

拓普集团 (601689.SH)

二季度净利润同比增长 26%，迎来多品类发力新周期

优于大市

核心观点

客户与产品齐发力，上半年营收同比增长 33%。拓普集团 24H1 营收 122.3 亿元，同比+33%；单季度来看，营收 65.4 亿，同比+39%，环比+15%，营收环比+8.5 亿元，预计主要系问界、小米、理想、比亚迪及吉利等客户贡献；24H1 拓普实现归母净利润 14.5 亿元，同比+33%；单季度来看，归母净利润 8.1 亿元，同比+26%，环比+26%，扣非净利润 7.0 亿元，同比+15%，环比+17%，考虑到 23Q2 汇兑影响，预计利润实际同比增速更为可观；整体来看，得益于公司多产品线的稳定放量（汽车电子+原有主业）以及降本增效的持续推进，经营业绩保持持续增长态势。

全球化进程提速，汽车电子业务高增。24Q2 拓普集团毛利率为 20.4%，环比-2.0pct，同比-2.9pct，下半年随客户放量及产能利用率提升，有望逐步回暖；分业务来看，减震业务营收 21.4 亿元，同比+18.0%，内饰业务营收 39.1 亿元，同比+24.3%，底盘业务营收 37.9 亿元，同比+19.8%，汽车电子业务营收 7.1 亿元，同比+743.6%，热管理业务营收 9.2 亿元，同比+18.4%，电驱系统业务营收 627 万元；同时拓普集团全球化进程持续，1) **产能方面**：墨西哥工厂快速推进，其中一期项目第一工厂已投产，另外三家工厂有序推进；2) **项目方面**：拓普集团锻造铝控制臂获宝马项目订单，并已悉数通过主流客户的认可，全面向更高端客户进军。成为国内唯一一家被欧洲某豪华品牌定点的球铰锻造铝控制臂供应商。

优质客户的深度绑定以及新产品的陆续量产带来中长期业绩确定性。纵观 2024 全年，车端为拓普基本盘，公司平台化战略+Tier0.5 模式持续推进，24 年核心看点在于北美客户、华为、理想、吉利、比亚迪以及小米等优质客户放量，叠加新产品等持续落地：拓普空悬目前获 8 个定点项目，于 23Q4 陆续量产；线控制动实现 6 个项目定点并正式量产下线；电调管柱已定点 9 个项目；智慧电动门系统也逐步量产，同时热管理工厂覆盖中国、欧洲及美洲，总产能超 400 万套/年；另外公司执行器业务持续推进，24H1 年电驱系统业务实现营收 627 万元，毛利率 52.3%，进展顺利。

风险提示：客户销售不及预期、海外竞争加剧。

投资建议：特斯拉产业链核心标的，维持“优于大市”评级。持续看好公司平台化战略推进带来的业绩成长性，考虑到终端汽车市场的竞争激烈的背景，下调盈利预测，预计 24/25/26 年公司归母净利润分别为 29.5/38.8/47.9 亿元(原 29.8/41.4/51.5 亿元)，EPS 为 1.75/2.30/2.84 元（原 1.77/2.45/3.05 元）维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	15,993	19,701	27,778	35,556	45,333
(+/-%)	39.5%	23.2%	41.0%	28.0%	27.5%
净利润(百万元)	1700	2151	2953.1	3882.9	4790.5
(+/-%)	67.1%	26.5%	37.3%	31.5%	23.4%
每股收益(元)	1.54	1.95	1.75	2.30	2.84
EBIT Margin	12.3%	13.2%	12.8%	13.0%	12.4%
净资产收益率 (ROE)	14.02%	15.60%	18.64%	20.70%	21.43%
市盈率 (PE)	21.3	16.8	18.7	14.2	11.5
EV/EBITDA	18.7	14.2	15.5	13.0	11.5
市净率 (PB)	2.98	2.62	3.49	2.95	2.47

