

证券研究报告—动态报告

汽车汽配

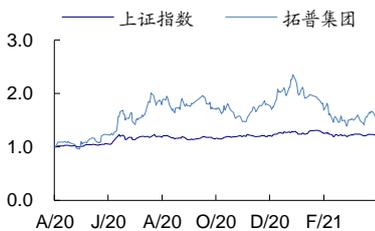
汽车零部件 II

拓普集团(601689)
增持

2021Q1 季报点评

(维持评级)

2021年04月27日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,102/1,055
总市值/流通(百万元)	37,966/36,344
上证综指/深圳成指	3,441/14,224
12个月最高/最低(元)	52.61/21.01

相关研究报告:

《拓普集团-601689-2020 年报点评: 精准定位多品类赛道, 成长可期》——2021-04-21
 《拓普集团-601689-2020 业绩快报&2021Q1 业绩预增点评: 绑定客户放量, 业绩持续高增》——2021-04-07
 《拓普集团-601689-2020 年年报业绩预告点评: Q4 增长加速, 特斯拉助力业绩》——2021-01-22
 《拓普集团-601689-2020 年三季报点评: 业绩符合预期, 毛利率改善明显》——2020-10-21
 《拓普集团-601689-2020 年半年报点评: 进军新能源热管理领域, Q2 业绩略低预期》——2020-08-21

证券分析师: 唐旭霞

电话: 0755-81981814

E-MAIL: tangxx@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519080002

证券分析师: 周俊宏

电话: 021-61761059

E-MAIL: zhoujunhong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520070002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

新势力订单放量, 业绩持续高增

● 受益于新势力车企新增量订单, 2021Q1 业绩实现高增

公司 2021Q1 实现营收 24.26 亿元 (此前预测 22~26 亿元), 同比 +100.80%; 归母 2.46 亿元, 同比 +116.41%, 扣非归母 2.40 亿元 (此前预测 2.14-2.54 亿元), 同比 +122.86%。2021Q1 基本每股收益为 0.22 元。整体来看, 公司延续“特斯拉业务显著放量+下游需求持续回升+新品相继落地量产”的增长逻辑, **2021Q1 叠加新势力车企新增量订单**, 业绩实现高增。同时费用管控得当 (销售/管理/财务/研发费用率分别同比 -3.89pct/-1.24pct/-0.57pct/-1.65pct), 盈利能力提升 (毛利率同比 -5.4pct, 预计系将销售商品有关的运输费和仓储费计入营业成本所致; 净利率同比 +0.81pct)。定增后货币资金增至 19.64 亿元。

● “2+3” 布局, 精准定位多品类赛道的模块化供应商

公司推进“2+3”产业布局, 即“NVH 减震系统、整车声学套组+轻量化底盘、热管理、智能驾驶系统”, 精准定位多品类赛道的模块化供应商。其中热管理作为增量业务, 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、换热器等产品; 汽车电子 (IBS、EPS、智能座舱等) 多品类开花。

● 深度绑定特斯拉, 项目集群进入收获期

公司产能自 2016 年以来持续扩张, 2020 年下半年进入景气向上周期, **2021 年可期**: 1) 持续突破特斯拉产品体系 (轻量化结构件、内外饰及热管理), 随 Model Y 车型上量业绩增速进入快通道。2) 与蔚来、小鹏、理想等造车新势力合作, 探索 Tier 0.5 级的合作模式。3) 热管理及轻量化件具较大增量空间。

● 风险提示: 行业复苏不及预期, 新品研发及客户拓展不及预期。
● 投资建议: 特斯拉国产化核心标的, 维持“增持”评级

预计 20/21/22 年归母净利润为 6.28/12.80/14.73 亿元 (原: 6.21/10.45/12.60 亿元), 基于产能释放而边际成本下降、盈利能力上行及特斯拉 Model Y 放量上调, 预计 20/21/22 年 EPS 分别为 0.60/1.16/1.34 元, 维持“增持”评级。

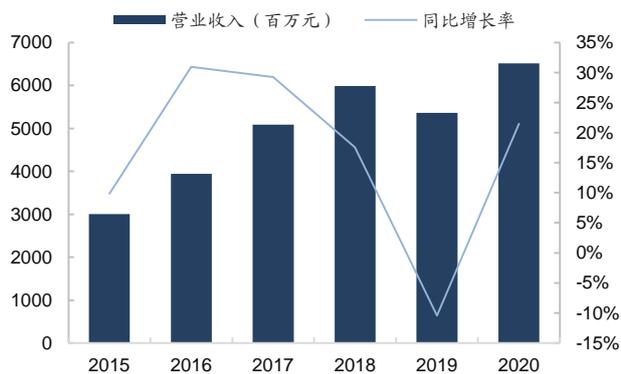
盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,511	12,023	14,434	17,040
(+/-%)	21.5%	84.7%	20.1%	18.1%
净利润(百万元)	628	1280	1473	1824
(+/-%)	37.7%	103.7%	15.1%	23.9%
摊薄每股收益(元)	0.60	1.16	1.34	1.66
EBIT Margin	16.3%	12.7%	12.3%	12.9%
净资产收益率(ROE)	8.1%	15.3%	16.3%	18.5%
市盈率(PE)	57.9	29.7	25.8	20.8
EV/EBITDA	26.6	23.2	20.5	17.7
市净率(PB)	4.67	4.54	4.21	3.86

资料来源: 国信证券经济研究所预测

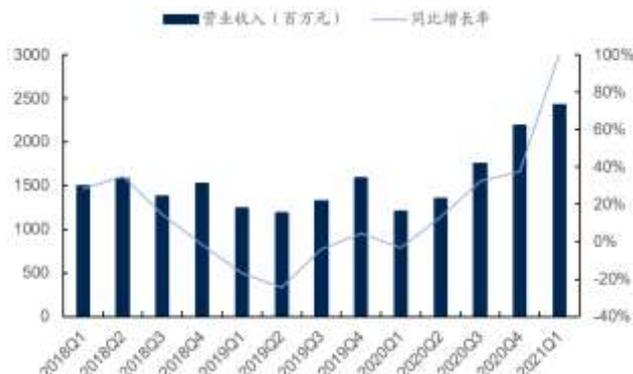
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 公司营业收入及增速



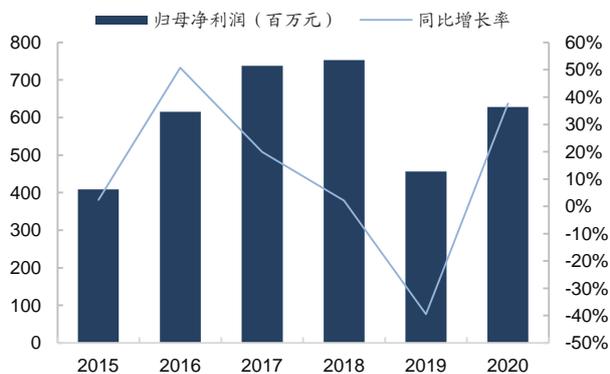
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季度营业收入及增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司净利润及增速



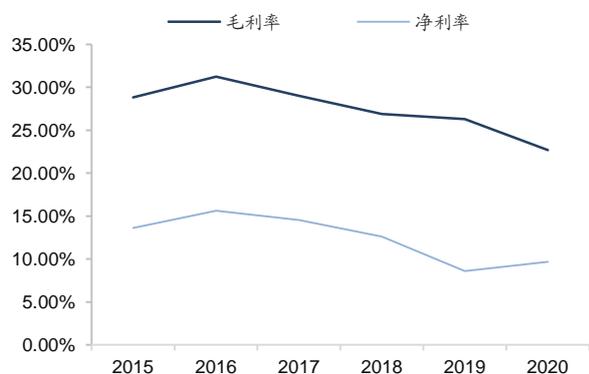
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司单季度净利润及增速



