

# 拓普集团 (601689.SH)

## 业绩延续增长，加码产能与推进 Tier0.5 战略并举

**增持**

### 核心观点

**疫情冲击下业绩延续增长。**公司披露 22 年 H1 业绩预增公告，22 年 H1 实现营收 65.4-69.0 亿元，同比增长 33%-40%，归母净利润 6.67-7.37 亿元，同比增长 45%-60%，扣非 6.44-7.14 亿元，同比增长 45%-61%；拆季度看，Q2 营收 28.0-31.6 亿元，同比增长 12.2%-26.7%，归母净利润 2.8-3.5 亿元，同比增长 31.6%-64.3%，环比减少 9.0%-27.2%，以此口径测算净利率 10.1%-11.1%，同比增长 1.5-2.5pct，在疫情等不利因素冲击下，公司依托控本能力及平台化优势，业绩延续增长。

**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，目前 8 大系列产品单车配套金额约 3 万元。其中：1) 减震器/内饰功能件业务稳步增长 (22Q1 营收分别占比 28%/32%)；2) 底盘系统业务快速放量 (22Q1 营收占比 28%)，订单开拓顺利 (铝副车架新获理想汽车订单)，产能持续加码：公司拟发行可转债募集 25 亿资金用于轻量化底盘系统扩产 480 万套/年 (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) 热管理系统为在 IBS 技术基础上横向开拓的新品类 (22Q1 营收占比为 11%)，目前已研制出二代产品，正与多家客户接洽；4) 汽车电子业务 (22Q1 营收占比 1.5%)，电调管柱和 IBS 项目推进顺利；5) 布局空气悬架，公司空气悬架系统已具备整套系统开发、零件与总成制造的能力，可提供多种悬架刚度，投产后将进一步丰富公司产品线。

**持续拓展客户，加速产能布局。**未来业绩可期：1) 绑定特斯拉 (Q2 交付超 25 万辆) 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 级合作模式，引领产业分工的新变革，推进与 RIVIAN、LUCID、FORD、GM、FCA、华为、高合、小米、理想等企业的合作，有望充分受益于客户放量。

**风险提示：**行业复苏不及预期，疫情影响，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。考虑到疫情缓解以及公司平台化、模块化进展，上调盈利预测：预计 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 17.52/23.75/32.66 亿元 (前次预测 16.53/20.11/26.30 亿元)，对应 EPS 为 1.59/2.15/2.96 元 (前次预测为 1.50/1.82/2.39 元)，对应 2023 年 PE 为 37 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	17,110	22,947	30,235
(+/-%)	21.5%	76.0%	49.3%	34.1%	31.8%
净利润 (百万元)	628	1017	1752	2375	3266
(+/-%)	37.7%	61.9%	72.2%	35.5%	37.5%
每股收益 (元)	0.60	0.92	1.59	2.15	2.96
EBIT Margin	10.9%	10.9%	11.3%	11.6%	12.2%
净资产收益率 (ROE)	8.1%	9.6%	14.8%	17.6%	20.7%
市盈率 (PE)	132.0	85.1	49.4	36.5	26.5
EV/EBITDA	74.5	52.5	36.6	28.2	21.9
市净率 (PB)	10.65	8.18	7.33	6.43	5.49

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

**联系人：余晓飞**

0755-81981306

yuxiaofei1@guosen.com.cn

**证券分析师：戴仕远**

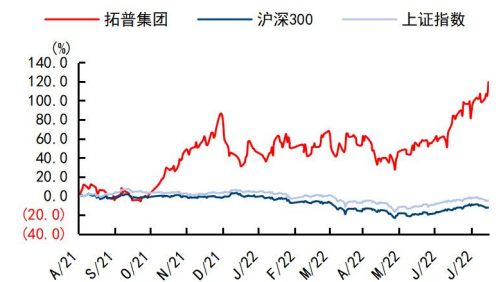
daishiyuan@guosen.com.cn

S0980521060004

#### 基础数据

投资评级	增持 (维持)
合理估值	
收盘价	78.58 元
总市值/流通市值	86595/86595 百万元
52 周最高价/最低价	78.88/29.01 元
近 3 个月日均成交额	671.35 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) - 定位多品类产品线，业绩持续兑现》  
 ——2022-04-22

 《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

围绕底盘系统打造 8 大品系，持续推进平台化战略。公司构筑汽车 NVH 减震系统、内外饰系统、轻量化车身、智能座舱部件、热管理系统、底盘系统、空气悬架系统、智能驾驶系统共 8 大业务板块，产品结构逐渐实现对底盘及关联系统的关键零部件的全覆盖。

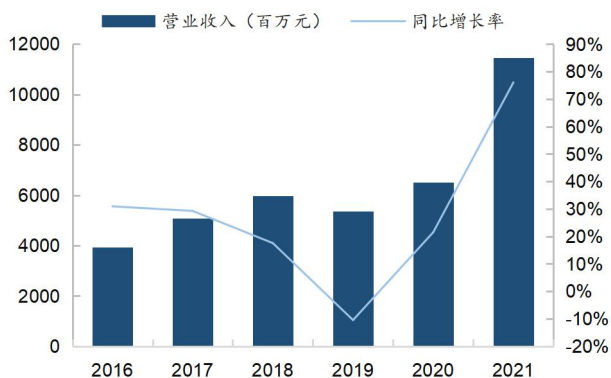
图 1：拓普集团围绕底盘系统构筑的八大产品分类及相关图示



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

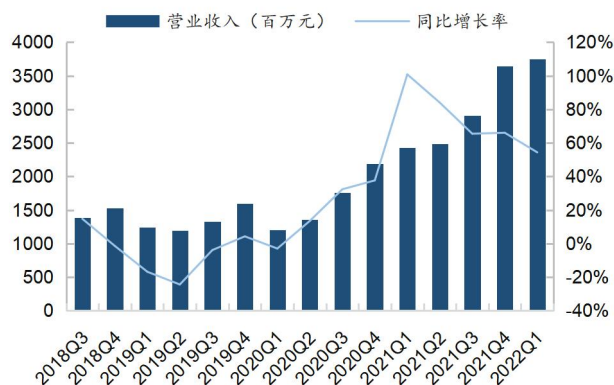
**疫情冲击下业绩延续增长。**公司披露 22 年 H1 业绩预增公告，22 年 H1 实现营收 65.4-69.0 亿元，同比增长 33%-40%，归母净利润 6.67-7.37 亿元，同比增长 45%-60%，扣非 6.44-7.14 亿元，同比增长 45%-61%；拆季度看，Q2 营收 28.0-31.6 亿元，同比增长 12.2%-26.7%，归母净利润 2.8-3.5 亿元，同比增长 31.6%-64.3%，环比减少 9.0%-27.2%，以此口径测算净利率 10.1%-11.1%，同比增长 1.5-2.5pct，在疫情等不利因素冲击下，公司依托控本能力及平台化优势，业绩延续增长。

图 2：公司营业收入及增速



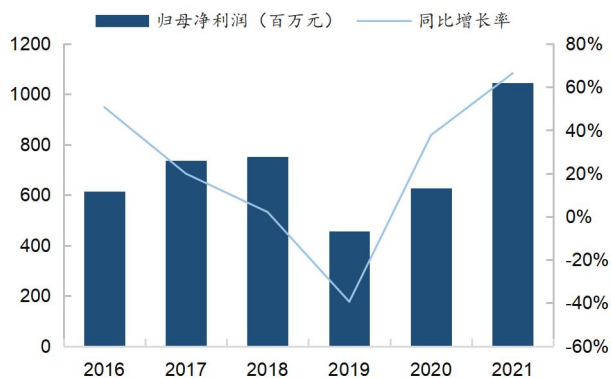
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司单季度营业收入及增速



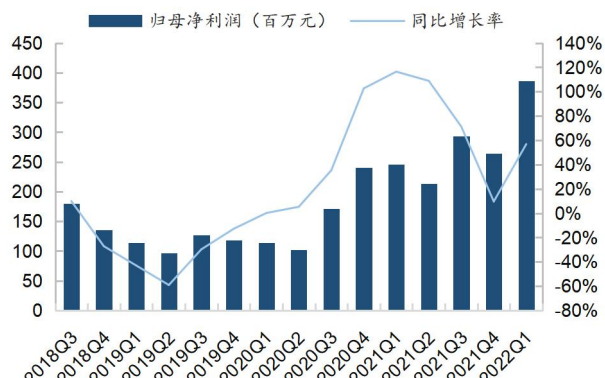
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司净利润及增速



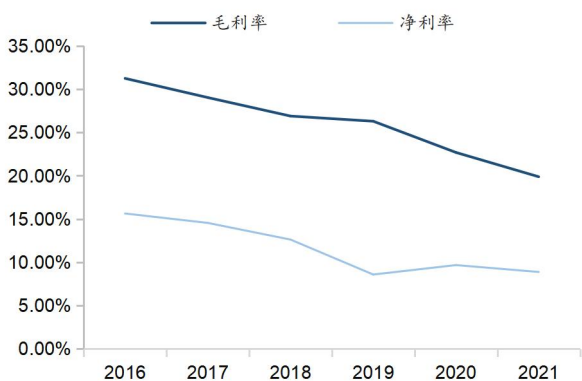
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司单季度净利润及增速



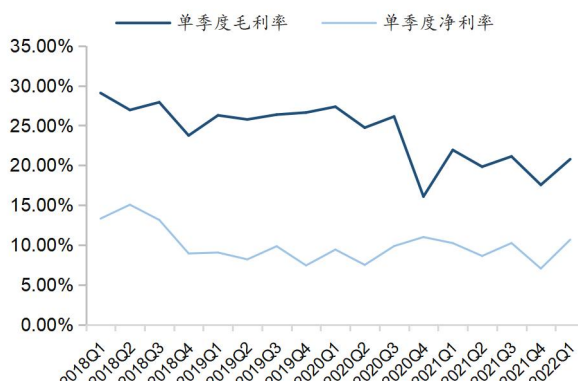
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司毛利率和净利率



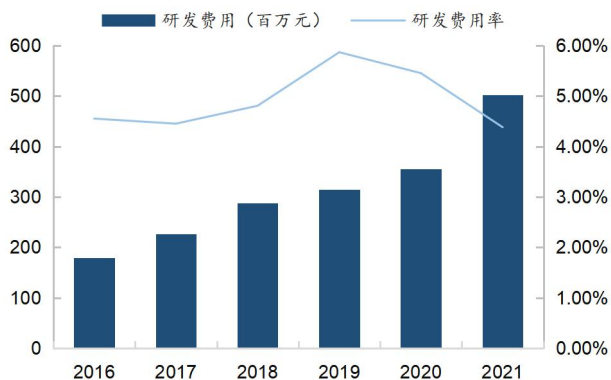
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司单季度毛利率和净利率



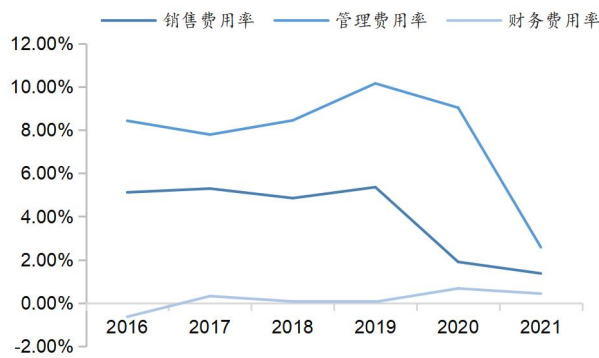
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：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9：三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**发行可转债募集资金拓展产能。**7月11日拓普集团发布公告拟发行可转债25亿元用于轻量化底盘建设。发行对象为本次发行的可转债的期限为自发行之日起六年（2022/07/14-2028/07/13），转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止（2023/01/20-2028/07/13），转股价格为71.38元/股，本次可转债将于7月13日收盘后优先向原股东配售（每股配售0.002268手可转债）。扣除发行费用后，本次公开发行可转债募集资金净额全部投向年产480万套轻量化底盘系统项目（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）。

表1：本次募集资金使用情况

序号	项目	投资总额 (万元)	拟投入募集资金 额(万元)	实施主体	实施地点	投产日期	预计贡献营收 (万元)	预计贡献净利 润(万元)
1	年产150万套轻量化底盘系统建设项目	85,774.88	72,133.99	拓普电动车热管理系统(宁波)有限公司	浙江省宁波市宁波杭州湾新区, 四期土地	预计23年10月底竣工投产	103,429.20	13,127.00
2	年产330万套轻量化底盘系统建设项目	180,568.47	177,866.01	拓普电动车热管理系统(宁波)有限公司	浙江省宁波市宁波杭州湾新区, 五期土地	预计23年10月底竣工投产	227,544.25	28,886.00
合计		266,343.35	250,000.00				330,973.45	42,013.00

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**本次发行有望增强公司内在竞争力，满足市场拓展的需求。**我们认为本次可转债发行有望1)补充公司资金实力，优化资本结构；2)项目落地有望一定程度缓解产能紧张局面（底盘系统Q1产能利用率102.2%），有利于市场开拓，业绩提升，为公司开拓市场，满足不断增长的客户需求提供坚实保障。

表2：公司产能利用率情况

产品	项目	2021年	2020年	2019年
减震器	产能(万套)	750	580	550
	产量(万套)	742.19	550.84	519.26
	产能利用率	98.96%	94.97%	94.41%
内饰功能件	产能(万套)	450	300	270
	产量(万套)	435.17	271.4	190.89
	产能利用率	96.70%	90.47%	70.70%
底盘系统	产能(万套)	280	180	180
	产量(万套)	286.27	166.95	136.50
	产能利用率	102.24%	92.75%	75.83%
汽车电子	产能(万套)	75	70	65
	产量(万套)	69.64	67.2	47.11
	产能利用率	92.85%	96%	72.48%
热管理系统	产能(万套)	55	-	-
	产量(万套)	53.44	-	-
	产能利用率	97.16%	-	-

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司以平台型公司为导向，目前8大系列产品单车配套金额约3万元。其中：（1）减震器/内饰功能件业务稳步增长（22Q1营收分别占比28%/32%）；（2）底盘系统业务快速放量（22Q1营收占比28%），订单开拓顺利（铝副车架新获理想汽车订单），产能持续加码：7月初公司拟发行可转债募集25亿资金用于轻量化底盘系统扩产480万套/年（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）热管理系统为在IBS技术基础上横向开拓的新品类（22Q1营收占比为11%），目前已研制出二代产品，正与多家客户接洽；（4）汽车电子业务（22Q1营收占比1.5%），目前电调管柱和IBS项目推进顺利；（5）布局空气悬架，公司空气悬架系统已具备整套系统开发、零件与总成制造的能力，可提供多种悬架刚度，投产后将进一步丰富公

司产品线。

表3: 公司不同业务毛利率情况

项目	2022年1-3月	2021年	2020年	2019年
减震器	23.16%	23.82%	26.48%	29.03%
内饰功能件	17.13%	17.25%	17.98%	22.45%
底盘系统	17.98%	17.68%	15.27%	17.87%
汽车电子	26.03%	26.30%	28.53%	30.93%
热管理系统	18.01%	17.83%	-	-
<b>主营业务毛利率</b>	<b>19.26%</b>	<b>19.57%</b>	<b>21.16%</b>	<b>24.71%</b>

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表4: 公司不同产品价格变动情况

产品	2022年1-3月		2021年		2020年		2019年	
	平均价格	变动比例	平均价格	变动比例	平均价格	变动比例	平均价格	变动比例
减震器	458	-0.43%	460	-1.50%	467	-0.85%	471	-1.46%
内饰功能件	806	-0.37%	809	-1.94%	825	-1.90%	841	-2.44%
底盘系统	943	0.86%	935	15.57%	809	2.41%	790	4.50%
汽车电子	265	0.00%	265	-1.48%	269	-1.47%	273	-4.55%
热管理系统	2500	0.00%	2500	-	-	-	-	-

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

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旭升股份、三花智控、伯特利、德赛西威作为可比公司, 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 1) 疫情缓解, 原材料成本压力有望释放; 2) 公司新产品拓展顺利, 平台化、模块化持续推进带来盈利能力提升; 3) 终端客户特斯拉、吉利汽车、通用等持续放量等因素, 我们上调盈利预测: 预计 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 17.52/23.75/32.66 亿元 (前次预测 16.53/20.11/26.30 亿元), 对应 EPS 为 1.59/2.15/2.96 元 (前次预测为 1.50/1.82/2.39 元), 对应 2023 年 PE 为 37 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
			20220714	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
拓普集团	601689.SH	866	78.58	0.92	1.59	2.15	85	49	37				增持
旭升股份	603305.SH	191	30.57	0.92	0.95	1.29	33	32	24				未评级
伯特利	603596.SH	327	79.96	1.24	1.59	2.32	64	50	34				买入
德赛西威	002920.SZ	936	168.50	1.50	2.39	3.29	112	71	51				买入
三花智控	002050.SZ	1,051	29.26	0.47	0.63	0.80	62	46	37				增持
可比公司平均估值							68	50	36				