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

证券分析师：孙树林
0755-81982598
sunshulin@guosen.com.cn
S0980524070005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	32.79 元
总市值/流通市值	55285/55285 百万元
52 周最高价/最低价	81.00/30.69 元
近 3 个月日均成交额	546.92 百万元

市场走势



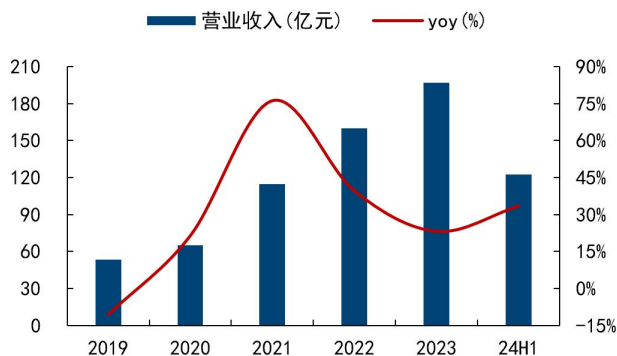
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《拓普集团 (601689.SH) - 平台型供货矩阵发力，净利润持续攀升》——2024-07-24
- 《拓普集团 (601689.SH) - 盈利能力持续提升，一季度净利润同比增长 43%》——2024-05-04
- 《拓普集团 (601689.SH) - 2023 年业绩稳定增长，2024 年看好车端与执行器业务推进》——2024-01-20
- 《拓普集团 (601689.SH) - 高管增持彰显经营信心，车端与机器人业务带来业绩确定性和成长性》——2023-12-21
- 《拓普集团 (601689.SH) - 三季度营收逆势稳增长，车与机器人带来确定性和成长性》——2023-11-01

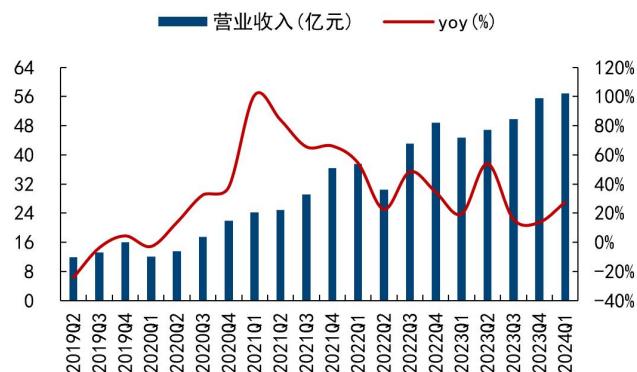
业绩概述：拓普集团 24H1 营收 122.3 亿元，同比+33%；单季度来看，营收 65.4 亿，环比+15%，同比+39%，营收环比+8.5 亿元，预计主要系问界、小米、理想、比亚迪以及极氪等客户贡献；24H1 拓普实现归母净利润 14.5 亿元，同比+33%；单季度来看，归母净利润 8.1 亿元，同比+25%，环比+25%，扣非净利润 7.0 亿元，同比+15%，环比+17%，考虑到 23Q2 汇兑影响，预计利润实际同比增速更为可观；整体来看，得益于公司多产品线的稳定放量（汽车电子+原有主业）以及降本增效的持续推进，经营业绩保持持续增长态势。

图1：公司营业收入及增速



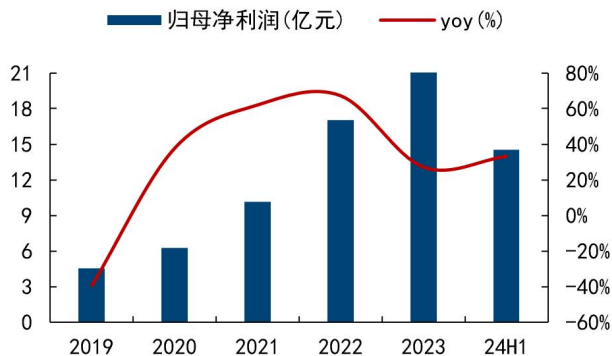
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速



