

公司研究

2Q25 业绩符合预期，热管理能力全面提升开拓液冷新增长点

——拓普集团（601689.SH）2025 年半年报业绩点评

要点

2Q25 业绩符合预期：1H25 公司总营业收入同比+5.8%至 129.4 亿元（vs. 约占我们全年预测的 39%），归母净利润同比-11.1%至 13.0 亿元（vs. 约占我们预测全年预测的 39%）；其中，2Q25 公司营业收入同比+9.7%/环比+24.3%至 71.7 亿元，归母净利润同比-10.0%/环比+29.0%至 7.3 亿元。我们判断公司业绩总体符合预期，净利润率波动主要由于大客户皮卡车型销量低迷、以及新工厂+新业务开拓费用增加。

热管理能力全面提升，开辟液冷全新增长曲线：1H25 公司毛利率同比-1.8pcts 至 19.6%，销管费用率同比+1.3pcts 至 9.4%；2Q25 公司毛利率同比-1.1pcts/环比-0.6pcts 至 19.3%，销管费用率同比+0.9pcts/环比-1.8pcts 至 8.6%。业务分拆来看，**车端：**1) 汽车电子业务（空气悬架/智能驾驶/智能座舱部件）持续高增，收入同比+52%至 11 亿元；2) 内饰功能件、热管理系统收入保持稳步增长，收入同比+12%至 44 亿元、同比+7%至 10 亿元；3) 减震系统及底盘系统受大客户影响收入同比有所下滑。**机器人端：**直线及旋转执行器、灵巧手电机已多次向客户送样，预计机器人相关业务将持续正向贡献利润（1H25 公司电驱系统业务毛利率为 30.6%）。**液冷端：**公司热管理能力全面提升，已实现电子膨胀阀等核心部件全面自研，并将热管理技术延伸至液冷服务器、储能、机器人等领域，已积极对接华为、A 客户、英伟达等数据中心提供商，并取得首批订单 15 亿元，或有望开辟全新增长曲线。我们长期持续看好公司基于智能汽车+机器人+液冷的多领域业务布局与产品储备驱动的业绩增厚前景。

Tier 0.5 模式持续深化，全球化+智能汽车/机器人平台化加速：1) **国内外持续扩产，全球化布局加速：**国内：公司计划于 2025E 将闭式空气悬架产能提升至 150 万套/年；国外：墨西哥一期项目全部投产，此外泰国一期工厂计划于 2026 年初投产、波兰工厂二期也在筹划中。2) **智能汽车+机器人双平台化布局：**车端：公司单车配套金额至高可达 3 万元，已凭借平台化供应商优势配套特斯拉、赛力斯、极氪、小米、比亚迪等客户；机器人端：公司已布局直线执行器、旋转执行器、灵巧手电机、传感器、躯体结构件、足部减震器、电子柔性皮肤等产品，预计有望形成机器人业务平台化供应优势。我们看好公司凭借核心零部件自研+平台化供应优势，实现客户+业务多元化拓展，逐步实现车端+机器人端+液冷端业绩兑现。

维持“买入”评级：我们维持 2025E/2026E/2027E 归母净利润预测为 33.1 亿元/45.6 亿元/53.9 亿元，我们长期持续看好公司在机械/电控/软件的一体化研发整合能力、以及在空气悬架/机器人执行器等智能化业务的布局与兑现前景，维持“买入”评级。

风险提示：新建产能爬坡不及预期、上游原材料价格波动、关税政策波动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	19,701	26,600	33,195	43,419	49,779
营业收入增长率	23.18%	35.02%	24.79%	30.80%	14.65%
归母净利润（百万元）	2,151	3,001	3,307	4,555	5,389
归母净利润增长率	26.50%	39.52%	10.20%	37.76%	18.30%
EPS（元）	1.95	1.78	1.90	2.62	3.10
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.60%	15.35%	15.04%	17.79%	18.13%
P/E	32	35	32	23	20
P/B	4.9	5.3	4.9	4.2	3.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-9-1。（注：2023 公司股本为 11.02 亿，2024 股本为 16.86 亿，2025E-2027E 按股本 17.38 亿计算）

买入（维持）

当前价：61.51 元

作者

分析师：倪昱婧

执业证书编号：S0930515090002

021-52523876

niyj@ebscn.com

分析师：邢萍

执业证书编号：S0930525050001

021-52523838

xingping@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	17.38
总市值(亿元)	1068.94
一年最低/最高(元)	31.34/75.38
近 3 月换手率：	126.45%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	23.03	10.88	56.81
绝对	34.60	28.32	95.36

资料来源：Wind

相关研报

短期盈利性波动，持续看好智能汽车+机器人的长期增长逻辑——拓普集团（601689.SH）跟踪报告（2025-01-21）

全年业绩符合预期，智能汽车+电驱双产业发展——拓普集团（601689.SH）2024 年业绩预告点评报告（2025-01-21）

汽车电子业务延续高增，全球化进程持续推进——拓普集团（601689.SH）2024 年三季度业绩点评（2024-10-29）

1H24 业绩表现稳健，新业务+新客户+新产能持续发力——拓普集团（601689.SH）2024 半年报业绩点评（2024-08-31）

业绩符合预期，看好客户结构优化+海外布局深化——拓普集团（601689.SH）2024 半年报业绩快报报告（2024-07-26）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	19,701	26,600	33,195	43,419	49,779
营业成本	15,163	21,067	26,452	34,450	39,329
折旧和摊销	1,146	1,523	2,123	2,069	1,917
税金及附加	148	183	232	304	348
销售费用	259	274	365	521	622
管理费用	544	621	780	1,064	1,244
研发费用	986	1,224	1,660	2,171	2,489
财务费用	86	166	-26	-83	-146
投资收益	4	84	5	10	15
营业利润	2,476	3,420	3,773	5,187	6,129
利润总额	2,462	3,421	3,758	5,177	6,124
所得税	312	418	451	621	735
净利润	2,150	3,004	3,307	4,555	5,389
少数股东损益	-1	3	0	0	0
归属母公司净利润	2,151	3,001	3,307	4,555	5,389
EPS(元)	1.95	1.78	1.90	2.62	3.10

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,366	3,236	5,198	6,150	7,140
净利润	2,151	3,001	3,307	4,555	5,389
折旧摊销	1,146	1,523	2,123	2,069	1,917
净营运资金增加	747	3,107	1,357	1,782	875
其他	-678	-4,395	-1,588	-2,257	-1,041
投资活动产生现金流	-3,410	-3,728	-3,911	-3,090	-2,085
净资本支出	-3,157	-3,095	-3,050	-3,050	-2,050
长期投资变化	140	97	0	0	0
其他资产变化	-393	-729	-861	-40	-35
融资活动现金流	-71	2,187	-628	-1,628	-1,438
股本变化	0	584	52	0	0
债务净变化	894	-335	91	-990	-436
无息负债变化	711	1,340	5,160	4,906	2,996
净现金流	-96	1,628	660	1,431	3,617

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	23.0%	20.8%	20.3%	20.7%	21.0%
EBITDA 率	20.9%	20.0%	18.9%	16.6%	15.9%
EBIT 率	14.7%	13.9%	12.5%	11.8%	12.1%
税前净利润率	12.5%	12.9%	11.3%	11.9%	12.3%
归母净利润率	10.9%	11.3%	10.0%	10.5%	10.8%
ROA	7.0%	8.0%	7.3%	8.6%	9.1%
ROE (摊薄)	15.6%	15.3%	15.0%	17.8%	18.1%
经营性 ROIC	12.3%	13.0%	13.1%	14.8%	16.8%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	55%	48%	51%	51%	50%
流动比率	1.20	1.43	1.36	1.42	1.54
速动比率	0.91	1.13	1.01	1.04	1.15
归母权益/有息债务	1.91	2.83	3.15	4.27	5.34
有形资产/有息债务	3.98	5.15	6.21	8.48	10.34

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	30,770	37,544	45,225	52,769	59,443
货币资金	2,855	3,988	4,647	6,079	9,696
交易性金融资产	301	1,050	1,050	1,050	1,050
应收账款	5,007	6,426	8,372	10,573	11,648
应收票据	554	25	996	1,303	1,493
其他应收款 (合计)	90	80	133	174	199
存货	3,245	4,000	6,543	8,533	9,742
其他流动资产	1,324	2,947	3,277	3,788	4,106
流动资产合计	13,492	18,683	25,256	31,740	38,210
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	140	97	97	97	97
固定资产	11,518	13,685	13,314	13,249	13,152
在建工程	3,000	2,285	3,288	4,041	4,081
无形资产	1,390	1,370	1,392	1,413	1,435
商誉	203	202	202	202	202
其他非流动资产	292	219	549	549	549
非流动资产合计	17,278	18,861	19,969	21,030	21,233
总负债	16,955	17,961	23,211	27,127	29,687
短期借款	1,000	931	1,026	236	0
应付账款	5,407	6,140	9,258	12,058	13,765
应付票据	2,856	3,198	5,290	6,890	7,866
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	2	2	2	2	2
流动负债合计	11,224	13,039	18,609	22,320	24,753
长期借款	2,506	1,449	1,449	1,449	1,449
应付债券	2,436	2,513	2,513	2,513	2,513
其他非流动负债	424	408	540	744	872
非流动负债合计	5,732	4,922	4,602	4,807	4,934
股东权益	13,814	19,583	22,013	25,643	29,756
股本	1,102	1,686	1,738	1,738	1,738
公积金	6,048	9,078	9,073	9,073	9,073
未分配利润	6,498	8,737	11,121	14,750	18,864
归属母公司权益	13,784	19,550	21,980	25,610	29,723
少数股东权益	30	33	33	33	33

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	1.31%	1.03%	1.10%	1.20%	1.25%
管理费用率	2.76%	2.33%	2.35%	2.45%	2.50%
财务费用率	0.44%	0.62%	-0.08%	-0.19%	-0.29%
研发费用率	5.01%	4.60%	5.00%	5.00%	5.00%
所得税率	13%	12%	12%	12%	12%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.56	0.52	0.53	0.73	0.87
每股经营现金流	3.05	1.92	2.99	3.54	4.11
每股净资产	12.51	11.60	12.65	14.74	17.10
每股销售收入	17.88	15.78	19.10	24.98	28.64

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	32	35	32	23	20
PB	4.9	5.3	4.9	4.2	3.6
EV/EBITDA	18.5	20.9	18.0	15.5	13.7
股息率	0.9%	0.8%	0.9%	1.2%	1.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP