

拓普集团（601689.SH）

盈利短期承压，机器人业务打开全新增量空间

优于大市

核心观点

一季度营收同比提升，大客户销量短期承压影响业绩释放。拓普集团 2024 年营收 266.0 亿元，同比+35.0%，归母净利润 30.0 亿元，同比+38.9%，扣非净利润 27.3 亿元，同比+35.0%；25Q1 拓普集团实现营收 57.7 亿元，同比+1.4%，环比-20.4%（特斯拉 25Q1 销量 33.7 万辆，同比-13%；问界销量 4.5 万辆，同比-46%），归母净利润 5.7 亿元，同比-11.6%，环比-26.2%，扣非净利润 4.9 亿元，同比-18.4%，环比-31.0%。

研发投入持续，静待公司业绩回暖。费用层面，25Q1 拓普集团销售/管理/研发费用率分别为 1.2%/3.3%/5.9%，同比分别-0.2/+0.6/+1.4pct，环比分别+0.6/+1.2/+0.9pct，其中研发费用有所提升预计主要系公司新产品（机器人、汽车电子相关）和新技术的持续投入；25Q1 拓普集团毛利率为 19.9%，同比-2.5pct，环比+0.1pct，预计主要系产品结构变化、规模效应缩窄、产品价格波动等因素所致；25Q1 公司经营活动现金净流量 8.9 亿元（24Q1 为 5.8 亿元）；25Q1 拓普集团净利率 9.9%，同比-1.5pct，环比-0.7pct；展望 Q2，特斯拉、赛力斯、吉利、理想、小米等销量有望持续向上带来业绩增量，热管理、汽车电子、底盘等业务持续放量，叠加公司执行器业务的兑现，有望驱动公司业绩边际上行。

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。展望后续，车端为拓普基本盘，公司平台化战略+Tier0.5 模式持续推进，与赛力斯、理想、奇瑞、小米、吉利、斯特兰迪斯、宝马、奔驰等车企深化合作+提升配套金额，有望带来稳定的增长动力；产能方面，公司继续实施产能布局与建设，杭州湾八期、九期及济南、河南、墨西哥等工厂建设持续推进；中机器人方面，公司与客户从直线和旋转执行器开始布局（24 年电驱系统营收 1343 万元，同比+624%），且开始研发灵巧手电机等产品，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，看好公司逐步打造成机器人领域平台型供应商。

风险提示：客户销售不及预期、海外竞争加剧。

投资建议：人形机器人产业链核心标的，维持“优于大市”评级。考虑到核心客户的销量波动和行业的竞争加剧，下调盈利预测并新增 27 年盈利预测，预计 25/26/27 年拓普集团归母净利润为 35.4/44.2/54.1（原预测 25/26 年 38.8/47.9 亿元），对应 EPS 为 2.04/2.55/3.11 元（原预测 25/26 年 2.30/2.84 亿元），维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	19,701	26,600	33,250	40,931	49,322
(+/-%)	23.2%	35.0%	25.0%	23.1%	20.5%
净利润(百万元)	2151	3001	3539.7	4424.9	5409.4
(+/-%)	26.5%	39.5%	18.0%	25.0%	22.2%
每股收益(元)	1.95	1.78	2.04	2.55	3.11
EBIT Margin	13.2%	12.1%	12.4%	12.3%	12.4%
净资产收益率 (ROE)	15.60%	15.35%	15.97%	17.37%	18.31%
市盈率 (PE)	26.3	28.9	25.2	20.2	16.5
EV/EBITDA	19.6	22.0	19.1	17.0	14.8
市净率 (PB)	4.11	4.43	4.03	3.51	3.02

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	51.39 元
总市值/流通市值	89307/89307 百万元
52 周最高价/最低价	76.21/30.69 元
近 3 个月日均成交额	2277.91 百万元

市场走势



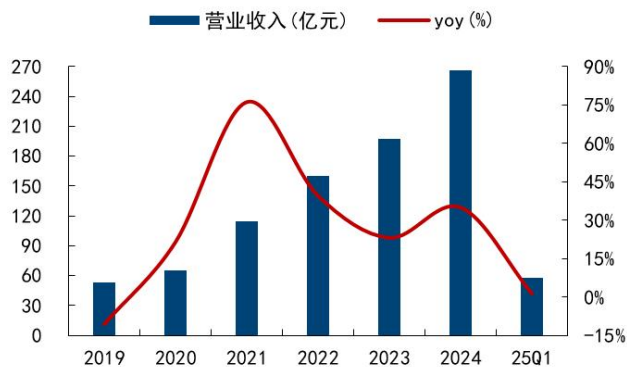
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《拓普集团（601689.SH）-三季度净利润同比增长 55%，平台型供货矩阵持续放量》——2024-10-29
- 《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》——2024-09-02
- 《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

业绩概述：拓普集团 2024 年营收 266.0 亿元，同比+35.0%，归母净利润 30.0 亿元，同比+38.9%，扣非净利润 27.3 亿元，同比+35.0%；25Q1 拓普集团实现营收 57.7 亿元，同比+1.4%，环比-20.4%（特斯拉 25Q1 销量 33.7 万辆，同比-13%；问界销量 4.5 万辆，同比-46%），归母净利润 5.7 亿元，同比-11.6%，环比-26.2%，扣非净利润 4.9 亿元，同比-18.4%，环比-31.0%。

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

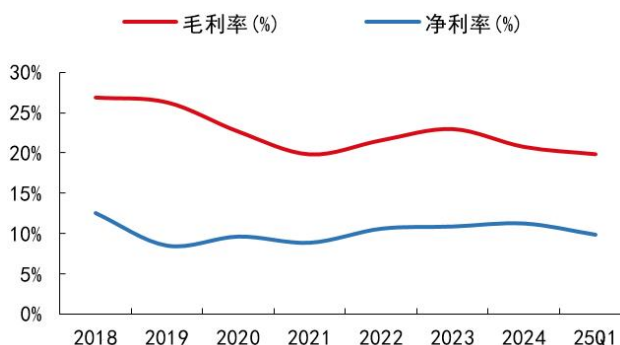
图4：公司单季度净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

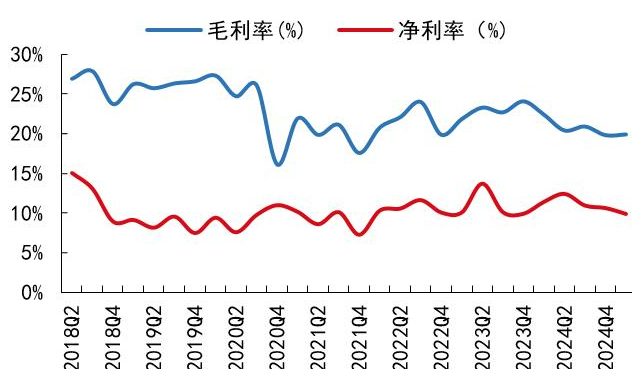
费用层面，25Q1 拓普集团销售/管理/研发费用率分别为 1.2%/3.3%/5.9%，同比分别 -0.2/+0.6/+1.4pct，环比分别+0.6/+1.2/+0.9pct，其中研发费用有所提升预计主要系公司新产品（机器人、汽车电子相关）和新技术的持续投入；25Q1 拓普集团毛利率为 19.9%，同比-2.5pct，环比+0.1pct，预计主要系产品结构变化、规模效应缩窄、产品价格波动等因素所致；25Q1 公司经营活动现金净流量 8.9 亿元（24Q1 为 5.8 亿元）；25Q1 拓普集团净利率 9.9%，同比-1.5pct，环比-0.7pct；展望 Q2，特斯拉、赛力斯、吉利、理想、小米等销量有望持续向上带来业绩增量，热管理、汽车电子、底盘等业务持续放量，叠加公司执行器业务的兑现，有望驱动公司业绩边际上行。

图5：公司毛利率和净利率



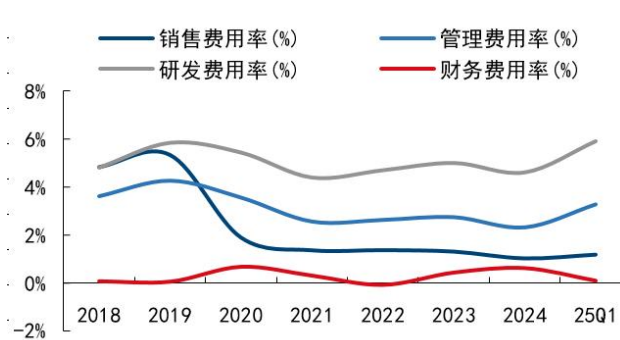
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度毛利率和净利率



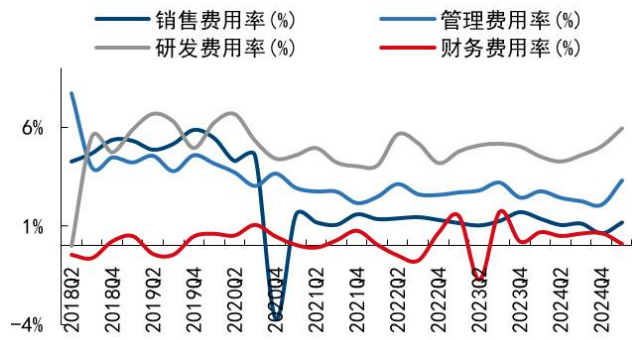
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

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。

在机器人领域，公司在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。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。公司与客户从直线执行器开始合作，鉴于公司在 IBS 方面的研发经验及积累，迅速获得客户好评后，又启动了旋转执行器的研发，然后又开始研发灵巧手电机等产品，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

投资建议：人形机器人产业链核心标的，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，考虑到核心客户的销量波动和行业的竞争加剧，下调盈利预测并新增 27 年盈利预测，预计 25/26/27 年拓普集团归母净利润为 35.4/44.2/54.1（原预测 25/26 年 38.8/47.9 亿元），对应 EPS 为 2.04/2.55/3.11 元（原预测 25/26 年 2.30/2.84 元），维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2023	2024	2025E	2023	2024E	2025E
002050. SZ	三花智控	优于大市	26.0	972	0.78	0.83	1	33	31	26
603596. SH	伯特利	优于大市	59.4	360	2.06	1.99	2.47	29	30	24
	平均							31	31	25
601689. SH	拓普集团	优于大市	51.4	893	1.95	1.78	2.04	26	29	25

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2855	3988	3988	7367	7291	营业收入	19701	26600	33250	40931	49322
应收款项	5651	6531	8163	10049	13513	营业成本	15163	21067	26301	32430	38965
存货净额	3245	4000	5057	8461	10184	营业税金及附加	148	183	229	282	340
其他流动资产	1440	3115	2993	3684	4439	销售费用	259	274	333	409	493
流动资产合计	13492	18683	21251	30611	36477	管理费用	544	621	770	914	1091
固定资产	14518	15969	17599	20788	23688	研发费用	986	1224	1496	1842	2318
无形资产及其他	1390	1370	1316	1262	1208	财务费用	86	166	121	44	(2)
投资性房地产	1230	1425	1425	1425	1425	投资收益	4	84	4	4	4
长期股权投资	140	97	97	97	97	资产减值及公允价值变动	71	60	30	30	45
资产总计	30770	37544	41688	54183	62895	其他收入	(1100)	(1014)	(1496)	(1842)	(2318)
短期借款及交易性金融负债	2290	2936	1698	1200	1200	营业利润	2476	3420	4035	5044	6166
应付款项	8263	9339	11807	21151	25460	营业外净收支	(14)	1	1	1	1
其他流动负债	671	764	965	1191	1434	利润总额	2462	3421	4036	5045	6168
流动负债合计	11224	13039	14470	23543	28094	所得税费用	312	418	493	616	753
长期借款及应付债券	4942	3962	3962	3962	3962	少数股东损益	(1)	3	4	5	6
其他长期负债	789	960	1060	1160	1260	归属于母公司净利润	2151	3001	3540	4425	5409
长期负债合计	5732	4922	5022	5122	5222	现金流量表（百万元）					
负债合计	16955	17961	19492	28665	33316	净利润	2151	3001	3540	4425	5409
少数股东权益	30	33	36	39	43	资产减值准备	39	(12)	14	11	12
股东权益	13784	19550	22160	25478	29535	折旧摊销	1146	1523	1586	1886	2188
负债和股东权益总计	30770	37544	41688	54183	62895	公允价值变动损失	(71)	(60)	(30)	(30)	(45)
关键财务与估值指标						财务费用	86	166	121	44	(2)
每股收益	1.95	1.78	2.04	2.55	3.11	营运资本变动	249	(2177)	215	3701	(1279)
每股红利	0.59	0.47	0.54	0.64	0.78	其它	(40)	14	(11)	(7)	(8)
每股净资产	12.51	11.60	12.75	14.66	17.00	经营活动现金流	3474	2289	5315	9985	6277
ROIC	11.46%	11.89%	14%	17%	19%	资本开支	0	(2977)	(3147)	(5001)	(5001)
ROE	15.60%	15.35%	16%	17%	18%	其它投资现金流	(300)	(749)	0	0	0
毛利率	23%	21%	20.90%	20.77%	21.00%	投资活动现金流	(298)	(3683)	(3147)	(5001)	(5001)
EBIT Margin	13%	12%	12%	12%	12%	权益性融资	20	3498	0	0	0
EBITDA Margin	19%	18%	17%	17%	17%	负债净变化	(319)	(1057)	0	0	0
收入增长	23%	35%	25%	23%	20%	支付股利、利息	(648)	(789)	(930)	(1106)	(1352)
净利润增长率	26%	40%	18%	25%	22%	其它融资现金流	(1201)	2720	(1238)	(498)	0
资产负债率	55%	48%	47%	53%	53%	融资活动现金流	(3116)	2527	(2168)	(1604)	(1352)
股息率	0.7%	0.9%	1.1%	1.3%	1.6%	现金净变动	60	1132	0	3379	(77)
P/E	26.3	28.9	25.2	20.2	16.5	货币资金的期初余额	2796	2855	3988	3988	7367
P/B	4.1	4.4	4.0	3.5	3.0	货币资金的期末余额	2855	3988	3988	7367	7291
EV/EBITDA	19.6	22.0	19.1	17.0	14.8	企业自由现金流	0	(794)	2274	5023	1277
						权益自由现金流	0	869	930	4486	1278

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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