



精密压铸厚积薄发，通信和汽车业务齐头并进

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 全球通信技术正向5G升级，我们预测2026年全球5G基站数量可达975万个，5G基站建设庞大需求量带动铝压铸件需求，公司凭借其通信设备龙头厂商资源和领先技术将充分受益；2) 公司紧抓汽车新能源转型机遇，积极研发新能源相关铝压铸件，快速开发特斯拉、比亚迪等头部客户，业绩有望持续增长；3) 我们测算出国内新能源汽车一体化压铸市场规模2026年有望达到676亿元，公司已购买8800吨设备进军一体化压铸，并于2023计划与海天金属共同开发2万吨冷室压铸机，产能扩张步伐加速，增量空间广阔。
- 通信领域深度合作行业龙头，5G基站建设成未来增量。** 目前5G基站的信号覆盖力低于4G基站，据测算，仅5G宏基站的需求量就能达4G宏基站的1.5倍，5G基站庞大的建设需求量将带动基站铝合金结构件需求。我们预测，到2026年，我国4G基站数量可达678万个，5G基站数量630万个。在通信领域，公司客户主要为华为和爱立信等通信设备龙头厂商，据Dell'Oro Group统计，2023年，华为以30%的市场份额占据全球电信设备市场首位，爱立信以13%的市占率稳居前三，合计占有市场份额40%以上。公司将凭借领先的技术与优质的客户资源在获取通信基站铝压铸件订单上充分受益。
- 跟随行业新能源转型，汽车领域新能源客户驱动新成长。** 公司以传统车的壳体压铸件起家，抓住汽车行业新能源转型机遇，迅速反应，研发生产新能源汽车板块相关铝压铸件，公司凭借技术优势，在存量客户的开发基础上快速开发特斯拉、比亚迪等新能源汽车头部客户。2020年公司与比亚迪正式建立合作关系，2021年比亚迪相关产品实现量产供货，2022年公司对比亚迪的销售收入快速增长。我们预测，2026年我国纯电动乘用车销量可达1092万辆、混动乘用车销量727万辆，未来有望与头部客户进一步深化合作。
- 压铸技术全面布局，掌握一体化压铸全流程核心技术。** 一体化压铸在材料、设备、模具、工艺等四大环节具有较高壁垒。美利信于2019年就布局超大型一体化压铸的前期人才储备、工艺研究，2021年率先购买8800吨超大型压铸设备，在2022年成功为客户试制超大型压铸产品，并获得客户产品定点、订单。2023年2月公司举行超大型一体化电池包压铸件下线仪式，该项目的模具由美利信科技全资子公司广澄模具自主研发制造，标志着公司全面掌握了超大型一体化压铸全流程的核心技术，随着产能逐步铺开，公司增量空间广阔。
- 盈利预测与投资建议:** 我们预计2024-2026年归母净利润复合增速达25.5%，给予2025年20倍估值，目标价21.6元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 大客户增长不及预期风险；5G技术开发不及预期，5G基站大客户订单减少风险；一体化压铸业务进展不及预期风险；新能源汽车行业需求不及预期风险；海外客户开发不及预期风险。

| 指标/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 3189.15 | 3645.53 | 4207.62 | 4975.77 |
| 增长率 | 0.60% | 14.31% | 15.42% | 18.26% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 135.87 | 115.86 | 227.12 | 268.35 |
| 增长率 | -39.32% | -14.73% | 96.03% | 18.15% |
| 每股收益EPS(元) | 0.65 | 0.55 | 1.08 | 1.27 |
| 净资产收益率ROE | 4.16% | 3.45% | 6.39% | 7.10% |
| PE | 28 | 33 | 17 | 14 |
| PB | 1.15 | 1.12 | 1.06 | 1.00 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声
执业证号: S1250522040001
电话: 010-57758531
邮箱: zlzns@swsc.com.cn

分析师: 冯安琪
执业证号: S1250524050003
电话: 021-58351905
邮箱: faz@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) | 2.11 |
| 流通A股(亿股) | 1.07 |
| 52周内股价区间(元) | 17.41-42.82 |
| 总市值(亿元) | 37.66 |
| 总资产(亿元) | 58.48 |
| 每股净资产(元) | 15.52 |

相关研究

目 录

| | |
|---|-----------|
| 1 公司概况：通信、汽车并重，铝压铸成长企业 | 1 |
| 2 行业分析：5G 迭代和新能源汽车发展，催生铝压铸千亿蓝海 | 5 |
| 2.1 压铸工艺降低制造成本，铝合金压铸件性能优势明显..... | 5 |
| 2.2 通信领域：通信技术迭代，为铝合金精密压铸带来新机遇..... | 6 |
| 2.3 汽车领域：轻量化催生铝合金需求，一体化压铸东风已至..... | 9 |
| 3 公司分析：压铸行业排头兵，通信和汽车业务协同发展 | 17 |
| 3.1 公司行业地位领先，具备技术与研发优势..... | 17 |
| 3.2 领跑通信结构件领域，绑定全球龙头设备商..... | 20 |
| 3.3 汽车领域不断拓展优质厂商，铝合金铸件产品竞争力强..... | 22 |
| 3.4 国内生产基地多地布局，国外进军墨西哥..... | 23 |
| 4 财务分析 | 25 |
| 4.1 业务结构调整导致盈利能力短期承压..... | 25 |
| 4.2 偿债能力、总资产周转率有所改善..... | 27 |
| 5 盈利预测与估值 | 29 |
| 5.1 盈利预测..... | 29 |
| 5.2 相对估值..... | 30 |
| 6 风险提示 | 30 |

图 目 录

| | |
|---|----|
| 图 1: 美利信主要发展历程 | 1 |
| 图 2: 2019-2023 通信与汽车业务收入 (亿元) | 3 |
| 图 3: 2019-2023 通信与汽车业务收入占比 | 3 |
| 图 4: 公司股权结构 (截至 2024 年 7 月) | 4 |
| 图 5: 压铸工艺生产流程 | 5 |
| 图 6: 2019-2023 年我国铸件产量 | 6 |
| 图 7: 2022 年我国铸件市场需求占比 | 6 |
| 图 8: 2019-2023 中国 5G 基站建设数量变化 | 7 |
| 图 9: 4G 和 5G 基站结构图 | 8 |
| 图 10: 2018 年-2023 年我国乘用车产销量情况 | 10 |
| 图 11: 2018 年-2023 年我国新能源乘用车销量及渗透率 | 10 |
| 图 12: 汽车轻量化可节能减排、提升续航 | 11 |
| 图 13: 中国汽车轻量化路线 | 12 |
| 图 14: 特斯拉一体化压铸后底板 (左) vs 德州工厂一体化压铸后底板&前底板 (右) | 14 |
| 图 15: Unbox 流程示意图 | 14 |
| 图 16: 一体化压铸产业链 | 15 |
| 图 17: 公司部分荣誉认证 | 17 |
| 图 18: 公司与海天集团签约现场 | 19 |
| 图 19: 美利信与合作单位研发出镁合金超大型汽车结构件 | 20 |
| 图 20: 全球主设备商市场份额 | 21 |
| 图 21: 2023 年 TOP10 厂商累计销量及同比 | 22 |
| 图 22: 新能源汽车部分客户 | 23 |
| 图 23: 墨西哥的车企布局 | 24 |
| 图 24: 部分中国供应商在墨西哥的建厂规划 | 25 |
| 图 25: 公司与可比公司毛利率走势 | 26 |
| 图 26: 公司与可比公司净利率走势 | 26 |
| 图 27: 公司与可比公司 ROE 走势 | 26 |
| 图 28: 公司与可比公司 ROA 走势 | 26 |
| 图 29: 公司与可比公司管理费用率走势 | 27 |
| 图 30: 公司与可比公司销售费用率走势 | 27 |
| 图 31: 公司与可比公司研发费用率走势 | 27 |
| 图 32: 公司与可比公司财务费用率走势 | 27 |
| 图 33: 公司总资产周转率处于行业正常水平 | 28 |
| 图 34: 公司存货周转率处于行业正常水平 | 28 |
| 图 35: 可比公司资产负债率走势 | 28 |
| 图 36: 可比公司流动比率走势 | 28 |
| 图 37: 可比公司现金及现金等价物比较 (亿元) | 29 |
| 图 38: 可比公司经营性现金流净额比较 (亿元) | 29 |

表 目 录

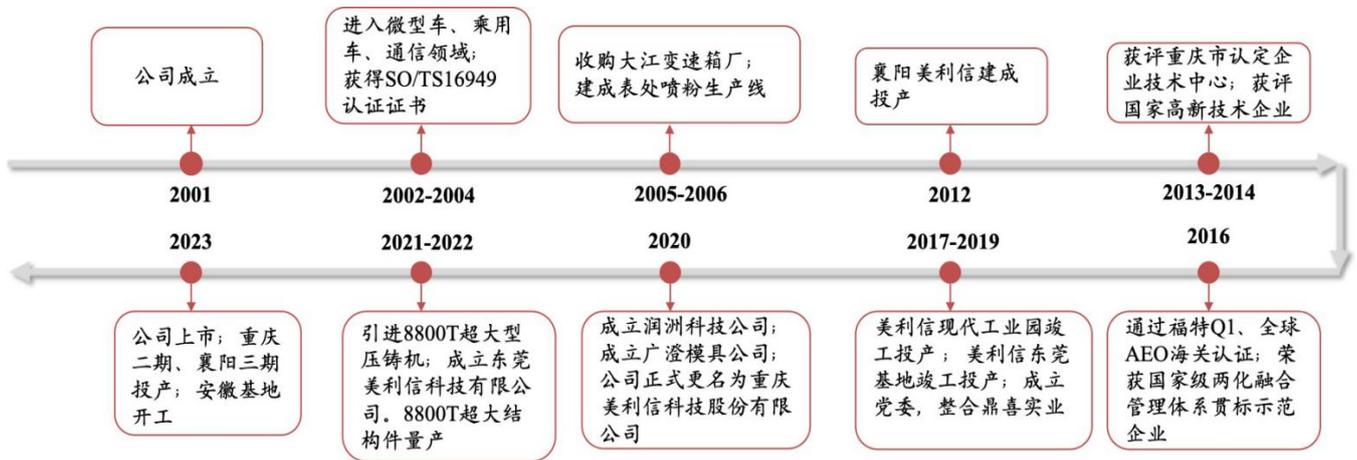
| | |
|--------------------------------------|----|
| 表 1: 公司通信领域主要产品情况..... | 1 |
| 表 2: 公司汽车领域主要产品情况..... | 2 |
| 表 3: 公司各子公司基本情况..... | 4 |
| 表 4: 合金材料性能对比..... | 6 |
| 表 5: 3G、4G、5G 网络对比..... | 8 |
| 表 6: 宏基站和小基站使用场景..... | 9 |
| 表 7: 全球通信领域铝合金压铸件市场规模测算..... | 9 |
| 表 8: 《节能与新能源技术路线图 2.0》对乘用车油耗要求..... | 11 |
| 表 9: 2024-2026 年中国乘用车用铝量市场规模测算..... | 12 |
| 表 10: 特斯拉一体化压铸发展历程..... | 13 |
| 表 11: 国内新能源一体化压铸空间测算..... | 15 |
| 表 12: 主要压铸厂商在汽车一体化压铸的布局..... | 16 |
| 表 13: 募投项目情况 (截至 2023 年)..... | 23 |
| 表 14: 公司盈利预测..... | 29 |
| 表 15: 可比公司估值 (截至 2024.08.13 收盘)..... | 30 |
| 附表: 财务预测与估值..... | 31 |

1 公司概况：通信、汽车并重，铝压铸成长企业

重庆美利信科技股份有限公司（简称“美利信”）成立于 2001 年 5 月，主要生产 5G 通信基站结构件和汽车零部件等铝合金制品，拥有重庆、襄阳、东莞、安徽四大生产基地，以及国内领先的模具研发制造中心、全自动智能压铸岛、高精度加工中心、自动 RBC 冷媒灌装线、自动喷粉线、精密质量检测系统，能够为客户提供涵盖完整业务流程的一体化服务。

2002 年-2004 年公司先后进入微型车、乘用车和通信领域，此后公司不断在汽车和通信领域取得发展。2012 年，襄阳美利信建成投产为东风神龙公司提供配套服务，这是合资企业第一次选用国内压铸厂生产汽车复杂压铸件-缸体；2017 年-2019 年，美利信现代工业园竣工投产，美利信东莞基地竣工投产，整合鼎喜实业；2021 年引进 8800T 超大型压铸机，公司在 5G 的时代浪潮下布局一体化压铸；2022 年 8800T 超大型结构件实现量产；2023 年，8800T 超大型一体化压铸件成功下线，公司围绕一体化压铸进一步拓展业务。

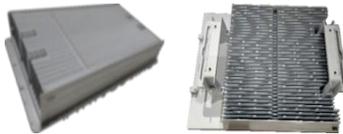
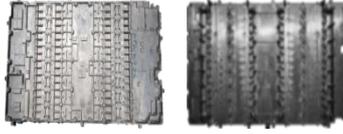
图 1：美利信主要发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司在通信领域的主要产品为通信基站机体和屏蔽盖等结构件，汽车领域的主要产品包括传统汽车的发动机系统、传动系统、转向系统和车身系统以及新能源汽车的电驱动系统、电控系统、电池系统和车身系统铝合金精密压铸件。

表 1：公司通信领域主要产品情况

| 产品类别 | 典型产品名称 | 产品示例 |
|----------|--------|--|
| 5G 基站结构件 | 机体 |  |
| | 覆盖件 |  |

| 产品类别 | 典型产品名称 | 产品示例 |
|----------|--------|--|
| 4G 基站结构件 | 机体 |  |
| | 覆盖件 |  |

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 2：公司汽车领域主要产品情况

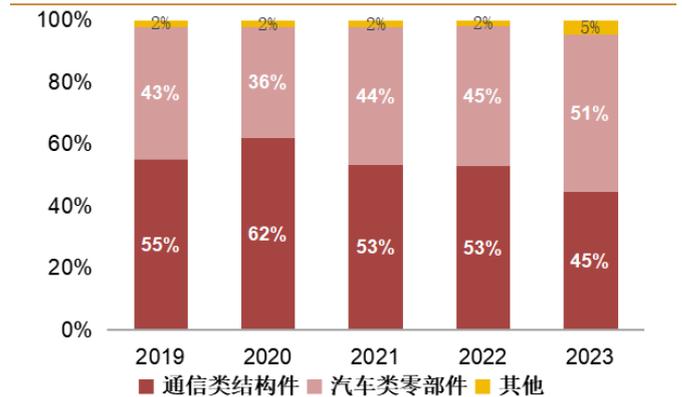
| 应用领域 | 产品类别 | 典型产品名称 | 产品示例 |
|---------|----------------------|----------------------|---|
| 传统汽车领域 | 发动机系统 零部件 | 发动机缸体、主轴轴承盖、油底壳、凸轮轴盖 |  |
| | 转向系统 零部件 | 转向轴壳体 |  |
| | 车身系统 零部件 | 减震支架 |  |
| | 转动系统 零部件 | 变速器壳体 |  |
| 新能源汽车领域 | 车身系统 零部件 | 防撞支架、后地板 |  |
| | 电控系统零部件 (含充电、智能等) | 箱体、三合一箱体、传感器盖 |  |
| | 电驱系统 零部件 | 电驱动壳体 |  |
| | 电池系统 零部件 | 电池箱体、电池横梁、电池箱盖 |  |

数据来源：公司公告，西南证券整理

通信业务短期承压，汽车领域营收逐年增长。营业收入方面，公司在通信业务板块由于全球局势变化，略有收缩，汽车板块得益于新能源汽车发展，呈现增长态势。其中，2020年公司通信类结构件营收同比增长50.2%，主要得益于5G通信基站建设的快速发展，2021年公司汽车类零部件营收增速达54.7%，主要受益于特斯拉、一汽红旗、奇瑞瑞虎等车型良好的销售情况以及比亚迪、特斯拉、爱信精机等客户产品订单增加。营收占比方面，2020年至2023年公司汽车类产品营收占比逐年攀升，截至2023年，公司汽车类零部件营收占比为51%。

图 2：2019-2023 通信与汽车业务收入（亿元）

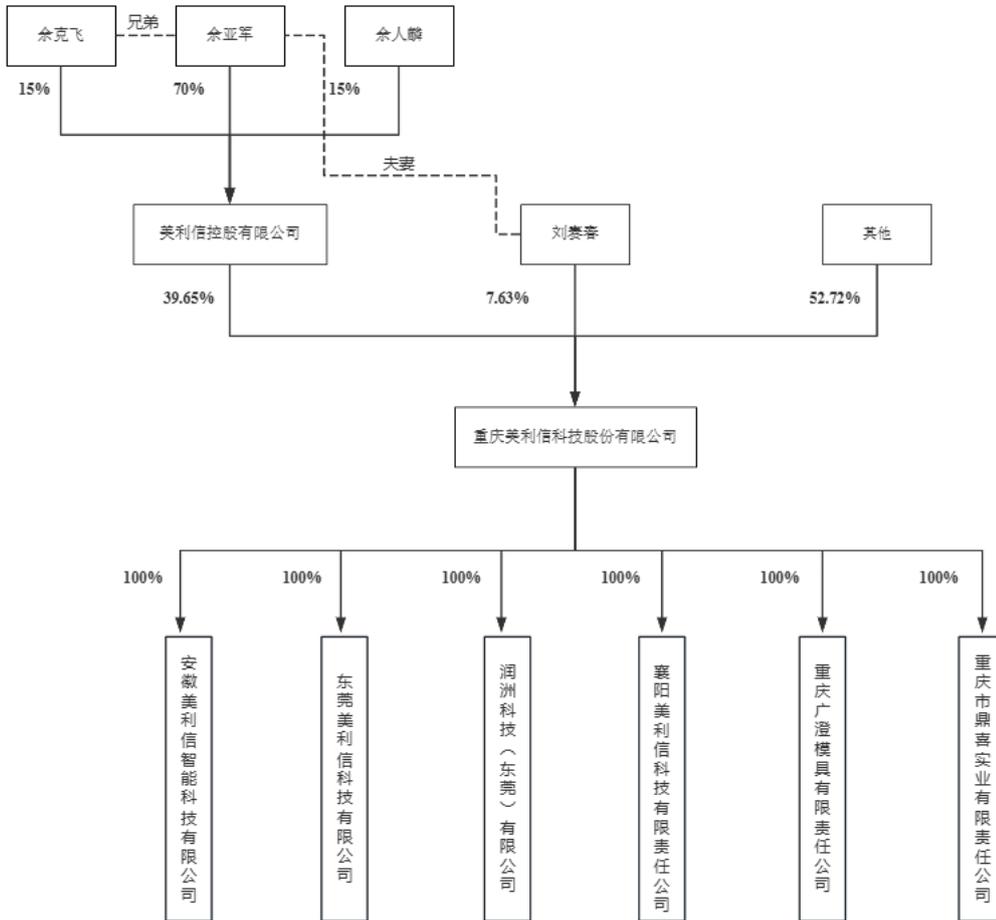

数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

图 3：2019-2023 通信与汽车业务收入占比


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

通信领域绑定全球龙头设备商，汽车领域不断拓展优质厂商。在通信领域，公司主要终端客户是华为和爱立信。公司与爱立信合作接近20年，合作关系良好且订单份额占有率稳定，而华为作为公司2018年新接入的客户，其业务份额随着5G发展的加快也在不断提高。在汽车领域，公司客户主要是国内外知名的大型整车厂或汽车零部件厂商。近年来公司积极拓展汽车客户，陆续与特斯拉、比亚迪等优质车企客户建立稳定合作关系。

公司实际控制人为余克飞、刘赛春、余亚军三人。余亚军先生与余克飞先生分别通过美利信控股有限公司间接持有该公司27.76%和5.95%的股票，刘赛春直接持有美利信科技7.63%的股份。余克飞与余亚军系兄弟关系，余克飞与刘赛春系夫妻关系，余克飞、刘赛春、余亚军三人已签署《一致行动人协议》。余克飞、余亚军与刘赛春三人通过直接持有和间接控制的方式，控制公司46.60%的股权，能够对公司股东大会决议事项产生重大影响。

图 4：公司股权结构（截至 2024 年 7 月）


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

表 3：公司各子公司基本情况

| 子公司名称 | 主要经营地 | 持股比例 | 主要业务 |
|---------------|---------|------|-----------------------------|
| 安徽美利信智能科技有限公司 | 安徽省马鞍山市 | 100% | -- |
| 东莞美利信科技有限公司 | 广东省东莞市 | 100% | 铝合金压铸件的表面处理、装配等后处理 |
| 润洲科技（东莞）有限公司 | 广东省东莞市 | 100% | 铝合金压铸件的表面处理、装配等后处理 |
| 襄阳美利信科技有限责任公司 | 襄阳市高新区 | 100% | 铝合金精密压铸件的生产与销售 |
| 重庆广澄模具有限责任公司 | 重庆市巴南区 | 100% | 铝合金压铸件模具的研发、设计、制造和销售 |
| 重庆市鼎喜实业有限责任公司 | 重庆市江津区 | 100% | 夹具的生产以及铝合金压铸件机加工,无铬钝化和喷粉处理等 |
| 重庆鼎信辉通信技术有限公司 | 重庆市江津区 | 60% | -- |

数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

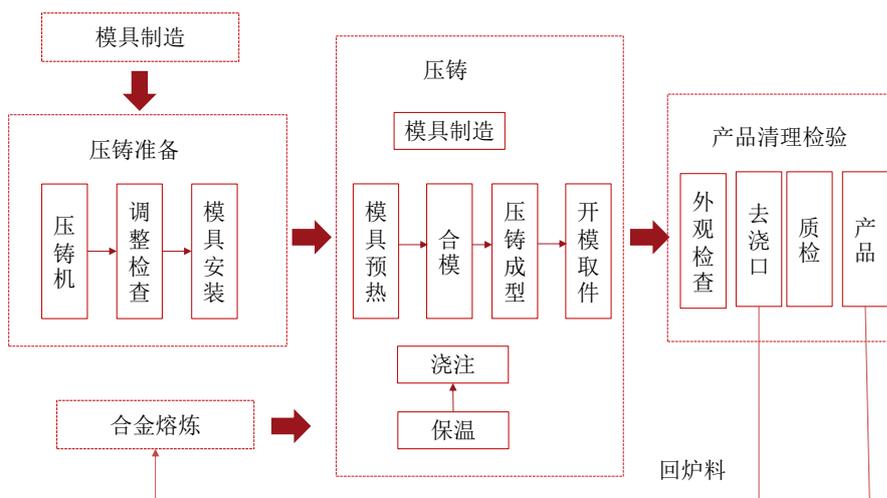
2 行业分析：5G 迭代和新能源汽车发展，催生铝压铸千亿蓝海

2.1 压铸工艺降低制造成本，铝合金压铸件性能优势明显

压铸件应用空间不断扩展。压铸，全称压力铸造，是将液态或半固态金属根据不同需求以特定的速度充填至压铸模具型腔内，并在高压下成型的铸造工艺，是目前生产效率最高的铸造工艺之一，也是有色合金铸造最主要的生产工艺之一。与其他液态成型方式相比，压铸技术因具有铸件尺寸精度高、生产率高、少或无切削加工和能成形形状复杂结构等优点而广受青睐。目前压铸件广泛应用于汽车、通信、摩托车、家电、五金制品、电动工具、IT 和照明灯等领域。

压铸工艺降低制造成本。压铸工艺主要包含前期的模具设计、中期的压射加压、后期的产品修剪和废品回收。据中国有色网等相关数据显示，相对于传统钢质车身中冲压和焊接工序中约 60%-70% 的材料利用率，压铸工艺的材料利用率高达 90%，从一定程度上降低了制造成本。

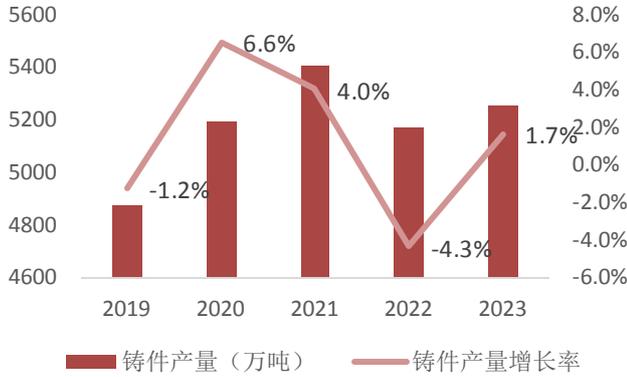
图 5：压铸工艺生产流程



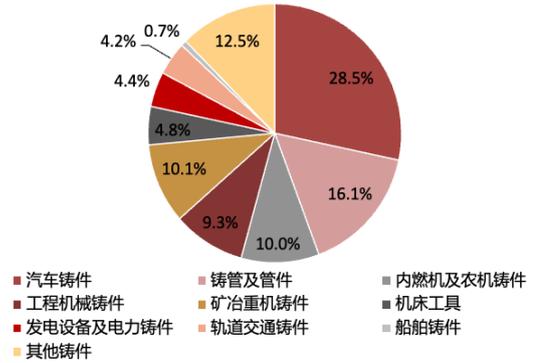
数据来源：中国有色网，西南证券整理

国外铸造产业铸件转移，汽车工业是铸件最大需求用户。从全球范围而言，压铸行业是充分竞争的行业。发达国家的压铸企业经营历史长，专业化程度较高，单个企业的规模较大，市场集中度较高。国际上具有代表性的压铸件生产企业主要有墨西哥的尼玛克（Nemak）、日本的利优比集团（Ryobi Ltd）和阿雷斯提集团（Ahresty Corporation）、瑞士的乔治费歇尔（Georg Fischer）、德国的皮尔博格（Pierburg）等。上述压铸生产企业在技术水平、装备和客户资源上具备领先优势，一般以生产汽车、通信和航空等领域高质量和高附加值的压铸件为主，在技术与生产规模上领先于国内大多数压铸件生产企业。我国的压铸生产始于 20 世纪 40 年代末。随着我国汽车、通讯基础设施、3C 产品、装备制造业、家电、机电仪表、轻工等产业的持续快速发展，以及国外铸造产业向中国转移，我国铸件产量进入稳定增长长期。根据中国铸造协会统计数据，2023 年铸件产量达 5257 万吨，2020-2023 年我国铸件

产量复合增长率为 1.90%，2022 年汽车工业是铸件最大需求用户，需求占比为 28.5%。我们认为，在汽车行业不断发展和新能源汽车渗透率不断提升的背景下，铸件产量有望进一步高增。

图 6：2019-2023 年我国铸件产量


数据来源：中国铸造协会，西南证券整理

图 7：2022 年我国铸件市场需求占比


数据来源：中国铸造协会，西南证券整理

铝合金压铸件性能优异，汽车和通信领域需求旺盛。压铸产品根据原材料的不同，主要可分为铝合金压铸件、镁合金压铸件、锌合金压铸件和铜合金压铸件等类别。相比于其他金属材料（如锌、铜等），铝合金以其密度小（ $2.63\sim 2.85\text{g/cm}^3$ ）、高塑性、良好的热传导性能和强抗蚀性等多项优点脱颖而出。铝合金的密度仅为钢的三分之一，显著减轻了汽车重量，从而提高了燃油效率并降低了二氧化碳排放。尽管铝合金的强度可能不及某些高强度钢材，其在加工性和耐腐蚀性上的优势，使其在汽车零部件和通信设备的生产中表现突出，并且其生产技术成熟、成本逐渐降低，增强了其在市场上的竞争力。此外，铝合金可循环利用，符合环保要求，进一步推动了其在压铸行业中的广泛应用。因此，铝合金成在汽车零部件、通信设备和通用机械的生产中优势突出，需求旺盛，是目前压铸行业使用最为广泛的原材料。受汽车轻量化发展、新能源汽车高速增长拉动，2023 年铝（镁）合金铸件产量占比由 2022 年的 14.6% 上升至 15.3%。

表 4：合金材料性能对比

| 铸件材料 | 密度 (g/cm^3) | 抗拉强度 (Mpa) | 比强度 ($\sigma b/\rho$) | 热导率 ($\text{W}/(\text{m}\cdot\text{K})$) |
|------|---------------------------|---------------|----------------------------|---|
| 镁合金 | 1.8 | 250~343 | 191 | 156 |
| 铝合金 | 2.7 | 110~270 | 57 | 204 |
| 锌合金 | 6.7 | 280~440 | 52 | 116 |
| 铜合金 | 8~9 | 700~960 | - | 380~410 |

数据来源：中国热处理工业协会，西南证券整理

2.2 通信领域：通信技术迭代，为铝合金精密压铸带来新机遇

2.2.1 通信技术迭代，5G 市场发展前景广阔

全球 5G 网络用户渗透率逐渐攀升。从全球范围看，较旧的 2G 和 3G 移动通信技术的使用正不断减少，全球多个国家和地区的运营商和政府决定关闭 2G 和 3G 网络，并对它们使用的频谱进行重新分配，以实现更快、更高效的 4G 和 5G 网络。根据《爱立信移动市场报告》，截至 2023 年底，全球 4G 网络用户渗透率约为 60%，全球 5G 网络用户渗透率约为 18.6%。根据爱立信预测，到 2027 年，5G 将成为全球最主要的移动通信技术，全球 5G 用户将达到 44 亿，占有移动用户的 49.12%。

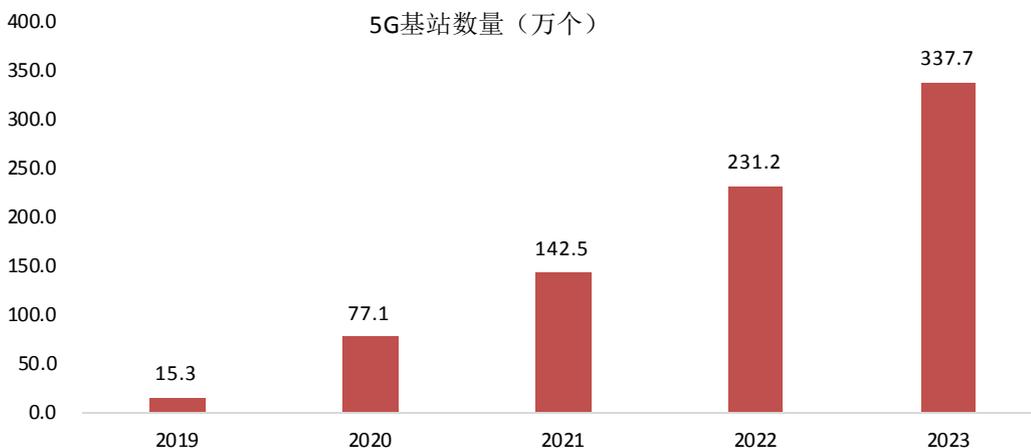
我国在 5G 领域实现全面引领，5G 移动电话用户达 9.27 亿户。我国在移动通信领域经历了“1G 空白、2G 追随、3G 突破、4G 赶超、5G 引领”的快速变迁过程。2013 年底工信部正式颁发 4G 牌照，我国进入 4G 阶段，根据四大设备商运营业务收入数据，在这一个阶段内，中国的设备制造商市场份额提升至全球第一；2017 年 11 月，工信部发布 5G 系统在 3000-5000MHz 频段内的频率使用规划，我国成为国际上率先发布 5G 系统在中频段内使用规划的国家；2019 年 6 月，工信部正式为中国移动、中国联通、中国电信和中国广电发放 5G 牌照，我国在 5G 领域实现了全面引领。根据工信部最新发布的《2024 年上半年通信业经济运行情况》显示，截至 2024 年 6 月末，三家基础电信企业及中国广电的移动电话用户总数达 17.77 亿户，比上年末净增 2401 万户。其中，5G 移动电话用户达 9.27 亿户，比上年末净增 1.05 亿户，占移动电话用户的 52.4%，占比较一季度提高 2.6 个百分点。

2.2.2 通信基站市场具有周期性，运营商的资本开支驱动通信基站的建设

通信行业的技术迭代具有周期性，移动通信技术的突破是催化每一轮投资周期最为核心的因素。目前全球移动通信技术正处于从 4G 向 5G 发展的转折点，在 5G 商用初期，运营商将首先展开网络建设投资，其资本开支直接驱动通信基站的建设，为通信主设备商带来业务机会，通信主设备商进而向其上游供应商采购相应的配套产品。

我国三大运营商 5G 资本支出基数大。2019 年 6 月，工信部正式发放 5G 牌照，伴随 5G 进入建设期，2020 年移动、电信、联通三大运营商资本开支合计 3348 亿元，同比增长 11.6%，其中用于 5G 的资本开支达 1803 亿元，同比大幅增长 337.6%。2022 年三大运营商资本开支合计 3519 亿元，同比增长 3.71%，其中 5G 资本开支总计 1631 亿元，总体基数仍然巨大，预计 5G 通信基站建设数量将持续增加。

图 8：2019-2023 中国 5G 基站建设数量变化

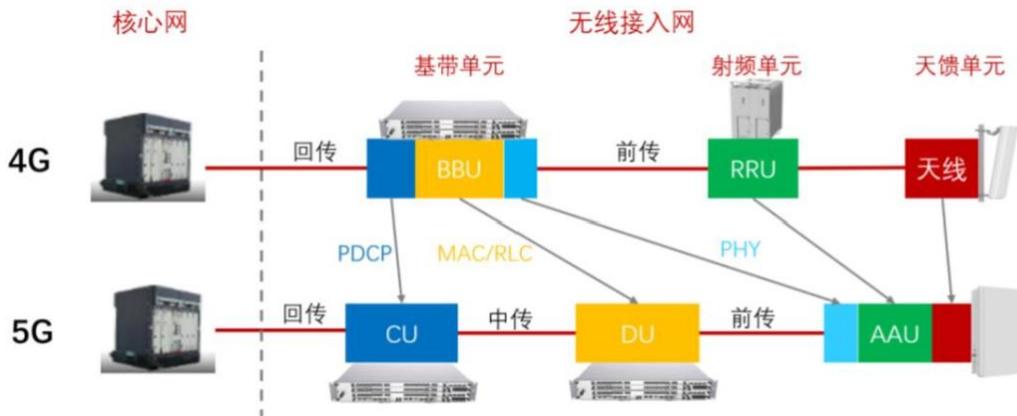


数据来源：工信部，西南证券整理

2.2.3 5G 基站需求大幅度增加，要求压铸件着重散热性能和轻量化

通信基站通过在一定范围的区域内提供无线信号覆盖，以实现有线通信网络与无线终端之间的无线信号传输，是移动通信网络的核心基础设施，5G 和 4G 因使用不同的天线系统技术而有着不同基站结构。

图 9：4G 和 5G 基站结构图



数据来源：公司公告，西南证券整理

5G 基站覆盖范围小，5G 宏基站需求超 900 万站。在无线通信中，根据电磁波的传播特性，电磁波频率与传输距离成反比，电磁波频率越高，基站覆盖距离越短。3G 到 5G 使用的频谱不断向高频演进，3G 采用 1.9~2.1GHz，覆盖半径约为 2~5 公里，4G 采用的主要频段为 1.8~1.9GHz 和 2.3~2.6GHz，覆盖半径约为 1~3 公里，为了保证良好的 4G 信号覆盖，4G 基站的数量较 3G 基站数量有较大增幅，5G 的频段在 2.6GHz 以上，比 4G 的频率更高，相应的覆盖范围随之进一步下降，覆盖半径一般约为 300-500 米，要达到与 4G 网络同样的覆盖范围，5G 基站的密度必然会大幅增加。根据中国联通网络技术研究员预测，5G 宏基站的需求量约是 4G 基站的 1.5 倍，2023 年末 4G 基站的数量为 629.5 万站，据此测算，到 5G 基站建设基本覆盖全国时，5G 宏基站至少需要 944 万站。截至 2023 年底，我国 5G 基站总数达 337.7 万站，相较于目标建设数量增长空间巨大，进而将带动基站机体和屏蔽盖等基站结构件需求的增长。

表 5：3G、4G、5G 网络对比

| 网络类型 | 电磁波频率 | 覆盖半径（公里） |
|------|-------------------------|----------|
| 3G | 1.9~2.1GHz | 2~5 |
| 4G | 1.8~1.9GHz 和 2.3~2.6GHz | 1~3 |
| 5G | 2.6GHz 以上 | 0.3~0.5 |

数据来源：公司公告，西南证券整理

5G 宏基站广域覆盖易有盲点，小基站室外补盲成未来趋势。小基站是微基站、皮基站和飞基站的统称，是一种从覆盖范围、发射功率、产品形态等方面都相比宏基站小得多的基站设备，主要有室外密集区覆盖和室内热点覆盖两大应用场景。5G 信号覆盖力低，室外广域覆盖容易有盲点，使用小基站能够有效弥补 5G 宏站部署广度、深度不足问题。Dell'Oro Group 认为 5G 小基站市场未来将占据整个 5G 基站市场的 10%-20%。从时间周期来讲，

小基站的铺广建设会在宏基站大规模建设之后，在建设宏基站后配建的 5G 小基站亦将对基站机体和屏蔽盖等铝合金精密铸件产生海量需求。

表 6：宏基站和小基站使用场景

| 类型 | | 单载波发射功率 | 覆盖能力（米） | 主要部署区域 |
|-----|-----|-------------|---------|--------------------|
| 宏基站 | | 12.6w 以上 | 200 以上 | 铁塔、楼顶、山顶 |
| 小基站 | 微基站 | 500mW-12.6W | 50-200 | 室外：路灯、电线杆等； |
| | 皮基站 | 100-500mW | 20-50 | 室内：居民楼、写字楼、大型购物商场、 |
| | 飞基站 | 100mW 以下 | 10-20 | 医院和车站等 |

数据来源：公司公告，西南证券整理

5G 基站功耗增加，要求铸件着重散热性能和轻量化。5G 基站中的 AAU 采用 Massive MIMO 技术，天线的个数由 4G 48 阵子增长到 192 阵子，通道数由 4 或 8 通道增长至 32 或 64 通道，中射频芯片以及基带芯片的集成度以及处理复杂度成倍的提升，其功耗是 4G RRU 的 2-4 倍，功耗的增加意味着发热量的增加，如果散热不及时，会导致基站内部环境温度超过额定温度，将严重影响网络的稳定性以及设备的使用寿命，因此 5G 基站要在有限空间内尽可能提高散热效率，5G 基站散热面临更大的挑战和机会。在 AAU 整机散热设计中，高功耗的中射频芯片以及基带芯片已经成为散热瓶颈，为了解决基站结构件的散热，把散热器全部加高，会带来整机体积和重量的大幅增加，不利于基站的场外部署，因此对于基站机体的工艺要求和轻量化要求较高，为散热性能较高、更加轻量化的铝合金等结构件提供机遇。

通信技术迭代，铝合金铸件市场广阔。据工信部统计，2023 年末中国 4G 基站数量达 629.5 万个，占比全球 4G 基站总数超 50%；5G 基站数量达 337.7 万个，占比全球 5G 基站总数超 60%。考虑到 5G 网络的逐步普及，4G 基站建设已接近饱和，预计未来增速将呈现逐年放缓趋势；我们假设 1) 2024-2026 年，中国 4G 基站数量增速分别为 3.0%、2.5%、2.0%，占全球总数比例 55%；2) 2024-2026 年 4G 基站结构件均价分别为 524.4 元、498.18 元、483.23 元，一个 4G 基站平均需要 8 个结构件；同时根据线性预测，假设 3) 2024-2026 年全球 5G 基站数量增速分别为 29.53%，22.81%，18.57%，2024-2026 年 5G 基站结构件均价分别为 568.1 元、539.70 元、523.50 元，一个 5G 基站平均需要 6 个结构件。综上，我们预计 2026 年全球通信领域铝合金铸件市场规模约为 57.32 亿元。

表 7：全球通信领域铝合金铸件市场规模测算

| | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|
| 4G 基站数量（万站） | 1144.55 | 1178.88 | 1208.35 | 1232.52 |
| 新增（万站） | 48.73 | 34.34 | 29.47 | 24.17 |
| 4G 基站铝合金铸件均价（元） | 4416.00 | 4195.20 | 3985.44 | 3865.88 |
| 5G 基站数量（万站） | 517.00 | 669.67 | 822.42 | 975.17 |
| 新增（万站） | 153.00 | 152.67 | 152.75 | 152.75 |
| 5G 基站铝合金铸件均价（元） | 3588.00 | 3408.60 | 3238.17 | 3141.02 |
| 通信领域铝合金精密铸件市场规模（亿元） | 76.41 | 66.44 | 61.21 | 57.32 |

数据来源：工信部，西南证券整理

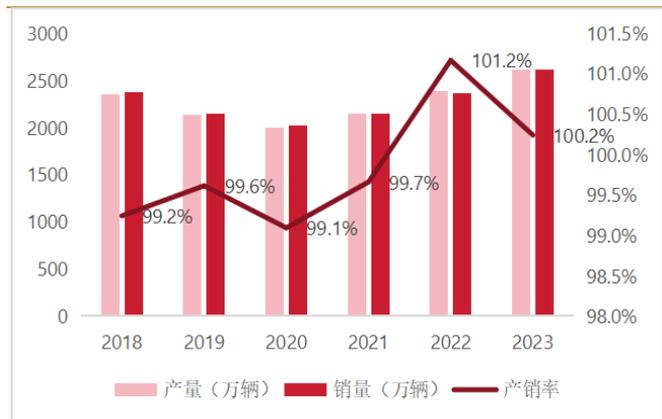
2.3 汽车领域：轻量化催生铝合金需求，一体化压铸东风已至

2.3.1 汽车市场有较大成长空间，新能源汽车渗透率不断提升

汽车工业作为我国重要的支柱产业，起步于上世纪 50 年代，经过多年发展，已形成较为完整的产业体系。2009 年，我国超越美国成为世界第一大汽车生产国，至今已连续 13 年蝉联全球汽车产销量第一大国。受宏观经济、关税下调、市场消费信心、国 VI 排放标准实施和需求结构变化等多重因素叠加的影响，2018 年、2019 年我国汽车连续两年产销量出现下滑，产量分别为 2352.9 万辆和 2136.0 万辆，销量分别为 2371.0 万辆和 2144.4 万辆。2020 年，受整体外部环境影响，我国汽车消费市场有所下滑，产销量分别为 1999.4 万辆和 2017.8 万辆，同比下滑 6.4% 和 5.9%。2021 年我国汽车行业产销形势逐步回暖，产销量分别为 2140.8 万辆和 2148.2 万辆，同比上涨 7.1% 和 6.5%，结束了连续 3 年的下降趋势。

千人汽车保有量有待提升，汽车市场成长空间大。截至 2023 年底，我国汽车保有量达 3.36 亿辆，占机动车总量 77.24%，同比增长 5.33%。千人汽车保有量达到 238 辆，远低于欧美发达国家普遍 600~800 辆的水平，与发达国家还有一定差距。根据中国汽车工业协会数据，截至 2023 年，我国乘用车累计销量为 2606.3 万辆，同比上涨 10.6%。“十四五”期间，我国经济将处于长周期的中高速发展中，未来随着中等收入人群持续壮大，改善性消费需求将被大量释放，我国汽车产销量还有较大的增长空间，受益于国内整车制造行业持续发展，汽车零部件行业也将实现较快增长。

图 10：2018 年-2023 年我国乘用车产销量情况



数据来源：中汽协，西南证券整理

图 11：2018 年-2023 年我国新能源乘用车销量及渗透率



数据来源：中汽协，西南证券整理

新能源汽车渗透率不断提升。新能源汽车是我国汽车产业绿色发展和转型升级的重要方向，也是我国汽车产业发展的战略选择。我国新能源汽车产业经过近十年的规划和培育，取得了积极成效，在基础材料、基础零件、电机、电控、电池以及整车等方面都取得了实质性突破，已具备一定先发优势和规模优势。2018 年-2023 年，我国新能源汽车销量从 125.6 万辆增加至 949.5 万辆，年均复合增长率为 49.87%，2023 年我国新能源汽车销量同比增长 37.9% 达 949.5 万辆，渗透率达 36.4%。

2.3.2 汽车轻量化趋势催生需求，铝合金件市场广阔

节能减排要求促使车身轻量化发展。《节能与新能源技术路线图 2.0》对各种类型的汽车每百公里油耗和减排提出要求，预计在 2025 年我国传统能源乘用车（不含新能源）新车油耗降至 5.6L/100km，混合动力乘用车（不含新能源）新车油耗降至 5.2L/100km，乘用车（含新能源）新车油耗降至 4.6L/100km。根据国际铝业协会的相关数据，燃油车的重量与

耗油量大致呈正相关关系，汽车质量每降低 100kg，每百公里可节省约 0.6L 燃油，减排 800-900g 的 CO₂，故传统汽车车身轻量化是目前主要的节能减排方法之一。

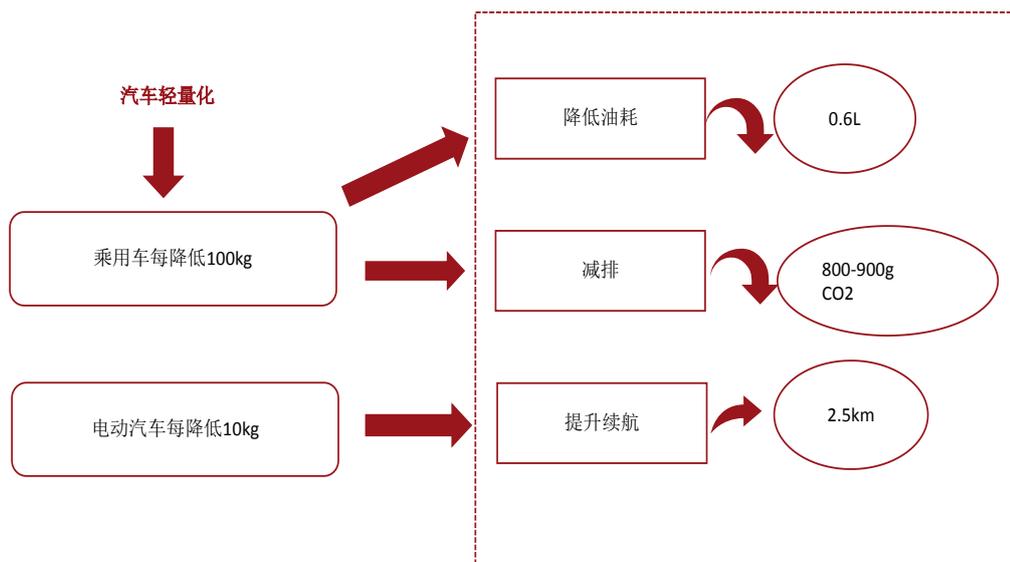
整车轻量化有助于降低油耗、提升纯电续航里程。根据国际铝业协会的相关数据，传统燃油车方面，燃油车的重量与耗油量大致呈正相关关系，汽车质量每降低 100kg，每百公里可节省约 0.6L 燃油，减排 800-900g 的 CO₂；新能源乘用车方面，纯电汽车的重量与耗电量呈正相关关系，除去动力电池能量和密度因素外，整车重量是影响电动车续航里程的关键因素，纯电动汽车整车重量若降低 10kg，续航里程则可增加 2.5km。当前形势下，不论是传统能源汽车还是新能源汽车都对车身轻量化有十分迫切的需求。

表 8：《节能与新能源技术路线图 2.0》对乘用车油耗要求

| | 2025 | 2030 | 2035 |
|--------------------|------------|------------|------------|
| 传统能源乘用车（不含新能源）新车油耗 | 5.6L/100km | 4.8L/100km | 4.0L/100km |
| 混合动力乘用车（不含新能源）新车油耗 | 5.2L/100km | 4.5L/100km | 4.0L/100km |
| 乘用车（含新能源）新车油耗 | 4.6L/100km | 3.2L/100km | 2.0L/100km |

数据来源：《节能与新能源技术路线图 2.0》，西南证券整理

图 12：汽车轻量化可节能减排、提升续航

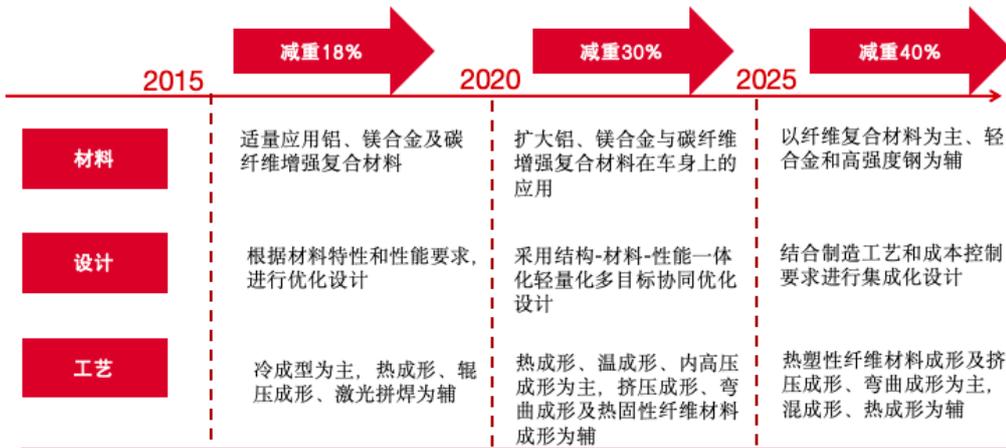


数据来源：国际铝业协会，西南证券整理

国内汽车实现轻量化，材料、设计、工艺协同发展。国内汽车实现轻量化始于高强度钢、铝、复合材料等新材料的应用与开发，将通过使用轻量化材料、进行轻量化设计和轻量化制造三个主要途径实现。根据中国汽车工程学会发布的《节能与新能源汽车技术路线图》，中国汽车轻量化自 2015 年到 2020 年实现减重 18%，适量应用铝、镁合金及碳纤维增强复合材料，根据材料特性和性能要求进行优化设计，工艺以冷成形为主，热成形、辊压成形、激光拼焊为辅；到 2025 年实现减重 30%，扩大铝、镁合金与碳纤维增强复合材料在车身上的应用，采用结构-材料-性能一体化轻量化多目标协同优化设计，工艺以热成形、温成形、内高压成形为主，挤压成形、弯曲成形及热固性纤维材料成形为辅；到 2030 年以纤维复合材料为主、轻合金和高强度钢为辅，结合制造工艺和成本控制要求进行集成化设计，以热塑性纤维材料成形及挤压成形、弯曲成形为主，温成形、热成形为辅。在政策的驱动，对轻量

化的迫切需求下，铝合金压铸市场容量有望扩大，有较强材料制备、设计能力并且掌握先进工艺的铝合金压铸企业发展潜力大。

图 13：中国汽车轻量化路线



数据来源：《节能与新能源汽车技术路线图》，电动新视界，西南证券整理

中国纯电动车的单车用铝量逐年攀升，铝合金市场广阔。根据 CM Group 预测数据，中国未来几年不同类型乘用车的单车用铝量将维持稳定增长。2023 年中国燃油车/纯电动车/插电混动车的单车用铝量分别为 162.5/201.9/224.2Kg，预计到 2030 年中国燃油车/纯电动车/插电混动车的单车用铝量将会达到 222.8/283.5/265.2kg。

根据滑动平均测算,我们假设 2024-2026 年 1)燃油乘用车销量分别增长 -13.19%、-4.57%、-7.88%，2)纯电乘用车销量分别增长 9.17%、37.48%、18.67%，3)混动乘用车销量分别增长 62.18%、35.90%、19.93%；因此，2024/2025/2026 燃油乘用车销量分别为 1487.3/1419.4/1307.6 万辆，纯电动乘用车销量分别为 669.2/920.0/1091.8 万辆，混动乘用车销量分别为 446.1/606.3/727.2 万辆。根据 CMGroup 在《中国汽车工业用铝量评估报告(2016-2030)》中预测：2024/2025/2026 年燃油乘用车单车用铝量约为 171.2/179.8/188.5kg，纯电乘用车单车用铝量约为 215.5/226.8/238.1kg，混动乘用车单车用铝量约为 232.9/238.3/243.7kg。根据 IAI 数据，车用铝材加工成本约为 20 元/kg。综上，我们预计随着新能源渗透率的提升与技术的成熟，至 2026 年中国乘用车用铝市场规模约为 1367.32 亿元。

表 9：2024-2026 年中国乘用车用铝量市场规模测算

| | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 燃油乘用车销量 (万辆) | 1713.3 | 1478.3 | 1419.4 | 1307.6 |
| 燃油车单车用铝量 (kg) | 162.5 | 171.2 | 179.8 | 188.5 |
| 纯电动乘用车销量 (万辆) | 613.0 | 669.2 | 920.0 | 1091.8 |
| 纯电动车单车用铝量 (kg) | 201.9 | 215.5 | 226.8 | 238.1 |
| 混动乘用车销量 (万辆) | 275.1 | 446.1 | 606.3 | 727.2 |
| 混动乘用车用铝量 (kg) | 224.2 | 232.9 | 238.3 | 243.7 |
| 车用铝合金加工费 (元/kg) | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 汽车铝合金市场规模 (亿元) | 927.71 | 1002.39 | 1216.69 | 1367.32 |

数据来源：CMGroup, 中汽协, 国际铝业协会, 西南证券整理

2.3.3 特斯拉加大一体化压铸应用，第三方供应商或成主流

特斯拉引领一体化压铸新浪潮，一体化压铸优势显著。特斯拉提出的一体化压铸将车身一次性成型，多个零部件合并为少个甚至是一个，简化了制造工艺，有效降低了时间成本，与传统高压压铸相比，一体化压铸具有生产效率高、减重效果好、成本更低等优点。通过对特斯拉公告总结，可以将特斯拉对一体化压铸工艺的应用分为三个阶段：

1) 将 Model3 上原来由 70 个左右冲压钢板焊接而成的后底板一体化压铸为 1-2 个大型铝铸件，使得零部件重量可以减轻 10%-20%，连接点数量由 700-800 个减少到 50 个，制造时间由原来 1-2 小时缩短到 3-5 分钟。

2) 将前底板和后底板（共计 171 个零部件）分别一体化压铸为前、后两个大型铸件，减少了超过 1600 个焊点，进一步增效降本。

3) 一体化前底板+CTC+一体化后底板，电池包上盖和汽车中地板合二为一进行一体化压铸，能够降低汽车 10%的总重，增加 14%的续航里程，并且达到减少 370 个单体零部件的效果。

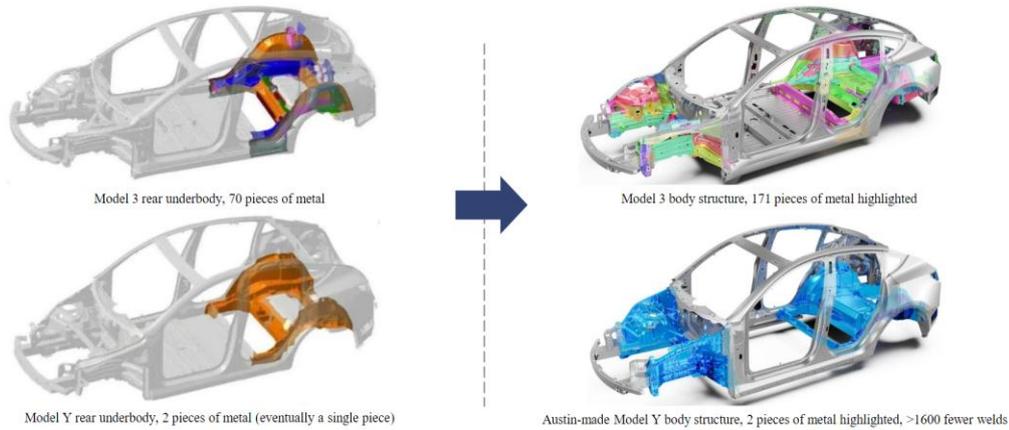
在 2023 年 3 月投资者日活动上，马斯克曾介绍了特斯拉对未来生产工艺的畅想，即 Unbox 流程，这一工艺将车辆零部件分成 6 大模块，每个模块单独生产，再将其组装成整车。特斯拉表示，通过 Unbox 流程生产车辆，制造人员将减少 40%，制造所需的空间和时间将减少 30%。

表 10：特斯拉一体化压铸发展历程

| 日期 | 特斯拉一体化压铸梳理 |
|--------|--|
| 2019.7 | 发布新专利“汽车车架的多向车身一体成型铸造机和相关铸造方法” |
| 2020.8 | 第一台大型压铸设备在加州的弗里蒙特工厂安装 |
| 2020.9 | 特斯拉于电池日上宣布 ModelY 将采用一体化压铸后底板总成，可减少下车体总成重量 30%，降低 40%制造成本，且时间将从 2-3h 缩短至 180s 以内。 |
| 2021.2 | 上海超级工厂引入人力劲科技生产的 6000 吨大型压铸机 GigaPress，用以生产 ModelY 的后底板。 |
| 2021.5 | 前舱一体化铸件试验完成 |
| 2022.4 | 马斯克在德州工厂开幕式上宣布：1.得益于超大的一体压铸机，德州工厂仅 ModelY 单款车的生产能力就达到了 50 万台/年。2.前车身一体压铸亮相。此前 ModelY 仅在后底板部位使用一体压铸工艺。前后车身采用一体压铸后，相较 Model3 的 1000 个机器人减少了 600 个。 |
| 2022.5 | 意德拉（力劲子公司）首发 9000 吨压铸机，会应用到 Cybertruck 做后底板。 |
| 2023.3 | 提出 Unbox 流程，这一工艺将车辆零部件分成 6 大模块，每个模块单独生产，再将其组装成整车。 |

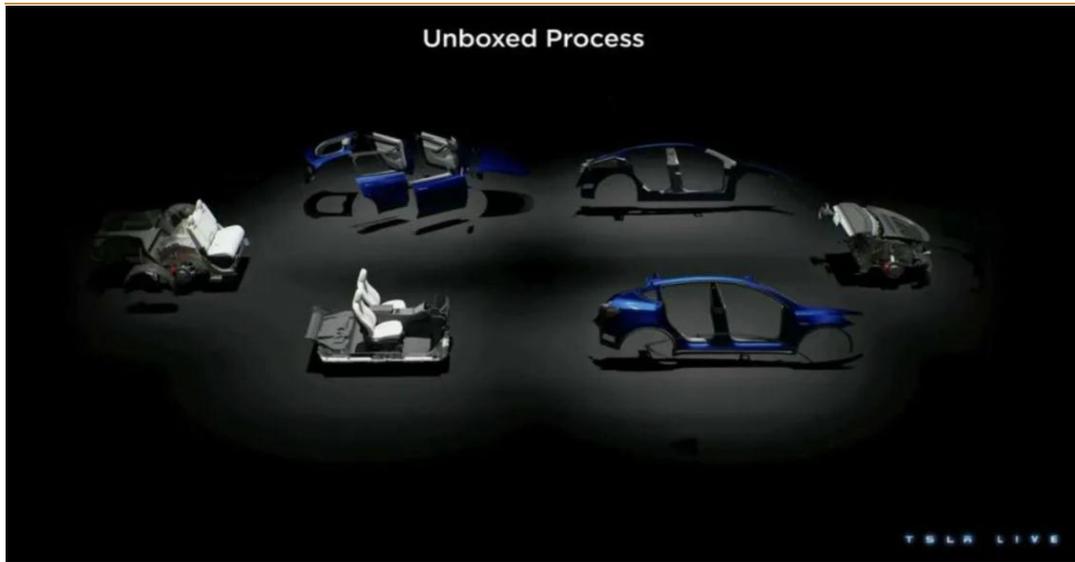
数据来源：特斯拉公告，西南证券整理

图 14：特斯拉一体化压铸后底板（左）vs 德州工厂一体化压铸后底板&前底板（右）



数据来源：特斯拉公告，西南证券整理

图 15：Unbox 流程示意图



数据来源：特斯拉投资者日活动，西南证券整理

一体化压铸将逐渐延展到前底板和白车身，市场空间达 676 亿。目前，一体化压铸已经在减震塔、后纵梁、后底板、前后机舱实现了应用，未来随着技术的成熟，预计前底板、白车身等都有望实现一体化压铸。

随着技术的成熟、各主机厂和零部件厂商产能的不断投放，预计一体化压铸渗透率逐年提升，我们假设 1) 24-26 年前底板一体化渗透率为 14%/20%/25%，后底板一体化渗透率分别为 25%/30%/35%，前机舱一体化渗透率分别为 7%/14%/20%，CTC 电池盖一体化渗透率分别为 2%/7%/14%，白车身一体化的渗透率分别为 0%/2%/7%，其他零部件一体化渗透率分别为 7%/14%/20%；2) 根据我们在《汽车行业周报（7.25-7.29）：行业复苏延续，一体化压铸空间广阔》中的测算，假设 2021 年前底板一体化/后底板一体化/前机舱一体化/CTC 电池盖一体化/白车身一体化/其他零部件一体化的平均单车价值分别 4400/2800/2200/2800/13400/4000 元，24-26 年价格每年降 1%。基于以上假设，我们测算出国内新能源汽车一体化压铸市场 2026 年有望达到 666.02 亿元。

表 11：国内新能源一体化压铸空间测算

| | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------------|---------|---------|--------|
| 新能源乘用车销量 (万辆) | 1115 | 1526 | 1819 |
| 前底板一体化渗透率 | 14% | 20% | 25% |
| 前底板一体化 ASP (元/辆) | 4269 | 4227 | 4184 |
| 后底板一体化渗透率 | 25% | 30% | 35% |
| 后底板一体化 ASP (元/辆) | 2717 | 2690 | 2663 |
| 前机舱一体化渗透率 | 7% | 14% | 20% |
| 前机舱一体化 ASP (元/辆) | 2135 | 2114 | 2093 |
| CTC 电池盖一体化渗透率 | 2% | 7% | 14% |
| CTC 电池盖一体化 ASP (元/辆) | 2717 | 2690 | 2663 |
| 白车身一体化渗透率 | 0% | 2% | 7% |
| 白车身一体化 ASP (元/辆) | 13002 | 12872 | 12743 |
| 其他零部件一体化渗透率 | 7% | 14% | 20% |
| 其他零部件一体化 ASP (元/辆) | 3881 | 3842 | 3804 |
| 一体化压铸市场规模 (亿元) | 165.10 | 365.34 | 666.02 |
| 一体化压铸市场规模 YOY | 154.99% | 121.29% | 82.30% |

数据来源：中汽协，西南证券整理

一体化压铸产业链上游由免热处理铝合金材料厂商、压铸机和压铸模具厂商组成，中游为第三方压铸厂和自建产线的整车厂，下游直接对接主机厂。

图 16：一体化压铸产业链


数据来源：乐晴智库，西南证券整理

车企可以选择自供或者与第三方压铸厂合作两种模式，目前除特斯拉采取自供模式之外，为降低风险，更多的厂商（如理想、蔚来、理想等）选择与压铸厂合作供应方案，小鹏选择自供+与压铸厂合作结合的模式。

一体化压铸壁垒较高，第三方供应或成为主流。一体化压铸涉及数十个零部件的一次压铸成型，对材料、设备、模具设计和工艺等相关环节的要求高。**材料方面**，传统的压铸件会在压铸后进行热处理来优化产品的机械性能，由于一体化压铸件的尺寸较大，热处理可能导致的变形和表面缺陷等问题更易显现，因此免热处理合金是一体化压铸行业的重要技术壁垒。**设备方面**，大型压铸机需要对复杂的系统进行协调控制，并对各部分的稳定性和结构进行优化，对理论、经验以及制造工艺都有很高的要求。当前用于一体化压铸的压铸机吨位都在6000T以上，部分公司已经开发或引入了12000T甚至更大的超大型压铸设备。大型压铸机从订购到安装调试完成至少需要一年的时间，同时当前应用较广泛的6000T压铸机单套价格高达数千万元，造成了较高的资金壁垒。另外大型压铸机的“设计—试验—设计”周期非常长，前期需投入大量时间成本，一旦样机试验失败将带来严重经济损失。**模具设计方面**，模具是压铸企业生产产品的核心技术与重点装备，是决定压铸产品的几何形状、尺寸精度、表面质量、内部组织的关键工艺装备，是否具备模具研发和生产能力是衡量压铸企业技术实力的一项重要指标。**工艺方面**，主要要素包括合金熔化和处理、浇注方式、脱模剂及涂喷工艺、真空工艺，生产工艺会影响产品的成品率，由于一体化压铸技术正处于起步阶段，需要压铸商在生产工艺上有丰富的经验和技术积累才能保证量产良品率。

表 12：主要压铸厂商在汽车一体化压铸的布局

| 压铸厂商 | 现有压铸产能 | 大型压铸机采购数量（台） | 合作厂商 | 一体化压铸订单 |
|-------|---|---|------|---------------|
| 美利信科技 | 3500T、4000T、4500T、7000T、8800T 压铸机投入量产 | 订购 1*8800T，已布局，未来持续投入 | 海天金属 | - |
| 文灿股份 | 40 多台 1100T-4500T 压铸机，2 台 6000T，2 台 9000T，2022 年成功下线首批 9000T 大型一体化压铸汽车后底板 | 2022 年计划向力劲采购 9 台大型压铸机，包括 2 台 7000T、2 台 4500T 以及 5 台 2800-3500T 压铸机 | 力劲科技 | 知名头部新势力客户 |
| 拓普集团 | 现有压铸机近 100 台 7200T 一体化超大压铸后舱量产下线 | 计划采购 7200T*6、4500T*10、2000T*5 | 力劲科技 | 高合 HiPhiZ-后底板 |
| 广东鸿图 | 现有压铸机 140 余台，其中 2000T 以上约 20 台，6800T 已经投产 | 12000T*1、规划 6 台 6000T 以上 | 力劲科技 | 小鹏配套体系-后底板 |
| 爱柯迪 | 1300T、1600T、2200T、2800T、3500T、4400T 等各种规格型号的大型压铸机 18 台 | 拟购入 45 台压铸机，其中 1000T 以上压铸机 35 台，包括 4400T*4、6100T*2、8400T*2 | 布勒集团 | - |
| 泉峰汽车 | 1 台 5000T 压铸机 | 规划布置 30 台 1000T 以上压铸机，其中 6100T*1、8000T*1，均已到厂，目前已投入使用超过 20 台。 | - | - |
| 旭升集团 | 已有 4400T 压铸机使用经验 | 规划 4500T、6600T 和 8800T 若干 | 海天金属 | - |
| 宜安科技 | 已有 4200T、3500T、2700T 和 1600T 等不同型号大型真空压铸设备 | 公司购买的 6100T 大型压铸机已在株洲工厂进行安装调试 | 布勒集团 | - |
| 嵘泰股份 | 300T-2700T 压铸机 40 台，3-5 轴数控加工中心 130 套 | 采购 9000T*3 | 力劲科技 | 比亚迪一体化电机壳 |
| 多利科技 | 盐城多利 6100T*1 投产，9200T 有望于 7 月份进场安装 | 安徽达亚安装 6100T*2 | 力劲科技 | |

数据来源：各公司官网和公告，《压铸周刊》，西南证券整理

3 公司分析：压铸行业排头兵，通信和汽车业务协同发展

3.1 公司行业地位领先，具备技术与研发优势

技术行业领先，多项技术达国际水平。公司自成立以来始终聚焦于铝合金精密压铸件的研发生产，在产品技术和研发、质量控制和客户服务等方面均具备较为明显的竞争优势。公司通过多年的业务实践已形成了涵盖高真空压铸与精密机械加工技术和工艺研究、模具设计制造、高导热和轻量化、半固体等新型材料研发与制备、无铬化表面处理、静电喷粉、搅拌摩擦焊、激光焊接、钎焊、冷媒灌装等高新领域的核心技术，在高真空压铸、高薄散热片压铸和高导热材料研发及应用等高新技术方面达到国际水平。

获多项荣誉认证，行业知名度高。公司凭借出色的技术实力和持续的研发投入，先后被认定为“国家 2021 年制造业单项冠军示范企业”、“国家 2022 年度智能制造示范工厂揭榜单位”、“国家高新技术企业”、“国家级绿色工厂”、“2022 年重庆市智能制造标杆企业”、“重庆市工业设计中心”。2023 年，公司荣获“第四届中国铸件生产企业综合实力 50 强”，获得“汽车轻量化应用技术创新成果大赛一等奖”及“国家两化融合 3A 证书”，同时入选“重庆市双化协同示范工厂”，并获批设立“重庆市博士后科研工作站”。此外，子公司襄阳美利信被认定为“国家高新技术企业”、专精特新“小巨人”企业、“湖北省企业技术中心”、“湖北省支柱产业细分领域隐形冠军科技小巨人（2018-2020）”和“湖北省工程研究中心”；子公司鼎喜实业被认定为“国家高新技术企业”、专精特新“小巨人”企业、“重庆市企业技术中心”；子公司广澄模具被认定为“国家高新技术企业”、“重庆市企业技术中心”、“重庆市专精特新中小企业”。截至 2023 年 12 月 31 日，公司及子公司已获得授权专利 184 项，其中发明专利 25 项。公司还牵头或参与起草了《冷室压铸机》（GB/T21269-2018）、《高效节能型铝合金燃气连续熔化保温炉通用技术要求》（T/CFA0203081-2020）、《铝合金压铸产品绿色制造工艺通则》（T/CFA0103091-2020）等国家或行业团体标准，在铝合金精密压铸领域具备极高的知名度和强劲的竞争力。

图 17：公司部分荣誉认证



图 17：公司部分荣誉认证



数据来源：公司官网，西南证券整理

工艺能力完整，提供全流程一体化服务。作为国家高新技术企业，公司始终专注于铝合金精密压铸件的研发、生产与销售，是国内少数能够自主研发从模具设计、压铸到机加及装配的全产业链技术解决方案的企业之一。公司为客户提供包括模具设计制造、压铸生产、精密机械加工、表面处理、FIP 点胶、装配与检测等全流程的一体化服务。通过自主设计与生产模具和工装夹具，公司显著缩短了工装开发时间、项目开发周期，同时降低了生产成本，提升了行业竞争力。为充分发挥自主设计和生产工装的优势，公司引进先进的制造设备和技术，严格控制模具和工装夹具的质量，确保产品的一致性和可靠性，从而有效规避质量风险，并避免潜在的知识产权泄露风险。在为压铸及生产环节提供优质模具和工装的同时，也为客户带来了更优质的服务和更高的价值。

生产工艺和生产设备领先，助力公司提升竞争优势。公司始终注重对工艺研发和生产设备的持续投入，生产工艺和设备处于国内领先水平。公司不断改进并创新原有生产工艺，已在高真空压铸、模温控制、局部挤压、嵌翅工艺、防错加工技术、大型一体化铝合金压铸件中心进浇技术、搅拌摩擦焊等多个领域具备行业领先的生产能力。目前，公司拥有布勒和富莱等世界领先的压铸机，以及 SW、GROB、巨浪、牧野等高精度加工设备和蔡司三坐标测量机等一批先进的高性能加工与检测设备。此外，公司是国内少数拥有 8,800 吨、7,000 吨、4,500 吨大吨位压铸机的企业之一。领先的工艺与设备使公司能够稳定批量生产高精度、结构复杂的零部件产品，形成了显著的竞争优势。

具备大型高端模具制造能力，为客户提供一站式服务。公司具备开发和制造大型一体化结构件压铸模具的能力，不断增强技术储备，投入全球顶尖的加工和检测设备，已成功为国内外多个客户交付一体化结构件压铸模具。例如，公司为奇瑞汽车开发的全球首个 13000T 双压室超大型车身模具，首次试模即成功，成为压铸及模具技术史上的里程碑，并为未来双

压室技术的发展奠定了基础。在动力总成领域，公司为新能源汽车的领先客户开发了多款高精度复杂电驱产品的模具。此外，公司还具备高固相半固态压铸模具的开发能力，已完成多种产品的试制，在通信散热片领域也为更高性能和更优成本的产品制造提供了创新方案。同时，公司深度参与客户产品的前期设计，解答疑问，配合客户进行验证，从设计到生产为客户提供一站式服务，全面提升服务质量。

具备与客户同步开发能力，保证技术前瞻性和先进性。公司积极参与客户的研发工作，紧跟下游行业技术发展的趋势，与客户保持深度合作。部分技术人员已通过客户的同步开发设计资质认证，参与了爱立信及国内通信主设备商、神龙汽车、福特、采埃孚、蔚来、智己等国内外知名汽车厂商及造车新势力的产品预研发、产品设计及模具设计等同步开发工作。通过与客户的密切合作，公司提前进行技术储备，确保研发技术的前瞻性和先进性。

牵手海天，加码一体化压铸。美利信于 2019 年就布局超大型一体化压铸的前期人才储备、工艺研究，2021 年率先购买 8800 吨超大型压铸设备，在 2022、2023 年成功为客户试制超大型压铸产品，并获得客户产品定点、订单；而美利信的全资子公司广澄模具也拥有一体化压铸产品模具产品。2023 年 6 月，公司与海天集团签订《全球战略框架合作协议》，计划在未来三年内购买海天智胜冷室压铸中小机型若干台，大型及超大机型若干台，并在未来与海天金属共同开发 2 万吨冷室压铸机。我们认为双方的合作达成，能够帮助公司实现进一步降本。

图 18：公司与海天集团签约现场



数据来源：公司公告，海天金属微信公众号，西南证券整理

布局镁合金压铸，持续提升压铸件轻量化。2023 年 6 月，公司宣布与重庆大学国家镁中心、重庆博奥镁铝金属制造有限公司等单位合作，在公司 8800T 压铸系统上成功试制出镁合金超大型汽车压铸结构件，是目前已知尺寸最大的镁合金汽车压铸结构件。此次试制包含一体化车身铸件和电池箱盖两类新能源汽车结构件，两个结构件投影面积大于 2.2m²，相比铝合金铸件减重 32%，在轻量化方向展现出巨大的应用前景。超大型镁合金压铸件的成功试制，标志着美利信科技成为国内首家掌握此项生产技术的企业。

