

进军空气悬架 业绩高增的 Tier 0.5

拓普集团 (601689)

事件概述

2021年11月19日，公司发布公告，拟公开发行总额不超过25亿元（含25亿元）可转换公司债券，扣除发行费用后，将全部投资于年产150万套轻量化底盘系统建设项目和年产330万套轻量化底盘系统建设项目。

2021年11月24日，公司为2025战略新工厂之一——“空气悬架系统一部”举行了隆重的落成仪式。空气悬架系统一部坐落于宁波滨海新区，总占地面积6万平方米，建筑面积8万平方米，总投资约6亿元，计划2022年6月正式投产，主要用于空气悬架的生产制造。

分析判断：

▶ 进军空气悬架 丰富产品矩阵

空气悬架国产化空间大，未来有望成为标配。空气悬架能够带来非常优越的驾驶舒适性，但由于高昂的成本（预计单车1万元以上，由大陆和威伯科垄断），目前主要配备部分高端豪华品牌车型，市场渗透率较低。随着自主品牌崛起及自主零部件供应商的研发和制造技术的不断提高，空气悬架零部件成本不断下探，消费升级趋势下空气悬架有望成为标配产品。

公司具备空气悬架系统开发能力，顺势布局增量可期。公司凭借丰富的橡胶减震系统及电控零件开发经验，已正式建立空气悬架整套系统（含电控系统）及关键零部件（包括机械部件——前后空气弹簧总成；电控部件——集成式空气供给单元（气泵、阀体、ECU一体化）、高度传感器、加速度传感器；控制程序——空气悬架ECAS系统）的制造能力。我们认为进军空气悬架，一方面能够丰富产品矩阵，完善Tier 0.5级供货模式，叠加现有产品后的单车配套价值有望超万元，另一方面有望凭借现有的客户优势，能够快速抢占份额，贡献又一增长极。

▶ 发行可转债加码轻量化 业绩高增可期

新能源汽车加速汽车轻量化发展，底盘轻量化成为新蓝海，轻量化底盘系统平均单车配套价值有望达5000元以上，市场空间大。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

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：	57.99
股票代码：	601689
52周最高价/最低价：	61.1/26.88
总市值(亿)	639.08
自由流通市值(亿)	639.08
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

相关研究

1. 拓普集团 (601689) 2021 三季度报点评：业绩表现亮眼的 Tier 0.5

2021.10.21

2. 重塑秩序系列之九：拓普集团 全球汽配潜在龙头

2021.09.13

货。我们认为公司轻量化底盘系统将随着新能源客户的销量增长而进入快速放量阶段，公司拟发行 25 亿元可转债用于扩产，提前做好产能建设准备，迎接高成长。

► **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+4”产业战略，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，全产品线合计单车配套价值有望达 2 万元以上，全面布局电动智能，成为平台型公司。

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，考虑到缺芯及原材料涨价的影响，维持盈利预测：预计 2021-2023 年收入为 113.1/159.5/207.4 亿元，归母净利为 11.7/18.4/23.2 亿元，对应 EPS 为 1.06/1.67/2.10 元，对应 2021 年 11 月 24 日收盘价 57.99 元的 PE 55/35/28 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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,359	6,511	11,313	15,951	20,737
YoY (%)	-10.4%	21.5%	73.7%	41.0%	30.0%
归母净利润(百万元)	456	628	1,168	1,844	2,318
YoY (%)	-39.4%	37.7%	86.0%	57.9%	25.7%
毛利率 (%)	26.3%	22.7%	21.7%	22.0%	21.7%
每股收益 (元)	0.41	0.57	1.06	1.67	2.10
ROE	6.2%	8.1%	12.8%	16.5%	17.0%
市盈率	141.43	101.73	54.71	34.72	27.61

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	11,313	15,951	20,737	净利润	630	1,172	1,850	2,325
YoY (%)	21.5%	73.7%	41.0%	30.0%	折旧和摊销	510	370	375	368
营业成本	5,034	8,864	12,442	16,237	营运资金变动	-7	-64	-17	-26
营业税金及附加	58	103	144	187	经营活动现金流	1,124	1,403	2,098	2,514
销售费用	124	147	160	187	资本开支	-1,385	-1,014	-1,521	-1,320
管理费用	233	368	479	643	投资	798	-25	-25	-25
财务费用	44	55	127	243	投资活动现金流	-587	-964	-1,440	-1,207
资产减值损失	-22	0	0	0	股权募资	0	47	0	0
投资收益	43	75	106	138	债务募资	577	48	66	-288
营业利润	706	1,348	2,131	2,681	筹资活动现金流	-565	74	42	-306
营业外收支	4	6	6	6	现金净流量	-40	513	700	1,000
利润总额	710	1,354	2,137	2,687	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	80	182	288	362	成长能力 (%)				
净利润	630	1,172	1,850	2,325	营业收入增长率	21.5%	73.7%	41.0%	30.0%
归属于母公司净利润	628	1,168	1,844	2,318	净利润增长率	37.7%	86.0%	57.9%	25.7%
YoY (%)	37.7%	86.0%	57.9%	25.7%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.57	1.06	1.67	2.10	毛利率	22.7%	21.7%	22.0%	21.7%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	9.7%	10.4%	11.6%	11.2%
货币资金	787	1,300	2,000	3,000	总资产收益率 ROA	5.2%	7.2%	8.8%	8.9%
预付款项	43	77	107	140	净资产收益率 ROE	8.1%	12.8%	16.5%	17.0%
存货	1,503	2,691	3,757	4,912	偿债能力 (%)				
其他流动资产	3,027	4,636	6,136	7,713	流动比率	1.33	1.27	1.26	1.32
流动资产合计	5,360	8,704	12,000	15,765	速动比率	0.95	0.87	0.86	0.90
长期股权投资	150	175	200	225	现金比率	0.20	0.19	0.21	0.25
固定资产	4,248	4,989	6,215	7,301	资产负债率	35.5%	43.6%	46.6%	47.1%
无形资产	679	726	715	706	经营效率 (%)				
非流动资产合计	6,756	7,592	8,957	10,149	总资产周转率	0.54	0.69	0.76	0.80
资产合计	12,115	16,296	20,957	25,914	每股指标 (元)				
短期借款	400	448	514	226	每股收益	0.57	1.06	1.67	2.10
应付账款及票据	3,370	5,933	8,328	10,868	每股净资产	7.07	8.30	10.13	12.39
其他流动负债	261	466	650	848	每股经营现金流	1.02	1.27	1.90	2.28
流动负债合计	4,031	6,846	9,491	11,942	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	101.73	54.71	34.72	27.61
非流动负债合计	266	266	266	266	PB	8.20	6.99	5.72	4.68
负债合计	4,297	7,112	9,757	12,208					
股本	1,055	1,102	1,102	1,102					
少数股东权益	31	35	40	47					
股东权益合计	7,818	9,183	11,199	13,706					
负债和股东权益合计	12,115	16,296	20,957	25,914					

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。