



2023-08-17

公司深度报告

买入/维持

拓普集团(601689)

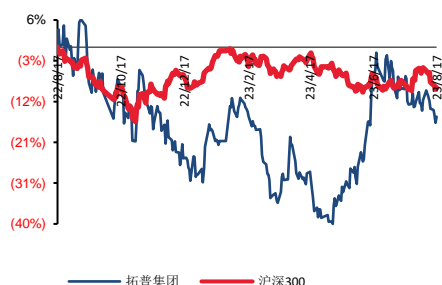
目标价: 88.6

昨收盘: 68.9

汽车 汽车零部件

## 拓普集团：引领海内，迈向全球，开启多轮展望

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,102/1,102
总市值/流通(百万元)	75,931/75,931
12 个月最高/最低(元)	87.25/49.48

### 相关研究报告：

证券分析师：文姬

电话：

E-MAIL: wenji@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190523050001

### 报告摘要

拓普集团是由八大汽车业务+机器人事业部组成平台化零部件公司，覆盖整车核心零部件及人形机器人产业链，绑定行业龙头实现公司快速发展：公司汽车业务包括汽车 NVH 减震系统、内外饰系统、车身轻量化、智能座舱部件、热管理系统、底盘系统、空气悬架系统、智能驾驶系统八大板块，全面覆盖整车关键零部件，单车最高配套可达到 3 万元。此外，伴随机器人业务快速发展，公司近期设立机器人事业部全面切入机器人领域。公司通过绑定行业龙头实现跨越式发展，不同阶段分别依托上汽通用、吉利汽车、特斯拉实现营收与利润的快速增长，与此同时公司积极开拓理想、蔚来、问界等客户实现客户结构优化。2022 年公司实现营收 159.93 亿元，归母净利润 16.56 亿元，2013-2022 年收入/归母净利润 CAGR 分别为 27.38%/22.64%，业绩增长表现稳健。

**中短期：特斯拉 Cybertruck 交付+上海工厂优化+自主品牌发力，支撑公司 2024 年业绩表现：**公司为特斯拉 Cybertruck 配套价值量达到 1.2 万元，伴随特斯拉 Cybertruck 交付及产能扩张，助力公司业绩持续提升。另外上海特斯拉工厂一期二期工程前期快速落地，2020 年至 2022 年特斯拉上海工厂分别交付 13.7、48.4、71.1 万辆，后续伴随生产工艺优化及工厂改造完成，预计 2024 年上海特斯拉工厂仍有约 20% 产能增长空间。此外，公司与理想、蔚来、问界等新势力车企签署战略合作协议，其中理想、问界部分车型配套单车价值量有望超 1 万元，伴随新势力新车周期来临，2024 年销量有望持续增长，助力公司业绩增长。

**中长期：特斯拉全球增长+墨西哥新工厂落地+人形机器人空间广阔+Tier0.5 模式全球市场多业务共振，公司中长期潜力可期：**特斯拉全球新能源汽车市占率持续提升，上海工厂三期预期+柏林工厂扩产+墨西哥工厂落地，我们预计 2025 年总产能达到 445 万辆。公司持续加大海外布局，2013 年公司海外业务营收为 6.95 亿元，2022 年公司海外业务营收达到 44.53 亿元，CAGR 达到 22.92%，后续伴随墨西哥工厂投产，公司海外业务有望进一步增长。此外，伴随理想、蔚来等造车新势力 L9 Pro、全新 ES6 及后续新车持续推出，北美新势力 RIVIAN、

Lucid 等受益于 IRA 法案取消单一车企税收抵扣 20 万辆的限制，海内外新势力有望实现同步增长。特斯拉全球增长+新工厂落地+人形机器人空间广阔+Tier0.5 模式全球市场多业务共振，公司中长期潜力可期。

**首次覆盖，给予“买入”评级：**我们预计公司 2023 年至 2025 年公司营收分别实现 218.15、294.75、393.57 亿元，同比增长 36.4%、35.1%、33.5%。2023 年至 2025 年归母净利润分别实现 24.40、32.06、44.96 亿元，同比增长 11.2%、10.9%、11.4%，2023-2025 年 PE 为 31.12、23.68、16.89 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 盈利预测和财务指标：

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,993	21,815	29,475	39,357
(+/-%)	39.52%	36.40%	35.11%	33.53%
归母净利(百万元)	1,700	2,440	3,206	4,496
(+/-%)	67.13%	43.53%	31.39%	40.23%
摊薄每股收益(元)	1.54	2.21	2.91	4.08
市盈率(PE)	44.66	31.12	23.68	16.89

资料来源：ifind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

一、 汽车业务形成多事业部集群，营收利润稳健增长 .....	6
（一）底盘业务为基石，从 NVH 拓展至九大业务条线 .....	6
（二）收入两度跨越式增长，盈利能力表现稳健 .....	7
（三）战略把握核心客户，切入特斯拉再跨越 .....	9
（四）特斯拉为公司当前重要客户，助力公司实现跨越式发展 .....	10
（五）全球布局进行时，海外业务收入占比持续提高 .....	13
二、 2024 年淡季不淡，多重利好有望支撑业绩表现 .....	14
（一）驱动 1：特斯拉 CYBERTRUCK 交付在即，产能持续释放 .....	14
（二）驱动 2：上海临港工厂改造持续，2024 产能仍有上行空间 .....	15
（三）驱动 3：新势力更高增速与 ASP，助力公司多元化增长 .....	17
三、 中长潜力明确，全球市场多轮展望共振可期 .....	19
（一）驱动 1：特斯拉全球增长，把握核心 ALPHA 长期驱动 .....	19
（二）驱动 2：北美市场再下一城，落子蒙特雷打开北美市场 .....	23
（三）驱动 3：人形机器人潜力巨大，支撑估值第二成长空间 .....	25
（四）驱动 4：海内外跨界造车进行时，拓普基因互补多元配套 .....	28
（五）驱动 5：底盘+N，全球化零部件平台型巨头可期 .....	31
四、 盈利预测 .....	37
（一）关键假设 .....	37
（二）盈利预测 .....	39
五、 风险提示 .....	40

## 图表目录

图表 1 公司形成 8+1 业务线条 .....	6
图表 2 公司发展历程 .....	7
图表 3 公司主要产品及价值量 .....	7
图表 4 公司各业务营收（亿元） .....	8
图表 5 公司各业务占比 .....	8
图表 6 公司归母净利润（亿元）及增长率 .....	8
图表 7 公司利润率（%） .....	8
图表 8 公司各业务毛利率（%） .....	9
图表 9 公司费用（亿元）与费用率 .....	9
图表 10 公司发展历程及市值变化（亿元） .....	10
图表 11 特斯拉营收占拓普比逐年提升 .....	11
图表 12 拓普集团提供一站式模块化系统级服务 .....	11
图表 13 国产 MODEL Y 拓普配套产品测算 .....	11
图表 14 国产 MODEL 3 拓普配套产品测算 .....	11
图表 15 拓普集团特斯拉配套产品测算 .....	11
图表 16 特斯拉营收占拓普比逐年提升 .....	12
图表 17 特斯拉季度交付量（万辆） .....	12
图表 18 拓普集团海外营收（亿元）及增速 .....	13
图表 19 拓普集团海外营收占比 .....	13
图表 20 公司历年外币金融资产（亿元人民币） .....	13
图表 21 公司历年汇兑损益（亿元人民币） .....	13
图表 22 CYBERTRUCK .....	14
图表 23 CYBERTRUCK 销量预测（2023-2025） .....	14
图表 24 CYBERTRUCK 首辆量产车 .....	14
图表 25 CYBERTRUCK 牵引概念图 .....	14
图表 26 特斯拉 CYBERTRUCK .....	15
图表 27 特斯拉 CYBERTRUCK 配套品类测算 .....	15
图表 28 特斯拉上海工厂进展梳理 .....	15
图表 29 特斯拉新一代平台装配方式改进 .....	16
图表 30 特斯拉上海工厂产量（万辆） .....	16
图表 31 特斯拉上海工厂 .....	16
图表 32 理想汽车与拓普集团签订战略合作协议 .....	17
图表 33 蔚来汽车与拓普集团签订战略合作协议 .....	17
图表 34 理想汽车各车型销量（万辆） .....	18
图表 35 蔚来汽车各车型销量（万辆） .....	18
图表 36 蔚来汽车未来销量预测（左万辆，右万元） .....	18
图表 37 理想汽车未来销量预测（左万辆，右万元） .....	18
图表 38 拓普集团为新势力造车配套产品价值量测算 .....	18
图表 39 特斯拉全球新能源汽车市占率 .....	19
图表 40 特斯拉全球季度销量及增速 .....	19
图表 41 特斯拉车型规划 .....	20
图表 42 特斯拉各工厂产能 .....	20
图表 43 特斯拉车型规划信息 .....	21
图表 44 特斯拉 2022-2030 年交付量（万辆） .....	21
图表 45 拓普集团全球化布局 .....	21
图表 46 特斯拉柏林工厂 .....	22

图表 47 特斯拉柏林工厂扩建规划 .....	22
图表 48 拓普波兰工厂位置 .....	22
图表 49 波兰工厂供应主要品类 .....	22
图表 50 IRA 法案电动车重点内容 .....	23
图表 51 特斯拉墨西哥工厂 .....	24
图表 52 特斯拉产能 .....	24
图表 53 墨西哥莱昂州位置 .....	24
图表 54 拓普集团在墨西哥设立全资子公司公告 .....	24
图表 55 蒙特雷与宁波平均税后工资（人民币元） .....	25
图表 56 墨西哥工业水电费与国内对比（人民币元） .....	25
图表 57 特斯拉 OPTIMUS .....	25
图表 58 特斯拉 OPTIMUS .....	25
图表 59 特斯拉 OPTIMUS 执行器分布 .....	26
图表 60 特斯拉 OPTIMUS 采用的六种执行器 .....	26
图表 61 人形机器人核心模块及其产业链标的 .....	26
图表 62 人形机器人价值量测算 .....	27
图表 63 机器人板块与汽车板块 PE .....	28
图表 64 2023 年汽车板块与机器人板块涨跌幅 .....	28
图表 65 中美重点新势力及互联网造车企业与车型 .....	28
图表 66 跨界/互联网/新势力造车与拓普集团优势互补 .....	29
图表 67 拓普集团为新势力造车配套产品价值量测算 .....	29
图表 68 美国新能源汽车渗透率 .....	30
图表 69 美国新能源汽车月度销量（辆） .....	30
图表 70 RIVIAN R1S .....	31
图表 71 RIVIAN R1T .....	31
图表 72 滑板底盘轻量化解决方案 .....	31
图表 73 滑板底盘电动化解决方案 .....	31
图表 74 公司围绕底盘布局 .....	32
图表 75 公司增量产品 .....	32
图表 76 国内乘用车线控制动装配量及装配率（万台） .....	33
图表 77 2022 年国内线控制动竞争格局 .....	33
图表 78 ONE-Box 与 Two-Box 对比 .....	33
图表 79 国内空气悬挂供应商主要产品 .....	34
图表 80 拓普集团热泵 .....	34
图表 81 分散式热管理系统阀类 .....	34
图表 82 底盘轻量化产品 .....	35
图表 83 一体化压铸系列产品 .....	35
图表 84 公司底盘产品 .....	35
图表 85 公司智能座舱业务产品 .....	36
图表 86 智动侧门结构 .....	36
图表 87 滑板底盘 .....	36
图表 88 滑板底盘特征 .....	36
图表 89 线控底盘要求 .....	37
图表 90 自动驾驶阶段 .....	37
图表 91 各级智能驾驶渗透率 .....	37
图表 92 拓普集团业务与滑板底盘关联性 .....	37
图表 93 公司按客户盈利预测 .....	38
图表 94 公司按业务盈利预测（亿元） .....	38
图表 95 可比公司 .....	39



## 一、 汽车业务形成多事业部集群，营收利润稳健增长

### （一） 底盘业务为基石，从 NVH 拓展至九大业务条线

拓普集团是拥有八大汽车业务板块的平台化零部件龙头。拓普集团总部位于浙江宁波，成立于1983年，现在成为平台化汽车零部件龙头。公司八大业务板块实现整车关键零件全覆盖，成为全球领先的Tier0.5平台化供应商。公司主要业务包括汽车NVH减震系统、内外饰系统、车身轻量化、智能座舱部件、热管理系统、底盘系统、空气悬架系统、智能驾驶系统八大业务板块，为客户提供一站式、系统级、模块化的产品与服务，公司产品逐渐实现对车辆关键零部件的全覆盖。

公司为应对机器人产业发展设立机器人事业部。机器人是当今社会最具发展潜力新兴产业之一，可广阔应用于智能制造、医疗、服务等各种场景，实现对劳动力的解放从而提升人类生活质量。根据机构预测，到2030年全球约数亿人的岗位将被机器人替代，全球机器人行业容量可达百万亿元级别，市场空间巨大。在AI技术快速发展及人口老龄化的大背景下，机器人产业迎来快速发展期。2023年7月公司发文设立机器人事业部，公司通过整合优势资源，实现业务聚焦，为该项业务的发展提供战略保障。

图表 1 公司形成 8+1 业务线条



资料来源：公司公众号，太平洋研究院

公司以NVH业务为基础持续完善汽车零部件业务范围。公司2001年公司成立拓普NVH研发中心进入国际市场。2013年公司在国内率先量产机电一体化产品电子真空泵；2014年量产轻量化产品锻铝控制臂；2015年在上交所挂牌上市；2016年公司正式成为特斯拉的供应商；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。2020年特斯拉上海工厂完成建设，公司给Model 3和Model Y供应全套底盘系统，公司销量及营收迅速提升，同年公司的热管理业务及空悬工厂正式投产。2021年与高合合作的一体化压铸车身后舱正式下线。

