

费用率控制有效，新领域增长迅速

投资要点

- **事件:** 公司发布 2024 年报，24 全年实现营收 266 亿元，同比+35%；归母净利润 30 亿元，同比+39.5%；毛利率 20.8%，同比-2.2pp，净利率 11.3%，同比+0.4pp。其中 24Q4 实现营收 72.48 亿元，同比+30.6%，环比+1.7%；归母净利润 7.67 亿元，同比+38.5%，环比-1.5%；毛利率 19.8%，同比-4.3pp，环比-1.1pp，净利率 10.5%，同比+0.7pp，环比-0.5pp。
- **费用率控制有效，政府补贴增厚利润。** 24 年公司主要客户销量实现增长，单车配套高价值的智能电动车企客户群体不断扩大，公司与华为-赛力斯、理想、蔚来、奇瑞、长城、小米、比亚迪、吉利、小鹏、美国创新车企 A 客户、RIVIAN、FORD、GM、STELLANTIS、BMW、MERCEDES-BENZ 等国内外车企均在新能源汽车领域展开全面合作，单车配套金额不断提升。此外，公司不断提升经营绩效，费用率控制有效，24 年期间费用率 8.6%，同比-0.9pp，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率分别-0.3/-0.4/-0.4pp。24 年获政府补贴 2.8 亿元，同比+1.3 亿元，进一步增厚利润。
- **产品平台化战略不断推进。** 公司目前已经拥有 8 大系列产品，Tier0.5 级创新商业模式持续被客户接受和认可，各项业务均取得较快增长，其中汽车电子类产品 24 年营收 18.2 亿，同比+908%，主要是空气悬架、电动可调转向管柱、智能门控系统、转屏控制器等高附加值产品逐步量产，平均单价显著提高。公司布局人形机器人的驱动执行器，24 年实现营收 1343 万元，同比+624%。公司与客户从直线执行器开始合作，之后又启动了旋转执行器及灵巧手电机等产品研发，已经多次向客户送样，项目进展迅速。公司还积极布局机器人躯体结构件、传感器、足部减震器、电子柔性皮肤等，进一步形成机器人业务的平台化产品布局，驱动执行器业务将打造公司新的增长极。
- **国际化战略加速。** 墨西哥一期项目全部投产，二期项目开始筹划。波兰工厂二期也在筹划中，为承接更多欧洲本土订单奠定基础。与此同时，公司积极布局东南亚市场，泰国生产基地的规划和筹建工作正在加快进行，可以进一步完善国际地域布局，并实现全产品线的境外布局，以灵活应对国际贸易环境的不断变化，降低风险；同时，进一步拓展国际客户及出海车企业务；此外，可以利用成本优势，提升经济效益。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 2.12/2.53/3.01 元，对应 PE 为 24/20/17 倍，归母净利润 CAGR 为 20.3%，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争加剧的风险；新产品推广不及预期的风险；海外市场风险等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	266.00	318.14	378.84	438.69
增长率	35.02%	19.60%	19.08%	15.80%
归属母公司净利润(亿元)	30.01	36.81	44.05	52.26
增长率	39.52%	22.66%	19.67%	18.66%
每股收益EPS(元)	1.73	2.12	2.53	3.01
净资产收益率 ROE	15.34%	16.51%	17.21%	17.72%
PE	30	24	20	17
PB	4.60	4.04	3.52	3.05

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 郑连声
执业证号: S1250522040001
电话: 010-57758531
邮箱: zlans@swsc.com.cn

分析师: 冯安琪
执业证号: S1250524050003
电话: 021-58351905
邮箱: faz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	17.38
流通 A 股(亿股)	17.38
52 周内股价区间(元)	31.06-74.73
总市值(亿元)	900.03
总资产(亿元)	375.44
每股净资产(元)	11.51

相关研究

- 拓普集团 (601689): Q3 业绩符合预期, 净利润同比高增 (2024-10-30)
- 拓普集团 (601689): 持续推动降本增效, 国际化战略加速 (2024-08-30)
- 拓普集团 (601689): Q2 业绩高增长, 平台化战略持续推进 (2024-07-29)
- 拓普集团 (601689): 平台型汽车零部件龙头, 横向拓展杰出企业 (2024-06-28)

关键假设：

假设 1：公司传统业务稳健增长，预计 25-27 年橡胶减震产品销量分别为 994/1083/1142 万件；内饰功能件销量分别为 1011/1135/1276 万件；

假设 2：随着轻量化客户持续开拓及产品结构升级，预计 25-27 年底盘系统销量分别为 858/977/1071 万件，单价分别增长 1%/1%/1%；

假设 3：随着热管理客户放量，产能利用率提升，预计 25-27 年热管理产品销量分别为 121/133/145 万件；

假设 4：随着汽车电子客户逐渐量产，预计 25-27 年底盘电子产品销量分别为 70/83/93 万件，单价分别增长 3%/3%/3%；

假设 5：驱动执行器业务 2025 年起逐渐放量，预计 25-27 年出货量分别为 0.3/5/10 万件。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
橡胶减震产品	营业收入	44.02	46.89	51.11	53.91
	yoy	2.40%	6.52%	8.99%	5.48%
	毛利率	21.08%	21.00%	21.00%	21.00%
内饰功能件	营业收入	84.34	89.49	100.41	112.89
	yoy	28.23%	6.10%	12.21%	12.42%
	毛利率	18.13%	18.00%	18.00%	18.00%
底盘系统	营业收入	82.03	97.45	112.13	124.10
	yoy	33.99%	18.80%	15.06%	10.68%
	毛利率	20.42%	20.00%	20.00%	20.00%
热管理	营业收入	21.40	29.37	32.13	35.17
	yoy	38.24%	37.23%	9.42%	9.44%
	毛利率	17.10%	18.00%	18.00%	18.00%
汽车电子	营业收入	18.20	33.48	41.58	46.93
	yoy	907.6%	83.96%	24.19%	12.87%
	毛利率	19.40%	20.00%	20.00%	20.00%
电驱&电源系统、牵引系统	营业收入	0.13	0.90	15.00	30.00
	yoy	624.1%	592.31%	1566.67%	100.00%
	毛利率	50.9%	35.00%	30.00%	30.00%
其他	营业收入	15.89	20.57	26.49	35.71
	yoy	63.31%	29.48%	28.75%	34.80%
	毛利率	42.54%	40.00%	40.00%	40.00%
总计	营业收入	266.00	318.15	378.85	438.70
	yoy	35.02%	19.60%	19.08%	15.80%
	毛利率	20.80%	20.72%	21.17%	21.87%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	266.00	318.14	378.84	438.69	净利润	30.04	36.84	44.09	52.32
营业成本	210.67	252.22	298.63	342.75	折旧与摊销	16.22	10.21	10.21	10.21
营业税金及附加	1.83	2.19	2.61	3.02	财务费用	1.66	0.56	0.38	0.61
销售费用	2.74	3.18	3.79	4.39	资产减值损失	-0.59	-0.80	-0.80	-0.80
管理费用	6.21	21.63	25.76	29.83	经营营运资本变动	-17.53	34.37	-3.90	-2.57
财务费用	1.66	0.56	0.38	0.61	其他	2.57	2.82	0.75	-0.33
资产减值损失	-0.59	-0.80	-0.80	-0.80	经营活动现金流净额	32.36	84.01	50.73	59.45
投资收益	0.84	0.84	0.84	0.84	资本支出	-16.54	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.01	0.00	0.01	0.01	其他	-20.74	0.85	0.85	0.85
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-37.28	-29.15	-29.15	-29.15
营业利润	34.20	40.00	49.31	59.73	短期借款	-0.69	-9.31	0.00	0.00
其他非经营损益	0.01	2.04	1.04	0.03	长期借款	-10.57	0.00	0.00	0.00
利润总额	34.21	42.04	50.35	59.76	股权融资	34.98	0.00	0.00	0.00
所得税	4.18	5.20	6.26	7.45	支付股利	-6.47	-9.02	-11.06	-13.24
净利润	30.04	36.84	44.09	52.32	其他	4.62	-21.10	-0.38	-0.61
少数股东损益	0.03	0.04	0.05	0.05	筹资活动现金流净额	21.87	-39.43	-11.45	-13.85
归属母公司股东净利润	30.01	36.81	44.05	52.26	现金流量净额	16.28	15.43	10.14	16.44
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	39.88	55.30	65.44	81.88	成长能力				
应收和预付款项	66.98	83.73	98.56	113.97	销售收入增长率	35.02%	19.60%	19.08%	15.80%
存货	40.00	48.39	56.81	65.83	营业利润增长率	38.11%	16.96%	23.28%	21.12%
其他流动资产	39.97	13.94	14.60	15.24	净利润增长率	39.71%	22.66%	19.67%	18.66%
长期股权投资	0.97	0.97	0.97	0.97	EBITDA 增长率	37.53%	-2.50%	17.99%	17.77%
投资性房地产	0.21	0.21	0.21	0.21	获利能力				
固定资产和在建工程	159.69	180.99	202.29	223.58	毛利率	20.80%	20.72%	21.17%	21.87%
无形资产和开发支出	15.72	14.42	13.11	11.81	三费率	3.99%	7.98%	7.90%	7.94%
其他非流动资产	12.02	11.81	11.60	11.39	净利率	11.29%	11.58%	11.64%	11.93%
资产总计	375.44	409.76	463.59	524.89	ROE	15.34%	16.51%	17.21%	17.72%
短期借款	9.31	0.00	0.00	0.00	ROA	8.00%	8.99%	9.51%	9.97%
应付和预收款项	100.55	137.09	157.84	180.01	ROIC	15.04%	15.88%	18.72%	20.20%
长期借款	14.49	14.49	14.49	14.49	EBITDA/销售收入	19.58%	15.96%	15.81%	16.08%
其他负债	55.26	35.02	35.07	35.12	营运能力				
负债合计	179.61	186.60	207.40	229.62	总资产周转率	0.78	0.81	0.87	0.89
股本	16.86	17.38	17.38	17.38	固定资产周转率	2.11	2.40	3.06	3.81
资本公积	82.56	82.04	82.04	82.04	应收账款周转率	4.48	4.32	4.20	4.19
留存收益	95.59	123.38	156.36	195.39	存货周转率	5.61	5.53	5.51	5.43
归属母公司股东权益	195.50	222.80	255.78	294.80	销售商品提供劳务收到现金营业收入	81.94%	—	—	—
少数股东权益	0.33	0.37	0.41	0.47	资本结构				
股东权益合计	195.83	223.16	256.19	295.27	资产负债率	47.84%	45.54%	44.74%	43.75%
负债和股东权益合计	375.44	409.76	463.59	524.89	带息债务/总负债	27.24%	21.23%	19.10%	17.26%
					流动比率	1.43	1.47	1.49	1.54
					速动比率	1.13	1.11	1.13	1.17
					股利支付率	21.55%	24.51%	25.12%	25.33%
业绩和估值指标					每股指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	52.08	50.77	59.91	70.56	每股收益	1.73	2.12	2.53	3.01
PE	29.99	24.45	20.43	17.22	每股净资产	11.25	12.82	14.72	16.96
PB	4.60	4.04	3.52	3.05	每股经营现金	1.86	4.83	2.92	3.42
PS	3.38	2.83	2.38	2.05	每股股利	0.37	0.52	0.64	0.76
EV/EBITDA	16.92	17.00	14.24	11.86					
股息率	0.72%	1.00%	1.23%	1.47%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn