

营收高增长利润逐步释放 2021 年收获可期

——拓普集团 (601689.SH) 2020 年报点评 汽车/汽车零部件



事件:

公司发布 2020 年度报告, 全年营业收入为 65.11 亿元, 同比增长 21.5%, 归母净利润为 6.28 亿元, 同比增长 37.7%, 扣非归母净利润为 5.74 亿元, 同比增长 38.64%, 公司业绩符合市场预期。

投资摘要:

2020 年利润逐步释放, Q4 净利率超预期。(因会计准则变更, 公司将运输费和仓储费 1.97 亿元计入营业成本, 对公司毛利率、销售费用率产生较大影响, 为方便对比, 以下分析将该部分费用重新记回销售费用) 公司 2020 年全年毛利率/净利率分别为 25.88%/9.68%, 同比 2019 年分别变动-0.41pct/+1.1pct, 毛利率下降主因上半年营收增速放缓, 折旧摊销占比提升所致, 净利率提升主因全年营收高速增长, 各项费用率下降所致, 销售/管理/研发/财务费用率同比 2019 年分别变动-0.43pct/-0.71pct/-0.41pct/+0.62pct, 合计变动-0.93pct, 其中财务费用上升因汇兑损失增加所致。分季度看, 公司 Q1-Q4 营业收入分别为 12.08 亿元/13.53 亿元/17.56 亿元/21.92 亿元, 同比分别增长-2.98%/13.49%/32.32%/37.62%, 季度销售净利率分别为 9.43%/7.51%/9.87%/11.00%, 营收及利润环比提升趋势显著, 其中 Q4 净利率超市场预期。2020H1 公司折旧摊销占营收比例达到 9.2%, 2020H2 下降至 7.0%, 低于 2019 年 7.2% 水平, 我们认为, 2021 年公司营收大幅增长, 折旧摊销占比预计进一步下降, 将拉动公司毛利率拐头向上, 同时公司四项费用率有望继续下降, 提升公司净利率水平。**公司预测, 2021 年营业收入为 120 亿元, 同比提升 84%, 净利润为 12-15 亿元, 同比提升 91%-139%。**

绑定特斯拉共同成长, 收获可期。特斯拉 Model3 车型国产化后持续热销, 并在 2021 年陆续出口欧洲及亚太地区, 有望全年维持满产产能。ModelY 车型中国上市后订单火爆, 市场供不应求, 预计全年销量将主要受制于产能。我们测算 2021 年特斯拉上海工厂全年产销 Model3/Y 合计约 46 万辆, 同比增长 217%, 特斯拉将在 2021 年成为公司第一大客户, 预计营收占比 40%。展望未来, 特斯拉欧洲柏林工厂、美国德州工厂投产在即, 销量增长潜力巨大, 公司作为特斯拉核心供应商在全球范围内进行配套, 将绑定特斯拉长期共同成长, 收获可期。

产品“2+3”布局进入收获期, 有望成为 Tier0.5 供应商。**减震和内饰:**公司的传统主业, 下游客户涵盖国内外主流整车厂商, 市场份额领先, 产能扩充后龙头地位进一步增强, 将持续为公司贡献稳定业绩。**轻量化底盘:**公司具备底盘系统方案设计能力, 且掌握轻量化六大加工工艺, 产品齐全, 竞争优势显著, 公司当前在手订单充裕, 轻量化底盘业务已进入收获期。**热管理:**公司成功研发热泵空调、电子膨胀阀、电子水阀、电子水泵、气液分离器等产品, 当前正在快速推向市场, 公司力争成为汽车热管理系统的整体方案供应商。**智能驾驶:**公司研发线控制动、线控转向多年, 技术逐步趋于成熟, 当前已获得法雷奥无人物流车定点, 并有多个主机厂合作项目同步开发中, 预计将在 2022 年逐步量产, 智能驾驶产品有望成为公司新的增长点。同时, 智能网联趋势下主机厂研发投入的重心向软件转移, 硬件研发职责下放供应商是大势所趋, 公司产品研发立足于整体方案设计能力, 且客户优质, 技术领先, 未来有望成为 Tier0.5 综合型供应商。

投资建议:

预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 110.05 亿元、135.36 亿元和
敬请参阅最后一页免责声明

评级 买入 (维持)

2021 年 04 月 20 日

曹旭特 分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

郭涛 研究助理

guotao@shgsec.com

SAC 执业证书编号: S1660120080029

交易数据 时间 2021.04.19

总市值/流通市值 (亿元)	401.26/384.12
总股本 (万股)	110,204.66
资产负债率 (%)	33.0
每股净资产 (元)	7.16
收盘价 (元)	36.41
一年内最低价/最高价 (元)	19.8/52.61

公司股价表现走势图



资料来源: 申港证券研究所

相关报告

- 1、《拓普集团公司点评: 营收高增长利润稳步释放 2021 年收获可期》2021-04-06
- 2、《拓普集团公司点评: Q4 利润释放超预期 2021 收获可期》2021-01-18

163.55 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 12.68 亿元、17.15 亿元和 21.52 亿元，每股收益分别为 1.15 元、1.56 元和 1.95 元，对应 PE 分别为 31.6X、23.3X 和 18.6X，维持“买入”评级。

风险提示：

产能利用率提升不及预期，下游客户销量不及预期，热管理研发不及预期，上游原材料涨价，汽车行业芯片短缺。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	5,358.95	6,511.09	11,005.80	13,536.94	16,355.78
增长率 (%)	-10.45%	21.50%	69.03%	23.00%	20.82%
归母净利润 (百万元)	456.21	628.20	1,268.53	1,715.37	2,152.54
增长率 (%)	-39.44%	37.70%	101.93%	35.23%	25.49%
净资产收益率 (%)	6.19%	8.07%	14.44%	17.03%	18.42%
每股收益(元)	0.43	0.60	1.15	1.56	1.95
PE	84.67	60.68	31.63	23.39	18.64
PB	5.21	4.93	4.57	3.98	3.43

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5359	6511	11006	13537	16356	流动资产合计	5433	5360	8108	9715	11524
营业成本	3950	5034	8440	10229	12293	货币资金	822	787	1321	1624	1963
营业税金及附加	50	58	99	122	147	应收账款	1357	1783	2713	3337	4032
营业费用	287	124	187	223	262	其他应收款	14	31	53	65	78
管理费用	230	233	363	440	523	预付款项	35	43	72	87	105
研发费用	314	355	495	596	703	存货	1240	1503	2267	2748	3303
财务费用	3	44	4	4	4	其他流动资产	156	174	294	361	437
资产减值损失	(50)	50	50	50	50	非流动资产合计	5801	6756	7692	8736	9723
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	125	150	138	144	141
投资净收益	51	43	47	47	47	固定资产	3941	4248	4776	5395	5961
营业利润	532	706	1445	1953	2452	无形资产	606	679	698	697	696
营业外收入	1	6	3	5	4	商誉	253	253	253	253	253
营业外支出	4	2	3	2	3	其他非流动资产	98	297	502	617	746
利润总额	529	710	1446	1955	2454	资产总计	11234	12115	15800	18451	21247
所得税	69	80	174	235	294	流动负债合计	3427	4031	6711	8044	9190
净利润	460	630	1272	1721	2159	短期借款	500	400	1362	1600	1484
少数股东损益	4	2	4	5	7	应付账款	1459	1898	2825	3424	4115
归属母公司净利润	456	628	1269	1715	2153	预收款项	25	0	25	31	38
EBITDA	1482	1871	1942	2558	3111	一年内到期的非流动	63	0	0	0	0
EPS (元)	0.43	0.60	1.15	1.56	1.95	非流动负债合计	403	266	290	316	345
主要财务比率						长期借款	183	0	0	0	0
						应付债券	0	0	0	0	0
成长能力						负债合计	3830	4297	7001	8360	9535
营业收入增长	-10.4%	21.5%	69.0%	23.0%	20.8%	少数股东权益	29	31	35	40	47
营业利润增长	-38.8%	32.8%	104.7%	35.1%	25.6%	实收资本(或股本)	1055	1055	1102	1102	1102
归属于母公司净利润增长	-39.4%	37.7%	101.9%	35.2%	25.5%	资本公积	3409	3409	3409	3409	3409
获利能力						未分配利润	2503	2868	3692	4807	6205
毛利率(%)	26.3%	22.7%	23.3%	24.4%	24.8%	归属母公司股东权益	7375	7787	8785	10072	11686
净利率(%)	8.6%	9.7%	11.6%	12.7%	13.2%	负债和所有者权益	11234	12115	15822	18473	21268
总资产净利润(%)	4.1%	5.2%	8.0%	9.3%	10.1%	现金流量表 单位:百万元					
ROE(%)	6.2%	8.1%	14.4%	17.0%	18.4%	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
偿债能力						经营活动现金流	1239	1124	1293	2148	2649
资产负债率(%)	34.1%	35.5%	44.3%	45.3%	44.8%	净利润	460	630	1272	1721	2159
流动比率	1.59	1.33	1.21	1.21	1.25	折旧摊销	360	463	493	602	656
速动比率	1.22	0.96	0.87	0.87	0.89	财务费用	3	44	4	4	4
营运能力						应付账款减少	(106)	(426)	(930)	(624)	(695)
总资产周转率	0.48	0.56	0.79	0.79	0.82	预收账款增加	(7)	(25)	25	6	7
应收账款周转率	4.11	4.15	4.90	4.48	4.44	投资活动现金流	(1026)	(587)	(1447)	(1651)	(1653)
应付账款周转率	3.86	3.88	4.66	4.33	4.34	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
每股指标(元)						长期股权投资减少	(25)	(25)	13	(6)	3
每股收益(最新摊薄)	0.43	0.60	1.15	1.56	1.95	投资收益	51	43	47	47	47
每股净现金流(最新摊薄)	-0.03	-0.03	0.48	0.28	0.31	筹资活动现金流	(241)	(565)	688	(194)	(658)
每股净资产(最新摊薄)	6.99	7.38	7.97	9.14	10.60	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	(30)	(183)	0	0	0
P/E	84.67	60.68	31.63	23.39	18.64	普通股增加	327	0	47	0	0
P/B	5.21	4.93	4.57	3.98	3.43	资本公积增加	(327)	0	0	0	0
EV/EBITDA	25.88	20.32	20.68	15.68	12.74	现金净增加额	(28)	(29)	534	304	338

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师简介

郭涛，上海交通大学硕士，曾就职于上海汽车集团股份有限公司技术中心，2020年8月加入申港证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上