

证券研究报告  
2020年10月19日

# 【方正汽车·公司深度】拓普集团（601689） 拓品开疆，乘风起浪

分析师：于 特 执业证书编号：S1220515050003

分析师：岳清慧 执业证书编号：S1220515080002

方正证券（601901.SH）是行业领先的大型综合类证券公司，致力于为客户提供交易、投融资、财富管理等全方位金融服务。  
Founder Securities (601901.SH), an industry-leading large comprehensive securities company, is committed to providing its clients with full services in stock transactions, investment & financing, wealth management, among others.

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

- 中国汽车制造产业链已经基本形成全覆盖，产业制造优势显著，反应速度和提效控本上，具有全球竞争实力。新能源势不可挡，区别于传统燃油车的架构体系，车辆设计和生产分工进入新模式，**中国具备了培育超级零部件企业的基础条件。**
- **拓普集团主动出击，把握行业机会。**一方面积极研发新品，拓展业务广度，“2+3”战略发展成为一家综合的汽车零部件企业。另一方面，注重优势客户的深度合作，随着客户的成长而成长，通用、吉利、新能源车企加速公司成长。
- **拥抱产业新方向，**智能驾驶+轻量化底盘+热管理，全面拥抱汽车未来新方向，争取将公司打造为综合型、平台型汽车零配件企业。为客户提供多方面产品服务。公司积极布局智能驾驶领域，该业务板块主要包括智能刹车系统IBS、智能转向系统EPS、电子真空泵EVP、智能座舱产品等系列。
- 我们预计公司2020、2021和2022年归母净利润分别为5.84、7.56和9.19亿元，对应PE估值分别为71.8/55.5/45.7X。给予“推荐”评级。
- 风险提示：下游整车行业复苏不及预期；公司新产品进展不及预期；特斯拉等新能源汽车销售不及预期。

# 目录 ▶

1

超级制造，汽车零部件产业的未来在中国

2

拓普集团，产品和客户双重发展

3

把握机遇多维布局，发展为综合平台企业

4

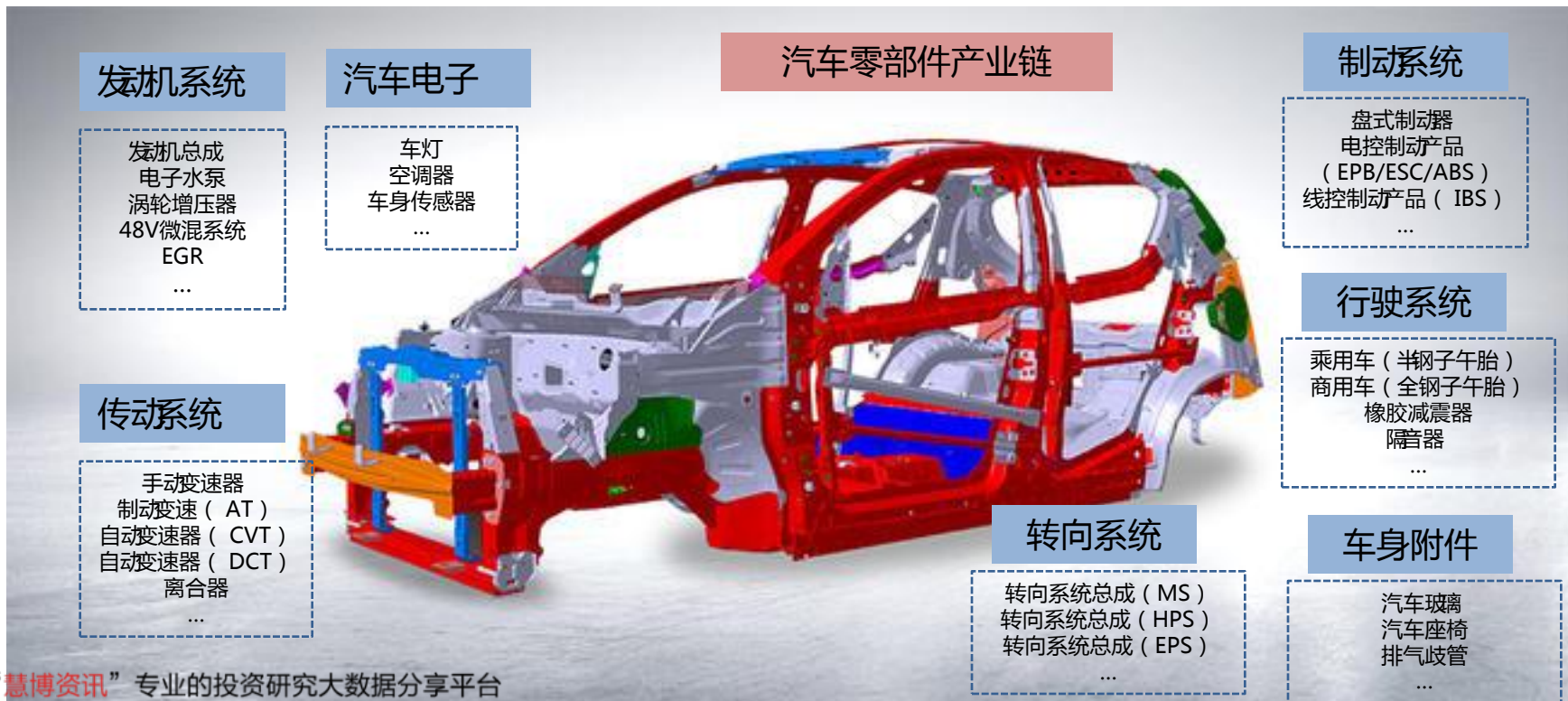
盈利预测与风险提示

# 汽车制造产业的未来在中国



中国汽车制造产业链已经基本形成全覆盖，产业制造优势显著，反应速度和提效控本上，具有全球竞争实力。新能源势不可挡，区别于传统燃油车的架构体系，车辆设计和生产分工进入新模式，中国具备了培育超级零部件企业的基础条件。

- 中国汽车产业链庞大，规模以上工业企业达到了 1.3 万家，覆盖了汽车零部件的全产业链。汽车零部件产业链主要分为 7 部分：分别是发动机系统、汽车电子、传动系统、制动系统、车身附件、转向系统、行驶系统，各部分均有企业提供相应产品。



零部件系统	产业阶段	产业价值	代表企业
动力总成（传统能源）	产业下降期	逐步下降	东安动力、潍柴动力、上柴股份、宗申动力等
动力总成（新能源）	产业爆发期	迅速提升	比亚迪 宁德时代等
智能设备	产业上升期	逐步提升	德西赛威、伯特利、拓普集团、四维图新等
车身底盘	产业转型期	稳步提升	拓普集团、伯特利
车辆机电电器元件	产业平稳期	保持稳定	宁波高发 克来机电等

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

# 汽车零部件产业链对应部分标的一览

汽车零部件系统	具体部件	主要标的
发动机系统	发动机总成	东安动力
	电子水泵	飞龙股份、银轮股份、腾龙股份
	涡轮增压器	华培动力、鹏翎股份
传动系统	手动变速器	中马传动 万里扬
	自动变速器	中马传动 万里扬
	离合器	长春一东
汽车电子	汽车车灯	科博达、星宇股份、斯坦雷
	空调器	三花智控、银轮股份
	车身传感器	韦尔股份、德西赛威
转向系统	转向系统总成	拓普集团、伯特利
制动系统	盘式制动器	伯特利、万向集团
	电控制动	伯特利
	线控制动	伯特利、拓普集团
行驶系统	轮胎	赛轮轮胎、贵州轮胎、玲珑轮胎、三角轮胎
	减震隔音产品	拓普集团
车身附件	汽车座椅	华域汽车、继峰股份、岱美股份
	汽车玻璃	福耀玻璃、华阳集团
	排气歧管	飞龙股份

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

# 中国汽车零部件产业链竞争力持续提升

图表：汽车零部件“百强榜”

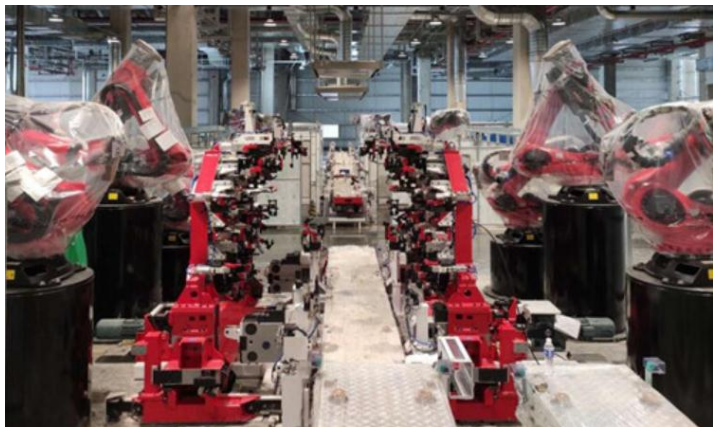
企业	18排名	19排名	排名提升	主要业务
潍柴集团	9	8	↑ +1	动力总成 (发动机、变速箱、车桥 )、整车整机、液压控制和汽车零部件四大产业板
华域汽车	12	12	持平	覆盖金属成型与模具、内外饰、电子电器、功能件、热加工、新能源” 六个业务板块
海纳川	35	33	↑ +2	覆盖 “汽车内外饰系统、汽车座椅系统、汽车电子系统、汽车热交换系统、汽车底盘及其他系统” 五大系列
均胜电子	39	35	+4	智能驾驶系统、汽车安全系统、新能源汽车动力管理系统以及高端汽车功能件总成等的研发与制造
宁德时代	76	48	↑ +28	新能源汽车动力电池系统、储能系统的研发 生产和销售
中航汽车	62	63	-1	整车 发动机 变速器
广汽零部件	N/A	68	N/A	摩托车零部件及配件制造;汽车零部件批发;摩托车零配件批发;汽车零部件零售;摩托车零配件零售
玉柴集团	79	74	↑ +5	覆盖发动机、工程机械、能源化工、物流汽贸、零部件、专用汽车等六大产业板块
中策橡胶	85	79	↑ +6	生产销售轮胎、车胎及橡胶制品；汽车配件等
中信戴卡		85	N/A	铝车轮制造、汽车底盘、动力总成、车身零部件制造、装备制造、产品表面处理、模具制造等
法士特集团		97	N/A	重型汽车变速器、汽车齿轮及其锻、铸件、以及汽车离合器、液力缓速器、减速机

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台



- 在二季度财报中，特斯拉再次披露了上海超级工厂的建设进展。特斯拉上海超级工厂今年大规模的建设，主要是建设用于生产跨界运动型多用途汽车 Model Y的生产厂房，这一厂房靠近去年投产的 Model 3 生产厂房，在5月份就已完成了钢结构的施工，建设速度极其迅速，预计将在今年年底建成。

