

旭升股份 (603305.SH) 客户结构多元化发展，扩产助力业绩增长

2022 年 04 月 18 日

——公司首次覆盖报告

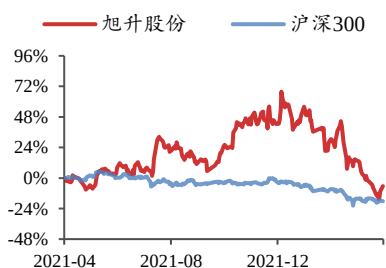
投资评级：买入（上调）
邓健全（分析师）

dengjianquan@kysec.cn

证书编号：S0790521040001

日期	2022/4/18
当前股价(元)	29.60
一年最高最低(元)	53.66/25.75
总市值(亿元)	132.32
流通市值(亿元)	132.32
总股本(亿股)	4.47
流通股本(亿股)	4.47
近 3 个月换手率(%)	58.91

股价走势图



数据来源：聚源

● 铝合金压铸件优质供应商，营收保持快速增长

旭升股份是国内优质铝合金压铸件供应商，产品主要聚焦于新能源汽车领域，包括变速箱壳体、电动机悬挂、电池组壳体等。受益于新能源汽车行业的高景气度，近年来公司营收保持快速增长，2015-2021 年公司营收复合增速为 43%。伴随公司核心客户特斯拉快速放量，以及其他新能源汽车客户的顺利拓展，我们预计 2022-2024 年公司营收分别为 42.82/58.46/73.81 亿元，归母净利润分别为 5.28/7.58/10.69 亿元，EPS 分别为 1.18/1.70/2.39 元/股，对应当前股价 PE 为 25.1/17.5/12.4 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 与特斯拉保持密切合作，有望充分受益于特斯拉快速放量

特斯拉是公司的第一大客户，2021 年公司来自特斯拉销售金额占公司总营收的 40%。公司自 2014 年与特斯拉展开全面合作，给特斯拉配套产品逐步拓展至传动系统、悬挂系统和电池系统等铝合金压铸件及铸锻件。2019 年特斯拉在中国建厂后，公司取得了特斯拉中国区域的增量业务。目前特斯拉正在加快建设工厂增加产能，公司有望跟随特斯拉快速成长。

● 持续开拓新能源客户，客户结构呈多元化发展

公司在铝压铸行业深耕多年，近年来凭借特斯拉客户认证优势持续开拓新能源汽车市场，客户结构持续优化。目前公司业务开拓范围已覆盖“北美、欧洲、亚太”三大区域，进入长城汽车、北极星、宝马、蔚来等车企、采埃孚等全球知名 Tier 1 厂商，以及赛科利、宁德时代、亿纬锂能等电池供应商。

● 布局压铸、锻造、挤出三大工艺，产能扩张释放业绩空间

公司深入布局铝制轻量化领域，产品结构不断丰富。公司以铝压铸产品起家，产品线延伸至锻造、挤出领域，基本覆盖汽车动力、底盘和电池系统的铝合金产品。近年来公司持续扩大产能建设，随着公司锻造、挤出产能的逐步投产，将进一步释放业绩增长空间。

风险提示：汽车行业景气度不及预期；特斯拉销量不及预期；产能建设进度不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,628	3,023	4,282	5,846	7,381
YOY(%)	48.3	85.8	41.6	36.5	26.2
归母净利润(百万元)	333	413	528	758	1,069
YOY(%)	61.1	24.2	27.7	43.6	41.1
毛利率(%)	32.9	24.1	22.5	23.2	23.7
净利率(%)	20.4	13.7	12.3	13.0	14.5
ROE(%)	10.0	11.3	12.8	15.8	18.4
EPS(摊薄/元)	0.74	0.92	1.18	1.70	2.39
P/E(倍)	39.8	32.0	25.1	17.5	12.4
P/B(倍)	4.0	3.7	3.3	2.8	2.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 深耕铝压铸行业，客户结构多元化发展成长可期	4
1.1、 铝合金压铸件优质供应商，客户结构持续优化.....	4
1.2、 铝合金汽车零部件为主业，驱动公司营收快速增长.....	5
2、 轻量化大势所趋，车用铝合金行业不断扩容	7
2.1、 铝合金部件渗透率提升，赛道具备高成长性.....	7
2.2、 铝压铸工艺为主流，锻造、挤压工艺应用不断提升.....	7
2.3、 铝铸件行业呈分散格局，产品及客户布局各有差异.....	9
3、 客户结构持续优化，产能扩张释放业绩空间	10
3.1、 与特斯拉合作时间长，有望充分受益于特斯拉快速放量.....	10
3.2、 持续拓展新能源客户，客户结构呈多元化发展.....	11
3.3、 生产工艺延伸+产能扩充，进一步打开公司成长空间	12
4、 盈利预测与投资建议	14
4.1、 关键假设.....	14
4.2、 盈利预测与估值.....	15
5、 风险提示	15
附：财务预测摘要	16

图表目录

图 1： 公司与特斯拉合作不断加深，并持续开拓新客户.....	4
图 2： 来自特斯拉营收占比近年来有所下降	4
图 3： 2021 年公司前五大客户覆盖北美、欧洲、亚太.....	4
图 4： 2013-2021 年公司营收 CAGR 为 45%，归母净利润 CAGR 为 43%.....	6
图 5： 汽车类产品营收占比稳步提升	6
图 6： 2021 年国内市场为公司主要市场	6
图 7： 近年来公司毛利率、净利率呈下降趋势	6
图 8： 汽车类产品毛利率呈下降趋势	6
图 9： 预计我国汽车单车用铝量不断增长	7
图 10： 未来铝合金在汽车零部件中渗透率将不断提升.....	7
图 11： 锻造工艺目前主要应用于汽车底盘结构件.....	8
图 12： 2018 年压铸工艺在铝合金成型工艺中占比最高.....	8
图 13： 铝铸件行业中，广东鸿图、文灿股份、爱柯迪、旭升股份为国内龙头	9
图 14： 特斯拉单季度交付量快速增长（万辆）	11
图 15： 公司客户结构呈多元化发展	12
图 16： 公司生产工艺由压铸拓展至锻造、挤出领域	12
表 1： 公司产品种类丰富	5
表 2： 铝合金主流成型工艺包括压铸、锻造、挤压等	8
表 3： 铝铸件企业主营产品、客户群体不同	9
表 4： 公司与特斯拉保持密切合作	10
表 5： 公司与特斯拉配套产品拓展至传动系统、悬挂系统和电池系统等零部件.....	10
表 6： 特斯拉正在加快建设增加产能	11

表 7： 公司积极布局新能源领域企业	12
表 8： 发行可转债募投资金用于铸锻件产能建设	13
表 9： 非公开发行股票进一步扩大铸锻件产能及提升精密机加工能力	13
表 10： 发行可转债扩充压铸件产能	14
表 11： 公司营收拆分及预测（百万元）	15
表 12： 可比上市公司估值（PE/PEG）	15

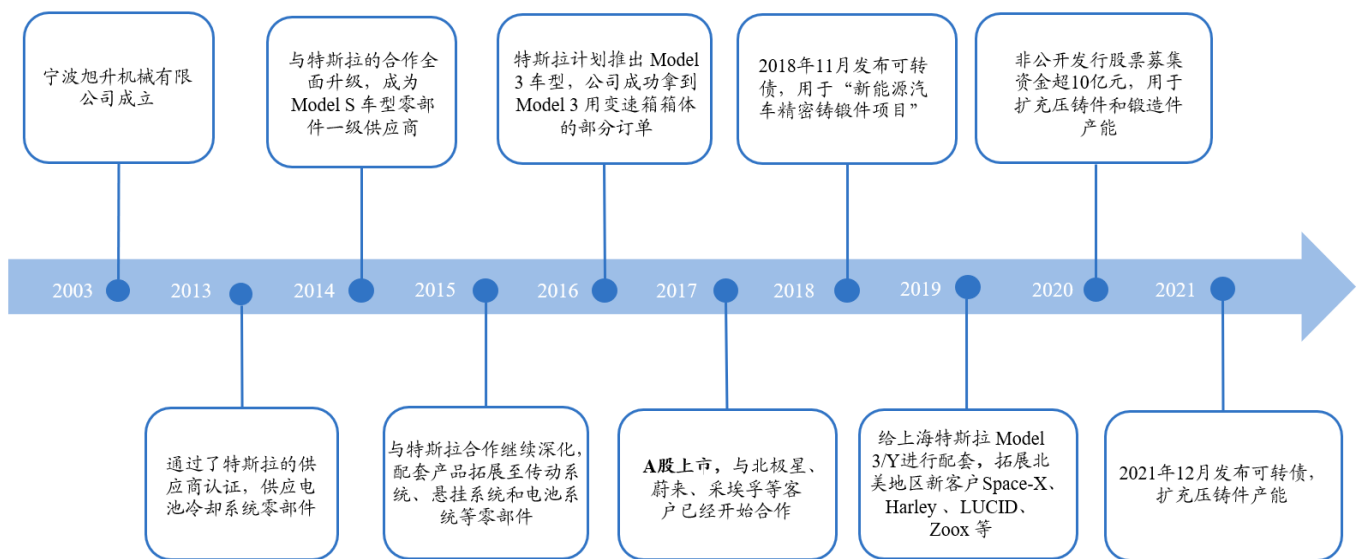
1、深耕铝压铸行业，客户结构多元化发展成长可期

1.1、铝合金压铸件优质供应商，客户结构持续优化

旭升股份是国内优质铝合金压铸件供应商。公司成立于2003年，成立初期主要从事模具加工业务，后业务延伸至铝压铸工业件。2012年公司进军新能源汽车市场，逐步成为特斯拉一级供应商，并与特斯拉合作不断加深。目前，公司业务开拓范围已覆盖“北美、欧洲、亚太”三大全球新能源汽车的主要消费地，并同时掌握压铸、锻造、挤出三大铝合金成型工艺。

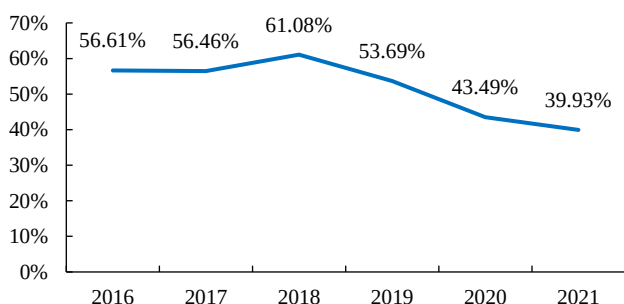
公司与特斯拉保持密切合作，近年来客户结构持续优化。公司2013年通过特斯拉供应商认证，并于2014年与特斯拉展开全面合作，给特斯拉配套产品逐步拓展至传动系统、悬挂系统和电池系统等铝合金压铸件。特斯拉是公司的第一大客户，2015-2019年期间，公司来自特斯拉销售金额占公司总营收的50%以上。近年来，公司持续开拓新能源汽车市场，客户结构呈多元化发展趋势，目前已进入长城汽车、北极星、宝马、蔚来等车企、采埃孚等全球知名Tier 1厂商，以及赛科利、宁德时代、亿纬锂能等电池供应商。

图1：公司与特斯拉合作不断加深，并持续开拓新客户



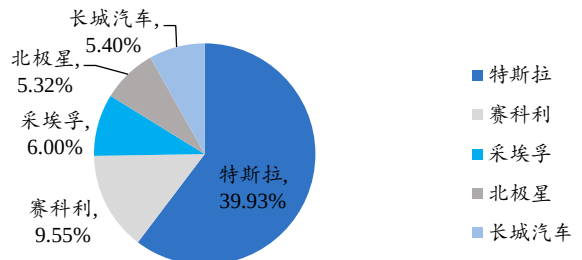
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图2：来自特斯拉营收占比近年来有所下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2021年公司前五大客户覆盖北美、欧洲、亚太



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司致力于新能源汽车及轻量化领域，产品矩阵丰富。公司主要从事精密铝合金汽车零部件和工业零部件的研发、生产与销售，其中汽车类产品涵盖多个汽车核心系统，包括传动系统、控制系统、悬挂系统、电池系统等。

表1：公司产品种类丰富

产品分类	主要产品分类	典型产品名称	图片
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、变速箱悬挂	
	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	电池组外壳、箱体、冷却系统组件	
	新能源汽车液压系统	油泵组件	
	传统汽车扭力转向系统	扭力转向器导轮	
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	
	灯具配件	灯具外壳	
模具类	模具	变速箱壳体模具	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

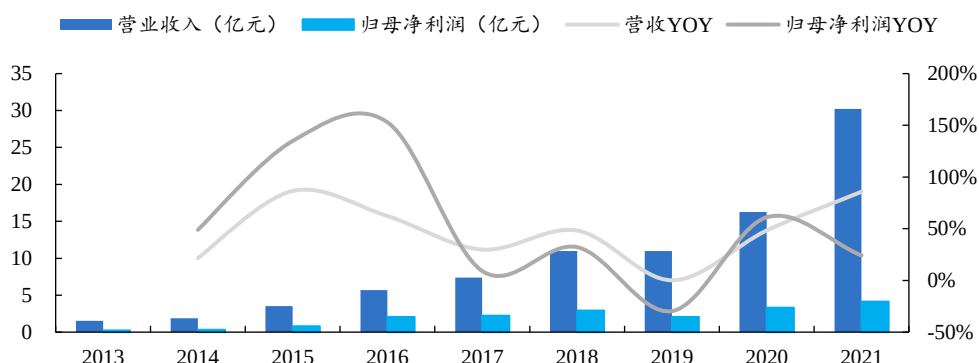
1.2、铝合金汽车零部件为主业，驱动公司营收快速增长

铝合金汽车零部件为公司主业，历年来营收占比稳步提升。公司自2012年进军新能源汽车市场，汽车类产品营收占比逐年提升，2021年汽车类产品营收占比为89.1%。2016-2020年国外市场为公司主要市场，历年营收占比超过60%，这是由于公司主要客户特斯拉、北极星等均来自北美地区。随着公司不断拓展国内客户，2021年公司内销营收超过外销，内销营收占比为56.6%。

公司营收快速增长，2020年来净利润实现稳步提升。2013-2021年公司营收CAGR为44.97%，归母净利润CAGR为43.48%。其中，2019年公司营收增速放缓、归母净利润有所下滑主要是由于特斯拉Model X/S车型减产，公司配套数量下降所

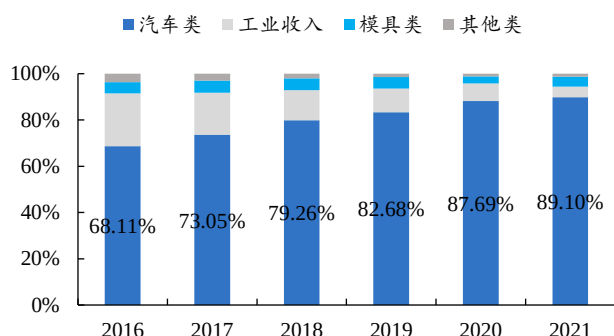
致。公司 2021 年公司实现营收 30.23 亿元，同比增长 85.77%，实现归母净利润 4.13 亿元，同比增长 24.16%。

图4：2013-2021 年公司营收 CAGR 为 45%，归母净利润 CAGR 为 43%



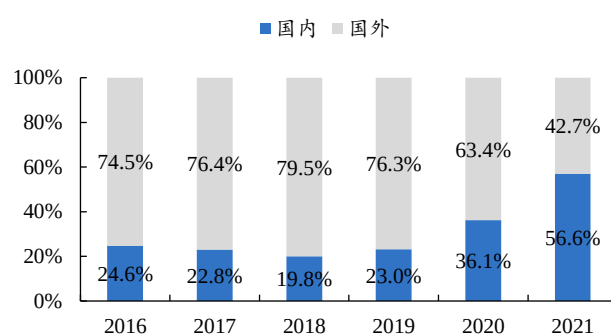
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：汽车类产品营收占比稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

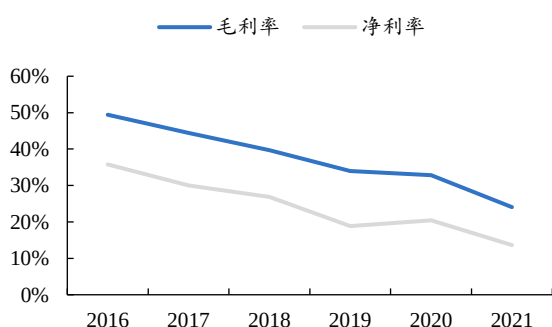
图6：2021 年国内市场为公司主要市场



数据来源：Wind、开源证券研究所

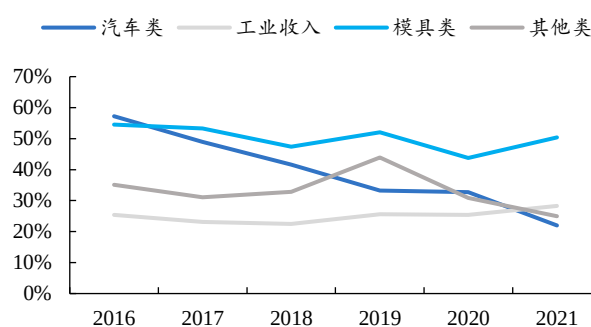
2016-2021 年期间公司净利率、毛利率呈下滑趋势。2016-2020 年期间公司综合毛利率呈下滑趋势主要系毛利率相对较低的产品占比提升所致，公司配套特斯拉 Model 3/Y 的铝合金零部件产品规模增加，而 Model 3/Y 配套产品的毛利率水平整体低于 Model S/X，导致公司整体毛利率下降。2021 年公司毛利率同比减少 8.98%，主要是由于原材料合金铝的价格上涨、海运费增加等因素影响。

图7：近年来公司毛利率、净利率呈下降趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：汽车类产品毛利率呈下降趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