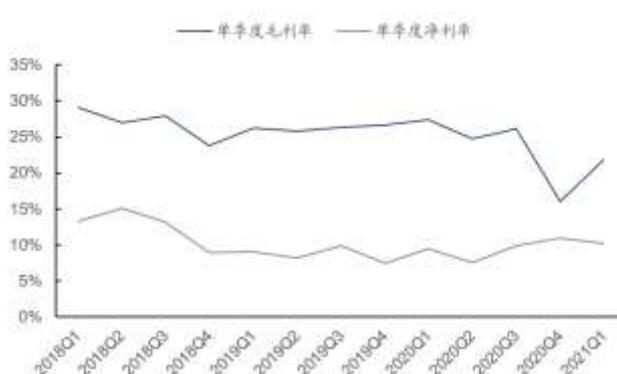
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5: 公司毛利率和净利率



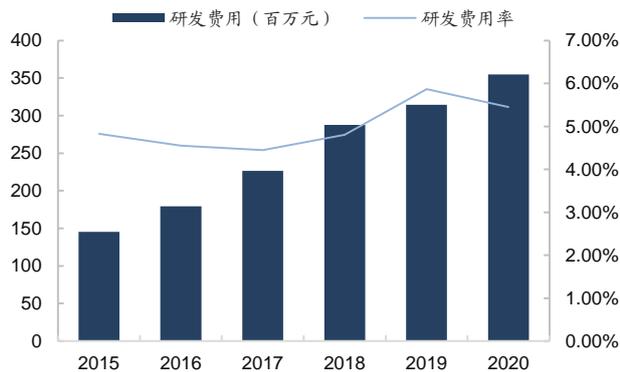
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司单季度毛利率和净利率



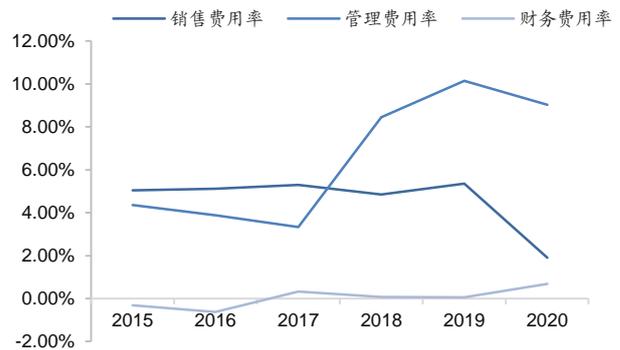
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7: 研发费用及费用率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司精准定位多品类赛道的模块化供应商。系 NVH 龙头，前瞻布局汽车电子（IBS、EPS、智能座舱产品等）、轻量化底盘及热管理业务（已成功研发了热泵空调、电子膨胀阀、电子水阀、电子水泵、气液分离器等热管理领域相关产品），精准定位多品类赛道的模块化供应商。在吉利、通用等成熟客户基础上，深度绑定特斯拉等新势力。受益于“特斯拉业务显著放量+下游需求持续回升”，长期成长可期。

选取特斯拉产业链核心供应商三花智控、宁德时代、旭升股份作为可比公司，2021 年平均 PE 为 57x，考虑公司业务多点开花，随 Model Y 量产进入业绩释放期，为特斯拉产业链最大业绩弹性的标的之一，给予目标 PE 45-55x。

预计 20/21/22 年归母净利润为 6.28/12.80/14.73 亿元（原：6.21/10.45/12.60 亿元），基于产能释放而边际成本下降、盈利能力上行及特斯拉 Model Y 放量上调，预计 20/21/22 年 EPS 分别为 0.60/1.16/1.34 元。对应 2021 年的一年期目标估值为 52.20-63.8 元（对应 PE 45-55x），维持“增持”评级。

表 1: 可比公司估值表

公司	代码	市值 (亿)	股价 (元)		每股盈利 (元)		市盈率			评级
			20210426	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
拓普集团	601689.SH	380	34.45	0.60	1.16	1.34	65	30	26	增持
旭升股份	603305.SH	138	30.92	0.74	1.13	1.5	42	27	21	未评级
宁德时代	300750.SZ	8,130	349.00	2.28	3.4	4.59	153	103	76	增持
三花智控	002050.SZ	794	22.12	0.41	0.54	0.64	61	41	35	未评级
可比公司平均估值							85	57	44	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

备注: 旭升股份预测为 Wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	787	1042	1120	1239	营业收入	6511	12023	14434	17040
应收款项	2111	4414	5536	6536	营业成本	5034	9537	11516	13595
存货净额	1503	2912	3400	4315	营业税金及附加	58	114	144	170
其他流动资产	959	1803	2021	2386	销售费用	124	349	433	426
流动资产合计	5360	10461	12476	14764	管理费用	233	496	561	658
固定资产	5192	5856	6144	6268	财务费用	44	43	89	102
无形资产及其他	679	652	626	600	投资收益	43	47	60	69
投资性房地产	735	735	735	735	资产减值及公允价值变动	22	(40)	(30)	(35)
长期股权投资	150	170	175	186	其他收入	(378)	0	0	0
资产总计	12115	17875	20156	22553	营业利润	706	1491	1721	2123
短期借款及交易性金融负债	400	2229	2588	2906	营业外净收支	4	2	(3)	5
应付款项	3370	6426	7528	8631	利润总额	710	1493	1718	2128
其他流动负债	261	499	602	709	所得税费用	80	209	240	298
流动负债合计	4031	9155	10719	12246	少数股东损益	2	4	5	6
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	628	1280	1473	1824
其他长期负债	266	324	374	418					
长期负债合计	266	324	374	418	现金流量表 (百万元)				
负债合计	4297	9479	11093	12664	净利润	628	1280	1473	1824
少数股东权益	31	34	37	42	资产减值准备	(43)	7	2	1
股东权益	7787	8363	9025	9846	折旧摊销	463	516	608	667
负债和股东权益总计	12115	17875	20156	22553	公允价值变动损失	(22)	40	30	35
					财务费用	44	43	89	102
关键财务与估值指标					营运资本变动	(189)	(1197)	(571)	(1025)
每股收益	0.60	1.16	1.34	1.66	其它	44	(5)	2	4
每股红利	0.21	0.64	0.73	0.91	经营活动现金流	881	641	1544	1505
每股净资产	7.38	7.59	8.19	8.93	资本开支	(1061)	(1201)	(901)	(801)
ROIC	13%	15%	15%	16%	其它投资现金流	780	(290)	(109)	111
ROE	8%	15%	16%	19%	投资活动现金流	(307)	(1511)	(1015)	(701)
毛利率	23%	21%	20%	20%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	13%	12%	13%	负债净变化	(183)	0	0	0
EBITDA Margin	23%	17%	17%	17%	支付股利、利息	(220)	(704)	(810)	(1003)
收入增长	21%	85%	20%	18%	其它融资现金流	195	1829	359	318
净利润增长率	38%	104%	15%	24%	融资活动现金流	(610)	1125	(451)	(685)
资产负债率	36%	53%	55%	56%	现金净变动	(35)	255	78	119
息率	0.6%	1.9%	2.2%	2.8%	货币资金的期初余额	822	787	1042	1120
P/E	57.9	29.7	25.8	20.8	货币资金的期末余额	787	1042	1120	1239
P/B	4.7	4.5	4.2	3.9	企业自由现金流	155	(569)	667	724
EV/EBITDA	26.6	23.2	20.5	17.7	权益自由现金流	168	1222	950	955

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032