

旭升股份（603305.SH）-2022年三季度报点评

买入

三季度归母净利润同比增长 74%，新业务稳步推进

核心观点

旭升股份三季度收入同比增长 59%，归母净利润同比增长 74%。公司 2022Q3 实现营业收入 12.71 亿元，同比增长 58.79%，环比增长 26.92%，实现归母净利润 2.10 亿元，同比增长 74.06%，环比增长 36%，实现扣非归母净利润 2.07 亿元，同比增长 79.85%，环比增长 46.54%。公司前三季度实现营业收入 32.65 亿元，同比增长 62.26%，实现归母净利润 4.85 亿元，同比增长 46.24%，实现扣非归母净利润 4.58 亿元，同比增长 45.90%。三季度营收保持高增长，预计得益于大客户在三季度产销恢复，以及其他新能源客户的持续导入。

三季度毛利率提升，费用率下降，盈利能力持续改善。公司 2022Q3 毛利率 25.57%，同比+2.34pct，环比+2.96pct，净利率 16.53%，同比+1.45%，环比+1.11%，公司前三季度盈利能力逐季改善。2022 年前三季度毛利率 23.06%，同比-3.90pct，净利率 14.84%，同比-1.63%。三季度费用端同环比均有所下降，预计得益于公司收入增长的规模效应：2022Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.61%/1.69%/3.27%/-0.74%，同比变化为 -0.06/-0.92/-1.29/-0.25pct，环比变化为 +0.28/-0.25/-0.67/+0.64pct。

公司深耕汽车精密铝合金零部件，伴随优质客户放量，开拓户储铝部件、铝瓶新增长点，长期增长确定性强。公司掌握压铸、锻造、挤压三大工艺，持续研发投入，开发系统总成，提升工艺良率，布局一体化铸造工艺，在工艺、设备、材料上具有综合性优势。产能投放稳步进行，拟新增湖州南浔生产基地。公司长期合作特斯拉，新能源汽车客户持续导入，目前已覆盖北美、欧洲、亚太核心整车企业与 Tier1。切入户用储能铝部件业务、铝瓶业务，2022 年已获定点，预计 2022Q4 量产，开拓新增长点，长期增长确定性强。

风险提示：新能源汽车销量不及预期、原材料涨价风险、同业竞争风险、政策风险、客户拓展风险、市场风险、技术风险。

投资建议：上调盈利预测，上调至“买入”评级。上调 2022-2024 年归属母公司净利润至 7.00/10.08/13.15 亿元（原为 6.31/9.10/12.25 亿元），同比增长 69.3%/44.1%/30.4%，每股收益 22-24 年分别为 1.05/1.51/1.97 元。当前股价对应 PE 为 33/23/17 倍，公司随主流新能源客户放量，新业务稳步推进，我们预计公司未来的成长性和确定性增强，结合可比公司估值情况，下调一年期（2023 年）目标估值 39-43 元（原为 44-51 元），对应 2023 年 PE 为 26-28 倍，对应当前股价还有 13%-25%提升空间，上调至“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,628	3,023	4,757	6,959	9,077
(+/-%)	48.3%	85.8%	57.3%	46.3%	30.4%
净利润(百万元)	333	413	700	1008	1315
(+/-%)	61.1%	24.2%	69.3%	44.1%	30.4%
每股收益(元)	0.74	0.92	1.05	1.51	1.97
EBIT Margin	23.8%	16.3%	17.8%	17.1%	16.7%
净资产收益率 (ROE)	10.0%	11.3%	17.1%	21.3%	23.6%
市盈率 (PE)	46.4	37.3	32.9	22.8	17.5
EV/EBITDA	34.1	32.4	26.2	19.9	16.7
市净率 (PB)	4.64	4.22	5.61	4.85	4.12

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

汽车·汽车零部件

证券分析师：唐旭霞
联系人：王少南

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

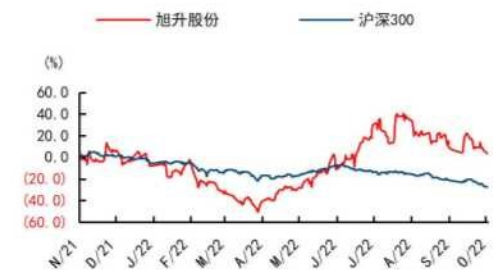
wangshaonan@guosen.com.cn

S0980519080002

基础数据

投资评级	买入(上调)
合理估值	39.00 - 43.00 元
收盘价	34.52 元
总市值/流通市值	23025/23025 百万元
52 周最高价/最低价	53.66/17.78 元
近 3 个月日均成交额	415.39 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《旭升股份（603305.SH）-切入户储赛道，开拓新增长点》——2022-09-21

