

导语：强烈怀疑公司的销售扩张数据有水分，因为没有回款与之匹配。

作者：市值风云 App：白猫

友升股份：2018-2024 自由现金流全部为负，依然先分红，再上市，伸手就要 25 亿！

5 月 19 日，上海友升铝业股份有限公司（“友升股份”）更新了招股书，这已经是公司第二次冲击主板。

友升股份成立于 1992 年，是一家铝合金汽车零部件制造商，开发和生产工业用铝挤压产品的经验超过 30 年。

2024 年，公司营收 39.5 亿、同比增长 36%，扣非净利润为 4 亿、同比增长 25.7%。

如今，这份新的成绩单能否帮助公司成功上市？

（注 1：本文如果提到报告期，代指 2021-2024 年。2：本文图表如无特别标注，出处均来自友升股份最新招股书。）

5 月 30 日，公司对二轮问询函进行了回复。

让我们来仔细解读一下。



打扮一下，开始出车

一、规模居中，销售扩张与回款效率不匹配

公司的铝合金汽车零部件主要有四大系列——门槛梁、电池托盘、保险杠以及副车架，主要应用于新能源汽车领域。

其中保险杠、门槛梁产品属于车身结构件、电池托盘属于新能源汽车电池系统结构件、副车架属于底盘件，这些都是汽车轻量化的重要应用领域。



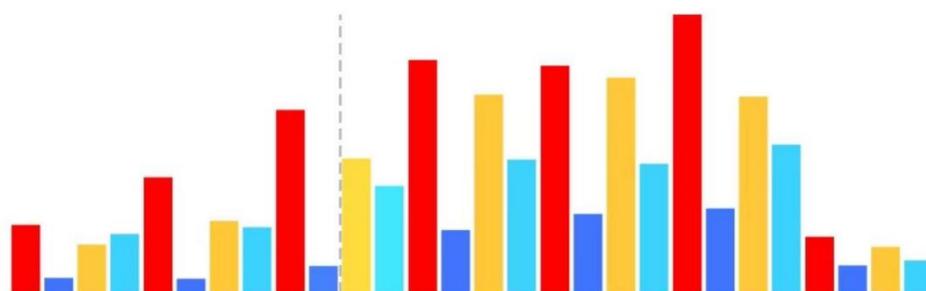
在新能源汽车产业的蓬勃发展以及汽车制造业轻量化趋势驱动下，相关市场持续增长。

2024 年，公司营收 39.5 亿，总资产规模为 41.4 亿。

与主要竞争对手相比，公司的营收规模低于文灿股份（603348.SH）、旭升集团（603305.SH），高于和胜股份（002824.SZ）、新铝时代（301613.SZ）。

营业收入

● 文灿股份(主) ● 新铝时代 ● 旭升集团 ● 和胜股份



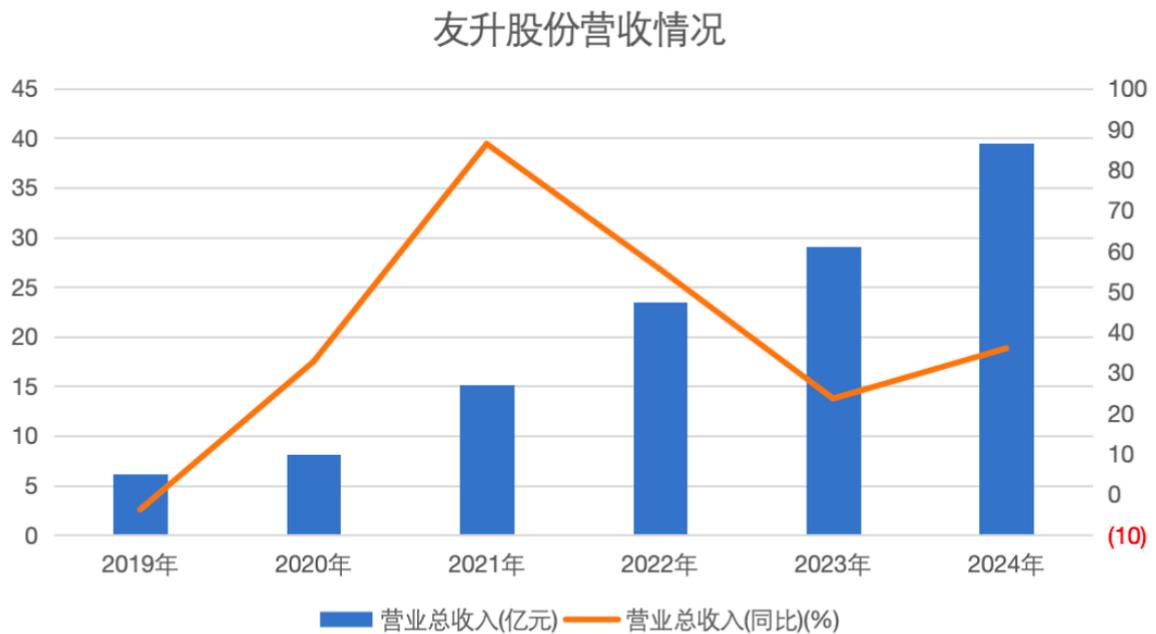
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1
● 文灿股份(主)	15.4亿	26.0亿	41.1亿	52.3亿	51.0亿	62.5亿	12.7亿
● 新铝时代	3.5亿	3.3亿	6.2亿	14.2亿	17.8亿	19.1亿	6.3亿
● 旭升集团	11.0亿	16.3亿	30.2亿	44.5亿	48.3亿	44.1亿	10.5亿
● 和胜股份	13.3亿	14.8亿	24.1亿	30.0亿	29.1亿	33.3亿	7.4亿

这四家中，旭升集团和文灿股份分别早在 2017 年和 2018 年主板上市；和胜股份上市时属中小板，现中小板已合并至主板；新铝时代则是在 2024 年登陆创业板。

同行甚至其中的弟弟都成功上岸，友升股份哪还能坐得住？

从增速来看，2020 年以来，公司营收持续增长且增速快于多数同行。

2020-24 年，公司营收 CAGR 高达 48.6%。同期文灿股份、旭升集团、和胜股份、新铝时代的营收 CAGR 分别为 24.5%、28.3%、22.5%、55.1%。



(来源：Choice 终端，制图：市值风云 APP)

在全球新能源汽车市场上，特斯拉 (TSLA.O) 引领了新能源汽车轻量化趋势，公司于 2020 年开始与特斯拉合作，2021 年开始，特斯拉便成为公司第一大客户。

2024 年，来自特斯拉的营收占比为 16%。

从客户结构来看，整体集中度较高，报告期内公司前五大客户销售占比合计在 51%-53%之间。

单位：万元

期间	序号	客户名称	主要产品	销售收入	占当期营业收入的比例
2024 年度	1	特斯拉	门槛梁、保险杠、电池托盘系列产品	64,952.28	16.44%
	2	宁德时代	电池托盘系列产品	41,471.73	10.50%
	3	赛力斯	门槛梁系列产品	37,029.08	9.37%
	4	海斯坦普	电池托盘系列产品	31,643.05	8.01%
	5	蔚来汽车	门槛梁系列产品	29,309.59	7.42%
	合计			204,405.73	51.75%

不过，营收快速增长，公司应收账款周转率却呈下降趋势，报告期内从 3.87 下降至 3.44，期末应收款项占资产比重不断上升。

2024 年期末，公司应收票据及应收账款净额占资产 40.7%，较 2022 年增长了 8.6 个百分点。

销售规模扩张与回款效率的不匹配，反映出公司在销售策略和客户选择上存在问题。公司可能为了扩大市场份额而放宽信用政策，为了追求销售额而牺牲了收款的安全性，导致公司资金被客户占用的情况加剧。