图表：特斯拉上海超级工厂建设 Model Y 厂房进度



# 目录 ▶

1

超级制造，汽车零部件产业的未来在中国

2

拓普集团，产品和客户双重发展

3

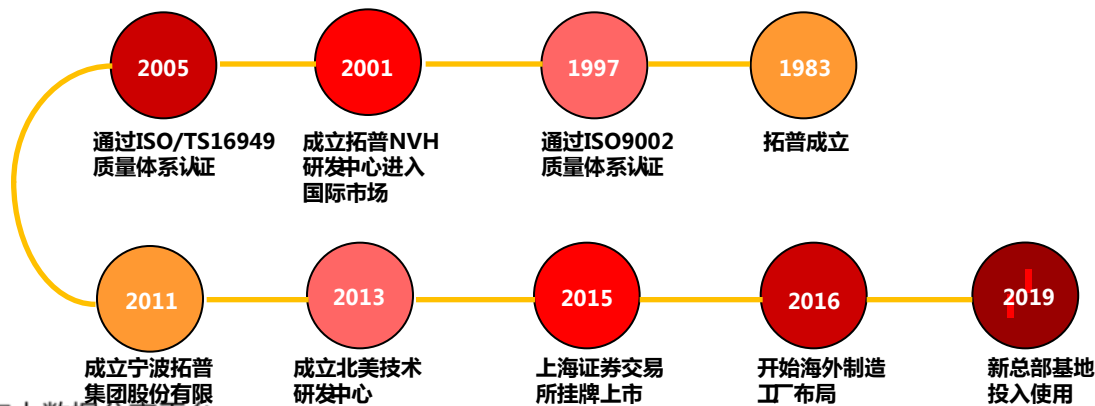
把握机遇多维布局，发展为综合平台企业

4

盈利预测与风险提示

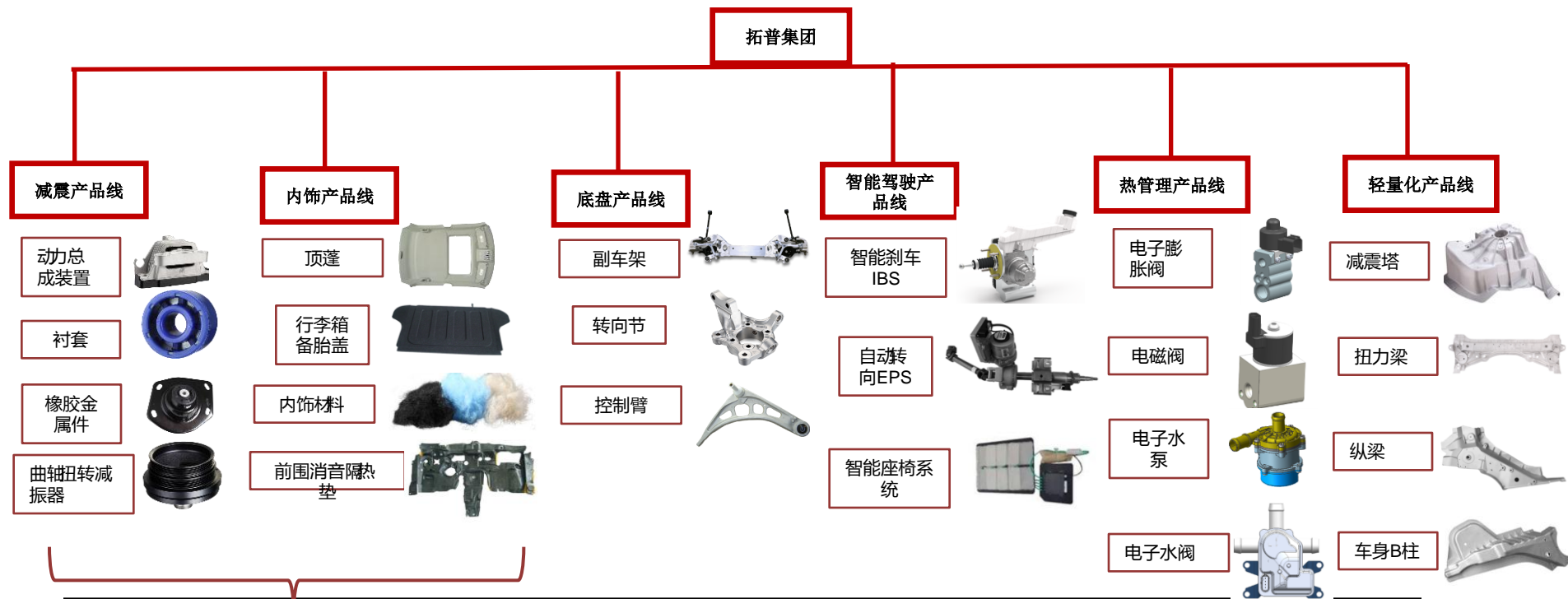
- 1996年，公司创立，总部位于中国宁波。经过30多年在汽车行业的专注发展公司拥有支持全球项目的研发中心和技术领先的实验中心。设有动力底盘系统、饰件系统、电子系统等事业部。生产 减震产品线、饰件产品线、底盘产品线、电子产品线、轻量化产品线等5000多个产品。
- 2001年起，公司与上海通用展开了深度合作，为上海通用配套减震隔音产品；此后进入吉利供应链，伴随吉利迎来高速发展； 2016年，公司获得特斯拉轻量化底盘订单，顺应特斯拉浪潮迎来又一次飞跃。
- 2015年，公司在上交所上市；2019年新总部基地投入使用。

图表：拓普集团发展历程



以减震+隔音产品为基础，公司积极拓展轻量化底盘、智能驾驶以及热管理产品

图表：公司产品线



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：公司公告，方正证券研究所

## 减震+隔音产品为公司核心业务

- 公司主要从事汽车NVH（Noise、Vibration、Harshness，即减震隔音）领域橡胶减震产品和隔音产品的研发、生产和销售。2016年以来，随着汽车电动化和智能化浪潮的来临，公司逐步布局轻量化、智能驾驶（IBS、EVP）和热管理领域，打造新的增长极。
- 在汽车NVH减震系统与整车声学套组国内领先的基础上，顺应智能化和电动化的趋势，又布局了智能驾驶系统（智能刹车 IBS，真空电子泵EVP等），汽车热管理系统（热泵空调系统、电子水泵等）、轻量化底盘系统（配套特斯拉）等。以 NVH减震+整车声学套组（隔音产品）为基，智能驾驶+轻量化底盘+汽车热管理为辅，打造“两翼三维”产品矩阵。

图表：公司NVH减震系统



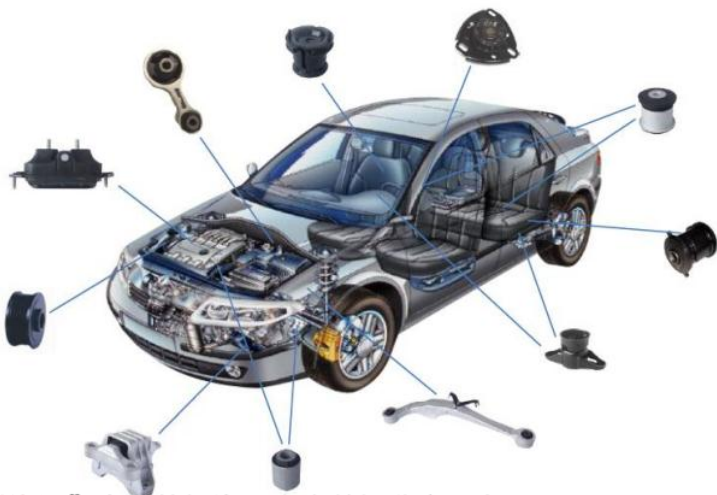
图表：公司整车声学套组





- 在减震隔音领域，公司主要产品为扭震、悬置、衬套等三大类橡胶减震产品以及前围板、行李箱隔板、顶棚、主地毯等。
- 公司与国内外主要整车厂建立稳定伙伴关系，主要客户已涵盖通用、福特、菲亚特-克莱斯勒、戴姆勒、宝马、大众、奥迪、本田等全球整车厂商以及国内一线自主品牌如吉利汽车等。面对汽车行业的科技化变革趋势，公司积极与特斯拉、RIVIAN、蔚来、小鹏、理想等头部造车新势力开展合作。

图表：公司减震产品分布



图表：公司隔音产品分布

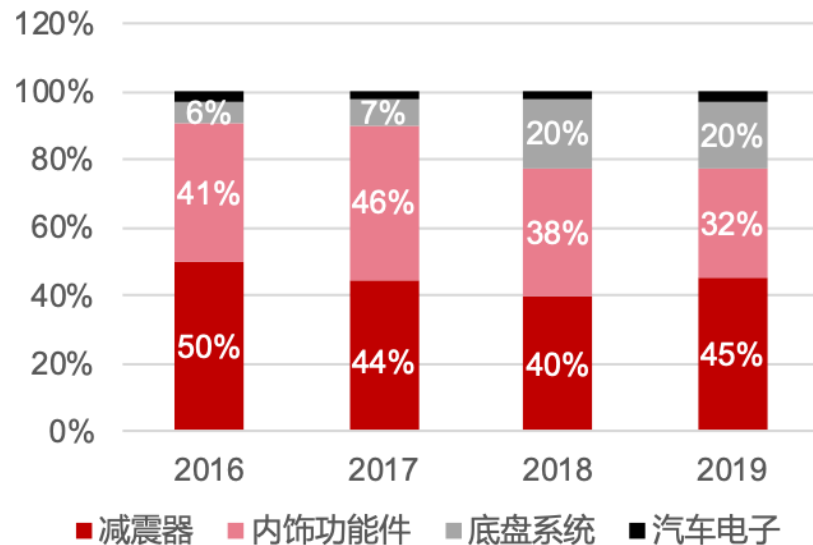
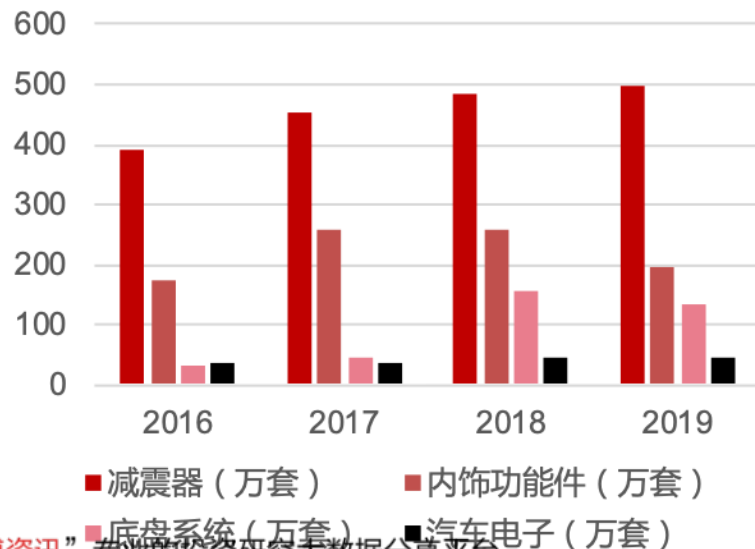


## 减震器+内饰功能件营收逐年下降

- 2016-2019年公司主要产品销量稳定，底盘系统产品销量大幅上升，内饰功能件销量有所下跌，汽车电子产品销量基本持平，减震器销量稳定增长，在2019年汽车行业低迷的背景下依旧保持增长势头。
- 2016-2019年公司各主要产品营业收入占总营业收入比例有所改变，**主要由于内饰功能件营收占比下滑和底盘系统营收上升导致。**

图表：公司近年主要产品销量

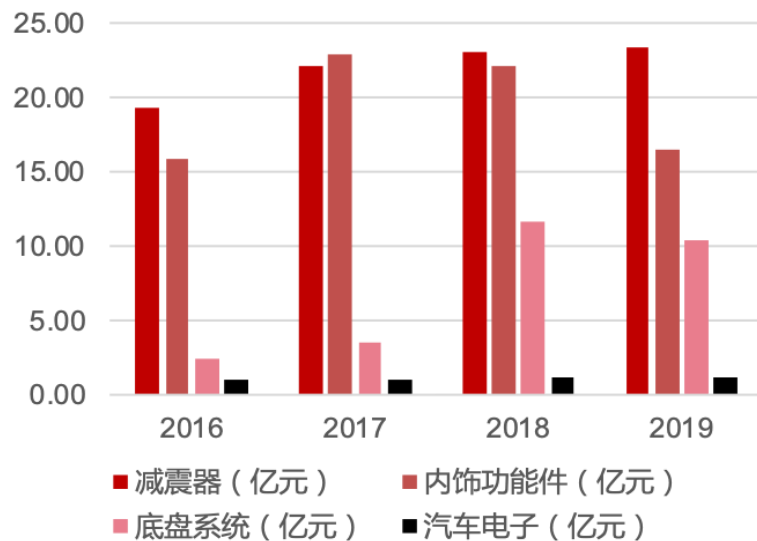
图表：公司主要产品营业收入占比



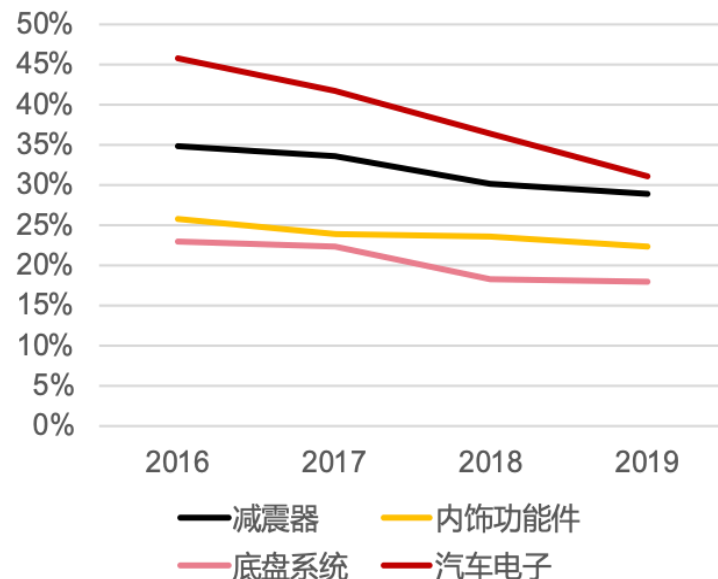
## 主要产品营业收入稳定，产品毛利率下降

- 公司四大主要产品营业收入保持稳定小幅增长，主营业务减震产品营收保持稳定增长。底盘系统营业收入有大幅提升，受2019年行业低迷影响均有小幅度下滑。内饰功能件因为在吉利、上汽通用等配套车型的上量导致营收增长较快，但18年后行业进入低谷期，通用和吉利销量受到影响，故内饰功能件营收下滑。2016-2019年公司各主要产品毛利率均有所下滑，汽车电子产品毛利率下滑幅度最大。

图表：公司近年主要产品营业收入



图表：公司主要产品毛利率变化





- 国内客户主要有上海通用、吉利、长安福特、上汽通用五菱、一汽大众、上海汽车、一汽轿车、比亚迪、北京奔驰、华晨集团、江淮汽车、江铃汽车、福田汽车、上海汇众等国内知名整车制造商。
- 在国外，公司的客户主要分布在北美与欧洲地区。主要客户包括克莱斯勒、通用汽车、奥迪、宝马等国际著名整车制造商，Febi、法雷奥、阿文美驰、本特勒等全球知名的零部件经销商和系统集成供应商。

图表：公司国内客户分布



图表：公司国际客户分布



# 积极开拓客户，为全球一流整车厂配套零部件

- 拓普创立于1996年，主要致力于汽车动力底盘系统、饰件系统、智能驾驶控制系统等领域的研发与制造，为通用、吉利、特斯拉、奥迪、宝马、克莱斯勒、福特、奔驰、保时捷、大众等汽车制造商配套汽车零部件。
- 公司是汽车NVH（隔音、减震）领域龙头，早期为通用配套 NVH产品，积累了宝贵的客户资源和研发能力。其后进入吉利汽车配套体系，绑定吉利实现业务快速增长。2016年，公司获得特斯拉轻量化铝合金底盘结构件订单，配套特斯拉 Model 3车型。从通用到吉利到特斯拉，公司业务完成了三次飞跃。

图表：拓普集团主要合作伙伴



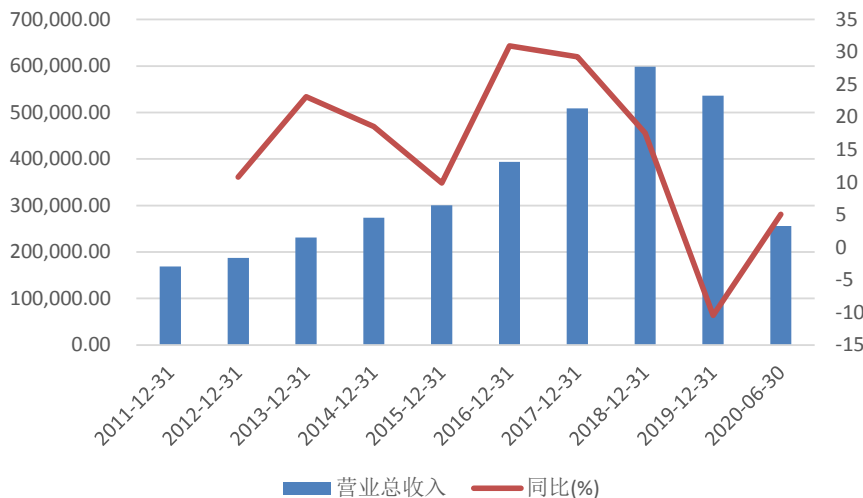
图表：拓普全球战略布局



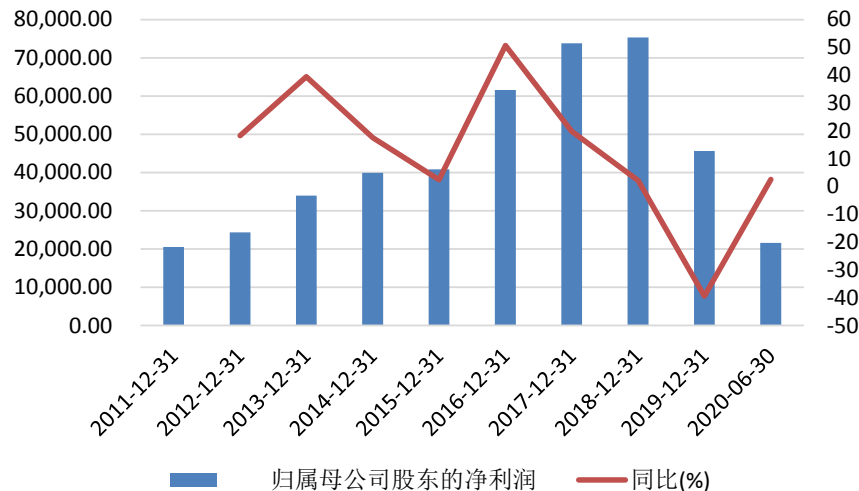
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

- 2011年至2018年公司营业收入稳步增长，从16.9亿元增长至59.84亿元。2019年，中国乘用车市场整体低迷，乘用车产销分别完成2136万辆和2144.4万辆，同比分别下滑7.5%和8.2%。其中，乘用车产销分别完成2136万辆和2144.4万辆，同比分别下降9.2%和9.6%。受行业景气度低影响，2019年公司营业收入略有下滑，53.59亿元。
- 虽然行业景气度不佳，得益于公司产品布局、研发能力等综合因素，在不利局面下凸显公司的竞争力优势。2019年公司众多订单落地、多款产品进入量产阶段。减震器、内饰功能件、电子真空泵等均有众多新项目投产，市场份额不断扩大。

图表：营业收入及增速（单位：万元）



图表：归母净利润及增速（单位：万元）



# 目录 ▶

1

超级制造，汽车零部件产业的未来在中国

2

拓普集团，产品和客户双重发展

3

把握机遇多维布局，发展为综合平台企业

4

盈利预测与风险提示

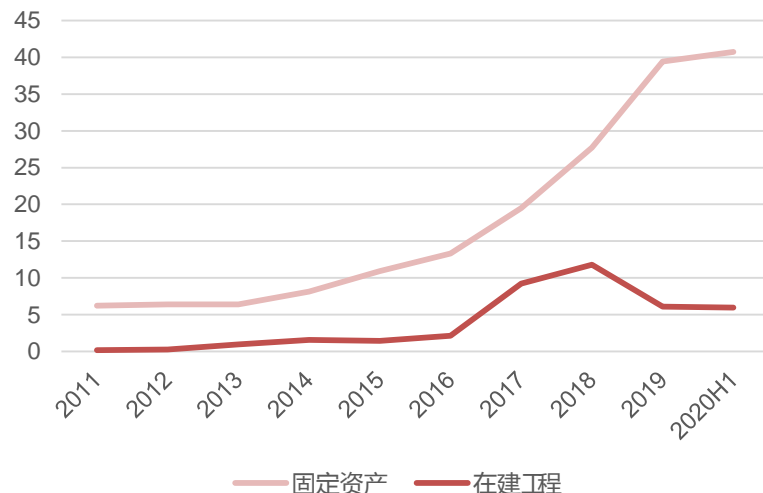
# 主动出击，把握行业机遇



拓普集团，积极拓展研发新品，拓展公司业务广度，产品围绕“2+3”战略，发展成为一家综合的汽车零部件企业。

- 公司把握汽车产业电动化和智能化的发展趋势，积极针对相关方向进行产品拓展和产业布局。过去几年，公司产能得到快速扩充，目前固定资产有40.7亿元。
- 公司在2016年募资28亿元建设汽车智能刹车系统项目以及汽车电子真空泵项目，预计在宁波北仑新建工厂，形成年产150万套汽车智能刹车系统（IBS）的生产能力。大规模建设导致17/18年固定资产分别增加了6.2/8.2亿，19年转固达到顶峰，固定资产增加了11.7亿元，在建工程减少5.7亿元。

图表：扩充产能，固定资产快速增长（单位：亿元）



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

图表：上市以来募投项目情况

## 2017年 定向增发

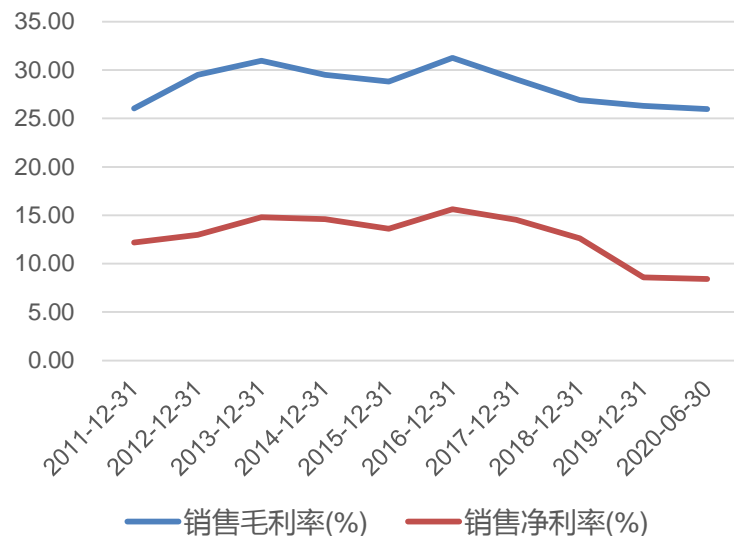
募投项目名称	计划投资额(万元)	已投入募集资金(万元)
汽车智能刹车系统项目	221,122.09	150,053.53
汽车电子真空泵项目	64,935.67	21,100.07

