

旭升股份 (603305)

新能源轻量化领域领跑者

买入 (首次)

2022 年 04 月 04 日

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

研究助理 谭行悦

执业证书: S0600121070041

tanxy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	3023	4380	5735	7860
同比 (%)	85.77	44.87	30.94	37.05
归属母公司净利润 (百万元)	413	596	812	1113
同比 (%)	24.16	44.16	36.31	37.04
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.92	1.33	1.82	2.49
P/E (现价&最新股本摊薄)	33.49	23.23	17.04	12.44

投资要点

■ **顺应新能源产业趋势，客户及产品持续拓展。**公司致力于新能源汽车和汽车轻量化领域。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，截至 2021 年，公司已具备**压铸、锻造、挤出**三大工艺，基本覆盖汽车动力系统、底盘系统、电池系统最核心的铝合金产品。2021 年来自 T 客户的营收为 12.07 亿元，占公司营收比重为 39.93%。公司顺应新能源快速发展的产业趋势，除 T 客户之外，同步开拓多个客户群体，供应动力总成零部件、电池包等新能源零部件产品。

■ **多因素驱动轻量化需求增加，单车铝合金用量持续增加。**“节能减排”政策+“里程焦虑”共同推动汽车轻量化的需求增加，铝合金因为在性价比方面的优势，成为汽车轻量化的首选材料。2025 年单车铝合金用量有望从 2020 年的 139kg 提升到 250kg，中小件/底盘/三电系统/车身结构件完成铝合金升级后单车价值量超过 2 万元。根据我们测算，2025 年国内市场空间有望达到 3095 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 17.1%。截至 2018 年，铝合金加工的压铸/锻造/挤压/轧制四大工艺占比分别为 77%/10%/10%/3%。其中，压铸因为生产效率高，占比最大，锻造产品制造工艺相对复杂，但具备更优良性能，主要面向高端车型。

■ **产销配合驱动公司业绩确定性增长，客户结构多元化，在手订单充裕。**公司持续募资投入，将工艺从铸造延申至锻造和挤出领域。采取以销定产的方式，2016 年起产能利用率持续保持在 80%以上的较高水平，机加工产能利用率接近饱和。截至 2021 年，公司已经建成投产的土地约为 399 亩，2022-2023 年即将投产 7 号/8 号/9 号三个全新工厂，新增投产土地约 372 亩，根据我们测算，所有土地能够支持约 80 亿元产值。公司 2022 年 3 月公告将购买湖州 500 亩土地，产能有望进一步扩充。受益于 T 客户在新能源产业的背书，公司持续开拓新的客户群体，T 客户及其它前五大客户营收占比持续下降。根据公司公开调研记录披露，截至 2021 年底公司在手订单金额约为 50 亿元，较 2020 年全年增加约 216.26%，营收增长具备较强确定性，新增产能未来能够得到合理消化。

■ **盈利预测与投资评级：**1) 现有土地储备产能持续释放；2) 订单随客户销量增长不断增加；3) 原材料价格在合理范围内波动，毛利率较 2021 年逐步回升，费用率基本持平。基于以上核心假设，我们预测公司 2022-2024 年营收为 43.80/57.35/78.60 亿元，同比分别为 +44.9%/+30.9%/+37.1%，归母净利润为 5.96/8.12/11.13 亿元，同比分别为 +44.2%/+36.3%/+37.0%，对应 EPS 分别为 1.33/1.82/2.49 元，对应 PE 分别为 23.23/17.04/12.44 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**芯片供应短缺超出预期，铝合金价格上涨超出预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	30.96
一年最低/最高价	29.00/53.10
市净率(倍)	3.86
流通 A 股市值(百万元)	13,840.31
总市值(百万元)	13,840.31

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.02
资产负债率(% ,LF)	55.28
总股本(百万股)	447.04
流通 A 股(百万股)	447.04

相关研究

内容目录

1. 顺应新能源汽车轻量化趋势，产品及客户持续拓展	5
1.1. 致力于汽车轻量化，覆盖铝合金核心产品	5
1.2. 股权结构清晰，集中稳定	5
1.3. 紧抓机遇，拥抱新能源汽车产业趋势	6
1.4. 营收高增，毛利率同行前列	6
1.5. 客户多样化拓展，前五大客户营收占比持续下降	7
1.6. 研发投入高增，技术优势巩固	9
2. 多因素驱动轻量化需求增加，铝合金成为最优选择	9
2.1. 政策推动+“里程焦虑”推动轻量化快速发展	9
2.2. 单车用铝量持续增加，铝合金市场广阔	11
2.3. 铝合金加工工艺多样化，压铸+锻造+挤压成为未来方向	11
2.3.1. 四大基础工艺+后续处理工艺，构成铝合金加工体系	11
2.3.2. 具备极高生产效率，高压铸造适合汽车零部件制造	12
2.3.3. 造产品性能优异，助力冲击高端市场	12
2.4. 车用铝合金零部件渗透率不断提升，单车价值量持续增长	13
2.5. 竞争格局较为分散，主营方向各自不同	14
3. 产销配合驱动公司业绩确定性增长	15
3.1. 生产端：工艺储备深厚，扩建产能提高业绩上限	15
3.1.1. 聚焦新能源项目，具备一站式铝合金成型工艺	15
3.1.2. 产能扩张提高业绩上限，精益管理保证产能落地	16
3.2. 销售端：受益于T客户放量增长，新客户拓展顺利	18
3.2.1. 深度绑定T客户，持续受益T客户产销增长	18
3.2.2. 新客户持续拓展，结构不断优化	19
4. 盈利预测与投资评级	20
5. 风险提示	21

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司股权结构 (截至 2021 年年报)	6
图 3: 主要产品展示	6
图 4: 2017-2021 年公司分类产品收入占比	6
图 5: 公司 2017-2021 年营收&增速/亿元	7
图 6: 公司 2017-2021 年归母净利润&增速/亿元	7
图 7: 车 2016-2021Q3 可比公司费用率	7
图 8: 2016-2021Q3 可比公司毛利率	7
图 9: T 客户历年销量/万辆	8
图 10: 公司 T 客户营收/亿元	8
图 11: 2021 年公司营收占比	8
图 12: 2017-2021 年 T 客户&前五大客户营收占比	8
图 13: 2017-2021 年公司研发费用/亿元&增速	9
图 14: 2021 年公司研发人员占比	9
图 15: 2020-2021 新能源汽车销量渗透率	10
图 16: 燃油车与新能源车质量对比 (kg)	10
图 17: 国内铝合金用量 kg/辆	11
图 18: 国内铝合金市场空间测算/亿元	11
图 19: 铝合金加工四大基础工艺	12
图 20: 2018 年铝合金加工四大工艺占比	12
图 21: 压铸工艺流程	12
图 22: 高压铸造产品流动性/排气/冷却	12
图 23: 锻造工艺流程	13
图 24: 典型铝锻产品	13
图 25: 汽车铝合金轻量化产品	14
图 26: 铝合金各部分零部件空间测算/亿元	14
图 27: 公司三大铝成型工艺主要产品	16
图 28: 公司产能利用率变化情况 (%)	16
图 29: 公司各期末固定资产值及当期资本投入/亿元	16
图 30: 公司产销量 (左轴/万件) 及其比率 (右轴/%)	17
图 31: 2020 年可比公司固定资产周转率 (次)	17
图 32: 可比公司经营现金流/营业收入情况对比 (%)	18
图 33: 公司为 T 客户供应配套产品情况 (左轴/亿元&右轴/万辆)	18
图 34: T 客户 Model Y	19
图 35: T 客户全球销量及预期销量 (万辆)	19
图 36: 公司在手订单金额/亿元(截至 2021 年末)	20
图 37: 公司客户谱系	20
表 1: 公司核心客户拓展时间及产品	8
表 2: 《节能与新能源汽车技术路线 2.0》能耗总体目标	9
表 3: 汽车轻量化材料对比	10

表 4: 铝合金轻量化产品价值量提升	14
表 5: 铝合金压铸企业情况梳理	15
表 6: 公司及可比公司新能源业务拓展情况	15
表 7: 公司现有产能梳理情况（截至 2022 年 3 月）	17
表 8: 截至 2022 年 3 月 T 客户全球产能布局情况	19
表 9: 旭升股份业绩预测拆分	21
表 10: 可比公司估值（截至 2022 年 4 月 4 日）	21

