等）等领域	应用于电脑外壳等 3C 产品，汽车门锁扣、转向系统、车中控娱乐导航系统	7.88 亿元
云海金属	镁合金原材料 铝合金原材料金属锭、压铸件、中间合金、空调扁管等	汽车、消费电子领域	应用于方向盘、仪表盘、座椅、中控台	25.28 亿元
星源卓镁	镁合金产品、铝合金产品	汽车行业、园林机械、电动自行车	应用于汽车车灯、座椅扶手结构件、扬声器壳体、脚踏板骨架	2.12 亿元

资料来源：公司公告，iFind，甬兴证券研究所

表13: 镁合金产品特性

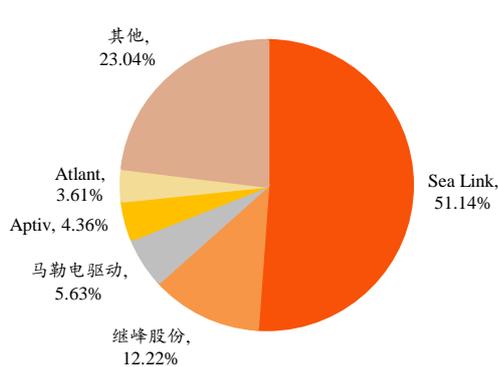
产品	产品规格	结构	加工功能要求	加工精度要求	市场应用程度
车灯散热支架	较小, 平均为 0.16kg/件	平均单位面积装配点较多、特征点较多	装配、散热、光学折射	面轮廓度 0.05-0.1mm 孔位置度 0.15mm	应用较少
方向盘骨架	中等, 约 0.74kg	平均单位面积装配点少于座椅扶手	装配	面轮廓度 1mm 孔位置度 0.2mm	普遍应用
仪表盘支架	较大, 约 1.30kg/件	平均单位面积装配点少于车灯散热支架	散热、装配	面轮廓度 0.5mm 孔位置度 0.25mm	应用较少
座椅扶手结构件	较大, 约 1.09kg/件	平均单位面积装配点少于仪表盘支架	装配	面轮廓度 0.8mm 孔位置度 1mm	应用较少

资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

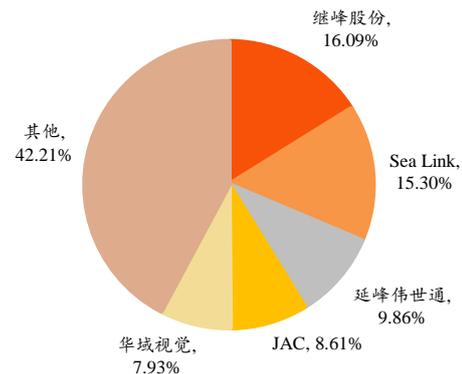
4. 研发和产能并重, 量价有望齐升

4.1. 持续优化客户结构, 开拓智驾和飞行汽车领域

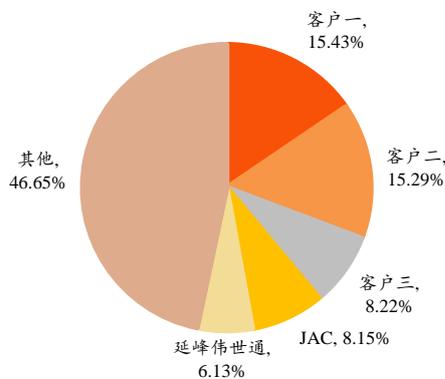
客户结构持续优化, 前五大客户集中度有所降低。公司前五大客户占比由 2019 年的 76.96% 下降至 2023 年的 63.76%。受疫情影响, 以及与 SeaLink 签署的非竞争条款(公司不得在汽车前灯市场与 SeaLink 形成直接竞争, 并且不得超过 SeaLink 直接与其客户进行业务合作)于 2023 年 4 月结束, 公司对 SeaLink 依赖度逐步下降, 并持续拓展国内新客户。

图23: 2019年前五大客户占比 (%)


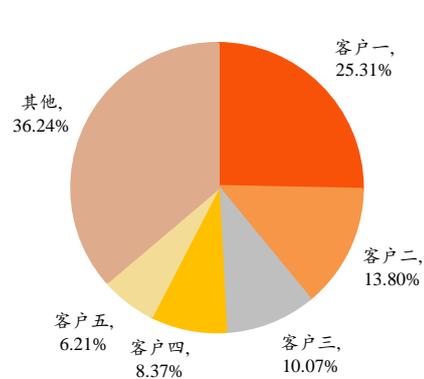
资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

图24: 2022H1前五大客户占比 (%)


资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

图25: 2022年前五大客户占比 (%)


资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

图26: 2023年前五大客户占比 (%)


资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

终端客户有望进一步丰富。2019 年, 公司镁合金压铸件主要终端客户

为克莱斯勒 Dodge Charger、福特 Explorer、特斯拉 Model X/S 以及奥迪 A4L。随着公司不断开拓国内外客户，22H1 公司镁合金压铸件主要终端客户已覆盖别克 GL8、奥迪 Q5、福特锐界、福特蒙迪欧、红旗 E-QM5、上汽智己等国内外车型。目前，公司在研项目合作对象包括小米、凯迪拉克等整车厂商，终端客户覆盖度进一步拓宽。

表14:公司在研项目与技术 (截至 2022 年 12 月 12 日)

在研项目 (产品种类)	研发成果 (产品名称)	研发阶段	试产情况	预计量产时点	应用品牌 /车型
汽车车灯零部件 研究开发	01SL-2 前组合灯 slimline 模组调光支架 B	过程设计和开发阶段 (硬模)	小规模试制阶段	2022 年 10 月	凯迪拉克 CT6
	L234 前组合灯 CCC&ECE 高配 SLIM 支架	产品设计和开发阶段 (硬模)	产品设计阶段	2024 年 4 月	凯迪拉克 L234
汽车中控台零部 件研究开发	C001 无线充电支架	过程设计和开发阶段 (硬模)	试样阶段	2022 年 12 月	红旗 HS3
	C001 中部固定支架	过程设计和开发阶段 (硬模)	试样阶段	2022 年 12 月	红旗 HS3
	MS11 镁合金支架	过程设计和开发阶段 (软模)	试样阶段	2024 年 12 月	小米 MS11
	蔚来 ES8 大骨架 L	产品设计和开发阶段 (软模)	产品设计阶段	2023 年 6 月	蔚来 ES8
	蔚来 ES8 大骨架 R	产品设计和开发阶段 (软模)	产品设计阶段	2023 年 6 月	蔚来 ES8
	蔚来 ES8 电机支架	产品设计和开发阶段 (软模)	产品设计阶段	2023 年 6 月	蔚来 ES8
	蔚来 ES8 内部支架	产品设计和开发阶段 (软模)	产品设计阶段	2023 年 6 月	蔚来 ES8
蔚来 ES8 后端支架	产品设计和开发阶段 (软模)	产品设计阶段	2023 年 6 月	蔚来 ES8	
汽车外饰零部件 研究开发	P703 横杆/侧支撑板/支 撑臂等	过程设计和开发阶段 (硬模)	小规模试制阶段	2022 年 10 月	福特猛禽
汽车显示系统零 部件研究开发	21.6 寸镁合金背板	过程设计和开发阶段 (硬模)	试样阶段	2023 年 5 月	标致
	GMFF2 显示屏镁合金背 板底盖/背板支架	产品设计和开发阶段 (硬模)	试样阶段	2023 年 5 月	凯迪拉克
	VPPS1F-18923-CA (D2UC) 镁合金支架	产品批准与改进阶段 (硬模)	小规模试产阶段	2023 年 5 月	Chevy 探界者
	Lotus 镁合金金属背板	过程设计和开发阶段 (硬模)	小规模试制阶段	2022 年 10 月	吉利路特斯
	C100 仪表盘右装饰骨架	产品设计和开发阶段 (硬模)	试样阶段	2022 年 8 月	红旗 H5
	Me 镁合金背板支架	产品设计和开发阶段 (硬模)	试样阶段	2023 年 8 月	凯迪拉克
	28 寸镁合金背板	产品设计和开发阶段 (硬模)	试样阶段	2023 年 8 月	尼桑
EC31 镁合金背板	产品设计和开发阶段 (硬模)	产品设计阶段	2023 年 4 月	长城欧拉	
汽车动力总成零 部件研究开发	集成壳体小总成 EV-800	产品设计和开发阶段 (硬模)	试样阶段	2023 年 5 月	上汽智己
	电机端盖 EV-800	产品设计和开发阶段 (硬模)	试样阶段	2023 年 5 月	上汽智己
电动车零部件研 究开发	M40 轴承盖	过程设计和开发阶段 (硬模)	试样阶段	2023 年 3 月	闪电
	M40 箱盖	过程设计和开发阶段 (硬模)	试样阶段	2023 年 3 月	闪电
	M40 箱体	过程设计和开发阶段 (硬模)	试样阶段	2023 年 3 月	闪电
	CM1E 上支架	过程设计和开发阶段 (硬模)	试样阶段	2022 年 10 月	吉利
汽车座椅零部件	Sirius 镁合金头枕骨架	过程设计和开发阶段 (硬模)	试样阶段	2022 年 12 月	蔚来
园林工具	LEP 箱体	过程设计和开发阶段 (硬模)	小规模试样阶段	2022 年 12 月	-

资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

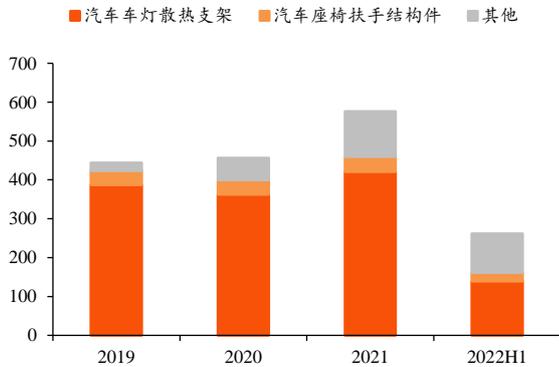
公司持续拓展新领域, 在智驾及飞行汽车领域积极布局。

公司是 Aptiv 全球工厂的供应链伙伴, 向其提供多款高清洁度自动驾驶控制器壳体, 主要应用于宝马平台系列车型 (X 系/IX 系/5 系/7 系等)。2018 年, 公司建立高清洁度生产线, 为一级汽车零部件配套供应商安波福公司研发生产了高清洁度自动驾驶模组零部件。与普通铝合金压铸件相比, 该类产品对表面清洁度工艺要求较高, 因此产品附加值较高。

公司自动驾驶模组零部件销量从 2019 年的 12.87 万件提升至 22H1 的

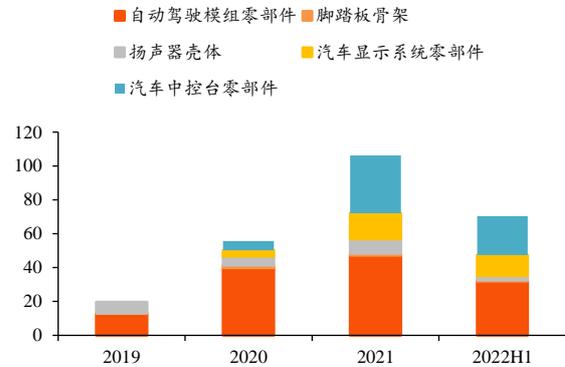
31.87 万件，22H1 同比+65.39%。据公司招股书，公司宝马汽车自动驾驶模组零部件相关在研项目处于正常开展中，大部分在研产品预计于 2023~2024 年陆续量产，为公司带来新的收入增长点。

图27:汽车压铸类产品销量 (万件)



资料来源:公司公告, 甬兴证券研究所

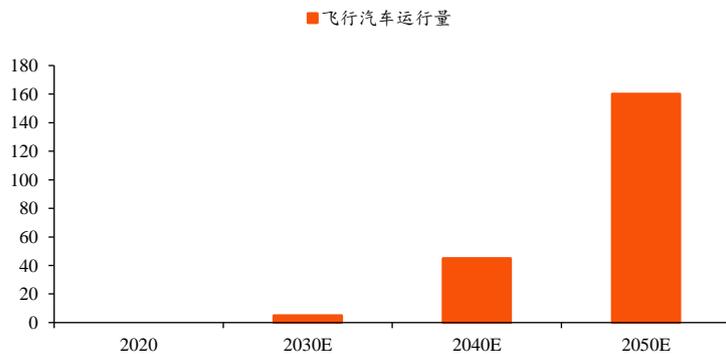
图28:其他汽车压铸类产品销量 (万件)



资料来源:公司公告, 甬兴证券研究所

公司研发团队与小鹏汇天的智能电动飞行汽车项目处于前期技术论证阶段。镁合金作为轻量化材料当下较为理想的选择，在飞行汽车领域的应用将有较大市场空间。据第一电动网，小鹏汇天设计的第六代飞行汽车采用碳纤维单体壳体、大量使用航空铝材、镁合金及特殊玻璃，并采用高能量密度、高放电倍率动力电池，相比小鹏 P7，减重幅度接近 50%。

图29:全球飞行汽车运行量 (千辆)

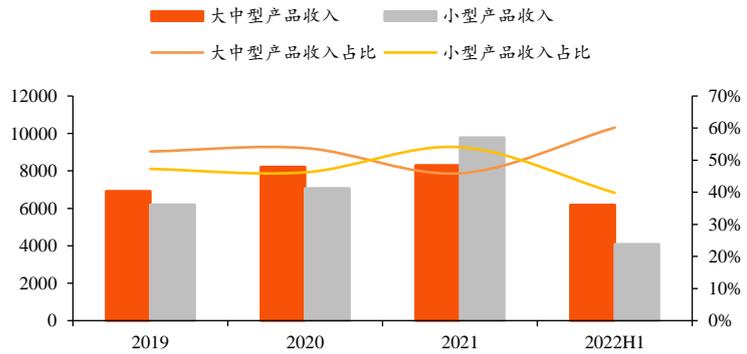


资料来源: Roland Berger, 甬兴证券研究所

4.2. 产品向中大件延伸，单车价值量提升

产品向大中型汽车零部件方向延伸，单车价值量有所提升。大中型零部件能够有效减少车体结构零件数量，大幅简化车体结构。公司的大中型产品涵盖汽车座椅扶手结构件、汽车脚踏板骨架、汽车音响系统结构件和部分汽车车灯散热支架、部分园林机械零部件、部分自动驾驶模组零部件。22H1 公司大中型产品收入占比上升至 60.18%。

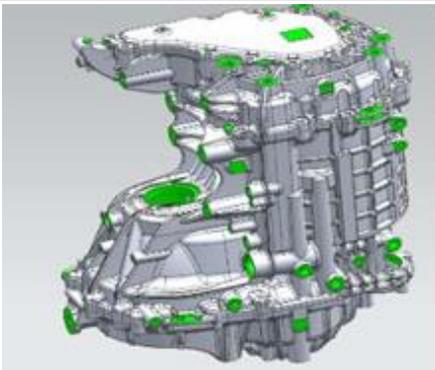
图30:公司产品收入情况(万元, %)



资料来源:公司公告, 甬兴证券研究所

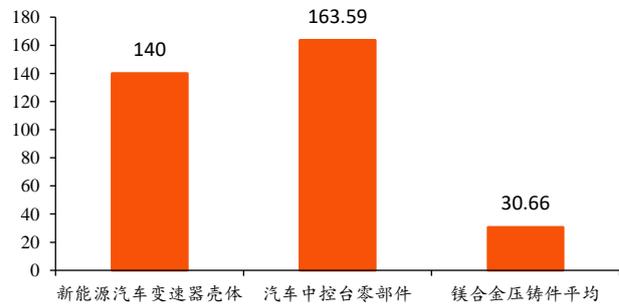
公司已成功设计开发新能源汽车动力总成壳体、镁合金显示器背板、镁合金汽车中控台骨架等大中型镁合金汽车零部件并成功运用, 大中型镁合金汽车零部件单价约为镁合金压铸件平均价格的 4~5 倍。公司批量生产的镁合金新能源动力总成壳体应用于上汽智己 LS6、LS7 和上汽飞凡 F7、R7 等系列车型。

图31:镁合金动力总成产品图



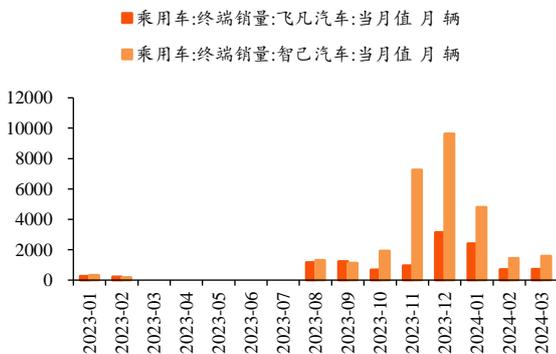
资料来源:公司公告, 甬兴证券研究所

图32:2021年部分已量产产品平均单价(元/件)



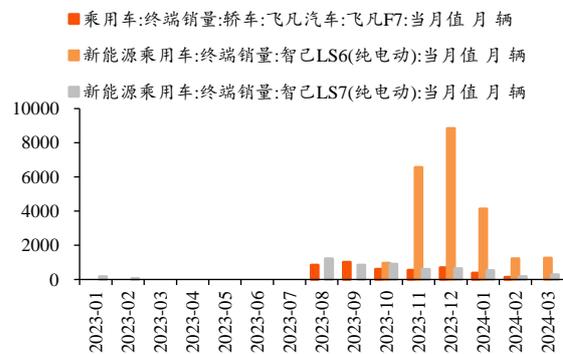
资料来源:公司公告, 甬兴证券研究所

图33:上汽智己、飞凡销量情况(辆)



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图34:上汽智己、飞凡部分车型销量情况(辆)

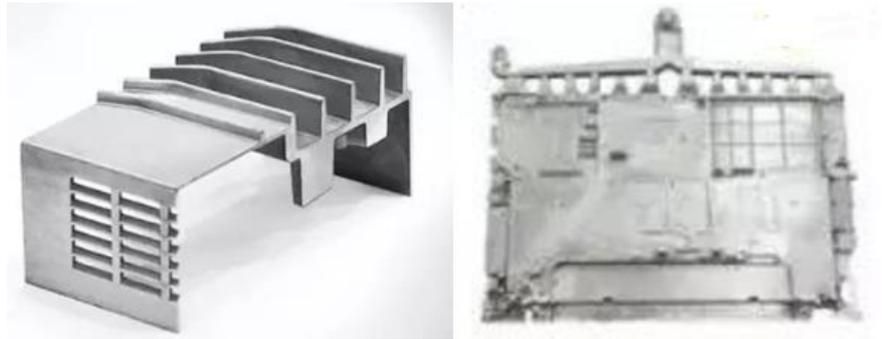


资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

4.3. 研发和产能并重，提升公司综合竞争力

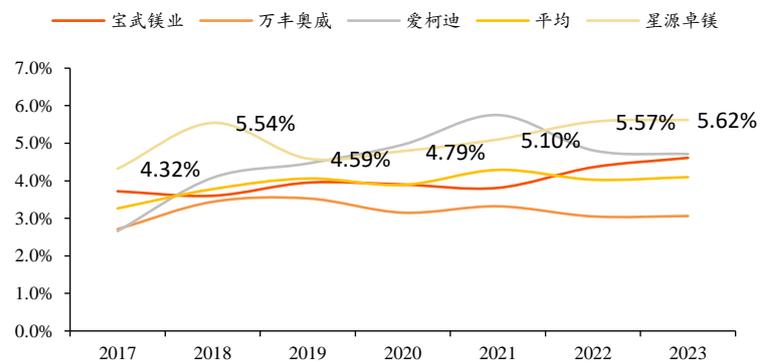
重视研发，完善技术布局。研发费用率方面，公司维持高强度投入，2023 年公司研发费用率约 5.62%，高于行业可比公司平均水平 4.10%。技术布局方面，公司与国内中高端成型装备主机制造商伊之密联合开发双射台镁合金半固态注射成型机，该技术工艺具备节能环保、安全可靠、成品率高等优点。

图35:镁合金半固态注射成型产品示意图



资料来源：伊之密，甬兴证券研究所

图36:可比公司研发费用率（%）



资料来源：iFind，甬兴证券研究所

2023 年，公司持续大力开发新客户新产品，承接新项目 35 项，因此公司提前预备产能以满足客户需求。2023 年 10 月，公司拟在泰国投资建设生产基地，从而更好地开拓国际市场与应对海外客户的需求，提升服务客户水平，进一步完善公司全球化布局。2023 年 11 月，公司通过自有资金或自筹资金出资 10.1 亿元建设新产能，拟与奉化经济开发区管理委员会签署《项目投资建设协议》，在奉化经济开发区投资建设年产 300 万套汽车用高强度大型镁合金精密成型件项目，该项目有利于进一步巩固公司在汽车轻量化及新能源汽车零部件领域的市场地位，提升公司镁合金业务在汽车轻量化领域的产业应用规模。

表15:公司产能投资情况

项目	预计产品/产能	项目投资总额	地点	项目类型
年产300万套汽车用高强度大型镁合金精密成型件项目	300万套汽车用高强度大型镁合金精密成型件	10.1亿元	宁波奉化	自有资金投资
泰国生产基地	轻量化镁合金、铝合金精密压铸产品及配套压铸模具	不超过1亿元	泰国	自有资金投资

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

关键假设：

汽车类压铸件：受益于行业轻量化需求，镁合金汽车零部件应用场景增加；据公司招股书，小米 MS11 及凯迪拉克 L23 在研项目预计将于 2024 年年内量产，由此我们预计 2024~2026 年汽车类压铸件业务收入同比增速分别为+47%、+43%、+40%；随产品销量增加，产品规模效应进一步体现，预计 2024~2026 年汽车类压铸件业务毛利率分别为 34%、35%、36%。

非汽车类压铸件：非汽车类压铸件以电动自行车功能件及结构件、园林机械零配件为主。2022 年受疫情影响，欧洲电动自行车销量下滑；随疫情逐步好转叠加欧洲电动自行车、园林设备市场规模稳步扩大，公司营收有望逐步企稳修复，预计 2024~2026 年非汽车类压铸件业务收入同比增速分别为+3%、+3%、+3%；预计 2024~2026 年非汽车类压铸件毛利率维持 37%。

模具：公司自成立起即布局模具压铸业务，公司模具业务均为客户个性化定制，主要配套镁合金压铸件及铝合金压铸件，公司汽车类压铸件业务增长有望带动模具业务稳健增长，预计 2024~2026 年模具业务收入同比增速维持 10%；预计 2024~2026 年模具业务毛利率维持 70%。

其他业务：公司其他业务收入主要系房屋租赁以及废品废料销售收入，2023 年占营收比例 1.53%，占比较低，预计公司其他业务有望随公司主营业务增加而保持稳定增长，2024~2026 年收入同比增速保持 16%，毛利率保持 88%。