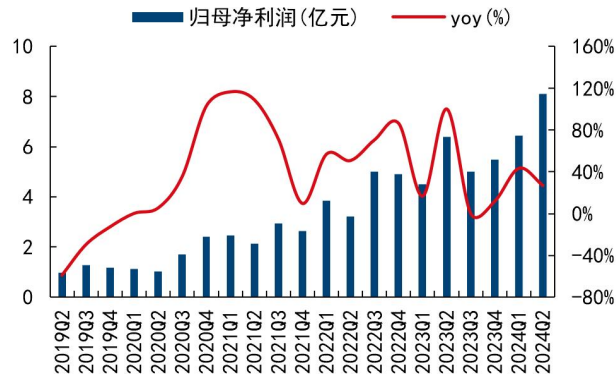
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：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

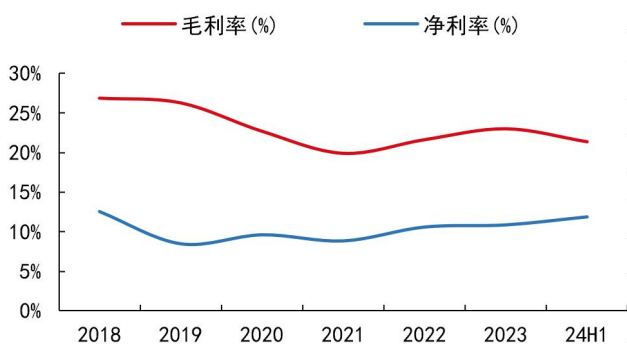
图4：公司单季度净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

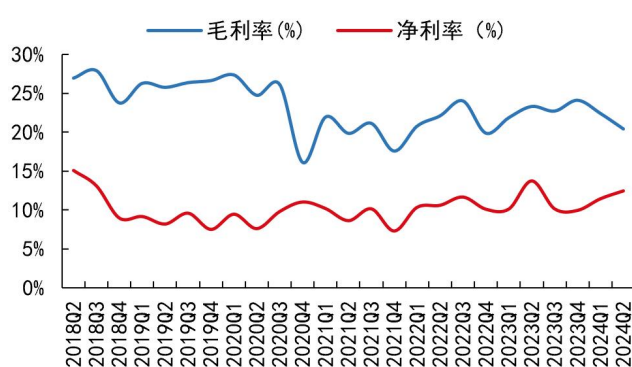
24Q2 拓普集团毛利率为 20.4%，环比-2.0pct，同比-2.9pct，下半年随客户放量及产能利用率提升，有望逐步回暖；分业务来看，减震业务营收 21.4 亿元，同比+18.0%，内饰业务营收 39.1 亿元，同比+24.3%，底盘业务营收 37.9 亿元，同比+19.8%，汽车电子业务营收 7.1 亿元，同比+743.6%，热管理业务营收 9.2 亿元，同比+18.4%，电驱系统业务营收 627 万元；同时拓普集团全球化进程持续，1) **产能方面**：墨西哥工厂快速推进，其中一期项目第一工厂已投产，另外三家工厂有序推进；2) **项目方面**：拓普球铰锻铝控制臂获宝马项目订单，并已悉数通过主流客户的认可，全面向更高端客户进军。成为国内唯一一家被欧洲某豪华品牌定点的球铰锻铝控制臂供应商。

图5：公司毛利率和净利率



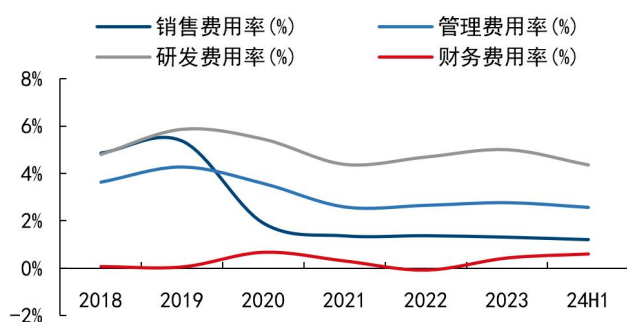
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度毛利率和净利率



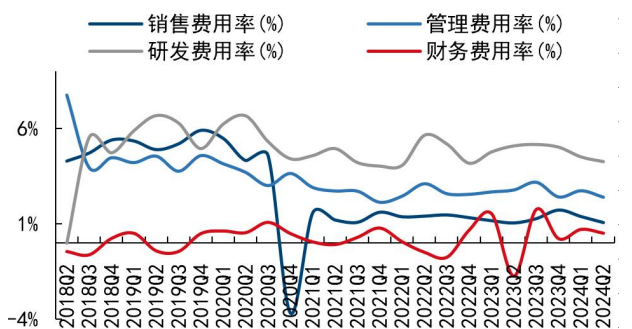
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：年度四费费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：季度四费费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

全球化进程提速，球铰锻铝控制臂获宝马订单。拓普集团全球化进程持续：

- 1) 产能方面：墨西哥工厂快速推进，其中一期项目第一工厂已投产，另外三家工厂有序推进；同事拓普波兰工厂也已正式投产，目前拓普的海外工厂已陆续布局在了欧洲，北美，南美以及东南亚，覆盖热管理、底盘、减震、饰件等多类产品；
- 2) 项目方面：拓普球铰锻铝控制臂获宝马项目订单，为扩大欧洲市场奠定基础。球铰锻铝控制臂是悬架系统中门槛最高的部件之一，本次通过欧洲某豪华品牌的全面认可后，拓普已悉数通过主流客户的认可，全面向更高端客户进军。成为国内唯一一家被欧洲某豪华品牌定点的球铰锻铝控制臂供应商。

图9: 拓普底盘轻量化解决方案



资料来源：拓普集团官方公众号，国信证券经济研究所整理

公司是全球少数具备独立研发底盘系统模块的零部件企业，**掌握高强度钢和轻合金核心工艺，建立四个优化+六大工艺+十大产品线的一站式轻量化解决方案：**







- ✓ 四个优化：结构优化、材料优化、工艺优化、配置优化；
- ✓ 六大工艺：高压铸造、真空铸造、低压铸造、差压铸造、挤压铸造、锻造等；
- ✓ 十大产品线：已量产产品类型涵盖底盘系统、动力总成结构件、电池包结构件、车身结构件以及热管理阀板等；

拓普结合自身在安全结构件上长达 15 年技术沉淀，**重点在铝合金材料上进行轻量化布局**。在铝合金材料上，拓普不局限于应用市场上的材料，还会结合产品设计对特定材料进行优化开发，形成特有轻量化材料。同时还与高校科研机构合作开发免热处理铝合金材料、高强度、高延伸率材料。

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。根据不同工艺，产品壁厚设计范围宽，成型后屈服强度能实现从 100MPa 到 350MPa 全覆盖，延伸率从 2%到 12%全覆盖。基于以上，拓普可为客户提供定制化服务，针对使用场景和性能要求，推荐最适合的轻量化工艺。

表1: 拓普集团轻合金全工艺一站式解决方案

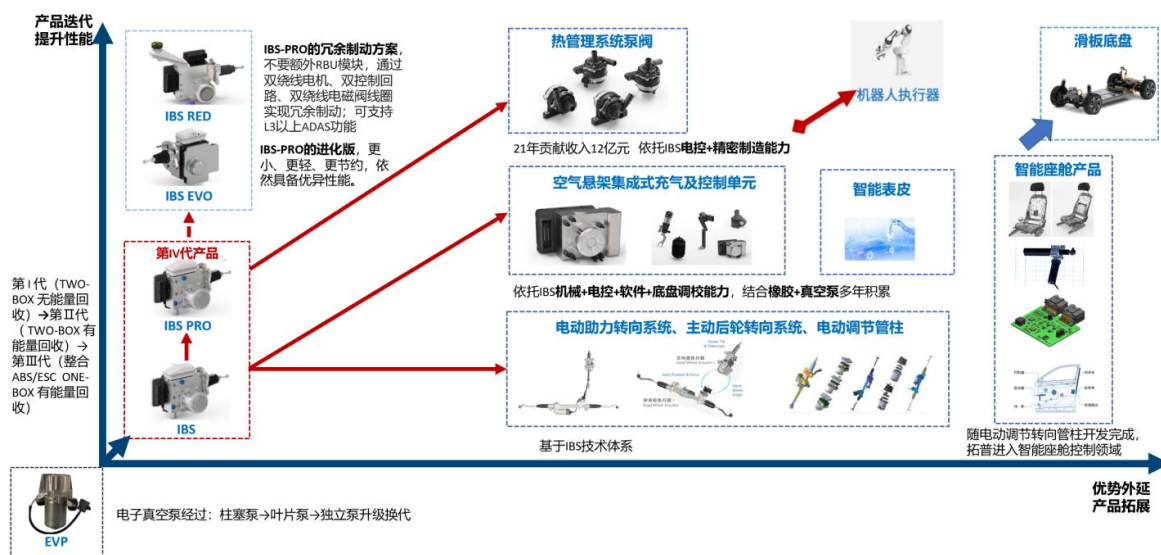
	高压铸造 HPDC	真空铸造 CVC	低压铸造 LPDC	差压铸造 CPC	挤压铸造 CPC	锻造 F6
工艺示意图						
力学性能	一般	较高	一般	较高	高	高
热处理	/	T5/T6/T7	T6	T6	T6	T5/T6

内部质量	内部质量好, 有轻微气孔	内部组织致密, 无气孔	内部组织致密, 几乎无气孔	晶粒细密, 无气孔	晶粒细密, 无气孔	晶粒细密, 无气孔
最小壁厚	0.8 (mm)	2-3 (mm)	4-5 (mm)	4-5 (mm)	4-5 (mm)	4-5 (mm)
推荐应用	普通铝压铸件	中大型车身结构件/副车架	空心结构件/副车架/H臂	转向节	高强度结构件 (薄壁/高强度)	摆臂
典型产品						
工厂	轻合金一部 轻合金二部 轻合金八部	轻合金三部 轻合金六部 轻合金七部	底盘七步 底盘八部 底盘湘潭 底盘重庆 (在建)	轻合金一部 轻合金二部 轻合金三部	轻合金二部 轻合金八部 轻合金九部 轻合金十部	悬架系统一部 悬架系统二部 悬架系统三部 悬架系统五部

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

研发综合实力强、效率高, 在研发、实验过程中拓普善于聚焦产业链关键产品和核心技术, 并将所积累技术、经验沿用到新品研发上, 提升研发效率。依托长期基础的开发和技术突破所积累出机、电、液、软等综合开发和系统集成能力, 拓普逐步建立完整的产品开发体系。以 IBS 为例, IBS 是高度集成安全系统, 集成机械、电子、液压、控制、算法等多学科内容, 公司在快速变化的汽车市场环境: 1) 纵向迭代产品: IBS→IBS PRO→IBS RED 和 IBS EVO; 2) 横向拓宽产品线: 基于电控、软件、制造、底盘调教等能力拓展线控转向系统 (电动助力转向系统、主动后轮转向系统、电调管柱等)、热管理系统泵阀、空悬集成式充气及控制单元、智能座舱产品、电驱执行器等, 为公司保持快速发展奠定基础。

图10: 拓普集团产品拓展图谱



资料来源: 公司官网, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

核心逻辑: 车端优质客户结构和持续放量的产品, 带来 2024 年业绩确定性

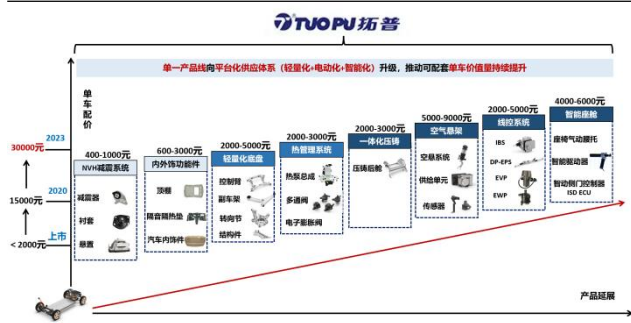
展望 2024 年, 我们认为拓普的核心看点在于优质客户矩阵+模块化供货能力带来的车端业务确定性、全球范围内产能的陆续落地以及潜在执行器业务的推进。

1) 车端为基本盘: 平台化战略+Tier0.5 模式持续推进, 2024 年随北美客户、吉

利、比亚迪、华为、理想、福特、蔚来及小米等优质客户放量，叠加新产品等持续落地，2024 年拓普业绩增长具较高确定性。同时拓普围绕客户建厂实现就近供货：波兰、墨西哥配套欧美客户，重庆建厂配套理想和赛力斯，安徽建厂配套蔚来和比亚迪，优质、稳定的客户结构保障中长期业绩确定性。

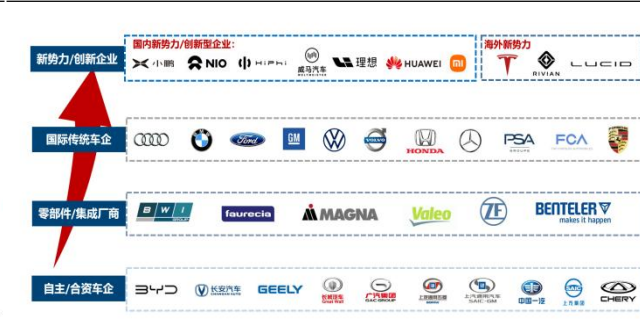
2) **全球产能落地**：2023 年 11 月，拓普波兰工厂热泵总成产品正式量产下线，建立年产能 50 万套，同时墨西哥产业园与美国的工厂也在有序推进。

图11: 拓普核心支撑之平台型产品矩阵



资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

图12: 拓普核心支撑之优质客户结构



资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：特斯拉产业链核心标的，维持“优于大市”评级

拓普集团近期一方面汽车电子板块中的线控制动、空气悬架、电调管柱等产品陆续量产下线，X-Y-Z 线控底盘体系逐步完善，助力公司汽车电子业务进入放量周期；另一方面，公司近期陆续发布针对泵阀研发中心、电驱事业部、智能表皮研发中心、电控减震器的人才招聘信息，后续有望持续夯实公司研发、设计、生产、合作能力，预估公司空气悬架、热管理系统、执行器等潜在相关业务有望受益。我们持续看好拓普集团产品拓展、客户突破、产能扩张带来的业绩确定性和成长性，考虑到终端汽车市场的竞争激烈的背景，下调盈利预测，预计 24/25/26 年公司归母净利润分别为 29.5/38.8/47.9 亿元（原 29.8/41.4/51.5 亿元），EPS 为 1.75/2.30/2.84 元（原 1.77/2.45/3.05 元）维持“优于大市”评级。

表 1: 可比公司估值表

公司	代码	20240723		每股盈利 (元)			市盈率			评级
		股价 (元)	市值 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
伯特利	603596.SH	33.82	205	2.06	2.65	3.46	16	13	10	优于大市
德赛西威	002920.SZ	90.93	504	2.79	3.73	4.85	33	24	19	优于大市
三花智控	002050.SZ	17.07	637	0.78	0.95	1.15	22	18	15	优于大市
可比公司平均估值										
拓普集团	601689.SH	32.79	552	1.95	1.75	2.30	17	19	14	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：目标价更新至 20240830

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2796	2855	2855	2855	2855	营业收入	15993	19701	27778	35556	45333
应收款项	4899	5651	7967	10198	13002	营业成本	12536	15163	21500	27460	35133
存货净额	3256	3245	4653	7142	9181	营业税金及附加	94	148	209	267	341
其他流动资产	1483	1440	2500	3200	4080	销售费用	220	259	361	473	635
流动资产合计	12435	13492	18276	23696	29420	管理费用	423	544	750	944	1189
固定资产	12280	14518	16363	19718	22781	研发费用	751	986	1389	1778	2403
无形资产及其他	1228	1390	1336	1281	1226	财务费用	(12)	86	208	208	183
投资性房地产	1427	1230	1230	1230	1230	投资收益	39	4	4	4	4
长期股权投资	142	140	140	140	140	资产减值及公允价值变动	32	71	30	30	45
资产总计	27510	30770	37345	46065	54796	其他收入	(824)	(1100)	(1389)	(1778)	(2403)
短期借款及交易性金融负债	1156	2290	2828	2261	1851	营业利润	1978	2476	3395	4460	5499
应付款项	7815	8263	11848	17855	22952	营业外净收支	(18)	(14)	(14)	(14)	(14)
其他流动负债	650	671	961	1230	1582	利润总额	1960	2462	3381	4446	5485
流动负债合计	9621	11224	15637	21345	26385	所得税费用	261	312	429	564	696
长期借款及应付债券	5182	4942	4942	4942	4942	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他长期负债	547	789	889	989	1089	归属于母公司净利润	1700	2151	2953	3883	4791
长期负债合计	5730	5732	5832	5932	6032	现金流量表 (百万元)					
负债合计	15350	16955	21468	27277	32417	净利润	1700	2151	2953	3883	4791
少数股东权益	31	30	29	28	27	资产减值准备	(37)	39	25	17	18
股东权益	12129	13784	15847	18759	22352	折旧摊销	781	1146	1392	1714	2020
负债和股东权益总计	27510	30770	37345	46065	54796	公允价值变动损失	(32)	(71)	(30)	(30)	(45)
关键财务与估值指标						财务费用	(12)	86	208	208	183
每股收益	1.54	1.95	1.75	2.30	2.84	营运资本变动	(325)	249	(785)	973	(156)
每股红利	0.36	0.59	0.53	0.58	0.71	其它	36	(40)	(26)	(17)	(19)
每股净资产	11.01	12.51	9.40	11.13	13.26	经营活动现金流	2123	3474	3530	6539	6608
ROIC	11.60%	11.46%	14%	16%	18%	资本开支	0	(3453)	(3178)	(5001)	(5001)
ROE	14.02%	15.60%	19%	21%	21%	其它投资现金流	321	(300)	0	0	0
毛利率	22%	23%	22.60%	22.77%	22.50%	投资活动现金流	308	(3751)	(3178)	(5001)	(5001)
EBIT Margin	12%	13%	13%	13%	12%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	17%	19%	18%	18%	17%	负债净变化	2515	(319)	0	0	0
收入增长	40%	23%	41%	28%	28%	支付股利、利息	(397)	(648)	(890)	(971)	(1198)
净利润增长率	67%	26%	37%	31%	23%	其它融资现金流	(5144)	2272	538	(567)	(409)
资产负债率	56%	55%	58%	59%	59%	融资活动现金流	(908)	337	(352)	(1538)	(1607)
股息率	1.1%	1.8%	2.5%	2.7%	3.3%	现金净变动	1524	60	0	0	0
P/E	21.3	16.8	18.7	14.2	11.5	货币资金的期初余额	1271	2796	2855	2855	2855
P/B	3.0	2.6	3.5	2.9	2.5	货币资金的期末余额	2796	2855	2855	2855	2855
EV/EBITDA	18.7	14.2	15.5	13.0	11.5	企业自由现金流	0	212	547	1732	1781
						权益自由现金流	0	2165	903	983	1212

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 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