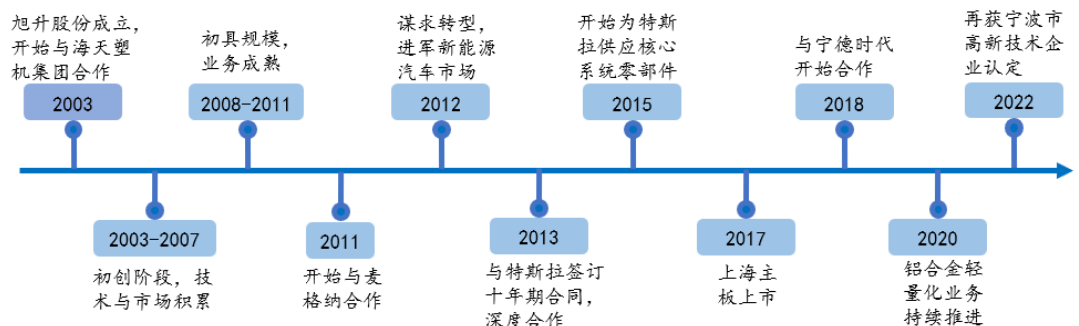
1. 顺应新能源汽车轻量化趋势，产品及客户持续拓展

1.1. 致力于汽车轻量化，覆盖铝合金核心产品

宁波旭升汽车技术股份有限公司成立于 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、电池系统最核心的铝合金产品。

公司的发展历程经历了“初创积累-转型突破-进军扩张”的阶段。2003 年至 2007 年公司逐步完成初创阶段技术与市场的积累，并从模具加工业务延伸到铝压铸业务。2008 年至 2011 年公司铝压铸工业件业务走向成熟。2012 年至 2014 年是公司向新能源汽车领域转型阶段，通过 T 客户供应商认证，并在变速箱、电池等关键零部件方面实现多项技术和工艺突破。2017 年公司在上海主板上市，之后公司又陆续开辟采埃孚、北极星、长城汽车、宁德时代等客户，客户群体和产品种类不断拓展。

图1：公司发展历程

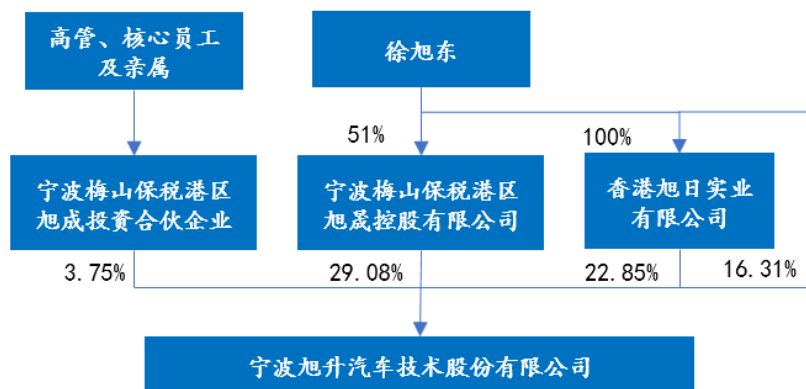


数据来源：招股说明书，公司公告，东吴证券研究所

1.2. 股权结构清晰，集中稳定

公司股权结构集中稳定。公司控股股东、实际控制人为徐旭东先生，截至 2021 年底，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 37.68% 的股权，合计控制了公司 53.99% 的股权。旭成投资为公司高管、核心员工及其亲属的持股平台，截至 2021 年底直接持有公司股份比例 3.75%。

图2：公司股权结构（截至 2021 年年报）

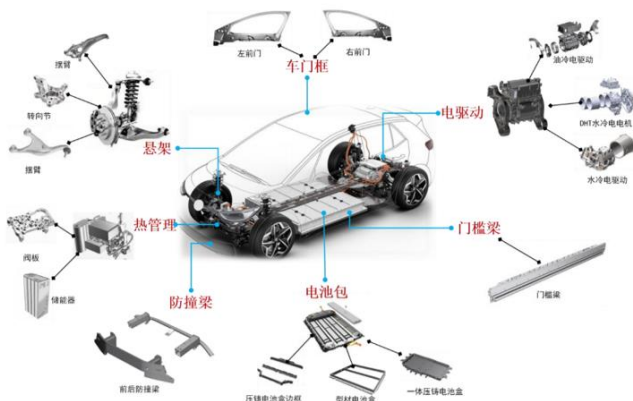


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 紧抓机遇，拥抱新能源汽车产业趋势

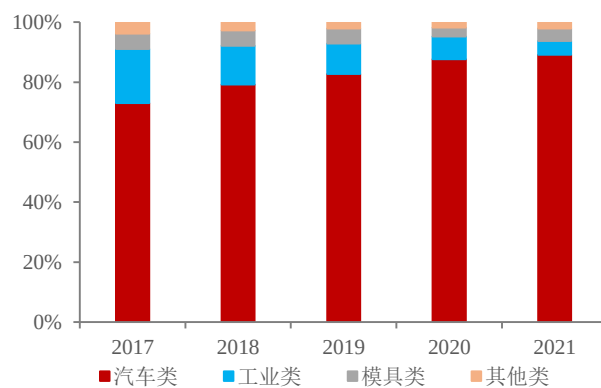
新能源汽车业务加速拓展，汽车类产品营收占比逐年走高。公司主要产品包括铝压铸精密汽车零部件和工业零部件，主要应用于新能源汽车、传统汽车、工业用品等领域。2013 年起公司抓住新能源汽车的发展机遇，大力研发生产新能源汽车动力系统、传动系统、电池系统等核心系统零部件，在变速箱、电池等关键零部件方面实现多项技术和工艺突破，至 2016 年新能源汽车零部件已经成为公司主要产品。2021 年汽车类零部件收入占比 89.10%，工业类零部件占比 4.59%，模具类零部件占比 4.22%。汽车类零部件收入占比逐年提升，主营业务得到不断加强。

图3：主要产品展示



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：2017-2021 年公司分类产品收入占比



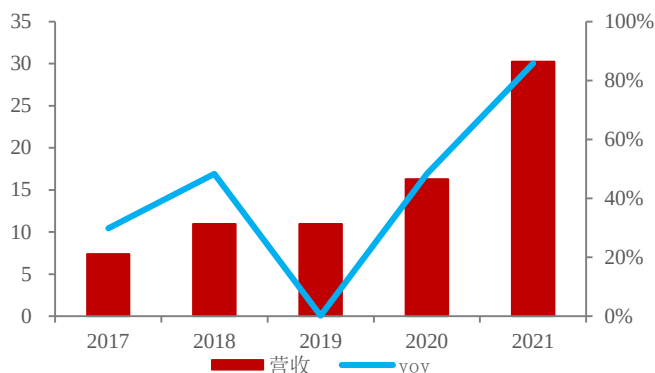
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.4. 营收高增，毛利率同行前列

营收高速增长，净利润稳步提升。2021 年公司营收 30.23 亿元，同比增长 85.77%，其中以汽车类业务为主。2013 年公司与 T 客户签订框架合同，随着 T 客户销量持续增长，成为公司的第一大客户。同时借助于 T 客户的背书，公司成功拓展新的国内外整车、零部件及动力电池客户，产品和营收构成进一步优化。新能源车的普及将提升轻量化零部件的需求，公司铝合金压铸业务营收有望继续高速增长。归母净利润自 2019 年起稳步