由此预计 2024~2026 年公司整体营收增速分别为+42%、+40%、+38%，毛利率分别为 37%、37%、38%。

表16:公司盈利预测

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收 (百万元)										
合计营收	118	106	147	174	219	271	352	500	699	962
yoy		-10%	39%	18%	26%	24%	30%	42%	40%	38%
汽车类压铸件	90	74	112	129	148	212	307	452	646	905
yoy		-18%	51%	15%	15%	43%	45%	47%	43%	40%
非汽车类压铸件	19	20	19	24	33	21	17	18	18	19
yoy		3%	-2%	24%	39%	-37%	-19%	3%	3%	3%
模具	7	11	14	19	34	33	22	25	27	30
yoy		41%	32%	36%	81%	-2%	-33%	10%	10%	10%
其他业务	2	2	2	2	4	5	5	6	7	8
yoy		21%	11%	14%	78%	7%	16%	16%	16%	16%
毛利率 (%)										
合计毛利率	58%	50%	54%	55%	43%	37%	36%	37%	37%	38%
汽车类压铸件	62%	54%	52%	52%	35%	31%	32%	34%	35%	36%
非汽车类压铸件	43%	42%	56%	61%	48%	31%	36%	37%	37%	37%
模具	44%	38%	63%	66%	64%	78%	71%	70%	70%	70%
其他业务	57%	69%	68%	75%	86%	87%	89%	88%	88%	88%

资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

5.2. 估值

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。因此，选取镁合金领域的宝武镁业为可比公司，以及铝合金领域的文灿股份、爱柯迪为可比公司。考虑到国内汽车镁合金处于发展初期，未来发展空间大。同时，公司是国内镁合金先行者，业务构成中镁合金铸件占比高，未来量价有望齐升，2024~2026年归母净利润 CAGR 约 42%，PEG 约 0.8。综合考虑，首次覆盖给予“买入”评级。

表17:可比公司估值

股票代码	公司名称	主营业务	收盘价,	市值, 亿	归母净利润, 亿元				PE			
			元		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
002182.SZ	宝武镁业 (*)	镁、铝合金	18.5	131.3	3.1	4.8	8.6	11.0	42.9	27.4	15.3	11.9
600933.SH	爱柯迪 (*)	铝合金压铸	18.5	178.3	9.1	11.4	14.4	17.5	19.5	15.7	12.4	10.2
603348.SH	文灿股份 (*)	铝合金压铸	31.5	83.2	0.5	3.9	5.7	7.1	164.9	21.3	14.5	11.7
	平均								75.8	21.5	14.1	11.3
301398.SZ	星源卓镁	镁、铝合金压铸	47.6	38.1	0.8	1.1	1.6	2.3	49.3	33.6	23.6	16.8

资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

注: “(*)”为可比公司, 其归母净利润均采用 iFind 一致预期

6. 风险提示

下游需求不及预期。公司主要产品应用于汽车行业，若下游车企客户销量下滑，会导致公司产品销量不及预期，影响公司利润。

行业竞争加剧影响。新企业进入镁合金压铸行业，铝合金压铸企业向镁合金压铸转型或现有镁合金压铸件生产企业扩大产能均可能导致行业竞争加剧而引起公司未来的产品毛利率下降。

