

公司研究

3Q24 业绩承压，客户多元化+产能加速扩张

——旭升集团（603305.SH）2024 年三季报点评

要点

3Q24 业绩不及预期：前三季度公司营收同比-8.4%至 32.7 亿元（占我们原先全年预测的 71%），归母净利润同比-42.8%至 3.23 亿元（占我们原先全年预测的 59%）；其中，3Q24 营收同比-7.4%/环比+11.4%至 11.3 亿元，归母净利润同比-66.0%/环比-45.9%至 0.58 亿元。3Q24 业绩不及预期主要由于毛利率承压、以及可转债利息支出增加（3Q24 财务费用环比增加超 2,000 万元）。

3Q24 毛利率持续承压，2025E 盈利能力有望逐步修复：前三季度公司毛利率同比-3.9pcts 至 21.2%，销售/管理/研发三费费用率同比+2.3pcts 至 9.2%；3Q24 毛利率同比-7.1pcts/环比-3.4pcts 至 18.2%，销售/管理/研发三费费用率同比+1.0pcts/环比-1.3pcts 至 8.5%。我们判断，1) 3Q24 公司毛利率同环比下滑主要由于终端客户年降压力传导、上游原材料价格波动、以及模具收入占比下降；2) 3Q24 销售/管理/研发三费费用率环比改善主要由于 3Q24 下游客户销量提振，同比看仍受累于整体营收规模缩小+海外墨西哥建厂前期投入成本较高。预计随 2025E 公司客户结构优化+大客户车型周期改善，公司盈利能力有望逐步修复。

长期看好公司客户多元化+产能加速扩张：我们看好公司长期增长潜力：1) **客户多元化：**公司已成功开拓并构建了全球客户资源体系，已覆盖国内外新势力车企，并与宁德时代、采埃孚等 Tier1 达成合作，大客户营收占比逐年下降（2023 年 27.9% vs. 2022 年 34.4%），1H24 首次获得德国宝马锻件业务项目定点、持续斩获国内外知名主机厂压铸及挤压项目新定点。2) **海内外产能加速扩张：**2024/6 公司正式启动升 24 转债发行，募资 28 亿元主要用于建设新能源汽车动力总成项目/轻量化汽车关键零部件项目/汽车轻量化结构件绿色制造项目；海外方面，预计墨西哥工厂有望年底完工，静待海外关税政策明朗。我们判断，公司已建立压铸/锻造/挤压三大工艺技术优势，有望通过客户及项目拓宽逐步消化新增产能（已获国内某知名新能源主机厂车身纵梁、防撞梁等自动化集成系列产品项目定点，预计 2025E 逐步量产）。

维持“买入”评级：考虑到下游主要客户承压、以及海外建厂前期投入较大，我们下调 2024E/2025E/2026E 归母净利润 21%/7%/1%至 4.3 亿元/6.2 亿元/8.3 亿元。长期看好公司依托三大工艺协同优势开拓集成化业务、实现量价齐升前景，维持“买入”评级。

风险提示：公司控制权变更、下游客户销量增长不及预期、国内外新工厂建设进度滞后、国际贸易摩擦与政策风险、汇率波动、上游原材料价格波动、户储业务进展不及预期、挤压及锻造获新订单情况不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4,454	4,834	4,641	5,618	6,943
营业收入增长率	47.31%	8.54%	-3.98%	21.05%	23.58%
净利润（百万元）	701	714	434	620	830
净利润增长率	69.70%	1.83%	-39.24%	42.88%	33.93%
EPS（元）	1.05	0.77	0.47	0.66	0.89
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.49%	11.44%	6.71%	8.83%	10.71%
P/E	12	17	28	20	15
P/B	1.5	1.9	1.9	1.7	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-10-29（注：2022 年公司股本为 6.67 亿，2023 年为 9.33 亿，2024-2026E 按 9.33 亿股本计算）

买入（维持）

当前价：13.00 元

作者

分析师：倪昱婧

执业证书编号：S0930515090002

021-52523876

niyj@ebscn.com

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-52523827

yinzs@ebscn.com

联系人：邢萍

xingping@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	9.33
总市值(亿元):	121.32
一年最低/最高(元):	8.30/22.93
近 3 月换手率:	97.12%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	21.81	21.70	-35.11
绝对	18.61	37.13	-26.58

资料来源：Wind

相关研报

《1H24 业绩承压，加码集成化产能布局——旭升集团（603305.SH）2024 年半年报点评》

-----2024-09-01

《1Q24 盈利边际改善，工艺平台化拓宽业务边界——旭升集团（603305.SH）2023 年年报及 2024 年一季报点评》

-----2024-05-06

《轻量化加速出海，车身铝铸件大型化带来新机遇——北美轻量化产业链深度报告》

-----2024-02-29

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,454	4,834	4,641	5,618	6,943
营业成本	3,389	3,674	3,623	4,327	5,278
折旧和摊销	222	362	334	405	443
税金及附加	14	38	23	28	35
销售费用	25	31	46	45	42
管理费用	89	132	153	197	208
研发费用	173	194	214	258	312
财务费用	-13	-26	44	97	141
投资收益	31	12	50	60	70
营业利润	784	819	500	714	956
利润总额	782	820	499	713	954
所得税	82	109	65	93	124
净利润	700	712	434	620	830
少数股东损益	-1	-2	0	0	0
归属母公司净利润	701	714	434	620	830
EPS(元)	1.05	0.77	0.47	0.66	0.89

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	375	978	644	724	904
净利润	701	714	434	620	830
折旧摊销	222	362	334	405	443
净营运资金增加	1,092	410	-40	679	904
其他	-1,640	-508	-84	-980	-1,273
投资活动产生现金流	-756	-1,269	-1,137	-1,155	-1,150
净资本支出	-1,261	-1,320	-1,200	-1,200	-1,200
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	505	51	63	45	50
融资活动现金流	597	142	53	773	710
股本变化	220	267	0	0	0
债务净变化	-634	114	315	920	924
无息负债变化	112	-306	163	301	404
净现金流	272	-122	-440	342	464

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	23.9%	24.0%	21.9%	23.0%	24.0%
EBITDA 率	22.9%	24.5%	20.7%	21.2%	22.2%
EBIT 率	17.9%	17.0%	13.5%	14.0%	15.8%
税前净利润率	17.6%	17.0%	10.7%	12.7%	13.7%
归母净利润率	15.7%	14.8%	9.3%	11.0%	12.0%
ROA	7.3%	7.1%	4.0%	4.9%	5.7%
ROE (摊薄)	12.5%	11.4%	6.7%	8.8%	10.7%
经营性 ROIC	10.9%	9.2%	6.3%	6.7%	8.1%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	42%	38%	40%	44%	47%
流动比率	1.63	1.62	1.30	1.17	1.13
速动比率	1.20	1.25	0.88	0.80	0.77
归母权益/有息债务	3.17	3.31	2.94	2.25	1.92
有形资产/有息债务	5.17	5.01	4.55	3.74	3.37

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	9,624	10,064	10,760	12,537	14,601
货币资金	2,327	2,065	1,624	1,966	2,430
交易性金融资产	61	0	0	0	0
应收账款	1,268	1,303	1,209	1,447	1,750
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	6	1	23	28	35
存货	1,344	1,063	1,429	1,711	2,091
其他流动资产	39	119	100	197	330
流动资产合计	5,058	4,559	4,392	5,358	6,646
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,923	3,996	4,750	5,418	6,036
在建工程	1,062	624	505	417	350
无形资产	455	600	730	847	952
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	125	270	267	282	302
非流动资产合计	4,566	5,505	6,368	7,178	7,955
总负债	3,999	3,807	4,284	5,505	6,832
短期借款	1,071	435	1,560	2,480	3,403
应付账款	940	916	833	952	1,108
应付票据	859	468	725	865	1,056
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	8	3	3	3	3
流动负债合计	3,095	2,808	3,379	4,585	5,893
长期借款	700	640	640	640	640
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	109	218	215	230	250
非流动负债合计	904	999	905	920	940
股东权益	5,625	6,257	6,477	7,032	7,769
股本	667	933	933	933	933
公积金	3,206	3,008	3,052	3,114	3,157
未分配利润	1,706	2,267	2,443	2,936	3,629
归属母公司权益	5,613	6,244	6,463	7,018	7,756
少数股东权益	12	13	13	13	13

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	0.56%	0.64%	1.00%	0.80%	0.60%
管理费用率	2.01%	2.73%	3.30%	3.50%	3.00%
财务费用率	-0.29%	-0.53%	0.96%	1.72%	2.03%
研发费用率	3.89%	4.01%	4.60%	4.60%	4.50%
所得税率	11%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.12	0.23	0.07	0.10	0.13
每股经营现金流	0.56	1.05	0.69	0.78	0.97
每股净资产	8.42	6.69	6.93	7.52	8.31
每股销售收入	6.68	5.18	4.97	6.02	7.44

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	12	17	28	20	15
PB	1.5	1.9	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	9.4	11.5	15.0	12.8	10.5
股息率	0.9%	1.8%	0.5%	0.8%	1.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP