

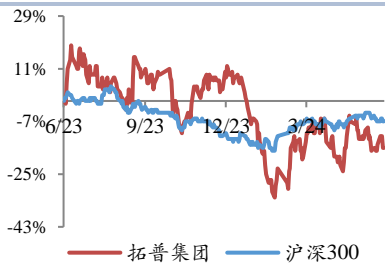
Tier0.5 平台型供应商，机器人引领长期成长

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-06-11

收盘价(元)	57.04
近12个月最高/最低(元)	84.82/43.30
总股本(百万股)	1,163
流通股本(百万股)	1,102
流通股比例(%)	94.78
总市值(亿元)	663
流通市值(亿元)	629

公司价格与沪深300走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004
邮箱：zhangzhibang@hazq.com

分析师：姜肖伟

执业证书号：S0010523060002
电话：18681505180
邮箱：jiangxiaowei@hazq.com

分析师：刘千琳

执业证书号：S0010524050002
邮箱：liuqianlin@hazq.com

相关报告

主要观点：

● Tier 0.5 平台型零部件供应商，9 大品类持续成长

拓普集团把握行业发展趋势，前瞻布局智能电动汽车赛道，持续扩大产品线，形成 tier 0.5 平台型零部件供应商。公司目前已经拥有 8 大系列汽车零部件产品，即汽车 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，单车配套金额约 3 万元，且公司产品线仍具备扩展空间。此外公司成立电驱事业部，积极拓展机器人执行器业务，前景广阔。

● 公司客户结构优质，出海拓展带来新成长

公司抓住新能源汽车崛起的时代契机，积极拓展新能源主流车企客户，客户结构优质。在国内市场，公司与华为-赛力斯、理想、奇瑞、长城、小米、比亚迪、吉利等车企的合作进展迅速，单车配套金额不断提升。在国际市场，公司与美国的创新车企 A 客户以及 FORD、GM、STELLANTIS 等传统车企均在新能源汽车领域展开全面合作。为配合海外客户需求，公司积极建设波兰工厂和墨西哥工厂，出海业务前景广阔。公司波兰工厂已经投产，墨西哥工厂也加快规划建设进度。

● 设立电驱事业部，人形机器人业务空间广阔

机器人是当今社会最具发展潜力新兴产业之一，可广泛应用于智能制造、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。公司研发智能刹车系统 IBS 项目多年，在机械、减速机构、电机、电控、软件等领域形成了深厚的技术积淀，以此为基础研发了机器人执行器。公司研发的机器人电驱执行器和旋转执行器，已经多次向客户送样，获得客户认可及好评，项目进展迅速。为模拟人类运动，每台机器人需要数十个运动执行器，单机价值约数万元人民币，市场空间广阔。

● 投资建议

拓普集团是优秀的 tier 0.5 平台型零部件供应商，把握新能源汽车发展潮流，跟随优质新能源汽车客户成长。公司多品类拓张，开发了 9 大产品矩阵，空气悬架、新能源汽车热管理和机器人执行器等新业务有望为公司带来新的成长点。我们预计 24/25/26 年归母净利润分别为 28/38/48 亿元，对应 PE 分别/24/18/14 倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

● 风险提示

下游客户销量不及预期；机器人新业务拓展不及预期；海外业务盈利低于预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	19701	26816	34581	41835
收入同比 (%)	23.2%	36.1%	29.0%	21.0%
归属母公司净利润	2151	2787	3826	4754
净利润同比 (%)	26.5%	29.6%	37.3%	24.2%
毛利率 (%)	23.0%	23.1%	23.3%	23.4%
ROE (%)	15.6%	13.9%	16.0%	16.6%
每股收益 (元)	1.95	2.40	3.29	4.09
P/E	37.69	24.30	17.70	14.25
P/B	5.88	3.37	2.83	2.36
EV/EBITDA	22.43	13.41	10.25	8.16

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 TIER 0.5 平台型供应商，9 大品类持续成长	4
2 客户结构优质，出海拓展带来新成长	6
3 设立电驱事业部，人形机器人业务空间广阔	7
投资建议:	8
风险提示:	8
财务报表与盈利预测	9

图表目录

图表 1 拓普集团营收及增速	4
图表 2 拓普集团归母净利润及增速	4
图表 3 拓普集团 2023 年主营业务收入构成	5
图表 4 拓普集团 2023 年毛利润构成	5
图表 5 拓普集团四大事业部	5
图表 6 拓普集团九大产品线	6
图表 7 拓普集团客户结构	7

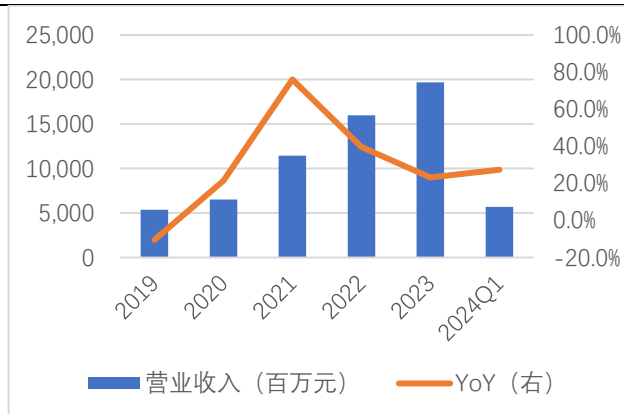
1 tier 0.5 平台型供应商，9 大品类持续成长

拓普集团把握行业发展趋势，前瞻布局智能电动汽车赛道，持续扩大产品线，形成 tier 0.5 平台型零部件供应商。公司目前已经拥有 8 大系列汽车零部件产品，即汽车 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，单车配套金额约 3 万元，且公司产品线仍具备扩展空间。此外公司成立电驱事业部，积极拓展机器人执行器业务，前景广阔。

2023 年拓普集团营收 197.0 亿元，同比+23.2%，归母净利润 21.6 亿元，同比+27.0%，扣非净利润 20.2 亿元，同比+22.1%。2024 年 Q1 拓普实现营收 56.9 亿元，同比+27.3%，环比+2.5%；归母净利润 6.5 亿元，同比+43.3%，环比+17.3%，扣非净利润 6.0 亿元，同比+41.9%，环比+14.6%，在核心客户特斯拉销量承压的背景下，受益于其他客户（华为、比亚迪、理想）等客户的高增长，公司实现业绩高增。

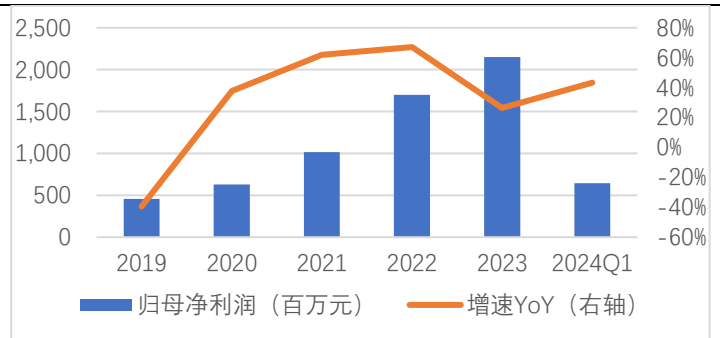
2023 年公司毛利率实现 23.0%，同比+1.4pct，净利率实现 10.9%，同比+0.3pct；分业务来看，公司减震业务营收 43.0 亿元，同比+11.0%，毛利率 24.3%，同比 +0.2pct；内饰业务营收 65.8 亿元，同比+20.4%，毛利率 20.0%，同比+0.9pct；底盘业务营收 61.2 亿元，同比+37.7%，毛利率 23.2%，同比+2.0pct；热管理业务营收 15.5 亿元，同比+13.1%，毛利率 18.9%，同比+0.3pct；汽车电子业务营收 1.8 亿元，同比-5.8%。24Q1 公司毛利率实现 22.4%，同比+0.6pct，环比-1.7pct，净利率 11.3%，同比+1.3pct，环比+1.4pct，得益于产品结构优化、规模效应释放以及客户放量，公司盈利能力实现同环比改善。

图表 1 拓普集团营收及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

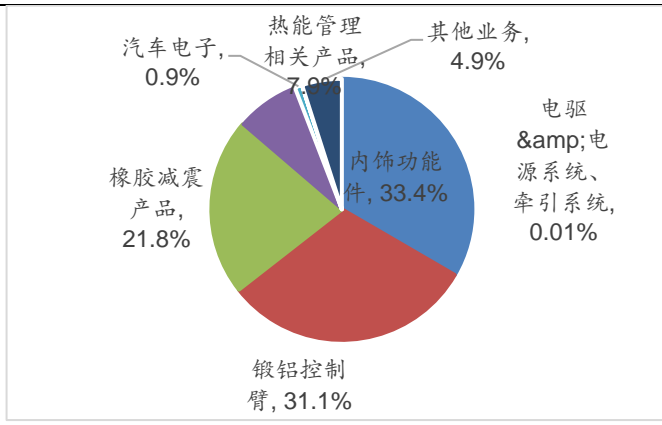
图表 2 拓普集团归母净利润及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

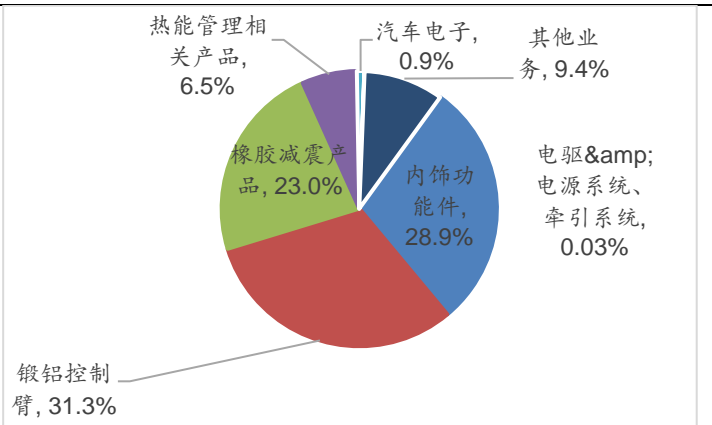
内饰、减震和轻量化底盘业务是公司收入和利润的主要来源。2023 年公司主营收入主要由内饰功能件、锻铝控制臂、橡胶减震、热管理、汽车电子、电驱动以及其他业务七部分构成，占比分别为 33.4%、31.1%、21.8%、7.9%、0.9%、0.01%、4.9%。七部分业务占 2023 年毛利润比例分别为 28.9%、31.3%、23%、6.5%、0.9%、0.03%、9.4%。

图表 3 拓普集团 2023 年主营业务收入构成



资料来源: wind, 华安证券研究所

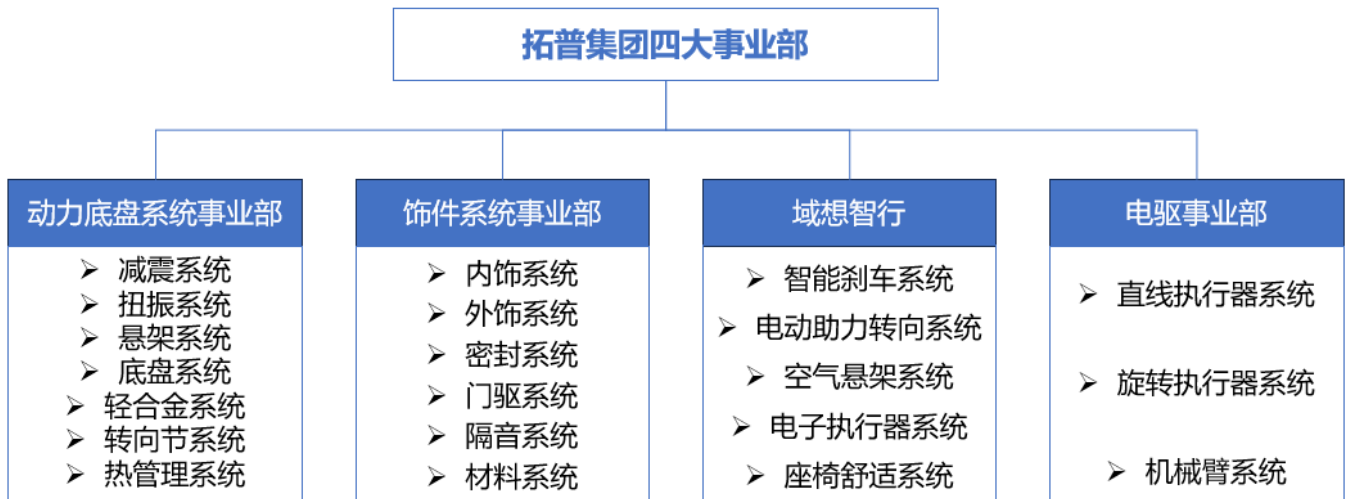
图表 4 拓普集团 2023 年毛利润构成



资料来源: wind, 华安证券研究所

拓普集团当前已拥有 8 大系列汽车产品+机器人执行器产品: 1) NVH 减震系统, 包括动力总成支承、驱动电机减震器、筒减支承、扭转减震器、副车架支承、液压衬套等; 2) 内外饰系统, 包括汽车门板、顶棚、主地毯、衣帽架、隔音隔热件、行李箱隔音件等隔声降噪产品, 以及密封条、装饰条等外饰类产品; 3) 轻量化车身, 包括一体化成型车身后底板、车身结构件、车门结构件、电池 PACK 结构件等; 4) 智能座舱部件, 包括转屏控制器、电动尾门、电动移门、座椅舒适系统等; 5) 热管理系统, 包括集成式热泵总成、多通阀、电子水泵、电子膨胀阀等; 6) 底盘系统, 包括前/后钢/铝副车架、控制臂、拉杆、转向节等; 7) 空气悬架系统, 包括集成式供气单元、空气弹簧、高度传感器等; 8) 智能驾驶系统, 包括线控转向、线控刹车、电调管柱等; 9) 机器人电驱执行器, 包括旋转执行器和直线执行器等。

图表 5 拓普集团四大事业部



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

图表 6 拓普集团九大产品线



资料来源：拓普集团公众号，华安证券研究所

2 客户结构优质，出海拓展带来新成长

公司 Tier0.5 级合作模式持续推进，把握优质客户。公司抓住新能源汽车崛起的时代契机，积极拓展新能源主流车企客户，客户结构优质。在国内市场，公司与华为-赛力斯、理想、奇瑞、长城、小米、比亚迪、吉利等车企的合作进展迅速，单车配套金额不断提升。在国际市场，公司与美国的创新车企 A 客户以及 FORD、GM、STELLANTIS 等传统车企均在新能源汽车领域展开全面合作。

图表 7 拓普集团客户结构

							飞凡汽车
				合创汽车 HYCAN			理想
		...					

资料来源：公司官网，华安证券研究所

为配合海外客户需求，公司积极建设波兰工厂和墨西哥工厂，出海业务前景广阔。由公司与战略客户推行的 Tier0.5 级合作模式取得示范性成功，该模式单车配套产品多，配套金额高，可以为客户提供更好的 QSTP 产品及服务，持续为客户创造价值。公司坚持“快速响应，全力配合”的合作理念，获得战略客户的高度认可，后续业务增长空间巨大。公司波兰工厂已经投产，墨西哥工厂也加快规划建设进度，以确保满足战略客户的订单需求，深化战略合作伙伴关系。

3 设立电驱事业部，人形机器人业务空间广阔

机器人是当今社会最具发展潜力新兴产业之一，可广泛应用于智能制造、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。根据拓普集团 2023 年年报，未来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，市场空间广阔，是新质生产力的典型代表之一。在 AI 等前沿科技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。

公司研发智能刹车系统 IBS 项目多年，在机械、减速机构、电机、电控、软件等领域形成了深厚的技术积淀。通过这些技术积淀横向拓展至热管理系统、智能转向系统、空气悬架系统、智能座舱执行器以及机器人电驱执行器等业务。

机器人执行器是机器人的核心部件，主要包括直线执行器和旋转执行器两类。为模拟人类各种运动的协调性与多自由度灵活性，需要同时满足轻量化、小型化及低功耗的技术指标，机器人执行器需要突破很多工程设计极限，实现各类电机、减速机构、传感器、编码器、驱动器、控制器的优化集成及通讯，因此结构复杂、技术非常密集。公司在机器人执行器业务的核心优势包括：1、具备永磁伺服电机、

无框电机等各类电机的自研能力；2、具备整合电机、减速机构、控制器的经验；3、具备精密机械加工能力；4、具备各类研发资源及测试资源的协同能力。综上，公司在该领域具备较强的竞争力，为公司获得较大市场份额提供保障。

公司研发的机器人电驱执行器和旋转执行器，已经多次向客户送样，获得客户认可及好评，项目进展迅速。为模拟人类运动，每台机器人需要数十个运动执行器，单机价值约数万元人民币，市场空间广阔。为抓住机器人业务的发展机遇，经公司战略分析及决策，决定拆分设立电驱事业部，建立独立管理架构，配置优秀专业团队，同时整合各项优势资源，从而为该项业务的快速发展创造充分条件。

投资建议：

拓普集团是优秀的 tier 0.5 平台型零部件供应商，把握新能源汽车发展潮流，跟随优质新能源汽车客户成长。公司多品类拓张，开发了 9 大产品矩阵，空气悬架、新能源汽车热管理和机器人执行器等新业务有望为公司带来新的成长点。我们预计 24/25/26 年归母净利润分别为 28/39/48 亿元，对应 PE 分别/24/17/14 倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示：

下游客户销量不及预期；机器人新业务拓展不及预期；海外业务盈利低于预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	13492	18390	22717	28123	营业收入	19701	26816	34581	41835
现金	2855	5988	7114	9548	营业成本	15163	20623	26527	32039
应收账款	5007	5986	7579	9055	营业税金及附加	148	202	260	315
其他应收款	90	74	96	116	销售费用	259	352	454	550
预付账款	116	361	464	561	管理费用	544	751	968	1171
存货	3245	2678	3394	4057	财务费用	86	134	55	27
其他流动资产	2179	3302	4070	4785	资产减值损失	-71	-71	-71	-71
非流动资产	17278	19487	21397	22995	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	140	145	150	155	投资净收益	4	4	4	4
固定资产	11518	14723	17109	18930	营业利润	2476	3209	4383	5437
无形资产	1390	1553	1716	1879	营业外收入	4	4	4	4
其他非流动资产	4230	3066	2422	2032	营业外支出	18	18	18	18
资产总计	30770	37877	44114	51118	利润总额	2462	3195	4369	5423
流动负债	11224	12036	14447	16699	所得税	312	409	544	671
短期借款	1000	1000	1000	1000	净利润	2150	2786	3825	4753
应付账款	5407	4812	6190	7476	少数股东损益	-1	-1	-1	-1
其他流动负债	4817	6224	7258	8224	归属母公司净利润	2151	2787	3826	4754
非流动负债	5732	5734	5734	5734	EBITDA	3820	5266	6780	8211
长期借款	2506	2506	2506	2506	EPS (元)	1.95	2.40	3.29	4.09
其他非流动负债	3225	3228	3228	3228					
负债合计	16955	17770	20182	22433					
少数股东权益	30	29	28	27					
股本	1102	1163	1163	1163					
资本公积	5341	8779	8779	8779					
留存收益	7341	10137	13963	18716					
归属母公司股东权益	13784	20078	23904	28658					
负债和股东权益	30770	37877	44114	51118					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	3366	2648	5605	7010	成长能力				
净利润	2150	2786	3825	4753	营业收入	23.2%	36.1%	29.0%	21.0%
折旧摊销	1263	1937	2356	2761	营业利润	25.2%	29.6%	36.6%	24.1%
财务费用	140	205	205	205	归属于母公司净利润	26.5%	29.6%	37.3%	24.2%
投资损失	-4	-4	-4	-4	获利能力				
营运资金变动	-403	-2552	-1058	-987	毛利率 (%)	23.0%	23.1%	23.3%	23.4%
其他经营现金流	2773	5613	5165	6022	净利率 (%)	10.9%	10.4%	11.1%	11.4%
投资活动现金流	-3410	-4152	-4275	-4370	ROE (%)	15.6%	13.9%	16.0%	16.6%
资本支出	-3157	-4069	-4269	-4369	ROIC (%)	10.5%	10.0%	11.8%	12.7%
长期投资	-294	-5	-5	-5	偿债能力				
其他投资现金流	41	-78	-1	4	资产负债率 (%)	55.1%	46.9%	45.7%	43.9%
筹资活动现金流	-71	4629	-205	-205	净负债比率 (%)	122.7%	88.4%	84.3%	78.2%
短期借款	-133	0	0	0	流动比率	1.20	1.53	1.57	1.68
长期借款	-319	0	0	0	速动比率	0.88	1.23	1.27	1.37
普通股增加	0	61	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	3438	0	0	总资产周转率	0.68	0.78	0.84	0.88
其他筹资现金流	380	1130	-205	-205	应收账款周转率	4.21	4.88	5.10	5.03
现金净增加额	-96	3133	1125	2435	应付账款周转率	2.96	4.04	4.82	4.69

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 张志邦, 华安证券电新行业首席分析师, 香港中文大学金融学硕士, 5 年卖方行业研究经验。

分析师: 姜肖伟, 北京大学光华管理学院硕士, 应用物理学/经济学复合背景。8 年电子行业从业经验。

分析师: 刘千琳, 华安证券电新行业分析师, 凯斯西储大学金融学硕士, 8 年行业研究经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国 (不包括香港、澳门、台湾) 提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上;

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上;

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;

无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。