

步入业绩高增通道的 Tier 0.5

拓普集团 (601689)

事件概述

公司发布 2020 年年报：2020 年实现营收 65.1 亿元，同比增长 21.5%，归母净利 6.3 亿元，同比增长 37.7%，扣非归母净利 5.7 亿元，同比增长 38.6%。其中 2020Q4 实现营收 21.9 亿元，同比增长 37.6%，归母净利 2.4 亿元，同比增长 103.4%，扣非归母净利 2.2 亿元，同比增长 117.0%。

分析判断：

► 2020 营收超额完成 2021 持续高增

根据公司 2020 年中报预测，预计 2020 年全年营业收入为 55 亿元至 65 亿元，2021 年营业收入同比增长 60% 以上。2020 年实现营收 65.1 亿元/同比+21.4%，略超目标营收，预计特斯拉国产贡献收入 8 亿元以上。随着特斯拉 Model Y 爬坡上量叠加吉利、通用等其他客户销量复苏，减震降噪、轻量化底盘系统、热管理系统、智能驾驶系统等全面开花，预计公司 2021 年营业收入大概率将完成目标营收 120 亿元/同比+84.3%。

► 毛利率承压 费用率下行

考虑到新收入准则要求将运输费、包装费由销售费用转计入营业成本，2020 年调整后的毛利率（运输费、包装费为 2.0 亿元）达 25.7%，同比-0.6pct，其中 2020Q4 达 25.0%，同比-1.6pct，环比-1.1pct，我们判断毛利率下滑主因低毛利率的内饰功能件和轻量化底盘件受益于特斯拉的放量而占比提升。2020 年销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别达 4.9%、3.6%、5.5%、0.7%，同比-0.4pct、-0.7pct、-0.4pct、+0.6pct，其中 2020Q4 分别为 5.3%、3.6%、4.4%、0.5%，同比-0.6pct、-0.9pct、-0.5pct、0.0pct，经营杠杆效应逐渐显现。

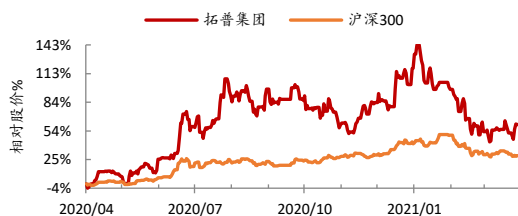
► 双维齐驱 剑指全球汽配 TOP

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、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。

产品+：“2+3”产业战略，电动智能全面布局。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，前瞻性布局汽车智能驾驶系统、热管理系统、轻量化底盘

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	59.85
最新收盘价：	36.41
股票代码：	601689
52 周最高价/最低价：	52.61/19.8
总市值(亿)	401.26
自由流通市值(亿)	384.12
自由流通股数(百万)	1,054.99



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

联系人：郑青青

邮箱：zhengqq@hx168.com.cn

相关研究

1. 拓普集团 (601689) 2020 业绩快报&2021 一季报
点评：业绩持续高增的 Tier 0.5

2021.04.03

2. 拓普集团 (601689) 2020 业绩预告点评：步入
业绩高增通道的 Tier 0.5

2021.01.16

3. 拓普集团 (601689) 2020 三季报点评：业绩高
增长 剑指全球汽配 TOP

2020.10.20

系统三大心业务，其中：**1) 轻量化高成长**：公司铝合金轻量化底盘技术国内领先，收购福多纳后形成铝合金+高强度钢的完善布局，目前已进入特斯拉、吉利、比亚迪、北汽、长城、蔚来、威马等供应链。铝合金一体化真空铸造底盘获得客户认可并开始批量供货，铝合金铸造焊接型底盘获得 FORD、RIVIAN 等客户的认可并开始准备批量供货。**2) 智能驾驶系统静待发力**：电子真空泵 EVP 订单迅速增加，预计将逐步贡献显著增量；智能刹车系统 IBS 目前已迭代至面向 L4 级以上自动驾驶的第 IV 代双冗余方案，在比亚迪、吉利汽车等车型上进行搭载路试，同时还与国外著名企业合作，在电动物流车方面进行研发推广；智能转向系统正在向大众在内的多家主机厂推广，电动调节转向管柱、电动尾门、座椅按摩系统等智能座舱产品均已发布并获得客户的正式订单。**3) 新能源汽车热管理系统未来可期**：公司已成功研发热泵总成、电子膨胀阀、电子水阀、电子水泵、气液分离器等产品，正在加大市场开拓和研发投入，目标成为新能源汽车热管理系统整体方案供应商。

投资建议

公司是特斯拉产业链高业绩弹性标的和吉利产业链最受益标的，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。鉴于公司随特斯拉、吉利等关键客户进行业绩修复和轻量化、智能驾驶系统及热管理系统具备成长性，调整盈利预测：预计 2021-2022 年收入由 113.3/154.2 亿元调为 120.4/162.7 亿元，归母净利润由 12.7/18.6 亿元调为 13.2/18.9 亿元，2023 年收入和归母净利润分别为 211.5 亿元和 23.8 亿元，对应 EPS 为 1.19/1.71/2.16 元，对应当前 PE 31/21/17 倍。考虑到公司未来的高成长性，给予公司 2022 年 35 倍 PE，目标价由 59.15 元调至 59.85 元，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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,359	6,511	12,036	16,270	21,151
YoY (%)	-10.4%	21.5%	84.8%	35.2%	30.0%
归母净利润(百万元)	456	628	1,315	1,888	2,376
YoY (%)	-39.4%	37.7%	109.3%	43.6%	25.8%
毛利率 (%)	26.3%	22.7%	22.3%	22.0%	21.7%
每股收益 (元)	0.41	0.57	1.19	1.71	2.16
ROE	6.2%	8.1%	14.1%	16.6%	17.1%
市盈率	87.95	63.87	30.51	21.25	16.89

资料来源：Wind，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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	6,511	12,036	16,270	21,151	净利润	630	1,319	1,894	2,384
YoY (%)	21.5%	84.8%	35.2%	30.0%	折旧和摊销	510	354	356	350
营业成本	5,034	9,352	12,691	16,561	营运资金变动	-7	-101	18	-27
营业税金及附加	58	109	147	191	经营活动现金流	1,124	1,489	2,149	2,541
销售费用	124	156	163	190	资本开支	-1,385	-1,013	-1,520	-1,319
管理费用	233	391	488	656	投资	798	-25	-25	-25
财务费用	44	52	120	235	投资活动现金流	-587	-958	-1,437	-1,204
资产减值损失	-22	0	0	0	股权募资	0	47	0	0
投资收益	43	80	108	140	债务募资	577	-47	6	-328
营业利润	706	1,518	2,183	2,748	筹资活动现金流	-565	-19	-12	-337
营业外收支	4	6	6	6	现金净流量	-40	513	700	1,000
利润总额	710	1,524	2,189	2,754	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	80	205	295	371	成长能力 (%)				
净利润	630	1,319	1,894	2,384	营业收入增长率	21.5%	84.8%	35.2%	30.0%
归属于母公司净利润	628	1,315	1,888	2,376	净利润增长率	37.7%	109.3%	43.6%	25.8%
YoY (%)	37.7%	109.3%	43.6%	25.8%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.57	1.19	1.71	2.16	毛利率	22.7%	22.3%	22.0%	21.7%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	9.7%	11.0%	11.6%	11.3%
货币资金	787	1,300	2,000	3,000	总资产收益率 ROA	5.2%	7.9%	8.9%	9.1%
预付款项	43	81	109	143	净资产收益率 ROE	8.1%	14.1%	16.6%	17.1%
存货	1,503	2,840	3,832	5,010	偿债能力 (%)				
其他流动资产	3,027	4,874	6,241	7,849	流动比率	1.33	1.28	1.28	1.34
流动资产合计	5,360	9,094	12,182	16,002	速动比率	0.95	0.87	0.87	0.91
长期股权投资	150	175	200	225	现金比率	0.20	0.18	0.21	0.25
固定资产	4,248	4,989	6,215	7,301	资产负债率	35.5%	44.1%	46.2%	46.7%
无形资产	679	726	715	706	经营效率 (%)				
非流动资产合计	6,756	7,608	8,992	10,202	总资产周转率	0.54	0.72	0.77	0.81
资产合计	12,115	16,702	21,173	26,204	每股指标 (元)				
短期借款	400	353	359	320	每股收益	0.57	1.19	1.71	2.16
应付账款及票据	3,370	6,259	8,494	11,085	每股净资产	7.07	8.43	10.30	12.62
其他流动负债	261	492	663	577	每股经营现金流	1.02	1.35	1.95	2.31
流动负债合计	4,031	7,105	9,516	11,982	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	266	266	266	266	PE	63.87	30.51	21.25	16.89
非流动负债合计	266	266	266	266	PB	5.44	4.32	3.54	2.89
负债合计	4,297	7,371	9,782	12,248					
股本	1,055	1,102	1,102	1,102					
少数股东权益	31	35	41	48					
股东权益合计	7,818	9,331	11,391	13,956					
负债和股东权益合计	12,115	16,702	21,173	26,204					

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。