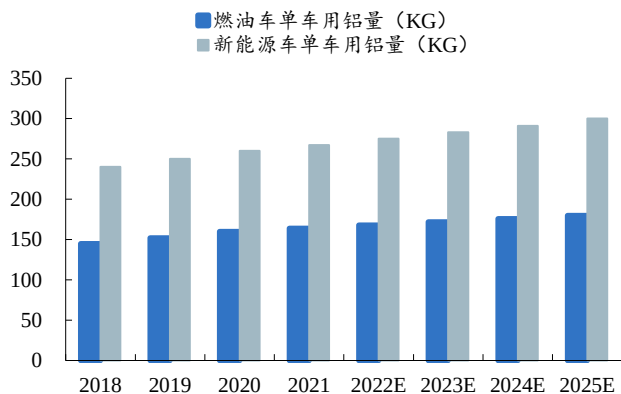
2、轻量化大势所趋，车用铝合金行业不断扩容

2.1、铝合金部件渗透率提升，赛道具备高成长性

电动化趋势下，我国单车用铝量将进一步提速。根据华经产业研究院的数据显示，2015 年全球单车用铝量为 168kg，而同期我国汽车平均每辆车用铝量仅为 115Kg，具备较大提升空间。新能源车单车用铝量显著高于燃油车，2018 年我国新能源车单车用铝量为 240kg，燃油车单车用铝量为 145kg，随着我国新能源汽车渗透率持续提升，我国单车用铝量将进一步提速。

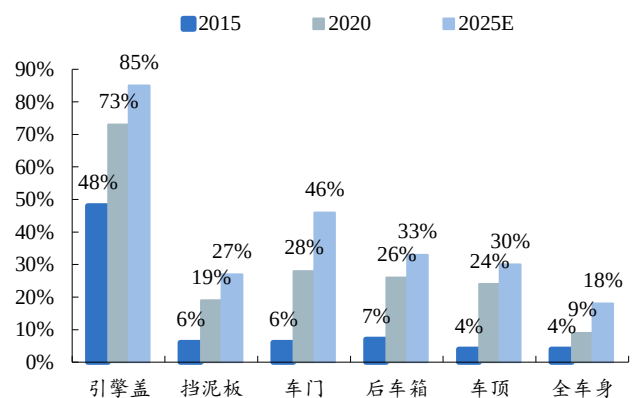
铝合金在汽车主要部件中的渗透率有望持续提升。为满足汽车轻量化的需求，目前铝合金压铸产品主要应用于汽车的底盘系统、动力总成与车身三大领域。其中，动力系统铝合金的渗透率最高，底盘系统及车身结构件的渗透率提升空间较大。

图9：预计我国汽车单车用铝量不断增长



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

图10：未来铝合金在汽车零部件中渗透率将不断提升



数据来源：文灿股份招股说明书、开源证券研究所

2.2、铝压铸工艺为主流，锻造、挤压工艺应用不断提升

铝合金零部件主流成型工艺主要包括压铸、锻造、挤压等。由于各工艺的特点不同，并拥有不同的优势和劣势，其应用范围也不同。

(1) 压铸：利用压力将金属液高速压入精密金属模具型腔内，金属液在压力作用下冷却凝固而形成铸件。压铸的铸造缺陷大幅降低，提高了成品率，同时成本在各种制造方式中最低。目前在铝合金成型工艺中，压铸工艺占据主流，在汽车传动系统、动力总成系统、车身结构件等领域均有广泛应用。

(2) 锻造：是指利用锻压机械对金属坯料施加压力，使其产生塑性变形以获得具有一定机械性能、一定形状和尺寸锻件的加工方法。铝锻件具有优良的性能，主要体现在内部组织细密、均匀、无缺陷，其可靠性远高于压铸件，也高于其他金属铸件。同时塑性好，可加工成各种形状复杂的高精度锻件。底盘作为支撑、安装汽车各部件的总成，是汽车的重要安全结构件。近年来铝合金锻件在汽车上底盘上的应用逐年增加，主要应用于底盘的转向节、摆臂、控制臂、副车架等。

图11：锻造工艺目前主要应用于汽车底盘结构件



资料来源：旭升股份可转债募集说明书

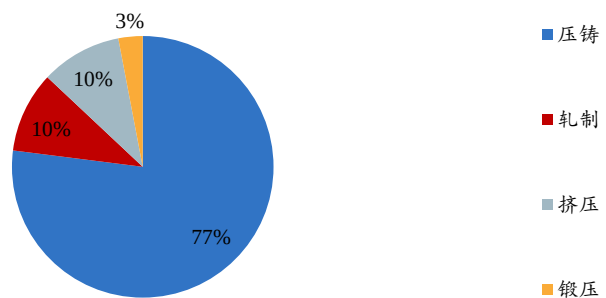
(3) 挤压：是一种使液态或半固态金属在高压下凝固、流动成形，直接获得制件或毛坯的方法。挤压铸造是一种铸、锻结合的工艺，相对于其它铝合金铸造方式，挤压铸造产品的力学性能高于普通铸件，同时可满足不同形状的要求，目前主要应用于车身结构件。

表2：铝合金主流成型工艺包括压铸、锻造、挤压等

项目	挤压铸造	锻造	差压铸造	低压铸造	高压铸造
表面质量	良好	良好	中等	中等	良好
内部质量	140MPa 左右压力下成型，晶粒细小、组织致密	锻打下晶粒细小、组织致密	0.6MPa 左右压力下成型，晶粒较为粗大，组织相对松散	0.01-0.05MPa 左右压力下成型，晶粒粗大、组织松散	高速喷水，无补缩，内部较多气孔疏松
热处理	可固溶 (T6)	可固溶 (T6)	可固溶 (T6)	可固溶 (T6)	不可
生产效率	高	低	中等	中等	高
设备成本	高	中等	中等	低	中等
成型精度	一次成型程度高，加工余量少	一次成型率低、工序繁复、加工复杂	加工余量较大	加工余量较大	一次成型程度高，加工余量少
机械性能	接近锻造水平	最高	中等	中等	低

