

利润率持续提升 平台型 Tier 0.5

拓普集团(601689)系列点评二十七

事件概述

公司发布 2022 年三季报：22Q1-Q3 实现营收 111.0 亿元，同比+41.9%；归母净利 12.1 亿元，同比+60.4%，扣非归母净利 11.7 亿元，同比+60.6%，位于业绩预告中枢。其中 22Q3 实现营收 43.1 亿元，同比+48.3%，环比+41.3%；归母净利 5.0 亿元，同比+70.6%，环比+55.6%；扣非归母净利 4.9 亿元，同比+70.9%，环比+58.7%。

分析判断：

► 利润率表现亮眼 Tier 0.5 配套量价齐升

营收端：公司 22Q1-Q3 实现营收 111.0 亿元，同比+41.9%，其中 22Q3 实现营收 43.1 亿元，同比+48.3%，环比+41.3%，同环比维持较高增速，表现好于行业平均主要受益于单车配套价值更高的新能源客户占比加速提升，持续贡献增量。

毛利率：公司 22Q1-Q3 毛利率为 22.4%，同比+1.4pct，其中 22Q3 毛利率 24.0%，同比+2.9pct，环比+1.9pct，我们判断同环比提升主要受益于产能利用率提升叠加原材料调价机制运行且原材料价格趋稳。

费用端：公司 22Q3 销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费率分别 1.5%、2.6%、5.2%、-0.7%，同比分别+0.4、-0.1、+1.0、-1.0pct，环比分别+0.1、-0.5、-0.5、-0.3pct。22Q3 销售费用 0.6 亿元，环比+47.7%，研发费用 2.2 亿元，环比+29.9%，销售、研发费用环比提升幅度较大，体现公司项目数量持续向好发展。

利润端：公司 22Q3 实现归母净利 5.0 亿元，同比+70.6%，环比+55.6%；净利率 11.6%，同比+1.3pct，环比+1.2pct。利润率加速修复，规模效应逐渐显现。公司积极拥抱新势力，不断扩大电动智能相关产品线，积极拓展全球智能电动客户群，探索 Tier 0.5 级配套模式，呈现量价齐升态势，后续随着公司产能在全球范围内的布局完善和加速爬坡，以及汽车电子类相关业务的逐步量产，预计业绩有望持续高增长。

► 可转债加码轻量化 产能建设如火如荼

公司 7 月 11 日发布可转债发行公告，拟募集资金总额 25 亿元，用于年产 480 万套轻量化底盘系统建设项目。该项目预计总投资为 26.6 亿元，2023 年末建成投产，具体包括年产 160 万套轻量化副车架、160 万套轻量化悬挂系统和 160 万套

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：	69.99
股票代码：	601689
52 周最高价/最低价：	93.0/43.51
总市值(亿)	771.32
自由流通市值(亿)	771.32
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

联系电话：

相关研究

1. 【华西汽车】拓普集团(601689)系列点评二十六：业绩持续高增 平台型 Tier 0.5
2022.10.16
2. 【华西汽车】拓普集团(601689)系列点评二十五：业绩逆势高增 平台型 Tier 0.5
20220825
2022.08.25
3. 【大国重车-掘金汽车产业链】汽车琰究系列分享之十四：拓普集团 平台型 Tier 0.5
20220824
2022.08.25

轻合金转向节。到 2023 年末，公司将拥有总计 610 万套轻量化底盘系统产能，预计公司轻量化底盘系统全产品线单车配套价值有望达 5000 元以上，成为未来业绩增长的重要引擎。

上半年新接订单继续保持快速增长趋势，公司加快国内/国外产能布局。国内：杭州湾四、五、六、七期及重庆工厂约 1400 亩工厂加快建设，安徽寿县基地加快规划落地。国外：波兰工厂已投产，墨西哥首期 220 亩工厂建设进度加快。

► 剑指全球汽配 TOP 积极布局机器人

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、比亚迪、吉利新能源、赛力斯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。公司 IBS 项目、EPS 项目、空气悬架项目、热管理项目分别获得一汽、吉利、赛力斯、合创、高合等客户的定点。

产品+：八大产品线，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、一体化车身轻量化、智能座舱部件，预计全产品线合计单车配套价值有望达 3 万元以上，全面布局电动智能，成为平台型公司。

积极布局机器人，未来发展潜力大。据测算全球劳动人口约 34.5 亿人，假设人形机器人单价 25 万元，如果其中 11.6% 的劳动者被机器人取代，则人形机器人的全球市场可达 100 万亿。运动执行器是机器人的核心部件之一，公司的运动执行器包括电机、电控及减速机构等部件组成，样品也获得客户的认可，后续发展潜力巨大。

投资建议

公司是特斯拉产业链高业绩弹性标的，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，调整盈利预测：预计 2022-2024 年营收由 171.2/226.6/305.9 亿元调为 167.8/245.7/315.4 亿元，归母净利由 17.3/24.0/33.6 亿元调为 17.2/25.1/35.2 亿元，EPS 由 1.57/2.17/3.05 元调为 1.56/2.28/3.19 元，对应 2022 年 10 月 27 日收盘价 69.99 元的 PE 45/31/22 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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,511	11,463	16,770	24,566	31,538
YoY (%)	21.5%	76.0%	46.3%	46.5%	28.4%
归母净利润(百万元)	628	1,017	1,722	2,509	3,518
YoY (%)	37.7%	61.9%	69.3%	45.7%	40.2%
毛利率 (%)	22.7%	19.9%	22.5%	22.6%	23.0%
每股收益 (元)	0.57	0.92	1.56	2.28	3.19
ROE	8.1%	9.6%	13.5%	15.9%	17.6%
市盈率	122.78	75.82	44.79	30.74	21.92

资料来源：公司公告，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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	11,463	16,770	24,566	31,538	净利润	1,018	1,740	2,535	3,554
YoY (%)	76.0%	46.3%	46.5%	28.4%	折旧和摊销	603	503	506	505
营业成本	9,184	12,997	19,026	24,284	营运资金变动	-574	-127	-95	-113
营业税金及附加	70	118	166	216	经营活动现金流	1,187	2,200	2,954	3,888
销售费用	157	235	368	442	资本开支	-3,469	-2,686	-1,827	-2,115
管理费用	295	444	688	788	投资	-302	-25	-25	-25
财务费用	36	115	181	262	投资活动现金流	-3,736	-2,659	-1,776	-2,042
资产减值损失	-69	-47	0	0	股权募资	1,978	0	0	0
投资收益	35	52	76	98	债务募资	2,180	572	-901	-885
营业利润	1,145	2,100	3,056	4,286	筹资活动现金流	2,824	488	-978	-917
营业外收支	2	-3	-3	-3	现金净流量	261	29	200	929
利润总额	1,146	2,097	3,054	4,283					
所得税	128	358	519	729	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1,018	1,740	2,535	3,554	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	1,017	1,722	2,509	3,518	营业收入增长率	76.0%	46.3%	46.5%	28.4%
YoY (%)	61.9%	69.3%	45.7%	40.2%	净利润增长率	61.9%	69.3%	45.7%	40.2%
每股收益	0.92	1.56	2.28	3.19	盈利能力 (%)				
					毛利率	19.9%	22.5%	22.6%	23.0%
					净利率	8.9%	10.4%	10.3%	11.3%
					总资产收益率 ROA	5.4%	7.1%	8.3%	9.5%
					净资产收益率 ROE	9.6%	13.5%	15.9%	17.6%
					偿债能力 (%)				
					流动比率	1.19	1.09	1.16	1.25
					速动比率	0.87	0.76	0.79	0.85
					现金比率	0.17	0.12	0.11	0.15
					资产负债率	43.2%	47.2%	47.6%	46.0%
					经营效率 (%)				
					总资产周转率	0.61	0.69	0.81	0.85
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.92	1.56	2.28	3.19
					每股净资产	9.61	11.55	14.33	18.14
					每股经营现金流	1.08	2.00	2.68	3.53
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
					估值分析				
					PE	75.82	44.79	30.74	21.92
					PB	5.52	6.06	4.88	3.86

资产负债表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,271	1,300	1,500	2,429
预付款项	84	117	172	219
存货	2,297	3,460	4,963	6,378
其他流动资产	5,137	6,861	9,292	11,501
流动资产合计	8,790	11,738	15,928	20,527
长期股权投资	129	154	179	204
固定资产	5,832	7,409	8,212	9,447
无形资产	855	1,069	1,246	1,436
非流动资产合计	9,893	12,468	14,360	16,668
资产合计	18,683	24,206	30,287	37,196
短期借款	1,215	1,787	885	0
应付账款及票据	5,559	8,145	11,788	15,103
其他流动负债	593	799	1,051	1,294
流动负债合计	7,367	10,731	13,724	16,396
长期借款	310	310	310	310
其他长期负债	386	386	386	386
非流动负债合计	696	696	696	696
负债合计	8,062	11,426	14,420	17,092
股本	1,102	1,102	1,102	1,102
少数股东权益	32	49	74	110
股东权益合计	10,620	12,780	15,868	20,103
负债和股东权益合计	18,683	24,206	30,287	37,196

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。