图表 2 公司发展历程



资料来源：公司公告，太平洋研究院

多品类布局完善，最高单车配套价值潜力可达3万元。公司以NVH产品为基础，发展出内外饰产品、底盘轻量化产品、汽车电子、一体化压铸、热管理、空悬等业务，其中NVH减震业务单车配套价值量约500元，内外饰产品单车配套价值量约3000元，底盘轻量化产品约5000元，热管理业务单车价值量3000元，空悬单车价值量6000-10000元，合计单车最高配套达3万元。

图表 3 公司主要产品及价值量

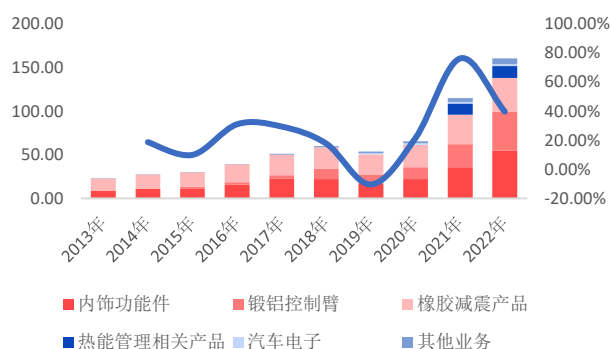


资料来源：公司公告，太平洋研究院

## (二) 收入两度跨越式增长，盈利能力表现稳健

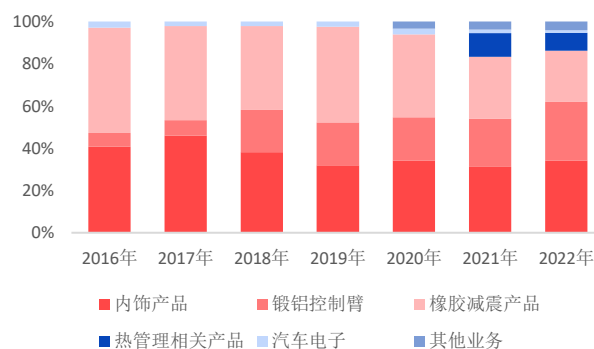
公司产品品类逐渐丰富，新产品放量营收持续增长。2016年公司营收为38.91亿元，2022年公司营收为159.93亿元，2016年至2022年公司营收CAGR达到26.56%。其中底盘轻量化及热管理相关产品收入增长最为迅速，2016年底盘轻量化营收仅为2.51亿元，2017年收购福多纳副车架业务，进一步完善底盘系统产品线，形成“铝合金+高强度钢”布局，协同效应显著增强，底盘轻量化业务持续发展，2022年营收达到44.45亿元，2016至2022年底盘业务营收CAGR达到61.43%。热管理业务自2021年起步，2021-2022年营收分别达到12.85、13.69亿元。

图表 4 公司各业务营收（亿元）



资料来源：公司公告，太平洋研究院

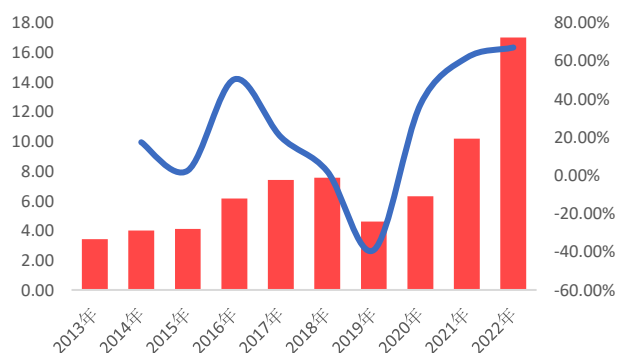
图表 5 公司各业务占比



资料来源：公司公告，太平洋研究院

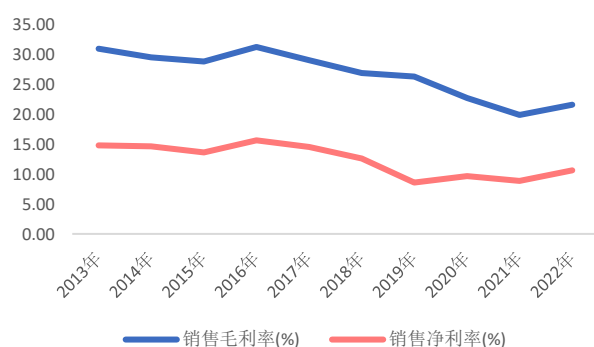
**营收增长驱动归母净利润增长，毛利率持续波动下行。**受原材料涨价、乘用车行业需求下行影响，公司2013年至2022年利润率整体下行。2013年公司毛利率、净利率分别为30.96%、14.79%，后续持续下调，2022年分别为21.61%、10.62%，分别下降9.35、5.44pcts。2013-2022年公司归母净利润持续增长，2013年归母净利润3.23亿元，2022年16.56亿元，CAGR达到22.64%。

图表 6 公司归母净利润（亿元）及增长率



资料来源：公司公告，太平洋研究院

图表 7 公司利润率 (%)

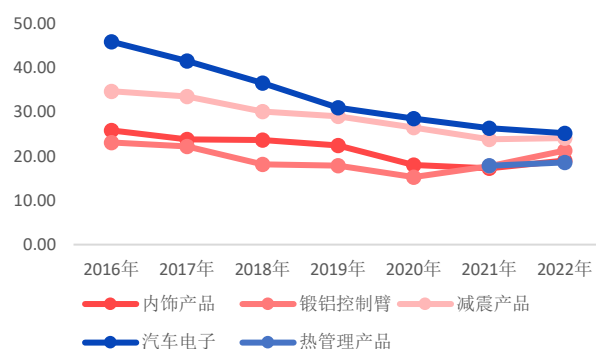


资料来源：公司公告，太平洋研究院

**公司费用控制出色，费用率稳中有降。**伴随公司业务扩张及品类研发完善，公司费用稳步增长，2016至2022年费用支出分别为5.08、6.81、8.01、8.34、7.56、9.90、13.82亿元，2016至2022年费用CAGR达18.15%。但得益于公司出色的费用控制能力，公司费用率整体稳中有降，2016-2022年公司费用率为12.90%、13.38%、13.39%、15.56%、11.61%、8.64%、8.64%，2022年相较于2016年下降4.3pcts。

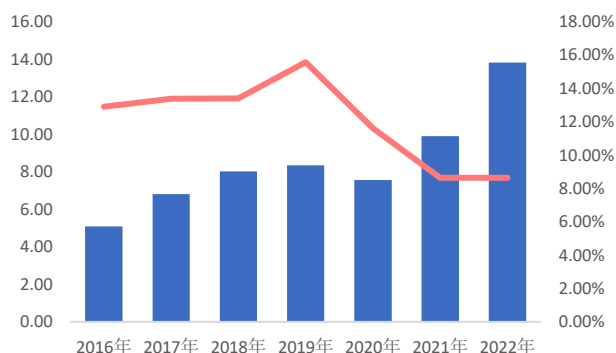


图表 8 公司各业务毛利率 (%)



资料来源：公司公告，太平洋研究院

图表 9 公司费用 (亿元) 与费用率



资料来源：公司公告，太平洋研究院

### (三) 战略把握核心客户，切入特斯拉实现再跨越

公司最初与上海通用合作，实现第一次业绩腾飞。拓普集团与上海通用的合作开始于2001年，公司与上海通用合作时期为国内车市持续景气及合资品牌占据主导地位时期，2012至2014年上海通用均为拓普集团第一大客户，收入占比稳定在25%左右。上海通用作为当时国内汽车销量的前三甲助力拓普集团顺利完成赶超竞争对手，巩固行业内地位，借此拓普集团营收从2011年16.92亿元增长至2014年27.37亿元，CAGR达到27%。此段时间内拓普集团橡胶减震产品销售额国内排名为第一名，隔音产品销售额国内排名为第六名。

切入吉利产业链，自主品牌发力公司迎来第二次飞跃。公司与吉利汽车合作较早，2012至2015年吉利均为公司前3大客户之一。2014至2018年国内乘用车市场出现明显的国产替代效应，2016至2020年期间随着配套车型、产品及乘用车销量的增加，吉利超越上汽通用成为公司第一大客户。2018年吉利汽车销量达到150万辆，公司来自吉利收入为22.5亿元，占总收入的38.7%。在吉利汽车带动下，公司收入由2016年39.4亿元增长至2018年59.8亿元，2016至2018年CAGR为25.8%，实现公司发展的第二次飞跃。

当前特斯拉业务营收占公司营收近四成，特斯拉销量稳健增长开启公司全新增长曲线。2021年特斯拉业务营收占公司总营收比例为36.36%，2022年特斯拉业务营收占比为38.60%，特斯拉营收占比上涨趋势显著。特斯拉销量稳健增长，有望持续为公司贡献营收，伴随特斯拉上海工厂升级改造及柏林工厂生产加速，2023年特斯拉全年销量有望冲击200万辆，特斯拉销量的快速增长打开拓普集团全新增长曲线。

图表 10 公司发展历程及市值变化（亿元）



资料来源：公司公告，太平洋研究院

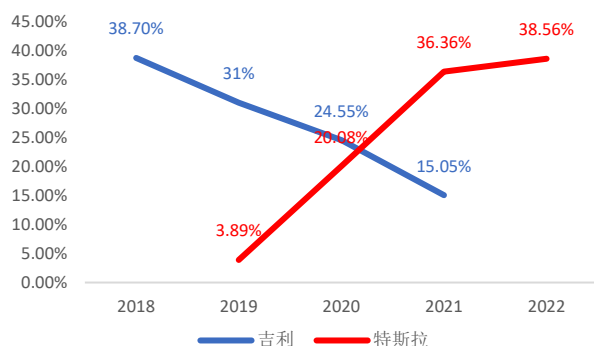
#### （四） 特斯拉为公司当前重要客户，助力公司实现跨越式发展

2016年起拓普集团切入特斯拉产业链，伴随特斯拉上海工厂成立配套产品逐渐丰富。2016年8月24日拓普集团发布公告称，公司于2016年8月23日收到美国特斯拉签发的《供应商定点书（协议）》，阐述了公司被认可向特斯拉提供产品。拓普集团正式成为特斯拉的供应商，工业的产品为轻量化铝合金底盘结构件，应用于特斯拉Model 3车型。2019年1月上海特斯拉超级工厂破土动工，2019年12月首批国产model 3交付，2020年首批国产model Y交付。在此期间拓普集团在特斯拉的配套产品也更加丰富，从最初的锻铝控制臂增加到减震器、轻量化底盘结构件、内饰功能件等。2021年从汽车电子业务延伸出的热管理系统也进入特斯拉产业链。

公司Tier0.5服务模式颇见成效，以大客户为中心提供一站式服务。拓普集团秉持“快速响应，全力配合”的合作理念围绕大客户探索一站式、模块化、系统级的产品与解决方案供应商模式。

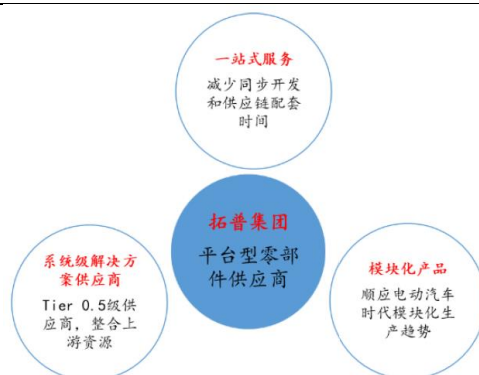
**1) 一站式：**随着汽车产业竞争加剧，新车推出周期显著缩短，一站式服务能够减少同步开发和供应链配套时间。凭借自身品类多元化的能力，公司向特斯拉提供减震件、内饰功能件、轻量化底盘、热管理等4大类产品，有利于其上海工厂迅速扩产。**2) 模块化：**动力系统变更使得电动汽车更容易实现模块化生产，模块化减少了BOM表Tier1数量，具备模块化供应能力的零部件企业更易做大做强。公司特斯拉向特斯拉提供轻量化底盘、热管理等模块产品。**3) 系统级：**智能汽车时代，整车企业竞争的核心要素由硬件制造向软件能力和生态系统打造转移。当整车聚焦于软件时，亟需介于Tier1和整车之间的Tier0.5供应商整合上游资源、为下游整车企业提供系统级解决方案。

图表 11 特斯拉营收占拓普比逐年提升



资料来源：公司公告，太平洋研究院

图表 12 拓普集团提供一站式模块化系统级服务



资料来源：Wind，太平洋研究院

公司全方位配套特斯拉，供应内外饰、底盘、热管理系统部件。公司2016年进入特斯拉供应链，主要向Model 3供应轻量化铝控制臂。2019年特斯拉上海工厂一期竣工，公司给上海特斯拉配套产品扩展到底盘件、内饰等产品，我们预计公司为特斯拉配套产品包括顶棚、垫脚垫、衣帽架、地毯等内外饰零部件，控制臂、转向节、结构件等底盘零部件。我们预计公司为国产Model Y单车配套价值量达到8000元，Model 3达到7000元。

图表 13 国产 Model Y 拓普配套产品测算



资料来源：公司公告，太平洋研究院

图表 14 国产 Model 3 拓普配套产品测算



资料来源：公司公告，太平洋研究院

切入特斯拉全球体系，为国内、北美、欧洲特斯拉工厂提供配套。我们预计公司为上海特斯拉超级工厂提供内外饰、地盘轻量化及热管理零部件，另外通过海外设厂及出口等方式为德国及北美特斯拉提供配套，其中为德国特斯拉主要配套热管理系统及内外饰，为北美特斯拉配套内外饰、热管理、底盘等零部件。未来伴随售价更高的cybertruck量产，公司单车配套ASP有望进一步提升。

图表 15 拓普集团特斯拉配套产品测算

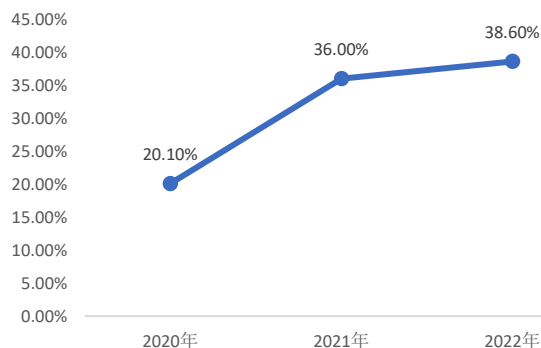
国家	车型	产品	ASP 预估 (元)	备注
中国	model Y	内饰	2500	包括顶棚、垫脚垫、衣帽架、主地毯等
		副车架	1500	

		转向节	1000	
		控制臂及其他结构件	1000	
		热管理	2500	其余是三花
	model 3	内饰	2500	包括顶棚、垫脚垫、衣帽架、主地毯等
		副车架	1500	
		控制臂及其他结构件	1000	
		热管理	2500	其余是三花
	model Q		6000	与 model 3 和 Y 类似，ASP 与售价成正比
德国	model Y	内饰	1000	
		热管理	3000	阀体全部拓普供应，ASP+500
美国	model S/X	铝制副车架	4000	
	model 3	内饰件	1000	
	model Y	内饰件	1000	
		底盘	4000	副车架、控制臂、转向节
	cybertruck	内饰	5000	上海特斯拉（3 和 Y）的基础上增加了门饰板和仪表板总成
		底盘	4000	转向节、副车架、控制臂等，铁质副车架
		热管理	3000	

资料来源：公司公告，太平洋研究院

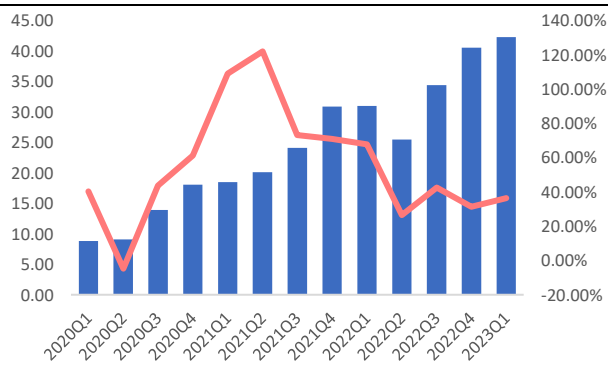
特斯拉业务贡献营收占比持续提升，助力公司收入快速增长。2021年特斯拉业务营收占拓普集团营收36.36%，2022年特斯拉业务营收占比为38.6%，特斯拉营收占比上涨趋势显著。特斯拉整车销量增长显著，2020年至2022年分别交付49.89、93.60、131.39万辆，预计2023年有望交付200万辆，同比增长超50%，特斯拉销量的快速助力公司业绩快速提升。

图表 16 特斯拉营收占拓普比逐年提升



资料来源：公司公告，太平洋研究院

图表 17 特斯拉季度交付量（万辆）

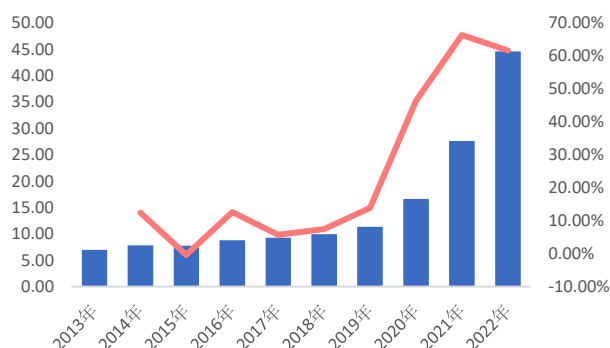


资料来源：Wind，太平洋研究院

## （五）全球布局进行时，海外业务收入占比持续提高

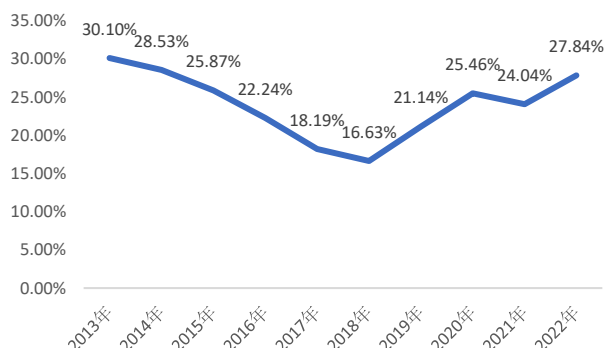
公司海外布局加速，海外业务营收逐年提升。2013年公司海外业务营收为6.95亿元，2022年公司海外业务营收达到44.53亿元，CAGR达到22.92%。公司海外业务占比自2012年至2021年呈现先降后升趋势，从2012年至2018年公司大力开发新业务，优先在国内量产配套，海外业务占比逐渐走低，2018年开始公司将国内已成熟的新业务出口及当地建厂生产，海外营收逐渐走高，2022年海外业务营收占比达到27.84%。

图表 18 拓普集团海外营收（亿元）及增速



资料来源：ifind，太平洋研究院

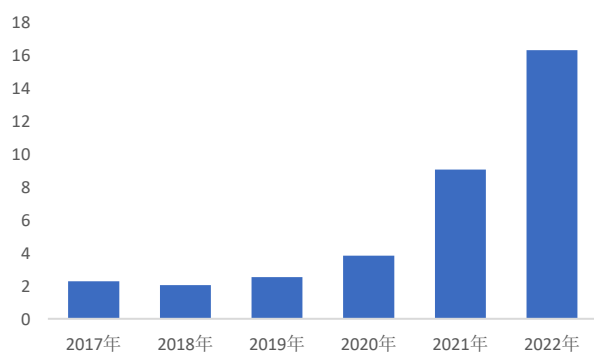
图表 19 拓普集团海外营收占比



资料来源：ifind，太平洋研究院

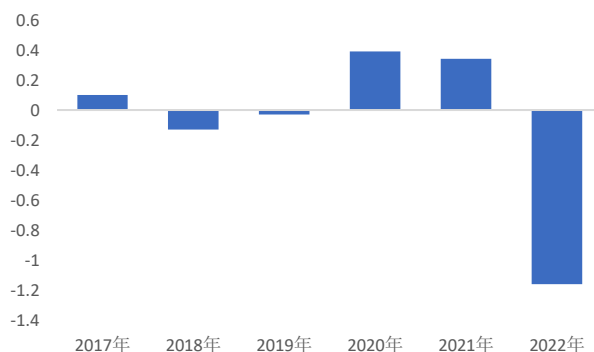
海外业务逐步扩展，外币金融资产同步增长。由于近年公司墨西哥、波兰工厂连续设立，伴随公司海外业务增长，公司外币金融资产逐步增长，2017年至2022年公司外币金融资产折合人民币约2.28、2.04、2.52、3.82、9.05、16.29亿元，CAGR达到48.2%。同时伴随汇率波动及外币金融资产扩张，公司受汇兑损益影响较大，2017年至2022年公司汇兑损益分别为0.1、-0.13、-0.03、0.39、0.34、-1.16亿元。

图表 20 公司历年外币金融资产（亿元人民币）



资料来源：公开资料整理，太平洋研究院

图表 21 公司历年汇兑损益（亿元人民币）



资料来源：公司官网，太平洋研究院



## 二、2024 年淡季不淡，多重利好有望支撑业绩表现

### （一）驱动 1：特斯拉 Cybertruck 交付在即，产能持续释放

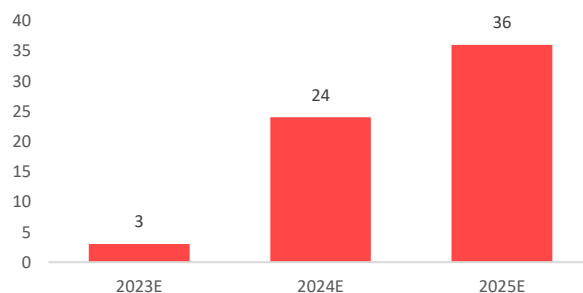
Cybertruck定位硬派高端电动皮卡，2023交付在即。据特斯拉官网披露显示，Cybertruck的车身外壳具有极高的耐用性和乘客保护能力，从超硬30X冷轧不锈钢结构车身表面到特斯拉装甲玻璃，该车型的每个组件都拥有卓越的强度和耐用性。Cybertruck的车身由极佳材质打造，光滑的单色车身骨架外敷超硬外壳，有助于抵御凹痕、损坏和长期腐蚀，可有效保护驾乘者安全。Cybertruck拥有高达3,500磅的有效负载能力和可调节空气悬架，其外部存储空间达100立方英尺。另外Cybertruck具有强大的拉力和高达14,000磅的牵引能力，可轻松应对大部分场景。特斯拉官方网站显示，Cybertruck计划于"第三季度末"开始交付，我们预计在2023年9月底左右实现，我们预计2023至2025年cybertruck交付量分别为3、24、36万辆。

图表 22 Cybertruck



资料来源：特斯拉，太平洋研究院

图表 23 Cybertruck 销量预测（2023-2025）



资料来源：特斯拉，太平洋研究院

首辆Cybertruck在德克萨斯州下线，当前订单超190万。2023年7月据外媒报道特斯拉德克萨斯工厂的工人们聚集在一起拍摄首辆Cybertruck量产车型纪念照，Cybertruck原型车于2019年11月首次亮相，三年后才开始生产，曾多次推迟开发。我们预计，特斯拉Cybertruck皮卡车将在2023年第三季度末的交付活动中正式发布，并与四季度实现小批量交付。据盖世汽车7月25日报道，特斯拉Cybertruck目前已获得超过190万份订单。

图表 24 Cybertruck 首辆量产车



资料来源：汽车之家，太平洋研究院

图表 25 Cybertruck 牵引概念图



资料来源：特斯拉，太平洋研究院

拓普集团单车配套价值量有望达1.2万，cybertruck销量增长贡献业绩增量。2023年5月马斯克在股东大会上表示，Cybertruck将在年内开始交付，2024年进入量产阶段，预计年产量为25-50万辆。另外特斯拉已向Cybertruck项目的供应商发送需求，要求供应商计划每年生产37.5万辆Cybertruck的基础产量。我们预计拓普集团为特斯拉cybertruck配套产品包括内外饰、底盘系统、热管理系统，相较于model/Y新增配套门内板、仪表板等品类，单车配套价值量有望达到1.2万元。

图表 26 特斯拉 cybertruck



资料来源：特斯拉 2023 投资者日，太平洋研究院整理

图表 27 特斯拉 cybertruck 配套品类测算



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

## (二) 驱动 2：上海临港工厂改造持续，2024 产能仍有上行空间

特斯拉一期二期工程快速落地，产能迅速爬坡。2018年7月特斯拉与上海市政府及临港管委会、临港集团签署纯电动车项目投资协议，2019年1月特斯拉中国工厂一期奠基仪式，2020年1月国产Model 3正式对外交付。2021年1月特斯拉宣布上海二期项目正式启动，2020年2月上海工厂二期主体结构开始施工建设，2021年国产Model Y正式交付。伴随特斯拉工程建设加速，产能快速增长，2020年至2022年特斯拉上海工厂分别交付13.7、48.4、71.1万辆。

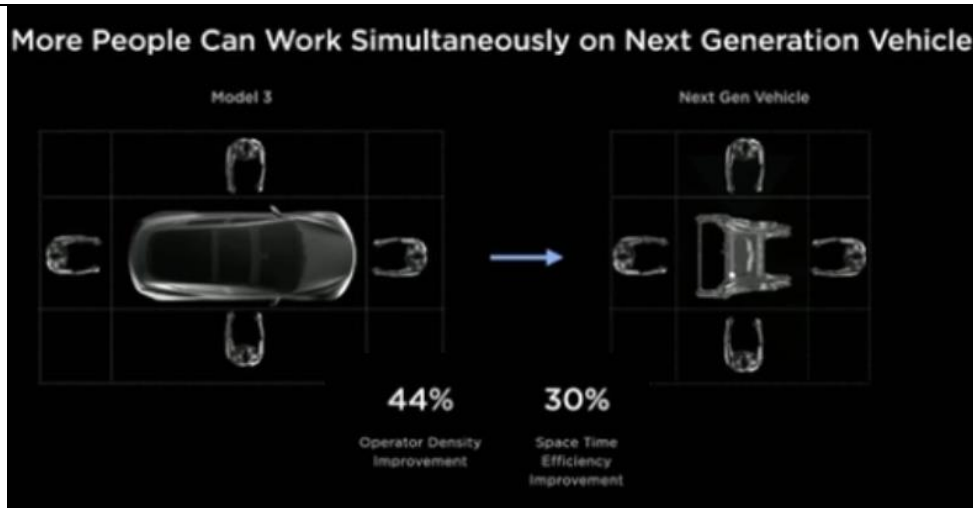
图表 28 特斯拉上海工厂进展梳理

期数	时间	项目进程
上海一期	2018 年 7 月	特斯拉与上海市政府及临港管委会、临港集团签署纯电动车项目投资协议
	2018 年 10 月	特斯拉项目签订土地转让合同
	2018 年 12 月	获得一期首张施工许可证
	2019 年 1 月	特斯拉中国工厂一期奠基仪式
	2019 年 10 月	一期工程竣工综合验收全部完成
	2019 年 12 月	第一批 15 辆 M3 正式向内部员工交付
	2020 年 1 月	国产 M3 正式交付
上海二期	2020 年 1 月	特斯拉宣布上海二期项目正式启动
	2020 年 2 月	上海工厂二期主体结构开始施工建设
	2020 年 3 月	上海工厂二期外维护结构开始施工建设
	2020 年 10 月	上海工厂二期主体结构和外维护结构竣工
	2021 年 1 月	国产 MY 正式交付
上海三期	2023 年 5 月	特斯拉申请监管许可以扩产，环评报告公告称扩产后动力系统年产能力增加 50 万套至 175 万套

