

拓普集团 (601689.SH)

22Q1 点评: 业绩超预期, 毛利率表现稳健

核心观点:

- **公司 22 年 Q1 归母净利润同比增长 56.8%，超市场预期。**根据财报，公司 2022 年 Q1 实现营业收入 37.5 亿元，同比+54.3%，扣非前后归母净利润分别为 3.9/3.8 亿元，同比分别+56.8%/+57.1%。公司 22 年 Q1 收入及业绩大幅提升，超市场预期，主要是由于公司下游主要客户产销量大幅增长所致。
- **毛利率表现稳健，销管费用管控水平进一步提升。**公司 2022 年 Q1 毛利率为 20.8%，同比-1.2pct，在原材料成本上涨的背景下，公司毛利率整体表现稳健；净利率为 10.7%，同比+0.4pct；期间费用率 7.9%，同比-1.2pct。22 年 Q1 公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.4/2.5/0.1/4.1%，同比分别-0.2/-0.5/+0.0/-0.5pct，公司销管费用管控水平进一步提升。
- **底盘业务量价齐升，热管理系统业务有望进一步贡献弹性。**公司减震器和内饰件两大业务为公司传统业务，处于行业领先地位，预计随公司产品竞争力的进一步提升，业绩有望稳步增长。公司底盘系统业务产品 21 年销量和 ASP 分别为 280.7 万件和 935.0 元/件，同比分别增长 70.6%、15.6%，量价齐升。后续随其底盘客户的陆续投产和进一步放量，预计将推动底盘业务的继续快速增长。公司热管理系统业务 21 年投产后实现营收 12.8 亿元，表现突出。公司热管理系统产品主要针对新能源汽车，单车价值量高，后续随下游客户的销量增长有望进一步贡献业绩弹性。
- **盈利预测和投资建议：**公司是国内领先的系统集成供应商，保持传统主业稳健发展的同时，积极布局汽车底盘轻量化、汽车电子和新能源车热管理等新兴业务，为公司长期增长奠定基础。我们预计 22-24 年 EPS 至 1.41/1.72/2.15 元/股，维持公司合理价值为 56.20 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**汽车行业景气下降；行业竞争加剧；产品推广不及预期。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	6,511	11,463	15,332	18,558	22,308
增长率 (%)	21.5	76.0	33.8	21.0	20.2
EBITDA (百万元)	1,208	1,792	2,586	3,143	3,758
归母净利润 (百万元)	628	1,017	1,549	1,890	2,370
增长率 (%)	37.7	61.9	52.2	22.1	25.4
EPS (元/股)	0.60	0.92	1.41	1.72	2.15
市盈率 (x)	64.54	57.42	34.59	28.33	22.60
ROE (%)	8.1	9.6	12.8	13.5	14.5
EV/EBITDA (x)	33.23	32.76	20.94	16.93	13.60

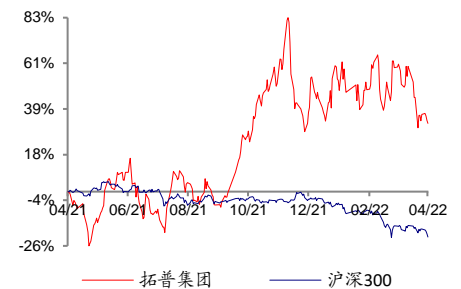
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	48.60 元
合理价值	56.2 元
前次评级	买入
报告日期	2022-04-22

相对市场表现



分析师:

闫俊刚



SAC 执证号: S0260516010001



021-38003682



yanjungang@gf.com.cn

分析师:

张乐



SAC 执证号: S0260512030010



021-38003686



gfzhangle@gf.com.cn

分析师:

李爽



SAC 执证号: S0260519070003



SFC CE No. BRR250



021-38003684



fzlishuang@gf.com.cn

请注意, 闫俊刚, 张乐并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

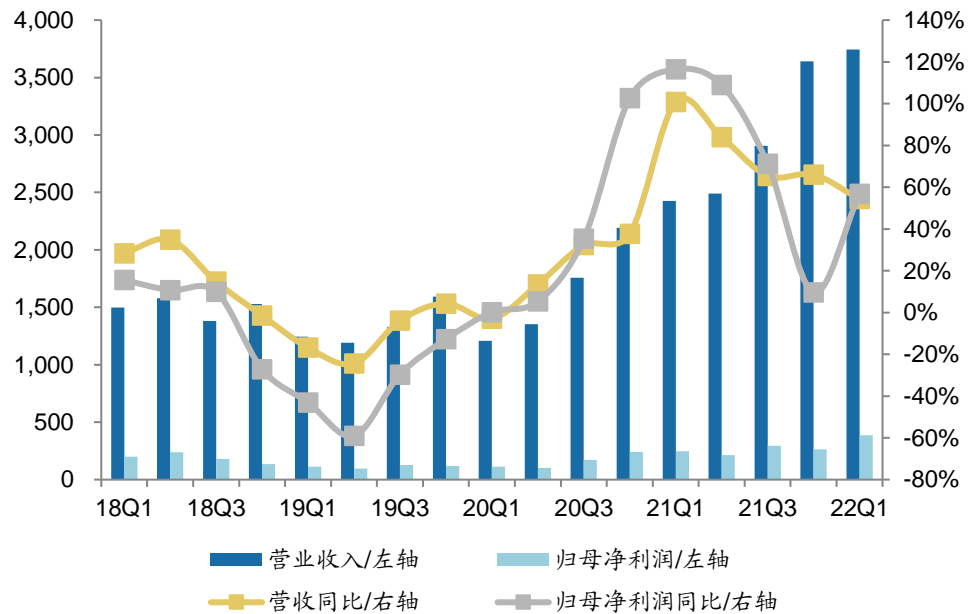
相关研究:

拓普集团 (601689.SH) :21	2022-04-17
年报点评: 新业务表现亮眼, 业绩创新高	
拓普集团 (601689.SH) :21Q3 点	2021-10-22
评: 新能源业务持续放量, 业绩创新高	

一、公司 22 年 Q1 业绩超预期，同比增长 56.8%

根据财报，公司2022年Q1实现营业收入37.5亿元，同比+54.3%，扣非前后归母净利润分别为3.9/3.8亿元，同比分别+56.8%/+57.1%。公司22年Q1收入及业绩大幅提升，超市场预期，主要是由于公司下游主要客户产销量大幅增长所致。

图1：公司单季度营收、归母净利润及同比增速（百万元）



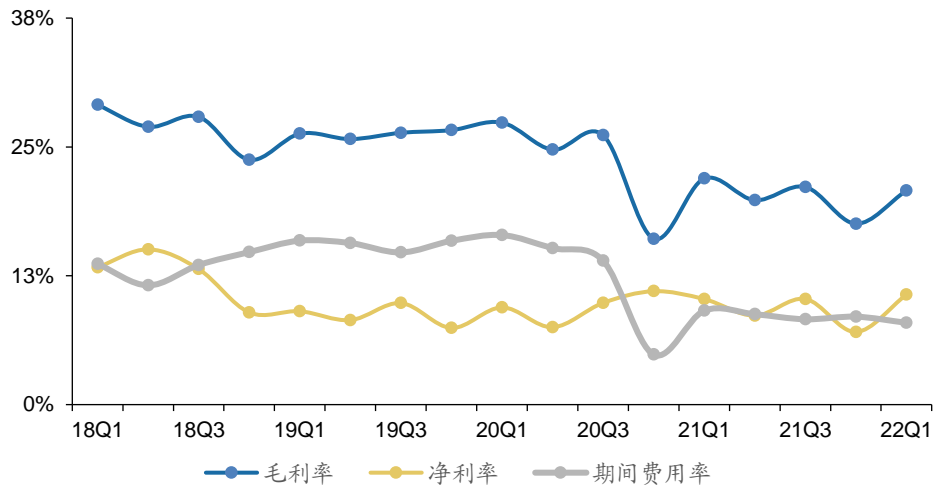
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

二、毛利率表现稳健，销管费用管控水平进一步提升

公司2022年Q1毛利率20.8%，同比-1.2pct，在原材料成本上涨背景下，毛利率表现亮眼；公司2022年Q1净利率10.7%，同比+0.4pct。2022年Q1公司期间费用率7.9%，同比-1.2pct，费用管控水平进一步提升。

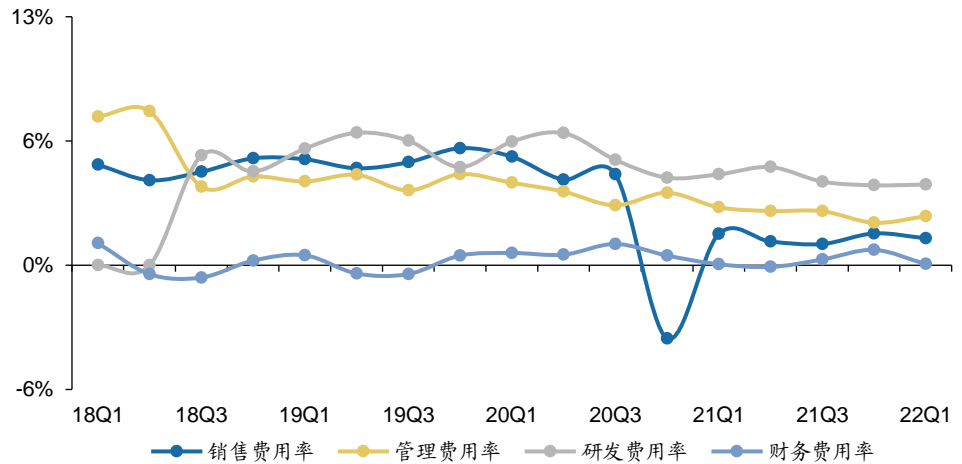
22年Q1公司销售/管理/财务/研发费用率分别为1.4/2.5/0.1/4.1%，同比分别-0.2/-0.5/+0.0/-0.5pct，费用管控水平进一步提升。

图2：公司分季度毛利率、净利率和期间费用率变化情况



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图3：公司分季度销售、管理、研发及财务费用率



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

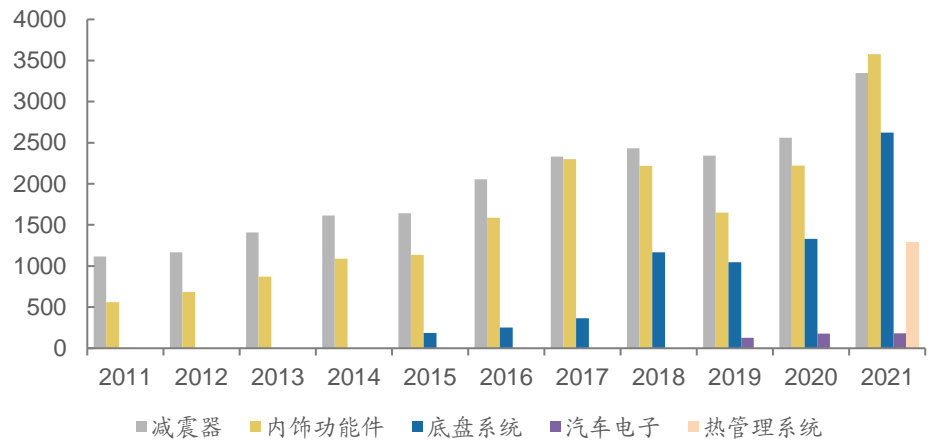
三、底盘业务量价齐升，热管理系统业务表现突出

公司减震器和内饰件两大业务为公司传统业务，两块业务公司处于行业领先地位，预计随公司产品竞争力的进一步提升，业绩有望稳步增长。

底盘系统业务21年营收为26.2亿元，同比+97.2%，营收随下游客户放量实现快速增长。其中底盘业务销量和ASP分别为280.7万件和935.0元/件，同比分别+70.6%和+15.6%。后续随其底盘客户的陆续投产和放量，预计将进一步推动底盘业务的继续快速增长。

