

旭升股份 (603305)

证券研究报告

2021年03月23日

受益新老客户放量，20年业绩高增长

事件：公司公布2020年报：实现营业收入16.3亿元，同比增长48.3%；实现归母净利润3.3亿元，同比增长61.1%。

点评：

受益于新老客户放量，20年业绩高增长。2020年，特斯拉全球产量51.0万辆，同比增长39.6%，其中国产Model 3产量14.6万辆；公司对特斯拉实现销售收入7.1亿元，同比增长23.8%，营收占比43.5%。同时，公司来自非特斯拉客户收入约9.2亿元，同比增长75.0%。受原材料价格上升等因素影响，2020年公司毛利率同比下降1.1个百分点至32.9%。三费方面，2020年公司销售费用率同比下降1.1个百分点至0.8%，管理费用率同比下降2.0个百分点至7.8%，财务费用率同比上升0.4个百分点至1.3%。

其中，20Q4特斯拉产量18.0万辆，同比增长71.4%，环比增长23.9%。公司20Q4实现：1) 营收5.2亿元，同比提升63.2%，环比提升18.6%；2) 毛利率28.3%，同比下降6.5个百分点，环比下降6.5个百分点；3) 归母净利润1.0亿元，同比提升44.5%，环比提升13.3%。

2021年特斯拉新车&新产能爬坡提速，公司业绩高增长有望延续。随国产Model Y上市热销及上海超级工厂二期产能爬坡，我们预计特斯拉2021年产量有望达到90万辆，同比增长76.5%，将为公司带来较大的业绩弹性。其中21年Model 3国产20万辆、海外产25万辆；Model Y国产18万辆、海外产20万辆；Model S/X产量合计7万辆。

加速新客户、产品拓展，打开中长期增长空间。2020年，公司非特斯拉客户持续放量，客户结构进一步优化。其中对采埃孚销售额1.4亿元，同比增长175.9%，占营收比例上升至8.6%，随着2021年采埃孚多个定点产品陆续量产，预计后续将进一步放量；对北极星实现销售额1.1亿元，同比增长48.2%，营收占比上升至7.0%，销售势头良好。此外，公司对长城汽车、宁德时代、马瑞利、赛科利等客户销售额均实现同比大幅增长。

投资建议：Model Y及Model 3均为“从0到1”的明星产品，加之公司新客户的快速开拓，业绩有望在未来几年维持高增长。我们将公司2021年至2022年的归母净利润由4.7亿元、6.2亿元上调至4.8亿元、6.5亿元；对应EPS为1.08、1.46元/股；维持“增持”评级。

风险提示：特斯拉产销不及预期、新客户及新业务拓展不及预期、疫情持续扩散等。

| 财务数据和估值 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 1,097.20 | 1,627.50 | 2,532.99 | 3,242.84 | 3,998.84 |
| 增长率(%) | 0.15 | 48.33 | 55.64 | 28.02 | 23.31 |
| EBITDA(百万元) | 381.27 | 567.40 | 679.54 | 921.25 | 1,048.26 |
| 净利润(百万元) | 206.59 | 332.82 | 480.79 | 652.32 | 731.85 |
| 增长率(%) | (29.66) | 61.10 | 44.46 | 35.68 | 12.19 |
| EPS(元/股) | 0.46 | 0.74 | 1.08 | 1.46 | 1.64 |
| 市盈率(P/E) | 72.08 | 44.74 | 30.97 | 22.83 | 20.35 |
| 市净率(P/B) | 9.59 | 4.48 | 4.10 | 3.64 | 3.24 |
| 市销率(P/S) | 13.57 | 9.15 | 5.88 | 4.59 | 3.72 |
| EV/EBITDA | 35.69 | 22.13 | 20.22 | 14.24 | 12.28 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|-------|----------|
| 行业 | 汽车/汽车零部件 |
| 6个月评级 | 增持(维持评级) |
| 当前价格 | 33.31元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股) | 447.04 |
| 流通A股股本(百万股) | 447.04 |
| A股总市值(百万元) | 14,890.85 |
| 流通A股市值(百万元) | 14,890.85 |
| 每股净资产(元) | 7.43 |
| 资产负债率(%) | 27.55 |
| 一年内最高/最低(元) | 50.90/30.58 |

作者

文康 分析师
SAC执业证书编号：S1110519040002
wenkang@tfzq.com

陆嘉敏 分析师
SAC执业证书编号：S1110520080001
lujiamin@tfzq.com

股价走势

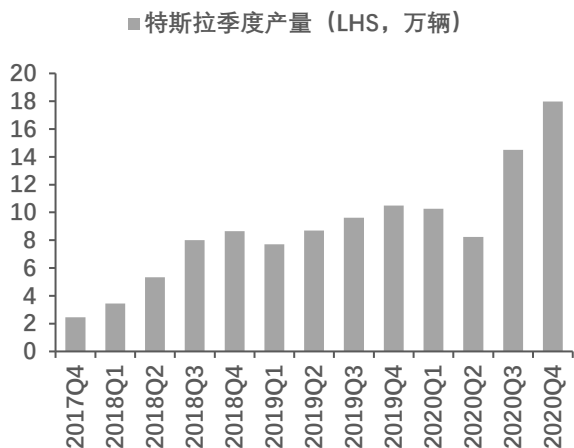


资料来源：贝格数据

相关报告

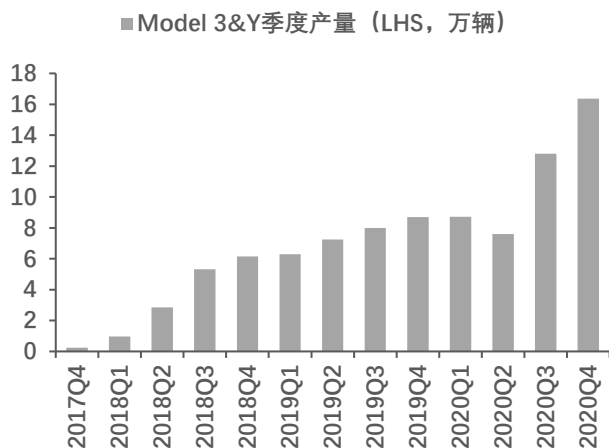
- 《旭升股份-半年报点评:Q2业绩大超预期 高增长有望延续》2020-08-04
- 《旭升股份-年报点评报告:19年业绩符合预期 20年有望实现高增长》2020-04-08
- 《旭升股份-季报点评:业绩持续改善 盈利能力恢复》2019-10-23

图 1：2017Q4-2020Q4 特斯拉季度产量



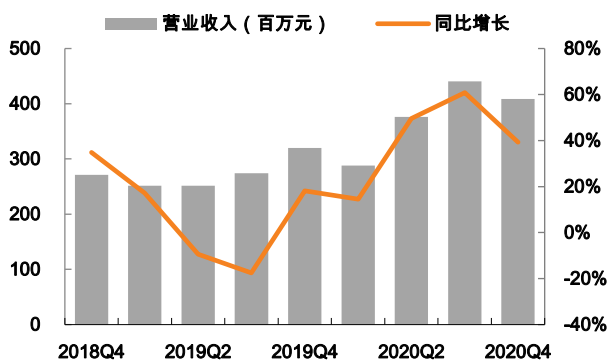
资料来源：特斯拉官网、天风证券研究所

图 2：2017Q4-2020Q4 特斯拉 Model 3&Y 季度产量



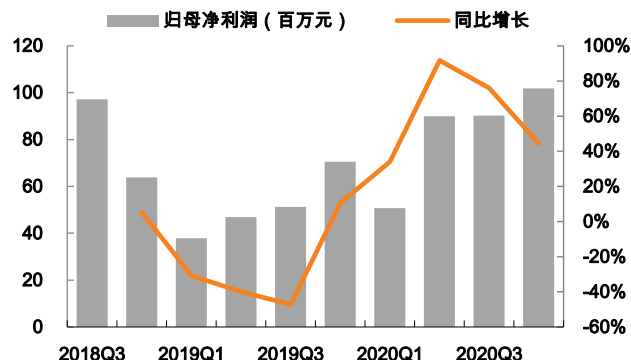
资料来源：特斯拉官网、天风证券研究所

图 3：2018Q4-2020Q4 公司营业收入&增速



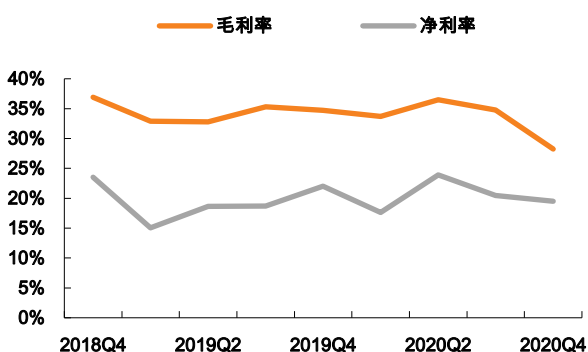
资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

图 4：2018Q4-2020Q4 公司归母净利润&增速



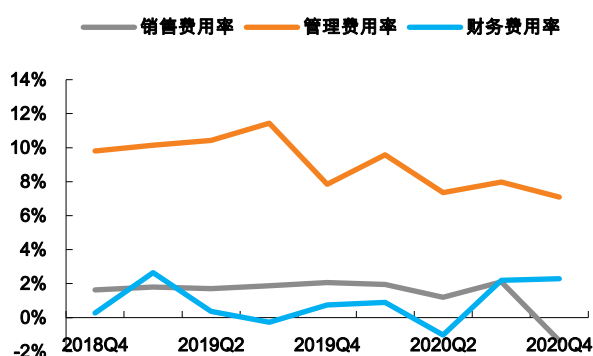
资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

图 5：2018Q4-2020Q4 公司毛利率变化



资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

图 6：2018Q4-2020Q4 公司三费率变化



资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 368.41 | 688.26 | 1,230.39 | 1,742.42 | 1,879.56 |
| 应收票据及应收账款 | 183.38 | 421.77 | 563.28 | 661.80 | 848.88 |
| 预付账款 | 8.15 | 11.96 | 18.73 | 23.07 | 27.75 |
| 存货 | 297.60 | 434.47 | 670.06 | 812.88 | 986.54 |
| 其他 | 25.44 | 832.05 | 840.10 | 847.17 | 861.61 |
| 流动资产合计 | 882.98 | 2,388.51 | 3,322.56 | 4,087.34 | 4,604.34 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 746.20 | 988.30 | 1,292.63 | 1,590.57 | 1,799.03 |
| 在建工程 | 635.47 | 870.19 | 749.13 | 608.39 | 495.87 |
| 无形资产 | 213.11 | 268.34 | 258.33 | 248.31 | 238.30 |
| 其他 | 19.17 | 76.71 | 40.08 | 45.08 | 53.86 |
| 非流动资产合计 | 1,613.95 | 2,203.54 | 2,340.16 | 2,492.35 | 2,587.06 |
| 资产总计 | 2,496.93 | 4,592.05 | 5,662.72 | 6,579.69 | 7,191.41 |
| 短期借款 | 0.00 | 100.09 | 200.00 | 150.00 | 100.00 |
| 应付票据及应付账款 | 380.04 | 895.77 | 889.16 | 1,485.13 | 1,535.06 |
| 其他 | 115.60 | 181.47 | 209.35 | 152.04 | 307.01 |
| 流动负债合计 | 495.64 | 1,177.32 | 1,298.51 | 1,787.17 | 1,942.08 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 420.00 | 420.00 | 420.00 |
| 应付债券 | 394.43 | 0.00 | 257.03 | 217.15 | 158.06 |
| 其他 | 54.18 | 87.75 | 53.58 | 65.17 | 68.83 |
| 非流动负债合计 | 448.60 | 87.75 | 730.61 | 702.32 | 646.89 |
| 负债合计 | 944.25 | 1,265.07 | 2,029.11 | 2,489.49 | 2,588.97 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 4.16 | 4.14 | 4.10 | 4.04 |
| 股本 | 400.60 | 447.04 | 447.04 | 447.04 | 447.04 |
| 资本公积 | 385.17 | 1,809.11 | 1,809.11 | 1,809.11 | 1,809.11 |
| 留存收益 | 1,089.12 | 2,845.88 | 3,182.44 | 3,639.06 | 4,151.36 |
| 其他 | (322.21) | (1,779.21) | (1,809.11) | (1,809.11) | (1,809.11) |
| 股东权益合计 | 1,552.68 | 3,326.98 | 3,633.61 | 4,090.20 | 4,602.44 |
| 负债和股东权益总 | 2,496.93 | 4,592.05 | 5,662.72 | 6,579.69 | 7,191.41 |

