

拓普集团 (601689.SH)

定位多品类产品线，业绩持续兑现

增持

核心观点

2022Q1 业绩持续高增长。公司披露 2022 一季度报，2022Q1 实现营收 37.45 亿元，同比增长 54.34%；归母净利润为 3.86 亿元（此前业绩预告为 3.46-3.86 亿元），同比增长 56.84%；扣非归母为 3.77 亿元，同比增长 57.08%。盈利能力改善明显，2022Q1 毛利率为 20.77%，同比-1.16pct，环比+3.22pct；净利率为 10.67%，同比+0.43pct，环比+3.62pct。费用管控得当，2022Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.36%/2.46%/4.06%/0.06%，分别同比-0.21pct/-0.45pct/-0.51pct/+0.01pct。

精准定位多品类赛道的模块化供应商。公司以平台型公司为导向，产品线仍具备扩大空间，目前 8 大系列产品单车配套金额约 3 万元（即汽车 NVH 减震、内外饰、车身轻量化、智能座舱部件、热管理、底盘、空气悬架、智能驾驶系统）。其中：（1）减震器/内饰功能件业务随配套客户放量稳步增长，2021 年营收占比分别为 29%/31%，2021 年营收同比增长 31%/61%。（2）底盘系统业务快速放量，2021 年营收占比为 23%，2021 年营收同比增长 97%。铝副车架新获理想汽车订单，公司拟对汽车轻量化底盘系统项目扩产，预计 2025 年完全达产后将实现年产 480 万套轻量化底盘系统模块产品的能力（160 万套轻量化副车架、160 万套轻量化悬挂系统、160 万套轻合金转向节）。（3）热管理产品为 2021 年新拓展品类，2021 年实现营收 12.85 亿元，营收占比为 11%。热泵总成获得一汽相关车型订单，热泵子零件进展顺利。（4）汽车电子业务 2021 年营收占比为 1.6%，目前电调管柱和 IBS 项目推进顺利。（5）布局空气悬架，2021 年 11 月公司首个空气悬架工厂举行落成仪式，年产能 200 万件，计划于 2022 年 6 月投产。

持续拓展客户，加速产能布局。未来业绩可期：1）绑定特斯拉供应体系（轻量化结构件、内外饰及热管理）。2）加快产能布局，已完成湘潭基地、宁波杭州湾新区二期、三期基地和宁波鄞州区生产基地约 1500 亩土地的建设。3）采取 Tier0.5 级的合作模式，推进与 RIVIAN、LUCID、FORD、GM、FCA、华为、金康、高合、小米、理想等车企，以及科技企业的合作。

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

公司持续增长的业绩受益于产能释放带来的边际成本下降，以及核心车企客户放量。考虑到中长期规模效应持续显现，维持此前的盈利预测：预计 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 16.53/20.11/26.30 亿元，对应 EPS 为 1.50/1.82/2.39 元，对应 2022 年 PE 为 32 倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,511	11,463	16,344	21,029	26,035
(+/-%)	21.5%	76.0%	42.6%	28.7%	23.8%
净利润(百万元)	628	1017	1653	2011	2630
(+/-%)	37.7%	61.9%	62.5%	21.6%	30.8%
每股收益(元)	0.60	0.92	1.50	1.82	2.39
EBIT Margin	10.9%	10.9%	11.1%	10.7%	11.5%
净资产收益率 (ROE)	8.1%	9.6%	14.1%	15.3%	17.5%
市盈率 (PE)	80.3	51.8	31.9	26.2	20.0
EV/EBITDA	46.8	33.7	24.9	21.0	16.9
市净率 (PB)	6.47	4.97	4.48	4.00	3.51

资料来源：Wind、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

公司研究·财报点评

汽车·汽车零部件

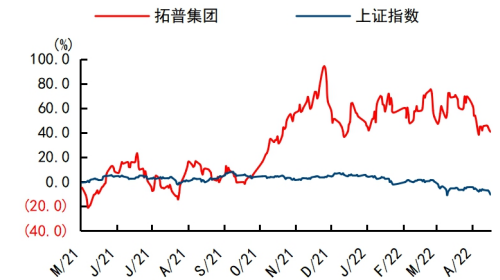
证券分析师：唐旭霞
 0755-81981814
 tangxx@guosen.com.cn
 S0980519080002

证券分析师：周俊宏
 021-61761059
 zhoujunhong@guosen.com.cn
 S0980520070002

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	48.60 元
总市值/流通市值	53557/53557 百万元
52 周最高价/最低价	68.06/26.88 元
近 3 个月日均成交额	619.96 百万元

市场走势



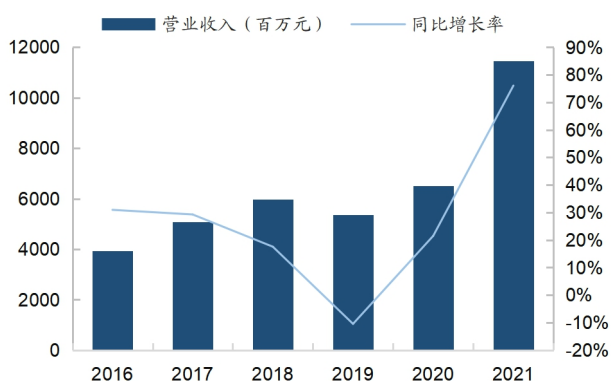
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《拓普集团(601689.SH)-2022年第一季度归母净利润预增41%-57%》——2022-03-29
- 《拓普集团(601689.SH)-2021年利润增长66%，2022年1-2月利润增长约64%》——2022-03-16
- 《拓普集团-601689-2021Q3季报点评：毛利率环比改善，业绩表现亮眼》——2021-10-24
- 《拓普集团-601689-2021年中报点评：客户持续拓展，业绩延续高增》——2021-08-24
- 《拓普集团-601689-2021Q1季报点评：新势力订单放量，业绩持续高增》——2021-04-27

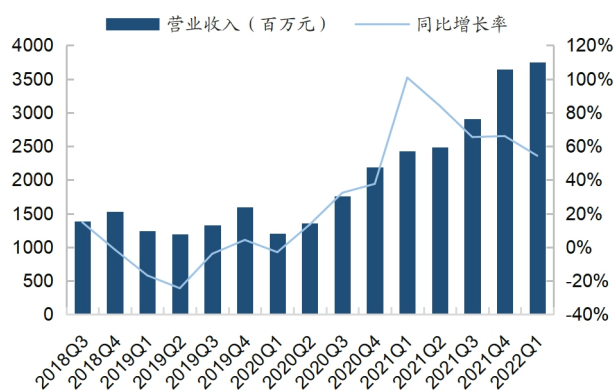
2022Q1 实现营收 37.45 亿元，同比增长 54.34%；归母净利润为 3.86 亿元（此前业绩预告为 3.46-3.86 亿元），同比增长 56.84%；扣非归母为 3.77 亿元，同比增长 57.08%。盈利能力改善明显，2022Q1 毛利率为 20.77%，同比-1.16pct，环比+3.22pct；净利率为 10.67%，同比+0.43pct，环比+3.62pct。费用管控得当，2022Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.36%/2.46%/4.06%/0.06%，分别同比-0.21pct/-0.45pct/-0.51pct/+0.01pct。

图1：公司营业收入及增速



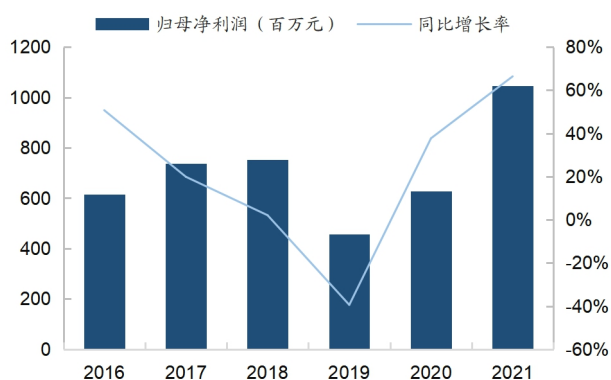
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速



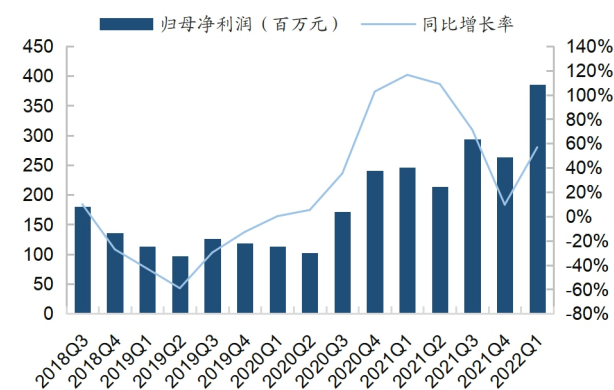
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司净利润及增速



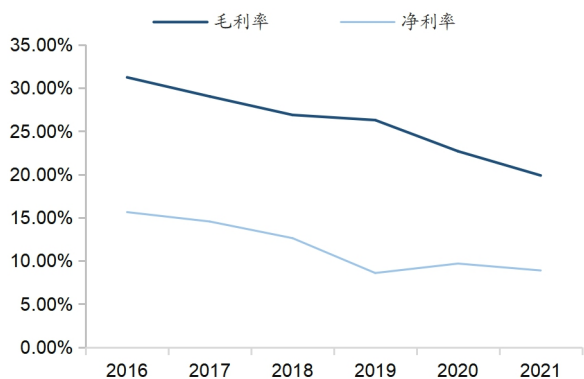
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度净利润及增速



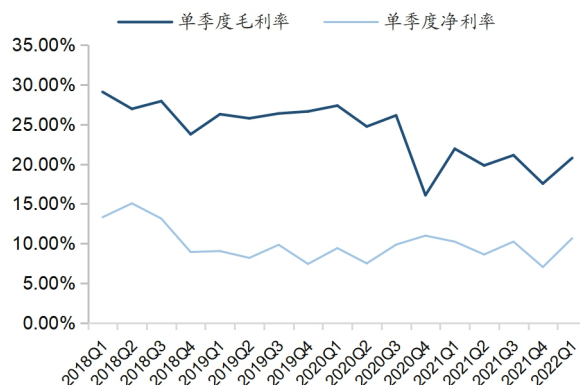
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率和净利率



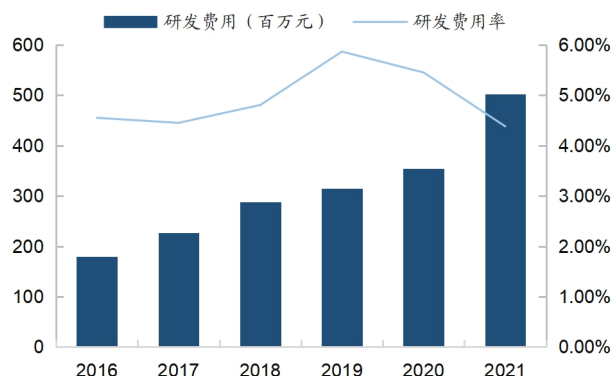
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度毛利率和净利率



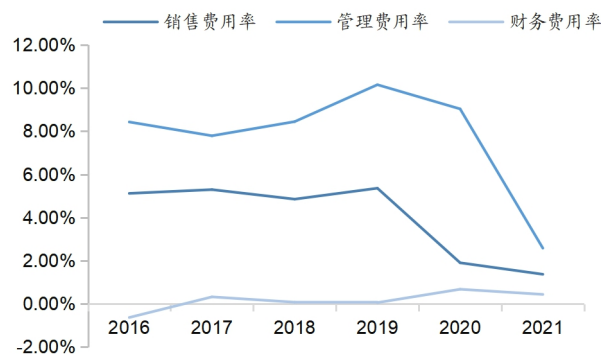
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：研发费用及费用率



资料来源：公司公告、Wind、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、Wind、国信证券经济研究所整理

公司是精准定位多品类赛道的模块化供应商，以平台型公司为导向，产品线仍具备扩大空间，目前8大系列产品单车配套金额约3万元（即汽车NVH减震、内外饰、车身轻量化、智能座舱部件、热管理、底盘、空气悬架、智能驾驶系统）。其中：（1）减震器/内饰功能件业务随配套客户放量稳步增长，2021年营收占比分别为29%/31%，2021年营收同比增长31%/61%。（2）底盘系统业务快速放量，2021年营收占比为23%，2021年营收同比增长97%。铝副车架新获理想汽车订单，公司拟对汽车轻量化底盘系统项目扩产，预计2025年完全达产后将实现年产480万套轻量化底盘系统模块产品的能力（160万套轻量化副车架、160万套轻量化悬挂系统、160万套铝合金转向节）。（3）热管理产品为2021年新拓展品类，2021年实现营收12.85亿元，营收占比为11%。热泵总成获得一汽相关车型订单，热泵子零件进展顺利。（4）汽车电子业务2021年营收占比为1.6%，目前电调管柱和IBS项目推进顺利。（5）布局空气悬架，2021年11月公司首个空气悬架工厂举行落成仪式，年产能200万件，计划于2022年6月投产。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，2022年平均PE为27x。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。公司持续增长的业绩受益于产能释放带来的边际成本下降，以及核心车企客户放量。考虑到中长期规模效应持续显现，维持此前的盈利预测：预计2022/2023/2024年归母净利润分别为16.53/20.11/26.30亿元，对应EPS为1.50/1.82/2.39元，对应2022年PE为32倍，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
			20220421	2021	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
拓普集团	601689.SH	536	48.60	0.92	1.50	1.82	57	32	27	增持	
旭升股份	603305.SH	121	26.98	0.92	1.37	1.87	54	20	14	未评级	
宁德时代	300750.SZ	9,536	409.11	6.83	10.68	15.38	86	38	27	未评级	
三花智控	002050.SZ	531	14.80	0.47	0.64	0.81	36	23	18	增持	
可比公司平均估值							59	27	20		