原材料价格上涨影响。公司主要原材料镁合金、铝合金，如果镁合金

或铝合金的价格持续大幅上涨，而公司产品售价后续无法及时调整，将会导致公司产品毛利率下降。

汇率波动影响。公司外销业务主要以美元计价，若人民币兑美元汇率持续上升，将导致以人民币折算的产品销售单价下降，进而引起公司外销产品毛利率下滑。

公司募投项目进度不及预期。未来两年公司有较多产能集中释放，若公司项目进度不及预期，则影响公司利润的增长。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	844	798	994	1,207	1,503	经营活动现金流	2	53	128	140	166
货币资金	637	552	676	816	976	净利润	56	80	113	161	227
应收及预付	129	167	195	232	317	折旧摊销	23	25	31	33	35
存货	62	66	108	141	185	营运资金变动	-79	-39	-6	-41	-82
其他流动资产	15	12	14	19	25	其它	1	-13	-11	-12	-14
非流动资产	288	345	365	384	407	投资活动现金流	-36	-55	-33	-29	-32
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-42	-71	-51	-45	-53
固定资产	241	239	261	264	266	投资变动	6	1	1	1	1
在建工程	8	55	60	75	98	其他	1	15	17	15	19
无形资产	27	28	28	29	29	筹资活动现金流	600	-86	29	28	27
其他长期资产	11	23	16	16	15	银行借款	112	0	30	30	30
资产总计	1,132	1,143	1,359	1,591	1,910	股权融资	614	0	0	0	0
流动负债	128	80	183	254	346	其他	-126	-86	-1	-2	-3
短期借款	47	0	30	60	90	现金净增加额	570	-86	125	139	160
应付及预收	52	62	115	139	191	期初现金余额	67	637	551	675	814
其他流动负债	29	18	38	55	65	期末现金余额	637	551	675	814	975
非流动负债	5	10	9	9	9						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	5	10	9	9	9						
负债合计	133	90	192	263	355						
股本	80	80	80	80	80						
资本公积	660	660	660	660	660						
留存收益	255	310	424	585	812						
归属母公司股东权益	999	1,053	1,167	1,328	1,555						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和股东权益	1,132	1,143	1,359	1,591	1,910						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元						至 12 月 31 日					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	271	352	500	699	962	成长能力					
营业成本	170	227	317	440	601	营业收入增长	23.6%	30.2%	42.1%	39.6%	37.6%
营业税金及附加	3	3	4	5	7	营业利润增长	13.4%	33.9%	43.8%	44.4%	42.6%
销售费用	8	10	14	18	24	归母净利润增长	4.8%	42.4%	41.6%	42.1%	41.0%
管理费用	17	23	30	40	53	获利能力					
研发费用	15	20	28	36	48	毛利率	37.3%	35.7%	36.5%	37.0%	37.5%
财务费用	-5	-9	-3	-3	-3	净利率	20.8%	22.7%	22.7%	23.1%	23.6%
资产减值损失	-1	-3	-4	-4	-5	ROE	5.6%	7.6%	9.7%	12.1%	14.6%
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	ROIC	5.0%	5.7%	9.2%	11.4%	13.7%
投资净收益	0	8	11	15	19	偿债能力					
营业利润	63	85	122	176	250	资产负债率	11.8%	7.9%	14.1%	16.5%	18.6%
营业外收支	0	6	6	6	6	净负债比率	-59.1%	-52.4%	-55.4%	-56.9%	-57.0%
利润总额	63	91	128	182	256	流动比率	6.59	9.93	5.43	4.76	4.35
所得税	7	11	15	21	29	速动比率	6.01	9.00	4.80	4.16	3.77
净利润	56	80	113	161	227	营运能力					
少数股东损益	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.33	0.31	0.40	0.47	0.55
归属母公司净利润	56	80	113	161	227	应收账款周转率	2.79	2.41	2.80	3.32	3.57
EBITDA	82	93	156	212	289	存货周转率	3.02	3.52	3.63	3.53	3.68
EPS (元)	0.94	1.00	1.42	2.01	2.84	每股指标 (元)					
						每股收益	0.94	1.00	1.42	2.01	2.84
						每股经营现金流	0.02	0.67	1.60	1.75	2.07
						每股净资产	12.49	13.16	14.59	16.60	19.44
						估值比率					
						P/E	33.14	49.29	33.58	23.64	16.76
						P/B	2.49	3.74	3.26	2.87	2.45
						EV/EBITDA	23.24	36.35	20.26	14.43	10.12

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，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，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20% 以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5% 以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。