| 现金流量表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 206.59 | 332.77 | 480.79 | 652.32 | 731.85 |
| 折旧摊销 | 83.16 | 102.22 | 126.74 | 172.81 | 214.06 |
| 财务费用 | 17.88 | 21.22 | (1.93) | (2.65) | (9.81) |
| 投资损失 | (4.32) | (8.94) | (5.00) | (12.00) | (12.00) |
| 营运资金变动 | 420.49 | 84.75 | (376.64) | 312.47 | (190.56) |
| 其它 | (237.99) | (47.96) | (8.38) | 19.96 | (10.60) |
| 经营活动现金流 | 485.82 | 484.06 | 215.58 | 1,142.92 | 722.94 |
| 资本支出 | 666.08 | 600.48 | 334.17 | 308.41 | 296.34 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (962.32) | (1,888.44) | (612.45) | (656.41) | (563.24) |
| 投资活动现金流 | (296.25) | (1,287.96) | (278.28) | (348.00) | (266.91) |
| 债权融资 | 394.71 | 100.09 | 877.12 | 787.28 | 678.13 |
| 股权融资 | (4.10) | 1,417.00 | (27.98) | 2.65 | 9.81 |
| 其他 | (600.42) | (382.05) | (244.32) | (1,072.82) | (1,006.83) |
| 筹资活动现金流 | (209.82) | 1,135.05 | 604.82 | (282.89) | (318.89) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | (20.25) | 331.14 | 542.12 | 512.03 | 137.14 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 1,097.20 | 1,627.50 | 2,532.99 | 3,242.84 | 3,998.84 |
| 营业成本 | 724.07 | 1,092.56 | 1,692.67 | 2,167.93 | 2,731.22 |
| 营业税金及附加 | 4.60 | 7.77 | 21.53 | 27.56 | 33.99 |
| 营业费用 | 20.55 | 12.34 | 46.35 | 56.75 | 67.98 |
| 管理费用 | 60.99 | 69.95 | 111.45 | 139.44 | 167.95 |
| 研发费用 | 47.16 | 57.59 | 101.32 | 129.71 | 159.95 |
| 财务费用 | 9.23 | 20.32 | (1.93) | (2.65) | (9.81) |
| 资产减值损失 | (6.99) | (3.20) | 3.50 | 5.00 | 5.00 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 8.36 | (8.36) | 20.00 | (10.55) |
| 投资净收益 | 4.32 | 8.94 | 5.00 | 12.00 | 12.00 |
| 其他 | (7.46) | (34.63) | 6.72 | (64.00) | (2.91) |
| 营业利润 | 240.74 | 387.50 | 554.72 | 751.08 | 844.01 |
| 营业外收入 | 0.48 | 0.26 | 2.00 | 5.00 | 5.00 |
| 营业外支出 | 1.45 | 0.75 | 0.92 | 2.00 | 3.00 |
| 利润总额 | 239.77 | 387.01 | 555.81 | 754.08 | 846.01 |
| 所得税 | 33.18 | 54.24 | 75.03 | 101.80 | 114.21 |
| 净利润 | 206.59 | 332.77 | 480.77 | 652.28 | 731.80 |
| 少数股东损益 | 0.00 | (0.04) | (0.02) | (0.04) | (0.06) |
| 归属于母公司净利润 | 206.59 | 332.82 | 480.79 | 652.32 | 731.85 |
| 每股收益(元) | 0.46 | 0.74 | 1.08 | 1.46 | 1.64 |

| 主要财务比率 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|---------|---------|--------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 0.15% | 48.33% | 55.64% | 28.02% | 23.31% |
| 营业利润 | -29.63% | 60.96% | 43.15% | 35.40% | 12.37% |
| 归属于母公司净利润 | -29.66% | 61.10% | 44.46% | 35.68% | 12.19% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 34.01% | 32.87% | 33.17% | 33.15% | 31.70% |
| 净利率 | 18.83% | 20.45% | 18.98% | 20.12% | 18.30% |
| ROE | 13.31% | 10.02% | 13.25% | 15.96% | 15.92% |
| ROIC | 20.42% | 22.48% | 25.25% | 26.10% | 31.24% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 37.82% | 27.55% | 35.83% | 37.84% | 36.00% |
| 净负债率 | 1.69% | -17.68% | -9.72% | -23.35% | -26.10% |
| 流动比率 | 1.78 | 2.03 | 2.56 | 2.29 | 2.37 |
| 速动比率 | 1.18 | 1.66 | 2.04 | 1.83 | 1.86 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 5.06 | 5.38 | 5.14 | 5.29 | 5.29 |
| 存货周转率 | 4.15 | 4.45 | 4.59 | 4.37 | 4.44 |
| 总资产周转率 | 0.45 | 0.46 | 0.49 | 0.53 | 0.58 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.46 | 0.74 | 1.08 | 1.46 | 1.64 |
| 每股经营现金流 | 1.09 | 1.08 | 0.48 | 2.56 | 1.62 |
| 每股净资产 | 3.47 | 7.43 | 8.12 | 9.14 | 10.29 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 72.08 | 44.74 | 30.97 | 22.83 | 20.35 |
| 市净率 | 9.59 | 4.48 | 4.10 | 3.64 | 3.24 |
| EV/EBITDA | 35.69 | 22.13 | 20.22 | 14.24 | 12.28 |
| EV/EBIT | 45.62 | 26.99 | 24.86 | 17.52 | 15.43 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的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，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。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，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |