



2020年10月19日

业绩高增长 剑指全球汽配 TOP

拓普集团 (601689)

事件概述

公司公告 2020 三季报:2020Q1-Q3 实现营收 43.2 亿元, 同比增长 14.7%; 归母净利 3.9 亿元, 同比增长 14.8%, 扣非后归母净利 3.6 亿元, 同比增长 14.0%。其中, 2020Q3 实现营收 17.6 亿元, 同比增长 32.3%, 环比增长 29.8%; 归母净利 1.7 亿元, 同比增长 35.3%, 环比增长 67.6%, 扣非后归母净利 1.6 亿元, 同比增长 38.3%, 环比增长 78.9%。

分析判断:

► 营收同环比双增 四季度有望延续高增长

2020Q3 公司营收同比增长 32.3%, 环比增长 29.8%, 主要受益于特斯拉国产配套的逐步上量、国内车市的逐步回暖及海外复工复产的稳步推进。中汽协数据显示特斯拉 2020Q3 产量达 36,566 辆, 按单车价值 6000 元估算, 对应特斯拉贡献贡献为 2.2 亿元。剔除特斯拉的营收贡献, 公司来源于吉利、通用等其他客户的营收同比增速达 15.7%, 对比同期乘用车行业销量增速 7.7%, 表现优于行业可能因为配套份额的提升。随着降价后的特斯拉持续爬坡上量, 预计 2020Q4 将延续高增长, 全年大概率实现预测目标营收的上限 (65 亿元, 同比+22%), 明年营收亦有望实现 60% 以上的增长。

► 毛利率环比提升 资本开支持续投入

2020Q1-Q3 毛利率为 26.0%, 同比下滑 0.1pct, 其中 2020Q3 毛利率为 26.1%, 同比下滑 0.2pct, 环比提升 1.4pct, 我们判断毛利率环比提升主要受高毛利率的海外占比回升及产能利用率提升的影响。受收入规模大幅增加及费用管控加强的影响, 2020Q3 销售费用率、管理费用率、研发费用率同比分别下滑 0.6pct、0.8pct、1.0pct; 受人民币升值致汇兑损失增加的影响, 财务费用率同比提升 1.5pct 至 1.1%。费用下降抵消毛利率下滑的影响, 2020Q3 净利率同比基本持平, 达 9.9%。

资本开支方面, 2020Q3 资本开支为 3.6 亿元, 环比 2020Q2 新增资本开支 1.6 亿元, 今年以来累计资本开支为 7.6 亿元, 公司正在加快湘潭基地、宁波杭州湾新区二期基地和宁波鄞州区生产基地的建设, 同时有序推进墨西哥、波兰、德国工厂规划, 加快全球化扩张。预计后续随着在手订单的逐步量产, 产能释放后将提升公司毛利率。

► 双维齐驱 剑指全球汽配 TOP

客户+: 战略绑定特斯拉和造车新势力, 进军全球供应体系。公司先后伴随通用、吉利成长, 目前战略绑定特斯拉开启新一轮成长, 同时已进入福特、FCA、戴姆勒、宝马、大众、奥迪、本田等全球供应

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	买入
目标价格:	50.00
最新收盘价:	39.76
股票代码:	601689
52 周最高价/最低价:	44.5/10.78
总市值(亿)	419.46
自由流通市值(亿)	419.46
自由流通股数(百万)	1,054.99



分析师: 崔琰

邮箱: cuiyan@hx168.com.cn
 SAC NO: S1120519080006

联系人: 郑青青

邮箱: zhengqq@hx168.com.cn

相关研究

- 拓普集团 (601689) 2020 半年报点评: 特斯拉贡献增量 剑指全球汽配 TOP
2020.08.21
- 拓普集团 (601689) 定增预案点评: 定增加码轻量化 双维齐驱高成长
2020.05.18
- 拓普集团 (601689) 2019 年报&2020 一季报点评: Q1 业绩超预期 静待特斯拉国产放量
2020.04.29

体系。顺应行业电动智能变革，公司积极与 RIVIAN、蔚来、小鹏、理想等头部造车新势力合作，探索 Tier 0.5 级的合作模式，为客户提供全产品线的同步研发及供货服务。

产品+：“2+3”产业战略，电动智能全面布局。在保持汽车 NVH 减震系统和整车声学套组两项传统业务国内领先的同时，前瞻性布局汽车智能驾驶系统、热管理系统、轻量化底盘系统三大核心业务，其中：1) 轻量化高成长：公司铝合金轻量化底盘技术国内领先，收购福多纳后形成铝合金+高强度钢的完善布局，目前已进入特斯拉、吉利、比亚迪、北汽、长城、蔚来、威马等供应链，随着获更多主流车企的认证，未来有望拓展更多客户。2) 汽车智能驾驶系统静待发力：电子真空泵 EVP 订单迅速增加，预计将逐步贡献显著增量；智能刹车系统 IBS 目前已迭代至面向 L4 级以上自动驾驶的第 IV 代双冗余方案，在比亚迪、吉利汽车等车型上进行搭载路试，同时还与国外著名企业合作，在电动物流车方面进行研发推广；智能转向系统正在向大众在内的多家主机厂推广，电动调节转向管柱、电动尾门、座椅按摩系统等智能座舱产品均已发布并获得客户的正式订单。3) 新能源汽车热管理系统未来可期：公司已成功研发热泵空调、电子膨胀阀、电子水泵、气液分离器等产品，正在加大市场开拓和研发投入，目标成为新能源汽车热管理系统整体方案供应商。

投资建议

1) 我们坚定看好特斯拉产业链+吉利产业链，公司作为特斯拉产业链高业绩弹性标的和吉利汽车产业链最受益标的，预计 2025 年营收有望突破 150 亿元；2) 凭借行业领先的客户拓展和产品拓展能力，公司未来还有望打入日系、德系客户，同时开发出更多的轻量化产品；汽车电子领域也有望取得突破，打开成长空间，在行业电动智能化变革下，顺势崛起成为自主零部件龙头。鉴于公司随特斯拉、吉利等关键客户进行业绩修复和轻量化、智能驾驶系统及热管理系统具备成长性，考虑疫情及定增扩产的影响，维持盈利预测：预计 2020-2022 年 EPS 为 0.67/0.97/1.25 元，对应当前 PE 60/41/32 倍。考虑到公司未来的高成长性，给予公司 2022 年 40 倍 PE，目标价由 43.75 元上调至 50.00 元，维持“买入”评级。

风险提示

吉利销量回暖不及预期；特斯拉销量不及预期；竞争加剧；原材料成本上升等。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,984	5,359	6,523	10,140	13,351
YoY (%)	17.6%	-10.4%	21.7%	55.5%	31.7%
归母净利润(百万元)	753	456	703	1,027	1,319
YoY (%)	2.1%	-39.4%	54.1%	46.1%	28.4%
毛利率 (%)	26.9%	26.3%	27.1%	26.8%	26.5%
每股收益 (元)	0.71	0.43	0.67	0.97	1.25
ROE	10.4%	6.2%	8.6%	10.9%	12.1%
市盈率	55.68	91.95	59.67	40.84	31.80

资料来源：公司公告，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	5,359	6,523	10,140	13,351	净利润	460	709	1,036	1,330
YoY (%)	-10.4%	21.7%	55.5%	31.7%	折旧和摊销	388	278	276	273
营业成本	3,950	4,757	7,418	9,815	营运资金变动	348	-306	-162	-255
营业税金及附加	50	57	91	119	经营活动现金流	1,239	674	1,143	1,325
销售费用	287	326	527	685	资本开支	-939	-1,634	-1,617	-1,468
管理费用	230	261	436	574	投资	-88	0	0	0
财务费用	3	5	10	14	投资活动现金流	-1,026	-1,572	-1,520	-1,340
资产减值损失	-50	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	51	63	97	128	债务募资	532	826	460	113
营业利润	532	818	1,193	1,532	筹资活动现金流	-241	775	376	15
营业外收支	-3	-3	-3	-3	现金净流量	-16	-122	0	0
利润总额	529	815	1,190	1,529	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	69	106	155	199	成长能力 (%)				
净利润	460	709	1,036	1,330	营业收入增长率	-10.4%	21.7%	55.5%	31.7%
归属于母公司净利润	456	703	1,027	1,319	净利润增长率	-39.4%	54.1%	46.1%	28.4%
YoY (%)	-39.4%	54.1%	46.1%	28.4%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.43	0.67	0.97	1.25	毛利率	26.3%	27.1%	26.8%	26.5%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率率	8.6%	10.9%	10.2%	10.0%
货币资金	822	700	700	700	总资产收益率 ROA	4.1%	5.3%	6.1%	6.5%
预付款项	35	39	63	82	净资产收益率 ROE	6.2%	8.6%	10.9%	12.1%
存货	1,240	1,436	2,269	2,989	偿债能力 (%)				
其他流动资产	3,335	3,901	5,130	6,311	流动比率	1.59	1.29	1.15	1.14
流动资产合计	5,433	6,076	8,162	10,082	速动比率	1.21	0.98	0.82	0.79
长期股权投资	125	125	125	125	现金比率	0.24	0.15	0.10	0.08
固定资产	3,941	5,124	6,384	7,649	资产负债率	34.1%	38.3%	44.2%	45.8%
无形资产	606	662	665	671	经营效率 (%)				
非流动资产合计	5,801	7,282	8,784	10,157	总资产周转率	0.48	0.49	0.60	0.66
资产合计	11,234	13,358	16,946	20,239	每股指标 (元)				
短期借款	500	1,326	1,786	1,898	每股收益	0.43	0.67	0.97	1.25
应付账款及票据	2,643	3,070	4,846	6,386	每股净资产	6.99	7.78	8.91	10.34
其他流动负债	283	316	464	589	每股经营现金流	1.17	0.64	1.08	1.26
流动负债合计	3,427	4,712	7,096	8,873	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	183	183	183	183	估值分析				
其他长期负债	220	220	220	220	PE	91.95	59.67	40.84	31.80
非流动负债合计	403	403	403	403	PB	2.49	5.11	4.46	3.85
负债合计	3,830	5,115	7,498	9,276					
股本	1,055	1,055	1,055	1,055					
少数股东权益	29	35	44	55					
股东权益合计	7,405	8,243	9,447	10,963					
负债和股东权益合计	11,234	13,358	16,946	20,239					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。