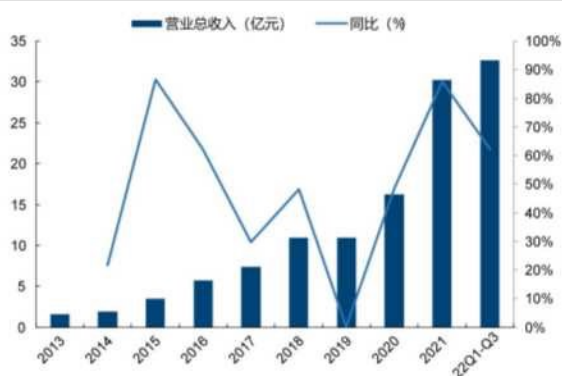
旭升股份三季度收入同比增长 59%，归母净利润同比增长 74%。2022Q3 实现营业收入 12.71 亿元，同比增长 58.79%，环比增长 26.92%，实现归母净利润 2.10 亿元，同比增长 74.06%，环比增长 36%，实现扣非归母净利润 2.07 亿元，同比增长 79.85%，环比增长 46.54%。公司前三季度实现营业收入 32.65 亿元，同比增长 62.26%，实现归母净利润 4.85 亿元，同比增长 46.24%，实现扣非归母净利润 4.58 亿元，同比增长 45.90%。三季度营收保持高增长，预计得益于大客户在三季度产销恢复，以及公司新能源客户的持续导入。

三季度毛利率有所提升。公司 2022Q3 毛利率 25.57%，同比+2.34pct，环比+2.96pct，净利率 16.53%。同比+1.45%，环比+1.11%，公司 2022Q1-Q3 毛利率分别为 20.28%、22.61%、25.57%，盈利能力持续改善。2022 年前三季度毛利率 23.06%，同比-3.90pct，净利率 14.84%，同比-1.63%。公司毛利率受损主要受原材料合金铝价格上涨、海运费上涨等影响，三季度原材料铝锭价格有所下降，毛利率有所改善。

费用率有所下降。2022Q3 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 0.61%、1.69%、3.27%、-0.74%，同比-0.06pct、-0.92pct、-1.29pct、-0.25pct，环比+0.28pct、-0.25pct、-0.67pct、+0.64pct。2022 前三季度销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 0.49%、1.71%、3.64%、-0.12%，同比-0.13pct、-1.03pct、-0.88pct、-0.34pct。费用率整体下降预计得益于公司收入快速增长的规模效应。财务费用减少主要源于汇兑收益增加。

公司维持较高的研发费用支出，提升竞争力。主要用于 1、产品：加大对系统总成的开发力度，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。已开发超大尺寸结构件，可用于混动一体压铸电池盒以及 DHT 电驱动总成；2、工艺：优化制造、压铸、焊接、装配等工艺，提升产品良率；3、材料研发，开发高屈服强度和高延伸率材料。

图1：公司营业收入及增速



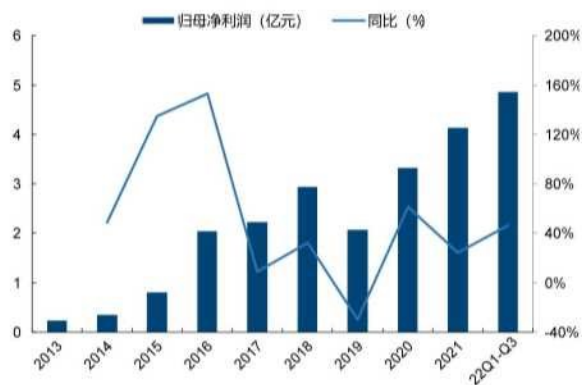
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速



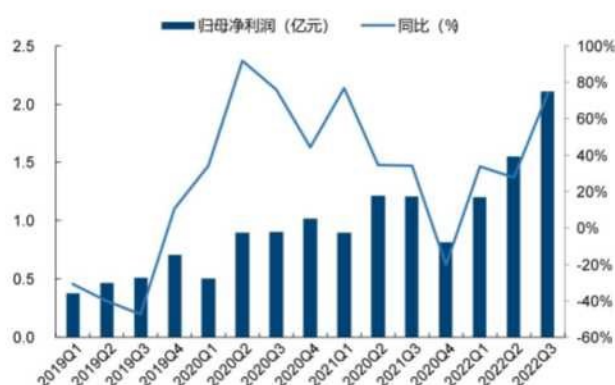
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3: 公司净利润及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度净利润及增速