## 2015年 IPO

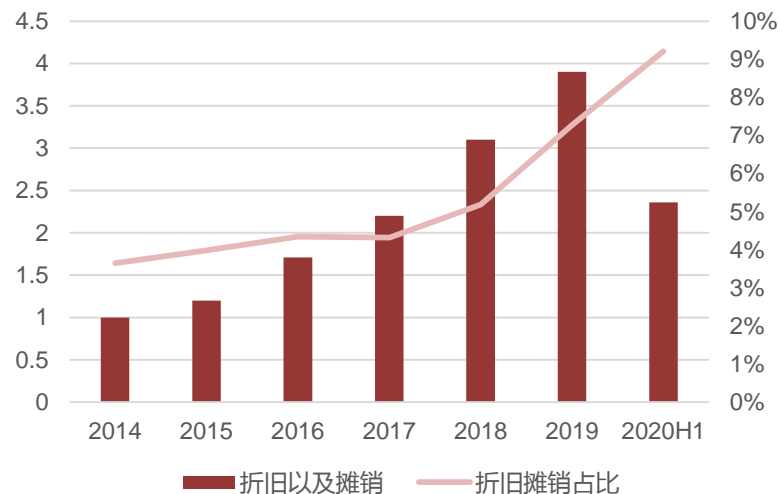
募投项目名称	计划投资额(万元)	已投入募集资金(万元)
年产260万套汽车减震器项目	85,527.00	83,836.64
年产80万套汽车隔音件项目	43,626.00	42,499.14
补充流动资金		10,044.75
永久补充流动资金		3,917.13

- 受18年以来行业景气度下降的影响，2016-2019年公司毛利率和净利率持续下降。此外，公司扩大产能而带来的大规模转固产生的折旧摊销费用，对利润率造成一定影响。此外，受到丰田召回事件影响（主要是博世 i booster自动刹车系统存在隐患），公司的智能驾驶业务受到冲击，智能刹车系统 IBS、智能转向系统EPS量产时间推迟至2022年，而这部分业务未来有望提升公司利润率。
- 2016-2018年，受益于公司与吉利集团合作的加深以及销售收入的迅速抬升，公司前五名客户销售占比出现较大幅度提高。