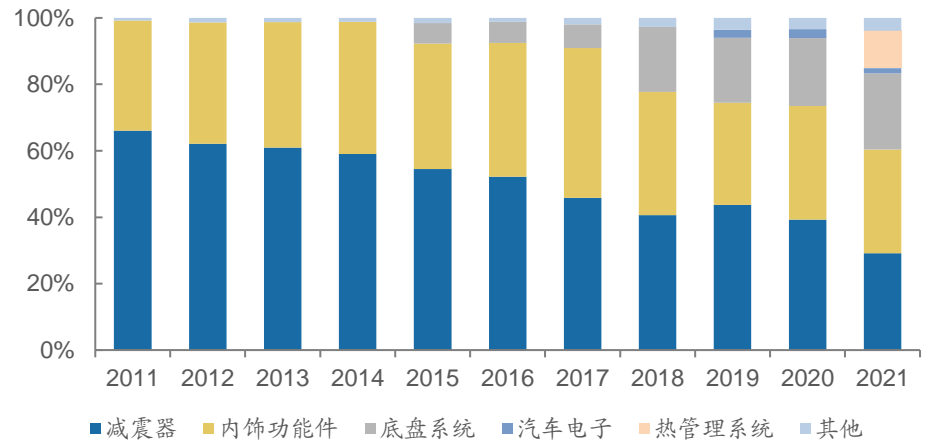
热管理系统业务21年投产后实现营收12.8亿元，表现突出。公司热管理系统主要针对新能源汽车，单车价值量高，后续随下游客户的销量增长有望进一步贡献业绩弹性。

图4：公司分业务营业收入变化情况（百万元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图5：公司分业务营收占比情况(%)



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

公司是国内领先的系统集成供应商，保持传统主业稳健发展的同时，积极布局汽车底盘轻量化、汽车电子和新能源车热管理等新兴业务，为公司长期增长奠定基础。我们预计22-24年EPS至1.41/1.72/2.15元/股，维持公司合理价值为56.20元/股，维持“买入”评级。

五、风险提示

汽车行业景气下降；行业竞争加剧；产品推广不及预期。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5,360	8,790	11,635	13,753	16,658	经营活动现金流	1,124	1,187	2,526	3,000	3,595
货币资金	787	1,271	1,800	2,100	3,080	净利润	630	1,018	1,549	1,892	2,371
应收及预付	2,122	3,617	4,715	5,618	6,635	折旧摊销	510	603	873	1,059	1,201
存货	1,503	2,297	3,005	3,541	4,093	营运资金变动	-7	-574	66	12	31
其他流动资产	947	1,605	2,115	2,495	2,851	其它	-9	140	37	38	-9
非流动资产	6,756	9,893	11,729	12,658	13,012	投资活动现金流	-587	-3,736	-2,715	-1,954	-1,469
长期股权投资	150	129	129	129	129	资本支出	-1,385	-3,469	-2,697	-1,978	-1,548
固定资产	4,248	5,832	7,974	9,082	9,575	投资变动	798	-302	-100	-80	-50
在建工程	944	1,991	1,495	1,148	874	其他	0	35	82	103	129
无形资产	679	855	1,035	1,195	1,325	筹资活动现金流	-565	2,824	718	-746	-1,146
其他长期资产	735	1,086	1,096	1,104	1,109	银行借款	577	2,180	808	-653	-1,091
资产总计	12,115	18,683	23,364	26,411	29,670	股权融资	0	1,978	0	0	0
流动负债	4,031	7,367	10,502	11,658	12,546	其他	-1,142	-1,335	-90	-93	-54
短期借款	400	1,215	2,022	1,369	278	现金净增加额	-40	261	529	300	980
应付及预收	3,370	5,559	7,682	9,370	11,235	期初现金余额	715	675	1,271	1,800	2,100
其他流动负债	261	593	798	918	1,033	期末现金余额	675	936	1,800	2,100	3,080
非流动负债	266	696	696	696	696						
长期借款	0	310	310	310	310						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	266	386	386	386	386						
负债合计	4,297	8,062	11,197	12,354	13,242						
股本	1,055	1,102	1,102	1,102	1,102						
资本公积	3,409	5,341	5,341	5,341	5,341						
留存收益	3,343	4,171	5,716	7,606	9,976						
归属母公司股东权益	7,787	10,589	12,134	14,024	16,394						
少数股东权益	31	32	33	34	35						
负债和股东权益	12,115	18,683	23,364	26,411	29,670						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,511	11,463	15,332	18,558	22,308
营业成本	5,034	9,184	12,269	14,789	17,705
营业税金及附加	58	70	94	124	149
销售费用	124	157	207	260	312
管理费用	233	295	383	466	558
研发费用	355	502	667	835	1,026
财务费用	44	36	75	74	28
资产减值损失	-22	-69	-17	-24	-30
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	43	35	92	111	134
营业利润	706	1,145	1,742	2,128	2,668
营业外收支	4	2	3	2	2
利润总额	710	1,146	1,745	2,130	2,670
所得税	80	128	195	239	299
净利润	630	1,018	1,549	1,892	2,371
少数股东损益	2	1	1	1	1
归属母公司净利润	628	1,017	1,549	1,890	2,370
EBITDA	1,208	1,792	2,586	3,143	3,758
EPS (元)	0.60	0.92	1.41	1.72	2.15

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	21.5%	76.0%	33.8%	21.0%	20.2%
营业利润增长	32.8%	62.1%	52.2%	22.2%	25.4%
归母净利润增长	37.7%	61.9%	52.2%	22.1%	25.4%
获利能力					
毛利率	22.7%	19.9%	20.0%	20.3%	20.6%
净利率	9.7%	8.9%	10.1%	10.2%	10.6%
ROE	8.1%	9.6%	12.8%	13.5%	14.5%
ROIC	7.5%	8.7%	10.4%	11.7%	13.3%
偿债能力					
资产负债率	35.5%	43.2%	47.9%	46.8%	44.6%
净负债比率	55.0%	75.9%	92.0%	87.9%	80.6%
流动比率	1.33	1.19	1.11	1.18	1.33
速动比率	0.95	0.87	0.81	0.86	0.99
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.61	0.66	0.70	0.75
应收账款周转率	3.65	3.62	3.74	3.77	3.80
存货周转率	4.33	4.99	5.10	5.24	5.45
每股指标 (元)					
每股收益	0.60	0.92	1.41	1.72	2.15
每股经营现金流	1	1	2	3	3
每股净资产	7.38	9.61	11.01	12.73	14.88
估值比率					
P/E	64.54	57.42	34.59	28.33	22.60
P/B	5.21	5.52	4.41	3.82	3.27
EV/EBITDA	33.23	32.76	20.94	16.93	13.60

广发汽车行业研究小组

- 张乐：首席分析师，暨南大学企业管理专业硕士，华中科技大学发动机专业学士，2012年加入广发证券发展研究中心。
- 闫俊刚：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 邓崇静：资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，2014年加入广发证券发展研究中心。
- 李爽：资深分析师，复旦大学金融硕士，南京大学理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 徐鸣爽：高级研究员，波士顿大学经济学硕士，复旦大学文学学士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 周伟：高级研究员，上海交通大学工程硕士，重庆大学机械专业学士，2021年12月加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。