

Q1 客户产销承压，机器人成长势能强

华泰研究

2025 年 5 月 08 日 | 中国内地

调研报告

汽车零部件

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

69.42

研究员

SAC No. S0570522110001
SFC No. BTK945

宋亭亭

songtingting021619@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

研究员

SAC No. S0570524080001
SFC No. BTK466

陈诗慧

chenshihui@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

拓普集团公布一季报业绩，公司 Q1 实现营收 57.68 亿元 (yoy+1.40%，qoq-20.43%)，归母净利润 5.65 亿元 (yoy-12.39%，qoq-26.23%)，环比下滑系核心大客户产量较弱。公司坚定“大客户”战略，25 年下游新势力客户新车催化仍足，公司作为重要供应商有望受益，维持“买入”评级。

Q1 核心客户产量波动影响收入及毛利率表现

25Q1 公司营收同比微增，毛利率同环比-2.5/+0.1pct 至 19.9%，或受核心客户产量波动影响，25Q1 核心客户问界产量同环比-46%/-49%，特斯拉中国同环比-22%/-30%。期间费用方面，25Q1 销售/管理费率分别为 1.2%/3.3%，同比 -0.2/+0.6，环比 +0.55/+1.2pct；研发费率同环比 +1.4pct/+0.9pct 至 5.9%。我们认为随海外工厂订单落地后产能利用率提升，规模化采购控本，公司盈利能力有望向好。

持续推进平台化战略，国内海外双向发展

公司作为平台型供应商，产品线、客户开拓进展顺利，有望实现国内外双向发展：①国内：公司收购芜湖长鹏切入奇瑞产业链，内饰件市占率有望进一步提升，未来有望导入更多产品；为问界、小米等头部新势力客户配套空悬等高价值量产品，重点新车型上市后有望贡献收入增量。②海外：公司正加紧筹备波兰二期工厂，美国奥斯汀和奥克兰工厂稳步推进，25 年 3 月新增投资建设泰国基地。公司海外产能扩张有望降低关税风险并增强本地配套能力，推动海外业务持续扩张，规模效应增强下或逐步兑现盈利。

机器人布局进展积极，汽车+机器人双引擎增长

公司在刹车系统 IBS 具备强 know-how 能力，可横向拓展至机器人电驱执行器等业务。目前电驱执行器项目已按需迭代升级，并开始批量供货；灵巧手机电机已多次向客户送样。展望 25 年，公司将启动占地约 150 亩的机器人产业基地项目，未来产品或拓展至电子柔性皮肤、躯体结构件等，进一步形成机器人业务的平台化产品布局，打开新增长曲线。

盈利预测与估值

我们维持公司 25-27 年归母净利润 38.1/47.1/59.2 亿元。可比公司 25 年 Wind 一致预期 PE 均值为 26.7 倍，考虑公司电驱系统新业务具备较大成长性，我们给予公司 25 年 31.7 倍 PE，对应目标价 69.42 元（前值 67.45 元，对应 25E PE 30.8x）。

风险提示：下游客户整车产销不及预期，短期内新产品盈利能力不及预期。

经营预测指标与估值

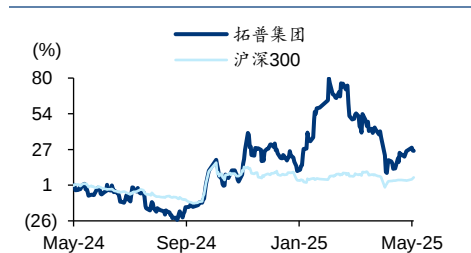
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (人民币百万)	19,701	26,600	34,274	42,871	53,777
+/-%	23.18	35.02	28.85	25.08	25.44
归属母公司净利润 (人民币百万)	2,151	3,001	3,811	4,714	5,919
+/-%	26.50	39.52	27.02	23.69	25.55
EPS (人民币，最新摊薄)	1.24	1.73	2.19	2.71	3.41
ROE (%)	15.56	15.34	16.94	18.05	19.30
PE (倍)	42.33	30.34	23.88	19.31	15.38
PB (倍)	6.60	4.66	4.05	3.49	2.97
EV EBITDA (倍)	24.70	17.83	15.64	12.87	10.30

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价 (人民币)	69.42
收盘价 (人民币 截至 5 月 8 日)	52.38
市值 (人民币百万)	91,028
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	1,899
52 周价格范围 (人民币)	31.06-74.73
BVPS (人民币)	13.05

股价走势图



资料来源：Wind

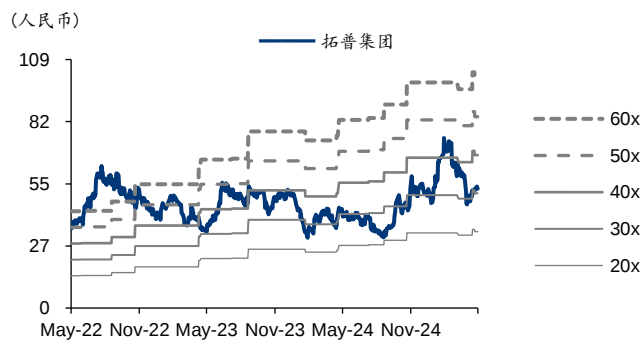
图表1：拓普集团：可比公司估值表

证券代码	公司名称	市值 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)	
			2025E	2026E	2025E	2026E
002920 CH	德赛西威	593	4.84	6.13	22.1	17.4
603786 CH	科博达	225	2.50	3.16	22.3	17.6
603596 CH	伯特利	352	2.52	3.24	23.0	17.9
300580 CH	贝斯特	143	0.73	0.89	39.1	31.8
002050 CH	三花智控	1,010	1.00	1.16	27.0	23.2
平均		390			26.7	21.6

注：数据截至5月8日收盘；EPS、PE数据为Wind一致预期

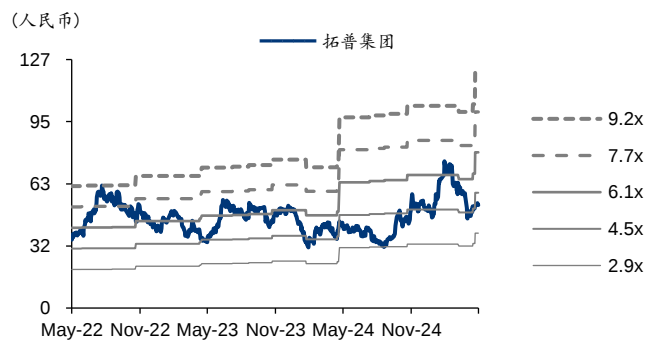
资料来源：Wind，华泰研究

图表2：拓普集团 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰研究

图表3：拓普集团 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	13,492	18,683	22,517	25,325	33,409
现金	2,855	3,988	3,868	4,316	6,717
应收账款	5,007	6,426	8,305	10,120	12,992
其他应收账款	89.76	80.41	138.85	135.41	208.63
预付账款	116.41	167.36	198.28	259.08	314.63
存货	3,245	4,000	5,289	6,285	8,221
其他流动资产	2,179	4,022	4,718	4,209	4,956
非流动资产	17,278	18,861	19,981	22,413	24,251
长期投资	139.64	96.73	96.44	98.00	93.62
固定投资	11,518	13,685	14,221	16,061	17,081
无形资产	1,390	1,370	1,477	1,596	1,709
其他非流动资产	4,230	3,710	4,186	4,658	5,368
资产总计	30,770	37,544	42,498	47,738	57,660
流动负债	11,224	13,039	15,259	16,978	22,520
短期借款	999.80	930.63	930.63	930.63	930.63
应付账款	5,407	6,140	8,666	9,782	13,339
其他流动负债	4,817	5,968	5,663	6,266	8,251
非流动负债	5,732	4,922	4,716	4,622	4,445
长期借款	2,506	1,449	1,243	1,149	972.13
其他非流动负债	3,225	3,473	3,473	3,473	3,473
负债合计	16,955	17,961	19,975	21,601	26,966
少数股东权益	29.92	32.99	36.80	41.52	47.45
股本	1,102	1,686	1,738	1,738	1,738
资本公积	5,341	8,256	8,256	8,256	8,256
留存公积	7,205	9,559	12,268	15,619	19,825
归属母公司股东权益	13,784	19,550	22,486	26,095	30,647
负债和股东权益	30,770	37,544	42,498	47,738	57,660

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	3,366	3,236	5,230	5,721	7,634
净利润	2,150	3,004	3,815	4,719	5,925
折旧摊销	1,225	1,622	1,486	1,714	1,902
财务费用	85.75	165.68	21.27	35.79	49.06
投资损失	(3.97)	(84.36)	(51.60)	(51.60)	(51.60)
营运资金变动	(403.04)	(1,711)	63.98	(566.19)	(26.70)
其他经营现金	312.15	239.70	(104.03)	(129.96)	(162.82)
投资活动现金	(3,410)	(3,728)	(2,553)	(4,092)	(3,687)
资本支出	(3,177)	(3,146)	(2,507)	(4,022)	(3,610)
长期投资	(293.97)	(709.60)	0.30	(1.56)	4.38
其他投资现金	60.63	127.70	(46.63)	(68.46)	(81.80)
筹资活动现金	(71.43)	2,187	(2,797)	(1,180)	(1,546)
短期借款	(132.74)	(69.17)	0.00	0.00	0.00
长期借款	(318.88)	(1,057)	(206.25)	(93.35)	(177.14)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.23	2,914	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	379.95	399.12	(2,591)	(1,087)	(1,369)
现金净增加额	(96.27)	1,628	(119.94)	448.15	2,401

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	19,701	26,600	34,274	42,871	53,777
营业成本	15,163	21,067	27,011	33,655	42,181
营业税金及附加	148.12	183.30	239.92	300.10	376.44
营业费用	258.82	274.04	342.74	471.58	591.55
管理费用	543.72	620.87	807.15	1,020	1,280
财务费用	85.75	165.68	21.27	35.79	49.06
资产减值损失	(71.46)	(59.34)	(75.40)	(94.32)	(118.31)
公允价值变动收益	(0.08)	1.02	1.19	1.33	1.47
投资净收益	3.97	84.36	51.60	51.60	51.60
营业利润	2,476	3,420	4,334	5,370	6,749
营业外收入	4.10	26.45	29.10	29.10	32.01
营业外支出	18.08	25.16	18.08	18.08	25.16
利润总额	2,462	3,421	4,345	5,381	6,756
所得税	312.27	417.57	530.11	661.82	830.93
净利润	2,150	3,004	3,815	4,719	5,925
少数股东损益	(0.63)	3.08	3.82	4.72	5.92
归属母公司净利润	2,151	3,001	3,811	4,714	5,919
EBITDA	3,869	5,233	5,852	7,079	8,596
EPS (人民币, 基本)	1.95	1.79	2.19	2.71	3.41

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	23.18	35.02	28.85	25.08	25.44
营业利润	25.21	38.11	26.73	23.89	25.68
归属母公司净利润	26.50	39.52	27.02	23.69	25.55
获利能力 (%)					
毛利率	23.03	20.80	21.19	21.50	21.56
净利率	10.91	11.29	11.13	11.01	11.02
ROE	15.56	15.34	16.94	18.05	19.30
ROIC	12.95	14.76	16.94	18.27	21.13
偿债能力					
资产负债率 (%)	55.10	47.84	47.00	45.25	46.77
净负债比率 (%)	34.76	16.94	6.83	4.02	(4.82)
流动比率	1.20	1.43	1.48	1.49	1.48
速动比率	0.88	1.09	1.10	1.09	1.09
营运能力					
总资产周转率	0.68	0.78	0.86	0.95	1.02
应收账款周转率	4.21	4.65	4.65	4.65	4.65
应付账款周转率	2.96	3.65	3.65	3.65	3.65
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.24	1.73	2.19	2.71	3.41
每股经营现金流(最新摊薄)	1.94	1.86	3.01	3.29	4.39
每股净资产(最新摊薄)	7.93	11.25	12.94	15.02	17.64
估值比率					
PE (倍)	42.33	30.34	23.88	19.31	15.38
PB (倍)	6.60	4.66	4.05	3.49	2.97
EV EBITDA (倍)	24.70	17.83	15.64	12.87	10.30

免责声明

分析师声明

本人，宋亭亭、陈诗慧，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师宋亭亭、陈诗慧本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司