

**评级：买入（首次覆盖）**
**市场价格：23.38**
**分析师：何俊艺**

执业证书编号：S0740523020004

**分析师：刘欣畅**

执业证书编号：S0740522120003

**分析师：毛葵玄**

执业证书编号：S0740523020003

**基本状况**

总股本(百万股)	933
流通股本(百万股)	933
市价(元)	23.38
市值(百万元)	21,819
流通市值(百万元)	21,819

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,023	4,454	6,613	9,606	12,477
增长率 yoy%	86%	47%	48%	45%	30%
净利润(百万元)	413	701	989	1,454	1,895
增长率 yoy%	24%	70%	41%	47%	30%
每股收益(元)	0.44	0.75	1.06	1.56	2.03
每股现金流量	0.41	0.40	1.10	1.51	2.00
净资产收益率	11%	12%	15%	19%	20%
P/E	52.8	31.1	22.1	15.0	11.5
P/B	6.0	3.9	3.4	2.8	2.3

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄，股价摘取时间为2023年5月4日

**报告摘要**

- 公司概况：伴随特斯拉共同成长的汽车轻量化多工艺平台型企业。**  
 公司主营汽车轻量化铝合金相关零部件（基于：压铸/锻造/挤出工艺），产品聚焦于新能源汽车核心部件及系统（涵盖传动、控制、悬挂、电池），是业内少有同时掌握压铸、锻造、挤压三大工艺的轻量化平台型企业，并均具备稳定量产能力。公司在2014-2022年深度绑定特斯拉，实现收入8年翻24倍，本质是公司管理层战略领先，前瞻性进行客户选择和工艺布局。公司后续成长主要依托新品类扩张（户储，铝瓶等）与客户放量（特斯拉全球化&国内头部自主新能源等）。
- 整体认知：前瞻坚定选择客户，未雨绸缪延伸工艺，胆大心细拓展品类。**  
 1) 客户层面：前瞻坚定，2013年公司成为首个主动选择并突破特斯拉的压铸核心产品供应商，并持续与特斯拉同成长；  
 2) 技术层面：未雨绸缪，持续完善铝合金多工艺能力，前瞻布局锻造/挤出等工艺，成为国内少有的具备三种工艺的平台型企业；  
 3) 战略层面：胆大心细，公司具备较强的模具与压铸能力，在未明确获取确定性走量客户项目前并未盲从一体化大件压铸趋势。
- 行业分析：压铸日渐激烈，高端锻造件需求稳定，挤压汽车产业化资源稀缺。**  
 驱动：电动化带动轻量化：1) 纯电车平均比燃油车重100-250千克；2) 新能源汽车对续航里程更看重。空间：2023-2025预计车用铝压铸件空间分别为2059/2242/2419亿元，同比12%/9%/8%，CAGR<sub>22-25</sub>=7%；锻造件分别为139/156/207亿元，同比42%/12%/33%，CAGR<sub>22-25</sub>=21%；挤压件市场空间分别为362/436/518亿元，同比23%/21%/19%，CAGR<sub>22-25</sub>=15%。格局：压铸竞争逐渐趋于激烈，高端底盘件等锻造市场稳定，挤压汽车产业化资源稀缺，均属于蓝海市场。
- 成长逻辑：新能源客户放量与拓展（量）叠加产品矩阵式拓展（价）。**  
 量维度：1) 特斯拉国内：高盈利具备价-量收放自如的能力可优势转化为销量增长的确定性；2) 特斯拉全球：特斯拉新车面向全球市场，墨西哥工厂是第一抓手，公司具备锻造、挤压差异化配套优势。3) 其他客户：国内某头部新能源厂商放量在即；  
 价维度：工艺&产品矩阵式拓展。维度1：工艺拓展，压铸起家，逐步拓展到铸造和挤出，完成3大工艺布局；维度2：产品拓展，比如压铸工艺下从电驱壳体衍生到热管理壳体，挤压工艺下从电池壳体衍生到消费铝瓶；维度3：汽车到储能、工业等领域。
- 盈利预测、估值及投资评级：公司是业内少有同时掌握压铸、锻造、挤压三大工艺的轻量化平台型企业，在客户选择、工艺布局、业务发展等方面战略领先；轻量化升级叠加铝合金多工艺品类扩张可实现单车价值量提升；绑定强势自主及新势力，同时跟随特斯拉全球化进一步成长。我们预计2023-2025年营收分别66.13/96.06/124.77亿元，同比+48.5%/+45.3%/+29.9%，归母净利润分别为9.89/14.54/18.95亿元，同比+41.0%/+47.1%/+30.3%，首次覆盖，给予“买入”评级。**
- 风险提示：新能源渗透率放缓带来的轻量化行业增速放缓；压铸行业竞争加剧带来的盈利下行；特斯拉全球化墨西哥工厂盈利不及预期；国内其他客户降价导致盈利不及预期。**

## 内容目录

<b>一、公司概况：与特斯拉同成长的轻量化平台型企业</b> .....	<b>- 5 -</b>
主业：轻量化全工艺平台型企业，聚焦新能源汽车核心部件 .....	- 5 -
主营构成：聚集汽车，延伸储能等工业领域 .....	- 5 -
股权结构：实控人持股超 50%，经营稳健 .....	- 6 -
成长复盘：主动选择并深度绑定特斯拉，收入 8 年翻 24 倍 .....	- 6 -
财务分析：营收高速增长，盈利能力行业前列 .....	- 7 -
<b>二、整体认知：选客户前瞻坚定，延工艺未雨绸缪，拓产品胆大心细</b> .....	<b>- 8 -</b>
客户维度 1：眼光前瞻且坚定突破特斯拉 .....	- 8 -
客户维度 2：伴随特斯拉实现产品和工艺拓展 .....	- 8 -
技术维度 1：未雨绸缪，汽车压铸(13 年)→锻造(17 年)→挤压(20 年) .....	- 9 -
技术维度 2：同业比较工艺种类更齐全 .....	- 10 -
战略维度：胆大心细，一体化压铸有底子但不盲从 .....	- 10 -
<b>三、行业分析：压铸高增长，高端锻造稳定，汽车挤压稀缺</b> .....	<b>- 11 -</b>
驱动 ( $\beta$ 维度)：电动化带动轻量化需求放量 .....	- 11 -
空间：2025 年国内压铸、锻造、挤压分别为 2419/207/518 亿 .....	- 11 -
压铸格局：国内 CR5 仅 10%，格局分散 .....	- 12 -
锻造格局：高端铝锻件以外资为主 .....	- 12 -
挤压格局：汽车类挤压厂商较为稀缺，竞争温和 .....	- 13 -
难点：压铸向挤压和锻造延伸困难但正确 .....	- 13 -
<b>四、成长逻辑：绑定与开拓新能源头部客户（量）&amp;基于新工艺与新产品的矩阵式拓展（价）</b> .....	<b>- 14 -</b>
量-特斯拉国内：销量增长可期，配套产品丰富化 .....	- 14 -
量-特斯拉全球：墨西哥为主要抓手，公司具备工艺差异化优势 .....	- 15 -
量-其他客户：新客户持续突破，某新能源厂商放量在即 .....	- 16 -
价-基于多工艺矩阵式拓品类，品类扩张实现配套价值量提升 .....	- 17 -
价-压铸工艺：拓汽车三电与户储新业务 .....	- 18 -
价-锻造工艺：拓汽车底盘件与热管理阀板等产品 .....	- 18 -
价-挤出工艺：拓电池包纵梁等汽车产品及铝瓶等工业品 .....	- 19 -
价-综合集成化：总成部件 .....	- 20 -
<b>五、盈利预测和估值分析</b> .....	<b>- 20 -</b>
盈利预测 .....	- 20 -
估值分析与投资建议 .....	- 21 -
<b>六、风险提示</b> .....	<b>- 22 -</b>

## 图表目录

图表 1 公司主营产品在新能源汽车领域的应用 .....	- 5 -
图表 2 公司主营产品收入（亿元） .....	- 5 -
图表 3 公司主营产品收入占比（2022 年） .....	- 5 -
图表 4 公司股权结构 .....	- 6 -
图表 5 公司营收变化情况 .....	- 6 -
图表 6 营业收入及同比增速 .....	- 7 -
图表 7 归母净利润及同比增速 .....	- 7 -
图表 8 毛利率和净利率变化情况 .....	- 7 -
图表 9 毛利率同业比较 .....	- 7 -
图表 10 公司成为特斯拉供应商的过程 .....	- 8 -
图表 11 特斯拉颁发杰出合作伙伴奖（2014.10） .....	- 8 -
图表 12 公司伴随特斯拉成长过程 .....	- 9 -
图表 13 公司通过持续募投项目积累压铸、锻造、挤压全工艺制造能力.....	- 9 -
图表 14 公司具备多种铝合金加工工艺 .....	- 10 -
图表 15 公司模具研发制造能力较强 .....	- 10 -
图表 16 公司与科佳模具建立战略合作关系 .....	- 10 -
图表 17 纯电车与燃油车质量对比 .....	- 11 -
图表 18 汽车单车铝用量变化情况 .....	- 11 -
图表 19 汽车铝制品压铸、锻造、挤压市场空间预测 .....	- 11 -
图表 20 汽车铝制品压铸、锻造、挤压市场空间变化（亿元） .....	- 11 -
图表 21 国内铝压铸汽车零部件厂商格局（2021 年） .....	- 12 -
图表 22 国内锻造行业上下游关联关系 .....	- 12 -
图表 23 国内外主要汽车锻造商 .....	- 12 -
图表 24 全球汽车铝挤压厂商行业格局（2022 年） .....	- 13 -
图表 25 国内铝挤压乘用车零部件厂商行业格局（2022 年） .....	- 13 -
图表 26 特斯拉全球销量及同比增速 .....	- 14 -
图表 27 特斯拉季度盈利能力变化情况 .....	- 14 -
图表 28 特斯拉国内周度上险量（单位：辆） .....	- 14 -
图表 29 CyberTruck 皮卡和 Model Q.....	- 15 -
图表 30 特斯拉下一代平台车型成本降低 50%.....	- 15 -
图表 31 墨西哥的汽车工业分布示意图 .....	- 15 -
图表 32 特斯拉及其供应商在墨西哥的布局 .....	- 15 -
图表 33 特斯拉收入占比 .....	- 16 -

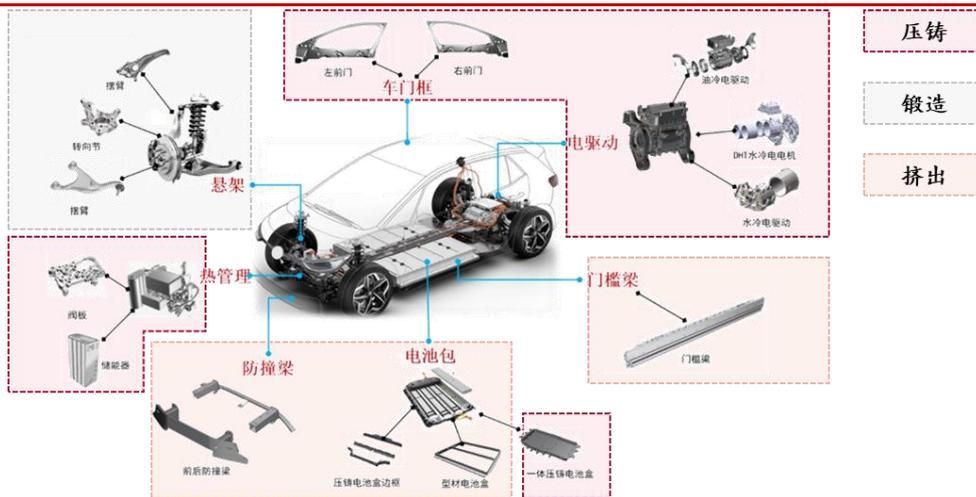
图表 34 公司客户布局 .....	- 16 -
图表 35 公司获得国内某新能源厂商定点公告 (2022. 10. 30) .....	- 17 -
图表 36 公司获得比亚迪优秀供应商 (2022 年度) .....	- 17 -
图表 37 公司具备矩阵式扩品类能力 .....	- 17 -
图表 38 汽车不同工艺铝制品及公司产品布局 .....	- 18 -
图表 39 公司汽车类压铸类主要产品 .....	- 18 -
图表 40 公司获得国外某新能源客户户储定点 .....	- 18 -
图表 41 新能源汽车精密铸锻件项目 (一二期) 情况 .....	- 19 -
图表 42 公司汽车挤出类产品 .....	- 19 -
图表 43 公司铝瓶定点项目 .....	- 19 -
图表 44 旭升 2023 年拟募投项目集中在壳体总成和结构件 .....	- 20 -
图表 45 公司盈利预测 .....	- 20 -
图表 46 可比公司估值对比 .....	- 21 -

## 一、公司概况：与特斯拉同成长的轻量化平台型企业

主业：轻量化全工艺平台型企业，聚焦新能源汽车核心部件

- **产品：**精密铝合金零部件，产品主要聚焦于新能源汽车领域，涵盖传动、控制、悬挂、电池等多个核心系统。
- **工艺：**公司是目前行业内少有的同时掌握压铸、锻造、挤压三大铝合金成型工艺的企业，并均具备量产能力。

图表 1：公司主营产品在新能源汽车领域的应用



来源：公司公告，中泰证券研究所

主营构成：聚集汽车，延伸储能等工业领域

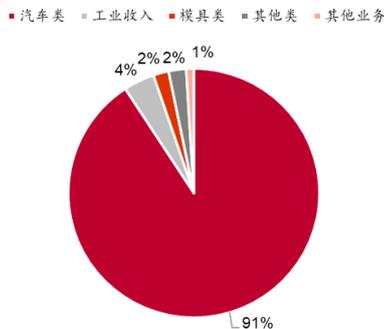
- **聚集汽车，延伸储能等工业领域：**2013年起公司抓住新能源汽车发展机遇，在变速箱、电池等关键零部件实现多项技术和工艺突破，2015年起新能源汽车零部件业务快速提升。2022年汽车类零部件收入占比90.81%，工业类零部件占比3.97%，模具类零部件占比1.98%。汽车业务收入占比逐年提升，主营业务持续加强。

图表 2：公司主营产品收入（亿元）



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 3：公司主营产品收入占比（2022年）

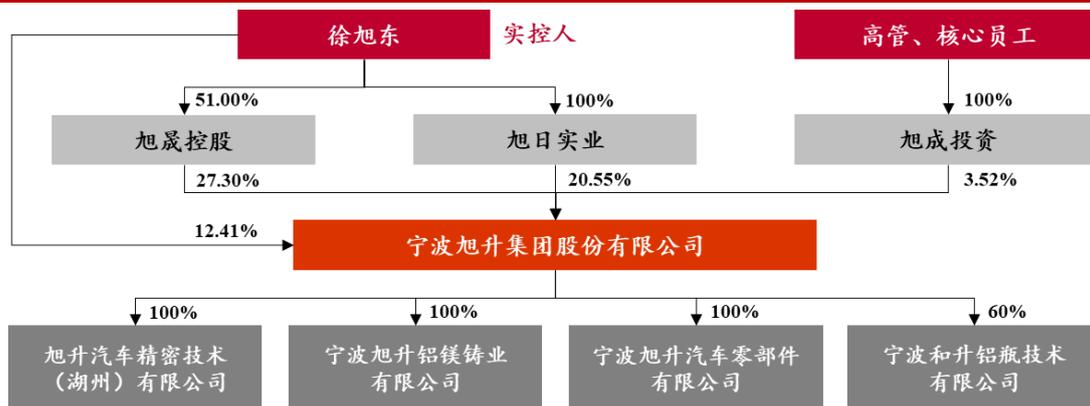


来源：Wind，中泰证券研究所

**股权结构：实控人持股超 50%，经营稳健**

- **持股集中：**公司实控人为徐旭东，截至 2023 年 1 月 10 日，直接持股占比 12.41%，通过旭晟控股和旭日实业间接持股占比 34.47%，合计持股占比 46.88%。此外，亲属及员工持股平台旭成投资持股占比 3.52%，公司层面合计持股占比超 50%，持股高度集中，经营稳健。

图表 4：公司股权结构

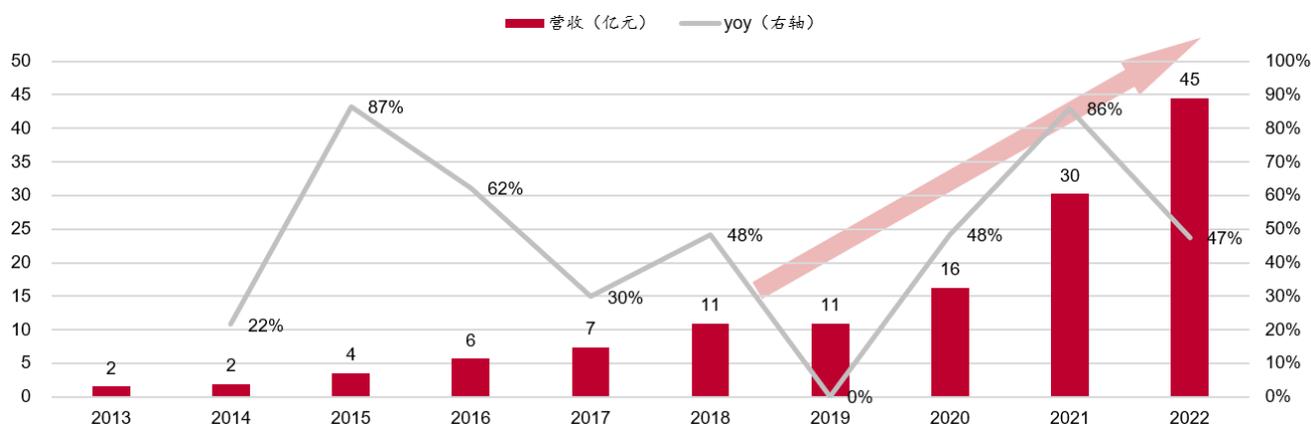


来源：Wind，中泰证券研究所（注：截至 2023 年 1 月 10 日）

**成长复盘：主动选择并深度绑定特斯拉，收入 8 年翻 24 倍**

- **2013 之前：**工业用品起家。**2014-2017：**在特斯拉未起势时主动选择并突破特斯拉，借此进入汽车业务，该阶段主要配特斯拉海外车型。**2018-2021：**特斯拉国内建厂，同时依托前期积累的经验实现汽车客户拓展，伴随新能源放量营收高增。**2022 之后：**客户层面伴随特斯拉全球化&新拓比亚迪等新能源头部企业，产品层面拓户储和铝瓶等工业领域产品业务。

图表 5：公司营收变化情况



来源：Wind，中泰证券研究所

财务分析：营收高速增长，盈利能力行业前列

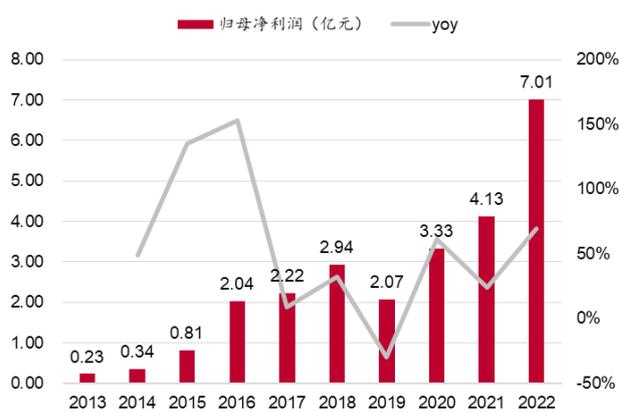
- **收入高增，净利润稳定提升。**2022 年公司实现收入 44.54 亿元，同比+47.31%，实现归母净利润 7.01 亿元，同比+69.70%，利润增速高于收入增速。单季度来看，22Q4 公司实现收入 11.89 亿元，同环比+17.57%/-6.46%，实现归母净利润 2.16 亿元，同环比+165.29%/+2.64%。

图表 6：营业收入及同比增速



来源：Wind，中泰证券研究所

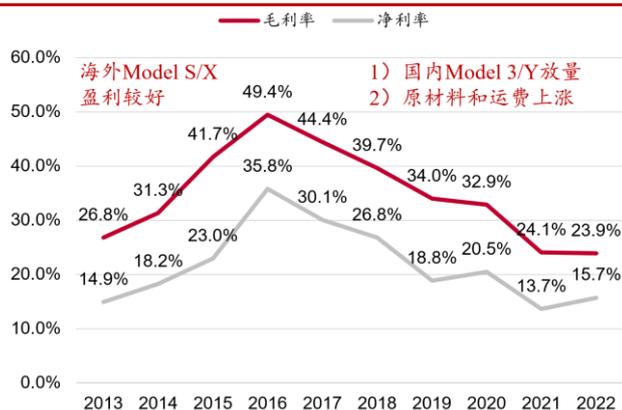
图表 7：归母净利润及同比增速



来源：Wind，中泰证券研究所

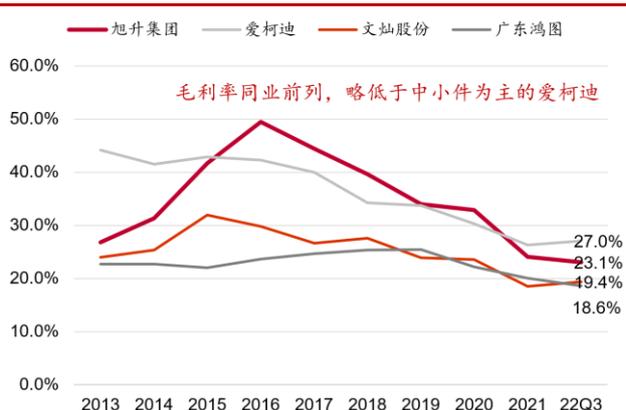
- **毛利率企稳：**16-21 年毛利率持续下行，主要系：1) 特斯拉 Model3/Y 放量拉低利润率；2) 原材料和运费上涨。22 年毛利率企稳至 23.9%，同比-0.2pct，主要系原材料价格下降和精细化成本管理。
- **盈利能力位于行业前列：**22Q3 公司毛利率 23.1%，略低于小件为主的爱柯迪 (27.0%)，整体位于行业前列。

图表 8：毛利率和净利率变化情况



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 9：毛利率同业比较



来源：Wind，中泰证券研究所 (2022 年数据尚未披露完全)

## 二、整体认知：选客户前瞻坚定，延工艺未雨绸缪，拓产品胆大心细

### 客户维度 1：眼光前瞻且坚定突破特斯拉

- 2013年在特斯拉发展初期全球仅2.2万辆年销量规模下，公司依托技术积累和快速响应突破特斯拉，6月首次接触后7月就通过了供应商认证。2014年提升为一级供应商全面参与Model S/X的配套研发，2015-2016年分别实现Model S/X和Model 3的变速箱量产。我们认为，公司在前期特斯拉尚未起量阶段主动选择并突破，后期坚定伴随特斯拉成长，挑选客户眼光前瞻且坚定。

图表 10：公司成为特斯拉供应商的过程

阶段	日期	合作过程	特斯拉处境	产品
初始阶段	2013年6月	首次接触，电池冷却系统中一个零部件良率和成本有待提升，公司给出锻造一步成型方案，15天内开模试制出合格样件，实力和响应得到认可	发展早期，2013年产量约2.2万辆	电池冷却系统一个零部件样件
	2013年7月	通过供应商认证		
爬坡阶段	2013年8月	特斯拉采购副总裁深入考察交流后决定与公司深入合作		
	2013年10月	签订通用合同，合作期10年，前3年价格稳定，后7年双方可以根据情况调整		
深入合作阶段	2014年初	特斯拉邀请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	销量2.6万辆	参与并取得定点30个
	2015年	特斯拉准备开发用于Model S/X的变速箱，公司把握机会于8月实现量产	销量4.4万辆	变速箱等部件
	2016年	特斯拉2016年计划推出Model 3，公司继Model S/X变速箱箱体后拿到Model 3变速箱箱体部分订单，并在9月小批量供货	销量6.3万辆	变速箱等部件

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

图表 11：特斯拉颁发杰出合作伙伴奖（2014.10）

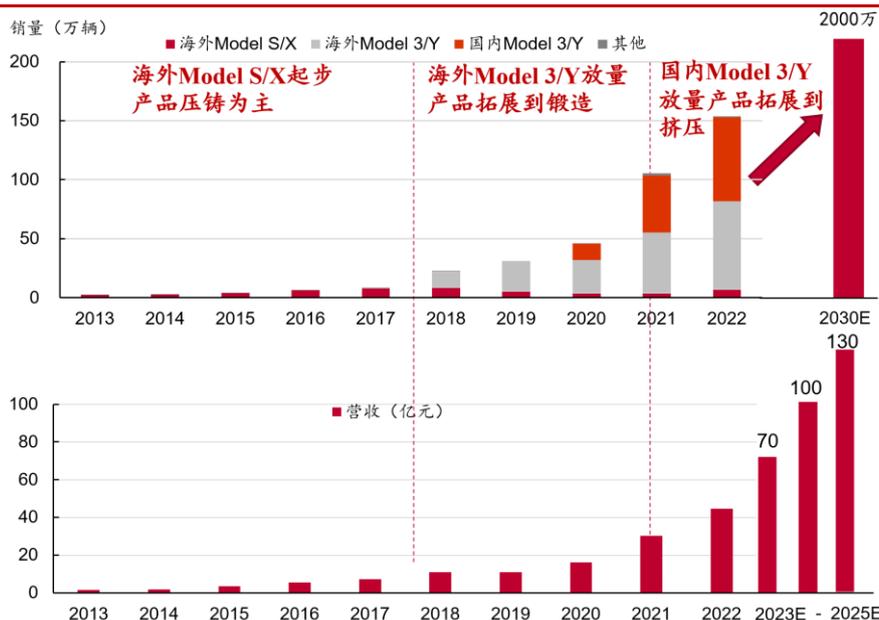


来源：公司官网，中泰证券研究所

### 客户维度 2：伴随特斯拉实现产品和工艺拓展

- 阶段 1：2013-2017 压铸；配套车型以海外 Model S/X 为主，主要配套压铸类产品，包含三电系统壳体。
- 阶段 2：2017-2020 锻造；配套车型拓展至海外 Model 3/Y（起量），同时工艺拓展至锻造，产品包含底盘系统和热管理阀板。
- 阶段 3：2020-2022 挤压；配套车型拓展至国内 Model 3/Y，工艺进一步拓展至挤压，产品拓展到电池壳体和纵梁。
- 阶段 4：2023 之后，特斯拉全球化&新客户及扩展非汽车产品；特斯拉 2030 年全球 2000 万产量目标，拓展储能等新品类

图表 12: 公司伴随特斯拉成长过程



来源: Marklines, Wind, 中泰证券研究所

**技术维度 1: 未雨绸缪, 汽车压铸(13年)→锻造(17年)→挤压(20年)**

- **逐渐积累铝合金全工艺制造能力:** 公司初期以压铸工艺为主, 2013年进入汽车压铸, 2017年在特斯拉国内建厂前夕, 公司敏锐捕捉到高端铝合金锻造国内空缺, 通过可转债募投精密铸锻件项目, 逐渐积累起锻造能力; 2020年公司投资高智能自动化生产工厂项目, 进一步积累了挤压能力。成为国内少有的具备压铸、锻造、挤压量产能力的厂商。

图表 13: 公司通过持续募投项目积累压铸、锻造、挤压全工艺制造能力

日期	募投类别	项目	工艺	投资	产能
2017年6月28日	IPO	轻量化及环保型铝镁合金汽车零部件制造项目; 铝镁合金产品及精密压铸模具研发中心建设项目等	压铸	4.68亿	
2017年11月24日	可转债	新能源汽车精密铸锻件项目 (六厂一期)	压铸、锻造	6.37亿	连杆350万件, 扭臂40万件, 转向节60万件, 下摆臂50万件
2020年2月20日	定增	新能源汽车精密铸锻件项目 (六厂二期)	压铸、锻造、机加工	4.84亿	新增685万件新能源汽车精密铸锻件
2020年5月23日	自有+自筹	旭升高智能自动化生产工厂项目 (七厂挤压产线)	压铸、挤压	19.2亿	轻量化铝合金汽车零部件 1000 万件
2021年7月30日	可转债	高性能铝合金汽车零部件项目 (八场精加工)	机加工	11.42亿	新增传动系统壳体234万件、电池系统部件57万件和车身部件50万件
		汽车轻量化铝型材精密加工项目 (九厂高压)	高压压铸	4.05亿	新增壳体62万件、电池系统部件95万件

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**技术维度 2: 同业比较工艺种类更齐全**

- **具备多工艺能力:** 文灿、鸿图、爱柯迪等厂商均以压铸为主，拓普具备压铸和锻造能力。公司具备高压压铸、锻造、挤压多种铝合金加工工艺，相比其他同业公司工艺更齐全。

**图表 14: 公司具备多种铝合金加工工艺**

公司名称	制造工艺	汽车业务主要产品
旭升股份	高压压铸	新能源三电系统壳体、底盘系统（副车架）
	锻造	底盘系统（控制臂、转向节）、热管理系统（阀板）
	挤压	电池托盘、纵梁等
文灿股份	高压压铸、低压压铸、重力压铸	动力总成系统铝压、车身结构件、副车架、三电壳、电池托盘等
拓普集团	高压压铸、低压压铸、锻造	底盘系统（副车架、控制臂、转向节）、车身系统等
亚太科技	挤出	热交换系统（加热机芯、水箱）、底盘系统（控制臂、转向轴）、三电系统等
广东鸿图	高压压铸	发动机变速箱壳体，新能源汽车动力系统、电池箱壳体、减震塔、副车架，及通讯机电行业
美利信	高压压铸	新能源三电系统、电池系统、车身系统
泉峰汽车	高压压铸	新能源大三电壳体、变速箱阀体等
爱柯迪	高压压铸	转向、雨刮、动力、制动系统等中小件为主

来源：各公司公告，中泰证券研究所

**战略维度: 胆大心细，一体化压铸有底子但不盲从**

- **一体化压铸核心能力:** 工艺，模具，设备，材料。其中工艺和模具是差异化核心能力。
- **模具能力强:** 公司模具设计与制造能力较强，具备与主机厂同步开发能力，能自行设计制造 4400 吨以下模具。
- **一体化压铸具备实力但不盲从:** 一体化压铸工艺具备降本增效的优势，然而当前技术尚未完全成熟，良率和产能利用率将显著制约利润率。公司与科佳模架建立战略合作关系，进一步夯实一体化压铸模具研发能力。

**图表 15: 公司模具研发制造能力较强**



来源：公司官网，中泰证券研究所

**图表 16: 公司与科佳模架建立战略合作关系**

甲方：宁波旭升汽车技术股份有限公司  
乙方：科佳（长兴）模架制造有限公司

**(一) 战略合作的主要内容**

1、随着铝合金压铸产品轻量化、集成化的发展需求以及新能源汽车和储能应用的广泛应用，特别是包括汽车底盘结构件、电池包、副车架等超大型压铸件的需求会快速攀升。为发挥各自优势，共同开拓市场，在新能源汽车的大型一体化车身结构件、一体化铸造电池箱体等产品的模具开发和工艺应用领域建立战略合作关系；

2、甲乙双方本着战略合作的原则，相互支持合作方向发展、宣传合作形象、维护合作方声誉、拓展合作领域；

3、双方本着面向未来、充分发挥各自资源优势的原则，基于甲方业务开拓范畴，共同开发适用于大型一体化铝铸件的超大型模具，通过双方的合作与开发，提升超大型模具在一体化压铸领域应用的成熟度和经济性；

4、甲方主要负责进行新项目的产品设计、性能研究、成本控制、生产稳定性等方面研究；乙方基于甲方研发需求给予项目支持与超大型模架的配套保供；

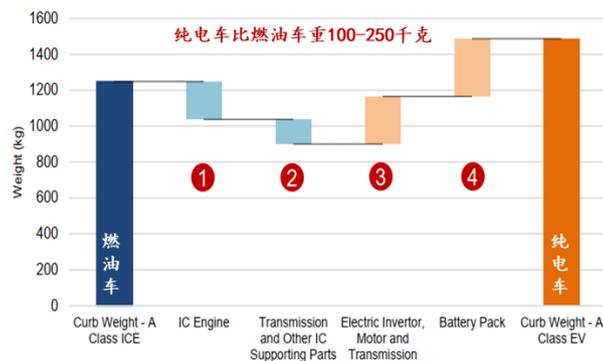
来源：公司公告，中泰证券研究所

### 三、行业分析：压铸高增长，高端锻造稳定，汽车挤压稀缺

驱动（β 维度）：电动化带动轻量化需求放量

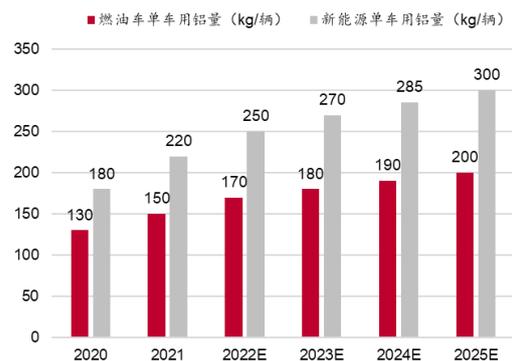
- **新能源汽车对轻量化更敏感**：1) 纯电车平均比燃油车重 100-250 千克；2) 新能源汽车对续航里程更看重。**单车铝用量逐渐提升**：《中国汽车工业用铝量评估报告》指出，2022-2025 年单车铝用量分别为 188/206/223/240 千克，CAGR<sub>22-25</sub>=6%。

图表 17: 纯电车与燃油车质量对比



来源：《中国汽车工业用铝量评估报告》，中泰证券研究所

图表 18: 汽车单车铝用量变化情况



来源：《中国汽车工业用铝量评估报告》，中泰证券研究所

空间：2025 年国内压铸、锻造、挤压分别为 2419/207/518 亿

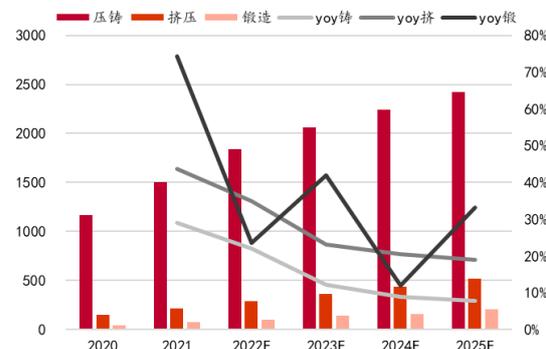
- **关键假设**：1) 单车铝用量持续提升；2) 铝单价维持不变；3) 2022-2025 年汽车销量 2900/3000/3100/3200 万辆。
- **预测结果**：2023-2025 年，车用铝铸件市场空间分别为 2059/2242/2419 亿元，同比 12%/9%/8%，CAGR<sub>22-25</sub>=7%；锻造件市场空间分别为 139/156/207 亿元，同比 42%/12%/33%，CAGR<sub>22-25</sub>=21%；挤压件市场空间分别为 362/436/518 亿元，同比 23%/21%/19%，CAGR<sub>22-25</sub>=15%；

图表 19: 汽车铝制品压铸、锻造、挤压市场空间预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
新能源汽车渗透率	6%	14%	22%	29%	35%	40%
单车用铝量 (kg/辆)	133	160	188	206	223	240
铝合金单价 (元/kg)	45	45	45	45	45	45
汽车销量 (万辆)	2531	2750	2900	3000	3100	3200
<b>汽车铝合金规模 (亿元)</b>	1514	1979	2448	2782	3114	3456
yoy	1%	31%	24%	14%	12%	11%
压铸占比	77%	76%	75%	74%	72%	70%
锻造占比	10%	11%	12%	13%	14%	15%
铝锻造占比	3%	4%	4%	5%	5%	6%
<b>压铸市场规模 (亿元)</b>	1166	1504	1836	2059	2242	2419
yoy		29%	22%	12%	9%	8%
<b>挤压市场规模 (亿元)</b>	151	218	294	362	436	518
yoy		44%	35%	23%	21%	19%
<b>锻造市场规模 (亿元)</b>	45	79	98	139	156	207
yoy		74%	24%	42%	12%	33%

来源：中汽协，《中国汽车工业用铝量评估报告》，中泰证券研究所预测

图表 20: 汽车铝制品压铸、锻造、挤压市场空间变化 (亿元)

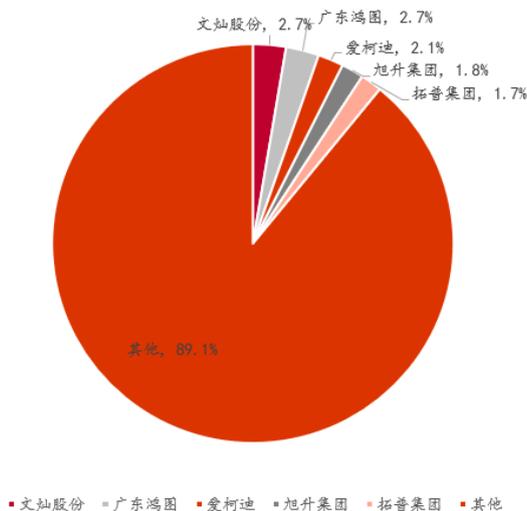


来源：中汽协，《中国汽车工业用铝量评估报告》，中泰证券研究所预测

**压铸格局：国内 CR5 仅 10%，格局分散**

- 国内竞争分散，集中度较低；头部企业分别为文灿股份、广东鸿图、爱柯迪、旭升集团、拓普集团，根据铝压铸市场规模测算，2021 年国内 CR5 约 10%，竞争格局分散，各家优势领域也有所差异。
- 龙头加速一体化转型：国内主要压铸商逐步加快一体化压铸进展。

图表 21: 国内铝压铸汽车零部件厂商格局 (2021 年收入口径)

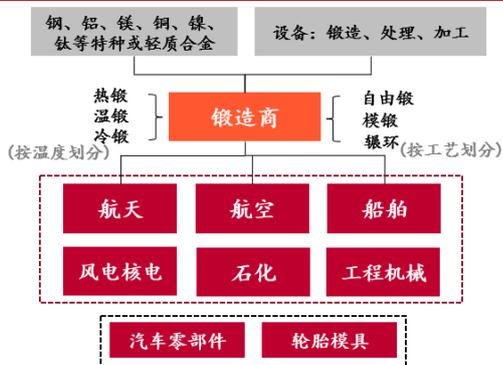


来源：各公司公告，中汽协，《中国汽车工业用铝量评估报告》，中泰证券研究所

**锻造格局：高端铝锻件以外资为主**

- 铝锻件海外为主；德国、美国等发达国家处于铝锻件领先地位，长期占据全球主要高端应用市场。
- 国内厂商稀缺；整体国内应用于汽车工业不多，企业数目庞大，行业集中度低，大部分企业的产品以普通锻件为主，依靠价格及成本优势抢占市场，竞争激烈，高端装备制造呈现蓝海市场。

图表 22: 国内锻造行业上下游关联关系



来源：《派克新材招股说明书》，中泰证券研究所

图表 23: 国内外主要汽车锻造商

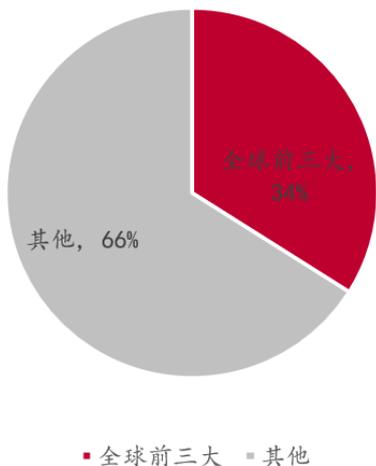
供应商	汽车锻件主要产品	客户和布局情况
旭升集团	新能源汽车转向节、热管理系统阀板	新能源汽车，以特斯拉为代表
中航重机	汽车曲轴，配套泵、阀、减速机	未披露，布局景德镇和贵州
埼玉冲压锻造	悬挂控制臂/轮毂/活塞	服务日系品牌，设沈阳分公司
神户制钢	铝制悬挂臂，底盘用锻压件	服务日系品牌，设苏州分公司
德西福格	零部件钢材、铝材锻造和精加工	服务欧洲品牌，设平湖分公司
欧福科技	铝镁钢等轻合金模锻零部件	服务欧美品牌，设沈阳分公司
力拓加铝	底盘用锻压件	聚焦北美市场
青联铝业	底盘用锻压件	聚焦北美市场

来源：《旭升集团 2018 年可转债募集说明书》，公司官网，中泰证券研究所

**挤压格局：汽车类挤压厂商较为稀缺，竞争温和**

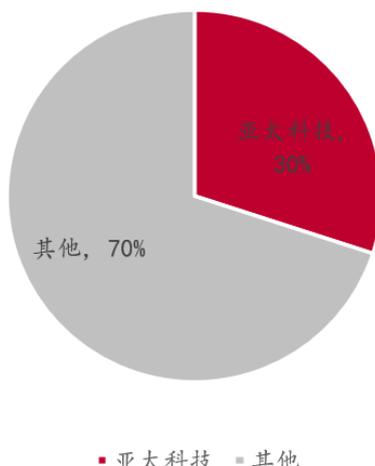
- **头部厂商较集中，竞争相对温和；**全球 CR3=34%，前三大汽车铝挤压厂商分别为 Hydro、亚太科技、Constellium；国内头部厂商为亚太科技，市占率超 34%，整体竞争格局相对温和，汽车类挤压较为稀缺。

图表 24: 全球汽车铝挤压厂商行业格局 (2022 年)



来源:《2023-2029 全球及中国汽车铝挤压行业研究及十四五规划分析报告》，中泰证券研究所

图表 25: 国内铝挤压乘用车零部件厂商行业格局 (2021 年)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**难点：压铸向挤压和锻造延伸困难但正确**

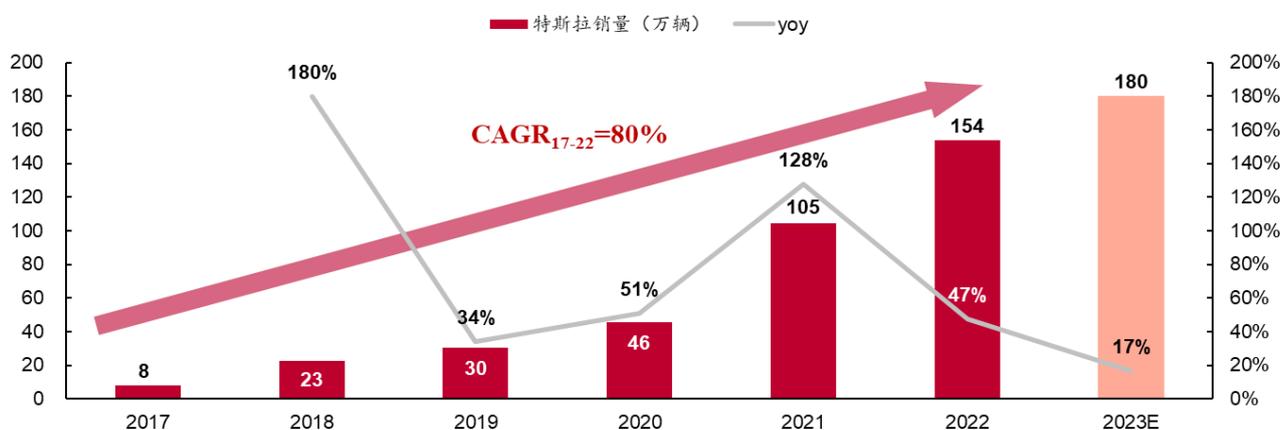
- **技术壁垒：锻造 > 挤压 > 压铸；1) 锻造最高：**汽车类应用少，主要包括曲轴类、连杆类等高强度结构件；与挤压和压铸比，一次成型率低且加工余量大，模具寿命短，不具备大批量生产能力。**2) 挤压次之：**车身应用潜力广，更适合于车身纵梁、横梁、电池包托盘型材件等形状规则的零部件；与压铸比，工作条件恶劣工模消损大、生产效率不高、材料利用率低、汽车行业通行的 IATF16949 体系认证周期长等因素导致更高技术壁垒。
- **资金壁垒：锻造 > 压铸 > 挤压；1) 锻造最高：**锻造所需的现代化设计软件、高精度数控锻造设备和辗环设备、高均匀性的加热设备、高性能的热处理设备、数控机加工设备以及成套理化检测设备等数倍于挤压和压铸。如锻压机、辗环机等大型进口设备单位价值过亿，原材料成本占比高达 65%至 80%，材料周转占用大量流动资金，而 6000T 压铸机单套价格在 5000 万元左右。**2) 压铸次之：**材料上，掌握一体化压铸所需免热处理铝合金自主研发技术成为降低成本的重要途径，挤压工艺材料要求更低；模具上，铝挤压模具简单、费用低，通常在 3500-35000 元，加工周期在两周以内，铝压铸模具费用在 125000 元以上，加工周期二十周以内；产线上，压铸一条产线布局花费上亿，挤压花费数千万元。

## 四、成长逻辑：绑定与开拓新能源头部客户（量）&基于新工艺与新产品的矩阵式拓展（价）

量-特斯拉国内：销量增长可期，配套产品丰富化

- **历史销量高增**：2022 年特斯拉全球销量 154 万辆(同比+47%)，2017-2022 年 CAGR=80%。
- **销量规划激进**：特斯拉在其财报电话会议中指出，2023 年全球销量有望实现 180 万辆(同比+17%)。

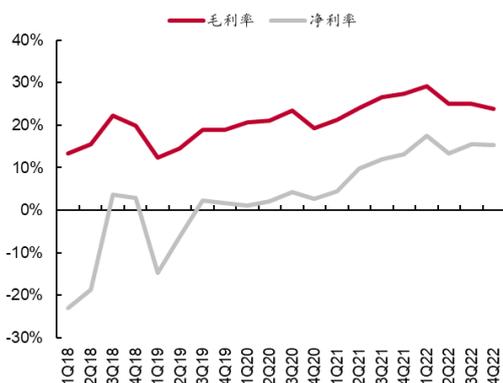
图表 26: 特斯拉全球销量及同比增速



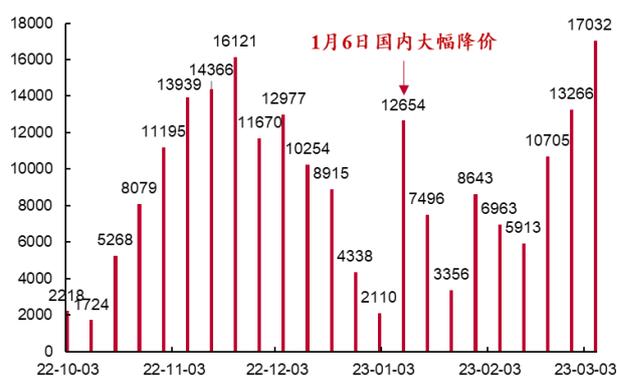
来源：Marklines，中泰证券研究所

- **盈利能力稳定提升**：20Q4 起净利润大幅提升，近几个季度维持在毛利率约 25%，净利率约 15%。
- **高盈利带来的价格-订单收放自如**：2022 年底单周上险量从 1.6 万辆逐渐下滑约 2000 辆，1 月 6 日国内降价后国内订单短期井喷，次周上险量提升至接近 1.3 万辆。

图表 27: 特斯拉季度盈利能力变化情况



图表 28: 特斯拉国内周度上险量 (单位: 辆)



来源: Wind, 中泰证券研究所

来源: 上险数, 中泰证券研究所

- **配套产品丰富化:** 海外以压铸电驱壳体和底盘件为主, 国内进一步拓展了锻压件 (座椅骨架、电池包小结构件等) 以及挤压型材件 (白车身、电池盒等)。新工艺和产品都是基于新能源龙头企业持续导入和延伸。

**量-特斯拉全球: 墨西哥为主要抓手, 公司具备工艺差异化优势**

- **特斯拉全球化是下一步重心:** 特斯拉指出 2030 年全球计划实现销量 2000 万辆。我们认为: 1) 新车型皮卡和 Model Q 更契合全球市场; 2) 全球化更倾向于选择前期合作好且愿意配套建厂的供应商。

图表 29: CyberTruck 皮卡和 Model Q



来源: 公司官网, 无敌电动渲染图, 中泰证券研究所 (注: 车型图片为效果图, 实际以上市为准)

图表 30: 特斯拉下一代平台车型成本降低 50%



来源: 特斯拉投资者关系日, 中泰证券研究所

- **墨西哥产能是第一抓手:** 特斯拉超级工厂选定墨西哥, 与得州奥斯汀工厂共同推动墨西哥汽车产业发展。
- **公司在墨西哥的规划:** 目前公司与特斯拉为工厂交付模式, 由后者承担海外运费, 根据公司公告, 为响应当地客户技术售后需求及产品快速交付, 公司拟在墨西哥建设生产基地, 总投资额不超过 2.76 亿美元。
- **海外优势:** 公司核心优势在于差异化布局, 压铸竞争激烈下差异化布局挤出, 占比有望提升至 50%。

图表 31: 墨西哥的汽车工业分布示意图

图表 32: 特斯拉及其供应商在墨西哥的布局



来源: co-production, 中泰证券研究所

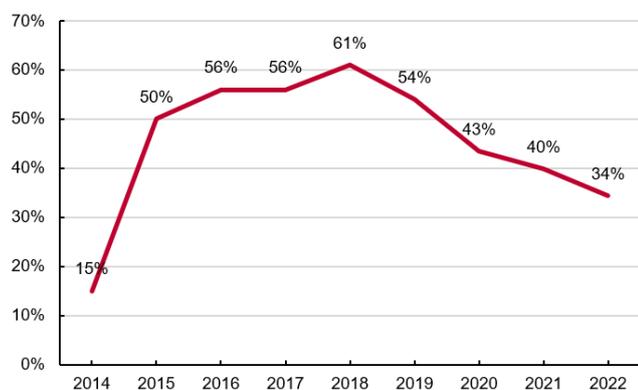
公司	布局情况
特斯拉	50亿美元投资第5个整车制造超级工厂, 生产下一代平台
旭升集团	投资不超过2.76亿美元建设墨西哥生产基地
Bocar Group	总部位于墨西哥, 拥有10个生产基地, 供给Model 3前驱动力总成壳体等产品, 为旭升主要竞争对手
爱柯迪	北美生产基地在2023年Q2投入使用, 启动二期工厂建设
文灿集团	法国百炼第3个墨西哥工厂将在2023年投产
拓普集团	2022年9月拟在墨西哥投资不超过2亿美元
苏州诺亚	2023年1月宣布投资1亿美元为特斯拉等企业提供自动化设备
台湾和硕	2023年3月取得厂房, 未透露具体产品, 为T提供车用电子产品计划资本支出超3亿美元在东南亚和墨西哥扩产, 更新机器设备
比利时AGP	2023年2月宣布投资8亿美元新建工厂, 为特斯拉供应玻璃

来源: 各公司公告, 中泰证券研究所

**量-其他客户: 新客户持续突破, 某新能源厂商放量在即**

- **公司对特斯拉依赖风险下降, 经营稳健化:** 2018年特斯拉收入占比达到61%峰值, 面对经营集中风险, 公司不断开拓其他客户, 之后特斯拉占比逐年下降, 2022年回落至34%。
- **新客户持续拓展:** 除特斯拉外, 公司已成为奔驰、宝马、北极星、长城、采埃孚、法雷奥西门子、宁德时代等国际知名整车厂及一级供应商的合作伙伴。

图表 33: 特斯拉收入占比



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 34: 公司客户布局



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

- **获得国内某新能源厂商定点:** 该客户累计定点项目 14 个, 生命周期 4-5 年, 年化收入约 8.6 亿元, 全生命周期预计贡献 36.8 亿元, 预计 22Q4-23Q1 逐步量产。
- **与比亚迪合作良好:** 公司与比亚迪弗迪动力合作始于 2022 年, 10 个月内取得了铝合金压铸、锻造等工艺共计 27 个项目, 2022 年 5 月开始部分产品已快速量产, 获得了客户高度认可, 被评为 2022 年度优秀供应商。

图表 35: 公司获得国内某新能源厂商定点公告 (2022.10.30)

证券代码: 603305 证券简称: 旭升股份 公告编号: 2022-106

**宁波旭升汽车技术股份有限公司**  
**关于获得客户项目定点通知书的公告**

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏, 并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

重要内容提示:

- 定点通知并不反映客户最终的实际采购数量, 目前项目总金额仅为预计金额, 后续实际开展情况存在不确定性, 具体以订单结算金额为准。
- 公司实际销售金额与客户汽车实际产销量等因素直接相关, 整个项目的实施周期较长, 而汽车市场整体情况、全球宏观经济形势等因素均可能对客户的生产计划和采购需求造成影响, 进而给供货量带来不确定性影响; 尽管合同双方具备履约能力, 但在合同履行过程中, 可能会出现因产品开发延期、客户业务调整或不可抗力等原因, 导致项目延期、变更、中止或终止。
- 根据客户规划, 此次定点项目共计6个, 生命周期为4-5年, 年销售总金额约人民币2.6亿元, 生命周期总销售金额约人民币10.8亿元。此次定点项目预计在2022年第四季度至2023年第一季度逐步开始量产, 预计对公司本年度经营业绩不会构成重大影响。

一、 定点通知书概况

宁波旭升汽车技术股份有限公司 (以下简称“公司”) 于近日收到了目前国内某新能源汽车客户 (限于保密协议, 无法披露其名称, 以下简称“客户”) 的系列《开发定点通知书》, 选择公司作为其电控箱体等零部件供应商。根据客户规划, 此次定点项目共计6个, 生命周期为4-5年, 年销售总金额约人民币2.6亿元, 生命周期总销售金额约人民币10.8亿元 (截至本公告披露日, 公司本年度内已累计获得该客户定点项目共计14个, 对应年销售金额约人民币8.6亿元, 对应生命周期总销售金额约人民币36.8亿元)。此次定点项目预计在2022年第四季度至2023年第一季度逐步开始量产。

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 36: 公司获得比亚迪优秀供应商 (2022 年度)



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

价-基于多工艺矩阵式拓品类, 品类扩张实现配套价值量提升

- **维度 1: 单工艺垂直拓展。**公司在同一工艺基础上创新不同的产品, 甚至实现非汽车领域拓展, 比如压铸工艺下从电驱壳体衍生到热管理壳体, 挤压工艺下从电池壳体衍生到消费铝瓶。
- **维度 2: 多工艺横向拓展。**公司以铝合金压铸起家, 逐步拓展到铝锻造和铝挤出, 完成 3 大工艺布局。

图表 37: 公司具备矩阵式扩品类能力



来源: 公司公告、公司官网、和升铝瓶, 中泰证券研究所

- **单车价值量 (按系统):** 底盘系统 2000-3000 元, 三电系统 3000-4000 元, 热管理系统 1200-1400 元。
- **单车价值量 (按工艺):** 压铸约 2000 元、锻造 1000-2000 元、挤压 4000 元。

图表 38: 汽车不同工艺铝制品及公司产品布局

系统	项目	工艺	重量 (kg)	占比	单车价值量 (元)	累计单车价值量 (按系统)
底盘	副车架	挤压、低压压铸、差压压铸	25.5	2.40%	1000	2000-3000
	控制臂	锻造	7.5	0.70%	400-800	
	转向节	锻造	10.2	1.00%	250-600	
	连杆和扭臂	锻造			400-800	
三电	电池壳	挤压、压铸	42.2	3.90%	3000	3000-4000
	电机/电控壳体	压铸			500	
热管理	壳体	压铸			500	1200-1400
	热交换器	挤压	7.5	0.70%	500	
	阀板	锻造			200-400	
总计						5000以上

来源:《中国汽车工业用铝量评估报告》,中泰证券研究所(单车价值量为估算值)

### 价-压铸工艺: 拓汽车三电与户储新业务

- **汽车:** 压铸产品拓展至三电领域; 覆盖燃油车和新能源汽车零部件及壳体, 单车价值量累计约 2000 元。
- **储能:** 大空间, 公司储能 0-1 放量在即; 据 2022 年 Bloomberg NEF 的预计, 全球储能市场的年复合增长率将达到 30%, 并且中国和美国将占据超过一半的市场份额, 中国或有可能提前于 2025 年完成该目标并成为全球第一大储能市场。公司于 2022 年首次布局储能领域, 成功获得全球知名储能客户的户用储能项目定点, 并于 2022 年四季度实现了户用储能一体结构件的量产交付, 年化收入 6 亿元。

图表 39: 公司汽车类压铸类主要产品



压铸技术2003年起家, 2013年开始进入汽车  
分为三电壳体、电气壳体、热管理壳体等, 单车价值1500-2000元

来源: 公司官网、公司公告, 中泰证券研究所

图表 40: 公司获得国外某新能源客户户储定点

宁波旭升汽车技术股份有限公司  
关于获得客户项目定点通知书的公告

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏, 并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

重要内容提示:

- 定点通知并不反映客户最终的实际采购数量, 目前项目总金额仅为预计金额, 后续实际开展情况存在不确定性, 具体以订单结算金额为准。
- 公司实际销售金额将与客户实际订单量直接相关, 整个项目的实施周期比较长, 而宏观经济形势、终端需求等因素均可能对客户的生产计划和采购需求构成影响, 进而给供货量带来不确定性影响; 尽管合同双方具备履约能力, 但在合同履行过程中, 可能会出现因产品开发受阻、客户业务调整或不可抗力等原因, 导致项目延期、变更、中止或终止。
- 根据客户规划, 此次定点项目生命周期为5年, 每年销售总金额约人民币6亿元, 在2022年第四季度开始量产, 预计对公司本年度经营业绩不会构成重大影响。

一、定点通知书概况

宁波旭升汽车技术股份有限公司(以下简称“公司”)于近日收到国外某新能源客户(限于保密协议, 无法披露其名称, 以下简称“客户”)的开发定点邮件, 选择公司作为其家居储能产品铝部件的供应商。

根据客户规划, 此次定点项目生命周期为5年, 每年销售总金额约人民币6亿元, 预计在2022年第四季度开始量产。

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 价-锻造工艺: 拓汽车底盘件与热管理阀板等产品

- **底盘件产能高品种多:** 悬挂和转向系统采用锻造工艺, 定位新能源汽车

和传统中高端车型,为同类厂商领先。2018年和2020年两次募投扩产,年产能高达1185万件;2021年新增热管理系统阀板等多个项目定点和量产。

- **工厂产能释放,营收规模快速爬坡,客户拓展:**2022年成立系统集成事业部,聚焦集成化汽车零部件研发,涉及被动安全、底盘等系统。

图表 41:新能源汽车精密铸锻件项目(一二期)情况

产品名称	产能(万件)	单车使用量(件)	满足整车量(万辆)	单车价值量(元)
连杆	770	8-12	90	500-1000
扭臂	135	1-2	90	
下摆臂	140	2	70	
转向节	140	2	70	250

来源:公司公告,中泰证券研究所

**价-挤出工艺:拓电池包纵梁等汽车产品及铝瓶等工业品**

- **公司于2022年9月15日设立和升铝瓶子公司:**切入铝瓶领域,主要系:
  - 1) 铝瓶广泛适用于食品饮料、化工、消防、药品、汽车等行业,市场容量巨大;
  - 2) 铝挤压具备工艺优势;
  - 3) 外部股东引入丰富的市场资源。
- **汽车:**拓展防撞梁、电池包纵梁等新产品;
- **工业:**和升铝瓶获得欧洲定点:年化收入约8亿元,预计在22Q4逐步开始量产,23年贡献主要收入增量。

图表 42:公司汽车挤出类产品



2020年开始  
分为电池包型材、车身体,单车价值量2000元以上

图表 43:公司铝瓶定点项目

宁波旭升汽车技术股份有限公司  
关于控股子公司获得客户项目定点通知书的公告  
本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

重要内容提示:  
● 定点通知并不反映客户最终的实际采购数量,目前项目总金额仅为预计金额,后续实际开展情况存在不确定性,具体以订单结算金额为准。  
● 公司实际销售金额与客户实际产销量等因素直接相关,整个项目的实施周期较长,而全球宏观经济形势、政策等因素均可能对客户的生产计划和采购需求构成影响,进而给供货量带来不确定性影响;尽管合同双方具备履约能力,但在合同履行过程中,可能会出现因产品开发延期、客户业务调整或不可抗力等原因,导致项目延期、变更、中止或终止。  
● 根据公司规划,此次定点项目对应年化销售总金额约人民币8亿元,预计在2022年第四季度逐步开始量产,预计对公司本年度经营业绩不会构成重大影响。

一、定点通知书概况  
宁波旭升汽车技术股份有限公司(以下简称“公司”)控股子公司宁波和升铝瓶技术有限公司(以下简称“和升铝瓶”)于近日收到了目前欧洲某餐饮设备、奶油充电器等产品进口商和分销商(限于保密协议,无法披露其名称,以下简称“客户”)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。根据客户规划,此次定点项目对应年化销售总金额约人民币8亿元,预计在2022年第四季度逐步开始量产。

来源：公司公告，中泰证券研究所

来源：公司公告，中泰证券研究所

### 价-综合集成化：总成部件

- **总成部件前景广阔：** 车身和发动机总成等压铸件是铝合金在汽车应用中的主要增长点。公司同时掌握三大工艺能将之应用于集成化产品的开发和生产。
- **公司实现技术转化和投产：** 公司具有集成化部件的技术积累，拟于近期新建湖州工厂扩大总成部件产能。我们认为，总成项目结合三大工艺，进一步拓宽品类，能满足客户铝制品一站式需求，有望成为新的增长点。

图表 44: 旭升 2023 年拟募投项目集中在壳体总成和结构件

项目	投资额	建设时长	产品和产能
新能源汽车动力总成项目（湖州）	13.66亿	3年	电池系统壳体总成 50 万套 电控系统结构件 146 万套 控制系统结构件 100 万套
轻量化汽车关键零部件项目（宁波）	6.96亿	2年	传动系统结构件 130 万套 电控系统壳体总成 60 万套 电池系统结构件 25 万套
汽车轻量化结构件绿色制造项（宁波）	3.47亿	2年	传动系统结构件80 万套 轻量化车身结构件 70 万套
合计	29.70亿		新增产值结构件和壳体总成661万套

来源：公司公告，中泰证券研究所

## 五、盈利预测和估值分析

### 盈利预测

- **核心假设：**  
公司主营汽车类产品营收有望保持高速增长：1) 公司具备锻造、挤压差异化配套优势, 跟随特斯拉全球化; 2) 国内某头部新能源厂商放量在即; 3) 工艺拓展, 压铸起家, 逐步拓展到铸造和挤出, 完成 3 大工艺布局。除汽车类产品外, 其他产品增长主要驱动因素来源于: 1) 公司不断拓展产品品类, 比如挤压工艺下从电池壳体衍生到消费铝瓶; 2) 从汽车领域拓展至储能、工业等领域。

图表 45: 公司盈利预测

		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
整体	收入 (亿元)	30.2	44.5	66.1	96.1	124.8
	yoy	85.7%	47.3%	48.5%	45.3%	29.9%
	毛利率	24.06%	23.91%	24.0%	24.0%	24.0%
汽车类	收入 (亿元)	26.9	40.4	59.9	86.8	112.8
	yoy	88.8%	50.1%	48.0%	45.0%	30.0%
	毛利率	21.98%	21.54%	21.0%	21.0%	21.0%
模具类	收入 (亿元)	1.3	1.8	2.5	3.2	3.9
	yoy	161.2%	38.3%	40.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	50.41%	24.93%	25.0%	23.0%	23.0%
工业收入	收入 (亿元)	1.4	0.9	1.0	1.1	1.2
	yoy	13.0%	-36.7%	15.0%	10.0%	5.0%
	毛利率	28.28%	25.43%	23.0%	22.0%	25.0%
其他类	收入 (亿元)	0.4	1.0	2.0	3.6	5.0
	yoy	122.2%	150.0%	100.0%	80.0%	40.0%
	毛利率	24.96%	24.93%	25.0%	25.0%	25.0%
其他业务	收入 (亿元)	0.2	0.4	0.8	1.3	1.9
	yoy	130.0%	91.3%	80.0%	70.0%	40.0%
	毛利率	93.31%	79.10%	75.0%	70.0%	65.0%

来源: Wind, 中泰证券研究所预测

### 估值分析与投资建议

- 公司是业内少有同时掌握压铸、锻造、挤压三大工艺的轻量化平台型企业，在客户选择、工艺布局、业务发展等方面战略领先；轻量化升级叠加铝合金多工艺品类扩张可实现单车价值量提升；绑定强势自主及新势力，同时跟随特斯拉全球化进一步成长。我们预计 2023-2025 年营收分别 66.13/96.06/124.77 亿元，同比增速分别为 48.5%/45.3%/29.9%，归母净利润 9.89/14.54/18.95 亿元，同比增速分别为 41.0%/47.1%/30.3%。
- 选取同为轻量化铝压铸的公司进行对比，包括文灿股份、拓普集团和爱柯迪，整体 2023-2025 年 PE 平均值分别为 22.69/16.12/12.63x，公司对应 PE 分别为 22.06/15.01/11.51x(对应日期为 2023/5/4)，相对低估。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 46: 可比公司估值对比

简称	代码	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			EPS (元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
文灿股份	603348.SH	104	4.43	6.81	8.05	1.68	2.58	3.05	23.56	15.35	12.98
拓普集团	601689.SH	564	23.48	32.71	43.81	2.13	2.97	3.98	24.02	17.23	12.87
爱柯迪	600933.SH	169	8.22	10.69	14.01	0.93	1.21	1.59	20.49	15.77	12.03
平均值									22.69	16.12	12.63
旭升集团	603305.SH	218	9.89	14.54	18.95	1.06	1.56	2.03	22.06	15.01	11.51

来源: Wind, 中泰证券研究所预测 (注: 对应日期为 2023/5/4, 除公司外其余公司采用 Wind 一致预测)

## 六、风险提示

- **行业层面-需求端：新能源渗透率放缓带来的轻量化行业增速放缓；**轻量化需求主要受新能源车渗透率驱动，当前国内新能源车渗透率已接近40%，渗透率增速放缓或导致行业增速不及预期。
- **行业层面-供给端：压铸行业竞争加剧带来的盈利下行；**新能源增量铝合金压铸部件制造壁垒不高，国内压铸市场竞争加剧，低价竞争或导致中游制造商盈利不及预期。
- **公司层面：特斯拉全球化墨西哥工厂盈利不及预期；**特斯拉全球化是下一步核心战略，公司计划墨西哥建厂，海外工厂经营管理不善或导致盈利不及预期。
- **公司层面：国内其他客户降价导致盈利不及预期；**国内下游汽车行业价格战拉锯，主机厂盈利压力较大，主机厂通过提升年降等方式向供应链传导压力或将导致公司盈利不及预期。
- **研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**

## 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,327	1,984	3,049	4,665	营业收入	4,454	6,613	9,606	12,477
应收票据	0	0	0	0	营业成本	3,389	5,032	7,320	9,508
应收账款	1,268	1,833	2,590	3,328	税金及附加	14	21	30	39
预付账款	12	18	26	34	销售费用	25	37	54	70
存货	1,344	1,996	2,904	3,772	管理费用	89	132	192	250
合同资产	0	0	0	0	研发费用	173	257	373	485
其他流动资产	106	127	157	186	财务费用	-13	37	21	18
流动资产合计	5,058	5,959	8,726	11,986	信用减值损失	-16	-16	-16	-16
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-17	-17	-17	-17
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	-8	-8	-8	-8
固定资产	2,923	3,069	3,262	3,498	投资收益	31	31	31	31
在建工程	1,062	1,162	1,162	1,062	其他收益	17	17	17	17
无形资产	455	513	564	611	<b>营业利润</b>	<b>784</b>	<b>1,105</b>	<b>1,624</b>	<b>2,116</b>
其他非流动资产	126	126	126	126	营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	4,566	4,870	5,115	5,297	营业外支出	2	2	2	2
<b>资产合计</b>	<b>9,624</b>	<b>10,828</b>	<b>13,840</b>	<b>17,282</b>	<b>利润总额</b>	<b>782</b>	<b>1,103</b>	<b>1,622</b>	<b>2,114</b>
短期借款	1,071	165	226	335	所得税	82	116	170	222
应付票据	859	1,276	1,856	2,410	<b>净利润</b>	<b>700</b>	<b>987</b>	<b>1,452</b>	<b>1,892</b>
应付账款	940	1,396	2,031	2,638	少数股东损益	-1	-2	-2	-3
预收款项	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>701</b>	<b>989</b>	<b>1,454</b>	<b>1,895</b>
合同负债	80	119	173	225	NOPLAT	688	1,020	1,470	1,908
其他应付款	13	13	13	13	EPS (摊薄)	0.75	1.06	1.56	2.03
一年内到期的非流动负债	1	1	1	1					
其他流动负债	130	176	240	301					
流动负债合计	3,095	3,146	4,539	5,923					
长期借款	700	1,000	1,300	1,600					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	204	204	204	204					
非流动负债合计	904	1,204	1,504	1,804					
<b>负债合计</b>	<b>3,999</b>	<b>4,350</b>	<b>6,043</b>	<b>7,727</b>					
归属母公司所有者权益	5,613	6,468	7,788	9,550					
少数股东权益	12	11	8	6					
<b>所有者权益合计</b>	<b>5,625</b>	<b>6,478</b>	<b>7,797</b>	<b>9,556</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,624</b>	<b>10,828</b>	<b>13,840</b>	<b>17,282</b>					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>375</b>	<b>1,022</b>	<b>1,407</b>	<b>1,869</b>
现金收益	909	1,333	1,801	2,261
存货影响	-424	-652	-907	-868
经营性应收影响	-271	-554	-748	-729
经营性应付影响	31	873	1,215	1,162
其他影响	130	22	47	43
<b>投资活动现金流</b>	<b>-756</b>	<b>-589</b>	<b>-549</b>	<b>-509</b>
资本支出	-1,253	-613	-573	-533
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	497	24	24	24
<b>融资活动现金流</b>	<b>597</b>	<b>-776</b>	<b>207</b>	<b>257</b>
借款增加	-634	-606	361	409
股利及利息支付	-69	-263	-353	-458
股东融资	11	0	0	0
其他影响	1,289	93	199	306

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	47.3%	48.5%	45.3%	29.9%
EBIT 增长率	57.9%	48.1%	44.2%	29.8%
归母公司净利润增长率	69.7%	41.0%	47.1%	30.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	23.9%	23.9%	23.8%	23.8%
净利率	15.7%	14.9%	15.1%	15.2%
ROE	12.5%	15.3%	18.6%	19.8%
ROIC	10.4%	14.9%	17.6%	18.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	42.5%	43.4%	41.6%	40.2%
债务权益比	35.1%	21.1%	22.2%	22.4%
流动比率	1.6	1.9	1.9	2.0
速动比率	1.2	1.3	1.3	1.4
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7
应收账款周转天数	90	84	83	85
应付账款周转天数	96	84	84	88
存货周转天数	120	119	120	126
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.75	1.06	1.56	2.03
每股经营现金流	0.56	1.53	2.11	2.80
每股净资产	8.42	9.70	11.68	14.33
<b>估值比率</b>				
P/E	31	22	15	11
P/B	4	3	3	2
EV/EBITDA	5	3	2	2

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。