

**公司点评**
**拓普集团 (601689)**
**汽车 | 汽车零部件**
**营收及利润快速增长，热管理业务成为新增长点**

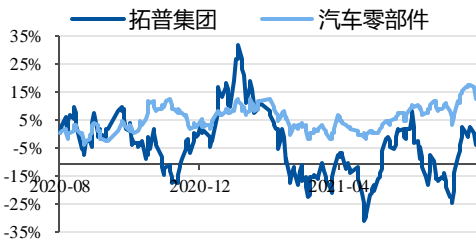
2021年08月19日

**评级 谨慎推荐**

评级变动 首次

**合理区间 40.40-45.45 元**
**交易数据**

当前价格(元)	37.97
52周价格区间(元)	27.14-51.83
总市值(百万)	41844.71
流通市值(百万)	40057.88
总股本(万股)	110204.66
流通股(万股)	105498.77

**涨跌幅比较**


%	1M	3M	12M
拓普集团	12.97	18.52	-3.28
汽车零部件	2.22	12.50	12.77

**何晨**
**分析师**

 执业证书编号: S0530513080001  
 hechen@cfzq.com

0731-84779574

**张科理**
**研究助理**

zhangkl@cfzq.com

**相关报告**

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	5358.95	6511.09	11071.21	14062.24	16949.12
净利润(百万元)	456.21	628.20	1111.03	1443.32	1734.19
每股收益(元)	0.41	0.57	1.01	1.31	1.57
每股净资产(元)	6.69	7.07	7.82	8.88	10.29
P/E	91.72	66.61	37.66	28.99	24.13
P/B	5.67	5.37	4.86	4.27	3.69

资料来源: Wind, 财信证券

**投资要点:**

- 营收及利润快速增长，未来业绩有望进一步释放。**公司发布2021年半年度报告，上半年实现营业收入49.16亿元，同比增长91.91%；实现归母净利润4.59亿元，同比增长112.84%；实现扣非归母净利润4.45亿元，同比增长124.76%。2021年上半年，汽车行业受到芯片短缺、原材料涨价、运费上涨等因素的多重影响。由于公司前瞻布局新能源汽车产业，大力开拓产品线及客户群，前期获得了大量订单，因此经营业绩保持较快增速。报告期内销售毛利率为20.87%，同比减少5.09pct，销售净利率为9.36%，同比增加0.93pct。本期毛利率大幅降低，主要系产品的包装费和运输费等从销售费用调到营业成本所致。公司2021年二季度实现营业收入24.90亿元，同比增长83.90%，环比增长2.64%；实现归母净利润2.14亿元，同比增长109.80%，环比下滑13.01%；实现扣非归母净利润2.05亿元，同比增长127.78%，环比下滑14.58%。公司上半年业绩表现亮眼，随着下半年缺芯问题的缓解，以及重点客户产品的快速放量，预计下半年销售收入及利润将继续保持快速增长。
- 公司产业布局广泛，热管理业务成为新增长点。**分产品来看，上半年减震器和内饰功能件分别实现营业收入17.02亿元和15.29亿元，同比分别增长68.60%和77.02%。底盘系统实现营业收入8.90亿元，同比增长69.13%，在新能源汽车轻量化的大趋势下，公司该项业务积极向新能源汽车倾斜，实现了量价齐升。目前，公司已经是特斯拉底盘核心供应商，且正在大力拓展海内外优质新能源车客户，后续轻量化底盘业务快速增长有保障。汽车电子实现营业收入0.81亿元，同比增长9.65%。未来公司汽车电子业务将以智能驾驶为中心，涵盖智能刹车系统IBS、智能转向系统EPS、电子真空泵EVP等多种产品。公司首次将热管理系统业务单独列出，上半年实现营业收入5.69亿元。公司积极布局热管理系统，主要因在汽车电动化大趋势下，新能源车的热管理业务的市场空间非常大，单车价值量在6000元到9000元之间，是传统燃油车热管理业务单车价值量的4-5倍。当前公司已经成功研发集成式热泵总成、电子膨胀阀、电子水阀、电子水泵、气液分离器等产品，正在快速推向市场，有望在新能源车热管理行业初期抢占更多的市场份额。

- 给予公司“谨慎推荐”评级。预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 110.71 亿元、140.62 亿元、169.49 亿元，EPS 分别为 1.01 元、1.31 元、1.57 元，对应当前股价 PE 倍数为 37.66 倍、28.99 倍、24.13 倍。公司多业务快速发展，以新能源汽车为主的轻量化底盘和热管理业务市场空间广阔。可对标轻量化和热管理行业内优质公司旭升股份和三花智控等，平均 PE 估值在 45 倍左右，给与公司 2021 年 40-45 倍 PE 估值，对应估值合理区间为 40.40-45.45 元，给予公司“谨慎推荐”评级。
- 风险提示：新能源汽车行业产销量不及预期，新业务拓展不及预期，原材料价格波动风险。

**财务预测摘要**

利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>5358.95</b>	<b>6511.09</b>	<b>11071.21</b>	<b>14062.24</b>	<b>16949.12</b>	<b>收益率</b>					
减:营业成本	3949.99	5034.01	8459.51	10718.24	12894.89	毛利率	26.29%	22.69%	23.59%	23.78%	23.92%
营业税金及附加	50.29	58.07	95.06	120.74	145.53	三费/销售收入	15.51%	10.93%	10.95%	10.93%	11.13%
营业费用	287.08	123.90	210.67	267.58	322.52	EBIT/销售收入	9.92%	11.58%	17.42%	17.79%	17.92%
管理费用	229.64	233.07	379.74	466.87	567.80	EBITDA/销售收入	17.17%	19.42%	22.90%	22.27%	22.21%
研发费用	314.31	354.85	622.20	802.95	996.61	销售净利率	8.58%	9.68%	10.07%	10.30%	10.26%
财务费用	3.10	44.12	29.89	21.09	15.25	<b>资产获利率</b>					
资产减值损失	65.45	22.44	32.08	32.08	32.08	ROE	6.19%	8.07%	12.89%	14.74%	15.30%
加:投资收益	51.44	43.24	26.44	27.71	28.98	ROA	4.73%	6.23%	12.04%	13.13%	13.74%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	6.08%	8.95%	19.93%	21.45%	22.63%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>增长率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>510.53</b>	<b>683.87</b>	<b>1268.49</b>	<b>1660.39</b>	<b>2003.43</b>	销售收入增长率	-10.45%	21.50%	70.04%	27.02%	20.53%
加:其他非经营损益	18.22	45.87	37.96	37.96	37.96	EBIT 增长率	-39.68%	41.81%	155.72%	29.69%	21.46%
<b>利润总额</b>	<b>528.75</b>	<b>729.74</b>	<b>1306.46</b>	<b>1698.36</b>	<b>2041.39</b>	EBITDA 增长率	-22.75%	37.39%	100.50%	23.53%	20.19%
减:所得税	68.71	79.95	192.00	250.60	301.86	净利润增长率	-39.09%	36.97%	76.86%	29.91%	20.15%
<b>净利润</b>	<b>460.05</b>	<b>649.79</b>	<b>1114.45</b>	<b>1447.76</b>	<b>1739.53</b>	总资产增长率	3.06%	7.84%	32.23%	18.87%	16.07%
减:少数股东损益	3.84	1.93	3.42	4.44	5.34	股东权益增长率	2.14%	5.58%	10.66%	13.61%	15.79%
<b>归属母公司股东净利</b>	<b>456.21</b>	<b>628.20</b>	<b>1111.03</b>	<b>1443.32</b>	<b>1734.19</b>	经营营运资本增长率	-37.53%	10.61%	75.15%	27.99%	21.14%
<b>资产负债表</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>资本结构</b>					
货币资金	822.46	787.12	1107.12	1406.22	1694.91	资产负债率	34.09%	35.47%	45.79%	48.23%	48.45%
应收和预付款项	2420.47	2864.64	4870.06	6185.55	7455.20	投资资本/总资产	62.50%	66.71%	61.05%	59.26%	58.33%
其他应收款(合计)	13.98	31.09	52.86	67.14	80.92	带息债务/总负债	17.83%	9.32%	15.40%	15.87%	14.13%
存货	1239.79	1502.75	2525.33	3199.60	3849.38	流动比率	1.59	1.33	1.23	1.24	1.27
其他流动资产	156.22	173.82	173.82	173.82	173.82	速动比率	1.18	0.91	0.85	0.86	0.88
长期股权投资	125.22	150.30	167.33	178.54	190.53	股利支付率	65.71%	31.91%	25.31%	18.77%	10.89%
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	收益留存率	0.34	0.68	0.75	0.81	0.89
投资性房地产	30.96	31.60	20.45	17.30	17.20	<b>资产管理效率</b>					
固定资产和在建工程	4552.77	5192.25	5804.64	6542.45	7394.62	总资产周转率	0.48	0.54	0.69	0.74	0.77
无形资产和开发支出	859.08	931.87	906.11	880.35	854.59	固定资产周转率	1.36	1.53	2.37	2.70	2.90
其他非流动资产	233.38	449.61	391.93	391.93	391.93	应收账款周转率	2.25	2.31	2.31	2.31	2.31
<b>资产总计</b>	<b>11234.31</b>	<b>12115.23</b>	<b>16019.84</b>	<b>19043.09</b>	<b>22103.28</b>	存货周转率	3.19	3.35	3.35	3.35	3.35
短期借款	500.32	400.38	1129.69	1457.51	1513.65	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT	531.85	754.20	1928.66	2501.31	3038.00
应付和预收款项	2863.60	3629.15	5937.94	7460.27	8927.30	EBITDA	920.17	1264.26	2534.86	3131.40	3763.69
长期借款	182.50	0.00	0.00	0.00	0.00	NOPLAT	447.19	628.65	1611.06	2098.00	2554.38
其他负债	283.25	267.62	300.88	297.13	283.48	净利润	456.21	628.20	1111.03	1443.32	1734.19
<b>负债合计</b>	<b>3829.66</b>	<b>4297.15</b>	<b>7368.50</b>	<b>9214.91</b>	<b>10724.43</b>	EPS	0.41	0.57	1.01	1.31	1.57
股本	1054.99	1054.99	1054.99	1054.99	1054.99	BPS	6.69	7.07	7.82	8.88	10.29
资本公积	3409.44	3409.44	3409.44	3409.44	3409.44	PE	91.72	66.61	37.66	28.99	24.13
留存收益	2911.06	3322.57	4152.40	5324.81	6870.14	PEG	1.96	1.65	0.49	0.97	1.20
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>7375.49</b>	<b>7786.99</b>	<b>8616.83</b>	<b>9789.23</b>	<b>11334.57</b>	PB	5.67	5.37	4.86	4.27	3.69
少数股东权益	29.16	31.09	34.51	38.95	44.28	PS	7.81	6.43	3.78	2.98	2.47
<b>股东权益合计</b>	<b>7404.65</b>	<b>7818.08</b>	<b>8651.33</b>	<b>9828.18</b>	<b>11378.86</b>	PCF	33.76	37.24	42.57	26.33	21.08
负债和股东权益合计	11234.31	12115.23	16019.84	19043.09	22103.28	EV/EBIT	74.65	53.50	21.37	16.61	13.70
<b>现金流量表</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	EV/EBITDA	43.15	31.92	16.26	13.27	11.06
经营性现金净流量	1239.42	1123.69	982.93	1589.34	1985.13	EV/NOPLAT	88.78	64.19	25.59	19.81	16.29
投资性现金净流量	-1026.25	-587.28	-1091.73	-1306.73	-1519.73	EV/IC	5.66	4.99	4.21	3.68	3.23
筹资性现金净流量	-241.14	-564.96	428.80	16.49	-176.71	ROIC-WACC	6.08%	8.95%	19.93%	21.45%	22.63%
<b>现金流量净额</b>	<b>-16.49</b>	<b>-40.32</b>	<b>320.00</b>	<b>299.10</b>	<b>288.69</b>	股息率	0.72%	0.48%	0.67%	0.65%	0.45%

资料来源: Wind, 财信证券

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：[www.cfzq.com](http://www.cfzq.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438