资料来源：汽车之家，太平洋研究院整理

特斯拉新一代车型零件数量减少装配方式改进，产能有望进一步提升。在2023年投资者日活动上特斯拉方面表示，将继续减少Model Y车身零部件数量，而且下一代新车也将基于该生产工艺。将车身分解为几个部分，从时空角度提升生产效率30%，将并可以将序列组装和平行组装同时进行，例如内饰从下到上组装，同一时间对不同部分进行操作。特斯拉方面多次强调，最终整车的组装将只需要进行一次。

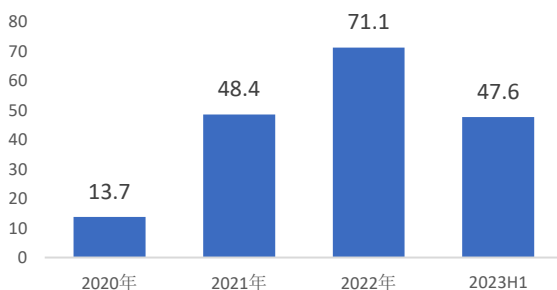
图表 29 特斯拉新一代平台装配方式改进



资料来源：特斯拉投资者日发布会，太平洋研究院

上海超级工厂年产能有望扩充至110-120万，挖潜增效有望扩宽产能空间。特斯拉上海超级工厂预计已于2022年完成产线改造，改造完成后若三班制生产模式，Model 3的单日产量将达到1000-1200辆，而完成改造的Model Y产线产量将达到每天2200辆左右。按照改造完成后的单日产量计算，上海超级工厂的年产能将扩充至120万辆左右，2023H1特斯拉上海工厂产量约47.6万辆，我们预计2023年全年产量为100万辆，在三期建设未启动的情况下上海特斯拉工厂2024年相较于2023年仍有约20%的增长空间。

图表 30 特斯拉上海工厂产量（万辆）



资料来源：ifind，太平洋研究院

图表 31 特斯拉上海工厂



资料来源：新浪网，太平洋研究院



特斯拉上海新三期工厂规划100万辆产能，扩产备受期待。上海新三期工厂位于现有工厂南侧，原计划于2021年5月动工，但当时土地招拍被政府叫停，拖延至今，但上海新三期项目从未终止。据彭博社报道，特斯拉上海新三期扩建计划原定于2023年年中开始，届时工厂产能将升至200万辆。2023年5月，根据特斯拉提交的环评材料显示，可能的扩建将上海工厂年动力系统产能提升至175万套。我们预计上海新三期项目进程有望在年内取得突破，以配合特斯拉新平台车型的上市规划。产能方面，我们假定其设计产能为年产100万辆，分两阶段爬产，用于生产新平台车型，建成后上海工厂设计年产能预计为200万辆。

### （三） 驱动 3：新势力更高增速与 ASP，助力公司多元化增长

公司与理想、蔚来等新势力车企签署战略合作协议，客户结构持续优化。2022年11月15日理想汽车官微发布消息称，在宁波拓普集团杭州湾制造基地，公司与宁波拓普集团签署了战略合作框架协议。2023年3月16日拓普集团发布公告，公司与蔚来签署战略合作框架协议，现阶段针对双方合作的底盘系统、车身轻量化、热管理系统、内外饰系统和NVH减震系统等产品展开多维度的全方位战略合作。在智能座舱部件、空气悬架系统和智能驾驶系统等产品进行全方位的合作探讨。

图表 32 理想汽车与拓普集团签订战略合作协议



资料来源：公司公告，太平洋研究院

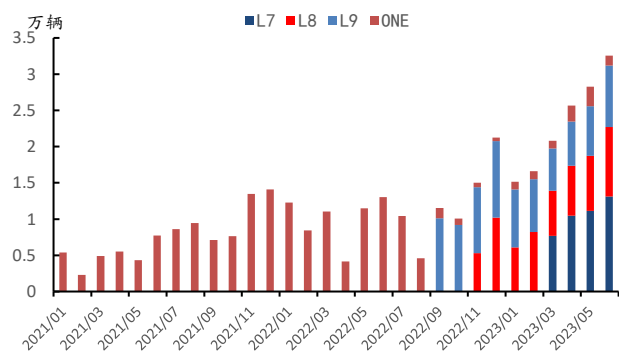
图表 33 蔚来汽车与拓普集团签订战略合作协议



资料来源：公司公告，太平洋研究院

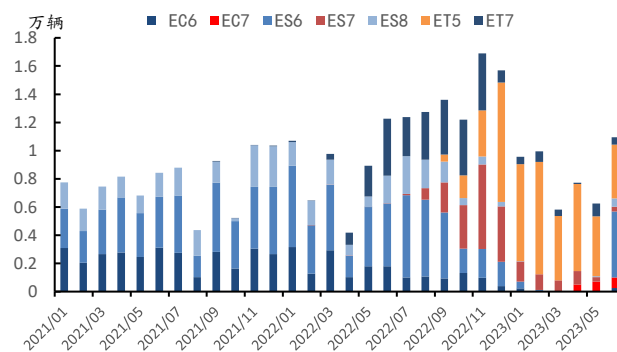
新势力客户销量有望加速增长，助力公司业绩再上一层楼。理想汽车定位精准，切入家庭舒适SUV细分领域，当前产品序列包含L7、L8、L9三款大中型SUV，销量表现亮眼。2023年5月-7月销量分别为2.8、3.3、3.4万辆，根据理想2023年二季度业绩发布会内容，2023年四季度单月销量有望达到4万辆，近期将会推出一款增程车型及3款纯电车型，销量有望持续增长。近期ES6与ET5t上市，后续蔚来有望实现NT2.0全面覆盖，销量进一步增长。我们预计2023-2025年蔚来、理想销量分别为18、28、45万辆，理想汽车36、64、85万辆，新势力销量快速增长助力公司业绩提升。

图表 34 理想汽车各车型销量（万辆）



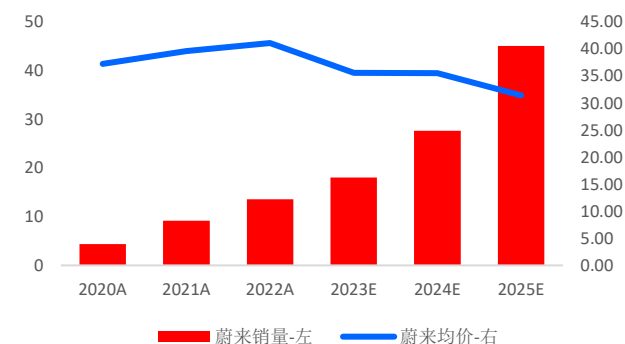
资料来源：marklines，太平洋研究院

图表 35 蔚来汽车各车型销量（万辆）



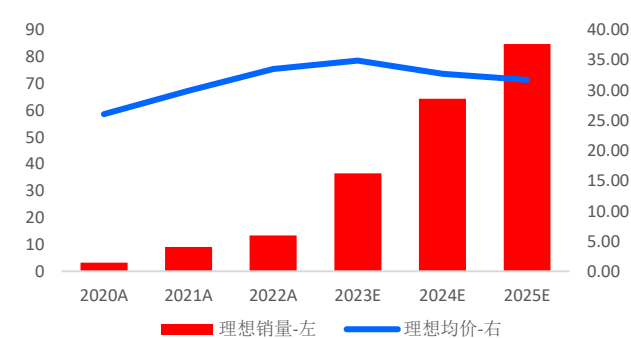
资料来源：marklines，太平洋研究院

图表 36 蔚来汽车未来销量预测（左万辆，右万元）



资料来源：太平洋研究院整理

图表 37 理想汽车未来销量预测（左万辆，右万元）



资料来源：太平洋研究院整理

**新势力配套价值量进一步提升，价量齐升助力公司业绩增长。**2022年11月15日理想汽车与宁波拓普集团签署了战略合作框架协议。理想汽车与拓普集团在底盘系统、热管理、内外饰等产品领域紧密合作，我们预计拓普集团为理想汽车配套单车价值量超1万元。另外拓普集团与蔚来及问界分别签订战略协议，公司主要配套蔚来铝合金副车架及减震产品，公司为问界配套铝合金副车架、底盘件、热管理等产品，其中为问界M9配套空悬、热管理、一体化压铸、铝合金副车架及底盘件，我们预计单车配套价值量最高有望超2万元，拓普集团有望为小米汽车配套空气悬挂及线控制动等产品。

图表 38 拓普集团为新势力造车配套产品价值量测算

品牌	车型	产品	单车 ASP（元）
理想	L7	铝合金副车架及底盘件	7000
		热管理	3000
	L8	铝合金副车架及底盘件	7000
		热管理	3000
	L9	铝合金副车架及底盘件	7000



		热管理	3000
问界	M5	铝合金副车架及底盘件	5000
	M7	铝合金副车架及底盘件	5000
		热管理	3000
	M9	空悬	8000
		热管理	3000
		一体化压铸	3000
		铝合金副车架及底盘件	7000
蔚来	N/A	铝合金副车架+减震	4000

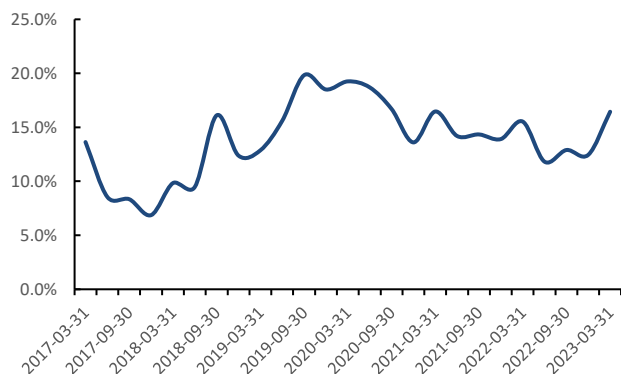
资料来源：太平洋研究院整理

### 三、 中长潜力明确，全球市场多轮展望共振可期

#### （一） 驱动 1：特斯拉全球增长，把握核心 Alpha 长期驱动

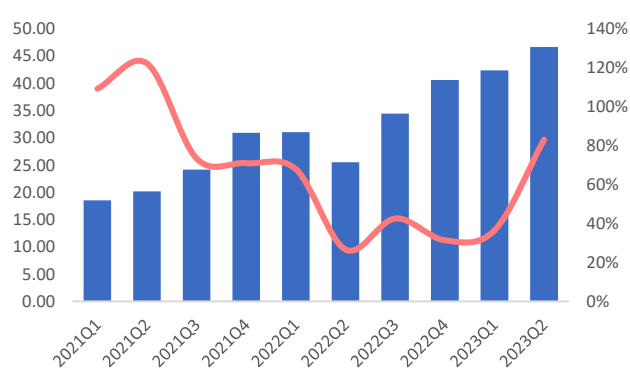
特斯拉全球销量持续提升，大赛道增长持续。2017年特斯拉全球新能源汽车渗透率仅为8.7%，年内Q4渗透率仅为6.9%，处于近七年历史低位。2018年开始特斯拉全球新能源汽车渗透率持续提升，2019年Q3创下19.8%的历史峰值，而后缓慢下行，2022年渗透率回落至13%。2023年Q1渗透率拐点出现，单季为16.4%，同比增长0.9pcts，环比增长3.9pcts。展望后续，特斯拉新车型逐步落地，销量持续释放，有望推动渗透率回升至20%并向30%发起冲击。

图表 39 特斯拉全球新能源汽车市占率



资料来源：iFind，太平洋研究院

图表 40 特斯拉全球季度销量及增速



资料来源：公司公告，太平洋研究院测算

特斯拉车型矩阵逐渐完善，拓普参与见证浪潮。特斯拉在2023年投资者日上公布其未来的产品矩阵，新增三款车型，分别为紧凑车型、VAN车型以及大巴车型。其中紧凑车型基于下一代平台打造，预计价格在2.5万美元，相较于Model 3/Y此车型价格进一步下沉，有望成为特斯拉最畅销的车型，根据特斯拉“宏伟计划”第三篇章文件显示，该车型目标销量在4800万辆，为Model 3/Y的两倍，占据特斯拉销量的50%。而大巴车型和VAN车型销量预计分别为100/1000万辆。

图表 41 特斯拉车型规划



资料来源：特斯拉2023投资者日，太平洋研究院

预计特斯拉2025年产能升至445万辆。2023-2025年特斯拉德州及柏林工厂产能稳步爬升，特斯拉预计2025年两座超级工厂年产能均将提升至50万辆。我们预计中国工厂三期有望在2025年落地并贡献产能，届时上海工厂年产能将升至200万辆。墨西哥工厂方面，据外媒报道墨西哥工厂最新建成投产时间为2025Q1，因此我们预计2025年首期100万辆产能或实现80万辆。综合来看，预计2023-2025年特斯拉全球产能分别为227/273/445万辆，2023-2025年CAGR达到39.25%。

图表 42 特斯拉各工厂产能

特斯拉超级工厂产能	2022A	2023E	2024E	2025E
中国工厂	75	100	120	200
加州工厂	65	65	65	65
德州工厂	12.5	31	44	50
柏林工厂	12.5	31	44	50
墨西哥工厂	/	/	/	80
全球产能合计	165	227	273	445

资料来源：特斯拉财报，公司公告，太平洋研究院整理

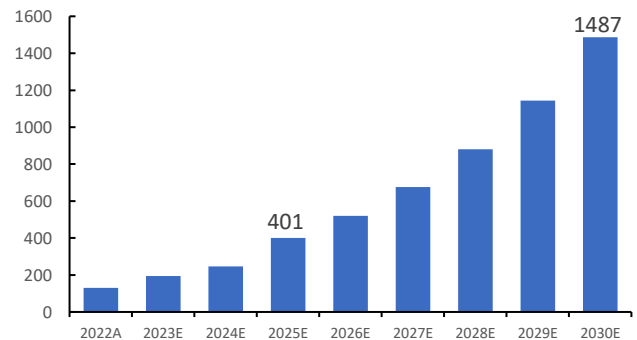
预计2030年特斯拉实现年交付近1500万辆的目标。特斯拉在宏伟蓝图第三篇章中介绍，特斯拉计划在2030年将汽车年交付量提升至2000万辆，按照2022年131万辆交付量计算，2022-2030年八年汽车交付量复合增速在40.6%。我们认为，2025年特斯拉产能利用率有望提升至90%，445万辆产能对应401万辆的交付量。参考特斯拉规划，并结合历史产能扩张情况，我们保守预计2030年交付量目标在1500万辆，对应2025-2030年五年复合增长率约为30%。

图表 43 特斯拉车型规划信息

Vehicle Type	Tesla Equivalent	Cathode	Pack Size (kWh)	Vehicle Sales
Compact	[TBD]	LFP	53	42M
Midsized	Model 3/Y	LFP	75	24M
Commercial/ Passenger Vans	[TBD]	High Nickel	100	10M
Large Sedans, SUVs & Trucks	Model S/X, Cybertruck	High Nickel	100	9M
Bus	[TBD]	LFP	300	1M
Short Range Heavy Truck	Semi Light	LFP	500	1M
Long Range Heavy Truck	Semi Heavy	High Nickel	800	2M
Total	-	-	-	89M

资料来源：特斯拉 Master Plan Part3, 太平洋研究院整理

图表 44 特斯拉 2022-2030 年交付量（万辆）



资料来源：公司公告, 太平洋研究院测算

拓普集团全球工厂建设持续推进,拓普就地布局实现快速响应。当前拓普集团已经实现欧洲、亚洲、南美、北美全球布局,海外形成马来西亚、波兰、巴西、墨西哥四大制造中心,中国(宁波、上海、深圳)、美国、瑞典六大技术研发中心,持续海外布局快速响应客户需求。其中波兰波兹南工厂2020年投资建设,主要为柏林特斯拉超级工厂提供热管理配套。墨西哥一期220亩(布局轻量化底盘+热管理+内饰+机器人执行器)持续推进中,未来将根据订单需求规划有望建设千亩智能制造产业园,墨西哥工厂有望就近配套北美区域各大主机厂客户,显著降低关税成本。

图表 45 拓普集团全球化布局



资料来源：公司官网, 太平洋研究院

欧洲：德国柏林超级工厂，拓普欧洲扩大布局。当前特斯拉柏林工厂主要生产Model Y车型,预计未来每年生产至少50万辆汽车以及所需电池,并为当地创造至少1.2万个工作岗位。2022年3月22日特斯拉位于德国柏林郊区的超级工厂正式开业。另外特斯拉计划进一步扩产柏林工厂,并希望在扩建后实现每年生产100万辆汽车和100GWh的电池的目标。新计划还包括水回收设施、新的物流区、更多的电池存储区、太阳能屋顶和所谓的“太阳能屋顶充电”项目。新厂区的扩建计划将分三个阶段进行,第一阶段如果获得批准将于2024年上半年投入运营。

图表 46 特斯拉柏林工厂



资料来源：iFinD，太平洋研究院

图表 47 特斯拉柏林工厂扩建规划



资料来源：公司公告，太平洋研究院测算

**拓普波兰全面配套，有望受益于柏林特斯拉工厂扩产。**2020年12月1日特斯拉宁波拓普集团股份有限公司发布公告称，为满足客户订单需求，进一步完善全球产能布局，该公司决定在波兰投资建厂。波兰工厂选址波兰华沙设立全资子公司，租赁约3.2万平方米的定制化厂房，生产汽车副车架产品，拓普波兰项目计划总投资3000万欧元，计划每年向德国新能源主机厂客户供应50万套底盘产品，工厂包含凸焊、焊接、电泳、组装等生产工艺，拥有独立的办公室和实验室。2021年7月29日公司发布公告对波兰子公司增加投资额，公告称为满足产能需求，降低物流成本，提高响应速度，公司拟用自有或自筹资金对拓普波兰增加投资额不超过3000万欧元。公司波兰工厂产能布局可有效辐射德国等周边国家，主要为特斯拉德国工厂提供产品配套服务，拓普落子欧洲布局，后续有望持续受益特斯拉全球化进程。

图表 48 拓普波兰工厂位置



资料来源：百家号，太平洋研究院

图表 49 波兰工厂供应主要品类



资料来源：公司公告，marklines 太平洋研究院测算



## （二）驱动 2：北美市场再下一城，落子蒙特雷打开北美市场

IRA法案取消单一制造商补贴车辆上限，北美电动车市场迎大周期：2023年1月起IRA取消现行政策下单一车企20万辆销量补贴上限，提供7,500美元/车税收抵免，并新增二手车4,000美元补贴，相应的特斯拉、通用、丰田等可重获补贴；但IRA同时对补贴提出产业链本土化比例要求，我们认为车企拿满7500美元补贴较难。总体上，我们认为IRA将潜在可获补贴的车企及范围进一步扩大，对美国新能源车需求将形成进一步激励，渗透率有望快速提升。

图表 50 IRA 法案电动车重点内容

IRA 法案有效期		2023 年 1 月至 2032 年底
新车	税收抵免内容	维持此前 7500 美元税收抵扣
		取消之前的每个制造商 20 万辆汽车抵免上限
		扩大到同样适用于电动和氢燃料电池驱动的车辆
	条件	1) 电池材料要求：(a) 满足关键矿物要求可以获得 3,750 美元抵免：电池关键物质（含镍锰钴锂、石墨等）40%的价值量由美国或与美国签订自由贸易协定的国家提取或加工，从 2024 起到 2029 年每年递增 10%、直到 80%。(b) 满足电池组件要求可以获得 3,750 美元抵免：电池组件（含正负极、铜箔、电解液、电芯以及模组）由美国或与美国签订自由贸易协定的国家制造或组装的价值量大于 50%（2023 年），从 2024 起到 2029 年每年递增 10%、直到 100%。
		车辆装配要求
		新车必须在北美进行组装才可申请
		车辆价格要求
二手车	条件	仅限于定价不超过 8 万美元的电动卡车、货车和 SUV，以及价格不超过 5.5 万美元的轿车。
		购车人收入要求
		个人总收入上限为 15 万美元，户主为 22.5 万美元，联合申报人为 30 万美元。
		其他
	购买人需是个人，需要在经销商处购买，二手车生命周期内只能获得一次补贴	

资料来源：美国国会官网，太平洋汽车研究院

特斯拉墨西哥工厂宣布落地，特斯拉产业链有望再迎第二增长曲线。马斯克于3月1日投资者大会上宣布在墨西哥建设特斯拉第五座超级工厂，该工厂计划生产下一代新车型，年产能前期在100万辆，后期将提升至200万辆，预计2024年投产。特斯拉持续扩充产能，我们预计2023年至2025年产能分别为248、309、350万辆，同比增长33%、25%、13%。目前下一代平台规划有两款新车，马斯克预计该平台车型年产量将超500万辆。此外，在贸易协定的支持下，墨西哥也成为北美汽车产业的重要供应国，因此墨西哥成为企业海外市场的重要战略布局构成。

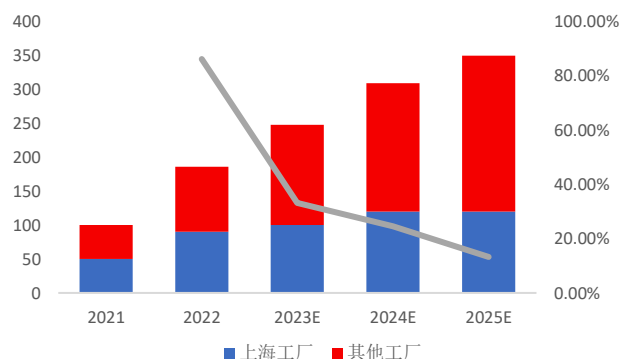


图表 51 特斯拉墨西哥工厂



资料来源：特斯拉 2023 投资者日，太平洋研究院整理

图表 52 特斯拉产能



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

**拓普集团墨西哥布局加速落地，海外工厂再下一城。**2022年9月公司公告称，公司在墨西哥新设全资子公司拓普集团墨西哥有限公司，并拟在墨西哥购买工业用地建设新能源汽车零部件生产基地，主要生产轻量化底盘、内饰系统、热管理系统及机器人执行器等产品。2023年3月31日，公司全资子公司拓普集团墨西哥有限公司签订《土地转让及工业园区服务协议》，以 865.41 万美元受让华富山工业园位于墨西哥新莱昂州的约220亩工业用地，用于建设汽车零部件生产基地。目前，公司墨西哥一期工厂220亩正加快实施，预计年底开始安装设备，2024年投产。

图表 53 墨西哥莱昂州位置



资料来源：特斯拉 2023 投资者日，太平洋研究院整理

图表 54 拓普集团在墨西哥设立全资子公司公告

证券代码：601689 证券简称：拓普集团 公告编号：2022-081  
转债代码：113061 转债简称：拓普转债

宁波拓普集团股份有限公司

关于在墨西哥新设全资子公司的公告

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

重要内容提示：

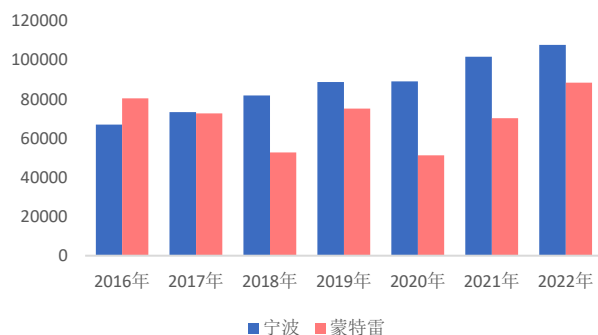
- 新设子公司名称：拓普集团墨西哥有限公司
- 投资金额：预计总投资额不超过 2 亿美元，公司将根据具体投资进程履行相应的审批程序。

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

**墨西哥建厂成本关税等优势显著，有望打开公司第二增长曲线。**人力成本方面，蒙特雷相较于宁波具有显著优势，同花顺ifind数据显示，2022年宁波职工平均税后工资为10.8万元人民币，而蒙特雷折合人民币仅8.8万元，水电费方面，蒙特雷相较于中国均有明显成本优势。另外关税方面墨西哥优势更为显著，墨西哥、美国和加拿大签署了北美自由贸易总协定，让墨西哥的工业品能够以几乎0关税条件下出口美国，而国内零部件出口美国需要征收关税27.5%。公司在墨西哥工厂

土地采用租赁方式，相较于直接购买短期成本较低，有望快速实现盈利。

图表 55 蒙特雷与宁波平均税后工资（人民币元）



资料来源：ifind，太平洋研究院整理 备注：汇率按 1USD=7.17CNY 计算，宁波税后工资按税前 80% 计算

图表 56 墨西哥工业水电费与国内对比（人民币元）

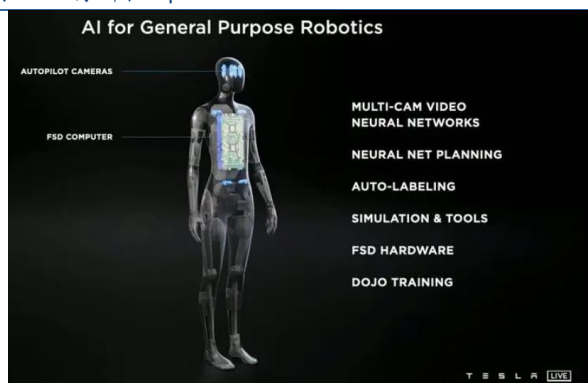
费用类型	地区	价格	单位
电费	中国	1.20	元/度
	墨西哥	0.84	元/度
天然气费用	中国	3.00	元/立方米
	墨西哥	2.44	元/立方米
水费	中国	4.10	元/吨
	墨西哥	2.22	元/吨

资料来源：百家号，太平洋研究院整理 备注：汇率按 1USD=7.17CNY 计算

### （三）驱动 3：人形机器人潜力巨大，支撑估值第二成长空间

**特斯拉Optimus快速进化。**2023年5月16日马斯克在特斯拉2023年股东大会上展示了人形机器人Optimus的最新进展，视频中机器人通过其头部装载的摄像头和传感器来发现周边的环境并且记录其行走路线，做到了自如流畅地行走。此外，视频中展现了机器人的运动控制能力，通过电机扭矩的控制实现了更加精准的动作执行表现，可实现支撑弹跳、物体抓取等动作实现。特斯拉机器人结合真人展示训练AI过程，现阶段实现了端到端的控制能力，最终目标是完成超级复杂的任务，相较于2022年AI DAY展示的成果，特斯拉Optimus实现了快速的进化。

图表 57 特斯拉 Optimus



资料来源：特斯拉 2023 股东大会，太平洋研究院整理

图表 58 特斯拉 Optimus



资料来源：特斯拉 2023 股东大会，太平洋研究院整理

**人形机器人潜在需求达百万亿级别。**马斯克在2023年特斯拉股东大会上曾表示，人形机器人Optimus的需求可能远远超过汽车的需求，未来可能的市场需求在100亿台。国际劳工组织数据测算，2021年全球劳动人口约34.5亿人，假设人形机器人单价25万元，如其中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100万亿级别。根据麦肯锡报告显示到2030年，全球约有4

亿个工作岗位将被自动化机器人取代，如果按20%渗透率测算，全球人形机器人市场空间约为0.8亿台。总的来看，人形机器人的市场空间极具潜力，保守估计潜在的市场规模在1亿台以上。

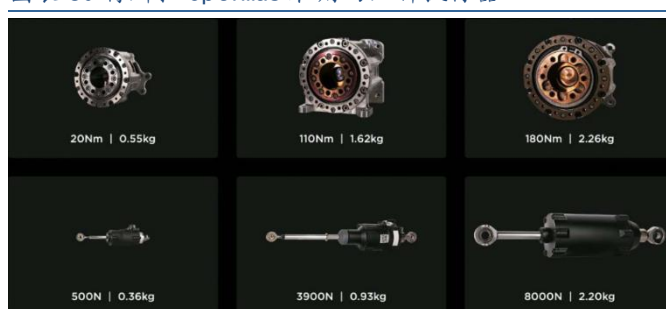
**特斯拉Optimus中执行器占据较高的价值量。**参考工业机器人价值量，减速器/伺服系统/本体/控制器的制造成本占比分别为35%/25%/15%/10%，合计占据70%的整机成本。根据特斯拉2022年AI DAY展示资料显示，Optimus执行器共6种28个（不含手部），其中16个为旋转执行器，12个为线性执行器。由于Optimus人形机器人其仿生的关节活动，执行器成为决定其精准运动表现的核心，价值量占比较高，国产替代潜力巨大。

图表 59 特斯拉 Optimus 执行器分布



资料来源：特斯拉 2023 股东大会，太平洋研究院整理

图表 60 特斯拉 Optimus 采用的六种执行器



资料来源：特斯拉 2023 股东大会，太平洋研究院整理

**短期来看，特斯拉Optimus快速升级，人形机器人相关产业链迎来利好。**人形机器人主要由四模块组成：机器视觉软硬件、运动控制模块、机身和芯片，其中伺服电机、减速器、控制系统和驱动器等构成人形机器人的核心零部件。参考工业机器人的成本构成，减速器/伺服系统/本体/控制器分别占机器人整机成本的35%/25%/15%/10%，其中核心零部件成本合计约占整机成本的70%。

图表 61 人形机器人核心模块及其产业链标的

模块	功能及特性	产业链标的
机器视觉	是用机器代替人眼来做测量和判断，通过视觉传感器进行图像采集，并由图像处理系统进行图像处理和识别	奥普特、天准科技、奥比中光
减速器	实现对颈部、手臂、手指、躯干、腿部等部位的控制	绿的谐波、中大力得、秦川机床、昊志机电、双环传动、汉宇集团
执行器	接收控制器发来的信号，并对受控对象施加控制运行作用，是执行实际动作的部件，相当于人类的四肢	三花智控、拓普集团、鸣志电器、江苏雷利、奥普光电、贝斯特、伟创电气、柯力传感、汉威科技
控制系统	负责向机器传递指令动作，控制机器人的运动位置、姿态和轨迹	拓斯达、埃斯顿、禾川科技、信捷电气、柏楚电子、雷赛智能、新时达
伺服系统	用于是实现精准定位与精细化控制，主要由伺服驱动器、伺服电机和编码器组成	拓斯达、维宏股份、禾川科技、信捷电气、汇川技术、昊志机电、英威腾、雷赛智能
本体	主要起到支撑、连接各个关节的作用	亿嘉和、优必选
芯片	处理大量数据，进行分析并下达操作指令	海光信息、寒武纪、兆易创新、普冉股份

资料来源：太平洋研究院整理

**拓普集团或为特斯拉Optimus供应旋转执行器和线性执行器，相较于汽车市场潜力巨大。**拓普集团的机器人运动执行器包括电机、电控及减速机构等部件组成，覆盖旋转执行器和直线执行器，

样品获得客户的认可，相较于汽车零部件产品，单个机器人配套价值量迅速提升，后续发展潜力巨大。我们预计单个机器人直线执行器配套价值量有望达2万元，配套直线执行器+旋转执行器价值量有望翻倍。

图表 62 人形机器人价值量测算

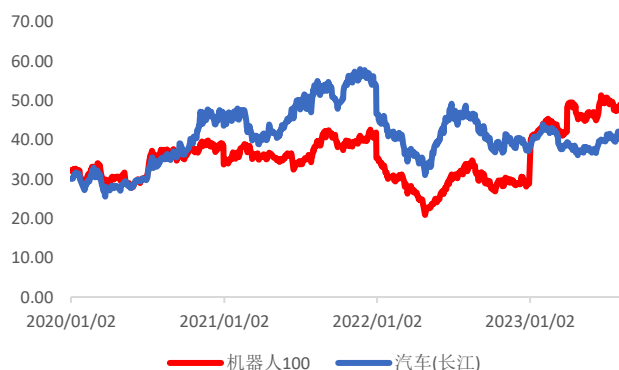
模块	单台用量	价值量合计 (元)	零部件	单车用量	价值量合计 (元)
智能感知	1	25400	摄像头	3	1050
			毫米波雷达	1	350
			AI 芯片	1	10000
			其他传感器	1	14000
旋转执行器	14	34300	谐波减速器	14	9800
			无框电机	14	21000
			力矩传感器	14	2800
			轴承	14	700
线控执行器	14	38500	无框电机	14	21000
			力矩传感器	14	2800
			滚珠丝杠	14	14000
			轴承	14	700
灵巧手	2	31400	空心杯电机	12	7200
			步进电机	4	800
			多级行星减速器	12	3600
			滚珠丝杠	12	2400
			触觉传感器	14	14000
			力矩传感器	12	2400
			红外探测	2	1000
其他	N/A	45000	通讯	1	7000
			散热	1	5000
			电池组	1	3000
			碳纤维	N/A	30000

资料来源：公司公告，雪球，太平洋研究院整理

**机器人迅速发展2023年估值快速抬升，机器人成分拔高公司估值。**随着人工智能和先进技术的迅猛发展，机器人产业正成为全球各大科技巨头争相布局，结合人工智能技术的发展，机器人正逐渐朝着可以感知、学习和自主决策的智能化方向迈进，机器人板块估值快速抬升。当前机器人指数板块PE达到48倍，高于汽车板块估值40倍。另外机器人板块收益率显著高于汽车板块，2023年1月至今机器人板块收益率达到20.37%，汽车板块为9.54%。伴随公司机器人业务发展，有望持续抬高公司估值。

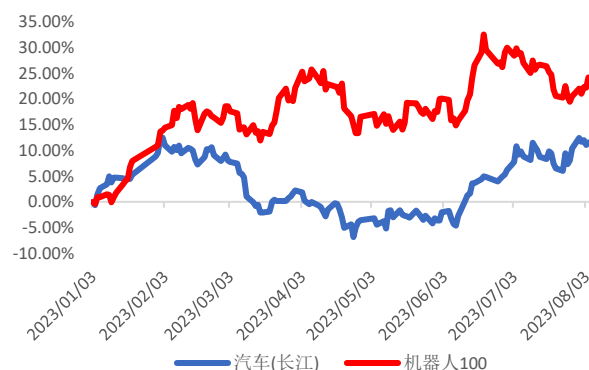


图表 63 机器人板块与汽车板块 PE



资料来源：ifind，太平洋研究院

图表 64 2023 年汽车板块与机器人板块涨跌幅



资料来源：ifind，太平洋研究院

#### (四) 驱动 4：海内外跨界造车进行时，拓普基因互补多元配套

伴随新能源汽车发展，海内外新势力造车快速崛起。国内市场目前新势力及互联网跨界造车主要品牌包括蔚来、理想、小鹏、小米、问界等，重点车型包括蔚来ET5/ET7/EC6/ES6，理想L7/L8/L9，小鹏P7/G6/G9，问界M5/M7等，美国新势力包括Rivian R1S/R1T，Lucid AIR等车型。

图表 65 中美重点新势力及互联网造车企业与车型

国别	品牌	车种	品牌型号	起售价
中国	蔚来汽车	B 级轿车	蔚来 ET5	29.8 万
		旅行车	蔚来 ET5T	29.8 万
		C 级轿车	蔚来 ET7	42.8 万
		中型 SUV	蔚来 EC6	39.6 万
		中型 SUV	蔚来 EC7	45.8 万
		中型 SUV	蔚来 ES6	33.8 万
		中型 SUV	蔚来 ES7	43.8 万
		中大型 SUV	蔚来 ES8	49.6 万
	理想汽车	中大型 SUV	理想 L7	31.98 万
		中大型 SUV	理想 L8	33.98 万
		中大型 SUV	理想 L9	42.98 万
	小鹏	B 级轿车	小鹏 P5	15.69 万
		C 级轿车	小鹏 P7	20.99 万
		紧凑型 SUV	小鹏 G3	14.89 万
		中型 SUV	小鹏 G6	20.99 万
		中大型 SUV	小鹏 G9	30.99 万
美国	AITO	中型 SUV	问界 M5	24.98 万
		中大型 SUV	问界 M7	28.98 万
	小米汽车	B 级轿车	MS11	预计 14.99 万起
	Rivian	中大型 SUV	R1S	7.75 万美元
		皮卡	R1T	7.5 万美元
	Lucid	D 级轿车	Lucid Air	7.74 万美元

资料来源：太平洋研究院整理



拓普集团作为Tier0.5平台，与跨界造车形成良好的互补基因，助力车企缩短造车周期，与华为小米等公司形成优势互补。整车厂与具有平台级供应能力的零配件供应商之间强强联手，车企主要负责完成产品的精准定位及原型设计，然后即可召集合作伙伴共同完成产品细化设计。为加快速度，在设计过程中采取“三同时”的方法，即采用虚拟仿真技术，实现制造同时设计、质量控制同时设计、物流同时设计。在制造开展的同时，设计方面还需要实现设备同时、工艺同时、节拍同时，从而实现大幅缩短研发周期和批产周期，大幅缩短造车时间，进而形成“快鱼吃慢鱼”的领先优势。

图表 66 跨界/互联网/新势力造车与拓普集团优势互补



资料来源：太平洋研究院整理

**国内市场：理想、问界、蔚来、小米深度合作，提供平台化配套方案。**2022年11月15日理想汽车与宁波拓普集团签署了战略合作框架协议。理想汽车与拓普集团在底盘系统、热管理、内外饰等产品领域紧密合作，拓普集团为理想汽车配套单车价值量有望超1万元。另外拓普集团与蔚来及问界分别签订战略协议，公司主要配套蔚来铝合金副车架及减震产品，公司为问界配套铝合金副车架、底盘件、热管理等产品，其中为问界M9配套空悬、热管理、一体化压铸、铝合金副车架及底盘件，单车配套价值量有望超2万元。拓普集团有望为小米汽车配套空气悬挂及线控制动等产品。

图表 67 拓普集团为新势力造车配套产品价值量测算

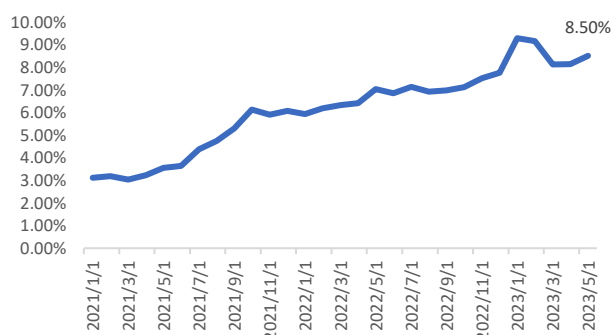
品牌	车型	产品	单车 ASP
理想	L7	铝合金副车架及底盘件	7000
		热管理	3000
	L8	铝合金副车架及底盘件	7000
		热管理	3000
	L9	铝合金副车架及底盘件	7000
		热管理	3000
问界	M5	铝合金副车架及底盘件	5000
	M7	铝合金副车架及底盘件	5000
		热管理	3000
	M9	空悬	8000
		热管理	3000
		一体化压铸	3000

		铝合金副车架及底盘件	7000
蔚来	N/A	铝合金副车架+减震	4000

资料来源：太平洋研究院整理

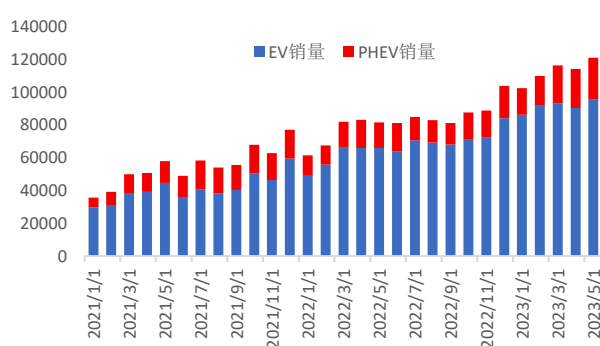
**海外市场：**公司新开拓RIVIAN、Lucid、福特等北美新能源客户，有望受益于北美地区新能源车渗透率持续提升。2022年美国新能源汽车销量为92万辆，同比增长52%，渗透率仅为7%。为推动新能源汽车发展，IRA法案取消补贴车辆限额推动，美国2023年新能源汽车渗透率显著提升，至2023年5月美国新能源汽车渗透率维持高位达到8.5%，环比增长0.36pcts，新能源汽车销量为12.08万辆，环比上升0.68万辆。在北美地区拓普集团除特斯拉、通用、克莱斯勒等客户外，公司新定点美国造车新势力RIVIAN（单车价值1.1万元）、Lucid，以及福特新能源汽车业务等，预计将充分受益于北美新能源汽车渗透率的快速提升。

图表 68 美国新能源汽车渗透率



资料来源：marklines，太平洋研究院

图表 69 美国新能源汽车月度销量 (辆)



资料来源：marklines，太平洋研究院

**Rivian为美国新势力造车，当前产品包括R1T和R1S两款车型。**Rivian创办于2009年，总部位于加州埃尔文，在伊利诺伊州诺莫尔还有一家汽车组装工厂，专注于电动皮卡车Rivian R1T和电动SUV Rivian R1S。Rivian R1T电动皮卡拥有四个电动马达，总功率可达至745马力，此外还有可选的105-kWh或135-kWh电池组，续航里程最远可达644公里。Rivian R1T电动皮卡最大的载重能力达到了816公。R1S的内饰布局简洁，整车采用2+3+2的7座布局，且第二、三排地板均相当平坦。动力方面，新车提供三种不同的电池组分别为105kWh、135kWh和180kWh。匹配相同的四电机驱动，最大功率分别为400马力和750马力，而最高型号的最大功率被限制在700马力，最大续航里程约为386km、498km和659km。

图表 70 Rivian R1S



资料来源：腾讯新闻，太平洋研究院

图表 71 Rivian R1T



资料来源：腾讯新闻，太平洋研究院

公司与Rivian在滑板底盘领域建立合作。公司为Rivian提供轻量化底盘系统，其中包括副车架、控制臂、转向节等产品，公司拥有悬架系统、线控制车、线控转向等丰富产品线及底盘调校能力，将推行Tier 0.5合作模式，为主机厂提供“2+3”平台化研发、制造和服务，拓普集团主要产品覆盖底盘轻量化、线控制动、电控转向等，与滑板底盘所需技术高度吻合，后续滑板底盘产品有望快速推出。

图表 72 滑板底盘轻量化解决方案



资料来源：公司官网，太平洋研究院

图表 73 滑板底盘电动化解决方案



资料来源：公司官网，太平洋研究院

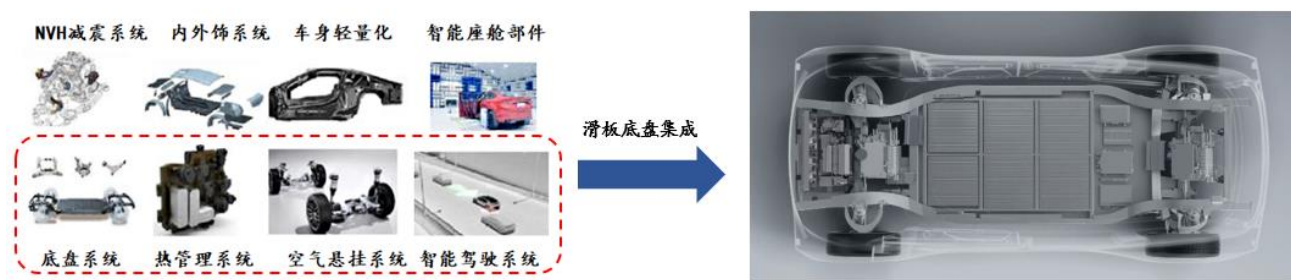
## (五) 驱动 5：底盘+N，全球化零部件平台型巨头可期

公司以减震及内饰为基础，围绕底盘产品重点布局。当前公司形成以NVH为基础和内饰产品为



基础，已经逐步开发车身轻量化、智能座舱部件、热管理系统、底盘系统、空气悬架系统、智能驾驶系统八大业务板块，其中NVH减震及内饰系统配套合资、自主、新能源等车企，单车最高ASP可达3500元；底盘轻量化配套特斯拉、理想、蔚来、问界等客户，单车配套价值量约5000元，智能刹车配套一汽、吉利、合创等客户，单车最高价值量可达4000元；热管理配套特斯拉、理想、问界等客户，单车价值量约2500元；空气悬挂配套小米、问界、几何等客户，单车价值量约8000元；一体化压铸配套高合，单车价值量最高可达6000元。后续有望延展汽车电子、自动驾驶和滑板底盘的长期规划布局。

图表 74 公司围绕底盘布局



资料来源：太平洋研究院整理

**1) 智能刹车与线控制动业务：**公司以智能刹车系统（IBS）为基础，持续扩容智能驾驶业务。IBS是高度集成的安全系统，公司研发智能刹车系统超过10年时间，2016年定增募资24亿元大力投入到IBS和电子真空泵（EVP）研发和生产，2021年11月发布第四代IBS-Pro（one-box方案），可实现线控制动的功能。通过IBS技术积累，公司具备丰富的机、电、液、软等综合开发和系统集成经验和能力，公司智能驾驶系统产品不断扩容，包括电动助力转向管柱、制动真空开关BVS、电子稳定控制系统等。

图表 75 公司增量产品



资料来源：公司公告，太平洋研究院

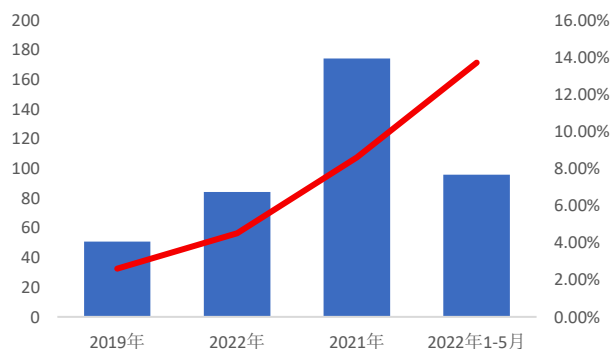
线控制动尚处于发展早期阶段总体渗透率较低，主要份额被外资垄断，国产替代空间广阔。

2019年国内乘用车的线控制动装配率在2.6%，2021年增长到8.6%。由于国内电动汽车销量的快速



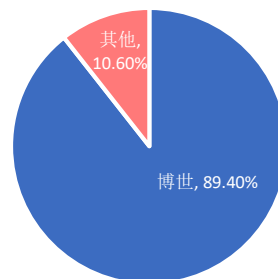
增长，新能源汽车配置率相对较高，2022年前五月线控制动装配率已攀升到13.7%。博世占据绝大部分份额，国内厂商在逐步扩大份额。2022年博世占据89.4%的乘用车线控制动市场份额，国内供应商国产替代空间广阔。

图表 76 国内乘用车线控制动装配量及装配率（万台）



资料来源：公司公告，太平洋研究院

图表 77 2022 年国内线控制动竞争格局



资料来源：公司公告，太平洋研究院

拓普的产品为One-Box类型，集成度更高成本更具有竞争力。Two-Box方案中电子助力器与ESP/ABS独立，集成度较低，价格更高。而One-Box方案中电子助力器与ESP/ABS集成，但复杂度高且存在安全隐患，需增加RBU（Redundant Brake Unit）以满足冗余要求。

图表 78 One-Box 与 Two-Box 对比

	One-Box	Two-Box
定义	整体式：EHB 继承了 ABS/ESP	分体式：EHB 和 ABS/ESP 独立
结构	1 个 ECU 1 个制动单元	2 个 ECU 2 个制动单元
成本	集成度高，成本相对低	集成度低，成本相对高
复杂性与安全性	复杂度高，需要改造踏板，踏板仅用于输入信号，不作用于主缸，故踏板需要软件调校，可能会有安全隐患	复杂度低，不需要改造踏板，驾驶员能直观感受到制动系统的变化，并可由 ABS 回馈力感受到刹车片的衰退等，能减少安全隐患。
能量回收	回收效率很高，回馈制动减速度最高 0.3g 至 0.5g	回收效率一般，回馈制动减速度最高在 0.3g 以下
自动驾驶	搭配 RBU 满足自动驾驶对冗余的要求	本身满足自动驾驶对冗余的要求

资料来源：佐思汽研，太平洋研究院

**2) 空气悬挂业务：**公司空气悬挂已拿下新势力定点，未来销量增长可以预期。公司空气悬挂业务当前暂未产生营收，但已经获得多家头部自主车企及新势力定点，预计主要客户在2023至2024年间陆续量产。公司配套客户空气弹簧、集成式空气压缩机、软件等，相较于竞争对手布局更为全面，预计空气悬挂业务2023年即产生营收，且营收规模随客户销量增长而同比增长。

图表 79 国内空气悬挂供应商主要产品

供应商	空气压缩机	空气弹簧	电磁减振器	分配阀	储气罐	ECU	传感器	客户
中鼎 (AMK)	✓			✓	✓	✓		奥迪、沃尔沃、蔚来
保隆科技		✓			✓	✓	✓	蔚来、理想、比亚迪
天润工业		✓		✓				主要为商用车
拓普集团	✓	✓		✓			✓	吉利、问界 M9、小米

资料来源：公司公告，太平洋研究院

**3) 热管理业务：**公司热管理产品主要包括热泵于热管理泵阀类。热泵空调是一种高效节能的空调设备，它利用热泵技术实现房间的制热或制冷功能。热泵空调的核心部件是压缩机和热交换器，通过吸收或排出空气中的热量来控制室内温度。在制冷模式下，热泵从室内吸收热量，然后通过压缩和热交换把热量送到室外，以达到室内降温的目的。在制热模式下，该过程反向进行，从室外吸收热量，然后通过热交换把热量送到室内，以达到供暖的目的。新能源汽车由于缺乏发动机热量，在冬天使用热泵相较于PTC制热大幅节省电能，从而实现增加续航的目的。

图表 80 拓普集团热泵



资料来源：公司官网，太平洋研究院

图表 81 分散式热管理泵阀类



资料来源：公司官网，太平洋研究院

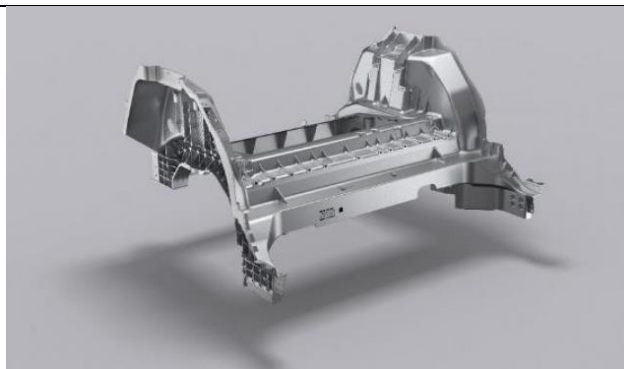
**4) 一体化压铸与轻量化业务：**公司与华人运通高合汽车联合研发的一体压铸车身后底板已正式量产下线。公司配套7200T压铸单元，后底板长宽近1700mm\*1500mm，预计重量为65kg，可以实现15%-20%的减重效果。一体压铸从轻量化、生产效率节拍、材料利用率、制造复杂度方面相较于传统冲压+焊接工艺更具效率及人力成本优势，将几十个部件的拼接转变成一次铸造成型，生产工时大幅优化，整个开发周期缩短了1/3。

图表 82 底盘轻量化产品



资料来源：公司官网，太平洋研究院




图表 83 一体化压铸系列产品



资料来源：公司官网，太平洋研究院

**提前布局乘势轻量化趋势，底盘业务快速崛起。**公司底盘轻量化产品主要包括副车架、控制臂、转向节等。公司顺应趋势前瞻性研发布局，围绕轻量化底盘系统模块产品持续拓展品类。公司自2003年启动轻量化悬挂项目，2017年收购福多纳副车架业务，进一步完善底盘系统产品线，形成“铝合金+高强度钢”布局，协同效应显著增强。拓普已具备底盘及车身部件所需轻合金全工艺能力，涵盖高压铸造、真空铸造、低压铸造、差压铸造、挤压铸造、锻造等，可为客户甄选合适解决方案+提供完全底盘部件及车身部件。

图表 84 公司底盘产品

产品大类	产品	功能说明	图片示例
底盘	副车架	悬挂连接部件与车身之间装置	
	控制臂	汽车悬架系统的主要组成部分	
	转向节	使汽车稳定行驶并灵敏传递行驶方向。	

资料来源：经济视野，公司官网，太平洋研究院

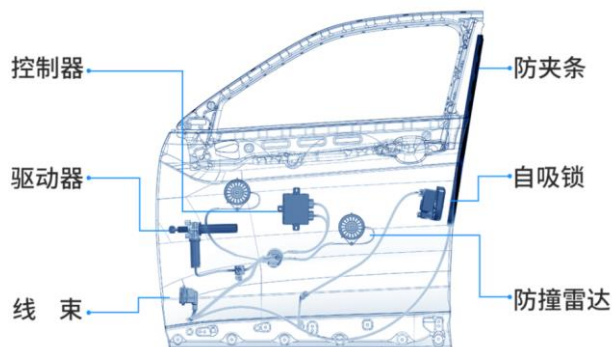
**5) 智能座舱、智动侧门、电子等业务：**公司智能座舱业务主要产品包括智能侧门控制器、电动尾门撑杆、座椅气动腰托。拓普智动侧门系统是集成了相应的智能驱动器、智能控制器、自吸电子锁、防夹条、雷达探测传感系统和人机交互系统（人脸识别、手势识别等）。电动尾门撑杆是通过运动力学计算，实现对电动撑杆最优设计，可通过调整电机的转距，齿轮箱速比，丝杆导程，弹簧力值等变量实现最优解。座椅气动腰托为气泵供气，阀模块控制气袋鼓起和放气，可控制多个袋充放气，两气袋以上腰托可以实现上下、前后四向的调节。

图表 85 公司智能座舱业务产品



资料来源：公司官网，太平洋研究院

图表 86 智动侧门结构



资料来源：公司官网，太平洋研究院

滑板底盘是专门为电动车设计的一体化底盘架构，将制动、悬架、电动传动系统和电池等部件提前整合在底盘，车企可根据市场需求快速打造不同车型。滑动底盘主要结构特征有：与整车相关的核心控制模块集成在底盘；可实现上下车体分离；整车实现全线控；降低研发成本，在合理价格内切换不同车身。可以将滑板底盘简单定义为：滑板底盘=非承载车身结构+线传转向/制动系统+电池包与底盘一体化。滑板底盘概念最早在在2002年由通用汽车提出，并率先融合到一台名为Hy-wire的概念车上。

图表 87 滑板底盘



资料来源：悠跑科技，太平洋研究院

图表 88 滑板底盘特征



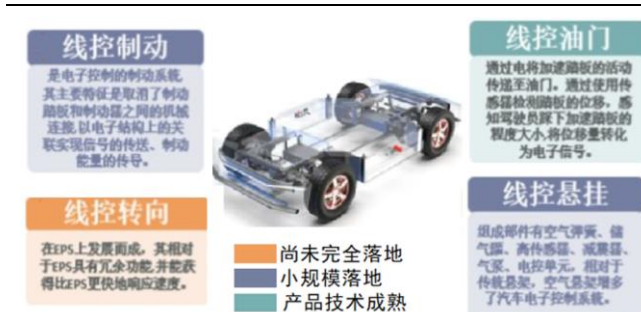
资料来源：EDT电驱时代，太平洋研究院

进军高阶智能驾驶线控需求迫切，滑板底盘有望快速发展。线控技术是指由“电线”或者电信号来传递控制，取代传统机械连接装置的“硬”连接来实现操控的一种技术。线控底盘由转向、制动、换挡、油门、悬架五大系统构成。线控系统取消了部分笨重且精度较低的气动、液压及机械连接，取而代之以电信号驱动的传感器、控制单元及电磁执行机构。而自动驾驶的终极目标是通过感知传感器、控制芯片与线控执行机构替代驾驶员的驾驶行为，为了实现高安全性目标，最终的理想状态将是整个过程脱离了人为干预，因此机械控制将被电控取代，线控底盘将成为汽车未来可预见的长期发展历程中的最终状态，线控装置具有结构紧凑、可控性好、响应速度快等优



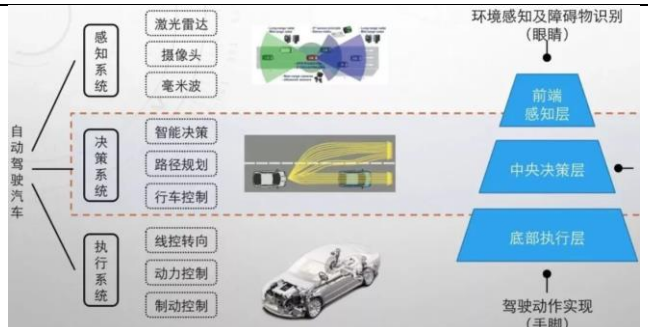
势，因此是高阶智能驾驶的必要条件。

图表 89 线控底盘要求



资料来源：华经产业研究院，太平洋研究院

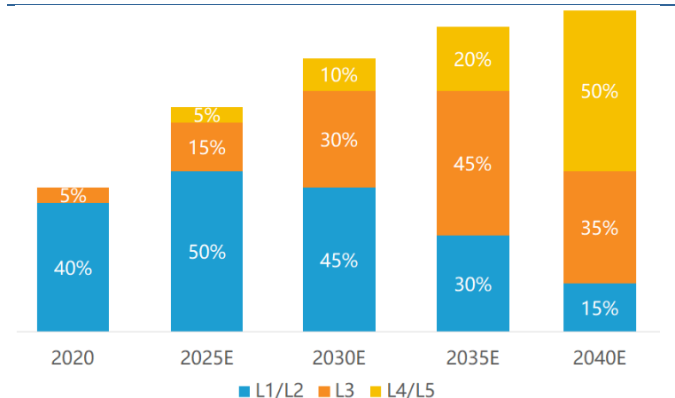
图表 90 自动驾驶阶段



资料来源：汽车之家，太平洋研究院

高阶智能驾驶持续增长，公司汽车业务完善布局滑板底盘有望受益。据亿欧汽车观察，L1/L2级别的ADAS功能在未来10年内都将保持50%渗透率，而L3及以上高等级自动驾驶将在2025年左右实现商业化落地，2035年迎来井喷期，滑板底盘等相关产业链有望受益于高阶自动驾驶快速增长。拓普集团目前八大汽车业务板块，其中热管理系统、底盘系统、空气悬架系统、智能驾驶系统与滑板底盘密切相关，公司进入滑板底盘赛道具有先天优势。2022年2月7日拓普集团发布公告称拟在宁波市杭州湾新区新设拓普滑板底盘公司，拓普集团正式入局滑板底盘赛道。

图表 91 各级智能驾驶渗透率



资料来源：亿欧网，太平洋研究院整理

图表 92 拓普集团业务与滑板底盘关联性



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

## 四、盈利预测

### （一）关键假设

公司配套特斯拉model 3/Y/S/X内饰件、副车架、转向节、控制臂及其他结构件、热管理等零部件，未来有望继续配套cybertruck、model Q等车型。另外公司已与蔚来、理想、问界签订

战略合作框架协议，单车配套价值量有望超过一万元。伴随下游重点客户放量，公司业绩有望进一步成长。

公司为理想、蔚来、问界等新势力战略合作供应商，为其提供底盘、内外饰、热管理、一体化压铸等零部件配套。预计公司为理想汽车配套单车价值量超1万元，主要提供底盘轻量化及热管理零部件。另外拓普集团与蔚来及问界分别签订战略协议，公司主要配套蔚来铝合金副车架及减震产品，公司为问界配套铝合金副车架、底盘件、热管理等产品，其中为问界M9配套空悬、热管理、一体化压铸、铝合金副车架及底盘件，单车配套价值量有望超2万元。预计吉利、通用等传统客户贡献收入基本持平。

图表 93 公司按客户盈利预测

分类	客户	2022A	2023E	2024E	2025E
国内	蔚来营收	2.72	3.52	4.80	6.40
	问界营收	6.33	4.61	9.72	14.00
	理想营收	7.45	30.98	51.00	59.60
	特斯拉上海	51.33	65.16	78.93	84.47
	比亚迪	4.80	9.83	13.11	16.39
	上汽通用营收	5.00	4.50	4.05	3.65
	吉利汽车营收	17.00	17.34	17.69	18.04
	其他	20.77	20.77	20.77	20.77
海外	特斯拉欧洲	1.66	9.19	14.40	19.20
	特斯拉美国	6.84	12.01	35.60	54.00
	特斯拉墨西哥				48.00
	Rivian	3.11	4.03	4.84	5.23
	其他	32.92	36.21	39.83	43.81
	营收合计（亿元）	159.92	218.14	294.73	393.55

资料来源：太平洋研究院整理

图表 94 公司按业务盈利预测（亿元）

	2022 年	2023E	2024E	2025E
内饰功能件	54.63	65.56	78.67	94.40
YoY	53%	20%	20%	20%
毛利率	19%	19%	18%	20%
橡胶减震产品	38.72	46.46	55.76	66.91
YoY	16%	20%	20%	20%
毛利率	24%	24%	23%	24%
底盘轻量化	44.45	69.64	97.88	138.60
YoY	69%	57%	41%	42%
毛利率	18%	21.23%	20.73%	21.23%

热能管理	13.69	29.86	43.51	51.88
YoY	7%	118%	46%	19%
毛利率	19%	19.59%	19%	20%
汽车电子	1.92	2.30	2.76	3.32
YoY	5%	20%	20%	20%
毛利率	25%	25%	25%	25%
空气悬挂		1	5	11
YoY			400%	120%
毛利率		8%	10%	14%
其他业务	6.53	3.32	11.16	27.44
YoY	20%			
毛利率				
合计	159.94	218.14	294.73	393.55
YoY	40%	36%	35%	34%
毛利率		20.61%	19.21%	19.56%

资料来源：太平洋研究院整理

## (二) 盈利预测

我们预计，公司2023年至2025年公司营收分别实现218.15、294.75、393.57亿元，同比增长36.4%、35.1%、33.5%。2023年至2025年归母净利润分别实现24.40、32.06、44.96亿元，同比增长11.2%、10.9%、11.4%，对应EPS2.21、2.91、4.08元/股。当前拓普集团股价68.9元/股，对应2023-2025年PE为31.12、23.68、16.89倍，可比公司PE为40、28、21倍，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 95 可比公司

证券代码	股票简称	总市值	收盘价	净利润			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
减震及内饰									
603997.SH	继峰股份	164.53	14.30	3.48	7.05	11.88	43.54	22.10	13.95
汽车电子及线控制动									
603596.SH	伯特利	335.40	81.45	9.62	13.29	17.00	34.51	25.42	19.58
603786.SH	科博达	311.69	77.15	6.44	8.30	10.41	48.20	37.13	30.16
688326.SH	经纬恒润	158.40	132.00	3.12	4.30	5.96	49.89	35.17	25.78
热管理									
002050.SZ	三花智控	1,014.20	27.17	31.36	38.36	46.78	31.57	25.56	21.09
空气弹簧									
603197.SH	保隆科技	114.64	54.86	3.96	5.28	6.91	29.52	21.86	16.75
可比公司平均 PE							39.54	27.87	21.22
601689.SH	拓普集团	759.31	68.90	24.40	32.06	44.96	31.12	23.68	16.89

资料来源：iFind，太平洋研究院整理

## 五、 风险提示

**技术应用不及预期风险：**线控制动、空气悬挂等新业务前期投入成本较大，行业壁垒高，渗透率或不及预期。

**行业竞争加剧风险：**终端需求疲弱，燃油车提供较大的终端折扣；新能源汽车方面，特斯拉率先降价或引起行业价格战，进一步加剧行业竞争。

**原材料价格上涨风险：**碳酸锂等动力电池原材料供应持续竞争，2023年原材料存在涨价预期，进一步挤压新能源汽车整体盈利。



资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,271	2,796	3,813	5,152	8,042	营业收入	11,463	15,993	21,815	29,475	39,357
应收和预付款项	3,294	4,605	5,687	8,540	10,256	营业成本	9,184	12,536	17,319	23,812	31,659
存货	2,297	3,256	4,835	5,673	8,588	营业税金及附加	70	94	194	262	350
其他流动资产	1,242	1,366	1,304	1,335	1,320	销售费用	157	220	284	242	275
流动资产合计	8,790	12,435	16,287	21,483	29,332	管理费用	295	423	359	413	551
长期股权投资	129	142	142	142	142	财务费用	36	(12)	0	0	0
投资性房地产	30	25	23	20	17	资产减值损失	69	32	41	48	40
固定资产	5,832	8,726	9,269	9,887	9,187	投资收益	35	39	39	38	39
在建工程	1,991	3,554	2,101	410	0	公允价值变动	0	(1)	(0)	0	0
无形资产开发支出	855	1,228	1,156	1,083	1,011	营业利润	1,145	1,978	2,771	3,641	5,105
长期待摊费用	95	158	90	23	0	其他非经营损益	2	(18)	0	0	0
其他非流动资产	752	1,035	893	964	929	利润总额	1,146	1,960	2,771	3,641	5,105
资产总计	18,683	27,510	30,170	34,221	40,827	所得税	128	261	330	434	609
短期借款	1,215	1,133	3,561	2,375	0	净利润	1,018	1,699	2,440	3,206	4,496
应付和预收款项	5,575	7,835	10,923	13,929	19,793	少数股东损益	1	(1)	0	0	0
长期借款	310	2,825	73	0	0	归母股东净利润	1,017	1,700	2,440	3,206	4,496
其他负债	386	547	466	507	487						
负债合计	8,062	15,350	16,424	18,231	21,690						
股本	1,102	1,102	1,102	1,102	1,102						
资本公积	5,341	5,341	5,341	5,341	5,341						
留存收益	9,512	10,905	12,613	14,857	18,004						
归母公司股东权益	10,589	12,129	13,715	15,959	19,106						
少数股东权益	32	31	31	31	31						
股东权益合计	10,620	12,160	13,746	15,990	19,137						
负债和股东权益	18,683	27,510	30,170	34,221	40,827						
现金流量表(百万)						预测指标					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营性现金流	1,187	2,284	3,676	3,466	6,521	毛利率	19.9%	21.6%	20.6%	19.2%	19.6%
投资性现金流	(3,736)	(5,106)	94	93	94	销售净利率	8.9%	10.6%	11.2%	10.9%	11.4%
融资性现金流	2,824	4,297	(2,752)	(2,220)	(3,725)	销售收入增长率	76.0%	39.5%	36.4%	35.1%	33.5%
现金增加额	274	1,475	1,018	1,339	2,890	EBIT 增长率	58.2%	34.2%	29.5%	37.7%	-98.5%
						净利润增长率	67.1%	43.5%	31.4%	40.2%	-97.8%
						ROE	9.6%	14.0%	17.8%	20.1%	23.5%
						ROA	5.4%	6.2%	8.1%	9.4%	11.0%
						ROIC	15.1%	17.6%	16.8%	24.0%	34.6%
						EPS (X)	0.92	1.54	2.21	2.91	4.08
						PE (X)	76.00	45.47	31.68	24.11	17.19
						PB (X)	7.30	6.37	5.64	4.84	4.05
						PS (X)	6.74	4.83	3.54	2.62	1.96
						EV/EBITDA (X)	25.31	19.08	16.78	12.76	9.04

资料来源：iFind，太平洋研究院

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	郑丹璇	15099958914	zhengdx@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。