

2025 年 01 月 24 日

赵旭东

H70556@capital.com.tw

目标价(元)

75

公司基本信息

产业别	汽车
A 股价(2025/1/23)	63.82
上证指数(2025/1/23)	3230.16
股价 12 个月高/低	66.66/29.57
总发行股数(百万)	1686.03
A 股数(百万)	1686.03
A 市值(亿元)	1076.02
主要股东	迈科国际控股(香港)有限公司(59.66%)

每股净值(元)	11.07
股价/账面净值	5.77
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	26.6 43.6 68.3

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

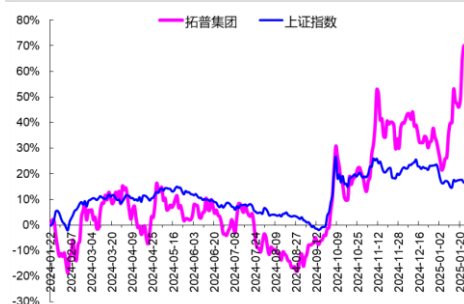
产品组合

内饰	32.0%
底盘系统	31.0%
减震器	17.5%
热管理	7.5%
汽车电子	5.8%
电驱系统	0.05%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	13.9%
一般法人	68.7%

股价相对大盘走势



拓普集团 (601689.SH)

买进 (Buy)

公司深耕汽车零部件领域，看好公司机器人执行器业务前景

结论与建议：

- **公司业绩：**公司发布 2024 年业绩预告，预计 2024 年录得归母净利润 28.55-31.55 亿元，同比增长 32.8%至 46.7%；扣非后归母净利润 25.87-28.87 亿元，同比增长 28.0%至 42.8%，公司业绩符合预期。其中，Q4 单季度归母净利润 6.21-9.21 亿元，同比增长 12.2%至 66.4%；扣非归母净利润 5.64-8.64 亿元，同比增长 8.3%至 66.0%。公司业绩符合预期，首次覆盖，给予“买进”的投资建议。
- **公司深耕汽车领域，客户矩阵持续扩容：**公司是国内领先的汽车零部件企业，早年主要经营为燃油车内饰、橡胶减震等产品，后续切入新能源汽车领域，产品拓展至汽车底盘、热管理等业务。公司紧抓国内汽车产业浪潮，实现第一大客户从上汽通用（合资）到吉利（国产）再到特斯拉（新能源）的转变。得益于产品和客户矩阵的不断丰富，公司整体收入从 2019 年的 53.6 亿元增长至 2023 年的 197.0 亿元，期间 CAGR 达 38%；归母净利润从 2019 年的 4.6 亿元增长至 2023 年的 21.5 亿元，期间 CAGR 达 47%。分板块看：

1) 内饰业务：公司业务基本盘，近年来增长迅速。内外饰件是车身系统的重要组成部分，在汽车电动化、智能化发展阶段，消费者对驾乘舒适性、隔声降噪提出更高要求，使得汽车内外饰持续升级，单车价值量不断提高。内外饰件是公司一直以来的优势业务，公司产品包括汽车门板、顶棚、主地毯、隔音隔热件、行李箱隔音件等隔声降噪内饰产品，以及密封条、装饰条等外饰类产品，能够提供系统性的声学解决方案。相较于同类企业，公司掌握 VOC 环保材料技术，能够有效控制车内 VOC 排放；同时实现从纤维到成型到组装的产业链一体化，具备一定成本优势。收入方面，公司内饰业务从 2019 年的 16.5 亿元增长至 2023 年的 65.8 亿元，期间 CAGR 达 41%；2024H1 实现收入 39.1 亿元，YOY+24.3%。

2) 轻量化底盘系统：收购福多纳完善布局，业务实现快速增长。轻量化底盘是当前汽车行业的主要趋势，能够在保证车身强度的同时，提升汽车的续航，从而减少燃油或者电池消耗。公司 2003 年启动轻量化悬挂系统项目，2017 年收购福多纳进一步完善底盘布局，目前已经掌握高压铸造、真空铸造等六大轻合金核心工艺，覆盖盖一体式/分体式铝副车架、空心结构件、转向节等产品。同时公司能够与整车厂实现同步开发，并在宁波、金华、长兴、重庆、波兰、墨西哥等地建设工厂，适配全球客户。从业绩来看，公司轻量化底盘收入从 2019 年的 10.5 亿元增长至 2023 年的 61.2 亿元，期间 CAGR 达 55%；2024H1 实现收入 37.9 亿元，YOY+31.5%。公司在建产能尚未完全达产，未来营收增长可期。

3) 减震器：公司传统优势业务，龙头地位稳固。公司深耕 NVH 汽车减震成支承、驱动电机减震器、扭转减震器、副车架支承等。为适应适应汽

系统近 40 年，产品包括动力总车轻量化、智能化的升级需求，公司持续进行产品研发，材料技术从初代金属+橡胶逐步过度成第三代的轻量化塑料、纤维+液体，并对有电磁阀的主动减震器进行前瞻研发。得益于产品的持续迭代，公司稳居市场龙头，根据中国汽车工业协会数据显示，2021 年公司减震器在国内市场排名第一，在全球市场排名第二。收入方面，公司减震器收入从 2019 年的 23.4 亿元增长至 2023 年的 43.0 亿元，期间 CAGR 达 16%；2024H1 实现收入 21.4 亿元，YOY+18%。

4) 热管理业务：公司热管理业务主要提供热泵系统总成，主要应用于新能源汽车的空调系统，能缓解新能源汽车冬季续航短的问题，主要向特斯拉等客户供应。公司热管理业务收入从 2021 年的 12.9 亿元增长至 2023 年的 15.5 亿元，期间 CAGR 达 10%；2024H1 实现收入 9.2 亿元，YOY+18.4%。

- **2021 年来公司毛利率、归母净利率持续提升：**公司毛利率从 2021 年的 19.9%持续提高至 2023 年的 23.0%，期间提高 3.1pcts，主因内饰、底盘等业务放量，规模效应显著。费用方面，2023 年公司期间费用率较 2021 年提高 0.8pcts，主因公司加大研发力度，期间研发费用率提高 0.6pcts。整体看，近年来公司归母净利率保持上升态势，从 2021 年的 8.9%提升至 2023 年的 10.9%，期间提高 2.0pcts，2024 年 Q1-Q3 进一步提升至 11.5%。
- **加码人形机器人赛道，关节执行器布局领先：**公司 2023 年设立电驱事业部，前瞻布局人形机器人关节等执行器。执行器是机器人的核心部件，由电机、减速机构、传感器、编码器、驱动器、控制器、通讯等多种零部件组成，结构复杂。而人形机器人需要较高的关节协调性和灵活性，所以执行器需要同时满足轻量化、小型化、低功耗等技术指标，这也使得执行器高度集成，技术难度较高。而公司一方面具备永磁伺服电机、无框电机等各类电机的产研能力，另一方面具备各类研发资源及测试资源的整合经验，因为我们认为公司在该领域具备较强的竞争力。同时从产业布局看，公司是特斯拉的核心供应商，在汽车领域有深厚的合作基础，有望于人形机器人领域再次合作；此外，2024 年 1 月公司就已经与宁波经济技术开发区签署《机器人电驱系统研发生产基地项目投资协议书》，拟投资 50 亿元建设机器人核心部件生产基地，在人形机器人零部件企业中布局领先。根据 2024 年业绩预告，公司电驱系统正式投产并开始交付产品，我们看好公司在人形机器人量产浪潮中领先。
- **盈利预测及投资建议：**预计 2024-2026 年公司实现净利润 30 亿元、37 亿元、45 亿元，yoy 分别为 41%、+21%、+23%，EPS 为 1.8 元、2.2 元、2.7 元，当前 A 股价对应 PE 分别为 36 倍、29 倍、24 倍，我们看好公司智能汽车+电驱双产业发展，对此给予公司“买进”的投资建议。
- **风险提示：**行业竞争加剧、人形机器人落地不及预期、新能源汽车销量不及预期

年度截止 12 月 31 日		2022	2023	2024F	2025F	2026F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1700	2151	3026	3655	4491
同比增减	%	67.13	26.50	40.69	20.80	22.88
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.54	1.95	1.79	2.17	2.66
同比增减	%	65.59	26.62	-7.97	20.80	22.88
A 股市盈率 (P/E)	X	41.44	32.73	35.56	29.44	23.96
股利 (DPS)	RMB 元	0.46	0.56	0.59	0.76	0.93
股息率 (Yield)	%	0.72	0.88	0.93	1.19	1.46

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2022	2023	2024F	2025F	2026F
营业收入	15993	19701	26446	32591	39734
经营成本	12536	15163	15611	25500	30947
营业税金及附加	94	148	190	222	258
销售费用	220	259	347	415	479
管理费用	423	544	635	746	962
财务费用	-12	86	140	149	182
资产减值损失	-32	-71	-44	-49	-55
投资收益	39	4	63	36	34
营业利润	1978	2476	3426	4049	5070
营业外收入	6	4	28	13	15
营业外支出	24	18	26	23	22
利润总额	1960	2462	3428	4039	5063
所得税	261	312	402	382	569
少数股东损益	-1	-1	1	2	3
归属于母公司所有者的净利润	1700	2151	3026	3655	4491

附二：合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024F	2025F	2026F
货币资金	2796	2855	5199	7491	10216
应收帐款	4347	5007	6008	7210	8652
存货	3256	3245	3699	4439	5327
流动资产合计	12435	13492	16460	20081	24499
长期投资净额	142	140	112	134	161
固定资产合计	8726	11518	13246	14968	17213
在建工程	3554	3000	2730	2593	2464
无形资产	15076	17278	18660	21459	23605
资产总计	27510	30770	35120	41540	48104
流动负债合计	9621	11224	11448	13738	16486
长期负债合计	5730	5732	4872	5603	6443
负债合计	15350	16955	16320	19341	22929
少数股东权益	31	30	36	39	43
股东权益合计	12129	13784	18764	22160	25132
负债和股东权益总计	27510	30770	35120	41540	48104

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2022	2023	2024F	2025F	2026F
经营活动产生的现金流量净额	2284	3366	3535	3668	4058
投资活动产生的现金流量净额	-5106	-3410	-3930	-4040	-4373
筹资活动产生的现金流量净额	4297	-71	2738	2664	3040
现金及现金等价物净增加额	1475	-96	2344	2292	2724

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场，或会买进，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。