尤其是和其他同行一对比，情况就一目了然：**同行都在进步，只有公司在开倒车。**

财务指标	公司名称	2024.12.31	2023.12.31	2022.12.31
应收账款周转率 (次/年)	和胜股份	4.00	3.08	3.14
	旭升集团	3.34	3.57	3.78
	文灿股份	5.29	4.17	4.38
	新铝时代	9.35	8.79	8.84
	平均值	5.49	4.90	5.03
	发行人	3.44	3.54	3.87

注：新铝时代应收账款周转率较高，系其将“迪链”债权凭证计入应收款项融资核算导致。

最让人担心的，是否为了冲业绩上市，而对客户质量把关不严，造成坏账积累？

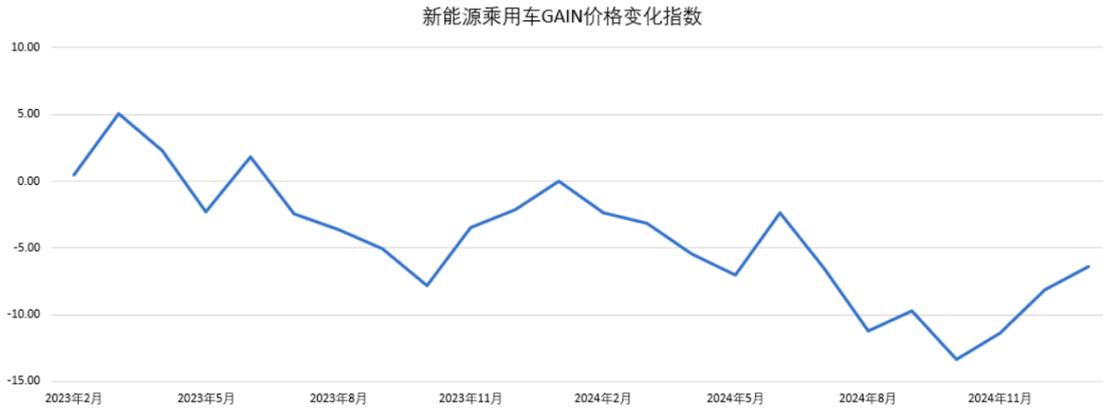


二、门槛梁市占率亮眼，但技术实力有差距

报告期内，公司主营业务毛利率维持在 23%左右，而同行都呈连年下降趋势，2024 年友升股份甚至以微弱优势位居同行之首。

项目	2024 年度	2023 年度	2022 年度
和胜股份	9.21%	16.59%	19.37%
旭升集团	19.63%	23.06%	23.36%
文灿股份	12.78%	14.33%	18.67%
新铝时代	22.09%	24.12%	29.97%
平均数	15.93%	19.53%	22.84%
发行人	22.65%	23.36%	22.79%

铝合金汽车零部件的上游原材料行业包括铝材、其他合金以及天然气等，其价格主要由铝水、铝棒等资源类大宗商品的市场价格所决定。而下游整车厂商，这些年，价格下探、成本控制压力加大。



(二轮问询函回复, 2025-05-30)

在这样的行业背景下，处于中游的友升股份竟能保持毛利率又高又稳，公司的实力体现在哪里？

从市场竞争的角度来看，在一个庞大的金字塔型的多层级配套供应体系中，直接与整车厂商合作的一级供应商不仅直接向整车制造商供应总成及模块，还参与整车制造商的产品设计与开发，因此具备一定的议价能力，对于较高的毛利率。

而三级供应商处于汽车零部件供应体系的底层。

友升股份目前处在“中间地带”。

2024 年公司的主要营收里，约 6 成直接向整车厂商供货，4 成向一级供应商供货。

整车厂主要客户有特斯拉、广汽集团 (601238.SH)、蔚来汽车 (09866.HK)、北汽新能源、赛力斯 (601127.SH) 等；

一级供应商主要客户有海斯坦普、宁德时代 (300750.SZ)、凌云工业 (600480.SH) 等。

单位：万元

项目	2024 年度		2023 年度		2022 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
整车厂商	212,080.33	59.33%	142,738.01	54.87%	108,342.99	51.45%
一级供应商	139,090.70	38.91%	114,641.90	44.07%	99,403.85	47.20%
其他	6,273.41	1.76%	2,754.20	1.06%	2,846.70	1.35%
合计	357,444.44	100.00%	260,134.11	100.00%	210,593.54	100.00%

从市占率来看，公司门槛梁业务比较能打。招股书显示，在新能源车领域，公司门槛梁产品的市占率高达 64%。

鉴于公司产品系轻量化铝合金零部件，主要配套新能源汽车，根据中国汽车工业协会公布的新能源汽车销售数据，并结合公司主要产品在新能源汽车中的渗透率和实际销售额，测算公司门槛梁、保险杠、副车架和电池托盘产品市场占有率分别为 **64.25%**、**12.30%**、**1.44%**和 **3.74%**。

而剩下的营收近半的业务，保险杠、电池托盘和副车架产品，市占率分别为 12.3%、3.7%、1.4%，市场竞争力并不强。

在二轮问询中，被问到主要产品技术先进性和核心竞争力主要体现。公司称第一体现在材料配方、产品设计、先进加工工艺三大核心技术上。

但从关键性能指标来看，公司产品在抗拉强度、屈服强度上与竞争对手还有差距。

行业内一般使用金属材料的机械性能来作为关键技术指标，具体包括抗拉强度、屈服强度和断后伸长率等。

定、性能优异。公司门槛梁、保险杠和副车架产品较多采用 6082 型号铝合金材料，电池托盘较多采用 6061 型号铝合金材料，两种型号材料生产的产品主要指标和行业技术标准比较情况如下：

技术指标	状态	6082 铝合金材料		6061 铝合金材料		行业标准文件
		发行人	行业技术标准	发行人	行业技术标准	
抗拉强度	T6	391-396Mpa	310Mpa	320-325 Mpa	260 Mpa	GB/T6892-2023
屈服强度	T6	362-369Mpa	260Mpa	286-300 Mpa	240 Mpa	
断后伸长率	T6	12.8-14.3%	8%	12.8-13.3%	7%	

注：发行人技术指标来源于检测报告，行业技术标准取自 T6 状态下的技术指标。

此外，同行业上市公司新铝时代披露了主要产品的性能指标，其中抗拉强度在 431-434Mpa，屈服强度在 390-391Mpa，断后伸长率在 13.5%-14.0%，均高于行业标准，可以满足客户对产品技术指标的要求。

(二轮问询函回复，2025-05-30)

三、家族企业，长期失血仍要分红，募资规模飙涨 4 倍

在营收、利润稳步增长的岁月静好下，实际上公司的财务警钟早就敲响。

为满足下游需求，报告期内公司资本支出不断加大。2022-24 年，资本开支约 7.3 亿。

公司曾于 2021 年 6 月向证监会报送申请文件，但于 2022 年 7 月撤回了上市申请。对于撤回的原因，公司称是急需筹集资金扩充产能，出于战略发展考虑，便通过增资扩股形式进行融资，完成产能布局。

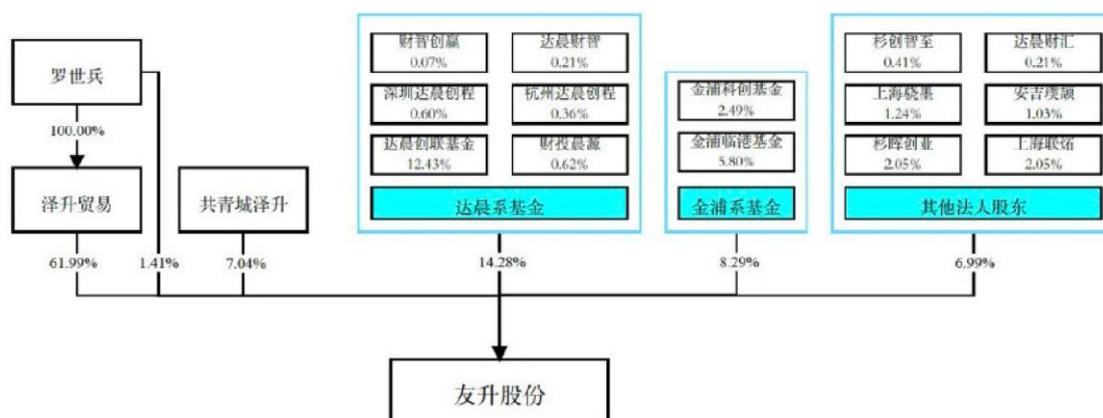
2022 年，公司完成增资扩股，共募集资金 3.7 亿元。这轮增加的股东均为财务投资者，主要是私募基金和创投合伙企业。

序号	认购人	认购数量（万股）	认购金额（万元）	出资方式
1	杉晖创业	297.3333	10,000.00	货币
2	上海联焱	297.3333	10,000.00	货币
3	安吉璞颀	148.6667	5,000.00	货币
4	财投晨源	89.2000	3,000.00	货币
5	深圳达晨创程	86.5984	2,912.50	货币
6	杉创智至	59.4667	2,000.00	货币
7	杭州达晨创程	51.9590	1,747.50	货币
8	达晨财汇	29.7333	1,000.00	货币
9	达晨财智	29.7333	1,000.00	货币
10	财智创赢	10.1093	340.00	货币
合计		1,100.1333	37,000.00	/

最新招股书显示，达晨系基金、金浦系基金均是公司的大股东，分别持股 14.3%、8.3%。

而公司实控人为罗世兵、金丽燕，两人是夫妻，其中罗世兵是公司董事长兼总经理，金丽燕担任董事。两人直接和间接合计持有公司 70.4%的股份。

其中，罗世兵直接持有 1.41%股份并通过泽升贸易控制发行人 61.99%的股份，金丽燕通过员工持股平台共青城泽升控制发行人 7.04%的股份。

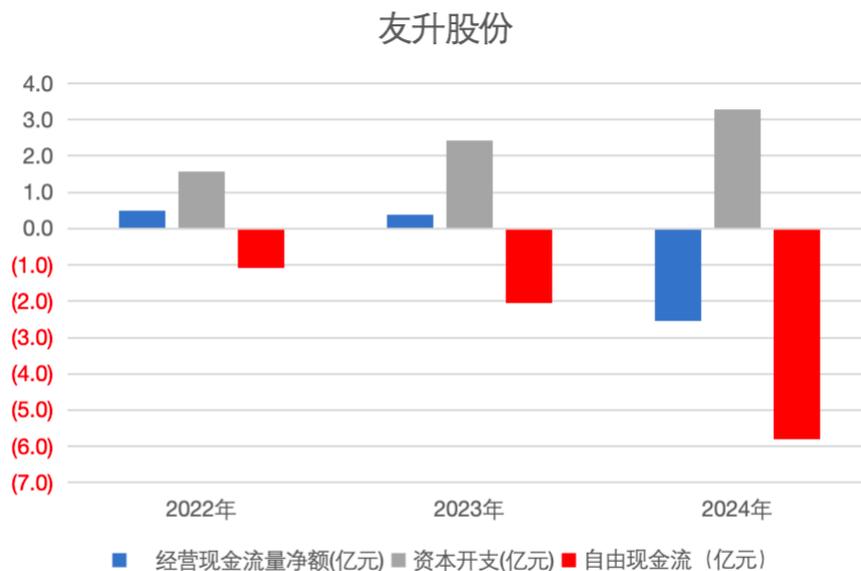


虽然公司产销规模得以扩大，营收、利润不断增长，但从现金流来看，公司持续失血。

2018-24年,没有一年自由现金流是正的,报告期内自由现金流失血不断加大、净流出数额近9亿。

一方面,公司经营现金流入不佳,2024年公司经营现金流量净流出2.5亿。另一方面,赚的钱都变成了厂房、机器。

付出去的都是真金白银,收回来的多是白条,纸面富贵。



(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

然而,就算在这样的情况下,公司在2022年还进行了6000万的分红。

那这次公司打算伸手要多少呢?

24.7亿! 是的,不要怀疑你的眼睛,你没看错! 其中5亿用于补流! 总额是首次IPO申报时的3.9倍。

单位：万元

序号	项目名称	投资总额	募集资金拟投入金额
1	云南友升轻量化铝合金零部件生产基地项目（一期）	127,085.45	127,085.45
2	年产 50 万台（套）电池托盘和 20 万套下车体制造项目 （注）	70,000.00	70,000.00
3	补充流动资金	50,000.00	50,000.00
合计		247,085.45	247,085.45

注：根据《项目备案告知书》，“年产 50 万台（套）电池托盘和 20 万套下车体制造项目”总投资 10 亿元，分两期建设，第一期投资 3 亿元，第二期投资 7 亿元，本次募集资金投入系项目第二期。

从市场渗透率来看，目前新能源汽车的电池托盘基本采用铝合金轻量化材料，而铝合金门槛梁、保险杠和副车架在新能源汽车的渗透率在 2024 年分别为 21%、37%、10%，还有提升空间。

单位：万辆

项目	2024 年度		2023 年度		2022 年度	
	销量	渗透率	销量	渗透率	销量	渗透率
铝制保险杠	481.03	37.39%	351.84	37.06%	165.38	24.01%
铝制门槛梁	271.41	21.10%	216.86	22.84%	103.50	15.03%
铝制副车架	128.57	9.99%	125.48	13.22%	56.67	8.23%

（二轮问询函回复，2025-05-30）

但这条赛道也并非高枕无忧，目前主要使用的轻量化材料除了铝合金，还有高强度钢、铝合金、镁合金、碳纤维复合材料等。

材料	密度 (g/cm ³)	抗拉强度 (MPa)	比强度 (MPa·g/cm ³)	减重效果
普通钢（低碳钢）	7.80	551.60	70.72	-
高强度钢（双相钢）	7.85	1,379.00	175.67	10%-28%
铝合金（6061-T6）	2.70	310.28	114.92	30%-60%
镁合金（AZ31）	1.74	255.12	146.62	30%-70%
碳纤维	1.55	2,068.50	1,334.52	50%-70%

注：数据来源于广证恒生《高强度钢、铝镁合金持续高增长，碳纤维初步实现规模应用》。

（二轮问询函回复，2025-05-30）

2024年,新能源汽车市场铝制门槛梁和副车架车型销量上升但渗透率出现微降,这与当前主流车企的市场策略与技术迭代节奏有关。

以比亚迪(002594.SZ)、上汽集团(600104.SH)为代表的头部企业凭借高性价比钢制结构车型持续占据销量主力,其畅销车型因成本控制考量仍以传统钢材作为核心结构部件,导致现阶段铝制部件应用增速滞后于整体市场扩容。

未来,面对如此大规模的募资扩产,公司产能如何消化?

结语

注册制改革后,主板要求突出大盘蓝筹特色,重点支持业务模式成熟、经营业绩稳定、规模较大、具有行业代表性的优质企业。

友升股份作为铝合金汽车零部件制造商,目前总体规模居中,赚的是微笑曲线底部的钱,核心技术方面与竞品还有差距,而且还没有现金流。

总的来看,公司基本面与大盘蓝筹特点还有距离。

此外,作为家族企业,持续失血依然先分红再向资本市场伸手要钱,难让人恭维。