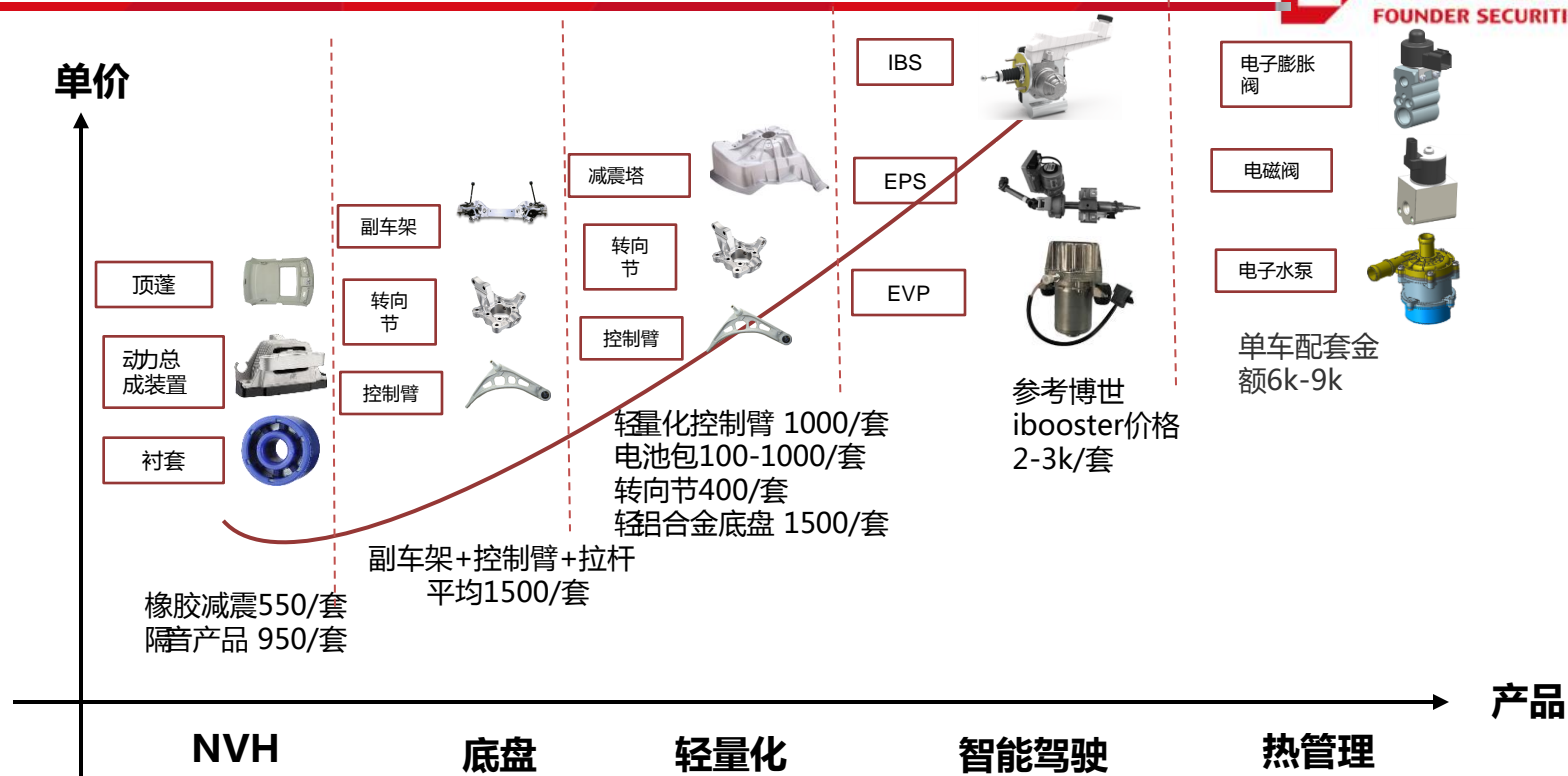
图表：公司毛利率和净利率变动



图表：资产扩充，折旧摊销上行（亿元）



# 公司产品矩阵完善的同时，单车配套金额不断提高

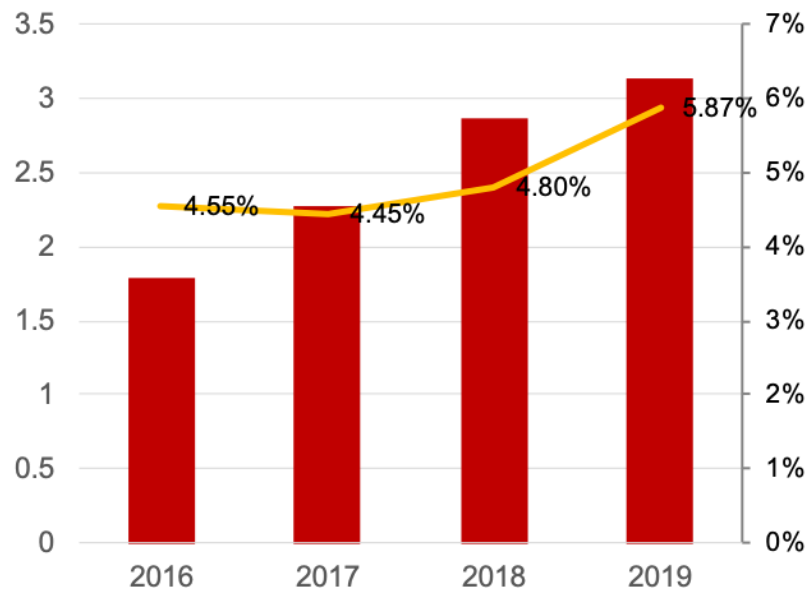




# 公司研发投入逐年走高

- 公司研发投入占比逐年走高。从 2016年的4.6%提高至2019年的5.9%。

图表：研发投入和占营业收入比重



图表：四大智能驾驶辅助系统

自适应巡航系统



车道保持辅助系统




自动泊车系统



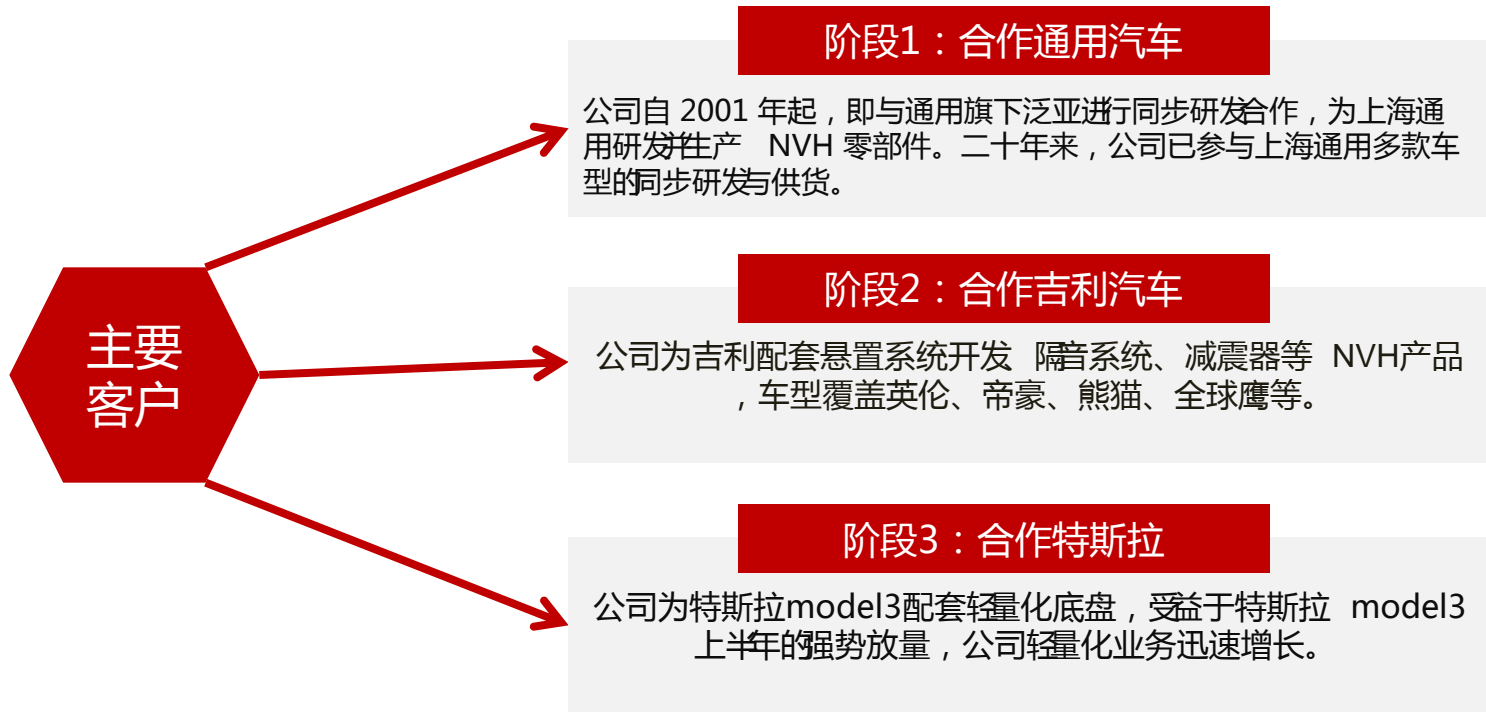
防碰撞预警系统



## 与优质客户共同成长



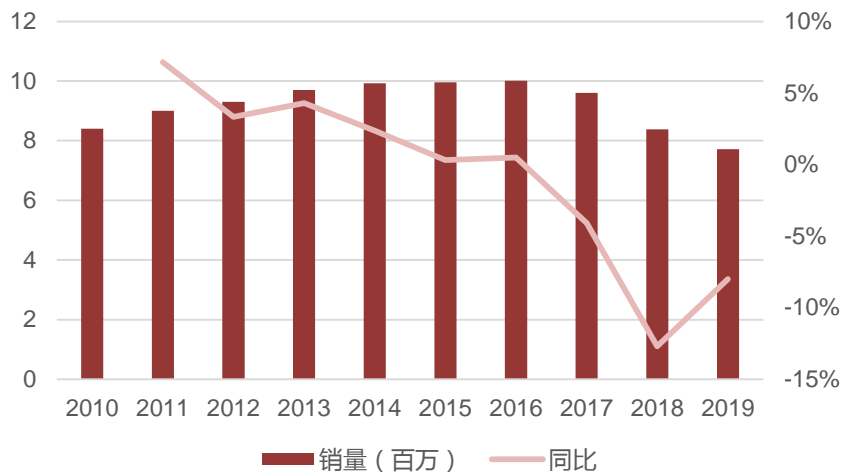
公司自 2001 年起，与通用展开深度合作；2016 年积极发展与吉利汽车的深度合作；2019 年，随着特斯拉国产化，公司把握行业机遇积极发展新能源客户。随着优质客户的成长，公司营收和业务体系得到快速扩充。



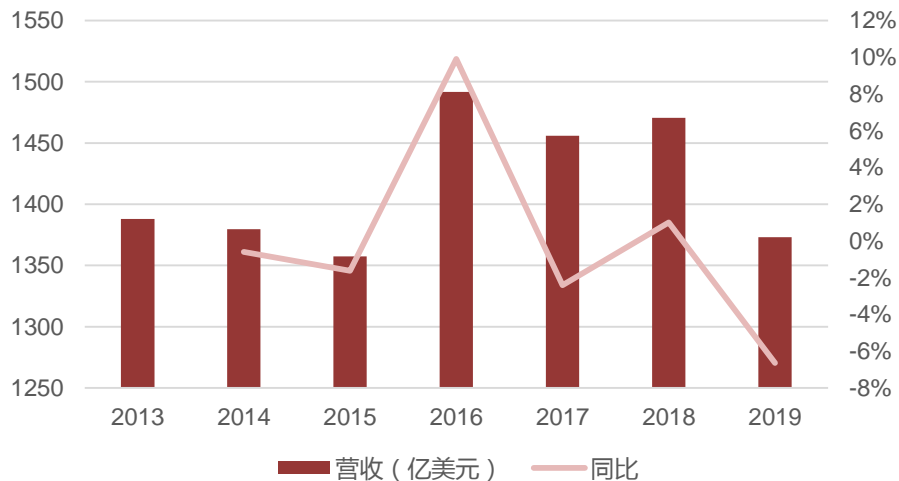
## 阶段一：上汽通用为切入点，逐步与通用全球展开合作

- 公司自 2001 年起，即与泛亚进行同步研发合作，为上海通用研发并生产 NVH 零部件。十多年来，公司已参与上海通用多款车型的同步研发与供货。泛亚为上汽集团与通用汽车组建的汽车设计开发中心，系通用全球六大核心研发机构之一。由于隔音产品具有质量轻 体积大的特征，运输成本较高，故公司早期主要为国内的上海通用进行配套。
- 金融危机后，公司北美市场主要客户通用汽车、克莱斯勒等汽车巨头通过资产重组，在北美汽车市场需求释放的背景下，走上了复兴之路。

图表：通用汽车销量（单位：万辆）



图表：通用汽车营收（单位：亿美元）



- 2015年公司获得通用全球平台 E2XX 项目10 亿元的订单，2016年获得通用全球平台 GM GEM 项目16.8 亿元的订单。这是公司全球化战略的又一重大成果，将进一步扩大公司在该行业的领先优势，为公司深度国际化奠定基础。

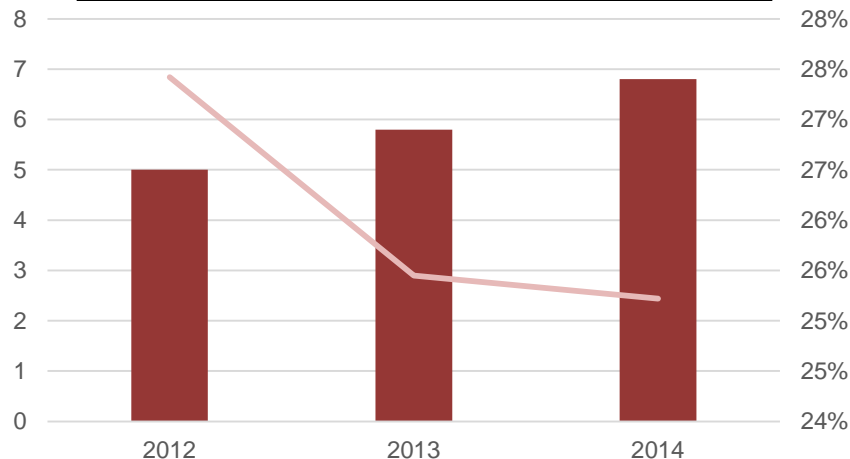
图表：公司获得通用汽车定点订单

项目名称	项目时间	项目简介
GEM全球平台汽车NVH减震器	2016-10-25	GM GEM平台是通用汽车全球核心平台之一，规划生命周期为6年，将在巴西、墨西哥、中国等地区逐步量产。根据通用汽车的计划，公司该项目在其生命周期内的供货金额约为16.8亿元人民币。
E2XX全球平台NVH 减震器	2015-12-10	项目金额10亿元，E2XX 项目的量产，标志着公司的同步研发能力和全球供货能力得到了国际认可

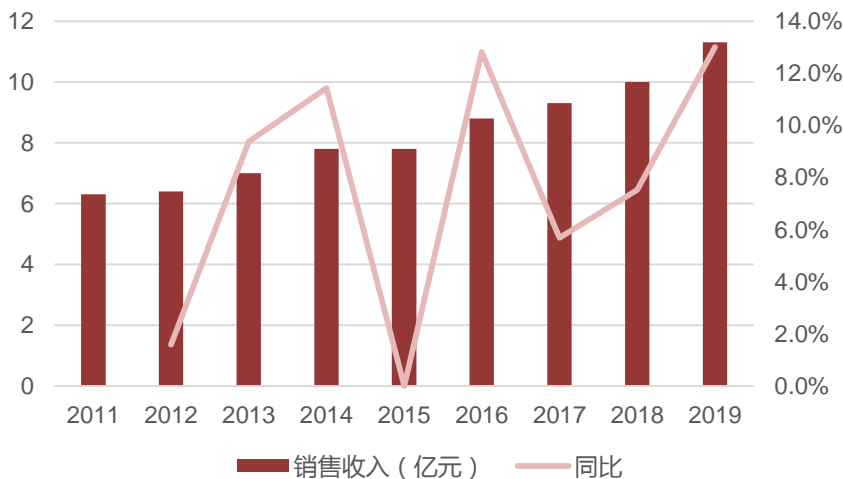
## 2014年上汽通用销售收入占比25.2%，为公司第一大客户

- 2014年，公司对上汽通用销售收入为6.8亿元，收入占比25.2%，公司第一大客户。随后，通用汽车一直是公司前三大客户。

图表：上汽通用销售收入及占比（单位：亿元）



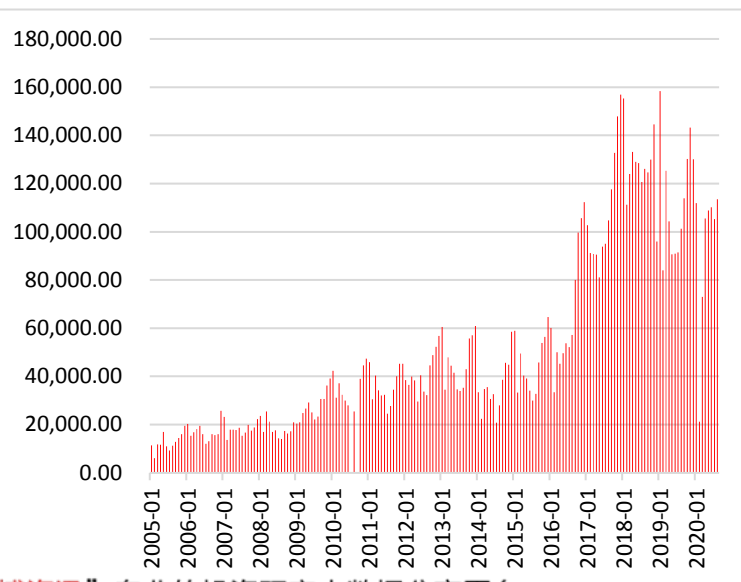
图表：公司国外市场营收逐步上升



## 阶段二：绑定吉利实现腾飞

- 2016年起吉利迎来黄金发展期。吉利汽车销量由 2015年的51万辆提升到2019年的136万辆。乘吉利迅速放量的东风，公司营收迅速增长。2017年，吉利超越通用成为第一大客户。
- 公司为吉利配套悬架系统开发 隔音系统、减震器等 NVH产品，车型覆盖范围广，与吉利展开了深度合作。

图表：吉利汽车月销量（单位：辆）



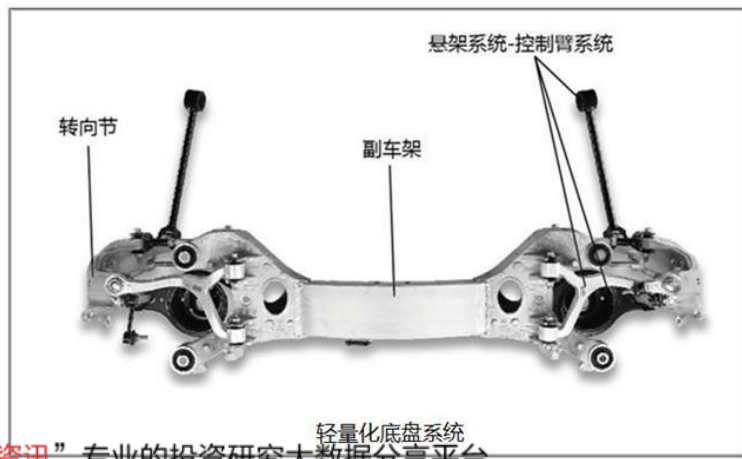
图表：吉利集团2020新车型情况

品牌	车型
吉利汽车	吉利icon
	preface星瑞
	豪越
领克	领克05
	领克06
几何汽车	几何C

## 阶段三：借力特斯拉拥抱新能源

- 2016年，公司成为特斯拉定点供应商。公司获得新能源汽车全球领军车企轻量化铝合金底盘结构件的订单，以及国内新能源汽车轻量化悬架系统的相关订单。
- 2017年12月，公司完成对浙江福多纳汽车部件有限公司和四川福多纳汽车部件有限公司的并购，快速切入高强度钢底盘业务，与公司的铝合金底盘形成协同效应，为客户提供全方位底盘副车架解决方案。
- 2020年5月，公司募资20亿元于宁波杭州湾和湖南湘潭建设年产160万套轻量化副车架、160万套轻量化悬挂系统和160万套轻合金转向节，共计480万套轻量化底盘系统模块产品。

图表：公司轻量化底盘



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>  
资料来源：公司公告；方正证券研究所

图表：特斯拉Model 3



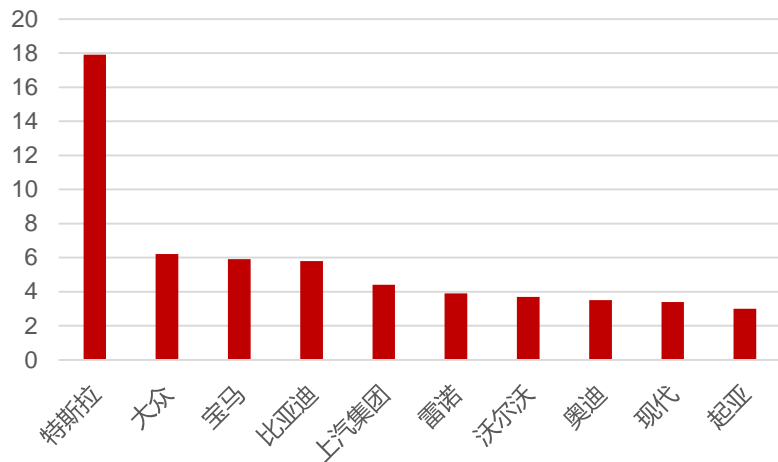
资料来源：特斯拉官网；方正证券研究所



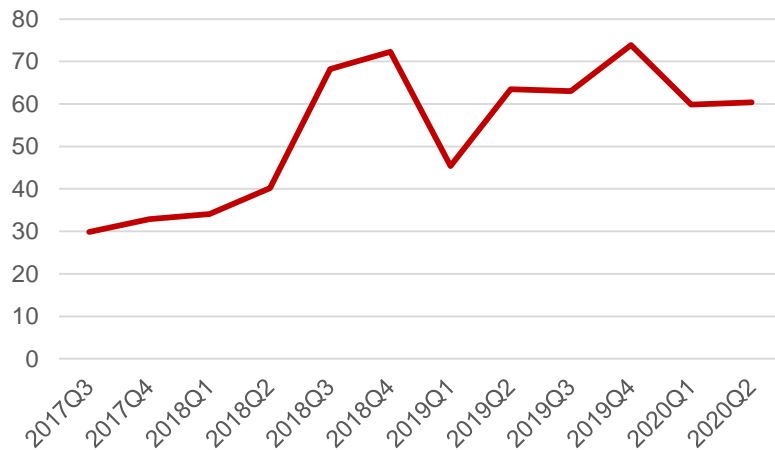
## 上半年全球电动汽车市场特斯拉强势登顶

- 2020上半年特斯拉一共销售17.9万辆电动汽车，占全球电动汽车市场的19%。第二名的大众汽车销量为 6.2万辆，特斯拉半年度销量约为大众汽车的三倍，完全与竞争对手拉开身位，位居第一梯队。上半年电动汽车销量前 10中特斯拉、大众、宝马、沃尔沃、奥迪均为公司配套客户。
- 受疫情影响，特斯拉二季度营收 60.4亿美元，同比下降4.9%。

图表：2020H1全球电动汽车销量TOP10（单位：万辆）



图表：特斯拉营收（单位：亿美元）

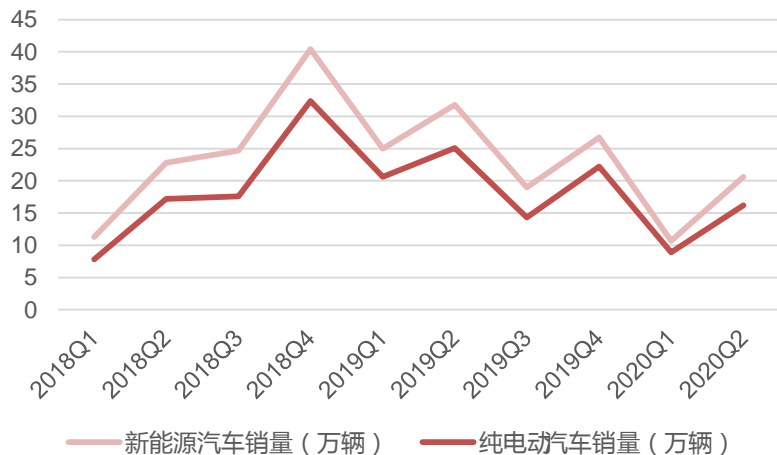


“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

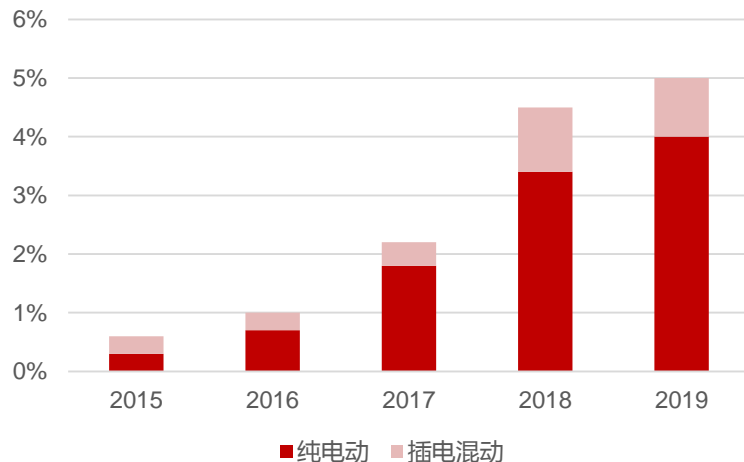
# 中国新能源汽车渗透率从15年的0.6%提高至19年的5%

- 上半年，疫情对经济收入和消费都造成了很大的冲击。新能源汽车销量一季度降至 10.6万辆，但二季度回升至20.6万辆，企稳回升迹象明显。随着消费力的逐步恢复和新能源补贴政策的延长，预计销量有望进一步抬升。
- 中国新能源汽车渗透率保持着稳步增长的态势。新能源汽车渗透率从15年的0.6%提升至19年的5.0%，纯电动汽车渗透率从15年的0.3%提高至19年的4.0%，年复合增长率超90%。19年受新能源补贴政策退坡的影响，增长态势有所放缓。

图表：新能源汽车和纯电动汽车季度销量（单位：万辆）



图表：中国新能源汽车渗透率



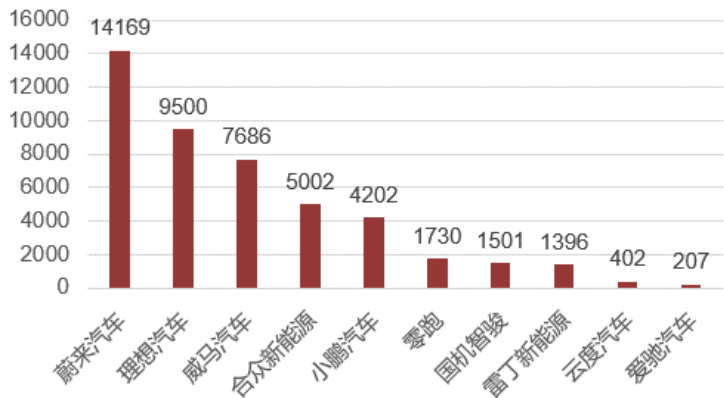
“慧博资讯”专业的投资研究数据分享平台

注：新能源汽车=插电混动+纯电动

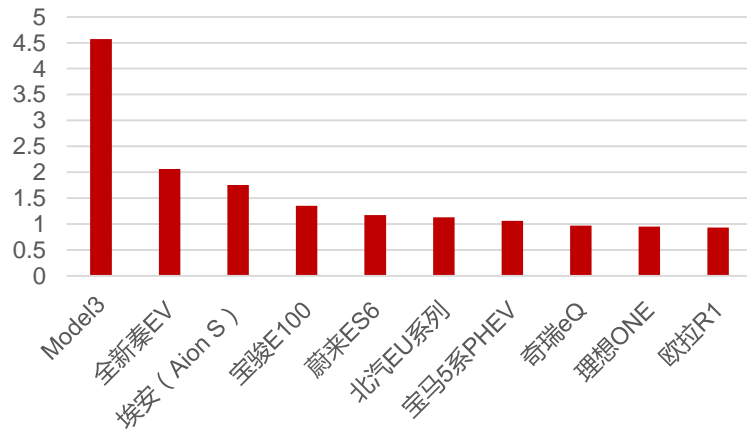
资料来源：乘联会；方正证券研究所

- 头部造车新势力增长迅速。一方面，蔚来、理想、威马、小鹏以及合众新能源五家处于领先态势，保持了稳定增长，与其他造车新势力明显拉开了身位。其中蔚来汽车上半年销量为 14169 辆。而成功赴美上市的理想汽车上半年累计销量 9500 辆，作为插电混动领域的开拓者，理想汽车仅仅凭借一款汽车就拿到了新势力造车“半程”的亚军。
- 公司积极与特斯拉、RIVIAN、蔚来、小鹏、理想等头部造车新势力开展合作，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。


图表：造车新势力2020H1销量（单位：辆）



图表：2020H1中国新能源汽车销量排名（单位：万辆）



## 扩充品类，提升价值，向综合平台型企业发展



智能驾驶+轻量化底盘 + 热管理，全面拥抱汽车未来新方向，争取将公司打造为综合型、平台型汽车零配件企业。为客户提供多方面产品服务。  
公司积极布局智能驾驶领域，该业务板块主要包括智能刹车系统IBS、智能转向系统EPS、电子真空泵EVP、智能座舱产品等系列。

## 品类扩充方向一：智能驾驶产品，中国无人驾驶行业潜力巨大

- 从2015年至2020年，中国无人驾驶汽车相关政策密集出台，关注点从智能网联汽车细化至无人驾驶汽车。政策利好推动行业景气度提高。从产品生命周期看，目前我国尚处于智能驾驶的导入期，技术、政策、基础设施建设亟待提高。

**2020**

**起步期**

- 中国汽车产业规模达 3000 万辆，智能辅助/部分自动驾驶车辆市场占有率达到 50%
- 车联网用户渗透率达到30%以上，新车驾驶辅助系统（L2）搭载率达到 30%以上，联网车载信息服务终端的新车装配率达到60%以上，构建涵盖信息服务、安全与能效应用等的综合应用体系

**2025**

**发展期**

- 汽车产业规模达 3500 万辆，高度自动驾驶车辆市场占有率达 15%

**2030**

**高速发展期**

- 汽车产业规模达 3800 万辆，完全自动驾驶车辆市场占有率接近 10%

## 品类扩充方向一：公司在智能驾驶领域部分产品

产品名称	功能	产品图
智能刹车系统IBS	采用“线控制动”设计，有着高效的制动力并实现了制动能量回收，将TMC、ABS、ESC等整合成为一个结构紧凑、重量轻制动模块，系统重量减轻近 25%，可以在150毫秒的时间里建立起制动压力。	
电子真空泵 EVP	是汽车制动系统的重要部件，通过电机驱动转子、叶片给真空助力器提供真空，从而降低驾驶员刹车操纵负担，提升整车安全水平。	
电子水泵 EWP	对于热管理系统复杂的新能源汽车来说，多种功率的电子水泵组合使用可以大大提高热管理效率。目前我司已经有 20W、60W、100W、400W和900W完整的电子水泵产品系列。	
电子稳定控制系统	标准功能涵盖ABS/TCS/AYC/EBD 常规附加功能包括HBA/HSA/HDC 高级附加功能支持ACC/Auto Hold/AEB 新能源汽车支持RBC	
电动助力转向管柱 C-EPS	电动助力转向管柱，采用无刷电机、角度扭矩一体式传感器和蜗轮蜗杆间隙自调节装置；助力能力随速自动调节，并具有主动回正功能。	

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

# 公司提供面向L4以上自动驾驶的“one-box”线控制动产品

- 智能刹车系统IBS与智能转向系统EPS是ADAS的两个核心执行端，公司可以为客户提供 IBS+EPS的一体化解决方案。现在产品已经进入客户试装阶段，并已经开始向包括大众在内的多家主机厂进行推广。
- 公司在线控制动领域不断探索前进：从第 I代的TWO-BOX无能量回收方案，发展到第 II代TWO-BOX有能量回收方案，再到第III代整合ABS/ESC功能的ONE-BOX有能量回收方案，以及 **最新型的面向L4级以上自动驾驶的第IV代双冗余方案。**

图表：公司智能刹车系统（IBS）



图表：公司智能转向系统（EPS）



- 随着汽车行业智能化、电子化的发展，无人驾驶逐步走向成熟。智能刹车系统在作为实现无人驾驶和主动安全的核心模块，并且是新能源汽车的首选制动系统。为更好地抓住发展机遇，公司于 2017年非公开发行股票筹集资金，用于投入汽车智能刹车系统项目和汽车电子真空泵系统项目。
- 公司智能刹车系统和电子真空泵项目进度预计延迟到2022年完成，比原定计划推迟。主要原因系2017年9月国内某外资车企因同类产品的控制软件问题召回 3万余辆新款车型。受上述事件影响，原计划配置此种产品的其他品牌众多车型都暂缓使用,汽车行业整体迈向智能驾驶的步伐因此放缓。为确保 IBS的可靠性，公司决定进一步改进该产品的设计、提高测试标准并延长测试周期提高安全冗余，但我们依旧持续看好公司智能驾驶项目前景。

图表：公司于2017年募资24亿建设IBS与EVP

项目	项目内容	拟投入资金	已投入金额
智能刹车系统（IBS）	年产 150 万套汽车智能刹车系统	22.1亿元	15亿元
电子真空泵（EVP）	年产电子真空泵260万套	6.49亿元	2.1亿元



## 品类扩充方向二：汽车热管理，大幅提高单车配套金额

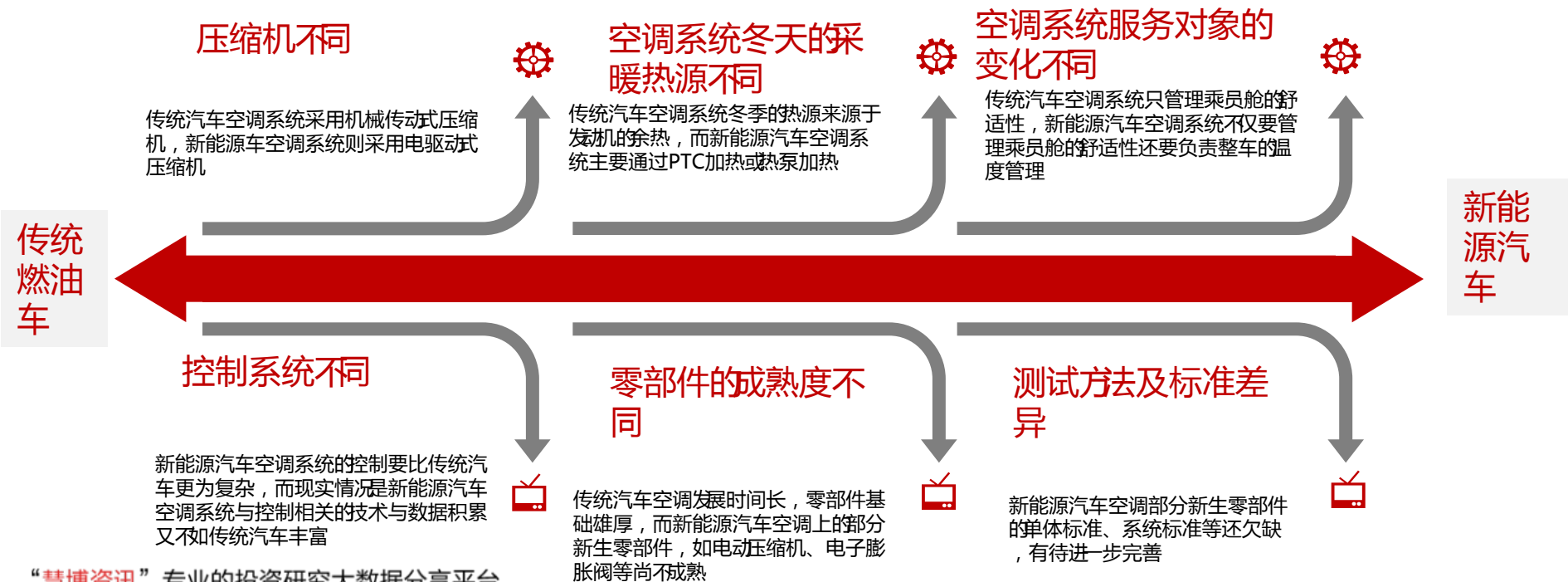
- 热管理系统是新能源汽车的增量项目，主要包括驾乘舱空调系统、电池热管理系统及电控热管理系统三大模块，单车配套金额6000元-9000元，显著高于公司其他业务，有望成为公司新的利润增长点。依靠我国对于新能源汽车的政策红利、财政补贴以及整个产业联动，利用本土优势及传统业务支持，以低成本优势迅速抢占热管理的市场。
- 现阶段，国际热管理市场由电装、法雷奥、翰昂与马勒贝洱四家主导，2016 年合计占据 55%全球市场。

图表：拓普热泵产品系统



# 新能源汽车热管理系统与传统燃油车有很大不同

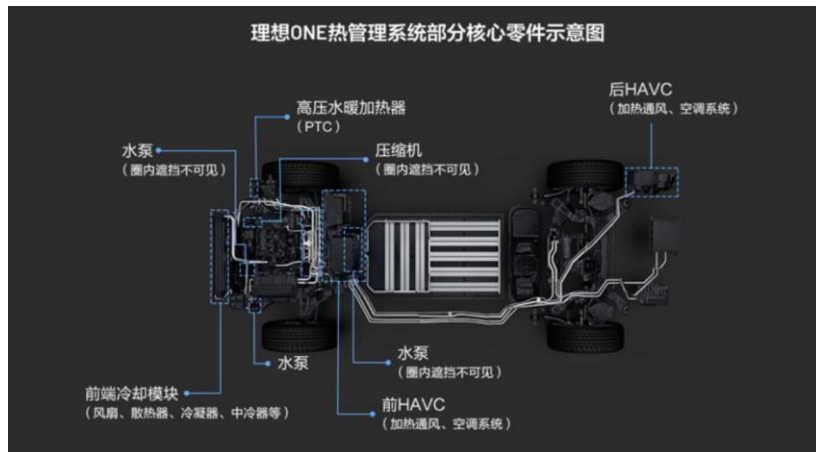
- 电动车无法使用发动机作为稳定的热源用于制热，目前通常选择使用 PTC 高压电加热模块，使用电池电量加热，但能耗极高，冬季暖风空调几乎会损失一半电量，严重影响电动汽车续航里程。故能耗低、效率高、技术领先的热泵系统是未来新能源车空调系统的趋势。



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

- 热管理系统对于提高汽车续航里程起到重要作用。对温度极为敏感的锂电池，需要适宜的温度区间（ $25^{\circ}\text{C}$ - $30^{\circ}\text{C}$ ）才能发挥最佳的充放电性能。理想 ONE 的热管理系统经过多轮性能验证、严苛测试和持续调优，可以最大程度地保证电池组的高性能状态，并最终实现续航在零下  $10^{\circ}\text{C}$  仅衰减 5%，零下  $20^{\circ}\text{C}$  衰减 7% 的出色成绩。目前理想汽车热管理系统由法雷奥提供。

图表：理想one热管理系统部分核心零部件



图表：理想one热管理系统有效提高续航里程



# 轻量化 底盘



## 轻量化符合电气化趋势



汽车的轻量化可以减少燃料消耗，降低排气污染，提升新能源汽车续航里程，是世界汽车的发展趋势。公司轻量化底盘系统具备综合性竞争优势，并可以为电动汽车提供平台化解决方案，当前已获得充裕订单，后续在电动化浪潮中有望迎来爆发式增长。

## 品类扩充一：轻量化产品，强化底盘系统

- 汽车的轻量化可以减少燃料消耗，降低排气污染，提升新能源汽车续航里程，是世界汽车的发展趋势。公司轻量化底盘系统具备综合性竞争优势，并可以为电动汽车提供平台化解决方案，当前已获得充裕订单，后续在电动化浪潮中有望迎来爆发式增长。

图表：轻量化技术路线图

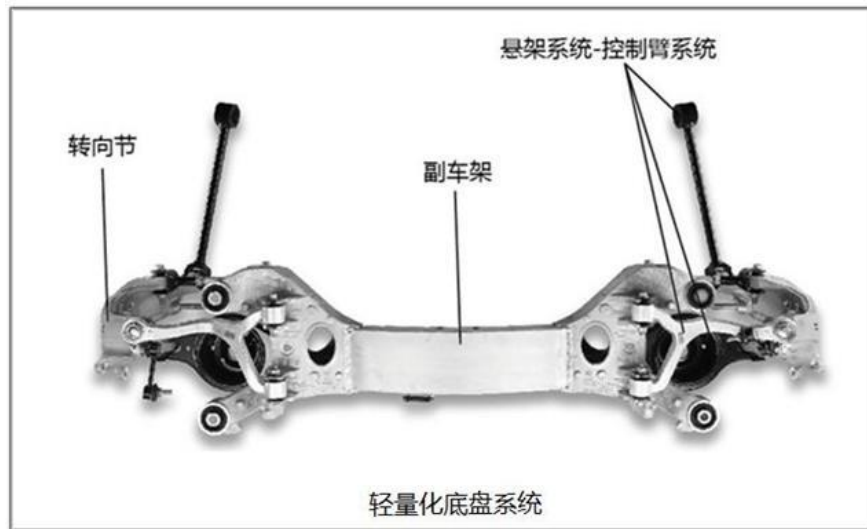


“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

## 品类扩充方向一：汽车轻量化，公司轻量化底盘性能优异

- 公司是全球范围内掌握高强度钢和轻合金核心工艺为数不多的制造商。厚积薄发，近年来开发了大量产品陆续量产，该项目将是近期公司保持高速增长最重要的引擎。
- 公司轻量化底盘系统具备综合性竞争优势，并可以为电动汽车提供平台化解决方案，当前已获得充裕订单，后续在电动化浪潮中有望迎来爆发式增长。

图表：拓普轻量化底盘系统



产品类别	产品名称	功能说明	样品展示	2019营收/占比
底盘产品	副车架	副车架是悬挂连接部件与车身之间的一种装置，作用是阻隔振动和噪声，减少其直接进入车厢，对车辆的舒适性、操控性有重要作用。		10.47亿 , 20%
	控制臂	是汽车悬架系统的主要组成部分，其设计结构的合理性和制造质量的好坏对汽车的安全性和舒适性起着决定性作用。主要包括：稳定杆连杆 横拉杆 横臂、控制臂、纵臂等。		
	转向节	转向节是汽车转向桥中的重要零件之一，能够使汽车稳定行驶并灵敏传递行驶方向。转向节的功用是传递承受汽车前部载荷，支承并带动前轮绕主销转动而使汽车转向。		
轻量化产品	减震塔	减震塔属于汽车前轮减震器上盖零部件，装在汽车前端，承受非常大的载荷，工作环境极其恶劣。铝合金减震塔使用高压真空压铸工艺，一体压铸成形，同等强度下可减重 40%，符合汽车轻量化的趋势。		---
	扭力梁	扭力梁式悬挂是汽车后悬挂类型的一种，是通过一个扭力梁来平衡左右车轮的上下跳动，以减小车辆的摇晃，保持车辆的平稳。相比于独立悬架，扭力梁可以为车内提供更大的空间。		
	纵梁	汽车纵梁，指的是在汽车上部结构中，沿桥梁轴向设置并支承于横梁上的梁，具有支持梁上物体的作用。		
	车身B柱	车身B柱指位于前门和后门之间的柱子，B柱与A柱、C柱一起确保车身的刚性及碰撞安全。		



- 公司自2003年启动轻量化悬挂系统项目，逐步完成了专业团队打造、核心技术及知识产权积累，形成了较丰富的轻量化底盘产品线。同时，公司于2017年通过并购四川福多纳 100%股权（主要生产底盘结构件）快速切入汽车高强度钢底盘业务。目前公司已经掌握了轻量化底盘系统模块相关的高强度钢和六大轻合金成型工艺，通过工艺路线的覆盖实现产品线的全面覆盖。
- 2020年5月，公司发布公告，拟非公开发行股票筹集不超过 20亿元投资于轻量化底盘建设。项目分为两个子项目在两个实施地开展，分别是浙江省宁波市杭州湾和湖南湘潭，这样的布局有利于服务公司整车厂客户。

图表：公司今年募资20亿建设轻量化底盘项目

项目	拟投入资金
杭州湾二期轻量化底盘系统模块项目	12.3亿
湖南工厂轻量化底盘系统模块项目	13.6亿

图表：达产后各产品预计年产量

产品名称	达产后年产能 (万套)
轻量化副车架	160
轻量化悬挂系统	160
轻合金转向节	160

# 目录 ▶

1

超级制造，汽车零部件产业的未来在中国

2

拓普集团，产品和客户双重发展

3

把握机遇多维布局，发展为综合平台企业

4

盈利预测与风险提示

## 盈利预测与行业可比公司估值对比

- 我们预计公司2020、2021和2022年归母净利润分别为5.84、7.56和9.19亿元，对应PE估值分别为71.8/55.5/45.7X。给予“推荐”评级
- 风险提示：下游整车行业复苏不及预期；公司新产品进展不及预期；特斯拉等新能源汽车销售不及预期。

图表：盈利预测

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	5358.95	6082.40	7952.31	9673.34
(+/-) (%)	-10.45	13.50	30.74	21.64
净利润	456.21	583.93	755.92	918.77
(+/-) (%)	-39.44	28.00	29.45	21.54
EPS(元)	0.43	0.55	0.72	0.87
P/E	51.75	71.83	55.49	45.65

图表：可比公司估值对比

公司简称	总市值(亿元)	2020PE	2021PE
德赛西威	375.1	86.3	62.8
伯特利	139.0	30.2	23.4
科博达	288.2	55.7	43.5
均胜电子	270.8	46.4	21.8
星宇股份	433.0	45.8	36.3
保隆科技	47.0	23.9	19.3
中科创达	377.8	103.7	75.9
拓普集团	419.5	71.8	55.5

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

资料来源：Wind，公司公告，方正证券研究所 注：其他公司利润采用wind一致预期

# 公司主要业务分为四大板块



	2019	I	2020E	2021E	2022E
<b>底盘系统</b>					
销售收入	1047.48		1571.23	2513.96	3268.15
销售收入增长率 (%)	-10.28		50.00	60.00	30.00
销售成本	860.31		1281.87	2025.35	2612.70
销售成本增长率 (%)	-9.94		49.00	58.00	29.00
毛利	187.17		289.36	488.61	655.45
毛利率 (%)	17.87		18.42	19.44	20.06
<b>减震器</b>					
销售收入	2341.86		2388.69	2866.43	3439.72
销售收入增长率 (%)	1.50		2.00	20.00	20.00
销售成本	1662.10		1695.34	2034.41	2441.29
销售成本增长率 (%)	3.08		2.00	20.00	20.00
毛利	679.75		693.35	832.02	998.42
毛利率 (%)	29.03		29.03	29.03	29.03
<b>内饰功能件</b>					
销售收入	1649.66		1732.14	2078.57	2390.36
销售收入增长率 (%)	-25.64		5.00	20.00	15.00
销售成本	1279.39		1343.35	1605.31	1846.11
销售成本增长率 (%)	-24.48		5.00	19.50	15.00
毛利	370.27		388.79	473.26	544.25
毛利率 (%)	22.45		22.45	22.77	22.77
<b>汽车电子</b>					
销售收入	128.04		140.84	169.01	185.91
销售收入增长率 (%)	1.30		10.00	20.00	10.00
销售成本	88.44		98.17	117.80	129.58
销售成本增长率 (%)	10.21		11.00	20.00	10.00
毛利	39.60		42.67	51.21	56.33
毛利率 (%)	30.93		30.30	30.30	30.30

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

# 财务报表（单位：百万元）



资产负债表	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>5432.92</b>	<b>6518.73</b>	<b>8195.44</b>	<b>10068.55</b>
现金	822.46	1511.01	2114.98	3003.91
应收账款	1357.02	1459.53	1908.24	2321.22
其他应收款	13.98	24.73	32.33	39.32
预付账款	35.37	40.26	52.68	64.03
存货	1239.79	1378.71	1804.14	2192.63
其他	1964.30	2104.48	2283.07	2447.44
<b>非流动资产</b>	<b>5801.40</b>	<b>5700.96</b>	<b>5793.11</b>	<b>5766.24</b>
长期投资	156.18	216.18	276.18	336.18
固定资产	4552.77	4694.58	4717.65	4621.99
无形资产	917.39	615.14	624.21	633.00
其他	175.07	175.07	175.07	175.07
<b>资产总计</b>	<b>11234.31</b>	<b>12219.69</b>	<b>13988.55</b>	<b>15834.79</b>
<b>流动负债</b>	<b>3426.76</b>	<b>3822.55</b>	<b>4828.16</b>	<b>5746.72</b>
短期借款	500.32	500.32	500.32	500.32
应付账款	1458.52	1557.19	2037.69	2476.48
其他	1467.92	1765.03	2290.15	2769.93
<b>非流动负债</b>	<b>402.91</b>	<b>402.91</b>	<b>402.91</b>	<b>402.91</b>
长期借款	182.50	182.50	182.50	182.50
其他	220.41	220.41	220.41	220.41
<b>负债合计</b>	<b>3829.66</b>	<b>4225.45</b>	<b>5231.07</b>	<b>6149.63</b>
少数股东权益	29.16	34.81	42.14	51.04
股本	1054.99	1054.99	1054.99	1054.99
资本公积	3409.44	3409.44	3409.44	3409.44
留存收益	2915.45	3499.37	4255.30	5174.07
归属母公司股东权益	7375.49	7959.42	8715.34	9634.12
<b>负债和股东权益</b>	<b>11234.31</b>	<b>12219.69</b>	<b>13988.55</b>	<b>15834.79</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>经营活动现金流</b>	<b>1239.42</b>	<b>1010.96</b>	<b>1237.99</b>	<b>1522.95</b>
净利润	460.05	589.59	763.25	927.68
折旧摊销	388.32	480.05	599.09	718.11
财务费用	15.35	0.00	0.00	0.00
投资损失	-51.44	-60.00	-60.00	-60.00
营运资金变动	347.85	-1.47	-67.13	-65.62
其他	79.29	2.78	2.78	2.78
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1026.25</b>	<b>-322.40</b>	<b>-634.02</b>	<b>-634.02</b>
资本支出	-938.58	-322.40	-634.02	-634.02
长期投资	-87.67	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-241.14</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	-29.58	-29.58	-29.58
其他	-241.14	29.58	29.58	29.58
<b>现金净增加额</b>	<b>-28.97</b>	<b>668.56</b>	<b>603.97</b>	<b>888.93</b>

利润表	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	<b>5358.95</b>	<b>6082.40</b>	<b>7952.31</b>	<b>9673.34</b>
营业成本	3949.99	4496.41	5883.86	7150.86
营业税金及附加	50.29	57.08	74.63	90.78
营业费用	287.08	325.83	426.00	518.20
管理费用	229.64	243.30	318.09	386.93
财务费用	3.10	3.00	3.10	3.10
资产减值损失	-50.42	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	51.44	60.00	60.00	60.00
<b>营业利润</b>	<b>531.54</b>	<b>680.42</b>	<b>880.02</b>	<b>1069.00</b>
营业外收入	1.29	1.29	1.29	1.29
营业外支出	4.07	4.07	4.07	4.07
<b>利润总额</b>	<b>528.75</b>	<b>677.64</b>	<b>877.23</b>	<b>1066.22</b>
所得税	68.71	88.05	113.99	138.54
<b>净利润</b>	<b>460.05</b>	<b>589.59</b>	<b>763.25</b>	<b>927.68</b>
少数股东损益	3.84	5.66	7.32	8.90
<b>归属母公司净利润</b>	<b>456.21</b>	<b>583.93</b>	<b>755.92</b>	<b>918.77</b>
EBITDA	915.96	1087.05	1403.49	1712.65
EPS(元)	0.43	0.55	0.72	0.87
<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>成长能力</b>				
营业收入	-0.10	0.13	0.31	0.22
营业利润	-0.39	0.28	0.29	0.21
归属母公司净利润	-0.39	0.28	0.29	0.22
<b>获利能力</b>				
毛利率	0.26	0.26	0.26	0.26
净利率	0.09	0.10	0.10	0.09
ROE	0.06	0.07	0.09	0.10
ROIC	0.07	0.08	0.11	0.14
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	0.34	0.35	0.37	0.39
净负债比率	0.10	0.09	0.09	0.08
流动比率	1.59	1.71	1.70	1.75
速动比率	1.22	1.34	1.32	1.37
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.48	0.52	0.61	0.65
应收账款周转率	4.11	4.32	4.72	4.57
应付账款周转率	3.86	4.03	4.42	4.29
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.43	0.55	0.72	0.87
每股经营现金	1.17	0.96	1.17	1.44
每股净资产	6.99	7.54	8.26	9.13
<b>估值比率</b>				
P/E	51.75	71.83	55.49	45.65
P/B	3.20	5.27	4.81	4.35
EV/EBITDA	25.69	37.88	28.91	23.17

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。本研究报告仅供方正证券的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。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，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

### 公司投资评级的说明

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

### 行业投资评级的说明

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。



# 专注 专心 专业

联系人：岳清慧 邮箱 yueqinghui@foundersc.com



## 方正证券研究所

北京市西城区展览路48号新联写字楼6层

上海市浦东新区新上海国际大厦33层

广东省深圳市福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31楼

湖南省长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

“慧博资讯” 专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>