图 19：美利信与合作单位研发出镁合金超大型汽车结构件


数据来源：公司微信公众号，西南证券整理

3.2 领跑通信结构件领域，绑定全球龙头设备商

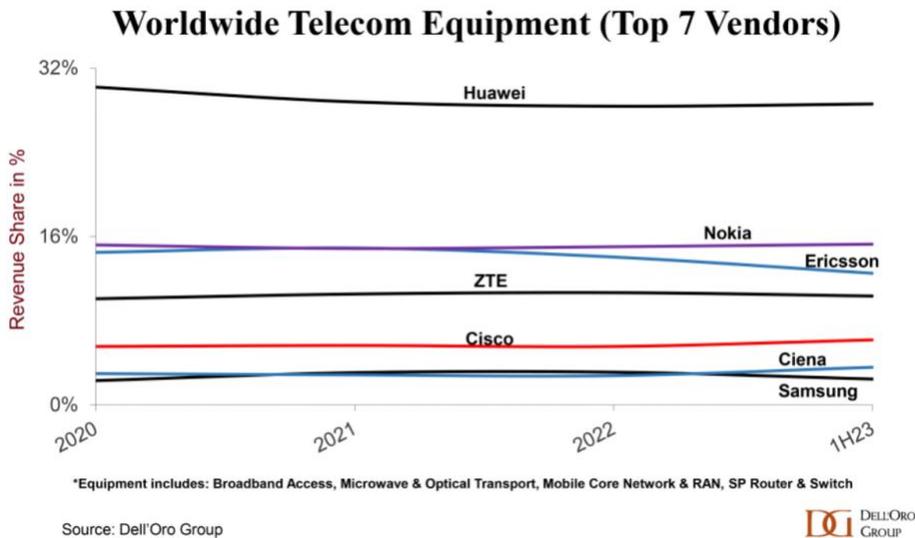
通信基站铝合金压铸件产品行业领先，散热铸件技术有先发优势。在通信领域，5G 通信基站的大型铝合金压铸件结构复杂且对精度要求较高，这类压铸件的一体化成型对模具设计、生产和压铸工艺都提出了高要求，为新进入该领域的厂商设立了较高的技术壁垒。公司是国内少数几家能够为客户提供 5G 通信基站大型结构件从模具设计、制造到压铸生产及精密机械加工、表面处理等全流程解决方案的企业之一。公司的通信基站铝合金压铸件产品在精密度、散热性和轻量化等方面表现出色，处于行业领先地位，并得到了全球头部客户的高度认可。凭借对通信行业的深刻理解，公司抓住了 5G 基站建设发展的历史机遇，在 5G 基站大型结构件模具设计、多样化散热工艺及产品开发、高导热新材料研发方面积累了丰富的经验，成为国内最早一批涉足 5G 基站铝合金压铸件研发、生产和销售的企业之一。公司自主研发的高导热材料相比原有材料提升了 45% 的导热性能，特别适用于基站散热结构件；同时，公司利用自主研发的高薄散热片压铸技术生产的散热翅片，高度可达 115mm，翅片顶厚度为 1.0mm，拔模斜度 0.5°（单边），在行业中处于领先水平，满足了 5G 基站结构件的轻量化和散热需求。

紧随全球通信巨头步伐，供应链地位稳固。公司凭借着定制化的匹配能力，与客户和行业的共同发展相结合，展示出强大的新材料研发、新工艺应用及新技术创新能力。在材料方面，公司自主研发的第一代和第二代高导热合金，其散热性能远超行业内其他竞品材料，并持续推动新一代材料的研发。为应对更高更薄的散热片翅片需求，公司不断优化压铸工艺和模具制造技术，并预研了包括激光焊接、钎焊、预制翅片冷嵌/热嵌等连接工艺。与此同时，公司在复合工艺领域也不断创新，如翅片冷媒灌装、流体力学在结构设计中的应用、半固态成型工艺助力翅片轻量化，以及翅片压铸成型后的再铣削工艺。通过不断创新，公司提升了自身的技术实力和生产保障能力，多年来始终获得爱立信的高度认可。2023 年，公司从数

万家供应商中脱颖而出，荣获爱立信年度全球唯一一家“最佳供应商”称号，这充分证明了公司在通信结构件领域的技术实力和在客户中的供应链地位。

通信主设备商是通信产业链关键环节，龙头设备商将持续抢占更多份额。通信产业链中壁垒最高的环节是主设备，主设备的投资额占到通信资本支出的 40%-50%。通信主设备商直接向全球运营商提供设备，目前全球通信主设备市场形成了五强垄断格局。截至 2023 年底，华为以 30% 的市场份额稳居全球第一，领跑电信设备市场；诺基亚占比 15%，爱立信占比 13%，中兴占比 11%，思科占比 6%，分列第二至第五位。尽管 2023 年全球电信设备收入同比下降 5%，主要由于北美市场的急剧下滑，但除去北美市场的影响，全球电信设备市场在 2023 年实际上是有所增长的。移动通信市场的高门槛使得行业领导企业的地位不可动摇，未来几年内这种竞争格局预计不会改变。随着 5G 网络建设的全面展开，得益于先发优势和规模成本优势，华为和爱立信等龙头企业有望在全球 5G 市场获得更大的市场份额，进而提高公司在通信领域的渗透率。

图 20：全球主设备商市场份额



数据来源：Dell'Oro Group，西南证券整理

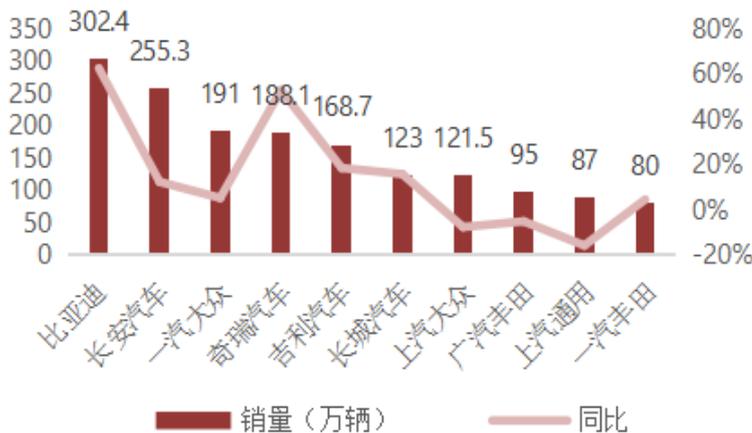
特斯拉原材料价格联动机制长期有效，比亚迪有望驱动公司高成长。自从 2016 年公司与特斯拉建立合作关系以来，特斯拉一直占据公司一定的营收份额，公司主要供应给特斯拉的产品是三电系统壳体配套，在原材料市场价格大幅波动的情况下，公司与特斯拉会持续执行原材料价格联动机制，该机制为公司营收稳定提供了一定的保障。公司 2020 年与比亚迪建立合作关系，目前主要是湖北襄阳的工厂给比亚迪供应电驱系统等产品。截至 2023 年比亚迪销量达 302.4 万辆，同比增长 61.9%。在新能源汽车市场竞争加剧，价格战不断的背景下，未来龙头汽车厂商有望进一步实现规模优势，扩大市占率，公司产品渗透率有望随之进一步提升。

3.3 汽车领域不断拓展优质厂商，铝合金铸件产品竞争力强

汽车轻量化成趋势，铝合金压铸件客户资源优质。公司紧跟汽车零部件轻量化的行业趋势，聚焦于新能源汽车和一体化压铸技术的应用，并积极开拓储能市场。公司的产品广泛应用于传统汽车和新能源汽车，客户覆盖日系、美系、欧系等传统优质汽车制造企业、新兴造车势力以及国内知名新能源动力电池制造商。根据 2023 年的产销量统计，公司服务的全球新能源汽车领域中两家规模大且成长性显著的核心客户，且公司还覆盖了包括蔚来、Rivian、智己、小鹏、一汽、神龙、沃尔沃、东风、长安、福特、奇瑞、伊顿、采埃孚、爱信、蒂森克虏伯、舍弗勒等一系列车企及一级零部件供应商。这些客户结构优良，业务量保持稳定，公司在汽车铝合金精密压铸件领域赢得了客户的认可，并建立了长期稳定的合作关系，具备较强的竞争力。此外，公司在 2023 年成功进入 SolarEdge、小米汽车、欣旺达、金康动力新能源以及全球领先商用车制造商斯堪尼亚等新客户的供应体系，进一步扩展并夯实了优质的客户资源池。

聚焦新能源汽车，产品覆盖广。自 2015 年进入北美新能源汽车头部客户体系以来，公司逐步进入了多个国内外知名新能源汽车新势力的供应链体系，产品覆盖新能源汽车的箱体类、横梁类、控制器散热片类和电驱壳体类等多个零部件。近年来，公司持续承接了多个国内外新能源主机厂的订单，并逐步搭建了涵盖电驱、电控、电池和大型车身结构件的四大新能源汽车产品开发平台。随着新能源汽车的蓬勃发展，各大主机厂及一级供应商纷纷采用搅拌摩擦焊技术来提升部件的散热性。为应对市场需求，公司积极投入资源，专门成立了技术小组进行搅拌摩擦焊技术的专项研发，已具备量产能力。与此同时，公司紧跟客户对激光焊、钎焊等连接方式的需求，成立了专业技术小组，集中开发可钎焊压铸技术及散热模组技术，相关产品已顺利完成试制并通过了客户的功能验证。

图 21：2023 年 TOP10 厂商累计销量及同比



数据来源：乘联会，西南证券整理

图 22：新能源汽车部分客户



数据来源：公司公告，西南证券整理

3.4 国内生产基地多地布局，国外进军墨西哥

生产基地多地布局，加快响应速度。通信行业和新能源汽车行业产品更新迭代较快，尤其是在新一代通信技术商用化起步阶段，通信基站结构件产品更新速度明显加快。公司顺应客户需求，充分利用高效的研发、运营体系，能够及时满足客户产品开发、量产和交付的要求，保证了服务响应的及时性。我国压铸行业目前形成了珠三角、长三角和西三角（川陕渝）三大产业集群地，公司在重庆、襄阳和东莞均建立了生产基地，能够在客户产品开发进度紧急的情况下，充分协调三地资源，保质保量按时向客户交付产品。公司为更好的布局华东市场，2023 年上半年在安徽马鞍山成立全资子公司安徽美利信智能科技有限公司，未来公司将进一步提升响应速度，满足客户需求。

目前“新能源汽车系统、5G 通信零配件及模具生产线建设项目”、“新能源汽车零配件扩产项目”的投资建设已完成主体工程建设，部分生产线已调试运营，募投项目建成后将进一步提升公司现有产能。

表 13：募投项目情况（截至 2023 年）

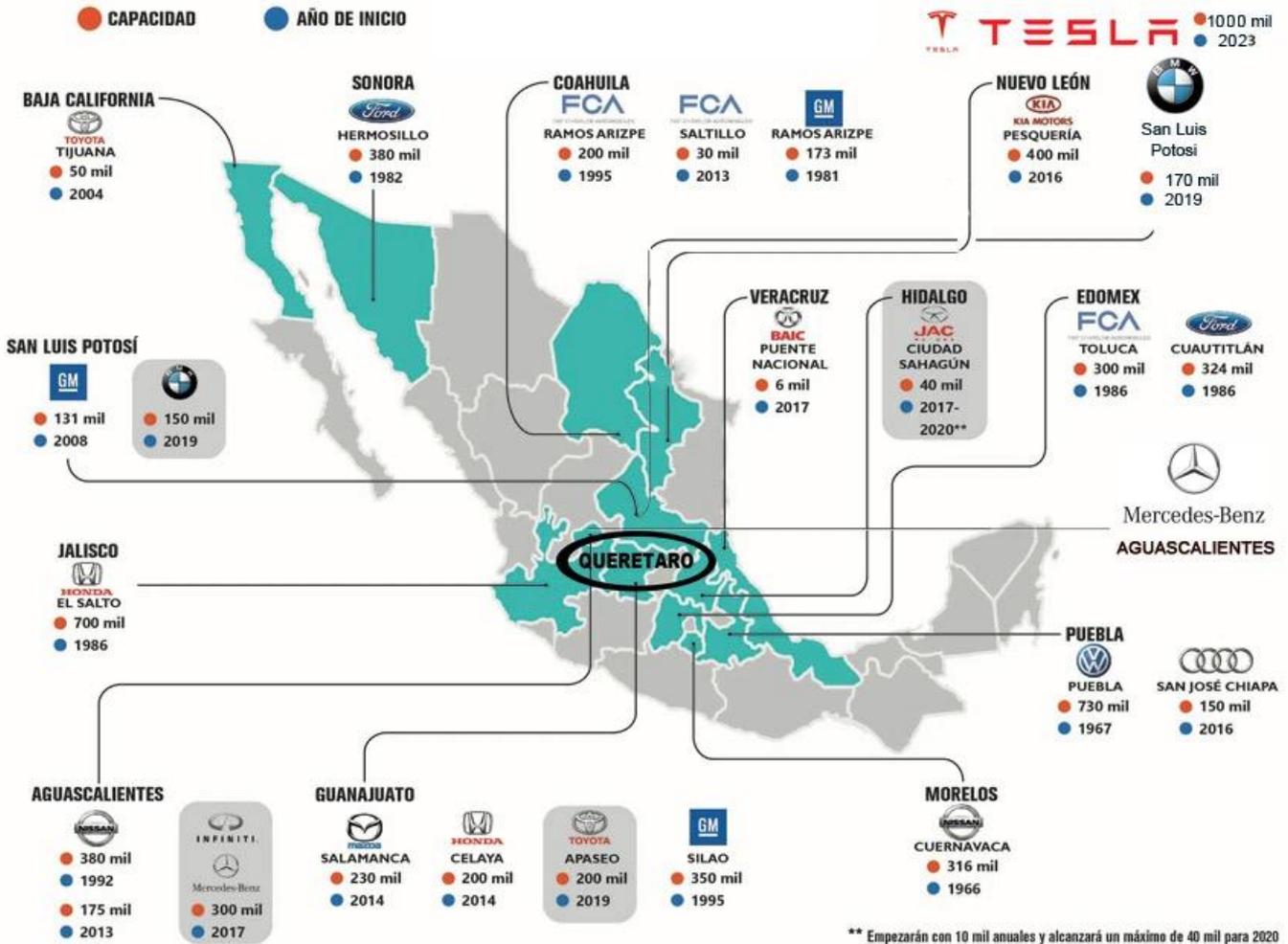
| 项目名称 | 投资方式 | 项目进度 |
|----------------------------|------|--------|
| 重庆美利信研发中心建设项目 | 自建 | 69.70% |
| 新能源汽车系统、5G 通信零配件及模具生产线建设项目 | 自建 | 74.96% |
| 新能源汽车零配件扩产项目 | 自建 | 70.45% |

数据来源：公司公告，西南证券整理

中国出口墨西哥汽车数量逐年提升，中游供应商纷纷出海墨西哥。近年来，中国汽车在墨西哥的知名度和销量逐年提高。根据海关总署数据显示，2022 年中国对墨西哥汽车的出口量翻了一番，在墨西哥的主要汽车供应国中从第四位跃升到第一位，超过美国、巴西和日本。目前，约 1/4 进口到墨西哥的汽车来自中国，墨西哥也已成为中国在拉美地区整车出口最大市场。除了整车厂家，中国汽车产业链上的供应商们同样对墨西哥市场充满热情。如生产汽车电子的均胜电子于 2010 年就在墨西哥建设工厂，供应通用等客户；生产铝合金铸件的嵘泰股份在 2017 年于墨西哥建设工厂。2022 年 7 月，宁德时代传出消息，计划在墨西哥投资 50 亿美元建厂，为特斯拉和福特供应电池。此外，旭升集团、金力永磁、三花智控、东山精密、拓普集团等 20 多家厂家也都在墨西哥有产业上的布局，或者有意向去建厂。随着中国整车厂及其他零部件厂商纷纷前往墨西哥，中国汽车产业链有望在墨西哥协同发展，形成产业集群优势。

美利信进军墨西哥，开拓国际市场。公司持续加快全球化布局，拟在海外新建生产基地，更好的服务海外客户，推动公司未来对国际市场的更大拓展，从而增强核心竞争力，提升公司在海外市场的影响力。2023年6月7日，公司发布公告，拟设立美利信北美（墨西哥）公司，投资金额不超过1600万美元，由美利信北美（墨西哥）公司在北美特拉华州设立全资子公司美利信美国公司。境外子公司的设立标志着公司全球化战略提速，有利于公司后续通信与汽车领域海外客户的持续开拓与产能扩张。

图 23：墨西哥的车企布局



+ Tier 1, Tier 2, OEM etc

数据来源：海关总署，西南证券整理

图 24：部分中国供应商在墨西哥的建厂规划

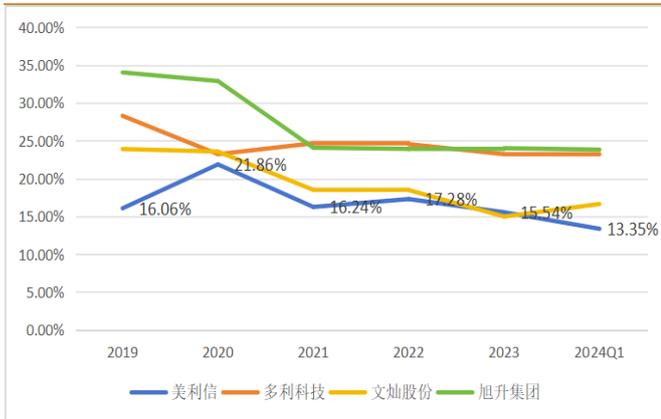


数据来源：Metal Spain，西南证券整理

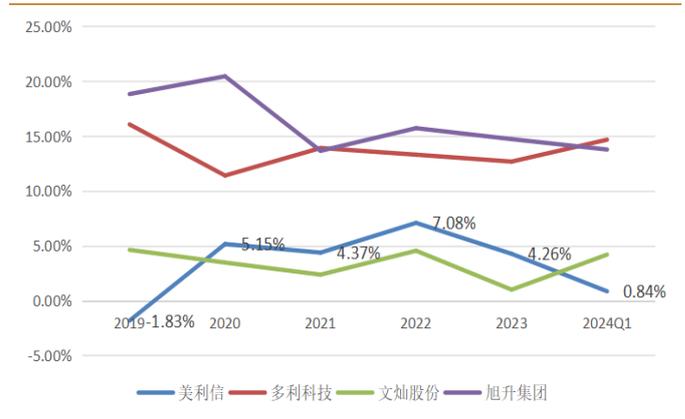
4 财务分析

4.1 业务结构调整导致盈利能力短期承压

公司由之前的通信业务营收占比较大逐步转型到汽车业务占比较大，业务占比的切换过程中通信板块的产能利用率下降，汽车板块上量起步阶段，投入较大，一体化压铸产线投产，产能属于爬坡阶段，良率逐渐提升，导致毛利和净利短期承压。最新 2024Q1 公司毛利率/净利率为 13.35%/0.84%，同比-5.21pp/-5.92pp。公司 2020 年毛利率同比增长 5.8pp，一方面受益于通信类结构件方面公司 5G 基站机体订单大幅增长，毛利率高于 20% 的新品收入占比超过一半，另一方面受益于一汽股份毛利率及收入占比提升、负毛利产品收入占比下降，2020 年汽车类零部件毛利率提升。2021 年公司主营业务毛利率下降主要系原材料铝合金锭价格上涨所致。与同类可比公司相比，公司毛利率和净利率相对比较稳定，且整体呈现上升趋势。

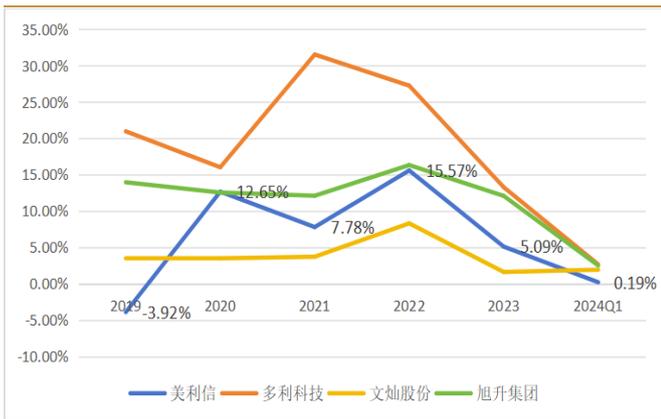
图 25：公司与可比公司毛利率走势


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

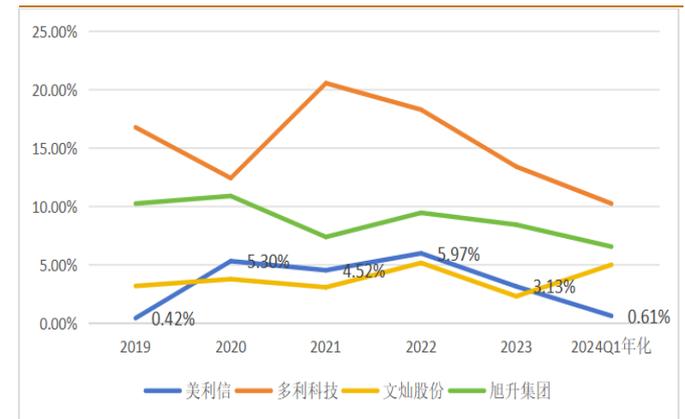
图 26：公司与可比公司净利率走势


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

2019-2022 年期间，公司的盈利能力稳中向好，尽管在 2023 年有所波动，但整体趋势显示出公司在不断努力提升其财务表现。最新 2024Q1 公司 ROE/ROA-年化分别为 0.19%/0.61%，与可比公司对比来看，20-24Q1 公司 ROE 与 ROA 处于中下水平。

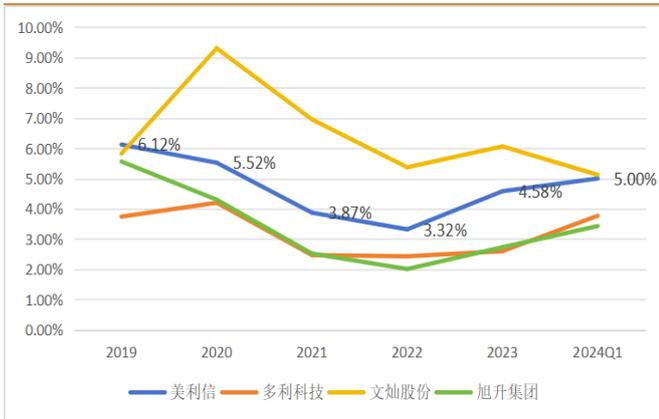
图 27：公司与可比公司 ROE 走势


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

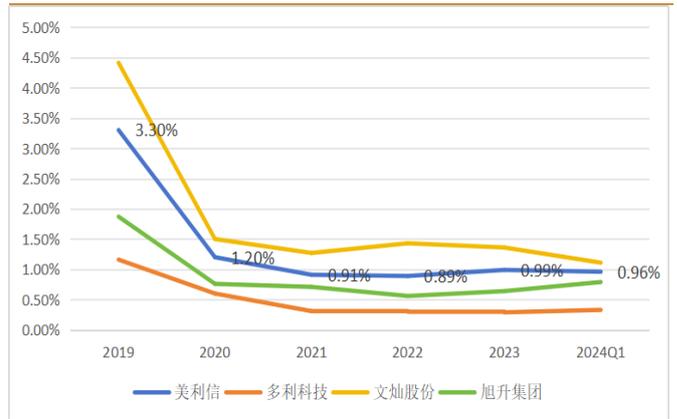
图 28：公司与可比公司 ROA 走势


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

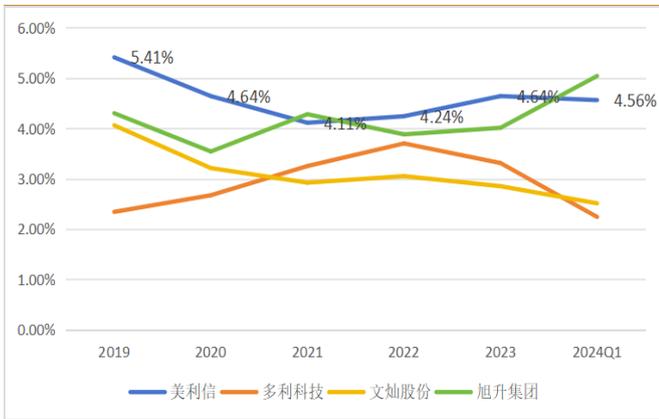
费用率方面，最新 2024Q1 公司管理费用率/销售费用率/研发费用率/财务费用率分别为 5.00%/0.96%/4.56%/0.76%，管理费用率/销售费用率分别同比增加 1.55pp/0.29pp，研发费用率同比不变，财务费用率同比减少 0.79pp。与可比公司相比，公司管理和销售费用率处于或略高于平均水平，财务费用率在 21 年迎来骤降后也保持在行业中等水平；而公司的研发费用率则整体处于行业较高水平，2021 年研发费用率降低是因为 2020 年华为、一汽股份等客户产品进入大批量产阶段，加之比亚迪、爱信精机产品的量产，公司收入规模不断扩大，从而研发费用占营业收入比例有所降低。

图 29：公司与可比公司管理费用率走势


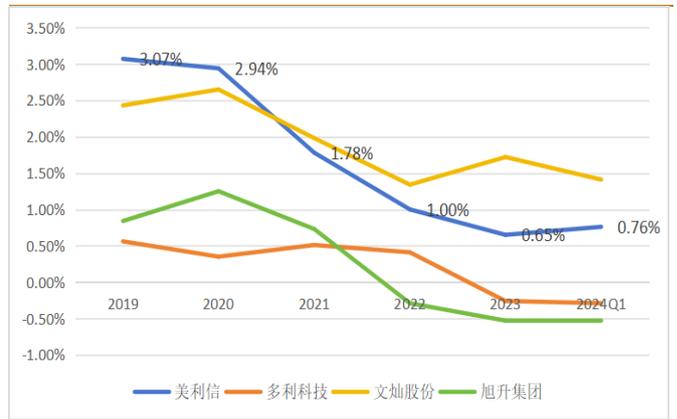
数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

图 30：公司与可比公司销售费用率走势


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

图 31：公司与可比公司研发费用率走势


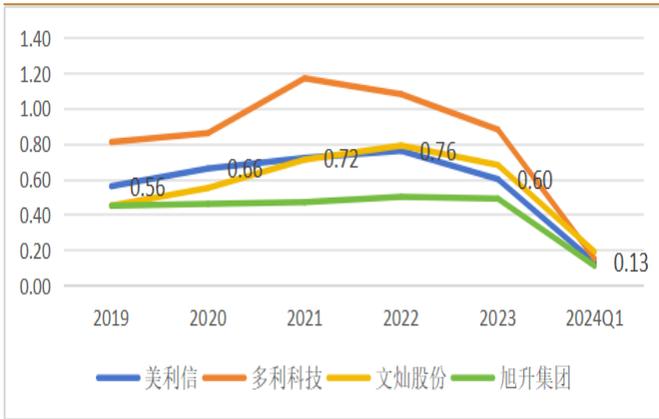
数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

图 32：公司与可比公司财务费用率走势


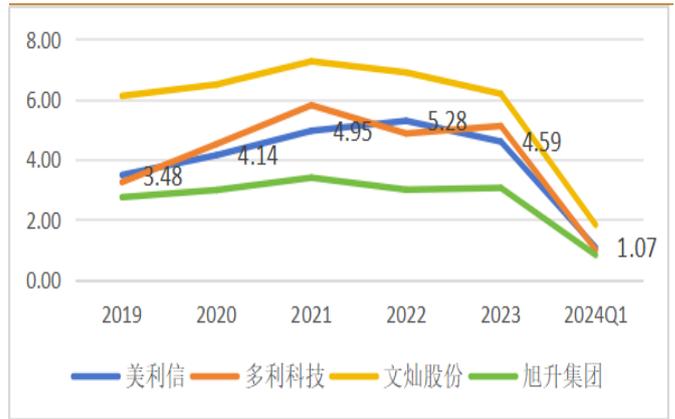
数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

4.2 偿债能力、总资产周转率有所改善

2019-2022 年，公司总资产周转率和存货周转率稳步提升，23 年小幅下降。最新 2024Q1 公司总资产周转率/存货周转率分别为 0.13/1.07 次，得益于汽车领域终端市场的良好表现，存货周转率处于可比公司上游水平。分析来看，2019 年公司存货周转率低于同行业可比公司，主要系公司对爱立信、华为等重点客户备货较高所致；2020 年，随着公司与新客户华为进一步磨合，再加上公司部分客户由中间仓销售模式调整为 DAP 等直接销售方式，存货周转率逐步上升。

图 33：公司总资产周转率处于行业正常水平


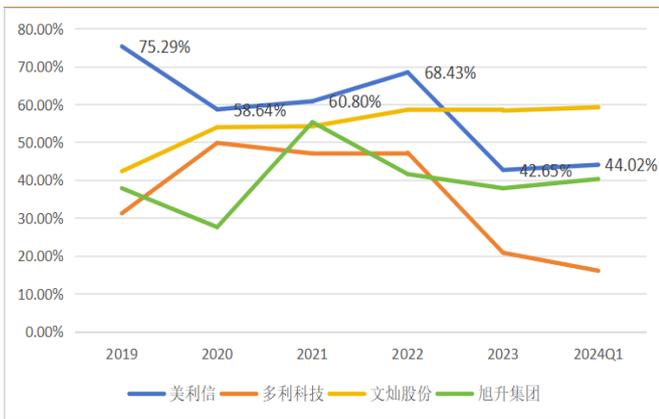
数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

图 34：公司存货周转率处于行业正常水平


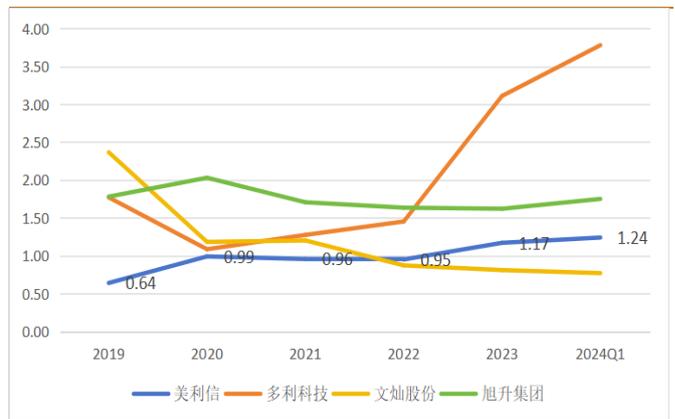
数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

偿债能力方面，自 2018 年以来，公司资产负债率整体呈下降趋势，最新 24Q1 公司资产负债率为 44.02%；公司流动比率整体呈上升趋势，最新 24Q1 公司流动比率为 1.24。公司偿债能力不断增强的主要原因是公司盈利能力增强、客户回款良好和股东投入增加，自有资金实力得到提高。但与可比公司相比，公司偿债能力各项指标不及同行平均水平，主要系公司日常经营及投资扩产等行为占用营运资金较多，公司主要采用银行借款的方式满足公司资金需求，通过股权融资、加强客户回款管理等方式不断优化公司整体偿债指标。

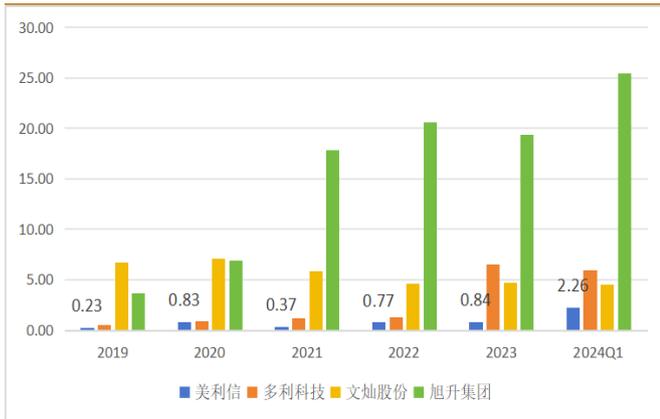
最新 24Q1 公司货币资金为 2.26 亿元，同比增加 259%；经营性现金流净额为 1.85 亿元，同比增加 3.93%。分析来看，公司货币资金大幅度增长主要系 2023 年 H1 收到募集资金所致。整体看，公司的财务指标均较为健康，为未来业务的正常开展提供了有效保证。

图 35：可比公司资产负债率走势


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

图 36：可比公司流动比率走势


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

图 37: 可比公司现金及现金等价物比较 (亿元)


数据来源: 同花顺 iFinD, 西南证券整理

图 38: 可比公司经营性现金流净额比较 (亿元)


数据来源: 同花顺 iFinD, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设:

1) 公司在 4G/5G 客户端主要是全球头部企业爱立信和华为, 受其海外业务影响, 基站建设增速相较于全球平均增速出现明显放缓。特别是在 2024 年, 可能会出现负增长。假设 24-26 年 5G、4G 基站建设个数的增速分别为 -5%/2%/5%、-5%/0%/2%, 5G 和 4G 基站单价每年降价 5%、5%、3%; 公司通过加强内部管理以及技术降本, 假设 24-26 年通信类结构件毛利率分别为 14%/14%/14%。

2) 目前新能源汽车板块主要客户 BYD 和特斯拉, 营收占比占汽车板块 40%左右。公司受益于产线利用率提升、比亚迪高端车型放量以及特斯拉在全球的销量稳步提升, 假设 24-26 年公司出货量占比亚迪总量逐步提升至 27%/33%/29%。

3) 假设 3: 受益于比亚迪特斯拉等供应量加大, 产能利用率提升以及一体化压铸量产, 假设 24-26 年汽车板块毛利率为 13%/15%/15%。

表 14: 公司盈利预测

| | | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------|----------|--------|--------|--------|--------|
| 通信类结构件 | 收入 (百万元) | 1421.9 | 1358.0 | 1399.6 | 1508.5 |
| | 增速 | 16.7% | -4.5% | 3.1% | 7.8% |
| | 毛利率 | 17.2% | 14.0% | 14.0% | 14.0% |
| 汽车类零部件 | 收入 (百万元) | 1617.1 | 2107.5 | 2592.1 | 3186.5 |
| | 增速 | 59.7% | 30.3% | 30.4% | 23.0% |
| | 毛利率 | 12.1% | 13.0% | 15.0% | 15.0% |
| 其他 | 收入 (百万元) | 150.1 | 180.0 | 216.0 | 280.8 |
| | 增速 | 199.2% | 19.9% | 20.0% | 30.0% |
| | 毛利率 | 87.1% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |

| | | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----|----------|--------|--------|--------|--------|
| 合计 | 收入 (百万元) | 3189.1 | 3645.5 | 4207.6 | 4975.8 |
| | 增速 | 0.6% | 14.3% | 15.4% | 18.3% |
| | 毛利率 | 15.5% | 13.7% | 14.3% | 15.0% |

数据来源: Wind, 西南证券

5.2 相对估值

公司主营业务包含汽车和通信压铸业务, 故选取多利科技、文灿股份、旭升集团为可比公司, 这 3 家公司 2025 年平均 PE 为 9.4 倍。考虑到公司新能源汽车优质客户、一体化压铸相关业务以及华为产业链处于高速成长期, 打开成长空间, 给予公司 2025 年 20 倍 PE; 从 PEG 角度考虑, 公司 2024-2026 年归母净利润复合增速约为 25.5%, 对应 PEG 小于 1, 可比公司 PEG 分别为 0.96、-1.72、6.70, 处于相对合理范围。首次覆盖给予“买入”评级, 目标价 21.6 元。

表 15: 可比公司估值 (截至 2024.08.13 收盘)

| 证券代码 | 可比公司 | 市值 (亿元) | 股价 (元) | EPS (元) | | | | PE (倍) | | | |
|-----------|------|------------|-----------|---------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | | | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 001311.SZ | 多利科技 | 53.86 | 22.55 | 2.70 | 2.58 | 3.14 | 3.66 | 8.35 | 8.72 | 7.19 | 6.17 |
| 603348.SH | 文灿股份 | 68.44 | 22.20 | 0.19 | 1.21 | 1.80 | 2.25 | 116.84 | 18.42 | 12.36 | 9.86 |
| 603305.SH | 旭升集团 | 87.63 | 9.39 | 0.77 | 0.87 | 1.09 | 1.34 | 12.19 | 10.77 | 8.60 | 6.98 |
| 平均值 | | | | | | | | 45.79 | 12.64 | 9.38 | 7.67 |
| 301307.SZ | 美利信 | 37.66 | 17.88 | 0.65 | 0.55 | 1.08 | 1.27 | 28 | 33 | 17 | 14 |

数据来源: 同花顺 iFinD, 西南证券整理

6 风险提示

1) 大客户增长不及预期风险。华为、爱立信、比亚迪和特斯拉是公司前几大客户, 收入占比超 60%, 若客户销量不及预期, 将很大程度地影响公司的收入和利润。

2) 5G 业务进展不及预期风险。5G 业务作为公司通信业务的增长点, 如果基站建设进度不如预期, 将影响公司的收入和利润。

3) 一体化压铸业务进展不及预期风险。一体化压铸是公司的重要看点, 若该业务进展不及预期, 将影响市场对公司未来增长的预期。

4) 汽车行业需求不及预期风险。公司下游是汽车行业, 若汽车行业续期不及预期, 将影响公司的收入和利润。

5) 一体化压铸渗透率增长不及预期风险。公司一体化压铸业务增长, 是基于整体行业一体化压铸渗透率的快速提升, 如渗透率提升不及预期, 可能会影响公司业务增长。

6) 公司 4G 和 5G 部分客户主要是在海外以及汽车板块也在海外建厂和开发海外客户, 若海外需求减弱或者客户开发不及预期, 可能会影响公司业务增长。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 3189.15 | 3645.53 | 4207.62 | 4975.77 | 净利润 | 135.84 | 115.82 | 227.42 | 268.65 |
| 营业成本 | 2693.43 | 3145.43 | 3579.67 | 4230.45 | 折旧与摊销 | 323.19 | 190.60 | 199.57 | 201.70 |
| 营业税金及附加 | 13.83 | 15.68 | 16.83 | 19.90 | 财务费用 | 20.87 | 57.95 | 50.41 | 47.34 |
| 销售费用 | 31.43 | 36.09 | 33.66 | 39.81 | 资产减值损失 | -39.84 | -39.84 | -50.00 | -50.00 |
| 管理费用 | 146.17 | 336.12 | 378.69 | 447.82 | 经营营运资本变动 | -206.56 | 38.87 | 10.12 | -48.42 |
| 财务费用 | 20.87 | 57.95 | 50.41 | 47.34 | 其他 | 399.73 | 34.48 | 57.79 | 57.46 |
| 资产减值损失 | -39.84 | -39.84 | -50.00 | -50.00 | 经营活动现金流净额 | 633.23 | 397.88 | 495.32 | 476.74 |
| 投资收益 | -9.48 | -9.48 | -1.00 | -1.00 | 资本支出 | -759.44 | -50.00 | -50.00 | -50.00 |
| 公允价值变动损益 | -0.37 | -0.19 | -0.22 | -0.23 | 其他 | -601.87 | -9.67 | -1.22 | -1.23 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -1361.31 | -59.67 | -51.22 | -51.23 |
| 营业利润 | 142.78 | 84.43 | 197.14 | 239.21 | 短期借款 | -243.13 | 27.30 | -286.20 | -74.31 |
| 其他非经营损益 | -5.39 | 28.92 | 24.80 | 24.76 | 长期借款 | -450.83 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 137.39 | 113.35 | 221.94 | 263.98 | 股权融资 | 1577.16 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 1.55 | -2.47 | -5.48 | -4.68 | 支付股利 | 0.00 | -27.17 | -23.17 | -45.42 |
| 净利润 | 135.84 | 115.82 | 227.42 | 268.65 | 其他 | -140.57 | -220.50 | -50.41 | -47.34 |
| 少数股东损益 | -0.04 | -0.04 | 0.30 | 0.30 | 筹资活动现金流净额 | 742.64 | -220.37 | -359.79 | -167.08 |
| 归属母公司股东净利润 | 135.87 | 115.86 | 227.12 | 268.35 | 现金流量净额 | 6.73 | 117.85 | 84.31 | 258.43 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 财务分析指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 货币资金 | 428.98 | 546.83 | 631.14 | 889.58 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 907.61 | 1134.86 | 1274.87 | 1505.67 | 销售收入增长率 | 0.60% | 14.31% | 15.42% | 18.26% |
| 存货 | 592.24 | 695.31 | 797.53 | 947.94 | 营业利润增长率 | -31.07% | -40.86% | 133.49% | 21.34% |
| 其他流动资产 | 361.69 | 314.74 | 317.92 | 322.31 | 净利润增长率 | -39.44% | -14.74% | 96.36% | 18.13% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA 增长率 | 2.18% | -31.60% | 34.28% | 9.20% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 2850.17 | 2735.76 | 2612.37 | 2486.85 | 毛利率 | 15.54% | 13.72% | 14.92% | 14.98% |
| 无形资产和开发支出 | 163.78 | 154.71 | 145.63 | 136.56 | 三费率 | 6.22% | 11.80% | 11.00% | 10.75% |
| 其他非流动资产 | 392.99 | 375.88 | 358.77 | 341.65 | 净利率 | 4.26% | 3.18% | 5.41% | 5.40% |
| 资产总计 | 5697.47 | 5958.08 | 6138.23 | 6630.57 | ROE | 4.16% | 3.45% | 6.39% | 7.10% |
| 短期借款 | 333.21 | 360.51 | 74.31 | 0.00 | ROA | 2.38% | 1.94% | 3.71% | 4.05% |
| 应付和预收款项 | 1445.97 | 1760.23 | 2020.79 | 2361.90 | ROIC | 5.34% | 4.17% | 7.42% | 8.59% |
| 长期借款 | 234.57 | 234.57 | 234.57 | 234.57 | EBITDA/销售收入 | 15.27% | 9.13% | 10.63% | 9.81% |
| 其他负债 | 416.48 | 246.89 | 248.43 | 250.74 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 2430.23 | 2602.20 | 2578.09 | 2847.20 | 总资产周转率 | 0.60 | 0.63 | 0.70 | 0.78 |
| 股本 | 210.60 | 210.60 | 210.60 | 210.60 | 固定资产周转率 | 1.51 | 1.39 | 1.57 | 1.95 |
| 资本公积 | 2583.93 | 2583.93 | 2583.93 | 2583.93 | 应收账款周转率 | 3.45 | 3.72 | 3.64 | 3.72 |
| 留存收益 | 468.41 | 557.10 | 761.05 | 983.98 | 存货周转率 | 4.40 | 4.63 | 4.63 | 4.69 |
| 归属母公司股东权益 | 3262.95 | 3351.63 | 3555.58 | 3778.51 | | | | | |
| 少数股东权益 | 4.30 | 4.26 | 4.56 | 4.86 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 3267.24 | 3355.89 | 3560.14 | 3783.37 | 资产负债率 | 42.65% | 43.68% | 42.00% | 42.94% |
| 负债和股东权益合计 | 5697.47 | 5958.08 | 6138.23 | 6630.57 | 带息债务/总负债 | 23.36% | 22.87% | 11.98% | 8.24% |
| | | | | | 流动比率 | 1.17 | 1.26 | 1.43 | 1.54 |
| | | | | | 速动比率 | 0.87 | 0.94 | 1.06 | 1.14 |
| | | | | | 股利支付率 | 0.00% | 23.45% | 10.20% | 16.93% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.65 | 0.55 | 1.08 | 1.27 |
| | | | | | 每股净资产 | 15.49 | 15.91 | 16.88 | 17.94 |
| | | | | | 每股经营现金 | 3.01 | 1.89 | 2.35 | 2.26 |
| | | | | | 每股股利 | 0.00 | 0.13 | 0.11 | 0.22 |
| 业绩和估值指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | | | | |
| EBITDA | 486.84 | 332.99 | 447.13 | 488.26 | | | | | |
| PE | 27.71 | 32.50 | 16.58 | 14.03 | | | | | |
| PB | 1.15 | 1.12 | 1.06 | 1.00 | | | | | |
| PS | 1.18 | 1.03 | 0.89 | 0.76 | | | | | |
| EV/EBITDA | 7.29 | 9.90 | 6.54 | 5.31 | | | | | |
| 股息率 | 0.00% | 0.72% | 0.62% | 1.21% | | | | | |

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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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 |
|----|-----|------------|--------------|-------------|----------------------|
| | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售副总监 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 谭世泽 | 高级销售经理 | 13122900886 | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 高级销售经理 | 18801732511 | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn |
| | 卞黎旻 | 高级销售经理 | 13262983309 | 13262983309 | bly@swsc.com.cn |
| | 田婧雯 | 高级销售经理 | 18817337408 | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn |
| 上海 | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zymf@swsc.com.cn |
| | 魏晓阳 | 销售经理 | 15026480118 | 15026480118 | wxyang@swsc.com.cn |
| | 欧若诗 | 销售经理 | 18223769969 | 18223769969 | ors@swsc.com.cn |
| | 李嘉隆 | 销售经理 | 15800507223 | 15800507223 | ljliong@swsc.com.cn |
| | 龚怡芸 | 销售经理 | 13524211935 | 13524211935 | gongyy@swsc.com.cn |
| | 孙启迪 | 销售经理 | 19946297109 | 19946297109 | sqdi@swsc.com.cn |
| | 蒋宇洁 | 销售经理 | 15905851569 | 15905851569 | jjj@swsc.com.c |
| | 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 |
| 北京 | 杨薇 | 资深销售经理 | 15652285702 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 姚航 | 高级销售经理 | 15652026677 | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn |
| | 张鑫 | 高级销售经理 | 15981953220 | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn |

| | | | | | |
|----|-----|-----------|-------------|-------------|----------------------|
| | 王一菲 | 高级销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 高级销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com |
| | 路漫天 | 销售经理 | 18610741553 | 18610741553 | lmtf@swsc.com.cn |
| | 马冰竹 | 销售经理 | 13126590325 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn |
| | 郑龔 | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 广深销售联席负责人 | 17628609919 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 高级销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| 广深 | 丁凡 | 销售经理 | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| | 陈紫琳 | 销售经理 | 13266723634 | 13266723634 | chzlyf@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn |
| | 林哲睿 | 销售经理 | 15602268757 | 15602268757 | lzf@swsc.com.cn |