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

备注：旭升股份、宁德时代预测为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	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	787	1271	960	1006	1079	营业收入	6511	11463	16344	21029	26035
应收款项	2111	3573	5105	6856	8274	营业成本	5034	9184	13075	16839	20764
存货净额	1503	2297	3967	4942	6515	营业税金及附加	58	70	98	168	182
其他流动资产	959	1327	2125	2944	3645	销售费用	124	157	196	282	338
流动资产合计	5360	8790	12478	16070	19835	管理费用	233	295	478	590	684
固定资产	5192	7822	9114	10534	12022	研发费用	355	502	680	894	1067
无形资产及其他	679	855	771	686	602	财务费用	44	36	53	89	135
投资性房地产	735	1086	1086	1086	1086	投资收益	43	35	50	50	50
长期股权投资	150	129	149	154	165	资产减值及公允价值变动	22	69	44	44	44
资产总计	12115	18683	23598	28530	33710	其他收入	(378)	(680)	(680)	(894)	(1067)
短期借款及交易性金融负债	400	1234	1888	2983	3996	营业利润	706	1145	1859	2260	2957
应付款项	3370	5559	8754	10943	13030	营业外净收支	4	2	0	0	0
其他流动负债	261	574	653	845	1038	利润总额	710	1146	1859	2260	2957
流动负债合计	4031	7367	11295	14770	18063	所得税费用	80	128	204	249	325
长期借款及应付债券	0	310	80	80	80	少数股东损益	2	1	1	1	1
其他长期负债	266	386	444	494	538	归属于母公司净利润	628	1017	1653	2011	2630
长期负债合计	266	696	524	574	618	现金流量表 (百万元)					
负债合计	4297	8062	11819	15344	18681	净利润	628	1017	1653	2011	2630
少数股东权益	31	32	32	33	35	资产减值准备	(43)	47	16	15	15
股东权益	7787	10589	11746	13153	14995	折旧摊销	463	550	777	988	1216
负债和股东权益总计	12115	18683	23598	28530	33710	公允价值变动损失	(22)	(69)	(44)	(44)	(44)
关键财务与估值指标						财务费用	44	36	53	89	135
每股收益	0.60	0.92	1.50	1.82	2.39	营运资本变动	(189)	(308)	(650)	(1101)	(1353)
每股红利	0.21	0.19	0.45	0.55	0.72	其它	44	(46)	(15)	(15)	(14)
每股净资产	7.38	9.61	10.66	11.94	13.61	经营活动现金流	881	1191	1737	1854	2451
ROIC	13%	16%	18%	20%	21%	资本开支	0	(3271)	(1956)	(2295)	(2591)
ROE	8%	10%	14%	15%	18%	其它投资现金流	780	(321)	0	0	0
毛利率	23%	20%	20%	20%	20%	投资活动现金流	755	(3571)	(1976)	(2300)	(2602)
EBIT Margin	11%	11%	11%	11%	12%	权益性融资	(12)	1978	0	0	0
EBITDA Margin	18%	16%	16%	15%	16%	负债净变化	(182)	310	(230)	0	0
收入增长	21%	76%	43%	29%	24%	支付股利、利息	(220)	(207)	(496)	(603)	(789)
净利润增长率	38%	62%	63%	22%	31%	其它融资现金流	(854)	681	654	1095	1013
资产负债率	36%	43%	50%	54%	56%	融资活动现金流	(1671)	2865	(72)	492	224
息率	0.4%	0.4%	0.9%	1.1%	1.5%	现金净变动	(35)	484	(311)	46	73
P/E	80.3	51.8	31.9	26.2	20.0	货币资金的期初余额	822	787	1271	960	1006
P/B	6.5	5.0	4.5	4.0	3.5	货币资金的期末余额	787	1271	960	1006	1079
EV/EBITDA	46.8	33.7	24.9	21.0	16.9	企业自由现金流	0	(1916)	(212)	(401)	(59)
						权益自由现金流	0	(925)	165	615	834

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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