

# 旭升股份 (603305)

公司研究/动态报告

## 借力特斯拉，轻量化专家扬帆启航

—旭升股份 (603305) 覆盖报告

动态研究报告/汽车

2021年12月12日

### 报告摘要:

#### ● 精密铝制零部件一站式供应商

宁波旭升汽车技术股份公司成立于2003年8月，致力于新能源汽车和汽车轻量化领域，主要从事精密铝合金汽车零部件和工业零部件的研发、生产和销售。产品主要应用领域包括新能源汽车变速系统、传动系统、电池系统、悬挂系统等核心系统的精密机械加工零部件。

#### ● 汽车新能源+全面轻量化时代，市场前景广阔

全球环保问题不断凸显，气候变化问题日益突出，要求汽车产业低碳化转型，多方政策支持新能源车未来发展。汽车的轻量化制技术可以有效实现节能减排的目标。国内汽车轻量化前景广阔，市场规模持续提升。《节能与新能源汽车技术路线图2.0》指出，我国汽车轻量化技术要求单车用铝量2020年190kg，2025年250kg，2030年350kg。2025年中国汽车轻量化市场规模有望达到1500亿元。

#### ● 和特斯拉合作关系密切，自身经营水平出色

特斯拉产销两旺，公司和特斯拉的合作中积累了新能源汽车零部件的设计、研发、生产技术，在新能源汽车领域压铸零部件的具有先发优势，带动公司长期发展。公司产销率自2020年起开始好转，国内客户市场布局增加；研发实力雄厚，研发投入不断加大。2018-2020年，研发投入占比分别为3.99%、4.30%和3.54%；同时费用管理制度严格、结构合理，期间费用率明显低于同行业公司均值。

#### ● 投资建议

预计公司2021-2023年公司的营业收入分别为26.41亿元、44.78亿元、61.95亿元，同比增速分别为62%、70%、38%，实现归母净利润分别为5.09亿元、8.28亿元、11.44亿元，同比增速分别为53%、63%、38%，当前股价对应21-23年市盈率分别为43、27、19倍。参考汽车零部件(申万)指数2022年对应26.47倍PE(LYR, Wind盈利预测)，公司2022年市盈率较均值略高，主要考虑到公司是轻量化专家，紧盯特斯拉的同时不断开拓业务，未来业务盈利能力比同行业公司平均盈利水平更高。首次覆盖，给予“推荐”评级。

#### ● 风险提示:

客户集中度较高的风险；外销市场税收政策变动风险；原材料价格波动风险；汇率波动风险。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,628	2,641	4,478	6,195
增长率(%)	48.3	62.3	69.6	38.4
归属母公司股东净利润(百万元)	333	509	828	1,144
增长率(%)	61.1	53.0	62.6	38.1
每股收益(元)	0.77	1.14	1.85	2.56
PE(现价)	64.2	43.4	26.7	19.3
PB	6.6	5.8	4.7	3.8

资料来源：公司公告、民生证券研究院

**推荐**

首次评级

当前价格: 46.52元

交易数据 2021-12-10

近12个月最高/最低(元)	49.42/29.0
总股本(百万股)	447
流通股本(百万股)	447
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	208
流通市值(亿元)	208

#### 该股与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

#### 分析师：邓永康

执业证号：S0100521100006  
 电话：021-60876734  
 邮箱：dengyongkang@mszq.com

#### 研究助理：李京波

执业证号：S0100121020004  
 电话：021-60876734  
 邮箱：lijingbo@mszq.com

#### 相关研究

## 目录













<b>1 精密铝制零部件一站式供应商</b> .....	<b>3</b>
1.1 公司简介：新能源汽车和汽车轻量化领域集成供应商.....	3
1.2 股权结构：控制权稳定.....	5
1.3 主营业务：保持高研发投入，汽车类业务占比攀升.....	6
<b>2 汽车行业进入新能源+全面轻量化时代</b> .....	<b>10</b>
<b>3 和特斯拉深度合作，主动切入新增厂商供应渠道</b> .....	<b>15</b>
<b>4 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>19</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>20</b>
插图目录.....	21
表格目录.....	21

# 1 精密铝制零部件一站式供应商

## 1.1 公司简介：新能源汽车和汽车轻量化领域集成供应商

公司是汽车零部件和工业铝合金零件领先制造商。宁波旭升汽车技术股份公司成立于 2003 年 8 月，致力于新能源汽车和汽车轻量化领域，主要从事精密铝合金汽车零部件和工业零部件的研发、生产和销售。产品主要应用领域包括新能源汽车变速系统、传动系统、电池系统、悬挂系统等核心系统的精密机械加工零部件。目前公司具备压铸、锻造、挤出三大工艺，基本覆盖汽车动力系统、底盘系统、电池系统等核心铝合金产品，产品品类丰富，可以满足新能源汽车轻量化铝制品的一站式需求。

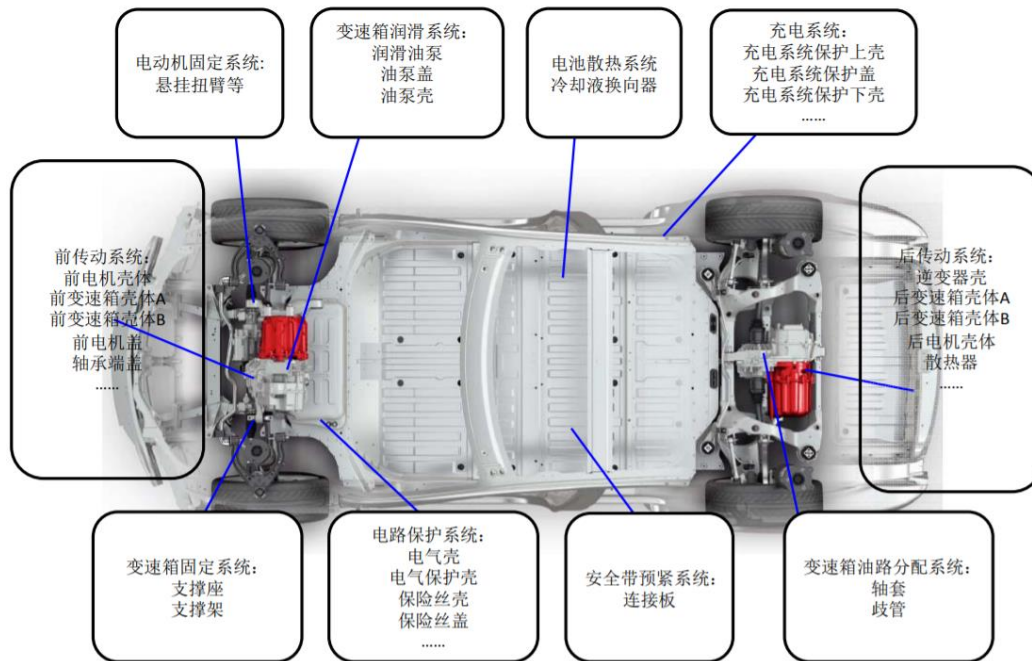
表1: 公司产品及应用领域

产品类别	主要产品分类	典型产品名称	示意图
汽车类	新能源汽车传动系统	变速箱箱体	
	新能源汽车悬挂系统	电动机固定架	
	新能源汽车电气系统	电子元件保护外壳	
	新能源汽车电池系统	电池组模块	
	新能源汽车液压系统	油泵组件	
	传统汽车扭力转向系统	扭力转换器导轮	
工业类	传统汽车外饰	车门支架	
	清洗机配件	高压清洗机泵头	
	电机配件	电机外壳	
	注塑机配件	注塑机集水器	
模具类	灯具配件	灯具外壳	
	模具	变速箱壳体模具	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司产品技术领先，轻量化打开新能源汽车市场。公司目前主要致力于汽车和新能源汽车轻量化零部件的制造，主导产品是新能源汽车变速系统、传动系统、电池系统等核心系统的精密机械加工零部件。公司的压铸技术领先，是压铸汽车零部件、压铸工业零部件的全球领先厂商，旗下产品多应用于新能源汽车行业及其他机械制造行业，目前公司在压铸汽车零部件、压铸工业零部件方面均具有较高的市场地位。国内拥有八个现代化先进制造工厂和一个旭升股份总部基地。

图1: 公司产品在新能源汽车应用的示意图



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司已与诸多国际性厂商建立了长期稳定的战略合作关系。在汽车零部件领域，公司一直秉持“打造汽车 OEM 和一级供应商的首选品牌”的理念，加之汽车零部件行业具有较高的客户资源壁垒，进入整车厂商供应体系对公司未来的发展意义非凡，因此公司一直以来都十分重视与下游客户之间的关系。目前，公司已与特斯拉、克莱斯勒以及马勒等高端汽车厂商、汽车发动机厂商建立了长期稳定的战略合作关系。同样，公司在工业零部件制造方面也进行了深耕挖掘，目前已成为国际知名品牌 KARCHER(凯驰)、AR(艾热)、ABB、德国凯驰、NORD(诺德)的供应商。公司荣获特斯拉“杰出合作伙伴”、北极星“杰出奖”、蔚来“质量卓越合作伙伴”、零跑汽车“开发奖”，获得众多客户的尊重与肯定。

图2: 公司主要合作伙伴



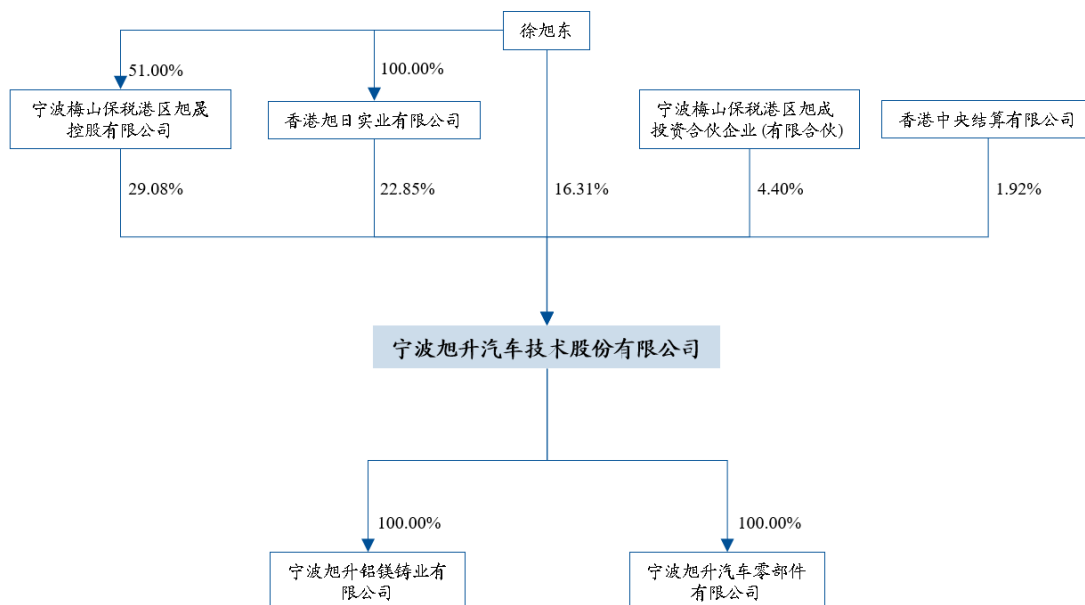
资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

## 1.2 股权结构: 控制权稳定

公司股权结构明晰, 徐旭东为公司实际控制人, 持有 68.24% 的股份。公司股权结构明晰, 公司董事长、总经理徐旭东直接持有公司 16.31% 的股权, 并通过控制旭晟控股、旭日实业二名法人股东间接持有公司 51.93% 的股权, 合计控制了公司 68.24% 的股权, 是公司的控股股东、实际控制人, 股权结构集中。实控人在行业中经验丰富, 长期参与公司经营管理。旭升股份投资了宁波旭升铝镁铸业有限公司和宁波旭升汽车零部件有限公司两个全资子公司, 主要从事轻量化相关工作。



图3: 公司股权结构

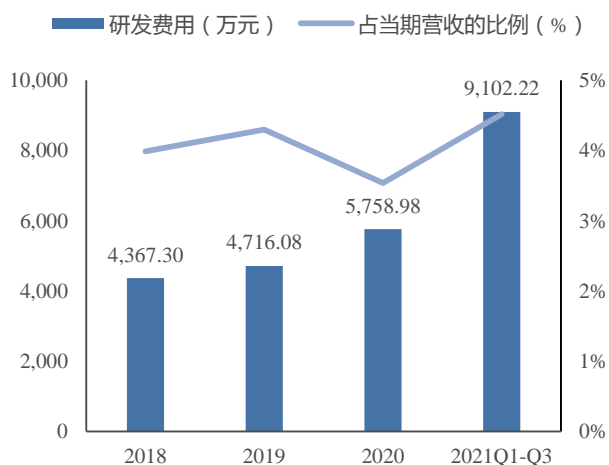


资料来源: Wind, 民生证券研究院

### 1.3 主营业务: 保持高研发投入, 汽车类业务占比攀升

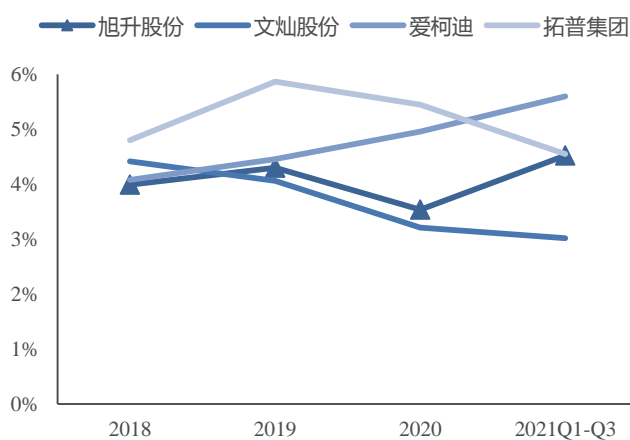
公司研发投入大, 研发成果丰厚。1) 公司自成立以来一直都很重视技术与产品的研发, 公司建立了专门的研究中心、聘请了专业的研发团队以夯实研发能力。2018-2021Q1-3, 公司的研发投入分别为 4,367.3 万元、4,716.1 万元、5,759.0 万元和 9,102.2 万元, 占当期营业收入的比例分别为 3.99%、4.30%、3.54%和 4.52%。2) 截至 2021 年 6 月 30 日, 公司已获得 10 项发明专利和 121 项实用新型专利, 成果丰硕。

图4: 2018-2021Q1-3 公司研发费用与占比情况



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图5: 2018-2021Q1-3 公司研发费用率与行业其他公司对比

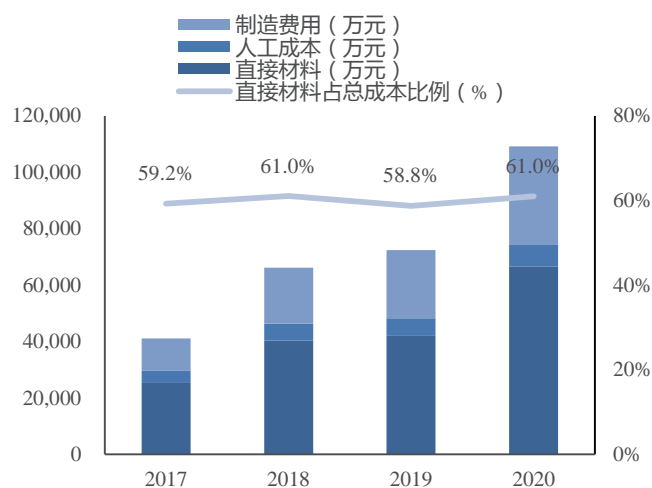


资料来源: Wind, 民生证券研究院

从成本的明细结构来看, 公司的成本主要来源于直接材料中的铝锭项, 近年来由于公司上铝

价略有上涨,因此铝锭在公司成本结构中的比例有所上升。公司所售的铝合金零部件均系为不同客户定制的非标准化产品,因而,不同客户所需的不同产品规模变化会使得公司整体毛利率水平出现波动。此外,2020年至今,国内铝价继续保持上升趋势,导致近年来公司综合毛利率同持续小幅下降。存在原材料价格上涨解压机制,下游可以通过客户转嫁,即使有大宗商品市场的不确定性和转嫁机制的滞后性、周期性,预计原材料价格波动将对公司毛利产生明显影响。

图6: 公司的成本明细结构



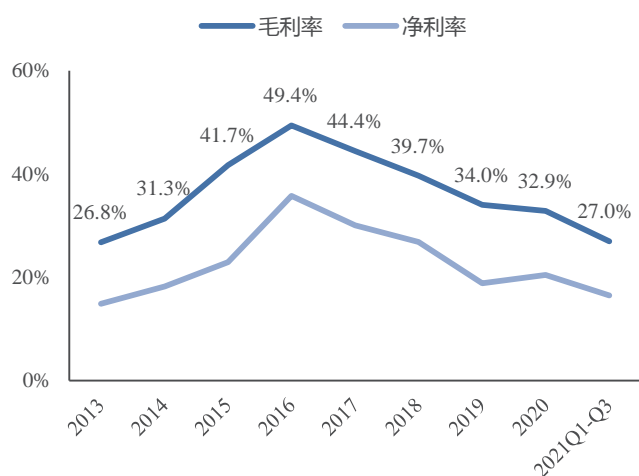
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图7: 2018年至今国内铝价走势 (单位: 元/吨)

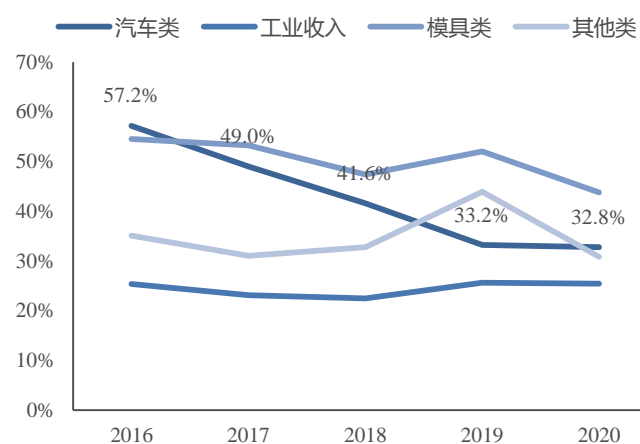


资料来源: Wind, 民生证券研究院

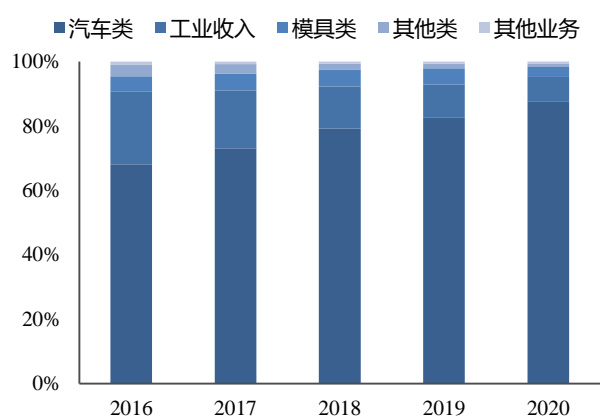
**汽车类业务占比持续提升,成为公司主要增长动力。**自2014年成功进入特斯拉产业链之后,公司毛利率水平维持在较高水平,2014-2020年公司毛利率高于30%;而从公司业务的角度来看,汽车类业务营收占比迅速提高,2020年公司汽车类业务占营收的比重已达87.7%,并且公司汽车类业务占比呈现逐年稳步上涨的趋势,2020年公司汽车类业务毛利率达32.8%,较上年趋于平稳。目前公司汽车类、工业类业务贡献了超过90%的毛利,其中汽车类业作为公司的箭头业务毛利水平更是上涨迅速,2020年公司汽车类业务毛利超过4.6亿元,同比增长55.1%。在公司成功开拓特斯拉等新能源汽车客户后,汽车类业务已成为公司重要的业绩增长点。

**图8: 2016-2021Q1-3 公司净利率、毛利率对比**


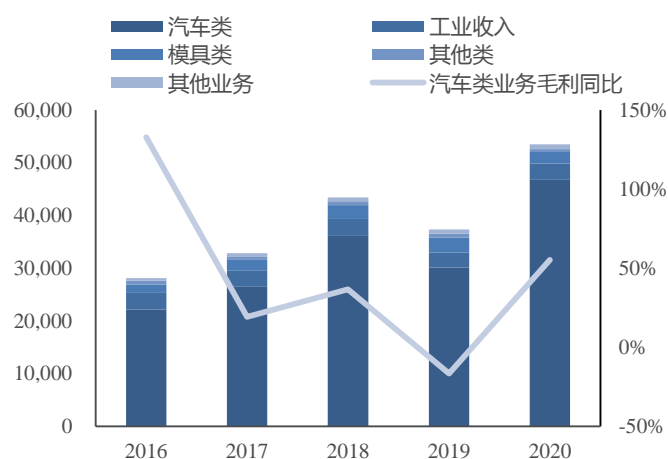
资料来源: Wind, 民生证券研究院

**图9: 2016-2020 年公司分业务毛利率情况**


资料来源: Wind, 民生证券研究院

**图10: 2016-2020 年公司各项业务收入占比**


资料来源: Wind, 民生证券研究院

**图11: 2016-2020 年公司分业务毛利状况 (单位: 百万元)**


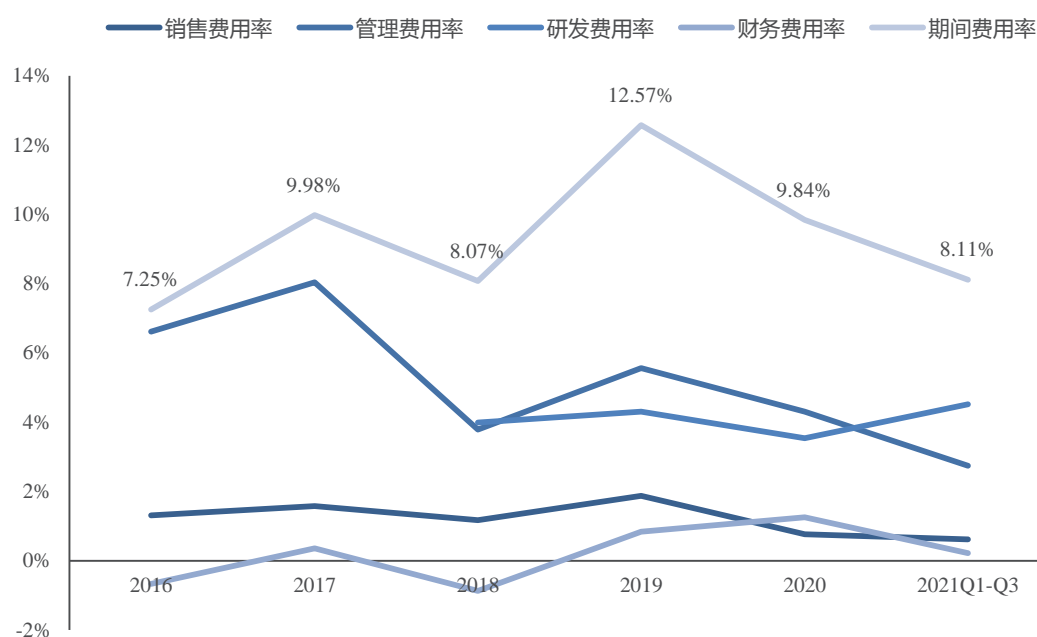
资料来源: Wind, 民生证券研究院

**费用管理良好, 2018-2021Q1-3 公司期间费用率分别为 8.07%、12.57%、9.84%和 8.11%。**

除 2019 年外, 公司的期间费用率均维持在 10% 以下的水平, 且 2019 年以后公司的费用率持续下降。2019 年主要是由于公司以“北美、欧洲、亚太”三大区域为市场开拓战略, 设立德国、美国及日本子公司。北美区域以特斯拉和北极星为重点, 拓展 Space-X、Harley、LUCID、Zoox 等客户。欧洲区域与 ZF、法雷奥-西门子、马瑞利、埃贝赫、伟创力等客户合作。亚太区域以中国大陆为重点, 长城、宁德时代、精进电动、蔚来等部分定点产品逐步实现量产, 并取得了宝马、广汽等客户多个定点项目, 为未来公司的发展储备了新的增长点。由于新开发的客户销售模式不同及中美贸易摩擦的影响, 公司对海外市场的主要客户如特斯拉、北极星等出货量增加, 公司承担的运费及报关费用上涨; 管理人员人数增加, 薪酬增加, 导致管理费用上涨; 所以公司的期间费用增加到 12.57% 的高点。



图12: 2016-2021Q1-3 公司费用率状况



资料来源: Wind, 民生证券研究院

公司和同行业公司的成本优势明显, 内部费用管理严格。与同行业三家上市公司文灿股份、爱柯迪和拓普集团相比, 公司的期间费用率明显低于同行业公司均值。公司与主要客户的合作稳定, 保持了长期良好的合作关系, 用于业务推广、市场开发等部分的费用较少, 同时促进技术升级、工艺改良、设备更新等措施有利于公司的费用进一步下降。2019年以来, 在多种控制费用的措施严格执行的情况下, 公司的期间费用率持续下降, 成本优势持续扩大。

表2: 公司期间费用率与同行业上市公司对比情况

公司名称	2018	2019	2020
文灿股份	15.81%	16.72%	16.66%
爱柯迪	11.97%	13.67%	13.24%
拓普集团	13.37%	15.57%	11.61%
可比公司平均	13.72%	15.32%	13.84%
旭升股份	8.07%	12.57%	9.84%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 2 汽车行业进入新能源+全面轻量化时代

传统内燃机车由于有碳排放和空气污染，双碳政策指导下增速受限。当前我国汽车产业总体上处于产业周期性回落和技术变革的叠加交汇期，尽管增速下滑，在新冠疫情影响下甚至出现明显的负增长，但中国市场广阔，汽车产业有较大发展潜力。汽车尾气排放已成为多种污染物的重要来源之一。《第二次全国污染源普查公报》显示，机动车排放的氮氧化物占全国排放总量的 33.3%；全国主要城市的大气细颗粒物（PM2.5）的源解析结果显示，北京、上海、杭州等城市的移动源排放占比均达到了 45.0%、29.2%、28.0%，已成为 PM2.5 的首要来源。目前，已有 77 个国家、10 个地区以及 100 多个城市承诺在 2050 年前实现“碳中和”，多个国家和地区宣布了自己的禁燃时间表。

图 13: 全球部分国家禁燃时间表



资料来源：12122 高速路况，民生证券研究院

环保问题不断凸显，蓝天保卫战要求低排放发展。气候变化问题日益突出，要求汽车产业低碳化转型。道路交通排放已经占到全球碳排放总量的 18%（IEA《Tracking Transport 2020》），是温室气体排放的重要组成部分，为了有效推进实现汽车领域低碳化和绿色发展，推广节能与新能源汽车应用成为关键。根据工业和信息化部指导，中国汽车工程学会修订编制的《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》，到 2025 年，我国要实现乘用车（含新能源）新车油耗达到 4.6L/100km(WLTC)；传统新能源乘用车新车平均油耗 5.6L/100km (WLTC)；新能源汽车占总销量 20% 左右。

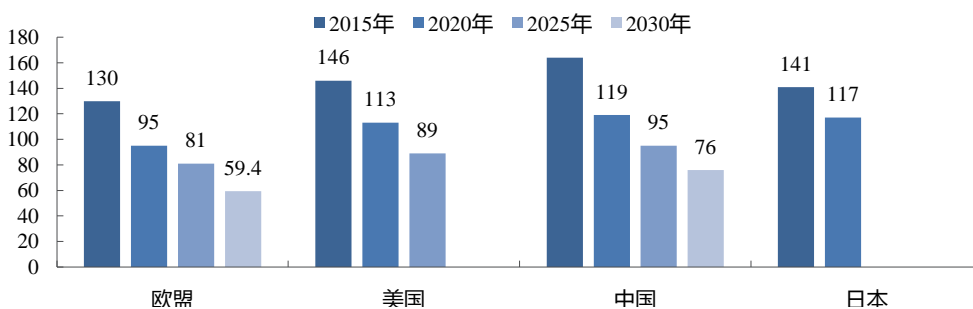
图14: 《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》对我国汽车技术总体发展的要求



资料来源: 中国汽车工程学会, 民生证券研究院

多方政策支持新能源车未来发展。欧委会《2030年气候目标计划》中指出, 2030年道路运输方面将会下调55-60%的碳排放量, 以此为标准2030年的碳排放为42.75g/km, 和先前的59.4g/km标准相比更加严格, 且提出2035年全面终止内燃机。美国在2021年3月宣布的“2万亿”计划中包括了1740亿美元的新能源车领域补贴。

图15: 目前全球各地汽车未来减排要求 (g/km)



资料来源: IHS, PA 咨询, 欧洲环保署 (EEA), 民生证券研究院

汽车的轻量化制技术可以有效实现节能减排的目标。汽车轻量化在满足汽车使用要求、安全性和成本控制的条件下,将结构轻量化设计技术与多种轻量化材料、轻量化制造技术集成应用,实现产品减重。作为节能汽车、新能源汽车和智能网联汽车的共性基础技术之一,轻量化是有效实现汽车节能减排的重要途径之一。美国铝业协会(Aluminum Association)指出,对于汽油动力汽车来说,每减重 10%对应 3.3%的油耗降低;对于柴油动力汽车来说,每减重 10%对应 3.9%的油耗降低。

表3: 部分新能源汽车用铝情况

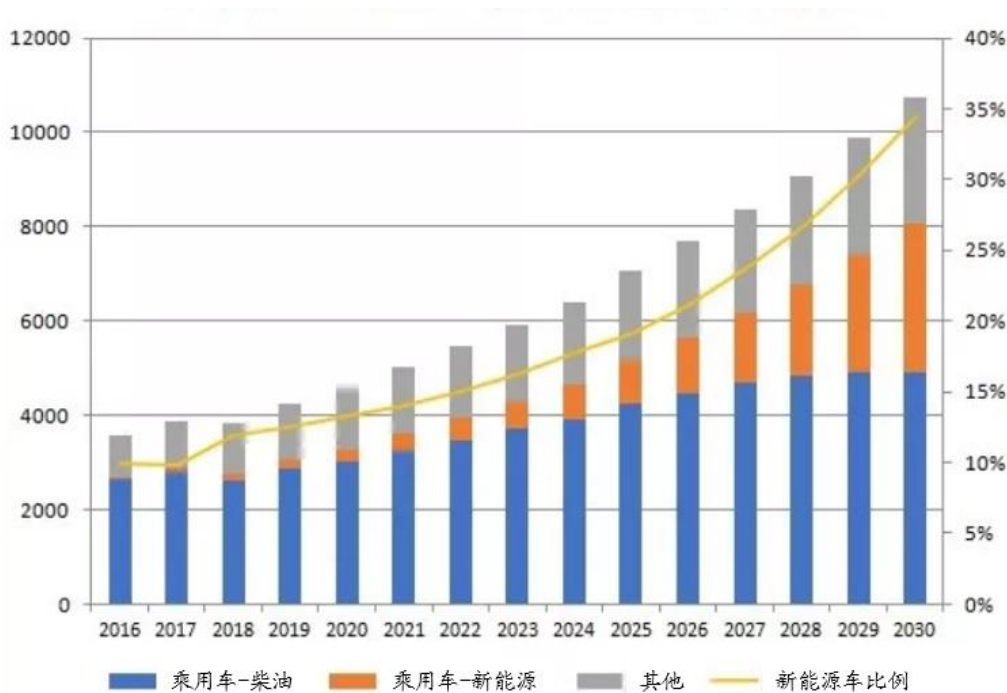
企业	车型	铝轻量化设计
特斯拉	Model S	全铝设计, 95%结构采用铝合金材料
宝马	i 系列	铝制底盘(碳纤维车身)
比亚迪	腾势	铝合金减速机支架、机电壳体、电池组外壳
江淮	iEV5	铝合金动力总成箱体
北汽	E150II	铝合金动力总成箱体、机电壳体
长安	逸动电动版	安全横梁、控制臂

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

新型轻量化材料中, 铝合金具有重要的地位。铝合金替代钢和铸铁可减重 40%-60%。铸造铝合金可替代钢材的汽车部件包括发动机缸体、车轮、悬挂系统零件、车身、热交换器等。研究表明, 汽车每使用 1kg 铝, 可降低自重 2.25kg。根据《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》提出围绕未来节能汽车、新能源汽车和智能网联汽车的发展需求, 轻量化以形成轻质合金应用体系为方向, 突破技术壁垒, 提高轻量化进程。

根据 CM 咨询的调查, 乘用车是铝的主要市场, 2017 年的铝消费量估计为 290 万吨, 占总消费量的 74%。由于中国 2018 年经济活动放缓, 乘用车总产量下降 6.6%, 导致乘用车铝使用量下降 3.6%。然而, 2018 年新能源乘用车产量显著增加, 增幅为 75%, 主要原因在于纯电动汽车的强劲需求。由此, 中国新能源汽车的铝消费量增加 96%, 从 2017 年的 7.5 万吨增至 2018 年的 14.6 万吨。在政府制定的节能减排目标的支持下, 预计到 2030 年, 中国新能源汽车行业使用铝的比例将从目前占铝消费总量的 3.8% 升至 29.4%。

图16: 中国汽车工业铝消费量预测 (千吨)



资料来源: CM 咨询, 民生证券研究院

根据 Ducker Worldwide 的预测, 对于北美地区, 铝制引擎盖的渗透率会从 2015 年的 48% 提升到 2025 年的 85%, 铝制车门渗透率会从 2015 年的 6% 提升到 2025 年的 46%。具体反映在平均单车用铝量上, 1980 年北美地区每辆车平均用铝量为 54kg, 到 2010 年增长到 154kg, 预计到 2025 年每辆车的平均用铝量将会达到接近 325kg。根据 CM 咨询, 对于国内市场, 按单车消费量计算, 2018 年, 新能源客车行业铝消耗量最大, 预计每辆客车消耗 210 公斤铝, 混合动力客车消耗 179.6 公斤。BEV 客车和 ICE 客车的铝消耗量分别为 128.4kg 和 118.7kg, 尽管如此, 与美国、欧盟、日本等发达国家相比, 中国汽车铝的用量还有较大差距。未来, 中国与上述世界发达国家之间在铝使用强度上的差距将会缩小, 因为中国生产商面临着越来越严格的节能减排政策, 这些政策不可避免地带来对轻质材料需求。预计纯电动汽车铝的单位消费量 2030 年将达到 283.5kg。

国内汽车轻量化前景广阔, 市场规模持续提升。受益于中国已进入产品驱动的黄金时代, 新能源车渗透率有望持续提升, 预计 2025 年国内电动车销量有望达 900 万辆, 5 年 CAGR 达 48%, 新能源车渗透率将有望超 30%; 全球 2025 年有望达到 2200 万辆以上。根据《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》提出, 我国汽车轻量化技术要求单车用铝量 2020 年 190kg, 2025 年 250kg, 2030 年 350kg; 用镁量 2020 年 15kg, 2025 年 25kg, 2030 年 45kg。按照铝合金锭 2 万元/吨计算, 2025 年中国汽车轻量化市场规模有望达到 1,500 亿元。



表4: 国内及全球汽车轻量化领域市场规模变化

需求	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国新能源汽车销量 (万辆)	137	300	500	625	781	977
中国新能源汽车销量增速	14%	119%	67%	25%	25%	25%
中国汽车总销量 (万辆)	2531	2630	2718	2809	2903	3000
中国新能源车渗透率	5%	11%	18%	22%	27%	33%
欧洲新能源汽车销量 (万辆)	137	200	280	392	549	768
欧洲新能源车销量增速	133%	46%	40%	40%	40%	40%
美国新能源汽车销量 (万辆)	33	60	96	154	230	346
美国新能源汽车销量增速	4%	83%	60%	60%	50%	50%
其他地区新能源车销量 (万辆)	18	35	49	69	96	134
其他地区新能源车销量增速	10%	94%	40%	40%	40%	40%
全球新能源车销量 (万辆)	325	595	925	1240	1656.25	2225
全球新能源汽车销量增速	43%	68%	41%	41%	40%	41%
全球汽车销量 (万辆)	7803	8507	8762	9025	9296	9574
全球新能源车渗透率	4%	6%	9%	12%	16%	22%
单车用量-铝 (千克)	190	205	220	230	240	250
单价-铝合金锭 (元/吨)			20,000			
中国新能源车轻量化市场规模 (亿元)	52	123	220	288	375	489
中国汽车轻量化市场规模 (亿元)	962	1,078	1,196	1,292	1,393	1,500
全球新能源车轻量化市场规模 (亿元)	124	244	407	570	795	1,113
全球汽车轻量化市场规模 (亿元)	2,965	3,488	3,855	4,152	4,462	4,787

资料来源: GGII, 中汽协, 前瞻产业研究院, 赛迪智库, 中国汽车工程学会, wind, 民生证券研究院



### 3 和特斯拉深度合作，主动切入新增厂商供应渠道

公司通过与特斯拉的合作，积累了新能源汽车零部件的设计、研发、生产技术，在新能源汽车领域压铸零部件的具有先发优势。公司营收净利快速稳步增长，2015 至今，特斯拉保持公司第一大客户。受下游新能源汽车市场的带动，2021 年公司业绩增长明显，前三季度公司实现营收 20.12 亿元，同比增长 82.1%；实现归母净利 3.32 亿元，同比增长 43.7%。在新能源汽车逐步发展的 2016-2020 年间公司营收、净利的复合增速分别达到了 30.1% 和 13.0%。2020 全年公司实现营收和净利分别为 16.28 亿元和 3.33 亿元，同比增长分别为 48.3% 和 61.1%。

图17: 2018-2021Q1-3 公司营业收入情况

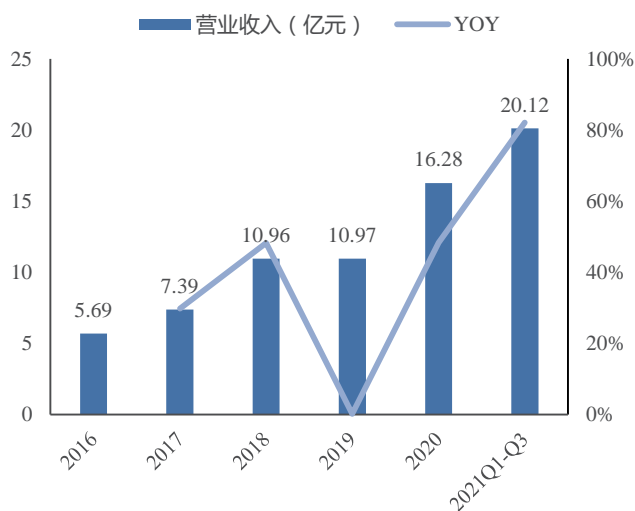
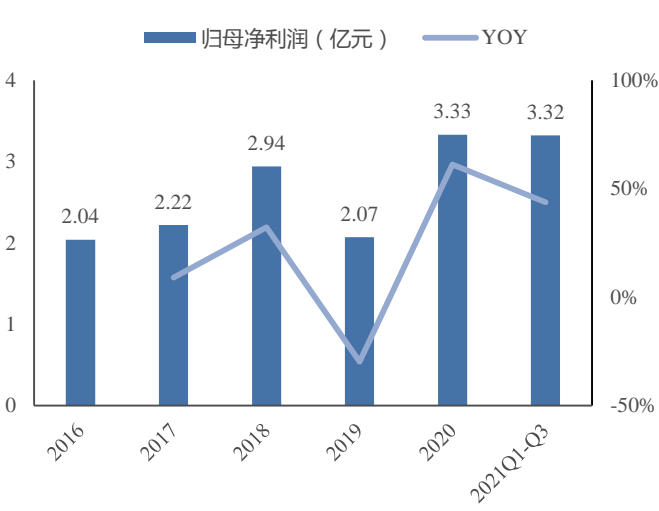


图18: 2018-2021Q1-3 公司归母净利润情况



资料来源: Wind, 民生证券研究院

资料来源: Wind, 民生证券研究院

表5: 2015-2016 年公司对特斯拉销售主要产品的单车价值量

产品名称	每辆车需求量 (件)	2016 年				2015 年			
		销量 (万件)	销售额 (万元)	可生产车辆数 (辆)	占特斯拉当年交付比例	销量 (万件)	销售额 (万元)	可生产车辆数 (辆)	占特斯拉当年交付比例
变速箱箱体 1	2	14.20	5,434.94	71,017	93%	4.41	1,657.86	22,037	44%
变速箱箱体 2	2	12.16	4,695.42	60,808	80%	3.17	1,207.25	15,860	31%
变速箱悬挂 1	1	5.11	2,101.12	51,060	67%	6.48	2,832.41	64,836	128%
变速箱悬挂 2	1	7.46	1,551.04	74,613	98%	6.09	1,358.46	60,878	120%
变速箱悬挂 3	1	7.40	1,232.59	73,971	97%	6.07	1,090.82	60,720	80%
小铝架	32	272.24	2,880.20	85,076	112%	182.94	2,001.67	57,167	113%
充电器壳体	1	3.09	1,622.58	30,893	41%		1.79	36	0%
电动机端盖	2	8.92	1,502.73	44,575	58%	3.28	540.50	16,398	32%
充电器端盖	1	8.81	1,457.49	88,080	116%	1.00	154.71	10,000	20%
电动机壳体	1	6.67	1,244.09	66,717	88%	3.03	554.37	30,293	40%
<b>合计</b>			<b>23,700.21</b>				<b>11,399.83</b>		
公司对特斯拉销售收入			31,930.52				17,447.57		
<b>占比</b>			<b>74%</b>				<b>65%</b>		

资料来源: Wind, 民生证券研究院

公司与特斯拉合作始于 2013 年，经过以下三个阶段达成了密切的合作关系：

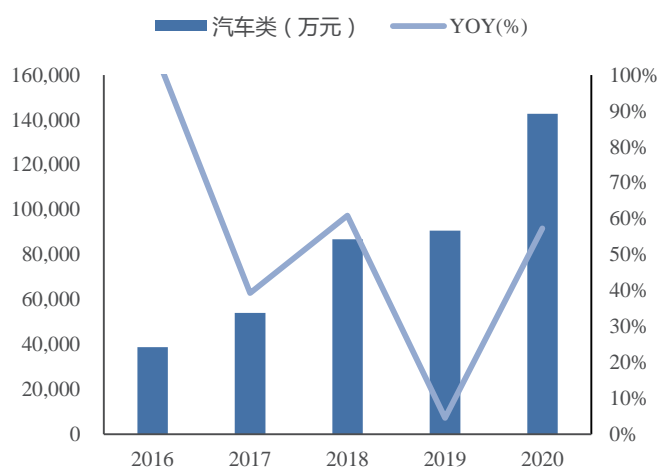
1) 初始阶段，2013 年 6 月-2013 年 7 月：特斯拉正处于发展早期，正不断调整优化其供应链。公司的产品质量、技术和研发实力、客服服务响应速度等得到了特斯拉的认可，深入了解公司现场情况、制造能力、设备产能、研发能力后，认可了公司的交期及时性、生产研发能力及产品质量，2013 年 7 月，公司通过了特斯拉的供应商认证。

2) 爬坡阶段，2013 年 8 月-2014 年：特斯拉时任采购副总裁带领团队对公司进行深入考察交流后，决定与公司深度合作。2013 年 10 月公司与特斯拉签订了通用合同，开始为期 10 年的合作。至 2014 年中，公司参与并取得定点开发项目 30 个，所有产品都达到或超过了特斯拉原有的要求，进一步增强了特斯拉对公司的认可度。

3) 深入合作阶段，2015 年至今：公司与特斯拉合作进一步深化，为特斯拉供应的配件种类不断增加。公司根据特斯拉的要求开展产品研发、设计和定型等工作，在两个月内实现了传动系统的关键零部件从开模到可批量生产阶段。2015 年 8 月，公司开发的变速箱箱体进入到量产阶段，成为公司汽车类主要产品之一。

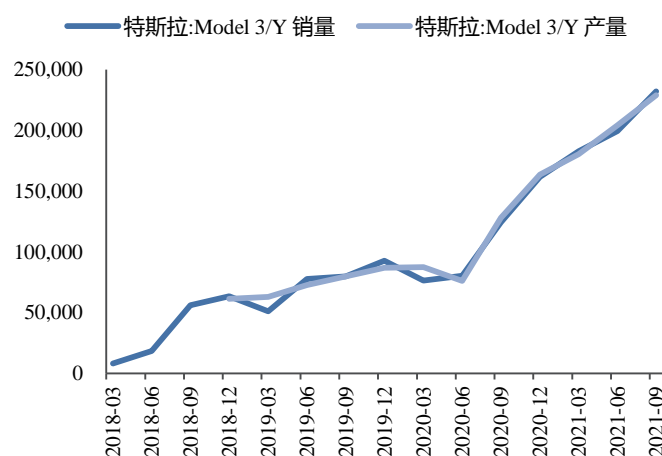
**特斯拉产销两旺，带动公司长期发展。** 特斯拉 2020 年销量为 499,550 辆，同比增长 36%，其中 Model 3/Y 占比 88.58%，Model S/X 占比 11.42%。家用入门级特斯拉 Model 3/Y 成为主力车型，销量逐年上涨。2021Q1-Q1-3，特斯拉汽车销售收入为 1961.89 亿元，同比增长 76.39%，累计交付 Model 3/Y 达到 627481 辆，同比增长 25.58%。2021 年 11 月 26 日，特斯拉对上海超级工厂的改造项目进行了环评公示，共计投资 12 亿元，预计 2021 年 12 月开工，2022 年 4 月建设完成，生产车型未发生变化，仍然以 Model 3/Y 为主。特斯拉目前共有 6 座工厂和 2 座待建工厂，可以生产整车的目前只有加州佛理蒙特工厂与上海超级工厂。我们预计明年特斯拉上海工厂产能可达 90 万辆，美国工厂产能可达 80 万辆，欧洲工厂可达 15 万辆，2022 年总产能有望可达到 200 万辆。未来随着中国超级工厂的持续放量及新能源政策的推动，公司可以从新能源车领域的增长持续获利。

图19: 2018-2021Q1-3 特斯拉汽车销售收入情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图20: 2018-2021Q1-3 特斯拉 Model 3/Y 销量情况 (辆)



资料来源：Wind，民生证券研究院

对特斯拉的销售稳定增长，主要客户多元化。从公司公布的前五大客户信息中可以看到，在公司与特斯拉达成深入合作关系后，2016-2020 年间，公司对特斯拉的销售占总营收的比例分别达到 56.11%、55.98%、61.08%、53.69% 和 43.49%，公司对特斯拉的销售不断上升的同时，主要客户也在向多元化发展。2020 年度受益于特斯拉上海工厂 Model 3 的放量，公司对特斯拉实现销售收入 7.08 亿元，营收占比为 43.5%，预计随着上海工厂 Model Y 的上量，公司对特斯拉的销售将继续保持增长。可以预见，随着未来公司与特斯拉之间的合作关系愈发紧密，公司从特斯拉处获得的高额订单数量有望继续增加，业绩有望实现快速增长。

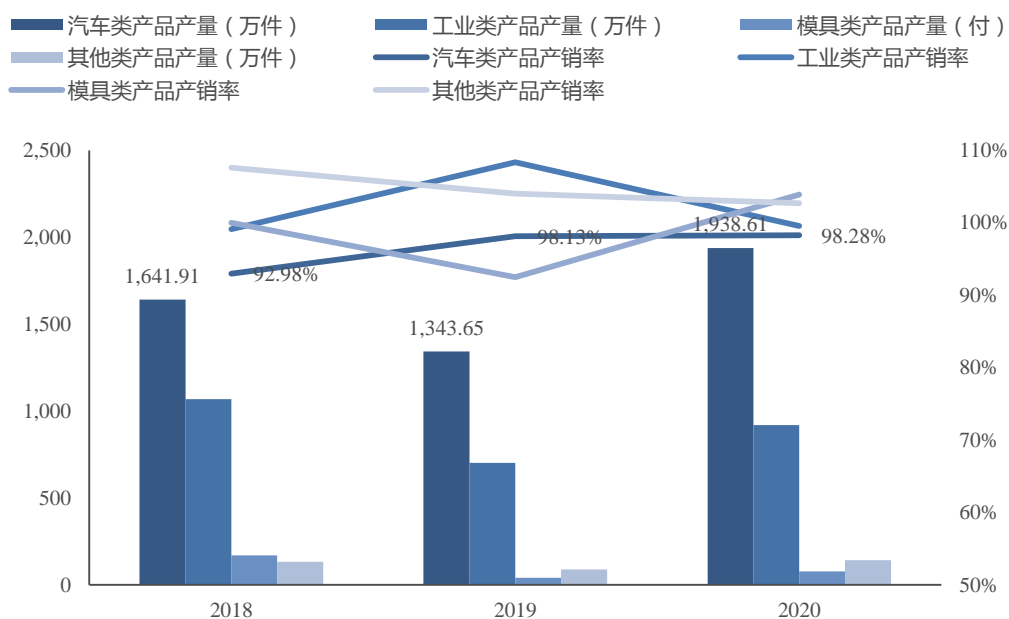
表6: 2018-2020 年公司对前五大客户的销售情况

客户名称	2018 年		客户名称	2019 年		客户名称	2020 年	
	销售额 (百万)	占总营收的比例		销售额 (百万)	占总营收的比例		销售额 (百万)	占总营收的比例
Tesla, Inc.	669.16	61.08%	Tesla, Inc.	589.11	53.69%	Tesla, INC.	707.85	43.49%
POLARIS, INDUSTRIES, INC.	35.80	3.27%	POLARIS INDUSTRIES, INC.	76.54	6.98%	ZFFRIED RICHSHA FENAG	140.66	8.64%
AmTechM, International	35.52	3.24%	ZF Friedrichshafen AG	50.97	4.65%	POLARIS INDUSTRIES, INC.	113.40	6.97%
海天塑机集团有限公司	34.77	3.17%	海天塑机集团有限公司	32.71	2.98%	上海奉贤赛科利汽车模具技术应用有限公司	65.50	4.02%
Flex, Ltd.	32.78	2.99%	宁波菲仕技术股份有限公司	27.21	2.48%	长城汽车股份有限公司	56.21	3.45%
<b>合计</b>	<b>1,083.62</b>	<b>66.57%</b>		<b>776.55</b>	<b>70.78%</b>		<b>808.04</b>	<b>73.75%</b>

资料来源: Wind, 民生证券研究院

产销率开始好转，国内客户市场布局增加。2019 年公司产销率有所下降，2020 年开始至今公司主要产品产销两旺、产销率节节攀升。以汽车类业务为例，2019 年公司汽车类产品产量为 1,343.7 万件，产销率为 98.13%，而 2020 年公司汽车类产品产量达 1,938.6 万件，产销率达 98.28%，产量同比大涨 44.28%，且产销率同时上涨。

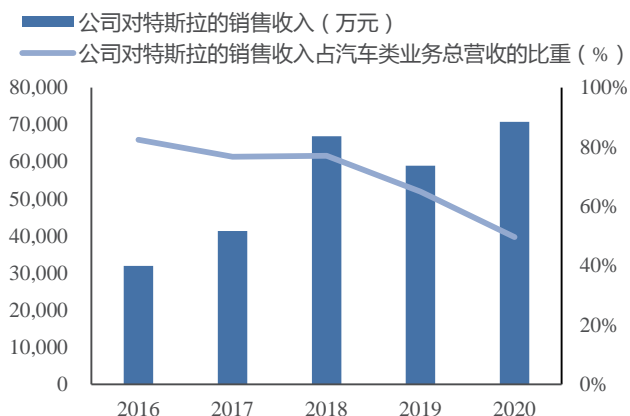
图21: 2018-2020 年公司主要产品产量、产销率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

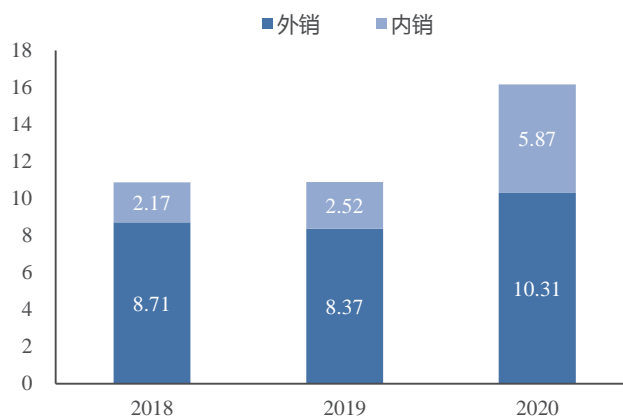
**公司积极开发新客户。**公司的产品主要面向汽车轻量化需求，多应用于中高端定位的新能源汽车中。公司在新能源汽车领域业务已覆盖“北美、欧洲、亚太”三大全球新能源汽车的主要消费地区。2020年，非特斯拉客户加快放量，其中对采埃孚销售额 1.41 亿元，同比增长 175.94%，占营收比例上升为 8.64%，随着采埃孚多个定点产品陆续量产，预计后续将进一步放量；对北极星实现销售额 1.13 亿元，同比增长 48.16%，营收占比上升至 6.97%，销售势头良好；此外，公司约 36.05% 的销售额发生在境内，同比高增 132.79%，长城汽车、宁德时代、马瑞利、赛科利等客户销售额均实现同比大幅增长，随着国内电动车行业巨头的进步，预计未来国内收入占比有望提升。

图22: 公司对特斯拉的销售收入占比情况



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图23: 2018-2020 年公司销售区域分布 (亿元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 4 盈利预测与投资建议

### 经营假设:

**汽车类:** 公司大力发展汽车铝铸件业务, 汽车轻量化进程加速, 下游客户需求量未来将高速增长。随着未来公司募投项目落地, 产能将持续释放, 且公司整体业务增速高于对特斯拉业务的增速。2021 年铝价大幅上涨, 预计未来原材料价格下调且产品价格逐年下降, 毛利率将下降并维持在 28% 附近, 实现营收分别为 24.3/42.5/59.4 亿元。

**工业类:** 工业类业务稳定增长, 预计 2021-2023 年公司在该项业务将稳定规范发展, 收入增速略微升高, 长期保持 11% 的增速。毛利率小幅下降, 并稳定在 23% 附近, 实现营收分别为 1.37、1.52、1.68 亿元。

表7: 旭升股份营收拆分

合计	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,097	1,628	2,641	4,478	6,195
YOY	0%	48%	62%	70%	38%
毛利率	34%	33%	28%	28%	28%
汽车类	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	907	1,427	2,426	4,246	5,944
YOY	4%	57%	70%	75%	40%
毛利率	33%	33%	28%	28%	28%
工业收入	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	112	123	137	152	168
YOY	-21%	10%	11%	11%	11%
毛利率	26%	25%	23%	23%	23%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

**盈利预测:** 基于上述假设, 预计公司 2021-2023 年公司的营业收入分别为 26.41 亿元、44.78 亿元、61.95 亿元, 同比增速分别为 62%、70%、38%; 预计未来销售费用、管理费用、研发费用占营业收入比重继续维持在公司 2021Q1-3 水平, 分别为 0.6%、2.7%、4.5%; 实现归母净利润分别为 5.09 亿元、8.28 亿元、11.44 亿元, 同比增速分别为 53%、63%、38%。

**可比公司估值:** 公司主要业务是精密铝合金汽车零部件和工业零部件的研发、生产和销售, 上市公司里面与其产品具有可比性的有文灿股份、爱柯迪、拓普集团。考虑可比公司 2022 年 Wind 市盈率一致盈利预期均值为 30 倍, 公司 2022 年市盈率为 26 倍, 公司未来业务拓展性和竞争优势, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

表8: 旭升股份可比公司估值

代码	简称	现价			EPS			PE			评级
		12月9日	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E			
603348	文灿股份	52.16	0.6	1.05	1.44	87	50	36	未评级		
600933	爱柯迪	53.3	0.32	0.78	1.65	167	68	32	未评级		
601689	拓普集团	15.16	0.5	0.53	0.75	30	29	20	未评级		
	可比公司均值					95	49	30			
603305.SH	旭升股份	49.42	0.8	1.1	1.9	62	45	26	推荐		

资料来源: Wind, 民生证券研究院(数据截至 2021 年 12 月 9 日; 可比公司 21 年和 22 年 EPS 来自 Wind 一致盈利预期)

## 5 风险提示

1) 客户集中度较高的风险：2018-2020年，公司对前五大客户的销售收入占主营业务收入的74.28%、71.29%和66.98%，前五大客户的采购量对公司收入有较大影响。如果未来与主要客户合作模式发生变化、主要客户经营困难、主要客户减少采购、竞争对手竞争市场份额等，可能对公司收入和利润带来不利影响。

2) 外销市场税收政策变动风险：2020年，公司产品出口收入占营收比例为63.73%。如果未来主要外销市场的税收政策进行变动，导致公司客户承担税费提高，将可能导致公司出口业务规模下降或外销产品售价有所降低。未来如果中美贸易摩擦持续进行并升级，对公司的外销收入和盈利水平将会带来较大的不利影响。

3) 原材料价格波动风险：公司生产所需的主要原材料为合金铝锭，占生产成本的比重较高，如果铝价未来波动幅度较大，将对公司的经营造成一定的影响。如果未来原材料价格出现大幅上升，将对公司的生产成本和利润产生不利影响。

4) 汇率波动风险：公司产品以出口为主，汇率波动对公司出口业务影响较大，公司盈利能力存在因汇率波动而引致的风险。



## 插图目录

图 1: 公司产品在新能源汽车应用的示意图 .....	4
图 2: 公司主要合作伙伴 .....	5
图 3: 公司股权结构 .....	6
图 4: 2018-2021Q1-3 公司研发费用与占比情况 .....	6
图 5: 2018-2021Q1-3 公司研发费用率与行业其他公司对比 .....	6
图 6: 公司的成本明细结构 .....	7
图 7: 2018 年至今国内铝价走势 (单位: 元/吨) .....	7
图 8: 2016-2021Q1-3 公司净利率、毛利率对比 .....	8
图 9: 2016-2020 年公司分业务毛利率情况 .....	8
图 10: 2016-2020 年公司各项业务收入占比 .....	8
图 11: 2016-2020 年公司分业务毛利状况 (单位: 百万元) .....	8
图 12: 2016-2021Q1-3 公司费用率状况 .....	9
图 13: 全球部分国家禁燃时间表 .....	10
图 14: 《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》对我国汽车技术总体发展的要求 .....	11
图 15: 目前全球各地汽车未来减排要求 (g/km) .....	11
图 16: 中国汽车工业铝消费量预测 (千吨) .....	13
图 17: 2018-2021Q1-3 公司营业收入情况 .....	15
图 18: 2018-2021Q1-3 公司归母净利润情况 .....	15
图 19: 2018-2021Q1-3 特斯拉汽车销售收入情况 .....	16
图 20: 2018-2021Q1-3 特斯拉 Model 3/Y 销量情况 (辆) .....	16
图 21: 2018-2020 年公司主要产品产量、产销率 .....	18
图 22: 公司对特斯拉的销售收入占比情况 .....	18
图 23: 2018-2020 年公司销售区域分布 (亿元) .....	18

## 表格目录

表 1: 公司产品及应用领域 .....	3
表 2: 公司期间费用率与同行业上市公司对比情况 .....	9
表 3: 部分新能源汽车用铝情况 .....	12
表 4: 国内及全球汽车轻量化领域市场规模变化 .....	14
表 5: 2015-2016 年公司对特斯拉销售主要产品的单车价值量 .....	15
表 6: 2018-2020 年公司对前五大客户的销售情况 .....	17
表 7: 旭升股份营收拆分 .....	19
表 8: 旭升股份可比公司估值 .....	19

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,628	2,641	4,478	6,195
营业成本	1,093	1,896	3,216	4,453
营业税金及附加	8	13	21	30
销售费用	12	16	27	37
管理费用	70	71	121	167
研发费用	58	119	202	279
EBIT	387	526	891	1,229
财务费用	20	(6)	(12)	(41)
资产减值损失	(3)	0	0	(0)
投资收益	9	0	0	0
营业利润	388	592	963	1,330
营业外收支	(0)	0	0	0
利润总额	387	592	963	1,330
所得税	54	83	135	186
净利润	333	509	828	1,144
归属于母公司净利润	333	509	828	1,144
EBITDA	490	658	1,032	1,381
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	688	578	1478	2281
应收账款及票据	422	1268	2149	2974
预付款项	12	19	32	45
存货	434	756	1263	1532
其他流动资产	19	19	19	19
流动资产合计	2389	3468	5792	7713
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	988	1088	1188	1288
无形资产	268	251	235	219
非流动资产合计	2204	2572	2730	2879
资产合计	4592	6040	8522	10592
短期借款	100	100	100	100
应付账款及票据	896	1706	3216	4008
其他流动负债	12	12	12	12
流动负债合计	1177	2116	3770	4697
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	88	88	88	88
非流动负债合计	88	88	88	88
负债合计	1265	2204	3858	4784
股本	447	447	447	447
少数股东权益	4	4	4	4
股东权益合计	3327	3836	4664	5808
负债和股东权益合计	4592	6040	8522	10592

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	48.3	62.3	69.6	38.4
EBIT 增长率	61.5	35.9	69.3	38.0
净利润增长率	61.1	53.0	62.6	38.1
盈利能力				
毛利率	32.9	28.2	28.2	28.1
净利率	20.4	19.3	18.5	18.5
总资产收益率 ROA	7.2	8.4	9.7	10.8
净资产收益率 ROE	10.0	13.3	17.8	19.7
偿债能力				
流动比率	2.0	1.6	1.5	1.6
速动比率	1.7	1.3	1.2	1.3
现金比率	1.2	0.6	0.6	0.6
资产负债率	28	36	45	45
经营效率				
应收账款周转天数	66.9	76.0	76.0	76.0
存货周转天数	120.6	113.0	113.0	113.0
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
每股指标 (元)				
每股收益	0.8	1.1	1.9	2.6
每股净资产	7.4	8.6	10.4	13.0
每股经营现金流	1.0	0.9	2.7	2.5
每股股利	0.3	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	64.2	43.4	26.7	19.3
PB	6.6	5.8	4.7	3.8
EV/EBITDA	39.3	27.8	16.8	12.0
股息收益率	0.7	0.0	0.0	0.0
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	333	509	828	1,144
折旧和摊销	105	132	142	151
营运资金变动	17	(251)	230	(192)
经营活动现金流	466	394	1,203	1,106
资本开支	542	500	300	300
投资	(760)	0	0	0
投资活动现金流	(1,288)	(500)	(300)	(300)
股权募资	1,042	0	0	0
债务募资	97	0	0	0
筹资活动现金流	1,135	(4)	(4)	(4)
现金净流量	313	(110)	900	803

## 分析师简介

**邓永康**，西安交通大学本科，南京大学硕士，在能源和新能源行业有12年产业工作经验。2015年加入证券行业，曾就职于中信证券和安信证券，2021年10月加入民生证券。

**李京波**，上海交通大学本硕，5年汽车行业经验，曾就职于国海证券，2021年2月加入民生证券，主要负责新能源汽车产业链研究。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。