

评级变动报告

拓普集团 601689.SH



鉴于公司未来三年收入与归母净利润预测均较上期下修，我们下调了公司未来三年的收入及归母净利润预期，并同步下调远期估值中枢。核心原因如下：

汽车零部件行业价格竞争加剧：国内新能源车竞争持续激烈，整车厂降本诉求向上游零部件环节传导。拓普集团虽然具备平台化供货能力和较强客户粘性，但在主机厂年降、产品定点竞争加剧及原材料价格波动背景下，部分产品盈利能力修复斜率低于此前预期。

海外产能爬坡带来阶段性成本压力：公司近年来持续推进海外产能布局，短期看，海外产能利用率提升和客户订单放量仍需要时间，导致盈利释放节奏较此前假设更为审慎。

新业务放量节奏低于此前乐观预期：公司在空气悬架、汽车电子、机器人执行器、液冷等方向持续拓展，长期空间仍然存在，但相关业务仍处于订单兑现、规模量产或客户拓展阶段。

基于此，我们对公司的近期及远期盈利预测均进行了下调。经综合评估，我们对拓普集团的 DDM 估值下调了 6.6%。尽管公司仍具备平台型汽车零部件企业的长期扩张基础，但本轮预测调整显示，短中期核心客户放量、海外产能爬坡和新业务兑现节奏均受行业beta影响略不及预期。

公司基本信息



罕见的平台化零部件企业，创新业务模式打造转换成本护城河，中国前十五大汽车零部件企业，全球前60大汽车零部件企业。

公司的主要业务分为汽车零部件业务和机器人业务，其中汽车零部件业务涵盖6大板块，包括底盘系统、内饰件、减震器、汽车电子、热管理系统和其他；机器人零部件业务则是特斯拉Optimus身体执行器核心供应商。

公司深度评级

所属行业	消费品	成长空间	★★★★☆	DDM估值：价值	799.53亿(较上期-6.56%)
当前股价	60.57元	盈利趋势	★★★★☆	状态	偏高估(上行空间-24%)
总市值	1052.61亿	产业格局	★★★★☆		
PE-TTM	38.06	护城河	★★★★☆	动态估值：价值	730.18亿(较上期-1.48%)
PB-MRQ	4.28			状态	偏高估(上行空间-31%)

公司盈利预测

拓普集团	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	197.0	266.0	295.8	342.6	402.4	460.2	506.6	544.8
归母净利润(亿)	21.5	30.0	27.8	31.9	38.1	43.2	47.0	49.7
归母净利润增速(%)	26.6	39.6	-7.6	15.1	19.3	13.5	8.6	5.9
经营性净利润(亿)	21.1	28.9	26.9	30.6	36.6	41.5	45.0	47.5
经营性净利润增速(%)	29.3	36.9	-7.1	14.0	19.3	13.4	8.4	5.5
经营性归母净利润(亿)	21.1	28.9	26.8	30.6	36.5	41.4	44.9	47.4
经营性归母净利润增速(%)	29.2	36.7	-7.1	14.0	19.3	13.4	8.4	5.5

资料来源：壹评级

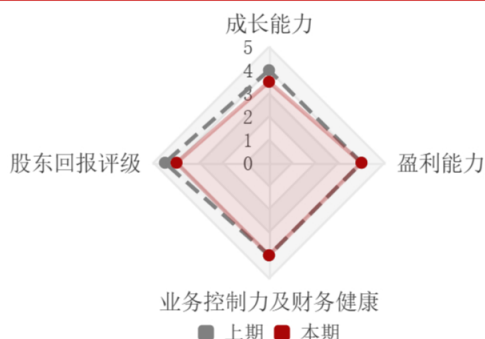
请务必阅读末页免责声明及评级说明

第1页

量化评级变动分析

经营绩效评级

经营绩效变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-03-31

成长能力下降0.5星级：上期星级4.0星，本期星级3.5星。

拓普集团的历史成长能力星级从4星下调至3.5星，核心逻辑是公司收入增长动能从高弹性扩张转向更稳健兑现。短期看，新能源车产业链竞争加剧使主机厂降本压力向零部件环节传导，核心客户销量结构和新车型放量节奏存在不确定性；中期看，海外工厂客户导入、产能利用率提升和新业务规模化量产仍处于爬坡阶段，收入增长需要更多订单验证。虽然公司平台化产品矩阵和全球化布局仍具备竞争力，但未来三年成长斜率较此前假设有所降低，因此成长能力评分下调。

股东回报评级下降0.5星级：上期星级4.5星，本期星级4.0星。

拓普集团的股东回报能力星级从4.5星下调至3.5星，核心逻辑是公司盈利质量和资本回报可见度阶段性下降。汽车零部件行业价格竞争、主机厂年降机制、新业务研发投入和海外产能建设，会在短中期对毛利率、费用率和自由现金流形成压力。随着海外基地、智能底盘、空气悬架、机器人执行器等方向持续投入，资本开支和费用投入的回收周期拉长，固定费用摊薄和规模效应释放需要更长时间。公司长期仍具备较强客户基础和产品平台能力，但短期股东回报的确定性较此前有所弱化，因此股东回报评分下调。

估值评级

DDM估值下降-6.56%：上期 855.68亿，本期 799.53亿。

我们对公司 2026-2028年收入及归母净利润预测进行了全面下调，主要基于对核心客户放量节奏、新业务商业化进度、海外产能爬坡及零部件行业盈利压力的重新评估。

1、未来三年收入预测的下调：

我们对公司营业收入预测进行下调，主要是对核心客户配套需求、新业务放量节奏和海外产能贡献做出调整。

核心客户配套需求:经过评估,我们下调了公司核心客户及新能源车平台的配套收入假设,主要由于国内新能源车行业竞争加剧,整车厂销量结构和新车型放量节奏存在不确定性。公司作为平台型零部件供应商,收入增长仍受核心客户销量、单车配套价值和项目量产节奏影响,短中期放量斜率较此前预测更趋审慎。

新业务放量节奏:经过评估,我们下调了空气悬架、智能底盘、热管理、汽车电子及机器人执行器等新业务的收入贡献假设,主要由于新产品从定点、验证到规模量产仍需要时间,部分业务仍处于客户拓展和产能爬坡阶段。虽然新业务具备长期成长空间,但短中期对收入的拉动节奏较此前乐观假设有所放缓

海外产能贡献:经过评估,我们下调了海外工厂对未来三年收入增量的贡献假设,主要由于墨西哥、泰国、波兰等海外产能建设和客户导入存在爬坡周期。全球化布局有助于提升长期客户服务能力,但产能利用率提升、供应链磨合和订单释放节奏仍需要时间,因此收入兑现节奏较此前预测更为稳健。

2、未来三年归母净利润预测的下调:

我们对公司归母净利润预测的下调幅度大于收入,主要是对毛利率、费用率及产能爬坡成本做出调整。

毛利率:经过评估,我们对2026-2028年毛利率预测做出下调。主要原因是汽车零部件行业价格竞争和主机厂降本压力持续存在,年降机制、项目定点竞争和产品结构变化对盈利能力形成压制。同时,新业务和海外业务在规模效应充分释放前,毛利率改善节奏可能弱于此预期。

费用率及产能爬坡成本:经过评估,我们对公司期间费用率及海外产能爬坡成本假设做出上调。公司持续推进全球化产能、新业务研发和客户拓展,短期内人员、研发、折旧摊销、物流体系和运营磨合成本仍有投入压力。在收入增速下修的背景下,固定费用摊薄效果弱于此假设,导致利润端下调幅度大于收入端。

我们对公司的DDM估值进行下调,这一变动的核心原因在于核心客户放量节奏、新业务商业化进度和海外产能贡献均较此前预期更为审慎,叠加汽车零部件行业价格竞争和产能爬坡成本对盈利能力形成压制。

本次估值下调主要源于远期收入规模、产品结构与稳态净利率假设的重新评估。

远期收入方面,我们下调了公司平台化零部件业务的中期增长斜率假设。产品结构方面,我们下调了空气悬架、智能底盘、热管理、汽车电子和机器人执行器等高成长业务的远期贡献节奏假设。远期净利率方面,我们下调了公司规模效应和产品结构改善带来的盈利能力修复假设,

盈利预测

核心假设及逻辑

按照公司业务分为汽车玻璃和铝饰条进行分别假设和预测,逻辑如下:

利润表:

①汽车零部件业务:

收入和营业成本假设:

1) 销量:按照底盘系统、内饰件、NVH、汽车电子、热管理等业务全球市占率*全球市场规模测算。其中,全球市占率主要考虑公司新开发的客户增量及主要客户特斯拉、赛力斯的困境反转,特斯拉与赛力斯缺单情况逐渐好转且新客户不断放量带来的公司市占率提升。全球市场规模主要考虑全球乘用车销量及特定产品渗透率计算。

2) 销售均价:根据底盘系统、内饰件、NVH、汽车电子、热管理等业务单车价值量计算,其中底盘、内饰件、NVH产品以金属加工为主收取加工费,加工费价值受全球有色商品长期价格上涨影响,汽车电子、热管理等业务则属于高附加值的新产品,考虑相对陡峭的年降。

3) 生产成本:主要考虑核心原材料、人工费用、制造费用占比的变化,其中原材料和人工属于正常通胀,而制造费用未来数年受资本开支高企影响占比有所提升。总体成本和毛利率保持稳定。

②机器人业务:

收入假设:通过计算全球人形机器人市场规模*特斯拉预计份额*公司价值量*公司份额计算,其中特斯拉的份额参考马斯克的路线图和特斯拉定型节奏进行折中,公司的价值量假设有较为陡峭的年降,公司的份额未来也可能因为其他tier1进入下降。

毛利率假设:随着机器人的量产,假设未来毛利率会从目前的接近70%下降到汽车零部件行业25%左右的合理范畴

费用率假设:主要考虑公司大客户绑定关系建立较为完善,汽车零部件和机器人业务均可使用现有渠道的网络,销售费用率预计下降,管理费用率预计下降,研发费用率因新产品开发较多预计提升。

资产负债表假设:

1) 公司属于重资产行业,且未来几年资本开支较高,未来的资本开支和产能利用率下滑的确会影响公司毛利率和ROIC,一方面经测算发现折旧占比在营收的比例会持续提升,另一方面公司Q1电话会自己表示因产能扩张,折旧成本同比提升2-3个百分点,产能利用率确实压力大,大客户订单下滑+关税冲击下国内产能闲置风险,未来2年内为转型期,且由于美国关税需要把产能转移到墨西哥和泰国;2) 考虑到公司整体现金流稳健、ROE较高,我们假设中长期公司负债率存在继续提升预期。

公司整体业绩预测

拓普集团	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	197.0	266.0	295.8	342.6	402.4	460.2	506.6	544.8
归母净利润(亿)	21.5	30.0	27.8	31.9	38.1	43.2	47.0	49.7
归母净利润增速(%)	26.6	39.6	-7.6	15.1	19.3	13.5	8.6	5.9
经营性净利润(亿)	21.1	28.9	26.9	30.6	36.6	41.5	45.0	47.5
经营性净利润增速(%)	29.3	36.9	-7.1	14.0	19.3	13.4	8.4	5.5
经营性归母净利润(亿)	21.1	28.9	26.8	30.6	36.5	41.4	44.9	47.4
经营性归母净利润增速(%)	29.2	36.7	-7.1	14.0	19.3	13.4	8.4	5.5

数据来源:壹评级

公司分业务业绩预测

汽车零部件	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	197.0	265.9	295.7	338.9	391.8	440.7	475.1	504.6
收入增速(%)	23.2	35.0	11.2	14.6	15.6	12.5	7.8	6.2
经营性净利润(亿)	21.1	28.9	26.9	30.1	35.1	38.9	40.8	42.2
经营性净利率(%)	10.7	10.9	9.1	8.9	9.0	8.8	8.6	8.4
经营性净利润增速(%)	29.2	36.8	-7.0	12.1	16.6	10.8	4.9	3.4
机器人	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	0.0	0.1	0.1	3.7	10.6	19.5	31.5	40.1
收入增速(%)	0.0	625.9	1.2	2597.0	189.3	83.7	61.9	27.3
经营性净利润(亿)	0.0	0.1	0.0	0.5	1.5	2.6	4.2	5.3
经营性净利率(%)	63.0	37.6	17.3	14.6	13.8	13.3	13.3	13.2
经营性净利润增速(%)	0.0	332.7	-53.3	2171.8	173.6	76.2	62.6	26.3

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
汽车零部件	5.8%	中等	较好	较强	7.8%	16.96	41.9
机器人	5.6%	中等	一般	较强	8.3%	14.04	14.8
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
汽车零部件(亿)	82.8	527.8	610.6	11.3	1.1	0.4	621.1
机器人(亿)	7.0	102.1	109.1	0.0	-	-	109.1
公司整体测算(亿)	89.8	629.8	719.7	11.3	1.1	0.4	730.2

数据来源：壹评级

DDM估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
汽车零部件(亿)	329.6	332.9	662.5	11.3	1.1	0.4	673.0
机器人(亿)	34.1	92.4	126.5	0.0	-	-	126.5
公司整体测算(亿)	363.7	425.3	789.0	11.3	1.1	0.4	799.5

数据来源：壹评级

估值确定性



公司估值确定性较高，主要由于公司所处行业为ToB制造业，下游有较为明确的高频汽车销量数据和机器人出货数据可跟踪，且公司与市场投资者交流充分。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。