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

备注: 旭升股份预测为 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	17110	22947	30235
应收款项	2111	3573	5344	7167	9609	营业成本	5034	9184	13674	18250	23910
存货净额	1503	2297	4159	5381	7561	营业税金及附加	58	70	103	184	212
其他流动资产	959	1327	2224	3213	4233	销售费用	124	157	205	287	393
<b>流动资产合计</b>	<b>5360</b>	<b>8790</b>	<b>13009</b>	<b>17088</b>	<b>22803</b>	管理费用	233	295	489	613	781
固定资产	5192	7822	9060	10466	11936	研发费用	355	502	711	959	1240
无形资产及其他	679	855	771	686	602	财务费用	44	36	52	79	122
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
<b>资产总计</b>	<b>12115</b>	<b>18683</b>	<b>24075</b>	<b>29481</b>	<b>36592</b>	其他收入	(378)	(680)	(711)	(959)	(1240)
短期借款及交易性金融负债	400	1234	1840	2564	3850	营业利润	706	1145	1970	2670	3672
应付款项	3370	5559	9178	11914	15121	营业外净收支	4	2	0	0	0
其他流动负债	261	574	685	917	1204	<b>利润总额</b>	<b>710</b>	<b>1146</b>	<b>1970</b>	<b>2670</b>	<b>3672</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4031</b>	<b>7367</b>	<b>11704</b>	<b>15396</b>	<b>20176</b>	所得税费用	80	128	217	294	404
长期借款及应付债券	0	310	80	80	80	少数股东损益	2	1	1	1	2
其他长期负债	266	386	444	494	538	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>628</b>	<b>1017</b>	<b>1752</b>	<b>2375</b>	<b>3266</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>266</b>	<b>696</b>	<b>524</b>	<b>574</b>	<b>618</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>					
<b>负债合计</b>	<b>4297</b>	<b>8062</b>	<b>12227</b>	<b>15970</b>	<b>20794</b>	净利润	628	1017	1752	2375	3266
少数股东权益	31	32	32	34	35	资产减值准备	(43)	47	16	15	15
股东权益	7787	10589	11815	13477	15763	折旧摊销	463	550	776	984	1210
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12115</b>	<b>18683</b>	<b>24075</b>	<b>29481</b>	<b>36592</b>	公允价值变动损失	(22)	(69)	(44)	(44)	(44)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	44	36	52	79	122
每股收益	0.60	0.92	1.59	2.15	2.96	营运资本变动	(189)	(308)	(726)	(999)	(2089)
每股红利	0.21	0.19	0.48	0.65	0.89	其它	44	(46)	(15)	(14)	(14)
每股净资产	7.38	9.61	10.72	12.23	14.30	<b>经营活动现金流</b>	<b>881</b>	<b>1191</b>	<b>1759</b>	<b>2316</b>	<b>2344</b>
ROIC	13%	16%	19%	23%	26%	资本开支	0	(3271)	(1901)	(2277)	(2566)
ROE	8%	10%	15%	18%	21%	其它投资现金流	780	(321)	0	0	0
毛利率	23%	20%	20%	20%	21%	<b>投资活动现金流</b>	<b>755</b>	<b>(3571)</b>	<b>(1921)</b>	<b>(2282)</b>	<b>(2577)</b>
EBIT Margin	11%	11%	11%	12%	12%	权益性融资	(12)	1978	0	0	0
EBITDA Margin	18%	16%	16%	16%	16%	负债净变化	(182)	310	(230)	0	0
收入增长	21%	76%	49%	34%	32%	支付股利、利息	(220)	(207)	(526)	(712)	(980)
净利润增长率	38%	62%	72%	36%	38%	其它融资现金流	(854)	681	607	724	1286
资产负债率	36%	43%	51%	54%	57%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1671)</b>	<b>2865</b>	<b>(149)</b>	<b>11</b>	<b>306</b>
息率	0.3%	0.2%	0.6%	0.8%	1.1%	<b>现金净变动</b>	<b>(35)</b>	<b>484</b>	<b>(311)</b>	<b>46</b>	<b>73</b>
P/E	132.0	85.1	49.4	36.5	26.5	货币资金的期初余额	822	787	1271	960	1006
P/B	10.6	8.2	7.3	6.4	5.5	货币资金的期末余额	787	1271	960	1006	1079
EV/EBITDA	74.5	52.5	36.6	28.2	21.9	企业自由现金流	0	(1916)	(136)	70	(153)
						权益自由现金流	0	(925)	195	724	1025

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