资料来源：《汽车底盘铝合金轻量化工艺的成型工艺及趋势》、开源证券研究所

图12：2018 年压铸工艺在铝合金成型工艺中占比最高



数据来源：盖世汽车、开源证券研究所

2.3、铝铸件行业呈分散格局，产品及客户布局各有差异

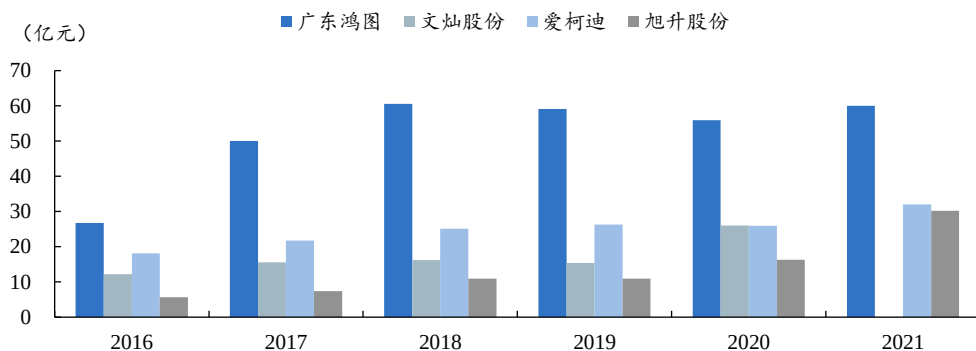
铝铸件行业企业数量多且行业集中度较低。根据我国铸造协会数据,我国有 3000 多家压铸企业,其中汽车压铸件占压铸件总产量的 70%。铝压铸行业市场内企业数量众多,竞争格局较为分散,根据华经产业研究院的数据显示,2019 年我国铝压铸行业市场集中度 CR5 仅为 11.6%,行业集中度较低。

表3：铝铸件企业主营产品、客户群体不同

公司名称	主要产品	主要客户群体	技术
旭升股份	主要聚焦于新能源汽车领域,产品包括传动系统、控制系统、悬挂系统、电池系统等壳体件	特斯拉、赛科利、北极星、采埃孚、长城汽车等	高压压铸、挤压、锻造
广东鸿图	精密铝合金压铸件业务、汽车内外饰件注塑件业务、专用车业务	通用、克莱斯勒、福特、本田、日产、丰田、奔驰、沃尔沃、大众、一汽、上汽、东风等	真空压铸
文灿股份	传统燃油车和新能源汽车的发动机系统、变速箱系统、车身结构领域等汽车零部件	大众、奔驰、宝马、奥迪等、特斯拉、蔚来、小鹏、理想、比亚迪、吉利、长城汽车、采埃孚、博世等	高压压铸、真空压铸、低压压铸
爱柯迪	汽车雨刮系统、传动系统、转向系统、发动机系统等中小件、新能源三电系统等	法雷奥集团、博世、麦格纳、大陆等	高真空压铸技术、局部挤压压铸技术
拓普股份	转向节、锻铝控制臂、减震塔等	特斯拉、Rivian、福特等	锻造、真空精密压铸、差压铸造、挤压、高压压铸
伯特利	转向节、支架、铸铝叉臂	通用墨西哥、通用美国、通用加拿大、上汽通用	差压铸造
凌云股份	电池壳、保险杠	保时捷、宝马、大众 MQB、丰田、奔驰、长城、宁德时代	挤压、焊接
敏实集团	副车架、防撞梁、纵梁、电池盒	日产、本田、宝马、大众、戴姆勒、标致、雷诺、捷豹路虎、沃尔沃、福特	挤压、焊接
泉峰汽车	电机壳体、逆变器壳体、传动零部件、转向零部件、热交换零部件等	长城汽车、比亚迪、长安、法雷奥西门子、特斯拉、大众、采埃孚、博世等	高真空压铸技术、超低速层流挤压铸造技术

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

图13：铝铸件行业中，广东鸿图、文灿股份、爱柯迪、旭升股份为国内龙头



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、客户结构持续优化，产能扩张释放业绩空间

3.1、与特斯拉合作时间长，有望充分受益于特斯拉快速放量

公司是国内较早成为特斯拉供应商的零部件企业之一。公司 2013 年与特斯拉达成合作关系，成为特斯拉一级供应商。2014 年公司与特斯拉开展全面合作，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。

2019 年特斯拉在中国建厂后，公司取得了特斯拉中国区域的增量业务，与特斯拉上海就动力系统壳体、电池壳体、车身零部件、底盘等新能源汽车零部件开展了合作，根据公司公告，其中特斯拉上海生产的 Model 3 中的散热器、电机壳体、变速箱壳体等产品由公司独家供应。同时，公司与特斯拉就 Model Y 的底盘铸锻零部件也确立了合作关系。截至目前，公司已为特斯拉 Model S/X、Model 3/Y 车型提供了轻量化解决方案。

表4：公司与特斯拉保持密切合作

公司与特斯拉合作历程		
初始阶段	2013 年 6 月	公司通过了特斯拉的供应商认证，供应电池冷却系统零部件
爬坡阶段	2013 年 10 月 - 2014 年	2013 年 10 月，公司与特斯拉签订了通用合同，合同确定合作期 10 年。2014 年初，公司作为一级供应商参与到 Model S 车型产品所需配件的研发。由此，公司与特斯拉的合作全面升级，从配件加工供应商升级到共同设计、研发和加工供应商，至 2014 年中，公司一共参与并取得定点的开发项目有 30 个。
	2015 年	2015 年 8 月，公司开发的变速箱箱体进入到量产阶段，用于特斯拉通用平台，给 Model S 及 Model X 配套，配套产品拓展至传动系统、悬挂系统和电池系统等零部件。
深入合作阶段	2016 年	特斯拉在 2016 年计划推出 Model 3 车型，公司成功拿到了 Model 3 变速箱箱体的部分订单，并在 2016 年 9 月开始向特斯拉小批量供货。
	2019 年	(1) 特斯拉上海生产的 Model 3 中的散热器、电机壳体、变速箱壳体等产品由公司独家供应。 (2) 公司拿到 Model Y 压铸件及铸锻件产品定点。

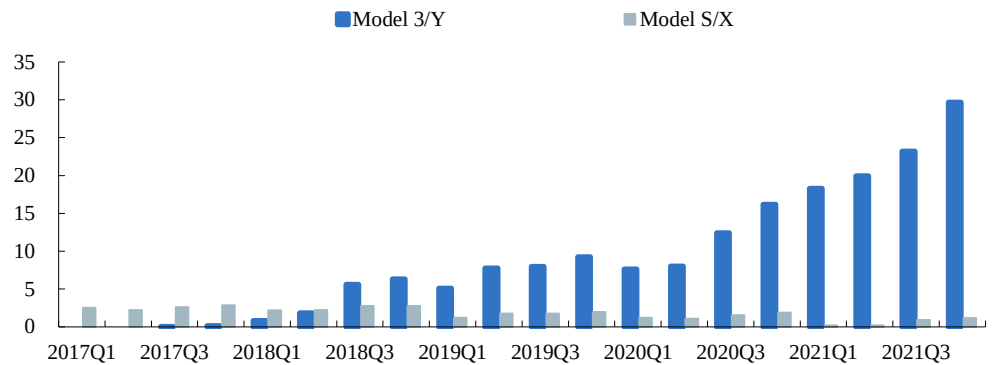
资料来源：公司公告、开源证券研究所

表5：公司与特斯拉配套产品拓展至传动系统、悬挂系统和电池系统等零部件

项目	典型产品
传动系统	变速箱箱体
悬挂系统	电动机悬挂、变速箱悬挂
电池系统	电池组外壳、箱体、冷却系统组件
电气系统	电子元件保护外壳
液压系统	液压油泵

资料来源：公司公告、开源证券研究所

近年来特斯拉交付量快速增长，公司有望充分受益于特斯拉放量。2017-2021 年期间特斯拉分别交付了 10/25/37/50/94 万辆，交付量 CAGR 为 73.6%，其中 2021 年交付量同比增长 87.4%。截至 2021 年底，特斯拉在产工厂年产能超过 105 万辆，并正在柏林、德州等地加快建设增加产能。

图14：特斯拉单季度交付量快速增长（万辆）


数据来源：特斯拉公告、开源证券研究所

表6：特斯拉正在加快建设增加产能

工厂地点及所产车型		现有年产能	工厂状态
加州	Model S/X	10 万辆	生产使用中
	Model 3/Y	50 万辆	生产使用中
上海	Model 3/Y	>45 万辆	生产使用中
柏林	Model Y	-	建设中
德州	Model Y	-	建设中
	Cybertruck	-	规划中
待定	Telsa Semi	-	规划中
	Roadster	-	规划中
	Future product	-	规划中

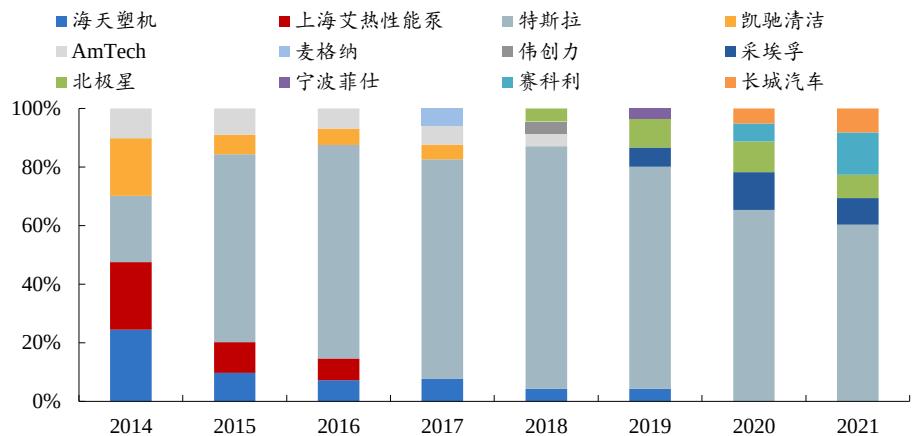
资料来源：旭升股份募集说明书、开源证券研究所

3.2、持续拓展新能源客户，客户结构呈多元化发展

近年来，公司对特斯拉的销售占比不断下降，同时正在积极拓展海内外市场，非特斯拉客户快速放量。2021 年公司对赛科利销售额 2.89 亿元，同比增长 341.02%，占营收比例上升为 9.55%；2021 年公司对长城汽车实现销售额 1.63 亿元，同比增长 190.52%，营收占比上升至 5.40%，随着长城汽车多个定点产品陆续量产，预计后续将进一步放量。

公司客户结构持续优化，目前业务范围已形成“北美、欧洲、亚太”三大区域格局。北美地区以特斯拉及北极星为重点，并持续拓展 Space-X、Harley、LUCID、Zoox 等；欧洲地区目前合作的客户包括采埃孚、法雷奥-西门子、马瑞利、埃贝赫、伟创力等；亚太区域目前以国内为开拓重点，其中长城汽车、宁德时代、精进电动、蔚来汽车等已开始逐步量产，并取得了宝马、广汽、亿纬锂能等客户多个定点项目。未来公司将持续开拓新能源汽车市场，不断拓展新客户。

图15：公司客户结构呈多元化发展



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表7：公司积极布局新能源领域企业

客户开拓方向	已与公司确立合作项目的代表性客户
深化与现有优质客户的合作	特斯拉、北极星、长城企业、采埃孚、赛科利、宁德时代等
前瞻性布局新能源领域的客户	(1) 国内造车新势力客户布局：理想、蔚来、小鹏、零跑等 (2) 国外新兴车企布局：Zoox（亚马逊旗下自动驾驶初创企业）、Lucid（知名豪华电动车初创企业）、Rivian（电动车初创企业）等 (3) 其他客户布局：大众（纯电动车 MEB 平台业务）、亿纬锂能等

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.3、生产工艺延伸+产能扩充，进一步打开公司成长空间

生产工艺由压铸拓展至锻造、挤出领域。近年来，公司通过发布可转债、非公开发行股票等方式，募投资金建设新产能，将生产工艺由铝合金压铸延伸拓展至铝合金锻造和铝合金挤出领域，满足客户汽车轻量化铝制品一站式需求。

图16：公司生产工艺由压铸拓展至锻造、挤出领域



资料来源：公司公告

发行可转债募投资金用于铸锻件产能建设。为丰富公司产品线，2018 年 11 月公司发行可转债募集 4.2 亿资金投入“新能源汽车精密铸锻件项目”，建设新能源汽车铝合金精密铸锻零部件包括连杆、扭臂、转向节、下摆臂等，建设完成后可新增年产 500 万件铸锻件产能。该次募投项目生产汽车底盘用锻压件，通过该项目公司可切入汽车铝合金锻件市场，与原有业务相互补充促进，可多方面满足客户不同产品需求。

表8：发行可转债募投资金用于铸锻件产能建设

项目名称	产品	产能（万套/年）	达产后每年营收（亿元）	预期投资回收期（年）	项目完工时间
新能源汽车精密铸锻件项目	连杆	350	5.88	5.2	2020 年末
	扭臂	40			
	转向节	60			
	下摆臂	50			

资料来源：公司公告、开源证券研究所

非公开发行股票进一步扩大铸锻件产能及提升精密机加工能力。2020 年公司非公开发行股票 3234 万股，发行价为每股 32.41 元，募集资金总额为 10.5 亿元，用于新能源汽车精密铸锻件项目（二期）项目和汽车轻量化零部件制造项目。项目建成后将新增年产 685 万件新能源汽车精密铸锻件产品的产能规模，以及形成年产 720 万件汽车轻量化零部件产品的加工需求。此次募投项目建成后将优化公司产品结构，提升新能源汽车铝合金精密铸锻零部件产品产能，同时能够提升公司精密机加工能力，使公司压铸、铸锻和精密机加能力实现产能匹配。

表9：非公开发行股票进一步扩大铸锻件产能及提升精密机加工能力

项目名称	产品	产能（万套/年）	投资总额（万元）	达产后每年营收（亿元）	预期投资回收期（年）	项目完工时间
新能源汽车精密铸锻件项目（二期）	连杆	420	48,413	5.6	28 个月	2022 年下半年
	扭臂	95				
	转向节	80				
	下摆臂	90				
汽车轻量化零部件制造项目	压铸件加工	传动系统壳体	84,819	9.62	2	2021 年末
		悬挂系统壳体				
		电池系统壳体				
	铸锻件加工	连杆				
		扭臂				
		转向节				

资料来源：公司公告、开源证券研究所

发行可转债扩充压铸件产能。2021 年 12 月，公司发行可转债拟募集 13.5 亿元用于“高性能铝合金汽车零部件项目”及“汽车轻量化铝型材精密加工项目”。其中，高性能铝合金汽车零部件项目建设完成后将新增新能源汽车传动系统壳体产能 234 万件、新能源汽车电池系统部件产能 57 万件和新能源汽车车身部件产能 50 万件，预计项目建设期 36 个月，完全达产后年营收 14.67 亿元。汽车轻量化铝型材精密加工项目建设完成后将新增新能源汽车传动系统壳体产能 62 万件、新能源汽车电池系统部件产能 95 万件，预计项目建设期 24 个月，达产后年营收 5.6 亿元。

表10：发行可转债扩充压铸件产能

项目名称	产品	产能（万套/年）	投资总额（万元）	达产后每年营收（亿元）	预期投资回收期（年）	项目完工时间
高性能铝合金汽车零部件项目	新能源汽车传动系统壳体	234	114,179	14.67	3	2024
	新能源汽车电池系统部件	57				
	新能源汽车车身部件	50				
汽车轻量化铝型材精密加工项目	新能源汽车传动系统壳体	62	40,532	5.6	2	2023
	新能源汽车电池系统部件	95				

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

（1）特斯拉为公司第一大客户，自 2014 年起公司与特斯拉保持密切合作，给特斯拉 Model S/X、Model 3/Y 车型提供轻量化解决方案，已成为特斯拉核心供应商之一。目前特斯拉正在加快建设工厂增加产能，公司有望充分受益于特斯拉的快速放量。

（2）公司积极拓展新客户，目前业务范围已形成“北美、欧洲、亚太”三大区域格局。北极星、采埃孚、长城汽车、宁德时代等现均已成为公司的重要客户之一，并取得了宝马、广汽、亿纬锂能等客户多个定点项目。我们预计未来来自非特斯拉新能源客户的业绩将保持快速增长。

（3）公司产能不断扩充，产品线不断完善，目前已形成压铸、锻造、挤出三大工艺。我们预计未来随着锻造件及挤出件产能陆续落地，将给公司带来全新的业绩增量。

综上，我们预计 2022-2024 年公司汽车类业务营收分别为 39.16、54.46、69.47 亿元，毛利率分别为 21.0%、22.1%、22.8%。

表11：公司营收拆分及预测（百万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
汽车类	1427.2	2693.7	3915.9	5446.1	6946.9
YOY	57.3%	88.7%	45.4%	39.1%	27.6%
毛利率	32.8%	22.0%	21.0%	22.1%	22.8%
工业收入	123.1	138.8	152.6	164.8	176.4
YOY	10.2%	12.7%	10.0%	8.0%	7.0%
毛利率	25.4%	28.3%	27.0%	27.0%	27.0%
模具类	49.3	127.5	140.3	152.9	165.1
YOY	-9.9%	158.6%	10.0%	9.0%	8.0%
毛利率	43.8%	50.41%	45.00%	45.00%	45.00%
其他业务	27.9	63.4	72.9	82.4	92.3
YOY	18.0%	127.6%	15.0%	13.0%	12.0%
毛利率	52.6%	50.1%	50.0%	50.0%	50.0%
营业收入	1627.5	3023.4	4281.7	5846.3	7380.7
YOY	48.3%	85.8%	41.6%	36.5%	26.2%
毛利率	32.9%	24.1%	22.5%	23.2%	23.7%

数据来源：Wind、公司年报、开源证券研究所

4.2、盈利预测与估值

我们预计 2022-2024 年公司营收分别为 42.82/58.46/73.81 亿元，归母净利润分别为 5.28/7.58/10.69 亿元，EPS 分别为 1.18/1.70/2.39 元/股，对应当前股价 PE 为 25.1/17.5/12.4 倍。A 股 3 家可比公司 PE 均值 2021-2023 年分别为 54.2/25.0/18.4 倍。公司 2021-2023 年估值水平低于可比上市公司估值，具备一定的估值优势。我们认为公司将持续受益于特斯拉快速放量，同时随着新客户订单量产落地，将为公司带来业绩增长，首次覆盖给予“买入”评级。

表12：可比上市公司估值（PE/PEG）

证券代码	股票简称	评级	总市值（亿元）	收盘价（元/股）	PE			EPS			PEG（2023）
					2021A/E	2022E	2023E	2021A/E	2022E	2023E	
603348.SH	文灿股份	买入	90.07	34.36	78.32	23.04	15.94	0.50	1.15	1.92	0.24
600933.SH	爱柯迪	未评级	97.25	11.28	31.33	17.80	13.57	0.36	0.63	0.83	0.44
601689.SH	拓普集团	买入	554.55	50.32	52.97	34.23	25.67	0.95	1.47	1.96	0.77
					54.21	25.03	18.39				
603305.SH	旭升股份	买入	132.32	29.60	32.02	25.07	17.46	0.92	1.18	1.70	0.40

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘日期 2022/4/18，爱柯迪采用 Wind 一致预期，文灿股份、拓普集团盈利预测数据来自开源证券汽车团队）

5、风险提示

汽车行业景气度不及预期；特斯拉销量不及预期；产能建设进度不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2389	4665	4522	5506	5944
现金	688	2079	2071	1486	1976
应收票据及应收账款	422	970	766	1628	1499
其他应收款	19	15	56	31	71
预付账款	12	23	26	41	44
存货	434	920	1038	1612	1711
其他流动资产	813	657	565	708	643
非流动资产	2204	3513	4621	5855	6992
长期投资	0	0	2	11	30
固定资产	988	1797	2760	3834	4820
无形资产	268	361	407	463	522
其他非流动资产	947	1355	1452	1546	1620
资产总计	4592	8178	9143	11360	12936
流动负债	1177	2735	3051	4370	4904
短期借款	100	735	278	371	462
应付票据及应付账款	896	1780	2089	3145	3417
其他流动负债	181	219	684	853	1026
非流动负债	88	1786	1961	2182	2224
长期借款	0	1670	1845	2066	2108
其他非流动负债	88	116	116	116	116
负债合计	1265	4521	5012	6552	7128
少数股东权益	4	3	3	3	2
股本	447	447	447	447	447
资本公积	1809	1809	1809	1809	1809
留存收益	1037	1302	1708	2313	3113
归属母公司股东权益	3323	3653	4127	4806	5805
负债和股东权益	4592	8178	9143	11360	12936

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	484	378	1063	636	1702
净利润	333	413	528	758	1069
折旧摊销	102	124	182	273	370
财务费用	20	22	9	-13	15
投资损失	-9	-13	-7	-8	-9
营运资金变动	17	-206	355	-370	262
其他经营现金流	21	38	-3	-3	-4
投资活动现金流	-1288	-1191	-1188	-1638	-1428
资本支出	542	1446	1106	1224	1118
长期投资	-760	240	-2	-9	-19
其他投资现金流	-1506	495	-83	-422	-330
筹资活动现金流	1135	1928	116	417	217
短期借款	100	635	-457	93	90
长期借款	-394	1670	175	221	43
普通股增加	46	0	0	0	0
资本公积增加	1424	0	0	0	0
其他筹资现金流	-41	-377	398	104	84
现金净增加额	320	1103	-9	-584	490

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1628	3023	4282	5846	7381
营业成本	1093	2296	3319	4491	5630
营业税金及附加	8	8	21	24	30
营业费用	12	21	30	40	44
管理费用	70	76	128	199	148
研发费用	58	129	193	263	317
财务费用	20	22	9	-13	15
资产减值损失	-3	-8	0	0	0
其他收益	19	18	19	18	19
公允价值变动收益	8	3	3	3	4
投资净收益	9	13	7	8	9
资产处置收益	0	-0	0	-0	-0
营业利润	388	467	609	873	1228
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	387	465	608	872	1227
所得税	54	53	81	114	159
净利润	333	413	528	758	1069
少数股东损益	-0	-1	-0	-0	-1
归母净利润	333	413	528	758	1069
EBITDA	475	682	817	1175	1640
EPS(元)	0.74	0.92	1.18	1.70	2.39

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	48.3	85.8	41.6	36.5	26.2
营业利润(%)	61.0	20.5	30.6	43.2	40.7
归属于母公司净利润(%)	61.1	24.2	27.7	43.6	41.1
获利能力					
毛利率(%)	32.9	24.1	22.5	23.2	23.7
净利率(%)	20.4	13.7	12.3	13.0	14.5
ROE(%)	10.0	11.3	12.8	15.8	18.4
ROIC(%)	9.2	8.0	8.1	9.8	11.9
偿债能力					
资产负债率(%)	27.5	55.3	54.8	57.7	55.1
净负债比率(%)	-15.6	11.4	14.6	34.8	25.5
流动比率	2.0	1.7	1.5	1.3	1.2
速动比率	1.6	1.3	1.1	0.9	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	5.4	4.3	4.9	4.9	4.7
应付账款周转率	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.74	0.92	1.18	1.70	2.39
每股经营现金流(最新摊薄)	1.08	0.85	2.38	1.42	3.81
每股净资产(最新摊薄)	7.43	8.02	9.08	10.60	12.83
估值比率					
P/E	39.8	32.0	25.1	17.5	12.4
P/B	4.0	3.7	3.3	2.8	2.3
EV/EBITDA	25.2	19.3	16.4	12.2	8.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

16 / 18

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn