

业绩加速向上 “车+机器人” 协同

拓普集团(601689)系列点评三十七

事件概述

公司发布2023年半年报：公司2023H1实现营业收入91.6亿元，同比增长34.8%；实现归母净利10.9亿元，同比增长54.6%；实现扣非归母净利10.27亿元，同比增长50.0%。其中，2023Q2实现营业收入46.9亿元，同比增长53.9%，环比+5.0%；实现归母净利6.4亿元，同比增长100.0%，环比+43.1%；实现扣非归母净利6.1亿元，同比增长97.0%，环比+44.5%。

分析判断：

► 业绩加速向上 新产品放量进行时

收入端：公司2023H1实现营业收入91.6亿元，同比增长34.8%；23Q2实现营业收入46.9亿元，同比增长53.9%，环比+5.0%。1) 分产品来看，减震器收入18.2亿元，同比-0.9%，内饰功能件收入31.4亿元，同比+46.2%，底盘系统收入28.8亿元，同比+61.5%，汽车电子收入0.8亿元，同比-10.2%，热管理系统7.8亿元，同比+25.9%。2) 分地区来看，国内收入58.1亿元，同比+33.8%，国外收入29.0亿元，同比+35.4%。公司底盘及内饰业务驱动营收增长，热管理系统营收稳健向上，我们判断主要受益于公司在新能源汽车产业的广阔产品线及创新型商业模式等因素的积极影响。

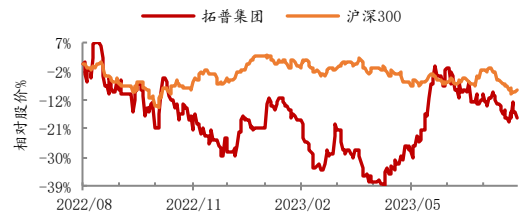
费用端：公司2023H1销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别1.1%、2.7%、4.9%、-0.1%，同比分别-0.3/-0.0/+0.2/+0.1pct；2023Q2，销售/管理/研发/财务费用率分别为1.0%/2.8%/5.1%/-1.7%，同比分别-0.4/-0.3/-0.6/-1.2pct，环比分别-0.1/+0.1/+0.3/-3.3pct；公司研发投入不断加大，研发优势领先，控本优势明显。财务费用为正，主要来自汇兑收益。

利润端：公司2023H1毛利率22.6%，同比+1.2pct，其中2023Q2毛利率23.3%，同比+1.2pct，环比+1.4pct。2023H1，实现归母净利10.9亿元，同比增长54.6%，其中2023Q2实现归母净利6.4亿元，同比增长100.0%，环比+43.1%，对应2023H1归母净利率11.9%，同比+1.5pct，对应2023Q2归母净利率13.7%，同比+3.2pct，环比+3.7pct。

公司业绩高增，经营效率持续提升，主要受益于：1) 公司平台化战略不断推进，汽车行业八大产品线梯次发展，核心产品轻量化底盘及整车 NVH 声学套组竞争力及市场份额不断提

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	67
股票代码：	601689
52周最高价/最低价：	93.0/48.9
总市值(亿)	823.23
自由流通市值(亿)	823.23
自由流通股数(百万)	1,102.05



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080006

分析师：郑青青

邮箱：zhengqq@hx168.com.cn
SAC NO: S1120522120001

相关研究

- 【华西汽车】拓普集团(601689)系列点评三十五：定增获批 从车到机器人
2023.07.05
- 【华西汽车】拓普集团(601689)系列点评三十四：业绩稳健增长 Tier 0.5 持续推进
2023.04.22
- 【华西汽车】拓普集团(601689)系列点评三十三：业绩如期高增 Tier 0.5 持续推进
2023.04.18

升，新产品逐步量产，为公司发展创造新的增长点；2) Tier0.5 级创新型商业模式不断发展，持续深化与客户的战略合作关系，单车配套价值提升至 1 万元以上，部分车型达 2 万元；3) 公司持续推动智能制造及精益生产，努力为客户提供最具竞争力的产品及服务。后续公司无人驾驶执行器 IBS、EPS 等项目逐步量产，机器人执行器项目进展顺利，为公司保持快速发展提供有力保障。

► 平台型 Tier0.5 剑指全球汽配龙头

客户+：战略绑定特斯拉和造车新势力，进军全球供应体系。公司先后伴随通用、吉利成长，目前战略绑定特斯拉开启新一轮成长，同时已进入福特、FCA、、LUCID、戴姆勒、宝马、大众、奥迪、本田、丰田等全球供应体系。顺应行业电动智能变革，公司积极与 RIVIAN、蔚来、小鹏、理想、比亚迪、吉利新能源、赛力斯等头部造车新势力合作，探索 Tier 0.5 级的合作模式，为客户提供全产品线的同步研发及供货服务。公司 IBS 项目、EPS 项目、空气悬架项目、热管理项目、智能座舱项目分别获得一汽、吉利、赛力斯、理想、比亚迪、小米、合创、高合、上汽等客户定点。

产品+：八大产品线，打造平台型企业。在保持汽车 NVH 减震系统和整车声学套组两项传统业务国内领先的同时，前瞻性布局智能驾驶系统、热管理系统、轻量化底盘系统三大核心业务，又新增空气悬挂系统、一体化车身轻量化、智能座舱部件，预计全产品线合计单车配套价值有望达 3 万元以上，全面布局电动智能，成为平台型公司。

► 积极布局机器人 具身智能星辰大海

特斯拉 Bot 可沿用智能汽车芯片、算力、算法提升感知、决策、控制能力，同时分摊开发成本，复用车端供应链实现降本。特斯拉鲑鱼效应下，机器人行业有望类智能电动车行业发展，技术成熟+成本下降带来的质变将推动人形机器人全面渗透。据测算全球劳动人口约 34.5 亿人，假设人形机器人单价 25 万元，如果其中 11.6%的劳动者被机器人取代，则人形机器人的全球市场可达 100 万亿。运动执行器是机器人的核心部件之一，公司的运动执行器包括电机、电控及减速机构等部件组成，样品也获得客户的认可，后续发展潜力巨大。公司研发的机器人直线执行器和旋转执行器，已多次向客户送样，获得客户认可及好评，根据公司半年报，项目自 2024Q1 开始量产爬坡，初始订单为 100 台/周。2023 年预计完成 4 套生产线的安装调试，形成年产 10 万台的一期产能，后续年产能将提升至百万台。此外，公司设立电驱事业部，为机器人业务发展提供战略保障。

投资建议

公司是特斯拉产业链高业绩弹性标的，凭借行业领先的客户拓展和产品拓展能力，有望在电动智能化变革下崛起成为自主零部件龙头。鉴于主要客户需求变化和轻量化、智能驾驶

系统及热管理系统具备成长性，规模效应驱动利润率提升，考虑到墨西哥工厂爬坡，维持盈利预测：预计 2023-2025 年营收为 235.9/312.3/438.9 亿元，归母净利润为 24.6/35.2/51.3 亿元，EPS 为 2.23/3.20/4.65 元，对应 2023 年 8 月 28 日收盘价 67 元的 PE 30/21/14 倍，维持“买入”评级。

风险提示

特斯拉销量不及预期；吉利销量回暖不及预期；竞争加剧；原材料成本上升等。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,463	15,993	23,594	31,225	43,885
YoY (%)	76.0%	39.5%	47.5%	32.3%	40.5%
归母净利润(百万元)	1,017	1,700	2,458	3,524	5,124
YoY (%)	61.9%	67.1%	44.6%	43.4%	45.4%
毛利率 (%)	19.9%	21.6%	21.5%	22.2%	22.3%
每股收益 (元)	0.92	1.54	2.23	3.20	4.65
ROE	9.6%	14.0%	16.0%	17.8%	19.6%
市盈率	72.58	43.43	30.04	20.95	14.41

资料来源：公司公告，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	15,993	23,594	31,225	43,885	净利润	1,699	2,458	3,523	5,122
YoY (%)	39.5%	47.5%	32.3%	40.5%	折旧和摊销	861	189	126	144
营业成本	12,536	18,522	24,300	34,099	营运资金变动	-323	-54	-55	-69
营业税金及附加	94	141	186	261	经营活动现金流	2,284	2,774	3,679	5,245
销售费用	220	330	437	614	资本开支	-5,403	-2,304	-3,683	-3,204
管理费用	423	637	843	1,141	投资	331	-25	-25	-25
财务费用	-12	100	146	136	投资活动现金流	-5,106	-2,256	-3,611	-3,093
资产减值损失	-32	-47	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	39	73	97	136	债务募资	6,802	-1,133	0	0
营业利润	1,978	2,848	4,077	5,917	筹资活动现金流	4,297	-1,316	-155	-155
营业外收支	-18	-20	-20	-20	现金净流量	1,475	-798	-88	1,996
利润总额	1,960	2,828	4,057	5,897					
所得税	261	370	534	775	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,699	2,458	3,523	5,122	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	1,700	2,458	3,524	5,124	营业收入增长率	39.5%	47.5%	32.3%	40.5%
YoY (%)	67.1%	44.6%	43.4%	45.4%	净利润增长率	67.1%	44.6%	43.4%	45.4%
每股收益	1.54	2.23	3.20	4.65	盈利能力 (%)				
					毛利率	21.6%	21.5%	22.2%	22.3%
					净利率	10.6%	10.4%	11.3%	11.7%
					总资产收益率 ROA	6.2%	7.4%	8.4%	9.4%
					净资产收益率 ROE	14.0%	16.0%	17.8%	19.6%
					偿债能力 (%)				
					流动比率	1.29	1.26	1.20	1.23
					速动比率	0.94	0.86	0.80	0.83
					现金比率	0.29	0.16	0.12	0.17
					资产负债率	55.8%	54.1%	52.5%	52.0%
					经营效率 (%)				
					总资产周转率	0.58	0.71	0.75	0.81
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.54	2.23	3.20	4.65
					每股净资产	11.01	13.91	17.98	23.69
					每股经营现金流	2.07	2.52	3.34	4.76
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
					估值分析				
					PE	43.43	30.04	20.95	14.41
					PB	5.32	4.82	3.73	2.83

资产负债表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,796	1,998	1,910	3,906
预付款项	117	172	226	317
存货	3,256	4,751	6,259	8,771
其他流动资产	6,266	8,640	10,972	14,875
流动资产合计	12,435	15,561	19,367	27,870
长期股权投资	142	167	192	217
固定资产	8,726	9,995	12,921	15,582
无形资产	1,228	1,400	1,515	1,630
非流动资产合计	15,076	17,886	22,400	26,630
资产合计	27,510	33,447	41,768	54,500
短期借款	1,133	0	0	0
应付账款及票据	7,815	11,435	15,051	21,097
其他流动负债	673	923	1,146	1,537
流动负债合计	9,621	12,358	16,197	22,634
长期借款	2,825	2,825	2,825	2,825
其他长期负债	2,905	2,905	2,905	2,905
非流动负债合计	5,730	5,730	5,730	5,730
负债合计	15,350	18,087	21,927	28,364
股本	1,102	1,102	1,102	1,102
少数股东权益	31	30	28	27
股东权益合计	12,160	15,359	19,841	26,136
负债和股东权益合计	27,510	33,447	41,768	54,500

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。