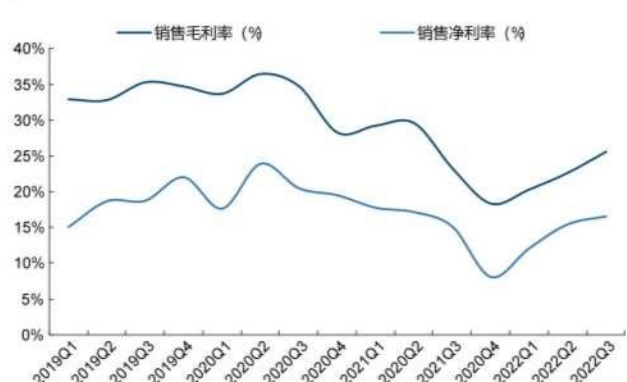
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率及净利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 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

公司深耕汽车精密铝合金零部件，具有工艺、设备、材料综合性优势。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。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，公司已掌握压铸、锻造、挤压三大工艺，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。同时推动一体化压铸的进展，公司于2022年10月28日与科佳（长兴）模架制造有限公司签订战略合作协议，双方在新能源汽车的大型一体化车身结构件、一体化铸造电池盒箱体等产品的模具开发和工艺应用建立合作，以保障公司对于一体化铝铸件的超大型模具的需求。

加快产能布局，保障交付能力。公司在宁波北仑已有9大工厂，覆盖压铸、锻造、挤压三大工艺，其中1-5号工厂全部达产，6号工厂部分达产，7-9号工厂尚在建设，9大工厂合计产值可达80亿元。同时，公司与浙江南浔经济开发区签署《项目投资协议书》，总拟投资13.7亿元用于生产新能源汽车的电池系统壳体、传动系统壳体、悬挂系统壳体等零部件，公司预计达产后年收入18.45亿元。

公司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，新增新能源汽车传动系统壳体、电池系统部件产

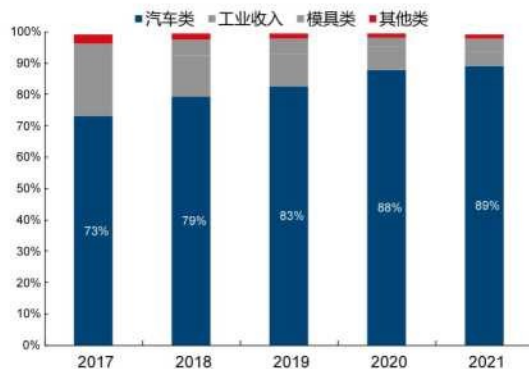
能、车身部件等产能。据公司披露，铝合金零部件项目达产后预计年收入 14.67 亿元，毛利率 30.2%，年均净利润 2.98 亿元；轻量化铝型材精密加工项目达产后预计年收入 5.60 亿元，毛利率 22.6%，年均净利润 0.78 亿元。相较于公司此前两次募投项目工艺侧重于锻造，本次募投生产工艺主要在压铸。

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	扭力转换器齿轮	
	传统汽车 汽车内饰	车门支架	
工业类	清洗机配件	高压清洗机喷头	
	电机配件	电机外壳	
	注塑机配件	注塑机泵油器	
	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

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

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。

2014-2021 年公司对特斯拉销售收入分别为从 0.3 亿元增长至 12.1 亿元，年化增长率 71%，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。其中，来自于 2021 年赛科利、采埃孚、长城汽车、北极星分别为 2.9 亿元、1.8 亿元、1.6 亿元、1.6 亿元，新增客户进展顺利。

开拓户用储能业务、铝瓶业务新增长点。公司 2022 年新切入户储和铝瓶业务，发布公告获得定点：1、公司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 Q4 开始量产，每年销售总金额约为 6 亿元人民币。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 预测 2022 年全球家用户户储 15GWh，2025 年达到 100GWH，CAGR 达 88%，未来增长空间广阔。2、公司控股子公司宁波和升铝瓶技术有限公司收到欧洲某餐饮设备、奶油充电器等产品进口商和分销商的开发定点通知书，选择和升铝瓶作为其铝瓶的指定供应商，该定点项目对应年化销售金额约为 8 亿元，预计于 2022 年 Q4 开始量产。

图7：特斯拉对公司收入贡献及比重



资料来源：公司公告，国信证券经济研究生整理

图8：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

盈利预测与投资建议：上调盈利预测，上调至“买入”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，客户拓展顺利，新业务开拓有序，盈利能力持续回升。上调公司盈利预测，预测公司2022-2024年营业收入至47.57/69.59/90.77亿元（原为45.66/62.26/81.03亿元），同比增长57.3%/46.3%/30.4%。上调公司2022-2024年归属母公司净利润至7.00/10.08/13.15亿元（原为6.31/9.10/12.25亿元），同比增长69.3%/44.1%/30.4%。每股收益22-24年分别为1.05/1.51/1.97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10月31日收盘价，对应当前股价，公司22-24年分别为33/23/17倍，公司随主流新能源客户放量，新业务稳步推进，我们预计公司未来的成长性和确定性增强，结合可比公司估值情况，下调一年期（2023年）目标估值39-43元（原为44-51元），对应2023年PE为26-28倍，对应当前股价还有13%-25%提升空间，上调至“买入”评级。

表1：同类公司估值比较（20221031）

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
601689.SH	拓普集团	增持	64.80	714	0.92	1.59	2.15	70	41	30
002050.SZ	三花智控	买入	21.25	763	0.47	0.64	0.83	45	33	26
603348.SH	文灿股份	买入	66.63	176	0.37	1.38	2.40	180	48	28
002101.SZ	广东鸿图	买入	22.37	118	0.57	0.90	1.04	39	25	22
	平均				0.58	1.13	1.61	84	37	26
603305.SH	旭升股份	买入	34.52	230	0.92	1.05	1.51	37	33	23

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	688	2079	2000	2500	3397	营业收入	1628	3023	4757	6959	9077
应收款项	440	985	1303	1716	1989	营业成本	1093	2296	3619	5341	7008
存货净额	434	920	1397	2130	2797	营业税金及附加	8	8	12	18	23
其他流动资产	57	157	168	283	387	销售费用	12	21	29	42	55
流动资产合计	2389	4665	6068	7830	9770	管理费用	70	76	85	122	154
固定资产	1858	3048	3312	3511	3674	研发费用	58	129	166	244	318
无形资产及其他	268	361	343	325	307	财务费用	20	22	52	48	26
投资性房地产	77	104	104	104	104	投资收益	9	13	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	12	11	0	0	0
资产总计	4592	8178	9827	11769	13854	其他收入	(58)	(157)	(166)	(244)	(318)
短期借款及交易性金融负债	100	736	944	794	700	营业利润	388	467	794	1144	1492
应付款项	896	1780	2609	3742	4953	营业外净收支	(0)	(2)	0	0	0
其他流动负债	181	219	350	632	729	利润总额	387	465	794	1144	1492
流动负债合计	1177	2735	3902	5168	6382	所得税费用	54	53	95	137	179
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	151	186	221	归属于母公司净利润	333	413	700	1008	1315
长期负债合计	88	1786	1821	1856	1891	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	1265	4521	5723	7024	8273	净利润	333	413	700	1008	1315
少数股东权益	4	3	3	2	0	资产减值准备	(0)	5	6	1	1
股东权益	3323	3653	4101	4743	5581	折旧摊销	102	124	249	318	354
负债和股东权益总计	4592	8178	9827	11769	13854	公允价值变动损失	(12)	(11)	0	0	0
						财务费用	20	22	52	48	26
						营运资本变动	140	(202)	195	190	300
						其它	0	(6)	(7)	(2)	(2)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	经营活动现金流	564	323	1142	1516	1968
每股收益	0.74	0.92	1.05	1.51	1.97	资本开支	0	(1324)	(500)	(500)	(500)
每股红利	0.00	0.34	0.38	0.55	0.72	其它投资现金流	(768)	246	(677)	0	0
每股净资产	7.43	8.17	6.15	7.12	8.37	投资活动现金流	(768)	(1078)	(1177)	(500)	(500)
ROIC	14%	10%	13%	18%	22%	权益性融资	(11)	0	0	0	0
ROE	10%	11%	17%	21%	24%	负债净变化	0	400	0	0	0
毛利率	33%	24%	24%	23%	23%	支付股利、利息	(2)	(150)	(252)	(366)	(477)
EBIT Margin	24%	16%	18%	17%	17%	其它融资现金流	539	1646	208	(150)	(94)
EBITDA Margin	30%	20%	23%	22%	21%	融资活动现金流	525	2146	(44)	(516)	(572)
收入增长	48%	86%	57%	46%	30%	现金净变动	320	1391	(79)	500	897
净利润增长率	61%	24%	69%	44%	30%	货币资金的期初余额	368	688	2079	2000	2500
资产负债率	28%	55%	58%	60%	60%	货币资金的期末余额	688	2079	2000	2500	3397
股息率	0.0%	1.0%	1.6%	2.4%	3.1%	企业自由现金流	575	(965)	688	1058	1490
P/E	46	37	33	23	17	权益自由现金流	1115	1081	849	865	1374
P/B	4.6	4.2	5.6	4.9	4.1						
EV/EBITDA	34.1	32.4	26.2	19.9	16.7						

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