

2022 年 02 月 21 日

证券分析师 黄细里

执业证号: S0600520010001
021-60199793

huangx1@dwzq.com.cn

研究助理 谭行悦
tanxy@dwzq.com.cn

打造世界级 Tier0.5 供应商 买入 (维持)

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	6,511	10,945	15,149	20,646
同比 (%)	21.5%	68.1%	38.4%	36.3%
归母净利润 (百万元)	628	1,100	1,632	2,343
同比 (%)	37.7%	75.1%	48.3%	43.6%
每股收益 (元/股)	0.57	1.00	1.48	2.13
P/E (倍)	95.73	54.66	36.86	25.67

投资要点

- NVH 领域自主龙头, 顺应产业趋势, 客户结构不断更新。**公司核心业务 NVH (减震+内饰) 属于整车系统工程, 因此能够参与整车项目的同步研发, 与 OEM 建立稳定的伙伴关系。截至 2019 年, 根据我们测算, 公司减震产品全国市占率达到 7.4% (销量口径), 内饰产品因为全产业链布局带来较高的毛利率。随着国内汽车行业的趋势变化: **合资增长(2015 年之前)->自主突破(2015-2019 年)->新能源崛起(2020 年)**, 公司核心客户从通用->吉利->特斯拉不断更新, 同时布局海外新能源车企 (Rivian) 以及国内造车新势力(蔚小理+华为)等, 营收体量有望顺应产业的变革持续增长。
- 管理+架构+人才构成独特竞争力, 实现逆势产能储备。**公司坚持非家族化科学管理模式, 高度重视人才引进, 已经建立了 2000 多人的研发团队, 并在公司层面采取事业部架构, 在事业部层面采用横向扁平化+销售为导向的组织架构, 有效提升运营效率, 降低成本。**管理+人才+组织架构**为企业打造独特竞争力。在 2017-2020 年的行业下行周期中, 公司通过 IPO/定增等方式持续融资, 逆势不断进行产能扩张, 截至 2021Q3, 土地储备超过 3573 亩, 为新能源汽车产业趋势提供充足的产能。
- 打造“2+N”产品矩阵, 目标 Tier0.5 级供应商。**公司依托在 NVH 赛道上**管理/研发/制造/商务领域**的成功经验, 不断通过技术迭代升级, 打造“2+N”产品矩阵: 1) 借助橡胶减震产品的金属-橡胶技术, 切入轻量化底盘(约 3000 元)+空气悬挂业务(约 8000 元); 2) 通过收购福多纳和浙江家力, 补全高强度钢底盘技术; 3) 大力研发汽车电子业务(约 3000 元), 并依托其带来的电控技术和精密制造能力, 成功研发热管理系列产品(约 3000 元); 4) 凭借轻量化底盘业务积累的压铸+模具制造技术, 切入一体化压铸领域(约 2000-10000 元)。截至 2021 年底, 公司能够配套单车价值量超过 2 万元, 通过模块化供应, 向 Tier 0.5 角色转变。
- 盈利预测与投资评级:** 1) 减震业务保持稳定增长; 2) 隔音/轻量化底盘业务跟随新能源客户快速增长; 3) 汽车电子业务逐步放量; 4) 热管理系统中集成式热泵 2.0 版本逐步推广; 5) 空气悬挂系统计划于 2022 年 6 月正式投产。基于以上假设, 我们预计公司 2021-2023 年营收为 109.5/151.5/206.5 亿元, 同同比分别为 +68.1%/+38.4%/+36.3%; 归母净利润为 11.0/16.3/23.4 亿元, 同同比分别为 +75.1%/+48.3%/+43.6%, 对应 EPS 为 1.00/1.48/2.13 元, 对应 PE 为 54.66/36.86/25.67 倍。我们认为, 公司具备完整的产品技术矩阵, 充足的产能储备。在新能源汽车渗透率快速提升的行业趋势下, 有望获得更大的市场份额, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 全球疫情控制进展低于预期, 芯片供应短缺超出预期, 原材料价格上涨超出预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	54.57
一年最低/最高价	26.88/68.06
市净率(倍)	5.82
流通 A 股市值(百万元)	60138.68

基础数据

每股净资产(元)	9.37
资产负债率(%)	36.74
总股本(百万股)	1102.05
流通 A 股(百万股)	1102.05

相关研究

- 《拓普集团 (601689): 核心客户持续增长, 新客户即将放量》2022-01-13**
- 《拓普集团 (601689): 新能源项目加速落地, 产能储备扩张满足业务需求》2021-12-24**
- 《拓普集团 (601689): 召回事件影响有限, 依然看好长期发展》2021-12-06**

内容目录

1. NVH 龙头，客户结构持续升级	5
1.1. 专注汽车核心零部件研发，定位模块化供应商	5
1.2. 股权结构清晰，实控人持股集中	5
1.3. 受益新能源汽车崛起，持续鼓励技术创新	6
1.4. 单品类赛道冠军，客户结构持续更新	7
1.4.1. 深耕减震+降噪基础核心业务	7
1.4.2. 减震产品全国第一，进入国际 OEM 配套体系	7
1.4.3. 隔音系统->整车声学套组，内饰产品不断升级	9
1.4.4. 客户结构持续更新，产能实现全球布局	11
2. 战略眼光+人才机制，推动产能逆势储备+品类拓展	12
2.1. 具备战略前瞻眼光，借助资本市场不断逆势储备产能	12
2.2. 独特人才机制+科学管理架构，助推产品品类扩张	13
3. 打造“2+N”产品矩阵，目标 Tier 0.5 级供应商	14
3.1. 成功经验复制+技术迭代升级，打造“2+N”产品矩阵	14
3.2. 铝合金轻量化：底盘产品快速放量，一体化压铸完成布局	15
3.3. 智能驾驶：EVP 真空泵率先量产，IBS 静待花开	19
3.4. 热管理：后起之秀，积极布局系统级供应商	19
3.5. 空气悬挂：切入蓝海市场，快速建立供货能力	21
4. 新模式获得新能源客户认可，产能储备应对产业趋势	23
4.1. 北美客户率先采用模块化供应，新势力入局有望推动供应链变革	23
4.2. 新能源客户销量快速增长，产能储备应对产业趋势	24
5. 盈利预测与投资评级	25
6. 风险提示	27

图表目录

图 1: 拓普集团上市前 NVH 布局	5
图 2: 拓普集团发展历程	5
图 3: 2021 年第三季度拓普集团股权穿透	6
图 4: 拓普集团营业收入及增长率	6
图 5: 拓普集团营收拆分	6
图 6: 研发投入及费用占比/亿元	7
图 7: 人均工资快速提升	7
图 8: 橡胶减震产品车上分布	8
图 9: 橡胶减震产品营收&增速/亿元	8
图 10: 公司减震产品产能&主要客户	8
图 11: 公司整车声学套组产品	9
图 12: 内饰系统营收&增速/亿元	9
图 13: 竞争对手内饰系统业务毛利率对比	10
图 14: 公司内饰系统产品主要客户	10
图 15: 公司客户结构不断更新	11
图 16: 拓普集团全球化布局	12
图 17: 全国乘用车销量&增速/万辆	12
图 18: 上汽通用&吉利汽车销量/万辆	12
图 19: 公司固定资产/在建工厂/折旧 (亿元)	13
图 20: 公司 ROE/净利润率&资产周转率	13
图 21: 公司组织架构	14
图 22: 资金+人才+研发+产能共同助推品类拓展	14
图 23: 技术迭代助推产品品类升级/元	14
图 24: 《节能与新能源汽车技术路线 2.0》能耗目标	15
图 25: 2020-2021 年新能源渗透率	15
图 26: 铝合金轻量化市场空间测算/亿元	16
图 27: 各类铝合金产品市场空间测算/亿元	16
图 28: 轻量化底盘零部件	17
图 29: 铝合金车身焊接工艺	17
图 30: 轻量化底盘零部件营收&增速/亿元	17
图 31: 铝合金底盘系统销量&市占率/万套	17
图 32: 一体化压铸有效提升制造效率	18
图 33: 一体化压铸市场空间测算/亿元	18
图 34: 电动智能化推动线控制动产品	19
图 35: 线控制动市场空间测算/亿元	19
图 36: 智能化推动线控底盘出现	19
图 37: 公司底盘电子系统具备完善产品矩阵	19
图 38: 电动化带来热管理系统升级	20
图 39: 新能源热管理系统市场空间测算/亿元	20
图 40: 传统汽车空调系统	20
图 41: 公司集成式热管理系统及零部件	20

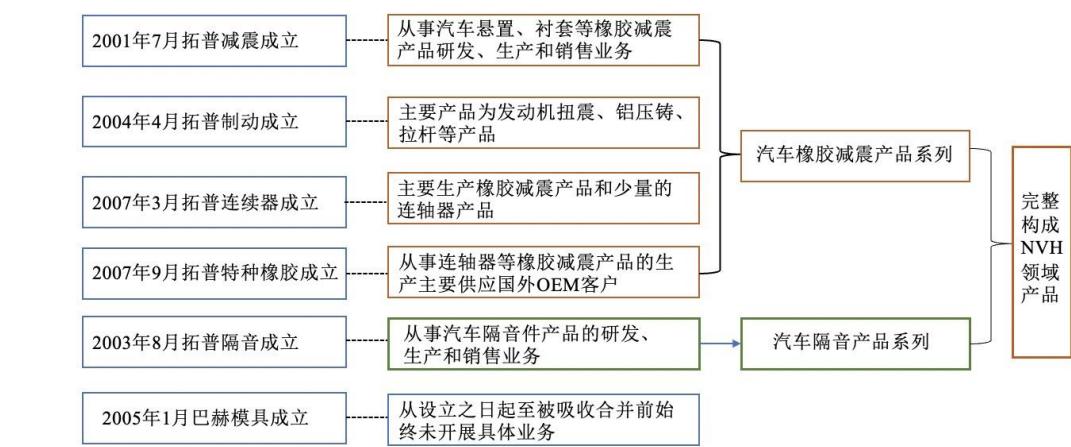
图 42: 空气悬挂系统示意图	21
图 43: 空气悬挂系统零部件	21
图 44: 空气悬挂供应商产品布局	22
图 45: 空气悬挂系统价值量分布	22
图 46: 搭载车辆价格区间下探/万元	22
图 47: 需求+供给共同推动空气悬挂渗透率提升	23
图 48: 空气悬挂市场空间测算/亿元	23
图 49: 空气悬挂系统一部工厂	23
图 50: 空气悬挂系统生产线	23
图 51: Rivian 产品	24
图 52: 福特全顺电动车	24
图 53: 特斯拉 Model Y 车型	24
图 54: 全国&全球新能源销量/万辆及增速预测	24
 表 1: 公司减震产品主要竞争对手	9
表 2: 公司内饰系统产品主要竞争对手	10
表 3: 借助资本市场融资逆势持续储备产能	13
表 4: 汽车轻量化材料特性对比	16
表 5: 轻量化相关公司梳理	18
表 6: 国内外热管理系统头部企业相关产品布局情况	21
表 7: 公司历年土地储备情况梳理（截至 2021 年 Q3）	25
表 8: 公司营收拆分预测	26
表 9: 可比公司估值（截至 2022.02.18）	26

1. NVH 龙头，客户结构持续升级

1.1. 专注汽车核心零部件研发，定位模块化供应商

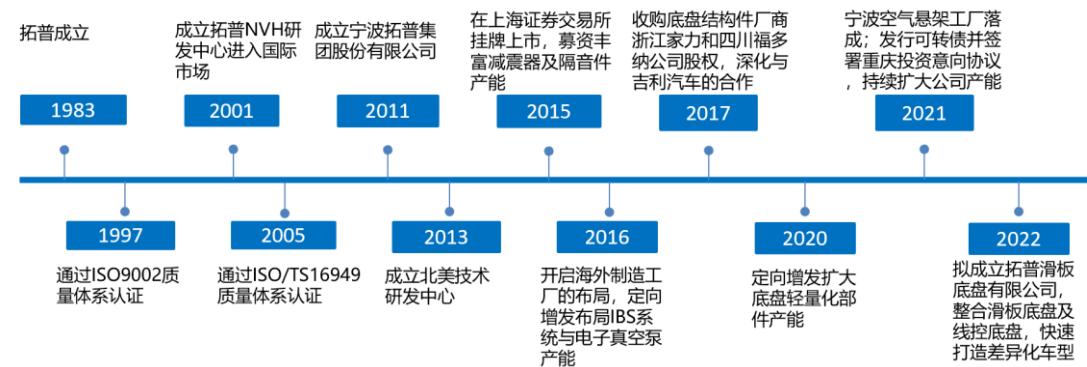
拓普集团于 1983 年成立，总部位于中国宁波，在汽车行业中已专注笃行了 30 余年。公司是一家从事汽车核心零部件研发、生产与销售的模块化供应商，公司设立伊始聚焦橡胶减振产品与隔音产品，是国内 NVH 领域龙头。后经逐步发展，目前主营业务包括减振系统、内饰系统、智能驾驶（底盘电子）系统、底盘轻量化系统、热管理系统、空气悬挂系统等六大系列产品。

图 1：拓普集团上市前 NVH 布局



数据来源：公司公告，公司招股书，东吴证券研究所

图 2：拓普集团发展历程



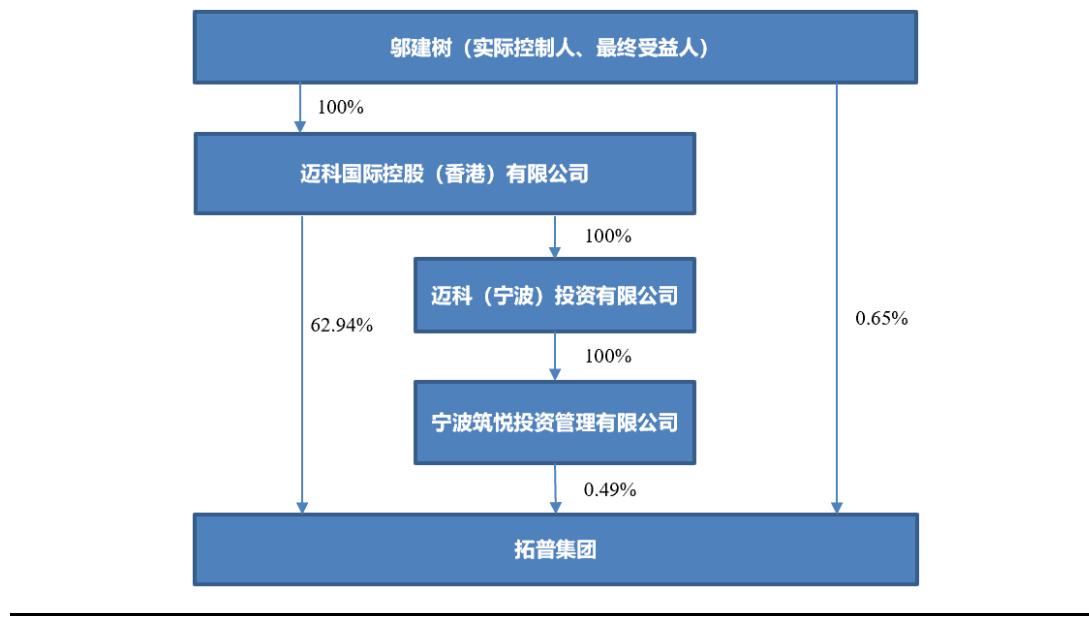
数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

1.2. 股权结构清晰，实控人持股集中

据公司 2021 年三季报披露，公司的第一大股东为迈科国际控股（香港）有限公司，

直接持股占比 62.94%。宁波筑悦投资管理有限公司为公司控股股东迈科国际控股（香港）有限公司的全资孙公司，与其为一致行动人，直接持股占比 0.49%。公司实际控制人及最终受益人为邬建树，直接持有拓普集团 0.65%的股份，并直接持有迈科国际控股（香港）有限公司 100%的股权。邬建树直接及通过路径共持有拓普集团 64.08%的股份，公司前十大股东共计持股 70.81%，股权较为集中。

图 3：2021 年第三季度拓普集团股权穿透

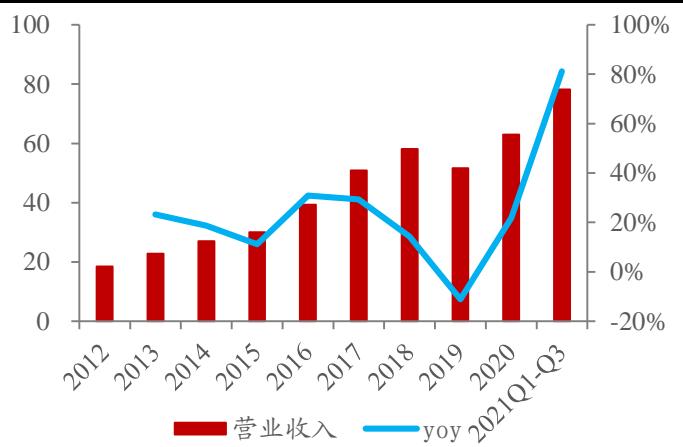


数据来源：公司公告，企查查，东吴证券研究所

1.3. 受益新能源汽车崛起，持续鼓励技术创新

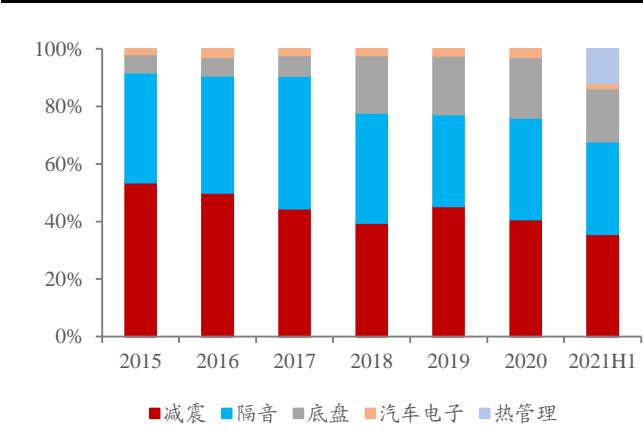
受益新能源汽车崛起，公司营收快速增长。受益于下游新能源汽车客户的快速崛起，电动化、轻量化趋势，公司营收快速增长，2021 年 1-9 月实现营收 78.23 亿元，同比 +81.1%，归母净利润 7.53 亿元，同比增长 94.44%。

图 4：拓普集团营业收入及增长率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：拓普集团营收拆分



数据来源：Wind，东吴证券研究所

持续鼓励技术创新，研发投入不断增加。公司上市之前便具备了全球主机厂同步研

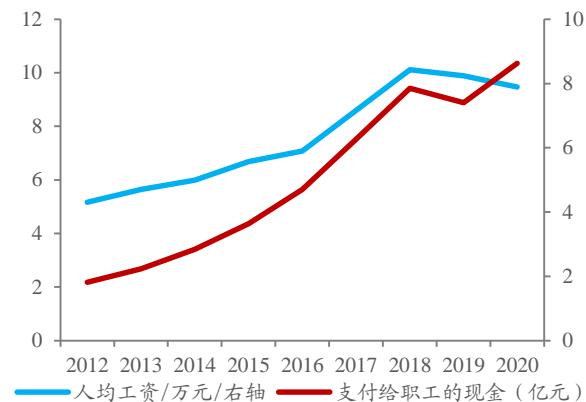
发实力，上市之后依然继续加大研发投入，除了传统业务之外，围绕轻量化/智能驾驶方向持续加大布局，重视人才引进，公司人均收入快速提升。

图 6：研发投入及费用占比/亿元



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 7：人均工资快速提升



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

1.4. 单品类赛道冠军，客户结构持续更新

1.4.1. 深耕减震+降噪基础核心业务

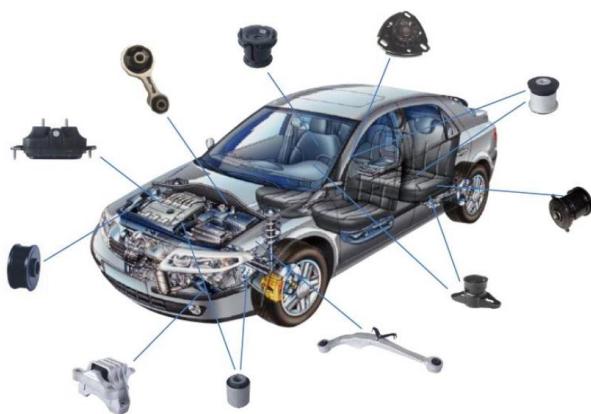
NVH 产品结构：公司减震+内饰的主要产品为：1) 减震产品，扭振、悬置、衬套三类橡胶减震产品；2) 内饰产品，前围板、行李箱隔板、顶棚、地毯等降噪和内饰功能件。

与 OEM 深度合作，实现同步开发。汽车 NVH 设计是一项系统工程，公司与国内外主要整车厂建立稳定伙伴关系，先后参与了上海通用、通用汽车、宝马、奥迪等多个 OEM 项目的同步研发。公司在同步研发中参与到整车性能和结构的设计及测试环节，成为整车制造商研发体系的重要组成部分，这有利于公司与整车制造商保持良好合作关系，从而在 OEM 市场中维持稳定的客户群。

1.4.2. 减震产品全国第一，进入国际 OEM 配套体系

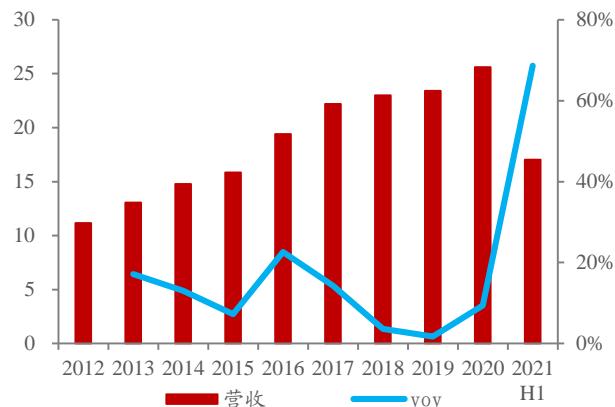
减震为金属-橡胶复合产品，隔绝动力总成与地面振动传导。减震产品分为橡胶减震产品和弹簧阻尼减震产品，其中橡胶减震产品在整车中的分布最为广泛，用于动力总成、车身、底盘等各类结构件之间的弹性连接和缓冲。公司橡胶减震器产品单车配套价值约为 600 元左右，价格与毛利率相对保持稳定。

图 8: 橡胶减震产品车上分布



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 9: 橡胶减震产品营收&增速/亿元



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

产品市占率全国排名第一,进入国际 OEM 配套体系。公司橡胶减震产品 2011-2013 年销售额连续排名全国第一,根据我们测算,2019 年国内市占率约为 7.4%(销量口径)。同时出口至北美、欧洲、东南亚、中东等地区,是国内为数不多进入国际整车 OEM 配套体系的零部件供应商之一。

客户格局相对分散,通用、摩比斯、吉利等为主要客户。减震系统客户格局相对分散,包括通用、吉利这样的主机厂,现代摩比斯这样的 Tier1 以及 Ferdinand 这样的汽车售后企业。公司在减震领域的竞争对手包括安徽中鼎、宁海建新、东海橡塑等企业。

图 10: 公司减震产品产能&主要客户



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 1：公司减震产品主要竞争对手

主要竞争对手	产品	客户
安徽中鼎	底盘及动力系统减震橡胶	通用、宝马、沃尔沃、福特、长安、长城、戴姆勒、路虎等
	金属件	
宁海建新	整车减震件、底盘件等	一汽大众、上汽大众、上汽通用、神龙汽车、福建奔驰、长安福特等
东海橡塑	车用减震橡胶	丰田、本田等
亚新科（安徽）	发动机、底盘橡胶悬置	通用五菱、长安、奇瑞、小康、东风日产、上汽、长城、比亚迪、北汽等
无锡沃可	橡胶金属减震器	一汽大众、上汽大众
无锡雀来宝	橡胶金属减震器	上汽大众、上汽通用、长安福特、一汽大众、江淮、北京现代、奇瑞等
浙江骆氏	车用橡胶减震衬套	一汽大众、上汽大众、一汽集团、一汽丰田、金杯通用、奇瑞等

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

1.4.3. 隔音系统->整车声学套组，内饰产品不断升级

隔音系统->整车声学套组，产品持续升级。隔音系统的主要作用是用于减小或消除发动机噪声、路面噪声和风噪等车内噪声。每一处使用的隔音材料和产品各不相同。公司产品目前已经发展到发动机内饰系统、外饰系统、乘员舱内饰系统、行李舱内饰系统、密封系统等整车的声学套组，可以实现系统级的整车隔音方案。

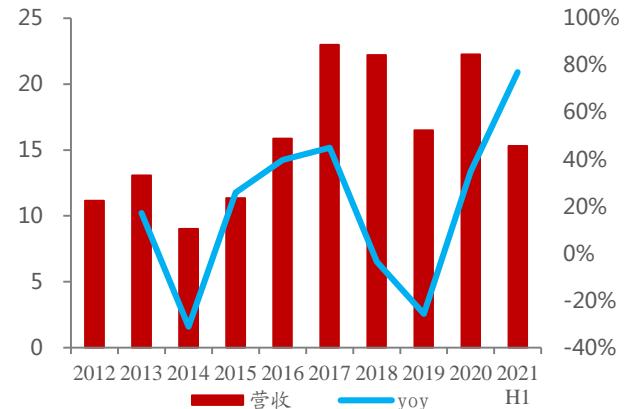
新能源客户放量，营收触底回升。2015-2020年，公司内饰产品营收从11.35亿元提升至22.24亿元，复合增速为14.4%。2015-2018年期间，因为在吉利、上汽通用等配套车型的上量导致营收增长较快。2018年之后汽车行业整体下滑，致吉利和上汽通用销量受到影响，导致内饰产品营收下滑，特斯拉销量放量，带来2021年营收快速增长。

图 11：公司整车声学套组产品



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 12：内饰系统营收&增速/亿元



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

行业特性导致格局相对分散，全产业布局毛利相对较高。因为壁垒低且需要就近配套，因此行业集中度低且毛利率水平较低，主要竞争对手是国内玩家，包括华域汽车、宁波华翔、常熟汽饰等。公司从纤维系统-基材系统-面料系统实现全产业链布局，因此毛利率尚可。

表 2：公司内饰系统产品主要竞争对手

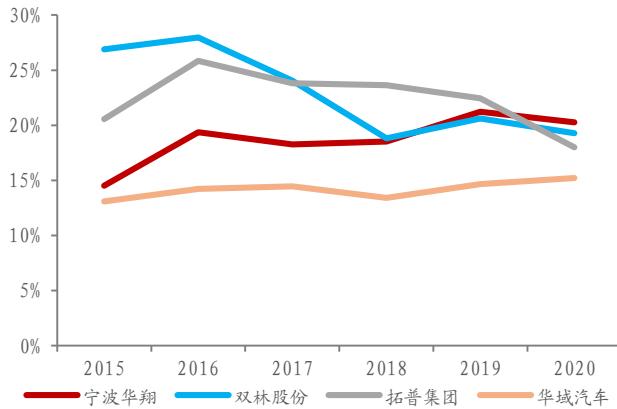
主要竞争对手	产品	客户
华域汽车	座椅、仪表板、门内板、中央通道等	上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱、上汽乘用车、吉利、奇瑞等
宁波华翔	仪表板、门内板、中央通道、顶棚等	红旗、奇瑞汽车、长安汽车、比亚迪、长安汽车、吉利汽车等
常熟汽饰	门内板总成、衣帽架总成、天窗遮阳板等	一汽大众、上汽通用、奇瑞汽车、北京奔驰、上汽大众等
岱美股份	遮阳板、顶棚控制	通用、林肯、大众、三菱、奇瑞、荣威、日产、欧宝等
佛吉亚（武汉）	座椅、内饰系统	一汽大众、上汽大众、东风日产、长安福特、奇瑞等
安通林	内饰系统、顶棚	本田、路虎、斯柯达、奇瑞、现代、奥迪、宾利、马自达、别克、宝马等
上海华特	副仪表总成、门板总成、遮阳板总成	上汽大众、上汽通用、一汽大众、北汽、福特等

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

核心客户为通用+吉利，新势力带来主要增量。内饰系统主要客户为上汽通用、通用五菱以及吉利汽车等传统整车企业。除此之外，特斯拉、高合、AITO 等造车新势力企业也成为内饰产品客户，随着后续新势力车企销量的快速增长，将为公司内饰系统带来主要营收增量。

图 13：竞争对手内饰系统业务毛利率对比

图 14：公司内饰系统产品主要客户



数据来源：公司年报，东吴证券研究所绘制

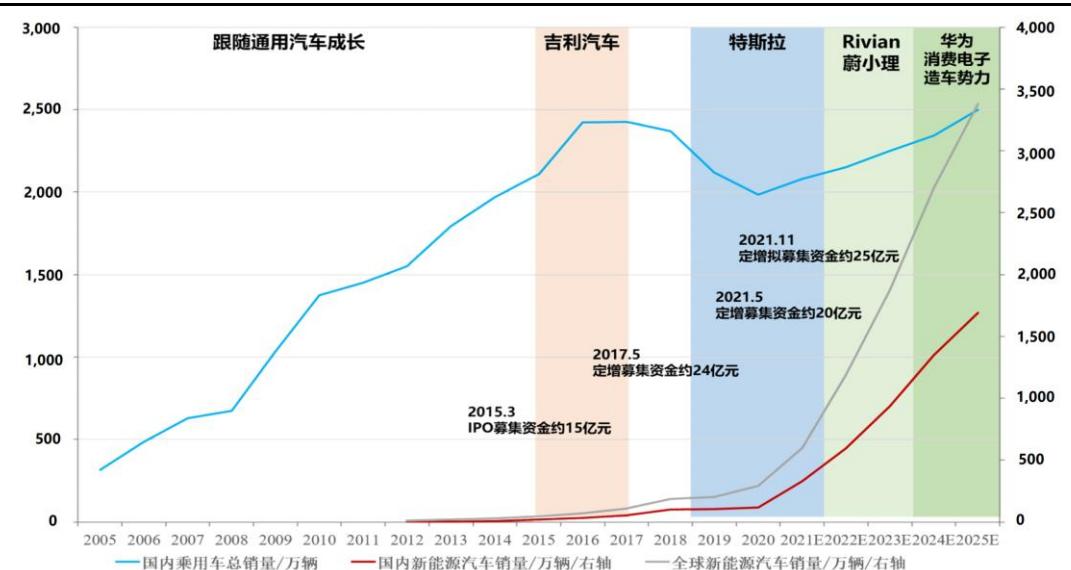


数据来源：公司官网，公司年报，东吴证券研究所

1.4.4. 客户结构持续更新，产能实现全球布局

把握产业趋势，客户结构持续更新。2015年之前，通用汽车是公司的第一大客户，在国内乘用车总量上升的过程中，公司跟随通用汽车不断成长。从2015年开始，自主品牌逐渐开始崛起，吉利汽车成为公司新的增长点，并成为第一大客户。2020年开始的新能源汽车浪潮，特斯拉成为公司的第一大客户，继续驱动公司营收进一步增长。公司目前已经完成了Rivian、华为等造车新势力的供应布局，未来有望跟随新能源产业趋势，继续提升营收体量。

图 15：公司客户结构不断更新



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所绘制

海外布局研发中心，产能实现全球布局。公司自2012年起布局海外技术中心的建设，截至2016年，已在美国底特律及瑞典哥德堡设立两个海外技术研发中心，并分别在加拿大多伦多、德国威因海姆、法国勒瓦卢、巴西圣保罗、马来西亚丹绒马林配置专业技术人员。在中国、马来西亚、巴西、波兰都拥有制造工厂。

图 16: 拓普集团全球化布局



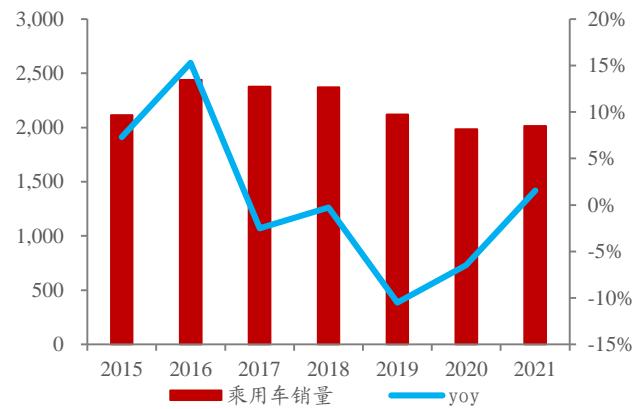
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2. 战略眼光+人才机制，推动产能逆势储备+品类拓展

2.1. 具备战略前瞻眼光，借助资本市场不断逆势储备产能

全国乘用车进入下行周期，公司核心客户增速放缓。从 2017 年开始，全国乘用车市场进入下行周期，需求持续低于预期，从 2016 年的峰值 2437.7 万辆逐步下降，公司的核心客户上汽通用与吉利汽车分别于 2017/2018 年到达销量顶峰，此后销量逐步下降。

图 17: 全国乘用车销量&增速/万辆



数据来源：乘联会，东吴证券研究所绘制

图 18: 上汽通用&吉利汽车销量/万辆



数据来源：乘联会，东吴证券研究所绘制

公司产能逆势扩张，ROE/净利润率/资产周转率数据下降。行业下行周期中，公司通过 IPO/定增等方式融资，逆势不断进行产能扩张，为下一个周期进行产能储备。在产能的持续扩张中，带来较大资本开支且逐步转固带来了折旧大幅上升，导致 ROE/净利润率以及资产周转率等数据不断下降。

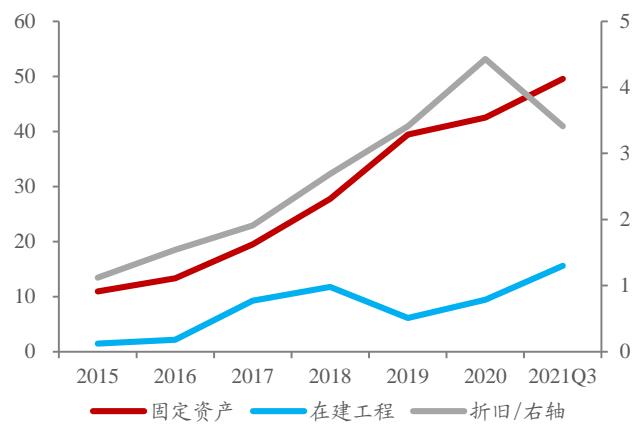
表 3：借助资本市场融资逆势持续储备产能

时间	途径	融资金额/亿元	募资项目
2015 年	IPO	14.7	260 万套减振器/80 万套隔音件
2017 年	定增	24.0	智能刹车+电子真空泵
2021 年	定增	20.0	杭州湾/湘潭轻量化底盘项目
2022 年	可转债	25.0	年产 150/330 万套轻量化底盘项目

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

传统车企销量复苏+新能源客户崛起，产能利用率回升带来盈利指标改善。2020 年开始，随着公司传统客户销量企稳、订单复苏，以及新能源核心客户产量的快速放量，推动公司的产能利用率快速提升，带来净利润率、资产周转率等指标改善，最终推动公司的 ROE 指标回升。

图 19：公司固定资产/在建工厂/折旧（亿元）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 20：公司 ROE/净利润率&资产周转率



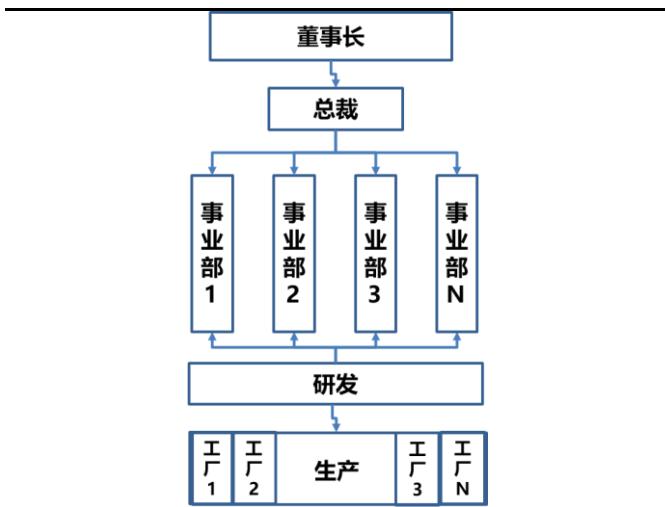
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2.2. 独特人才机制+科学管理架构，助推产品品类扩张

坚持非家族化科学管理模式，高度重视人才引进。公司坚持非家族化的科学管理模式，积极引进职业经理人。公司实际控制人邬建数先生无近亲担任中层以上管理人员，总裁、副总裁、财务总监等均为职业经理人，建立了完善的法人治理结构和科学透明的决策和管理制度。公司高度重视人才引进、选拔和培养，广泛吸引海内外高端人才，已经建立了一支由一百多名博士、硕士组成近 2000 人的科研团队。

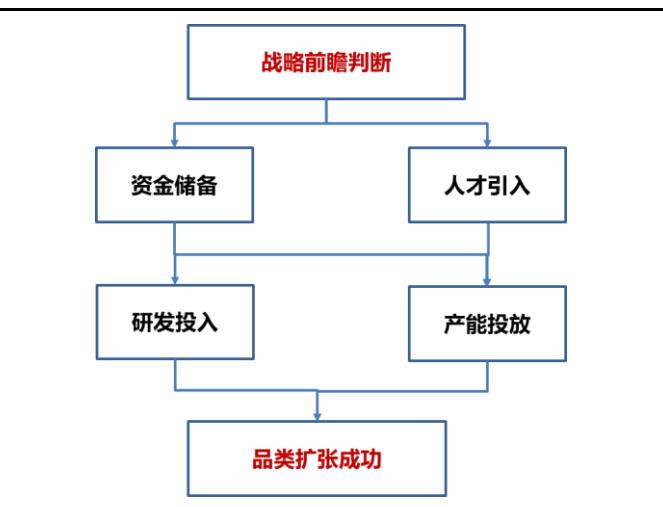
采取事业部制管理架构+横向扁平化管理模式，提升运营效率，降低成本。公司在集团层面采取事业部制管理架构，可以有效降低管理压力，聚焦所辖业务，提升运营效率，并形成相对竞争。在事业部层面采取以销售为龙头的横向扁平化管理模式，确保组织以市场为导向，聚集资源，快速响应。在业务单元层面采取金字塔式组织机构，严格执行流程标准，提升效率、降低成本。

图 21：公司组织架构



数据来源：公司年报，东吴证券研究所绘制

图 22：资金+人才+研发+产能共同助推品类拓展



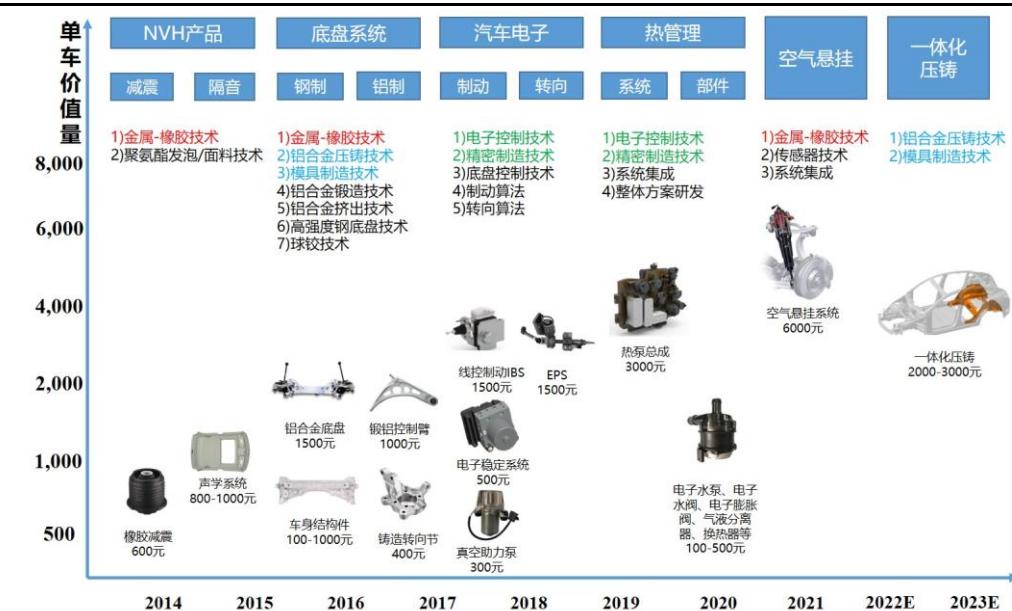
数据来源：公司年报，东吴证券研究所绘制

3. 打造“2+N”产品矩阵，目标 Tier 0.5 级供应商

3.1. 成功经验复制+技术迭代升级，打造“2+N”产品矩阵

借助 NVH 成功经验，技术迭代推动品类拓展。公司依托在 NVH 赛道上管理+研发+制造+商务领域的成功经验，在原有产品的基础上不断实现技术迭代升级。1) 借助橡胶减震产品的金属-橡胶技术，切入轻量化底盘+空气悬挂业务；2) 通过收购福多纳和浙江家力，补全高强度钢底盘技术；3) 大力研发汽车电子业务，并依托其带来的电控技术和精密制造能力，成功研发热管理系列产品；4) 凭借轻量化底盘业务积累的压铸+模具制造技术，切入一体化压铸领域。

图 23：技术迭代助推产品品类升级/元



数据来源：公司官网，东吴证券研究所绘制

单车价值量持续提升，目标 Tier 0.5 级供应商。公司目前在原有减震+声学产品基础上，发展出“2+N”的产品矩阵，单车价值量从原来的 2000 元左右，不断提升：1) 轻量化底盘系统单车价值量约为 3000 元；2) 汽车电子单车价值量约 3000 元（推广中）；3) 集成式热泵系统单车价值量约为 3000 元；4) 空气悬挂系统单车价值量约为 8000 元（推广中）；5) 一体化压铸车身结构件产品，单车价值量约为 2000-10000 元（推广中）。公司能够提供的产品单车价值量超过 2 万元，并且努力实现模块化供应，向 Tier 0.5 角色转变。

3.2. 铝合金轻量化：底盘产品快速放量，一体化压铸完成布局

政策推动，节能减排标准不断提升。“节能减排”成为我国经济发展的主旋律。汽车领域是推进节能减排的重点。2020 年中国汽车工程学会组织全行业专家修订编制的《节能与新能源汽车技术路线 2.0》发布，对于乘用车新车的油耗做了具体的要求，2025/2030/2035 年乘用车新车的平均油耗需要达到 4.6、3.2、2.0L/100km，节能减排标准持续升级。

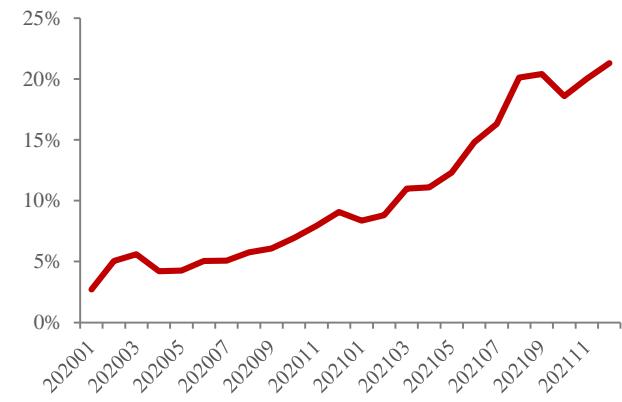
新能源渗透率持续提升，里程焦虑成为消费者核心关注。在政策+市场的双重助推下，国内新能源车渗透率快速提升，从 2020 年 1 月的 2.7% 提升到 2021 年 12 月份的 21.3%，随着新能源车份额的不断扩大，相关的问题也逐渐突出。根据“中国汽车流通协会”对于新能源车主用车体验的面访调研结果，用户购买时最关心的问题就是“电池续航能力”，占比达到 31.8%，里程焦虑成为消费者购买新能源车的核心关注内容。

图 24: 《节能与新能源汽车技术路线 2.0》能耗目标

分类	2025年	2030年	2035年
乘用车 (含新能源)	4.6L/100km	3.2L/100km	2.0L/100km
商用车 (较2019年)	货车油耗下降8% 客车油耗下降10%	货车油耗下降10% 客车油耗下降15%	货车油耗下降15% 客车油耗下降20%
传统能源 乘用车	5.6L/100km	4.8L/100km	4.0L/100km
混动新车	占比50%	占比75%	占比100%
新能源汽车	占总销量20%	占总销量40%	占总销量50%

数据来源：中国汽车工程学会，东吴证券研究所

图 25: 2020-2021 年新能源渗透率



数据来源：乘联会，东吴证券研究所绘制

轻量化助力节能减排，铝合金材料性价比最佳。根据“布勒中国”的数据，汽车重量每减轻 10%，最多可实现节油 5-10%，整备质量每减少 100kg，百公里油耗可以降低 0.3-0.6L，减少 CO₂ 排放 8.5g/km，因此轻量化成为节能减排领域的重点发展技术。同时在不同的轻量化材料中，对比多种金属合金和碳纤维，铝合金的性能、密度以及价格等多方面具备优势，是最具有性价比的轻量化材料。

表 4：汽车轻量化材料特性对比

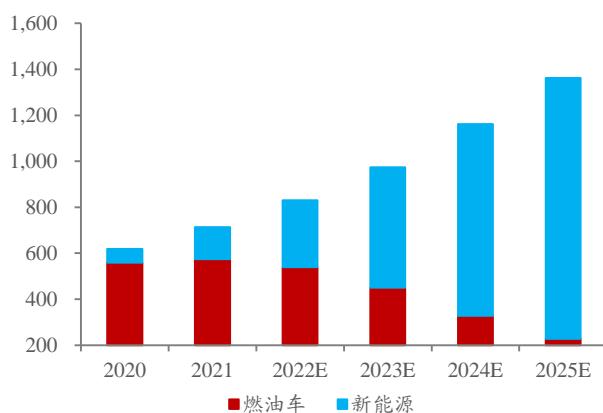
材料	密度	比强度	比模量	价格 (元/kg)
高强度钢	高	低	中	5
铝合金	低	低	中	40
镁合金	低	低	低	80
钛合金	中	中	低	70
碳纤维	低	高	高	120

注：比强度越高，相同强度材料越轻；比模量越大，材料刚性越大

数据来源：汽车人参考，东吴证券研究所

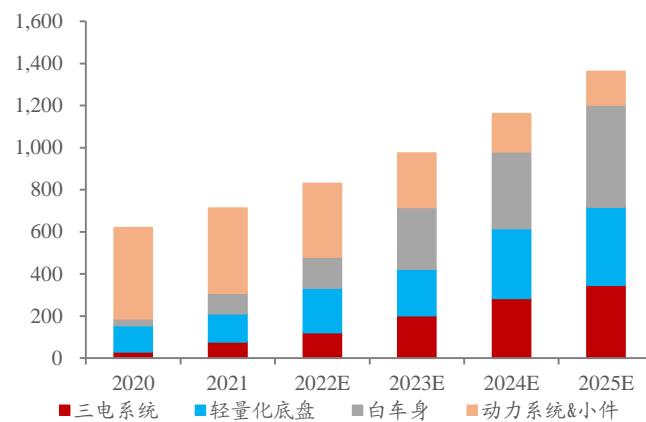
乘用车铝合金市场空间广阔，2025 年车均用量接近翻倍。根据国际铝业协会发布的数据，2020 年国内传统乘用车用铝量约为 139kg/辆。工信部《节能与新能源技术路线图》提出我国 2025/ 2030 年单车用铝量目标为 250kg/辆和 350kg/辆，2025 年国内铝合金市场空间约为 1362 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 17.1%，其中三电系统/轻量化底盘/车身结构件 2020-2025 年 CAGR 分别为 62%/25%/72%。

图 26：铝合金轻量化市场空间测算/亿元



数据来源：乘联会，东吴证券研究所测算

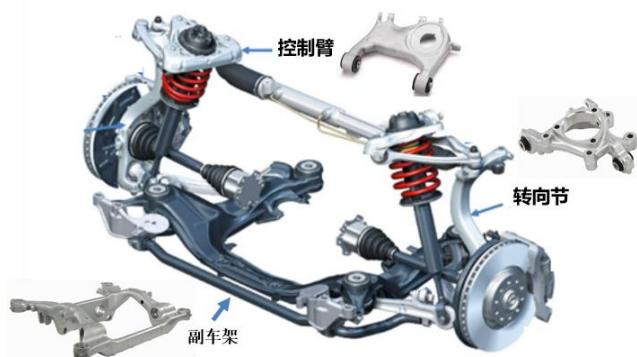
图 27：各类铝合金产品市场空间测算/亿元



数据来源：汽车之家，Marklines，东吴证券研究所

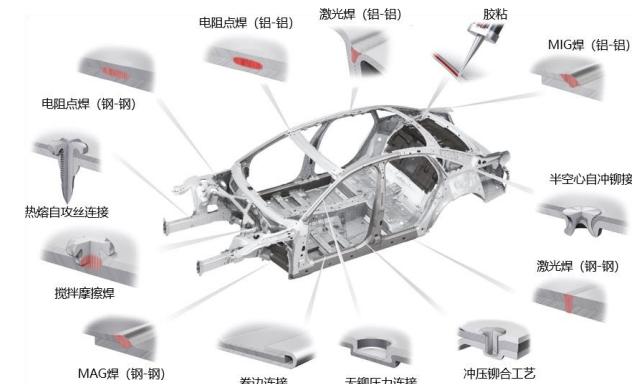
并购+扩充产能，切入铝合金底盘轻量化领域。公司最初底盘业务为控制臂产品，2015 年为了提升悬架事业部的综合实力，优化资源配置，提高协同性，将悬架系统与底盘系统事业部进行合并。2016 年公司获得特斯拉 Model 3 和蔚来车型的轻量化底盘定点协议，并于同年 11 月在杭州湾购置 500 亩土地扩张产能。2017 年公司收购福多纳，获得包括前副车架总成、后桥总成、摆臂总成、控制臂等全套底盘相关系统产品技术。

图 28: 轻量化底盘零部件



数据来源: 汽车之家, 东吴证券研究所

图 29: 铝合金车身焊接工艺

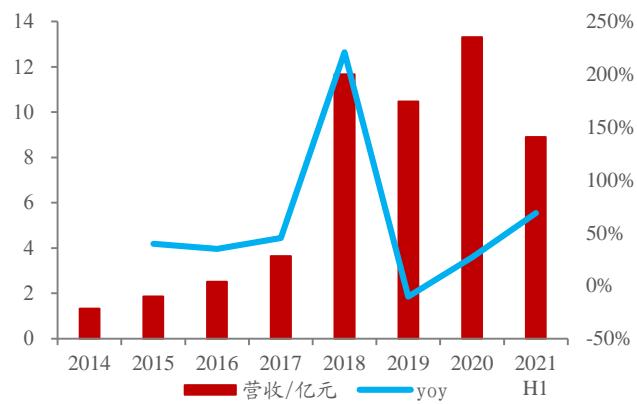


数据来源: 汽车之家, 东吴证券研究所

切入新能源品牌供应链, 受益销量增加营收快速增长。公司轻量化零部件底盘客户主要面向新能源车企, 包括特斯拉、Rivian、蔚来、高合、赛力斯等。2020 年特斯拉上海工厂完成建设, 2021 年销量快速放量, 公司给 Model 3/Y 供应全套底盘系统, 底盘系统营收快速增长, 2021H1 同比增速达到 68.9%。后续其它新能源品牌的陆续投产和放量, 将进一步推动公司营收增长。

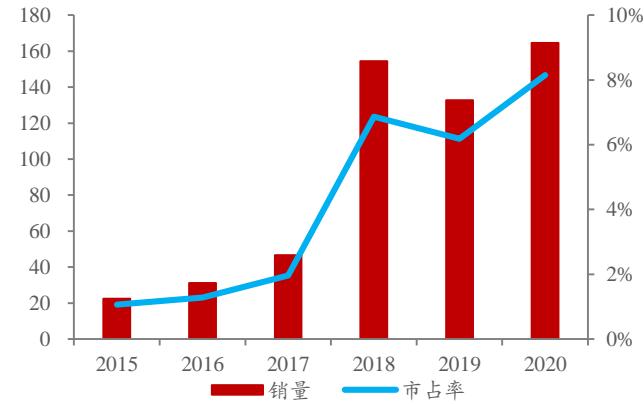
资金+技术+客户+管理综合能力壁垒, 产能储备最为充分。公司优势: 1) 具备底盘整体设计能力及试验验证能力; 2) 掌握压铸、锻造、挤出多种轻量化工艺; 3) 攻克底盘核心运动部件技术难关。相较于其它轻量化底盘系统竞争对手, 公司的产能储备最为充分, 能够配合新能源产业链及造车新势力产能迅速拓展的需求, 充分的应对产业变革带来的新的机会。

图 30: 轻量化底盘零部件营收&增速/亿元



数据来源: 公司定期报告, 东吴证券研究所绘制

图 31: 铝合金底盘系统销量&市占率/万套

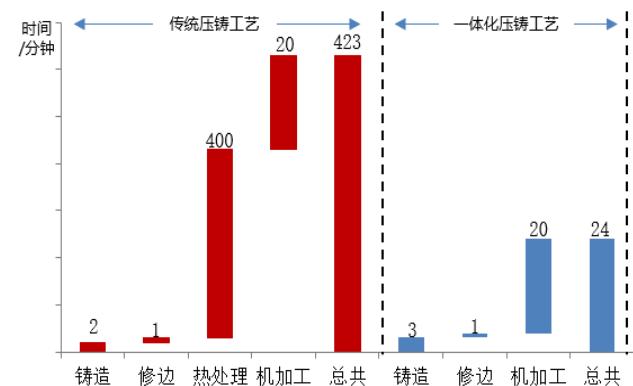


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所绘制

特斯拉引领一体化压铸技术, 车企+供应链陆续跟进, 市场空间广阔。2020 年特斯拉推出一体化压铸技术, 通过压铸替换了传统车身制造冲压+焊接的方式, 利用一台锁模力为 6000T 的大型压铸机将整个后底板 70 余个零部件精简为一个, 后续计划通过 2-

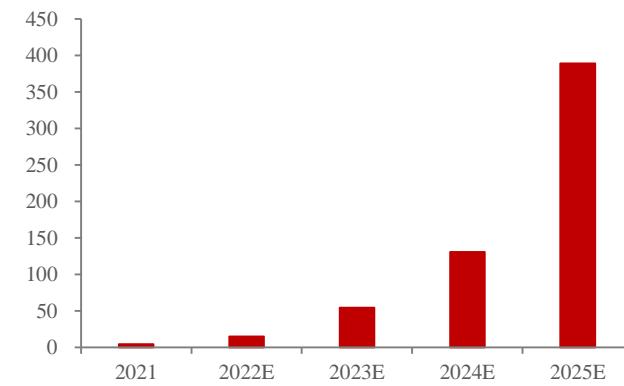
3个大型压铸件替换370个零部件的下车体总成。这项技术能够有效的提升车身结构件的制造效率，降低制造成本，提升车身安全以及车身制造精度。基于以上优点，多家车企宣布跟进该项技术，根据我们测算，2025年国内一体化压铸的市场空间有望达到389亿元，2021-2025年CAGR为205%。

图32：一体化压铸有效提升制造效率



数据来源：AutoLab 汽车实验室，东吴证券研究所绘制

图33：一体化压铸市场空间测算/亿元



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所测算

与力劲集团战略合作，布局一体化压铸。2021年9月，公司与力劲集团就汽车轻量化、大型汽车结构件一体化成型项目达成全新战略合作协议，在已经购置了近100台力劲压铸机的基础上，拓普向力劲继续订购21套压铸单元，其中包括6台7200吨、10台4500吨和5台2000吨的压铸设备。

轻量化全工艺+超级压铸机布局，轻量化底盘及一体化压铸业务成长可期。与竞争对手相比，公司具备铝合金加工领域的压铸、挤压、锻造全套工艺，并且订购了最多的大型压铸机设备，在轻量化底盘及一体化压铸领域业务成长可期。

表5：轻量化相关公司梳理

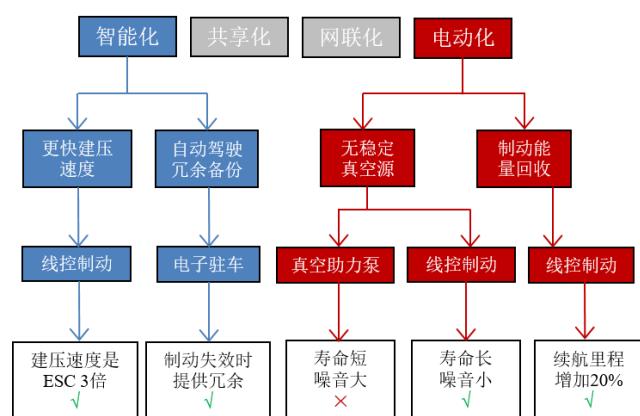
公司名称	主要轻量化产品种类					工艺		一体化压铸机布局	
	小件	底盘	三电系统	结构件	压铸	挤压	锻造	已购	计划
拓普集团	/	✓	/	✓	✓	✓	✓	6台 7200T	/
文灿股份	/	/	✓	✓	✓	✓	✓	2台 6000T	1台 9000T
旭升股份	/	/	✓	/	✓	/	/	/	1台 8000T
爱柯迪	✓	/	/	✓	✓	/	/	2台 8400T 2台 6100T	/
泉峰汽车	/	/	✓	/	✓	/	/	/	1台 6000T 1台 8000T
广东鸿图	/	/	/	✓	✓	/	/	1台 6800T	/
伯特利	/	✓	/	/	✓	/	/	暂无	暂无

数据来源：公司官网，公司年报/公告，东吴证券研究所

3.3. 智能驾驶: EVP 真空泵率先量产, IBS 静待花开

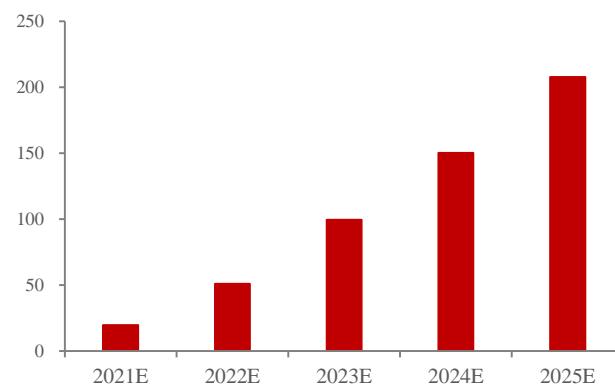
EVP 真空泵率先量产, 电动智能化共同推动线控制动普及。新能源车因为真空源的缺失, 需要真空泵或者线控制动协助完成系统建压。智能化带来的对于执行单元更快反应的诉求 (ESC 建压 600ms, 线控制动建压<150ms), 共同推动制动系统向线控制动方案升级。根据我们测算线控制动产品 2025 年市场空间有望达到 208 亿元, 2021-2025 年 CAGR 达到 80%。公司 EVP 真空泵率先实现量产, 线控制动产品 IBS 为目前最为先进的 One-Box 方案, 有望逐步实现量产。

图 34: 电动智能化推动线控制动产品



数据来源: 汽车之家, 东吴证券研究所

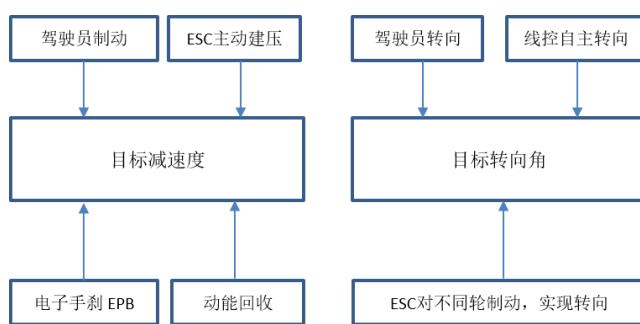
图 35: 线控制动市场空间测算/亿元



数据来源: 汽车之家, 东吴证券研究所

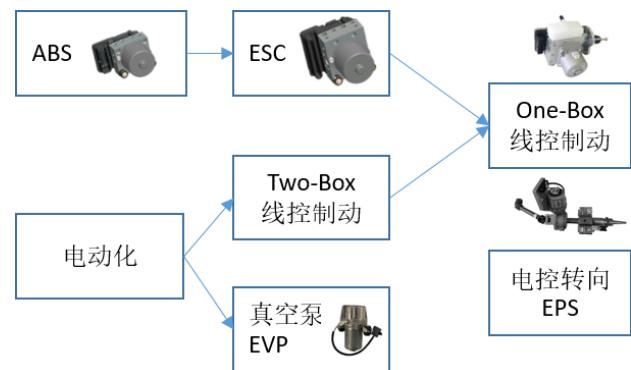
底盘域集成成为趋势, 底盘电子产品矩阵完善。在电动智能化背景下, 通过线控化, 整车的制动和转向功能可以通过多途径进行实现, 因此, 将所有的底盘线控系统的控制功能统一进行控制成为效率最高的方式, 也是未来的演变趋势。公司在制动和转向系统领域具备完善的产品矩阵, 有望顺应行业趋势不断拓展业务。

图 36: 智能化推动线控底盘出现



数据来源: 汽车之家, 东吴证券研究所

图 37: 公司底盘电子系统具备完善产品矩阵



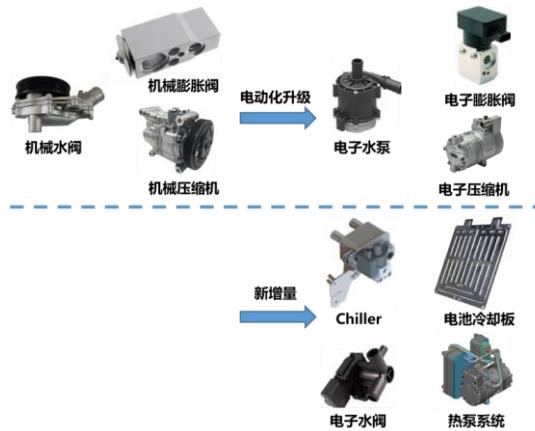
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.4. 热管理: 后起之秀, 积极布局系统级供应商

电动化趋势推动热管理系统升级, 新能源热管理系统市场空间广阔。电动化带来热

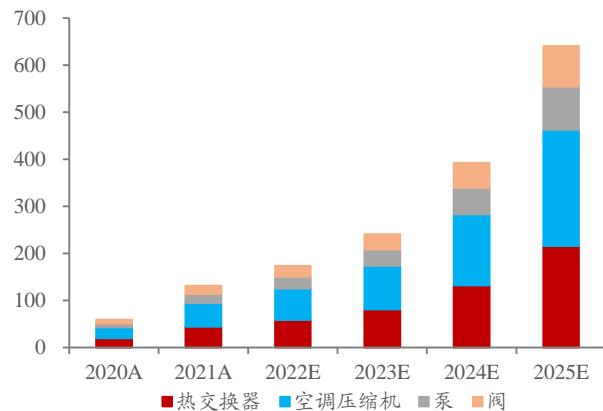
管理系统中泵、阀、压缩机等关键部件的电动化升级，同时为了电机、电池等新增部件的热管理过程需要增加新的零部件。同时为了增加新能源车续航里程，提高供暖效率，采用的热泵系统等都会增加热管理系统的价值量。根据我们测算，新能源车的热管理系统价值量约为 6500 元，传统燃油车的单车价值量约为 2500 元，新能源车热交换器、空调压缩机、泵、阀等产品的价值量在 2025 年有望达到 641 亿元，2021-2025 年 CAGR 达到 48.7%。

图 38：电动化带来热管理系统升级



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所绘制

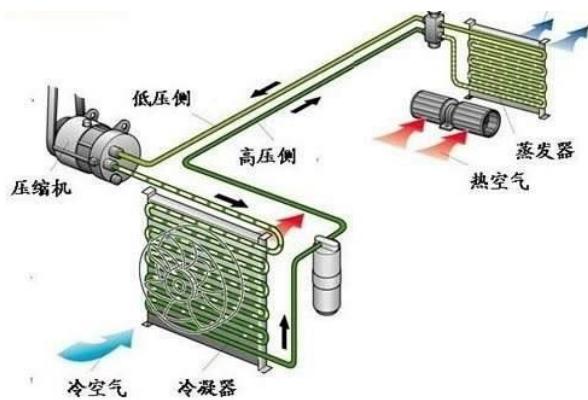
图 39：新能源热管理系统市场空间测算/亿元



数据来源：乘联会，东吴证券研究所绘制

依托汽车底盘电子技术，进入热管理系统领域。公司依托前期研发 IBS 智能刹车系统过程中所形成的电控及精密制造的能力，成功研发热泵空调、电子膨胀阀、电子水阀等产品，为特斯拉热泵系统实现供货。2021 年公司成立热管理系统全资子公司，注册资本 20 亿元，加紧研发集成式热泵总成 2.0 系统，有望为特斯拉外客户实现供货。

图 40：传统汽车空调系统



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

图 41：公司集成式热管理系统及零部件



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

自主供应商立足优势单品，努力实现系统供应。热管理领域海外巨头如法雷奥/电装/马勒/翰昂等，产品布局相对完善。而国内自主供应商依托自身优势单品，如拓普依托 IBS 智能刹车系统研发能力，热泵总成、电子膨胀阀、电子水阀、等产品进军热管理系统。银轮股份基于热交换器优势，三花智控基于阀类优势，努力实现系统集成供应能

力。

表 6：国内外热管理系统头部企业相关产品布局情况

厂商/产品	Chiller	电子水泵	电动压缩机	热交换	电子膨胀阀	鼓风机	节温器	多通阀
海外	法雷奥	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	电装		✓	✓	✓	✓	✓	
	马勒	✓	✓	✓	✓		✓	
	翰昂	✓	✓	✓	✓		✓	✓
国内	银轮股份	✓	✓		✓		✓	
	三花智控		✓			✓		✓
	奥特佳			✓				
拓普集团	✓	✓		✓	✓			

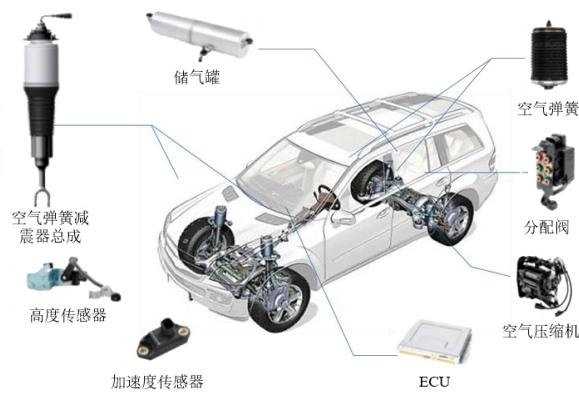
数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

3.5. 空气悬挂：切入蓝海市场，快速建立供货能力

豪华车高端配置，提升驾乘体验。空气悬挂能够带来：1) 主动调节底盘高度，刚好实现行驶过程中的空气动力学；2) 更好的隔绝路面震动，提供非线性刚度曲线；3) 根据路面反馈及车身姿态阻尼实时变化，改变悬架的软硬，从而提供更佳的驾驶体验。

系统构成复杂，高成本导致渗透率极低，市场空间广阔。因为整套主动悬挂系统的系统包括供气单元（压缩机、储气罐、分配阀等）、空气弹簧、可变阻尼减振器、控制系统、空气/电路管路等部件，过去由海外 Tier1 进行整体供应，单车价值量在 12000-14000 元，主要由 70 万元以上豪华车型配置。根据我们测算，截至 2021 年，全国空气悬挂渗透率约为 1.8%，除去进口车型之外的渗透率约为 0.7%，渗透率具备很大的提升空间。

图 42：空气悬挂系统示意图



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

图 43：空气悬挂系统零部件



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

拆分供应推动核心单元国产化进程加速，自主品牌实现量产落地。空悬系统的两大核心零部件：空气弹簧、空气供给单元（空气压缩机、分配阀、储气罐）具备较高的技术壁垒。为了降低系统的配置成本，主机厂通过拆分总成的方式分别给予定点，为国内

的本土供应商单点突破提供了机会。

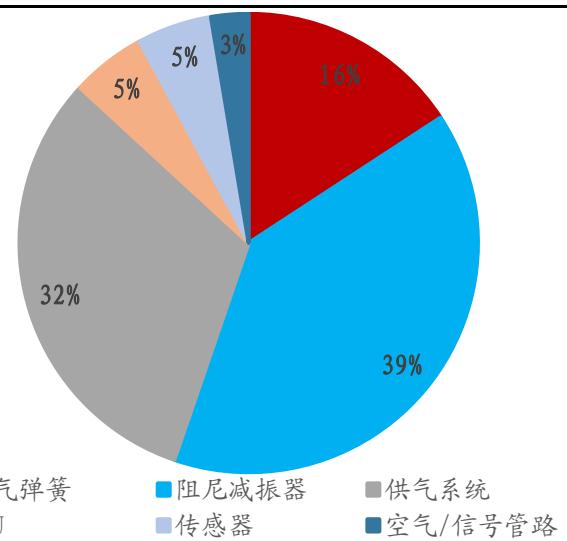
图 44: 空气悬挂供应商产品布局

供应商	空压机	空气弹簧	主动减振器	分配阀	储气罐	ECU	传感器	总价
价格/元	1200	1200	3000	600	400	400	300	7100
产品								客户
海外	威伯科	√	√		√	√	√	特斯拉、中国重汽
	威巴克	√	√		√	√	√	极氪、奔驰等商用车
	凡士通	√	√		√	√	√	致力于商用车
	大陆集团	√	√		√	√	√	蔚来
	采埃孚萨克斯			√				多家客户
自主	中鼎(AMK)	√			√	√	√	奥迪、沃尔沃、蔚来
	保隆科技		√			√	√	蔚来、理想、比亚迪
	孔辉汽车	√	√		√	√	√	东风岚图、红旗、长城
	天润工业		√		√			致力于商用车
	拓普集团	√	√		√		√	/

数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所绘制

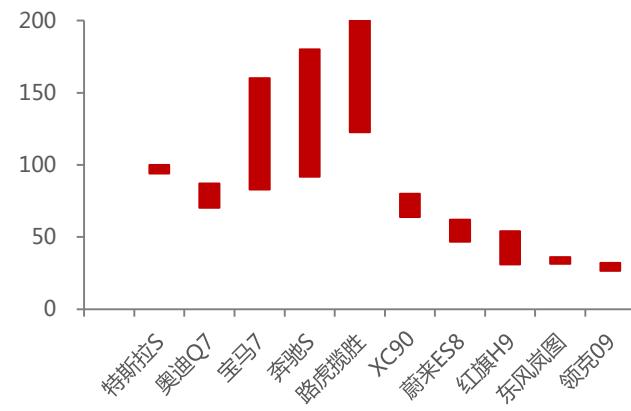
消费升级+自主品牌向上突破，配置车型价格下探明显。相比较传统自主品牌，智能科技和驾乘体验均是自主新势力品牌和自主高端品牌的主要卖点，空气悬挂同时符合这两点需求。在自主传统/新势力品牌不断向高端化突破的过程中，也不断的给消费者提供更舒适的驾乘体验和更高的“性价比”，使得空气悬挂配置车型价格不断下探，蔚来汽车/红旗/岚图/极氪等配置空气悬挂的车型价格下探至 30 万元上下区间。

图 45: 空气悬挂系统价值量分布



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所测算

图 46: 搭载车辆价格区间下探/万元

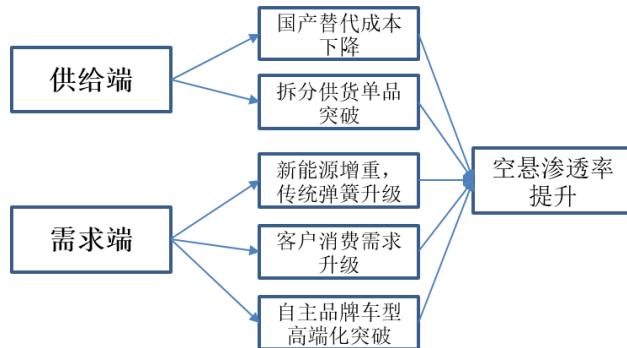


数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

需求增加+成本下降，共同推动空气悬挂加速普及，市场空间广阔。需求端：1) 新能源渗透率提升带来的里程增加诉求、减重诉求；2) 消费者需求升级带来智能科技和驾乘体验诉求；3) 自主品牌向高端化突破带来的“性价比”配置诉求共同推动空气悬挂需

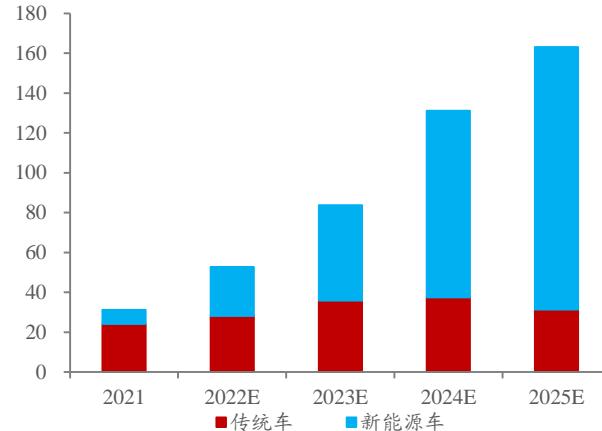
求增加。供给端：1) 车企要求总成拆分供应，带来自主供应商定点加速突破；2) 国产替代带来系统成本的持续下降，进一步加速推动了空气悬挂的普及过程。根据我们测算，到 2025 年空气悬挂市场空间有望达到 163 亿元，2021-2025 年 CAGR 为 51.3%。

图 47：需求+供给共同推动空气悬挂渗透率提升



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所绘制

图 48：空气悬挂市场空间测算/亿元



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所测算

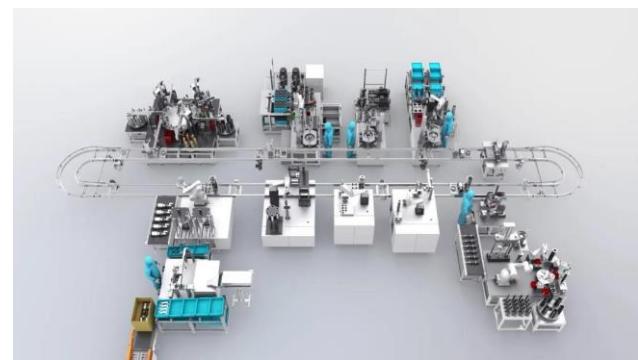
空气悬挂工厂落成，快速建立综合配套能力。2021 年 11 月，拓普空气悬架系统一部工厂正式落成，占地面积 6 万平方米，建筑面积 8 万平方米，计划 2022 年 6 月正式投产，可实现年产 200 万只空气悬架，50 万辆车/年的配套能力。目前公司已经完成了前/后空气弹簧总成、集成式供气单元、高度/加速度传感器以及 ECAS 控制系统的全套业务建立。同时具备了单气室和多气室的技术，提供不同悬架刚度，应对多种工况。

图 49：空气悬挂系统一部工厂



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 50：空气悬挂系统生产线



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4. 新模式获得新能源客户认可，产能储备应对产业趋势

4.1. 北美客户率先采用模块化供应，新势力入局有望推动供应链变革

北美单车价值量提升，率先完成 Tier0.5 战略。目前国内车企供应链倾向于拆分供应，除特斯拉 Model 3/Y 接受模块化供应，新势力和传统车企客户单车价值量相对偏低。

公司战略重心向北美迁移，率先在北美实现 Tier0.5 战略，根据公司披露，亚马逊 Rivian 项目配套单车价值量实现 11000 元，福特全顺电动车单车配套价值也有较大提升。

图 51：Rivian 产品



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

图 52：福特全顺电动车



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

4.2. 新能源客户销量快速增长，产能储备应对产业趋势

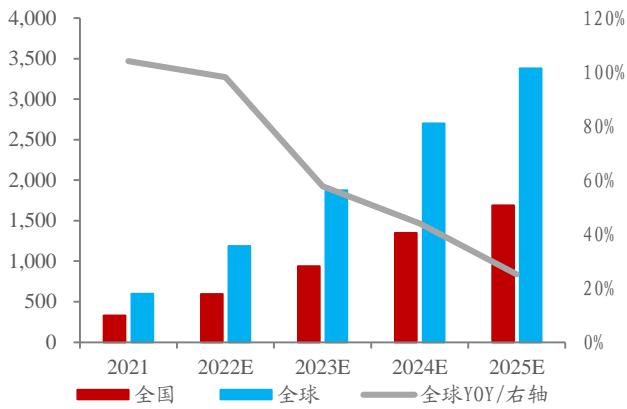
新能源渗透率不断提升，新能源客户产量快速爬坡。从 2020 年起，新车销售的新能源渗透率快速提升。根据乘联会统计数据显示，从 2020 年 1 月的 2.7% 提升至 2021 年 12 月的 21.3%。公司新能源客户的产量快速爬坡，以特斯拉为例，2020 年全球销量 49 万台，2021 年全球销量 99 万台，预计 2025 年全球销量能够达到 450 万台，2021-2025 年 CAGR 达到 46.0%，其它新能源客户同样保持高速增长态势。

图 53：特斯拉 Model Y 车型



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

图 54：全国&全球新能源销量/万辆及增速预测



数据来源：乘联会，东吴证券研究所测算

充足产能储备，应对新能源变革大势。公司从上市后，借助自有资本及融资资金加大对于产能储备的扩张。上市前拥有土地合计 855 亩，截至 2021Q3，拥有土地使用权超过 3573 亩，新增土地主要用于轻量化底盘、空气悬挂、汽车电子和热管理系统。根据我们测算，2025 年全球新能源汽车销量有望达到 3382 万台，2021-2025 年的 CAGR 为 54%。公司为新能源产业的变革做了充分的产能储备。

表 7：公司历年土地储备情况梳理（截至 2021 年 Q3）

时间	每年新增土地/亩	地址	投入资金/万元	子公司	主要业务
上市前	855	宁波		拓普集团	NVH
2016 年	201	武汉	4685	武汉拓普	NVH
2016 年	233	宁波	11629	拓普集团	汽车电子
2016 年	71	宁波	2170	拓普集团	汽车电子
2016 年	55	临海	1703	台州拓普	NVH
2016 年	115	遂宁	/	四川迈高	底盘系统
2016 年	/	金华	/	浙江拓为	底盘系统
2017 年	503	杭州湾	8455	拓普汽车电子	汽车电子+NVH+底盘系统
2018 年	47	临海	1600	台州拓普	NVH
2018 年	210	湘潭	4707	湖南拓普	底盘系统+NVH
2020 年	197	宁波	6475	拓普底盘	底盘系统+空气悬挂
2020 年	135	杭州湾	2706	拓普汽车电子	底盘系统
2020 年	302	杭州湾	6040	拓普热管理	热管理
2021 年	308	杭州湾	6158	拓普热管理	底盘系统
2021 年	341	杭州湾	6821	拓普热管理	底盘系统
土地合计	3573	合计投入	63149		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所绘制

5. 盈利预测与投资评级

1) 减震业务保持稳定增长；2) 隔音/轻量化底盘业务跟随新能源客户快速增长；3) 汽车电子业务逐步放量；4) 热管理系统中集成式热泵 2.0 版本逐步推广；5) 空气悬挂系统根据公司披露，计划于 2022 年 6 月正式投产，2023 年逐步放量。

基于以上核心假设，我们预测公司 2021-2023 年营收为 109.5/151.5/206.5 亿元，同比分别为 +68.1%/+38.4%/+36.3%；归母净利润为 11.0/16.3/23.4 亿元，同比分别为 +75.1%/+48.3%/+43.6%，对应 EPS 为 1.00/1.48/2.13 元，对应 PE 为 54.66/36.86/25.67 倍。

表 8：公司营收拆分预测

		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营收	营收/亿元	53.6	65.1	109.5	151.5	206.5
	yoy	-10.4%	21.5%	68.1%	38.4%	36.3%
	综合毛利率	26.3%	22.7%	20.5%	21.2%	21.6%
减震系统	营收/亿元	23.4	25.6	30.7	35.3	40.6
	yoy	1.5%	9.4%	20.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	29.0%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%
内饰系统	营收/亿元	16.5	22.2	31.1	40.5	52.6
	yoy	-25.6%	34.8%	40.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	22.5%	18.0%	18.8%	20.0%	20.0%
底盘系统	营收/亿元	10.5	13.3	25.3	40.4	60.6
	yoy	-10.3%	26.7%	90.0%	60.0%	50.0%
	毛利率	17.9%	15.3%	15.5%	18.0%	19.0%
汽车电子	营收/亿元	1.3	1.8	2.3	3.3	4.6
	yoy	1.3%	39.8%	30.0%	40.0%	40.0%
	毛利率	31.0%	28.5%	29.0%	29.0%	29.0%
热管理	营收/亿元			20.0	32.0	48.0
	yoy				60.0%	50.0%
	毛利率			19.0%	20.0%	22.0%
其它业务	营收/亿元	1.9	2.2	0	0	0
销售费用率		5.4%	1.9%	1.2%	1.2%	1.2%
管理+研发费用率		10.2%	9.0%	8.0%	8.0%	7.9%
财务费用率		0.1%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
归母净利润/亿元		4.6	6.3	11.0	16.3	23.4
yoy		-39.4%	37.7%	75.1%	48.3%	43.6%

数据来源：Wind, 东吴证券研究所测算

我们选取具备相同业务的四家企业：伯特利（线控制动+底盘轻量化）、文灿股份（一体化压铸）、保隆科技（空气悬挂）、三花智控（热管理）作为拓普集团的可比公司，2021-2023 年平均 PE 为 54.8.5/31.9/23.5 倍。我们认为公司技术持续迭代，具备完整的产品技术矩阵，充足的产能储备。在新能源汽车渗透率快速提升的行业趋势下，有望获得更大的市场份额，具备更高的估值溢价，维持“买入”评级。

表 9：可比公司估值（截至 2022.02.21）

公司代码	公司名称	市值/亿元	归母净利润/亿元			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
603596.SH	伯特利*	306	5.4	7.7	11.1	56.7	39.8	27.6
603348.SH	文灿股份	122	1.6	4.2	5.6	87.4	30.3	21.6
603197.SH	保隆科技	101	2.7	3.6	4.6	36.8	28.3	21.8
002050.SZ	三花智控*	706	18.5	24.1	30.6	38.2	29.3	23.1
平均 PE						54.8	31.9	23.5
601689.SH	拓普集团*	601	11.0	16.3	23.4	54.7	36.9	25.7

数据来源: WIND, 东吴证券研究所 (注: *为东吴证券覆盖, 采用东吴证券预测数据, 其余采用 wind 一致预期)

6. 风险提示

全球疫情防控进展低于预期。如果全球疫情防控低于预期, 则对全球经济产生影响, 从而影响乘用车需求的复苏。

芯片供应短缺超出预期。芯片短缺超出预期, 会影响公司下游配套主机厂的产量供应, 从而影响公司业绩。

原材料价格上涨超出预期。如果原材料价格上涨超出预期, 会影响公司的毛利率和净利率, 进而影响公司的业绩。

拓普集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5,360	9,087	11,566	15,284	营业收入	6,511	10,945	15,149	20,646
现金	787	1,022	347	522	减: 营业成本	5,034	8,707	11,941	16,176
应收账款	2,080	2,885	4,071	5,495	营业税金及附加	58	88	121	165
存货	1,503	2,584	3,619	4,844	营业费用	124	131	182	248
其他流动资产	990	2,596	3,529	4,423	管理费用	233	361	491	644
非流动资产	6,756	9,096	10,610	12,313	研发费用	355	503	712	941
长期股权投资	150	135	145	160	财务费用	44	2	-9	8
固定资产	4,248	5,248	5,944	6,754	资产减值损失	22	20	23	28
在建工程	944	1,541	2,217	2,937	加: 投资净收益	43	109	151	233
无形资产	679	865	971	1,096	其他收益	33	61	88	124
其他非流动资产	735	1,307	1,333	1,366	资产处置收益	9	4	8	8
资产总计	12,115	18,183	22,176	27,597	营业利润	706	1,259	1,857	2,666
流动负债	4,031	6,888	9,233	12,287	加: 营业外净收支	4	6	10	9
短期借款	400	400	400	400	利润总额	710	1,265	1,866	2,674
应付账款	3,370	3,249	4,480	6,052	减: 所得税费用	80	153	218	308
其他流动负债	261	3,239	4,353	5,835	少数股东损益	2	11	16	24
非流动负债	266	366	366	365	归属母公司净利润	628	1,100	1,632	2,343
长期借款	0	0	0	0	EBIT	707	1,155	1,702	2,471
其他非流动负债	266	366	366	365	EBITDA	1,217	1,674	2,371	3,240
负债合计	4,297	7,254	9,599	12,652	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	31	42	59	82	每股收益(元)	0.57	1.00	1.48	2.13
归属母公司股东权益	7,787	10,887	12,519	14,862	每股净资产(元)	7.07	9.88	11.36	13.49
负债和股东权益	12,115	18,183	22,176	27,597	发行在外股份(百万股)	1054.99	1102.05	1102.05	1102.05
					ROIC(%)	7.64%	8.92%	11.54%	14.21%
					ROE(%)	8.07%	10.11%	13.03%	15.77%
现金流量表 (百万元)					毛利率(%)	22.69%	20.45%	21.18%	21.65%
经营活动现金流	1,124	1,658	1,985	2,946	销售净利率(%)	9.65%	10.05%	10.77%	11.35%
投资活动现金流	-587	-3,486	-2,637	-2,750	资产负债率(%)	35.47%	39.89%	43.28%	45.85%
筹资活动现金流	-565	2062	-22	-22	收入增长率(%)	21.50%	68.10%	38.41%	36.28%
现金净增加额	-40	235	-675	175	净利润增长率(%)	37.70%	75.14%	48.31%	43.60%
折旧和摊销	510	519	669	769	P/E	95.73	54.66	36.86	25.67
资本开支	-1,385	-2,300	-2,139	-2,423	P/B	7.72	5.52	4.80	4.05
营运资本变动	-196	-257	121	-99	EV/EBITDA	46.98	35.58	25.40	18.54

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>