

先进制造与出行科技

收盘价

人民币 47.09

目标价

人民币 76.35↓

潜在涨幅

+62.1%

2026 年 8 月 31 日

拓普集团 (601689 CH)

2Q26 盈利低于预期，汇兑及产能爬坡形成拖累；下调目标价

④ **2Q26 收入保持增长，盈利低于市场预期，汇兑形成明显拖累。**1H26 公司实现收入 141.99 亿元，同比+9.8%；归母净利润 10.23 亿元，同比-21.0%。其中 2Q26 收入 75.71 亿元，同比+5.6%，较彭博一致预期低 8.7%；归母净利润 4.71 亿元，同比-35.5%，较一致预期低 27.7%。2Q26 毛利率 18.4%，同/环比分别下降 0.9/0.8 个百分点。我们认为，盈利下滑主要受新建产能爬坡、原材料价格上涨及汇率波动影响，其中 1H26 汇兑损失 1.18 亿元，而去年同期为汇兑收益 0.81 亿元，同比形成约 2.00 亿元税前负向影响；剔除汇兑影响后，我们测算上半年归母净利润同比降幅收窄至约 8%。

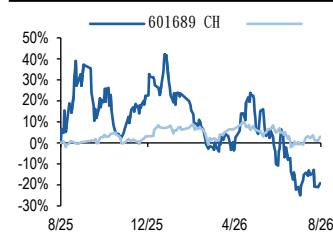
④ **传统汽车业务保持增长，机器人及液冷业务加快落地。**1H26 汽车零部件主营收入 132.61 亿元，同比+8.9%；内饰功能件、底盘系统、减震器、热管理系统及汽车电子收入均实现正增长，其中底盘系统同比+14.4%，增速相对领先。分地区来看，海外主营收入同比+14.4%，快于中国内地的+7.2%。展望后续，空气悬架、IBS、EPS 等汽车电子产品已进入量产收获阶段，公司预计空气悬架产能由上半年末约 130 万套提升至年末约 150 万套，叠加泰国、波兰及北美产能逐步完善，有望支撑海外客户拓展及单车配套价值提升。新业务方面，1H26 机器人执行器收入同比+83.4%，直线/旋转执行器及灵巧手电机已进入小批量交付；热管理技术及产品亦加快向液冷服务器、储能、机器人等新兴场景拓展，相关业务累计订单已增至 17.5 亿元。我们预计随着机器人量产推进及液冷订单逐步转化，新业务有望成为更重要的增量来源。

④ **下调盈利预测及目标价，维持买入。**考虑 1H26 盈利低于预期，以及汇兑、原材料价格和新产能爬坡带来的短期压力，我们下调 2026—28 年收入预测 3%-4%至 332.43/382.99/446.45 亿元，并下调归母净利润预测 4%-16%至 28.53/37.34/47.07 亿元。中长期看，随着传统汽车零部件业务持续提升单车配套价值及海外客户渗透率，叠加机器人执行器、数据中心液冷等新业务逐步贡献增量，公司收入结构及盈利能力仍具改善空间。我们将 DCF 基准滚动至 2027 年，下调目标价至人民币 76.35 元（原 85.24 元），维持买入。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位 (人民币)	83.42
52周低位 (人民币)	44.10
市值 (百万人民币)	81,842.42
日均成交量 (百万)	25.11
年初至今变化 (%)	(38.99)
200天平均价 (人民币)	58.94

资料来源：FactSet

陈庆

angus.chan@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3601

李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com
(852) 3766 1854

财务数据一览

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入 (百万人民币)	26,600	29,581	33,243	38,299	44,645
同比增长 (%)	35.0	11.2	12.4	15.2	16.6
净利润 (百万人民币)	3,001	2,779	2,853	3,734	4,707
每股盈利 (人民币)	1.79	1.61	1.64	2.15	2.71
同比增长 (%)	-8.2	-10.1	2.0	30.9	26.0
前EPS预测值 (人民币)			1.96	2.32	2.85
调整幅度 (%)			-16.2	-7.5	-5.0
市盈率 (倍)	26.3	29.2	28.7	21.9	17.4
每股账面净值 (人民币)	11.60	13.96	14.91	16.27	17.99
市账率 (倍)	4.06	3.37	3.16	2.89	2.62
股息率 (%)	1.1	1.0	1.1	1.4	1.8

资料来源：公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：拓普集团：盈利预测变动

(人民币百万)	2026E			2027E			2028E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	33,243	34,585	-4%	38,299	39,661	-3%	44,645	46,380	-4%
毛利润	6,283	6,632	-5%	7,414	7,520	-1%	8,776	8,733	0%
毛利率	18.9%	19.2%	-0.3 pts	19.4%	19.0%	0.4 pts	19.7%	18.8%	0.8 pts
归母净利润	2,853	3,382	-16%	3,734	4,011	-7%	4,707	4,923	-4%
归母净利率	8.6%	9.8%	-1.2 pts	9.8%	10.1%	-0.4 pts	10.5%	10.6%	-0.1 pts

资料来源：交银国际预测

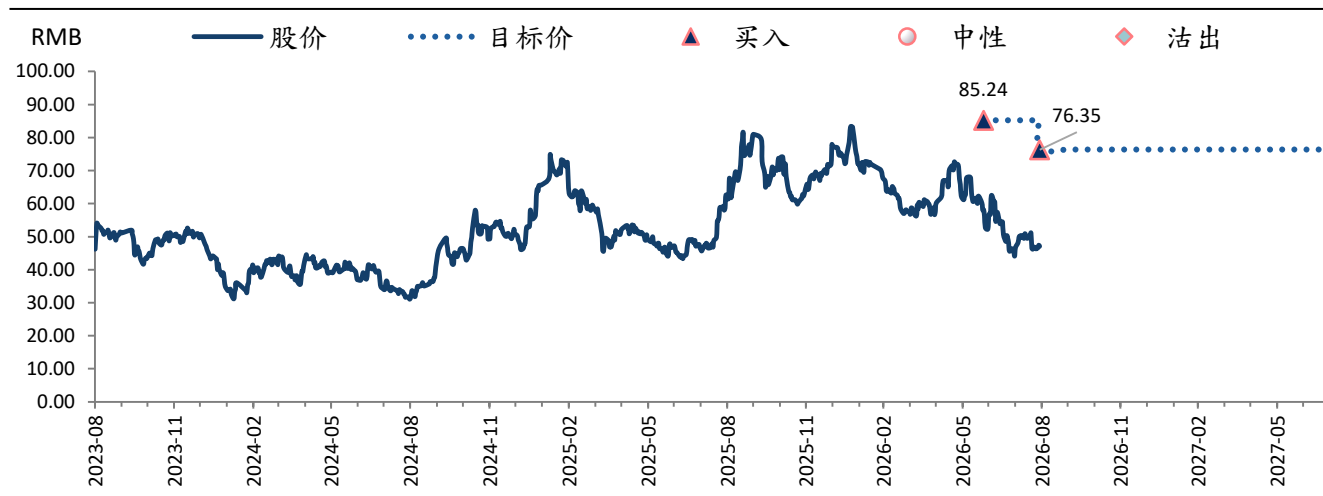
图表 2：拓普集团：DCF 模型

(百万人民币)	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
EBIT	4,399	5,509	6,829	9,483	11,416	12,260	13,282	14,415	15,515
减：所得税	-496	-625	-779	-1,090	-1,317	-1,417	-1,539	-1,674	-1,805
加：折旧摊销	1,873	1,994	2,018	2,076	2,194	2,352	2,520	2,706	2,913
减：资本性支出	-3,064	-2,232	-2,592	-3,228	-3,737	-4,000	-4,344	-4,728	-5,120
减：运营资本变动	-743	-1,064	-1,664	-2,478	-2,127	-1,293	-1,600	-1,813	-1,894
自由现金流	1,969	3,582	3,811	4,763	6,430	7,901	8,318	8,905	9,609
永续增长率	2%								
自由现金流现值	38,396								
终值现值	92,657								
企业价值	131,053								
净现金	1,686								
少数股东权益	44								
股权价值 (百万人民币)	132,695								
股份数量 (百万)	1,738								
每股价值 (人民币, 元)	76.35								

WACC	
无风险利率	4.0%
市场风险溢价	8.0%
贝塔	1.1
税前债务成本	5.0%
预期债权比例	30%
有效税率	15%
WACC	10.2%

资料来源：交银国际预测

图表 3：拓普集团 (601689 CH) 评级及目标价



资料来源：Factset，交银国际预测

图表 4：交银国际汽车行业公司覆盖

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
1021 HK	华沿机器人	买入	9.07	20.99	131.4%	2026 年 08 月 28 日	先进制造
601689 CH	拓普集团	买入	47.09	76.35	62.1%	2026 年 08 月 31 日	先进制造
2050 HK	三花智控	买入	25.64	36.98	44.2%	2026 年 08 月 27 日	先进制造
688322 CH	奥比中光	买入	95.26	143.53	50.7%	2026 年 08 月 25 日	先进制造
1236 HK	乐动机器人	买入	37.14	49.14	32.3%	2026 年 08 月 06 日	先进制造
425 HK	敏实集团	买入	26.86	63.93	138.0%	2026 年 06 月 24 日	先进制造
300580 CH	贝斯特	买入	19.67	32.82	66.8%	2026 年 06 月 24 日	先进制造
666 HK	瑞浦兰钧	买入	10.25	18.50	80.4%	2026 年 08 月 31 日	电池
002074 CH	国轩高科	买入	27.24	46.19	69.6%	2026 年 08 月 25 日	电池
300014 CH	亿纬锂能	买入	54.32	90.67	66.9%	2026 年 08 月 20 日	电池
3931 HK	中创新航	买入	18.15	42.88	136.3%	2026 年 04 月 01 日	电池
300750 CH	宁德时代	买入	368.50	512.00	38.9%	2026 年 03 月 10 日	电池
1585 HK	雅迪控股	买入	9.59	13.05	36.0%	2026 年 08 月 26 日	电动两轮车
689009 CH	九号公司	买入	42.38	69.55	64.1%	2026 年 04 月 01 日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	41.90	48.50	15.8%	2026 年 08 月 27 日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	32.76	44.50	35.8%	2026 年 05 月 04 日	重卡
2525 HK	禾赛集团	买入	17.35	31.61	82.2%	2026 年 08 月 19 日	激光雷达
2498 HK	速腾聚创	买入	18.83	32.10	70.5%	2026 年 08 月 27 日	激光雷达
2333 HK	长城汽车	买入	7.97	13.90	74.4%	2026 年 08 月 26 日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	买入	44.82	76.70	71.1%	2026 年 08 月 25 日	整车厂
601127 CH	赛力斯	买入	50.59	66.00	30.5%	2026 年 08 月 21 日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	91.95	138.53	50.7%	2026 年 03 月 30 日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	34.00	65.83	93.6%	2026 年 03 月 11 日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	18.08	24.21	33.9%	2025 年 08 月 15 日	整车厂
2015 HK	理想汽车	中性	47.98	54.91	14.4%	2026 年 08 月 27 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	2.25	3.34	48.4%	2024 年 04 月 01 日	整车厂

资料来源：FactSet，交银国际预测，数据截至 2026 年 8 月 28 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	26,600	29,581	33,243	38,299	44,645
主营业务成本	(21,067)	(23,834)	(26,960)	(30,885)	(35,869)
毛利	5,534	5,747	6,283	7,414	8,776
销售及管理费用	(895)	(1,045)	(1,174)	(1,275)	(1,383)
研发费用	(1,224)	(1,496)	(1,662)	(1,795)	(1,939)
其他经营净收入/费用	6	(46)	(202)	(101)	(109)
经营利润	3,420	3,161	3,245	4,243	5,345
其他非经营净收入/费用	1	(9)	(9)	(9)	(9)
税前利润	3,421	3,152	3,236	4,234	5,335
税费	(418)	(369)	(379)	(496)	(625)
非控股权益	(3)	(4)	(4)	(4)	(4)
净利润	3,001	2,779	2,853	3,734	4,707
作每股收益计算的净利润	3,001	2,779	2,853	3,734	4,707

资产负债表简表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	3,942	4,701	4,653	5,354	7,318
应收账款及票据	6,426	7,326	8,237	9,409	11,029
存货	4,000	4,717	5,282	6,086	7,094
其他流动资产	4,315	6,701	6,701	6,701	6,701
总流动资产	18,683	23,445	24,873	27,550	32,142
物业、厂房及设备	13,705	15,118	16,598	17,696	17,935
无形资产	1,370	1,570	1,706	1,799	1,797
其他长期资产	3,786	3,802	3,802	3,802	3,802
总长期资产	18,861	20,490	22,106	23,297	23,535
总资产	37,544	43,935	46,979	50,847	55,677
短期贷款	931	2,931	3,181	3,443	3,719
应付账款	6,140	7,480	8,461	9,693	11,257
其他短期负债	5,968	8,232	8,232	8,232	8,232
总流动负债	13,039	18,643	19,874	21,368	23,208
长期贷款	1,449	225	225	225	225
其他长期负债	3,473	932	932	932	932
总长期负债	4,922	1,157	1,157	1,157	1,157
总负债	17,961	19,800	21,031	22,525	24,365
股本	1,686	1,738	1,738	1,738	1,738
储备及其他资本项目	17,864	22,360	24,170	26,540	29,527
股东权益	19,550	24,098	25,908	28,278	31,265
非控股权益	33	37	40	44	47
总权益	19,583	24,135	25,948	28,321	31,312

资料来源：公司资料，交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税前利润	3,421	3,152	3,236	4,234	5,335
折旧及摊销	1,605	1,977	1,708	1,873	1,994
营运资本变动	(1,711)	(566)	(496)	(743)	(1,064)
其他经营活动现金流	(80)	(80)	(379)	(496)	(625)
经营活动现金流	3,236	4,482	4,069	4,868	5,641
资本开支	(3,146)	(3,497)	(3,324)	(3,064)	(2,232)
投资活动	0	0	0	0	0
其他投资活动现金流	(582)	482	0	0	0
投资活动现金流	(3,728)	(3,015)	(3,324)	(3,064)	(2,232)
负债净变动	(453)	234	250	263	276
权益净变动	3,498	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(859)	(1,153)	(843)	(1,265)	(1,640)
融资活动现金流	2,187	(919)	(593)	(1,002)	(1,365)
汇率收益/损失	(67)	211	(200)	(100)	(80)
年初现金	2,314	3,942	4,701	4,653	5,354
年末现金	3,942	4,701	4,653	5,354	7,318

财务比率					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	1.790	1.610	1.642	2.149	2.708
全面摊薄每股收益	1.780	1.610	1.642	2.149	2.708
每股股息	0.519	0.490	0.500	0.654	0.824
每股账面值	11.597	13.961	14.907	16.270	17.989
利润率分析(%)					
毛利率	20.8	19.4	18.9	19.4	19.7
EBITDA利润率	19.6	17.7	15.3	16.4	16.8
EBIT利润率	13.6	11.1	10.2	11.5	12.3
净利率	11.3	9.4	8.6	9.8	10.5
盈利能力(%)					
ROA	8.8	6.8	6.3	7.6	8.8
ROE	18.0	12.7	11.4	13.8	15.8
ROIC	15.3	11.3	10.1	12.2	14.0
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.4	1.3	1.3	1.3	1.4
存货周转天数	54.9	58.2	58.0	58.0	58.0
应收账款周转天数	88.2	90.4	90.4	89.7	90.2
应付账款周转天数	106.4	114.5	114.5	114.5	114.5
派息比率(%)	29.0	30.4	30.4	30.4	30.4

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、武汉有机控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、滴普科技股份有限公司、山东快驴科技发展有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海华达科技发展有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、爱芯元智半导体股份有限公司、牧原食品股份有限公司、国民技术股份有限公司、福信富通科技股份有限公司、宁波菲仕技术股份有限公司、智慧互通科技股份有限公司、深圳市兆威机电股份有限公司、南京埃斯顿自动化股份有限公司、上海易景信息科技股份有限公司、广东云徙智能科技股份有限公司、驭势科技（北京）股份有限公司、北京深演智能科技股份有限公司及Yangtuo Holdings Inc.有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司及光大证券股份有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。