

增持

旭升股份（603305.SH）

切入户储赛道，开拓新增长点

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 汽车 · 汽车零部件

◆ 投资评级：增持（维持评级）

证券分析师：唐旭霞 0755-81981814 tangxx@guosen.com.cn
联系人：王少南 wangshaonan@guosen.com.cn

执证编码：S0980519080002

事项：

公司公告：公司发布获得国外某新能源客户定点公告，成为其家居储能产品铝部件的供应商。该定点项目生命周期为5年，公司预计于2022年第四季度开始量产，每年销售总金额约为6亿元人民币。

公司发布获得国内某新能源汽车客户定点公告，成为其电控箱体等零部件供应商。该定点项目合计2个，生命周期为5年，公司预计于2022年第四季度开始量产，每年销售总金额约为2亿元人民币，全生命周期合计9.5亿元。

国信汽车观点：1) 公司是汽车精密铝合金零部件生产商，开拓户用储能业务有望带来新增长点。公司产品主要应用于新能源汽车领域，2021年汽车类业务收入约27亿元，占公司营收比重89%。根据公司半年报披露，2021年全球户储新增装机量约为6.4GWh，同比增长116%，GGII预计2022年全球家用户储15GWh，2025年达到100GWh，CAGR达88%，未来增长空间广阔。

2) 公司轻量化技术经验积累丰富，公司已掌握压铸、锻造、挤压等铝合金成型工艺，拥有自主研发铝合金材料配方，拥有模具设计、生产能力，在工艺、设备、材料上具有综合性优势。同时加快产能布局，新增铝合金零部件、铝型材产能；加强研发投入，建立系统集成事业部，研发用于被动安全系统、铝合金底盘系统、储能系统、机器人轻量化骨架等产品，加强新材料的研究、提升工艺水平，保证长期竞争优势与增长潜力。

3) 长期合作特斯拉，客户持续开拓，增长确定性强。公司最早于2013年与特斯拉达成合作关系，并稳定合作至今，2022H1年来自于特斯拉收入为7.1亿元，同比增长45.7%，占收入比重35.8%，特斯拉仍为当前第一大客户且保持高速增长。公司积极开拓新客户，丰富客户结构，目前已覆盖北美、欧洲、亚太核心整车企业与Tier1，包括Rivian、Lucid、北极星、比亚迪、长城汽车、蔚来、理想、小鹏、零跑、采埃孚、法雷奥、西门子、宁德时代、赛科利、亿纬锂能等。

我们预测公司2022-2024年归属母公司净利润6.31/9.10/12.25亿元（原2022-2023年盈利预测为6.96/8.87亿元），同比增长52.7%/44.3%/34.5%，每股收益22-24年分别为1.01/1.45/1.96元，对应2023年28x PE，随着公司产品与客户持续拓展，盈利能力回升，公司未来的成长性和确定性增强，维持“增持”评级。

评论：

◆ 公司是汽车精密铝合金零部件生产商，开拓户用储能业务新增长点。

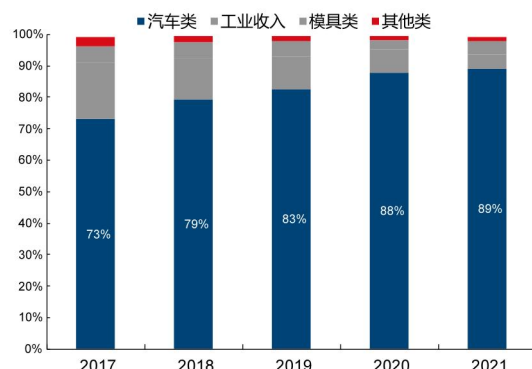
公司深耕精密铝合金零部件，产品广泛应用于汽车、工业领域，目前以汽车类业务为主，公司产品覆盖新能源汽车传动系统（变速箱箱体等）、电池系统（电池组外壳、箱体、冷却系统组件等）、悬挂系统（电动机、变速箱悬挂等）、控制系统（电子元件保护壳等）等领域。2021年汽车类业务收入约27亿元，占公司营收比重89%。家居户储项目有望成为公司新的增长点，根据公司半年报披露，2021年全球户储新增装机量约为6.4GWh，同比增长116%，GGII预计2022年全球家用户储15GWh，2025年达到100GWh，CAGR达88%，未来增长空间广阔。

图1：公司主要产品及应用领域

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	
	传统汽车 汽车外饰	车门支架	
工业类	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，国信证券经济研究所整理

图2：公司营收结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 公司轻量化技术经验积累丰富，加快产能布局、加强研发保证竞争优势与增长潜力。

公司已掌握压铸、锻造、挤压等铝合金成型工艺，精密压铸汽车零部件生产属于技术密集型行业，对于环节中的设计、模具制造、压铸、工艺优化等需要长期的技术积累。公司长期深耕汽车精密铝合金零部件生产与研发，拥有自主研发铝合金材料配方，拥有模具设计、生产能力，在工艺、设备、材料上具有综合性优势。

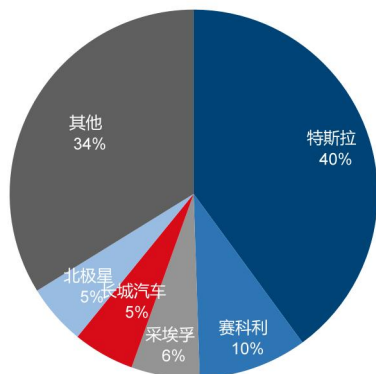
加快产能布局, 2021 年募投资金用于高性能铝合金零部件项目生产、汽车轻量化铝型材精密加工项目建设, 预计 2023 年达产, 将新增新能源汽车传动系统壳体产能 234 万件、电池系统部件产能 57 万件、车身部件产能 50 万件。2021 年 11 月与浙江南浔经济开发区签署《项目投资协议书》, 新增投资 13.7 亿元用于建设湖州基地, 新建精密铝合金零部件产能, 主要包括新能源汽车电池系统总成、新能源汽车传统系统壳体、新能源汽车电池系统壳体、新能源汽车悬挂系统壳体等, 公司预计达产后年收入 18.45 亿元。

加大研发力度, 2021 年研发费用 1.3 亿, 占营收比重提升至 4.28%, 建立系统集成事业部, 研发用于被动安全系统、铝合金底盘系统、储能系统、机器人轻量化骨架等产品, 加强新材料的研究、提升工艺水平等, 保证长期增长能力。

◆ 长期合作特斯拉, 客户持续开拓, 增长确定性强。

公司最早于 2013 年与特斯拉达成合作关系, 在新能源车领域实现突破, 并稳定合作至今, 通过与特斯拉合作, 持续开发新模具、新产品, 从个别零部件起步, 发展至供应传动系统(变速箱箱体)、悬挂系统(电动机、变速箱悬挂)、电池系统(电池组外壳、箱体、冷却系统组件)等核心系统零部件, 长期积累了新能源汽车零部件的设计、研发、生产技术。公司 2014 年来自于特斯拉收入仅为 2862 万元, 2021 年来自于特斯拉收入已达 12.1 亿元, 且仍然保持高增长, 同比增长 70.6%, 占营收比重达 39.9%, 2022H1 来自于特斯拉收入 7.1 亿元, 同比增长 45.7%, 占收入比重 35.8%, 特斯拉仍为当前第一大客户, 但特斯拉占比有所下降源于公司积极开拓新客户, 丰富客户结构, 目前已覆盖北美、欧洲、亚太核心整车企业与 Tier1, 包括 Rivian、Lucid、北极星、比亚迪、长城汽车、蔚来、理想、小鹏、零跑、采埃孚、法雷奥、西门子、宁德时代、赛科利、亿纬锂能等。

图3：公司前五大客户结构（2021 年报）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司合作客户情况

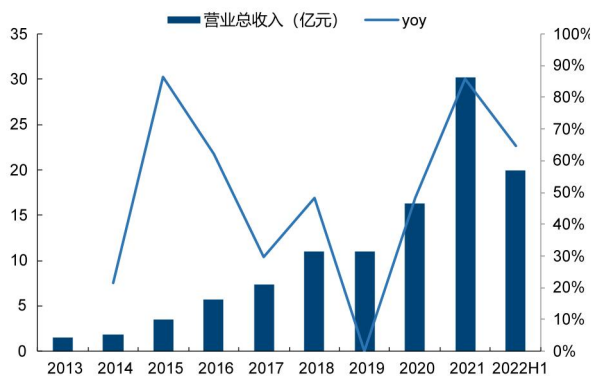


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

◆ 公司 2022 年上半年盈利能力季度环比有所改善。

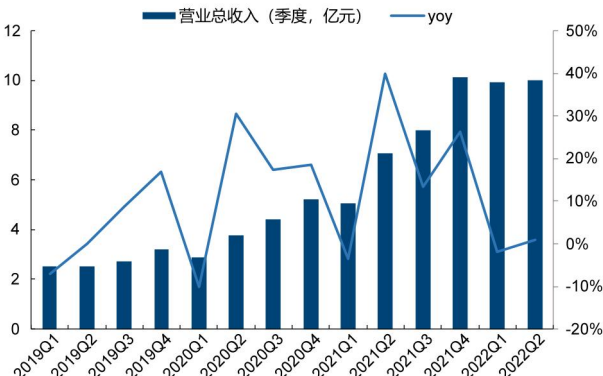
公司 2022H1 收入 19.9 亿元，同比增长 64.5%，归母净利润 2.7 亿元，同比增 30.3%，公司实现高增长源于其产品主要配套于新能源车市场，且客户优质，增速较快。盈利能力方面，公司 2021 年因原材料合金铝价上涨、海运运费增加，毛利率较上年减少 8.98%，2022Q2 销售毛利率恢复至 22.6%，同比-7.0pct，环比+2.3pct，销售净利率 15.4%，同比-1.7pct，环比+3.3pct，季度间环比有所改善。费用率方面，公司 2022H1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.4%、1.7%、3.9%、0.3%，同比分别为-0.2pct、-1.1pct、-0.6pct、-0.4pct，财务费用率下降主要系本期汇兑收益增加。

图5：公司营业收入及增速



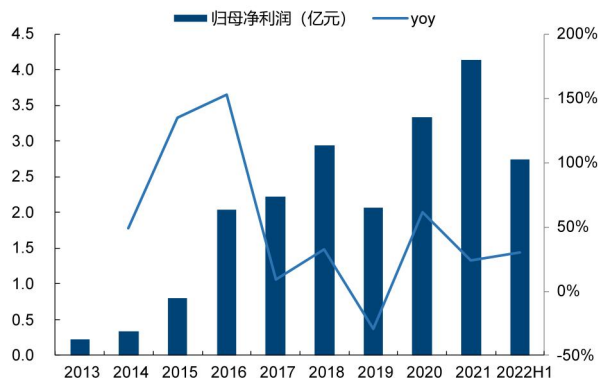
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度营业收入及增速



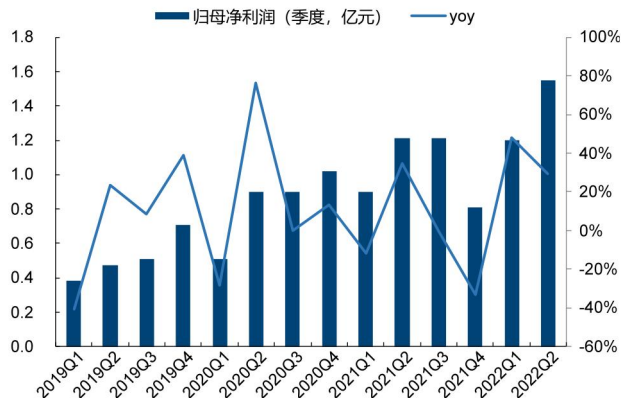
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：公司净利润及增速



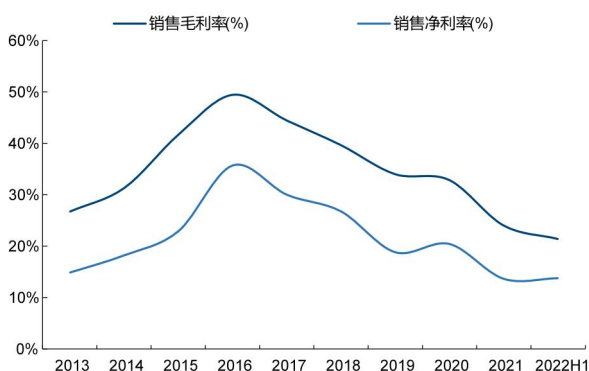
资料来源：公司公告，国信证券经济研究生整理

图8：公司单季度净利润及增速



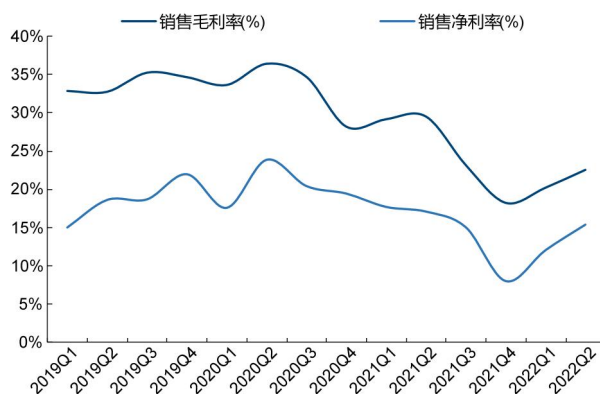
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究生整理

图10：公司单季度毛利率及净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：调整盈利预测，维持“增持”评级。

公司深耕精密铝合金零部件，特斯拉轻量化解决方案供应商，同时客户拓展顺利，业务开拓有序。我们预测公司 2022-2024 年营业总收入分别为 45.7/62.3/81.0 亿元，同比增长 51.0%/36.4%/30.3%，毛利率为 23%/24%/24%。调整公司盈利预测，预测公司 2022-2024 年归属母公司净利润 6.31/9.10/12.25 亿元（原 2022-2023 年盈利预测为 6.96/8.87 亿元），同比增长 52.7%/44.3%/34.5%。每股收益 22-24 年分别为 1.01/1.45/1.96 元。

我们选取拓普集团、三花智控、文灿股份、广东鸿图作为可比公司。截至 2022 年 9 月 20 日收盘价，对应当前市值，公司 22-24 年分别为 40/28/21 倍，随着公司产品与客户持续拓展，以及盈利能力回升，我们预计公司未来的成长性和确定性增强，更新一年期（2023 年）目标估值 44-51 元，对应 2023 年 PE 为 30-35 倍，维持“增持”评级。

表1：同类公司估值比较（20220920）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
601689.SH	拓普集团	增持	78.04	860	0.92	1.59	2.15	85	49	36
002050.SZ	三花智控	增持	28.86	1036	0.47	0.64	0.83	61	45	35
603348.SH	文灿股份	买入	82.26	216	0.37	1.38	2.40	222	60	34
002101.SZ	广东鸿图	买入	23.72	125	0.57	0.90	1.04	42	26	23
	平均				0.58	1.13	1.61	103	45	32
603305.SH	旭升股份	增持	40.52	265	0.66	1.01	1.45	61	40	28

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

◆ 风险提示

政策风险、市场风险、客户拓展风险、毛利率下滑风险、原材料涨价风险、同业竞争风险。

相关研究报告：

《国信证券-汽车汽配-一体化压铸专题报告：从 Model Y 看铝压铸向大型化、一体化发展》——2022-02-25

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	688	2079	2507	2862	3206	营业收入	1628	3023	4566	6226	8103
应收款项	440	985	1180	1774	2348	营业成本	1093	2296	3508	4740	6137
存货净额	434	920	1431	1903	2479	营业税金及附加	8	8	12	16	21
其他流动资产	57	157	161	254	345	销售费用	12	21	30	40	53
流动资产合计	2389	4665	5579	7093	8678	管理费用	70	76	92	127	160
固定资产	1858	3048	3612	4095	4524	研发费用	58	129	192	262	340
无形资产及其他	268	361	347	332	318	财务费用	20	22	43	37	33
投资性房地产	77	104	104	104	104	投资收益	9	13	10	10	10
长期股权投资	0	0	50	100	150	资产减值及公允价值变动	12	11	10	10	10
资产总计	4592	8178	9691	11724	13773	其他收入	(58)	(157)	(192)	(262)	(340)
短期借款及交易性金融负债	100	736	800	900	1000	营业利润	388	467	710	1025	1379
应付款项	896	1780	2499	3642	4620	营业外净收支	(0)	(2)	0	0	0
其他流动负债	181	219	477	619	741	利润总额	387	465	710	1025	1379
流动负债合计	1177	2735	3777	5161	6361	所得税费用	54	53	80	116	156
长期借款及应付债券	0	1670	1670	1670	1670	少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(2)	(2)
其他长期负债	88	116	186	256	326	归属于母公司净利润	333	413	631	910	1225
长期负债合计	88	1786	1856	1926	1996	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	1265	4521	5633	7087	8357	净利润	333	413	631	910	1225
少数股东权益	4	3	3	2	1	资产减值准备	(0)	5	7	2	2
股东权益	3323	3653	4055	4635	5415	折旧摊销	102	124	254	339	394
负债和股东权益总计	4592	8178	9691	11724	13773	公允价值变动损失	(12)	(11)	(10)	(10)	(10)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	20	22	43	37	33
每股收益	0.53	0.66	1.01	1.45	1.96	营运资本变动	140	(202)	346	197	(69)
每股红利	0.00	0.24	0.37	0.53	0.71	其它	0	(6)	(8)	(3)	(3)
每股净资产	5.31	5.84	6.48	7.41	8.65	经营活动现金流	564	323	1220	1436	1539
ROIC	14.04%	10.32%	12%	19%	23%	资本开支	0	(1324)	(800)	(800)	(800)
ROE	10.02%	11.31%	16%	20%	23%	其它投资现金流	(768)	246	223	0	0
毛利率	33%	24%	23%	24%	24%	投资活动现金流	(768)	(1078)	(627)	(850)	(850)
EBIT Margin	24%	16%	16%	17%	17%	权益性融资	(11)	0	0	0	0
EBITDA Margin	30%	20%	22%	22%	22%	负债净变化	0	400	0	0	0
收入增长	48%	86%	51%	36%	30%	支付股利、利息	(2)	(150)	(229)	(330)	(445)
净利润增长率	61%	24%	53%	44%	35%	其它融资现金流	539	1646	64	100	100
资产负债率	28%	55%	58%	60%	61%	融资活动现金流	525	2146	(165)	(230)	(345)
股息率	0.0%	0.6%	0.9%	1.3%	1.8%	现金净变动	320	1391	427	355	344
P/E	76.2	61.4	40.2	27.9	20.7	货币资金的期初余额	368	688	2079	2507	2862
P/B	7.6	6.9	6.3	5.5	4.7	货币资金的期末余额	688	2079	2507	2862	3206
EV/EBITDA	54.4	48.5	31.4	23.5	18.9	企业自由现金流	575	(965)	450	660	759
						权益自由现金流	1115	1081	476	727	830

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032