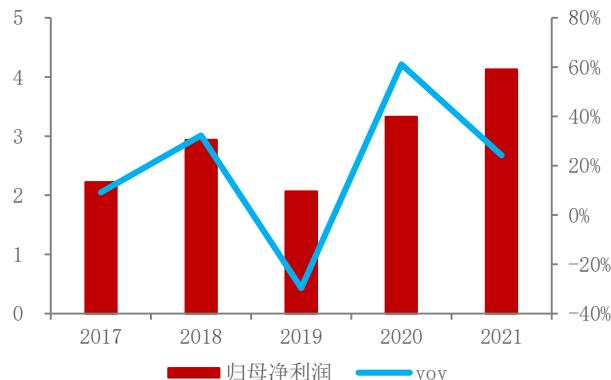
提升，2021 年归母净利润 4.13 亿元，同比增长 24.16%。

图5：公司 2017-2021 年营收&增速/亿元



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

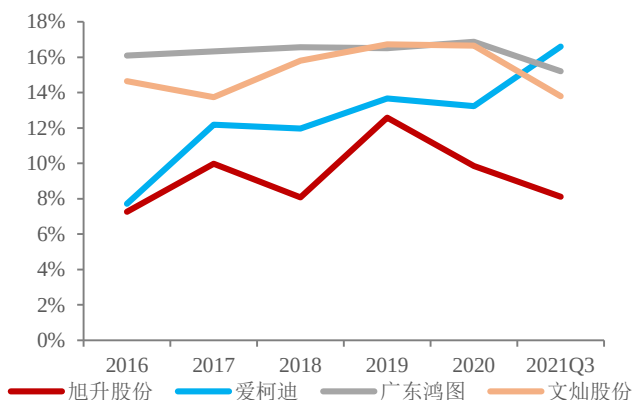
图6：公司 2017-2021 年归母净利润&增速/亿元



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

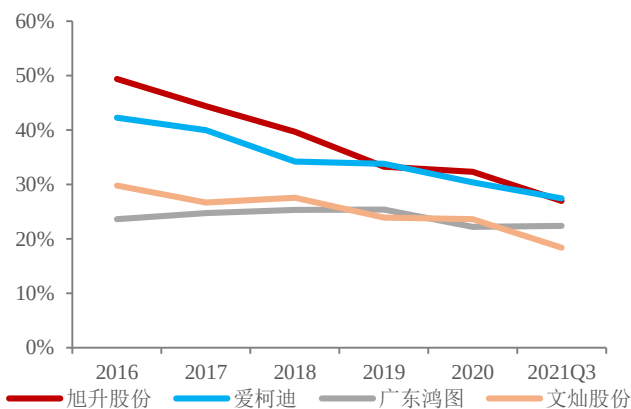
费用率维持行业较低水平，毛利率居于汽车压铸行业前列。2021 年公司销售/管理/财务/研发合计总费用率 8.23%，分别为 0.71%/2.52%/0.73%/4.28%，费用率较低，并从 2019 年起有逐年下降趋势，体现出公司近年较强的成本控制水平。2021 年公司毛利率为 24.06%。自 2016 年起，公司毛利率呈现逐年下降趋势，但仍位于同行业前列水平。毛利率下降一是因为 T 客户新车型 Model 3/Y 毛利率较低，车型放量拉低了平均毛利率水平；二是受原材料价格以及海运费上涨的影响。

图7：车 2016-2021Q3 可比公司费用率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8：2016-2021Q3 可比公司毛利率

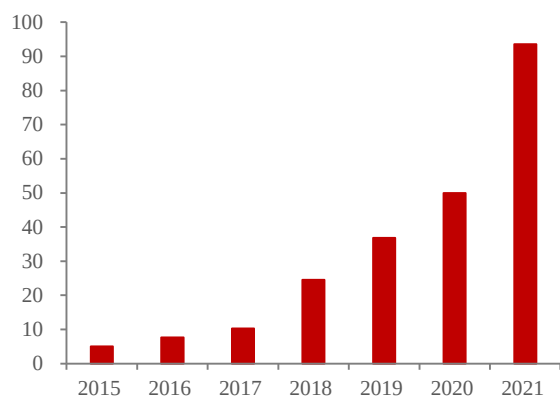


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.5. 客户多样化拓展，前五大客户营收占比持续下降

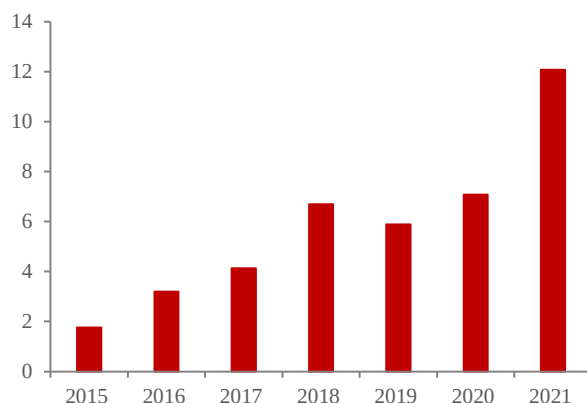
T 客户为核心客户，国内外客户多样化拓展。公司第一大客户为 T 客户，为其提供新能源汽车零部件，包括变速箱箱体、电动变速箱悬挂、电池组外壳、箱体等。随 T 客户 Model 3/Y 放量，公司对其销售收入持续增长，2021 年达到 12.07 亿元。

图9：T 客户历年销量/万辆



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

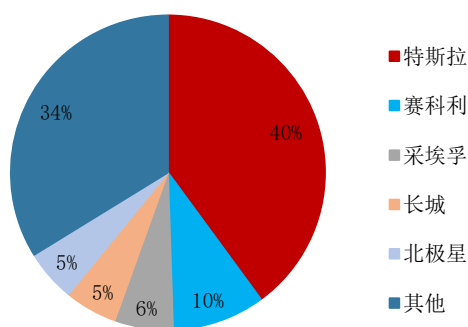
图10：公司 T 客户营收/亿元



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

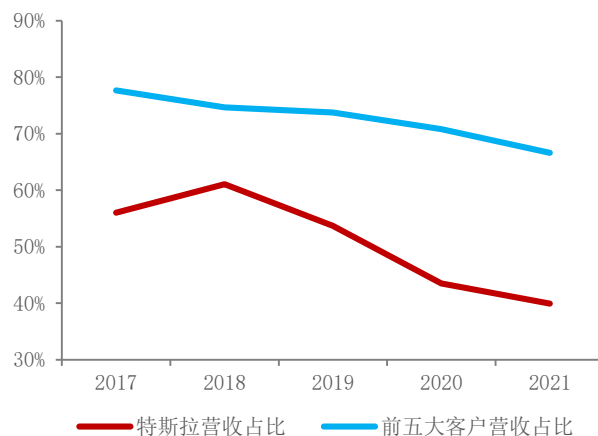
2021 年公司销售额 30.23 亿元，其中 T 客户占比为 39.93%。此外，公司在国内外多样化拓展客户，包括 T 客户在内的前五大客户销售额占比持续下降。

图11：2021 年公司营收占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图12：2017-2021 年 T 客户 & 前五大客户营收占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

从 2017 年起，公司开始为采埃孚、北极星和蔚来等客户批量供货，与宁德时代、长城汽车和江淮汽车开始合作，并陆续拓展了伊顿、伟创力、宝马、广汽等客户。

表1：公司核心客户拓展时间及产品

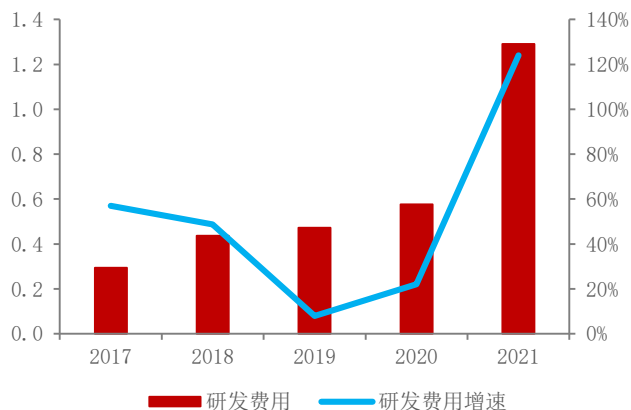
时间	客户名称	主要产品	工艺
2017	采埃孚	变速器壳	压铸
2017	北极星	变速器壳	锻压、压铸
2017	蔚来	动力总成零部件	压铸
2018	宁德时代	电池包组件	挤压、压铸
2018	长城汽车	壳体类零部件	锻压、压铸
2020	理想	转向节	锻压
2021	奔驰	电机壳体	压铸
2021	LUCID	动力系统部件	压铸

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.6. 研发投入高增，技术优势巩固

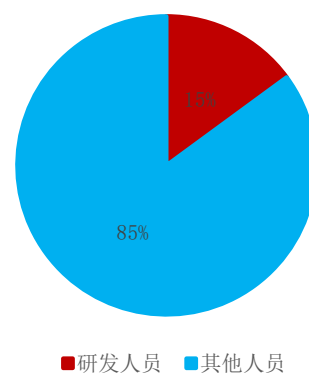
研发投入迅速增长，技术优势不断巩固。公司近年不断加大研发投入，尤其 2021 年累计研发投入 1.29 亿元，同比增长 124.47%，进一步巩固了公司在新能源汽车零部件轻量化领域的技术优势。公司 2021 年拥有研发人员 441 名，同比增长 96%，占公司总人数的 14.93%。

图13：2017-2021 年公司研发费用/亿元&增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图14：2021 年公司研发人员占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 多因素驱动轻量化需求增加，铝合金成为最优选择

面对节能减排政策推动和新能源车里程焦虑的现实，轻量化成为重要的技术方向，铝合金材料以其性价比优势，成为轻量化的优选，市场空间 2025 年有望达到 3095 亿元，2020-2025 年复合增长率达到 17.1%。

2.1. 政策推动+“里程焦虑”推动轻量化快速发展

政策推动，节能减排标准不断提升。“节能减排”成为我国经济发展的主旋律。汽车领域是推进节能减排的重点。2020 年中国汽车工程学会组织全行业专家修订编制的《节能与新能源汽车技术路线 2.0》发布，对于乘用车新车的油耗做了具体的要求，2025/2030/2035 年乘用车新车的平均油耗需要达到 4.6、3.2、2.0L/100km，节能减排标准持续升级。

表2：《节能与新能源汽车技术路线 2.0》能耗总体目标

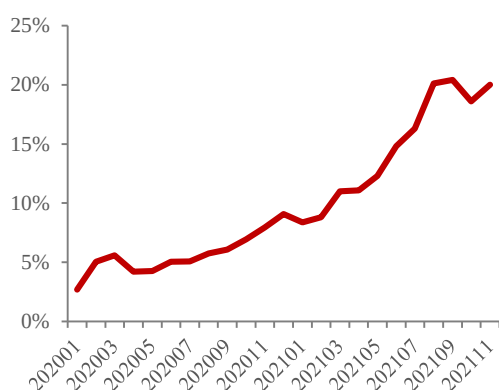
分类	2025 年	2030 年	2035 年
乘用车 (含新能源)	4.6L/100km	3.2L/100km	2.0L/100km
商用车 (较 2019 年)	货车油耗下降 8% 客车油耗下降 10%	货车油耗下降 10% 客车油耗下降 15%	货车油耗下降 15% 客车油耗下降 20%
传统能源 乘用车	5.6L/100km	4.8L/100km	4.0L/100km
混动新车	占比 50%	占比 75%	占比 100%
新能源汽车	占总销量 20%	占总销量 40%	占总销量 50%

数据来源：中国汽车工程学会，东吴证券研究所绘制

新能源渗透率持续提升，里程焦虑成为消费者核心关注。在政策+市场的双重助推下，国内新能源车渗透率快速提升，从2020年1月的2.7%提升到2021年11月份的20%，随着新能源车份额的不断扩大，相关的问题也逐渐突出。2021年2月，“中国汽车流通协会”发布文章《如何破解新能源车里程焦虑？》，提及根据协会对于新能源车主用车体验的面访调研结果，用户购买时最关心的问题就是“电池续航能力”，占比达到31.8%，里程焦虑成为消费者购买新能源车的核心关注内容。

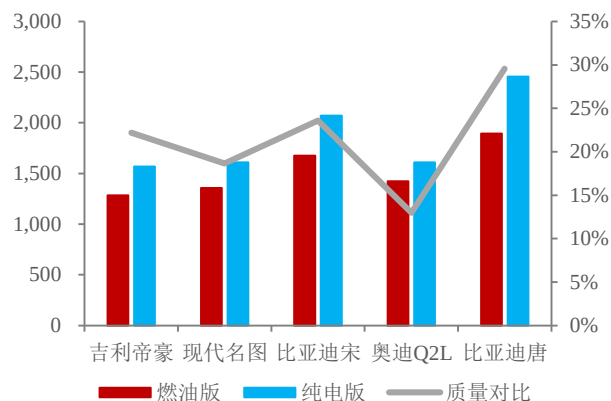
新能源车三电系统质量增加，续航里程诉求带来轻量化需求。新能源车相较于燃油车虽然减少了发动机和变速箱，但是增加了三电（电机、电控、电池）系统，电池动力系统的能量密度低于燃油系统，因此新能源整车的质量高于传统燃油车。而新能源车对于续航里程的诉求，增加了对于整车轻量化的需求。

图15：2020-2021 新能源汽车销量渗透率



数据来源：乘联会，东吴证券研究所绘制

图16：燃油车与新能源车质量对比 (kg)



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所绘制

轻量化助力节能减排，铝合金材料性价比最佳。根据“布勒中国”的数据，汽车重量每减轻10%，最多可实现节油5-10%，整备质量每减少100kg，百公里油耗可以降低0.3-0.6L，减少CO₂排放8.5g/km，因此轻量化成为节能减排领域的重点发展技术。同时，在不同的轻量化材料中，对比多种金属合金和碳纤维，铝合金的性能、密度以及价格等多方面具备优势，是最具有性价比的轻量化材料。

表3：汽车轻量化材料对比

材料	密度	比强度	比模量	价格 (元/kg)
高强度钢	高	低	中	5
铝合金	低	低	中	40
镁合金	低	低	低	80
钛合金	中	中	低	70
碳纤维	低	高	高	120

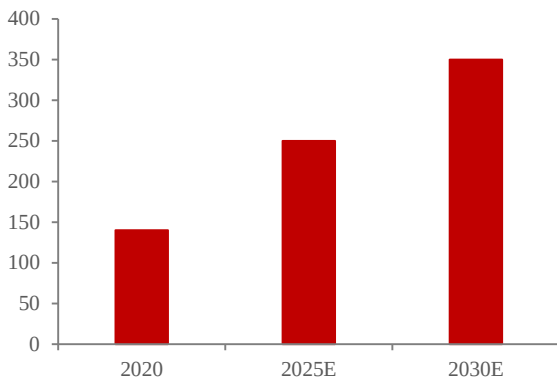
注：比强度越高，相同强度材料越轻；比模量越大，材料刚性越大

数据来源：中国汽车工程学会，东吴证券研究所绘制

2.2. 单车用铝量持续增加，铝合金市场广阔

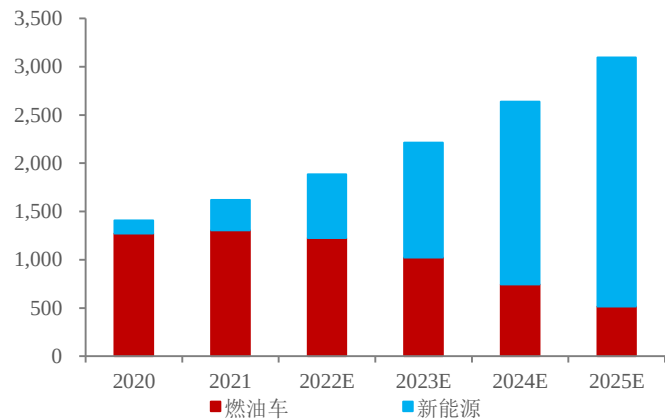
乘用车铝合金市场空间广阔，2025 年车均用量接近翻倍。根据国际铝业协会发布的数据，2020 年国内传统乘用车用铝量约为 139kg/辆。工信部《节能与新能源技术路线图》提出我国 2025/ 2030 年单车用铝量目标为 250kg/辆和 350kg/辆。根据我们测算，2025 年国内铝合金市场空间约为 3095 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 17.1%。

图17：国内铝合金用量 kg/辆



数据来源：国际铝业协会，东吴证券研究所绘制

图18：国内铝合金市场空间测算/亿元



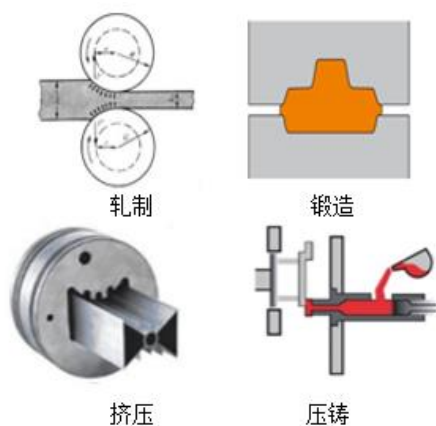
数据来源：国际铝业协会，东吴证券研究所测算

2.3. 铝合金加工工艺多样化，压铸+锻造+挤压成为未来方向

2.3.1. 四大基础工艺+后续处理工艺，构成铝合金加工体系

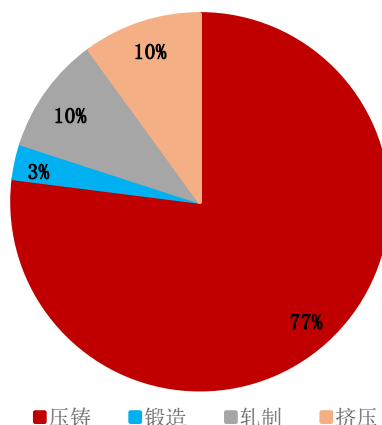
轧制/锻造/挤压/铸造四大基础工艺：1) **轧制**：锭坯借助轧辊施加的压力，使其横断面减小，厚度变薄而长度增加的一种塑性变形过程；2) **锻造**：利用材料的可塑性，借助外力产生塑性变形；3) **挤压**：对模具型腔内的金属坯施加强大的压力，获得所需断面形状、尺寸的塑性加工办法；4) **压铸**：将金属溶液压入模具内，在压力下冷却成型的一种精密铸造方法。**在基础铝材上进一步加工工艺：**1) **冲压**：压力机和模具对材料施加外力，使之塑性变形或变形；2) **焊接**：通过加热/加压的方式使得工件之间产生原子间结合的加工工艺。

图19：铝合金加工四大基础工艺



数据来源：压铸周刊，东吴证券研究所绘制

图20：2018 年铝合金加工四大工艺占比



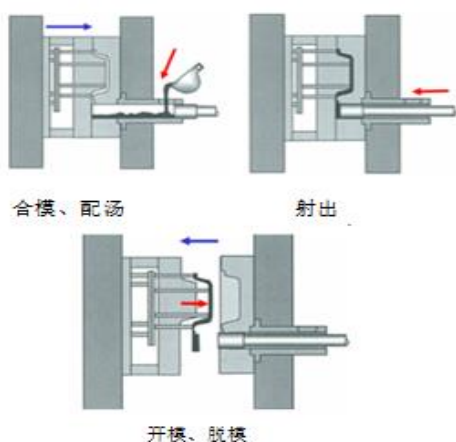
数据来源：《铝合金在新能源汽车工业的应用现状及展望》，东吴证券研究所绘制

加工方式多样化，铸造工艺占比最高。汽车铝合金产品按照位置和所需性能的不同，采用不同的加工工艺。根据 2018 年发布的《铝合金在新能源汽车工业的应用现状及展望》中的内容，各类铝合金工艺在汽车上的使用比例大约为：压铸 77%，轧制 10%，挤压 10%，锻造 3%，其中压铸工艺占比最大。

2.3.2. 具备极高生产效率，高压铸造适合汽车零部件制造

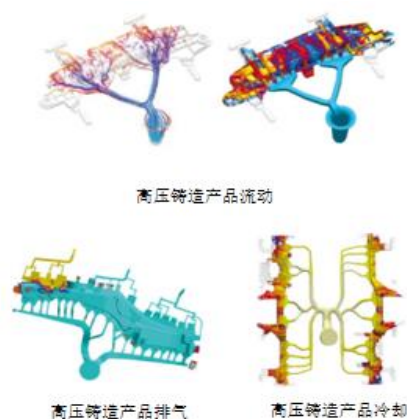
高压+快速充型，需要精密的模具工艺设计。高压铸造是一种将熔融非铁合金液倒入压室内，以高速充填钢制模具的型腔，并使合金液在压力下凝固而形成铸件的铸造方法，适合制造体积较大，结构复杂，表面质量要求高、批量制造速度快的零件。高压铸造模具结构复杂，需要精密的工艺设计保证：1) 金属液流需严格把控，避免出现零件失效；2) 排气结构需合理设计，仿真技术+过程控制防止气孔产生；3) 冷却过程需要液态补缩，避免热孤岛带来缺陷。

图21：压铸工艺流程



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所绘制

图22：高压铸造产品流动性/排气/冷却

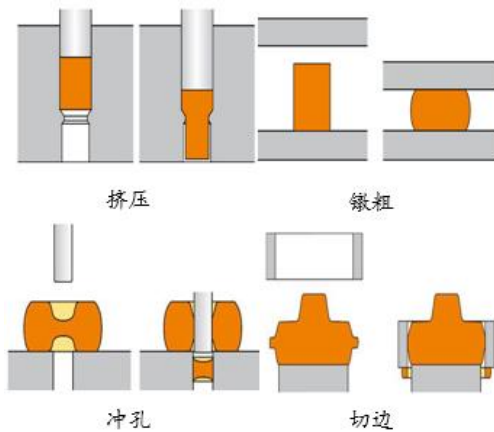


数据来源：MAGMA 官网，东吴证券研究所绘制

2.3.3. 造产品性能优异，助力冲击高端市场

铝锻特性优良，定位高端车型。铝锻件具有优良的性能，主要体现在：1) 密度小，只有钢的 34%，铜的 30%。2) 比强度大、比刚度大、比弹性模量大，疲劳强度高，宜用于轻量化要求高的关键受力部件，其综合性能远远优于其他材料。3) 内部组织细密、均匀、无缺陷，其可靠性远高于铝合金铸件和压铸件，也高于其他金属铸件。4) 塑性好，可加工成各种形状复杂的高精度锻件，零件的机械加工余量小，仅为用铝合金拉伸厚板加工零件的加工量的 20%左右。5) 良好的耐蚀性、导热性和非磁性远优于钢锻件。因此主要用于高端车型的底盘零部件，如：转向节、摆臂、控制臂支架等。

图23：锻造工艺流程



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所绘制

图24：典型铝锻产品



数据来源：公司公告，东吴证券研究所绘制

2.4. 车用铝合金零部件渗透率不断提升，单车价值量持续增长

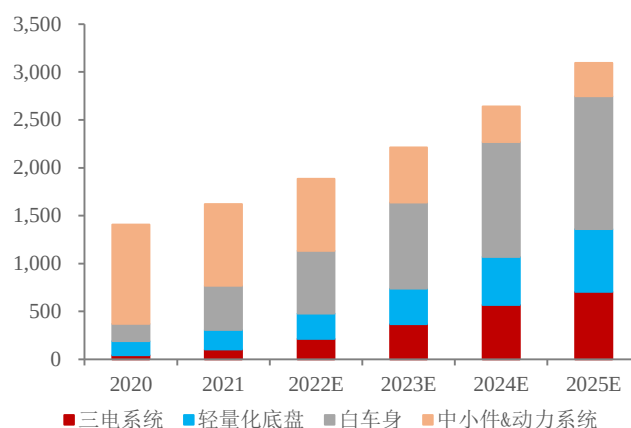
车用铝合金零部件渗透率不断提升，小件+三电+底盘件率先替换。在新能源渗透率提升+节能减排标准升级的双重助推下，车用铝合金零部件的渗透率持续提升，最先实现铝合金产品替换的包括小件（雨刮电机/转向器壳体/空调系统/制动系统）、三电系统（电机/电控/电池外壳）。随后，底盘系统（转向节/控制臂/前后副车架）轻量化因为能够有效提升汽车的操控特性，铝合金轻量化的渗透率开始逐步提升，根据我们测算，2025年国内铝合金市场空间约为 3095 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 17.1%，其中，三电系统/轻量化底盘/车身结构件 2020-2025 年 CAGR 分别为 76%/34%/51%。

图25：汽车铝合金轻量化产品



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所绘制

图26：铝合金各部分零部件空间测算/亿元



数据来源：国际铝业协会，东吴证券研究所绘制

车身结构件升级，带来单车价值量提升。车身结构件铝合金渗透率相对较低，主要原因包括：1) 零部件体积较大，对于设备/工艺/模具等技术要求门槛高；2) 产品价值量高，增加整车制造成本；3) 铝合金车身拼接难度高，焊接复杂度高于钢车身。随着轻量化进程的持续进行以及新的制造工艺出现，铝合金车身结构件渗透率有望持续提升，带来整车铝合金产品价值量的提升。

表4：铝合金轻量化产品价值量提升

产品分类	产品	钢制单价 (元/副)	铝制单价 (元/副)	用量 (副)	增量 (元)
轻量化底盘	副车架	500	1000	2	1000
	转向节	90	125	2-4	70-140
	控制臂	120	200	2-4	160-320
三电系统	电池盒	0	3000	1	3000
	电机壳	0	500	1-2	500-1000
	电控壳	0	500	1-2	500-1000
白车身	后底板	800	2000	1	1200
	前底板	800	2000	1	1200
	左右纵梁	400	1000	2	1200
	A/B 柱总成	800	2000	2	2400
	C/D 柱总成	1500	3000	2	3000
	侧围外板	400	1000	2	1200
总和					15430-16660

数据来源：盖世汽车，汽车之家，东吴证券研究所绘制

2.5. 竞争格局较为分散，主营方向各自不同

截至 2019 年，铝压铸行业全球市场规模超过 3000 亿元，其中国内市场规模预计超过 500 亿元，根据中国铸造协会数据，我国有 3000 多家压铸企业，其中汽车压铸件占压铸业总产量 70%，汽车用压铸件中铝合金占比超 80%，其中体量较大的仅数十家。因

此铝压铸行业属于典型的红海市场，市场内企业数量多且竞争格局分散。截至 2019 年我国铝压铸行业市场集中度 CR5 仅为 11.6%（营收口径），龙头企业广东鸿图、爱柯迪市场占有率仅为 4.2%与 3%。

表5：铝合金压铸企业情况梳理

上市企业	工艺	铝合金产品	2021 年 1-9 月营收	核心客户
旭升股份	压铸/锻造/挤出	新能源汽车变速系统、传动系统、电池系统、悬挂系统	20.12 亿元	T 客户、宁德时代、蔚来、采埃孚、北极星、长城汽车、宁德时代、马瑞利等
文灿股份	高压/低压/重力铸造	发动机/变速箱/底盘/制动系统、车身结构件	29.65 亿元	大众、奔驰、蔚来汽车、T 客户、法雷奥、采埃孚、比亚迪等
广东鸿图	高压铸造	动力总成系统、传动系统、新能源汽车结构件	43.39 亿元	日产、本田、克莱斯勒、通用、康明斯等
爱柯迪	高压压铸	中小件、新能源汽车三电系统	23.52 亿元	法雷奥、博世、麦格纳、耐世特等
拓普集团	锻造/压铸/挤压	铝合金控制臂、大型车身结构件、转向节、轻量化底盘	78.23 亿元	T 客户、RIVIAN、蔚来、华为等

数据来源：各公司官网，各公司年报，东吴证券研究所

3. 产销配合驱动公司业绩确定性增长

3.1. 生产端：工艺储备深厚，扩建产能提高业绩上限

3.1.1. 聚焦新能源项目，具备一站式铝合金成型工艺

公司核心业务起步于新能源汽车相关的配套精密铝合金零部件产品，新能源配件领域积累深厚。公司 2013 年切入 T 客户供应链体系，发展至今公司的业务、产品及客户群更加聚焦于新能源汽车领域，与可比公司相比聚焦优势突出，在新能源车配套铝件材料、工艺及设备等方面具备全面经验体系并形成综合优势。在新能源车渗透率不断提升背景下，公司有望受益于在新能源领域相关技术积累和生产经验，持续拓展新能源相关车企客户。

表6：公司及可比公司新能源业务拓展情况

上市企业	新能源汽车领域的发展情况	新能源主要客户
广东鸿图	2020 年铝合金压铸业务中新能源及高精尖类销售占比为 21.78%	——
文灿股份	坚持传统燃油车客户和新能源汽车客户并重、传统汽车零部件和新能源汽车零部件并举的策略	T 客户、蔚来汽车、小鹏汽车、广汽新能源
爱柯迪	聚焦汽车中小件业务，向新能源三电业务拓展	宁德时代、理想汽车等
旭升股份	高度聚焦新能源汽车领域	T 客户、北极星、采埃孚、长城汽车等

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司持续募资投入建设多种铝成型技术工厂，储备一站式产品布局。公司自 2017 年 IPO 筹资建设压铸工厂以来，持续通过发行可转债、非公开发行股份等方式募资建设产能，将工艺延伸拓展至铝合金锻造和铝合金挤出领域，现有产品基本覆盖汽车动力系

统、底盘系统、电池系统铝合金产品，产品品类丰富，可满足客户汽车轻量化铝制品一站式需求。

图27：公司三大铝成型工艺主要产品

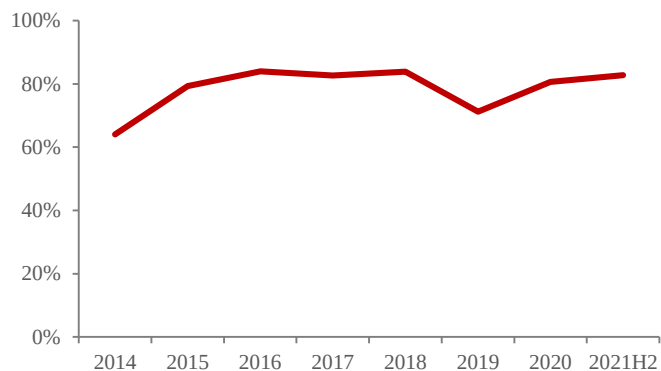


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.1.2. 产能扩张提高业绩上限，精益管理保证产能落地

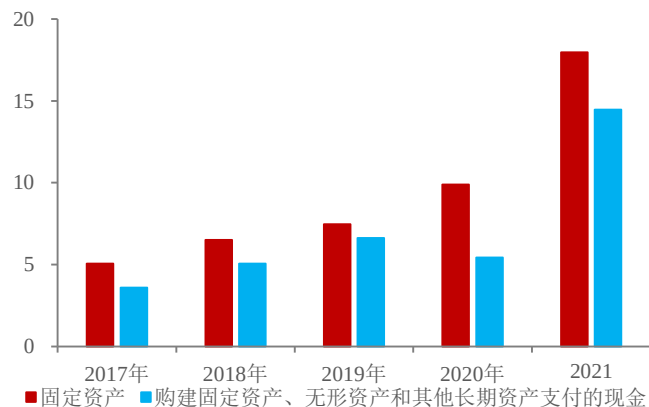
公司产能利用率水平较高。公司产成品的生产能力由加工产能决定，主要取决于各加工设备的工时，不同的加工设备加工同一种零件耗用的工时各不相同，根据生产工时计算公司产能利用率自2016年以来基本保持在80%以上的较高水平，机加产能利用率已接近饱和。

图28：公司产能利用率变化情况（%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

图29：公司各期末固定资产及当期资本投入/亿元



数据来源：wind，东吴证券研究所绘制

新扩建产能扩大业务规模，逐步达产有望增厚公司业绩。为突破公司产能瓶颈，自2017年公司IPO以来不断募资扩产，公司现有已投产工厂占地为399亩，现有在建项目投产后占地共可达1271亩，我们预计可支持约107亿元营收体量。扩建产能产品包括公司三大工艺，为公司在新能源汽车和汽车轻量化领域进一步扩大业务规模提供产能保障，助力公司业绩稳步提升。此外，公司持续投入产能扩张，2021年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金达14.46亿元，同比增速为166.81%。

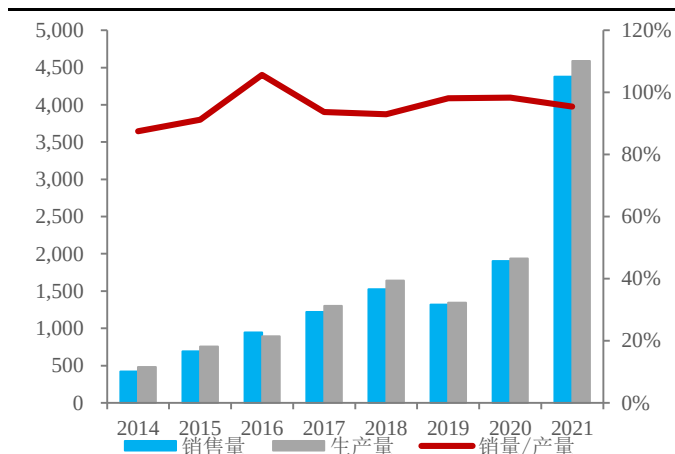
表7：公司现有产能梳理情况（截至 2022 年 3 月）

工厂序号	用途	投入资金/亿元	面积/亩
一号工厂	IPO 前已有工厂	/	167
二号工厂			
三号工厂			
四号工厂	轻量化汽车零部件	4.9	102
	新能源配件装配	0.45	
五号工厂	轻量化零部件制造	8.5	130
六号工厂	精密铸锻件（一期）	6.5	160
	精密铸锻件（二期）	4.8	
七号工厂	高智能自动化项目	19.2	52
八号工厂	轻量化精密加工	4.1	160
九号工厂	高性能铝合金项目	11.4	500
十号工厂	湖州工厂	25	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

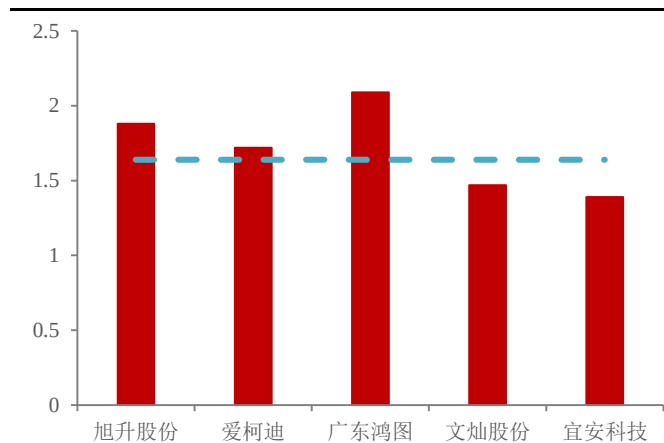
公司产销节奏把控良好，扩产节奏稳健。公司凭借汽车轻量化领域突出的产品力及服务能力，可保证 1) 产销节奏把控良好。公司采取“以销定产”的生产模式，自 2015 年以来产销比均在 90% 以上；2) 扩产产能迅速转化为收入，公司固定资产周转率在经过持续扩产后仍保持在行业较高水平，周转情况良好。

图30：公司产销量（左轴/万件）及其比率（右轴/%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

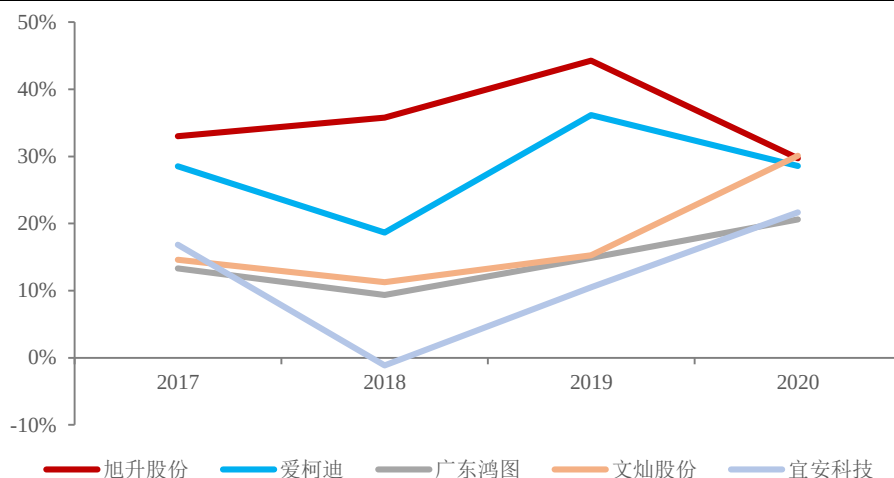
图31：2020 年可比公司固定资产周转率（次）



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

现金流情况良好，为公司持续进行产能扩张和研发投入提供保障。公司经营性现金净流量/营业总收入比率近年来好于可比公司，同时公司积极通过发行可转债、非定向增发等方式优化资本结构，良好的现金流情况为公司持续进行资本支出和研发支持提供保障。

图32：可比公司经营性现金流/营业收入情况对比（%）



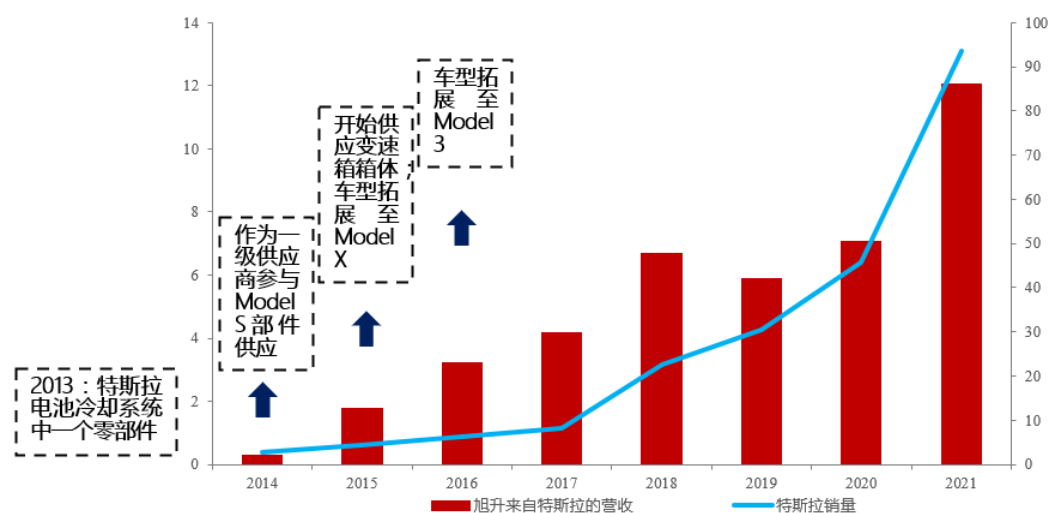
数据来源：wind，东吴证券研究所

3.2. 销售端：受益于 T 客户放量增长，新客户拓展顺利

3.2.1. 深度绑定 T 客户，持续受益 T 客户产销增长

公司与 T 客户合作关系逐步深化。2013 年起公司逐步与 T 客户形成全面合作，在产品质量、技术和研发实力、响应速度和新产品开发周期等方面得到客户的认可，合作关系较为牢固。1) 配套部件方面，公司从供应个别零部件起步，全面发展到供应传动系统、悬挂系统、电池系统等核心系统零部件。2) 配套车型方面，公司由初期供应 Model S/X 车型逐步拓展至 Model 3/Y 车型。

图33：公司为 T 客户供应配套产品情况（左轴/亿元&右轴/万辆）



数据来源：公司公告，marklines，东吴证券研究所

T 客户销量增长趋势良好，产能扩张计划积极，公司将持续受益于 T 客户放量增长。T 客户作为国际知名的新能源汽车生产企业，销量持续提升，2021 年全球销量为 93.6 万辆，同比实现+87%的高速增长。公司随着 T 客户业务发展而不断成长，通过扩

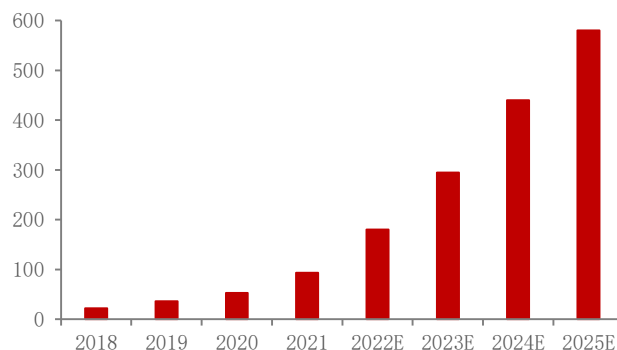
大生产能力、增强技术实力等方式，持续满足 T 客户产量增长后对公司各类配件产品的需求，与 T 客户建立共赢的长期合作关系。公司有望继续受益于 T 客户销量持续提升以及产能不断释放。

图34: T 客户 Model Y



数据来源: T 客户官网, 东吴证券研究所

图35: T 客户全球销量及预期销量 (万辆)



数据来源: marklines, 东吴证券研究所

3.2.2. 新客户持续拓展，结构不断优化

除 T 客户之外，公司同步开拓其它新能源客户。公司现有的除 T 客户外的核心客户包括全北极星 (Polaris)、采埃孚、长城汽车、宁德时代等。新客户方面，1) 公司近年来陆续通过了全球知名车企或其一级零部件供应商的合格供应商评审，成功切入其供应链体系，例如大众、奔驰、宝马、福特、通用等。2) 在新能源汽车产业链的其他潜力车企方面，国内知名的造车新势力蔚来、理想、零跑、小鹏等；国外高关注度的新兴车企 Zoox (亚马逊旗下自动驾驶初创车企)、Lucid (豪华电动车初创企业)、Rivian (电动车初创企业) 等均与公司确立了合作关系。3) 公司重视新能源汽车电池包业务的开拓，2021 年上半年获得大众 MEB 平台电池包零部件产品的定点。截至目前，已取得宁德时代、亿纬锂能、赛科利等多个客户电池包零部件项目，为挤出工厂建成投产储备了客户基础。

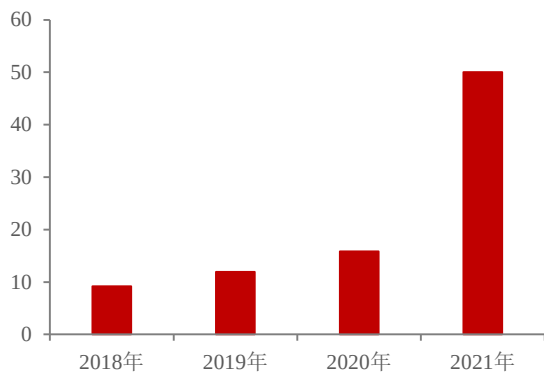
表8: 截至 2022 年 3 月 T 客户全球产能布局情况

工厂地点	生产车型	现有年产能	工厂状态
加州	Model S/X	10 万辆	生产使用中
加州	Model 3/Y	50 万辆	生产使用中
上海	Model 3/Y	>60 万辆	生产使用中
柏林	Model Y	50 万辆	生产使用中
德州	Model Y	——	建设中
德州	Cybertruck	——	规划中
待定	Telsa Semi	——	规划中
待定	Roadster	——	规划中
待定	Future product	——	规划中

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

在手订单充裕，为公司未来新增产能的消化奠定基础。截至 2021 年末，公司在手订单金额超 50 亿元，在手业务量充足同时增速较快，2021 年在手订单金额已超过 2020 年全年的 216.26%，为公司巩固现有的行业竞争地位，增强持续经营能力，新增产能的顺利消化提供保障。

图36：公司在手订单金额/亿元(截至 2021 年末)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图37：公司客户谱系



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

1) 现有土地储备产能持续释放，7-10 号工厂陆续建成投产，合计大约 1271 亩土地；2) T 客户及其它客户销量持续增加，新能源及传统车企客户（T 客户、采埃孚、长城、赛科利、Lucid）订单跟随销量增长持续增长，T 客户营收占比逐渐下降；3) 2024 年，压铸、锻造、挤压业务营收占比分别为 66%/15%/14%；4) 原材料价格在合理范围内波动，成本压力根据调价机制向下游传递，毛利率较 2021 年逐步提升，费用率基本持平。

基于以上核心假设，我们预测公司 2022-2024 年营收为 43.8/57.4/78.6 亿元，同比分别为 +44.9%/+30.9%/+37.1%，归母净利润为 5.96/8.12/11.13 亿元，同比分别为 +44.2%/+36.3%/+37.0%，对应 EPS 分别为 1.33/1.82/2.49 元，对应 PE 分别为 23.23/17.04/12.44 倍。

表9：旭升股份业绩预测拆分

		2021A	2022E	2023E	2024E
总营收	营收/亿元	30.2	43.8	57.4	78.6
	Yoy	85.77%	44.87%	30.94%	37.05%
	综合毛利率	24.06%	23.48%	24.07%	24.26%
高压压铸	营收/亿元	20.5	31.4	39.2	51.8
	Yoy	79.30%	53.16%	25.14%	31.89%
锻造	营收/亿元	3.2	4.8	8.1	12.0
	Yoy	126.48%	49.24%	67.13%	48.84%
挤压	营收/亿元	3.2	4.0	6.5	11.3
	Yoy	126.48%	24.36%	60.45%	74.42%
其它业务	营收/亿元	3.3	3.6	3.6	3.6
销售费用率		0.71%	0.70%	0.70%	0.70%
管理费用率		2.52%	2.52%	2.52%	2.52%
研发费用率		4.28%	4.04%	3.95%	4.09%
归母净利润/亿元		4.13	5.96	8.12	11.13
Yoy		24.16%	44.16%	36.31%	37.04%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所测算

我们选取文灿股份、拓普集团、爱柯迪三家企业作为公司的可比公司，2021-2023 年平均 PE 为 60.5/28.8/21.1 倍。考虑到公司在铝合金加工领域技术及产能布局完善，客户质量优质，受益于汽车新能源市场的不断拓展，公司营收及业绩有望快速增长，我们看好公司的长期发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

表10：可比公司估值（截至 2022 年 4 月 4 日）

公司代码	公司名称	市值	归母净利润/亿元			PE		
			2021A/E	2022E	2023E	2021A/E	2022E	2023E
603348.SH	文灿股份	100	1.2	3.9	5.7	87.2	25.6	17.7
601689.SH	拓普集团*	645	10.5	17.0	23.6	61.7	38.0	27.3
600933.SH	爱柯迪*	101	3.1	4.5	5.5	32.5	22.6	18.3
平均值						60.5	28.8	21.1
603305.SH	旭升股份*	138	4.1	6.0	8.1	33.5	23.2	17.0

数据来源：WIND，东吴证券研究所(注：*为东吴证券覆盖，采用东吴证券预测数据，其余采用 wind 一致预期)

5. 风险提示

芯片供应短缺超出预期。芯片短缺超出预期，会影响公司下游配套主机厂的产量供应，从而影响公司业绩。

铝合金价格上涨超出预期。公司产品的主要原材料为铝合金，若铝价在短期内发生剧烈波动，可能给公司的当期经营业绩带来一定的不利影响。

旭升股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4665	5958	7548	9908	营业总收入	3023	4380	5735	7860
货币资金及交易性金融资产	2602	3178	3883	4842	营业成本(含金融类)	2296	3352	4355	5954
经营性应收款项	1028	1511	1978	2711	税金及附加	8	28	37	51
存货	920	1102	1491	2120	销售费用	21	26	34	47
合同资产	0	0	0	0	管理费用	76	88	134	175
其他流动资产	114	167	195	235	研发费用	129	151	195	275
非流动资产	3513	4107	4703	5298	财务费用	22	140	166	191
长期股权投资	0	4	8	12	加:其他收益	18	42	57	75
固定资产及使用权资产	1797	2024	2246	2458	投资净收益	13	37	49	37
在建工程	1251	1550	1849	2148	公允价值变动	3	0	0	0
无形资产	361	425	497	577	减值损失	-38	-4	-4	-4
商誉	0	1	1	3	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	2	1	1	1	营业利润	467	671	914	1276
其他非流动资产	102	101	100	99	营业外净收支	-2	0	0	0
资产总计	8178	10064	12251	15207	利润总额	465	671	914	1276
流动负债	2735	3525	4399	5742	减:所得税	53	75	102	163
短期借款及一年内到期的非流动负债	736	736	736	736	净利润	413	596	812	1113
经营性应付款项	1780	2571	3341	4567	减:少数股东损益	-1	0	0	0
合同负债	114	1	1	2	归属母公司净利润	413	596	812	1113
其他流动负债	104	217	321	437	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.92	1.33	1.82	2.49
非流动负债	1786	2286	2786	3286	EBIT	474	735	979	1358
长期借款	400	400	400	400	EBITDA	598	1023	1324	1765
应付债券	1270	1770	2270	2770	毛利率(%)	24.06	23.48	24.07	24.26
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	13.67	13.60	14.16	14.16
其他非流动负债	116	116	116	116	收入增长率(%)	85.77	44.87	30.94	37.05
负债合计	4521	5812	7186	9028	归母净利润增长率(%)	24.16	44.16	36.31	37.04
归属母公司股东权益	3653	4250	5062	6176					
少数股东权益	3	3	3	3					
所有者权益合计	3657	4253	5065	6179					
负债和股东权益	8178	10064	12251	15207					

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	378	1094	1308	1668	每股净资产(元)	8.02	9.35	11.17	13.66
投资活动现金流	-1191	-848	-897	-969	最新发行在外股份 (百万股)	447	447	447	447
筹资活动现金流	1928	329	294	259	ROIC(%)	8.85	9.87	11.13	12.76
现金净增加额	1103	576	705	959	ROE-摊薄(%)	11.31	14.02	16.04	18.02
折旧和摊销	124	288	345	407	资产负债率(%)	55.28	57.74	58.65	59.37
资本开支	-1446	-880	-941	-1001	P/E (现价&最新股本摊薄)	33.49	23.23	17.04	12.44
营运资本变动	-206	13	-87	-135	P/B (现价)	3.86	3.31	2.77	2.27

数据来源:Wind,东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

