

2023年04月25日

新能源启动第三成长曲线，毛利率同比改善

拓邦股份(002139)

评级:	买入	股票代码:	002139
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	16.65/7.25
目标价格:		总市值(亿)	142.44
最新收盘价:	11.22	自由流通市值(亿)	117.93
		自由流通股数(百万)	1,051.04

事件:

公司发布 2022 年报和 2023 年一季报，2022 年实现营业收入 88.75 亿元，同比增长 14.27%，实现归母净利润 5.83 亿元，同比增长 3.13%，实现扣非归母净利润 4.84 亿元，同比上升 11.96%；2023 年 Q1 实现营业收入 19.95 亿元，同比增长 6.82%，实现归母净利润 0.96 亿元，同比增长 2.11%。

1、家电、工具基本盘稳健，新能源成为第三增长曲线，2022 年实现收入利润双增长，Q1 高毛利业务拉动营收小幅增长，毛利率上升

2022 年，综合利用“四电一网”核心技术，提供定制化的产品和综合解决方案，分业务看，工具板块实现营收 32.40 亿元，同比增长 8.20%，毛利率 41.3%，同比降低 1.9pct；公司在该板块储备了比较丰富的产品线，能给下游客户提供包括控制器、电机、BMS、电池包及整机在内的一站式解决方案，2022 年电机、工具电池包及整机等非控制器产品收入占比达 33%。报告期受欧美经济景气度影响，增速放缓。中长期来看，工具的应用场景在增加，欧美以外市场的渗透率也还有较大的提升空间，行业不会因短期因素改变持续增长态势。

家电板块实现营收 30.92 亿元，同比增长 4.48%，毛利率 19.61%，同比增加 0.06pct。产品主要应用于 HVAC、厨房电器、清洁电器、健康护理、照明和智能家居等各类领域。报告期内，大客户开拓进展顺利并有新客户突破，客户数量及体量加大；创新产品不断涌现，应用场景延伸至技术壁垒更高的商用电器领域及景气度更高的市场，家电板块的成长空间进一步打开。

新能源板块实现营收 20.36 亿元，同比增长 63.98%，毛利率 18.52%，同比下降 3.21pct；目前主要聚焦于中小储能及新能源车应用领域，在新能源车领域实现收入 4.70 亿元，占新能源业务约 23%，围绕新能源汽车充电设备、两三轮车、E-bike 等场景提供充电模块、BMS 等控制类产品。我们认为，公司所布局的新能源应用产品线丰富、产品形态多元化。低碳化的行业历史机遇叠加全球不可逆的能源转型，未来几年新能源业务有望延续高增速。

工业板块实现营收 2.48 亿，同比下降 15.86%，毛利率 27.25%，同比下降 3.74pct。2022 年传统行业景气度回落，设备投入减少，对工业自动化行业需求产生影响，公司通过聚焦重点行业和重点客户，在光伏、锂电等行业取得突破性进展。致力于帮助自动化设备制造商提高设备设计性能，有望成为高效易用的伺服和步进产品领导者。

智能解决方案实现营收 1.89 亿，同比下降 14.70%，毛利率 18.31%，同比增加 3.66pct。目前的物联网应用场景已覆盖智能家电、智能门锁、智能照明、智能出行、智慧酒店、智慧校园等十几种垂直场景，为众多国内外客户提供一站式智能化服务。2022 年获得“物联网平台最受欢迎奖项”“年度智能生态品牌 TOP10”等荣誉。

2022 年公司整体毛利率 20.14%，同比下降 1.14pct，控制器产品上游原材料价格稳定并逐步下降，电芯上游碳酸锂价格大幅上涨，同比 2021 年支付更高的采购成本。

2022Q4 毛利率 23.75%，环比改善，主要系公司新产品推出、高价库存出清、降本增效等措施。

2023Q1 营收小幅增长，因季节原因板块增速有部分差异，工具、新能源板块增长趋势良好，家电板块小幅下滑；毛利率 21.88%，同比增加 2.87pct，主要系高价值及自主可控业务（商空、智能温控、机器人产品、逆变器、商用储能系统等）占比提升及降本增效。

2、持续优化费用结构，坚持高比例研发投入

2022 年三费费用率 13.76%，同比增加 1.95pct。其中销售/管理/研发费用率分别为 2.93%/4.16%/6.67%，YoY +0.24/+0.83/+0.88pct。公司销售费用主要系因股权激励确认的股份支付费用较去年同期增加以及为实现收入增长而产生的人员工资等费用增加所致。此外，2022 年公司继续推进并深化“四电一网”技术在五大行业的技术积累及应用，加速 AI、IOT、5G 等新技术的融合应用，加快新能源产能建设及新技术研发落地，进一步提升公司创新能力和核心竞争力，为客户和社会带来更多的价值。

4、现金回款情况持续改善，经营性现金流净额回正

2022 年底经营性现金流净额 4.91 亿元，净额由负转正。2023Q1 经营性净现金流净额 1.76 亿元，同比增长 178.21%，现金收入比看，2022 年 0.97，连续四年持续增长，现金回款情况逐年改善，2023Q1 达到 1.11。整体应收账款、存货维持在稳定水平，公司经营状况良好。

5、积极向“智慧工厂”转型，实现行业最优水平

报告期公司持续引入自动化产线，以“精益化”为基础，以“自动化”和“数字化”为支柱，打造“交期最短、品质稳定、成本最优、柔性交付”的拓邦智能化工厂。2022 年公司首次实现局部自动化向整线自动化跨越，制造费用下降明显。报告期公司已在宁波、惠州等多个工厂规划推进基于自动化整线、MES 制造管理系统、车间物流系统构成的数字化车间，并集成智能仓储物流、DFM, QMS 等智能管理系统，从而加速向智慧工厂的转型，实现制造系统中物流和信息流的全闭环。从长期规划来看，公司将基于全球工厂布局，最终进化为智慧工厂平台集群，实现产品全生命周期中设计、制造、装配、仓储、物流等环节的流程优化，构建更智能、更高效、更环保的产业生态和管理模式。

6、投资建议：

考虑公司业务稳定发展，预计公司 2023-2025 年收入分别为 112.0/142.9/183.6 亿元，每股收益分别为 0.63/0.81/1.04 元，对应 2023 年 4 月 25 日 11.22 元/股收盘价 PE 分别为 17.77/13.88/10.82 倍，维持“买入”评级。

7、风险提示：

短波电台、搜救等业务实施不及预期；市场竞争加剧毛利率下滑；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,767	8,875	11,199	14,286	18,359
YoY (%)	39.7%	14.3%	26.2%	27.6%	28.5%
归母净利润(百万元)	565	583	802	1,026	1,316
YoY (%)	6.2%	3.1%	37.6%	28.0%	28.3%
毛利率 (%)	21.3%	20.1%	19.7%	20.3%	20.4%
每股收益 (元)	0.47	0.46	0.63	0.81	1.04
ROE	11.2%	10.2%	12.3%	13.6%	14.8%
市盈率	23.87	24.39	17.77	13.88	10.82

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：宋辉

邮箱：songhui@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080003

联系电话：

分析师：柳珏廷

邮箱：liujt@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8,875	11,199	14,286	18,359	净利润	582	808	1,032	1,323
YoY (%)	14.3%	26.2%	27.6%	28.5%	折旧和摊销	299	145	155	158
营业成本	7,087	8,991	11,384	14,622	营运资金变动	-408	133	-1,170	-39
营业税金及附加	59	59	78	103	经营活动现金流	491	974	-71	1,325
销售费用	260	309	401	516	资本开支	-731	-646	-676	-667
管理费用	370	419	545	706	投资	-40	-26	-27	-27
财务费用	-123	1	1	1	投资活动现金流	-777	-559	-614	-575
研发费用	592	697	900	1,163	股权募资	50	-2	0	0
资产减值损失	-70	0	0	0	债务募资	-7	12	134	315
投资收益	1	114	90	120	筹资活动现金流	-125	10	134	315
营业利润	636	884	1,125	1,444	现金净流量	-362	425	-551	1,065
营业外收支	-3	0	0	0					
利润总额	633	884	1,125	1,444	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	52	76	94	121	成长能力				
净利润	582	808	1,032	1,323	营业收入增长率	14.3%	26.2%	27.6%	28.5%
归属于母公司净利润	583	802	1,026	1,316	净利润增长率	3.1%	37.6%	28.0%	28.3%
YoY (%)	3.1%	37.6%	28.0%	28.3%	盈利能力				
每股收益	0.46	0.63	0.81	1.04	毛利率	20.1%	19.7%	20.3%	20.4%
					净利率	6.6%	7.2%	7.2%	7.2%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	5.6%	6.1%	7.0%	6.9%
货币资金	1,403	1,828	1,277	2,342	净资产收益率 ROE	10.2%	12.3%	13.6%	14.8%
预付款项	53	60	79	102	偿债能力				
存货	1,993	2,855	3,475	4,654	流动比率	1.80	1.57	1.65	1.56
其他流动资产	3,432	4,420	5,203	6,930	速动比率	1.22	1.05	1.04	1.01
流动资产合计	6,881	9,163	10,034	14,028	现金比率	0.37	0.31	0.21	0.26
长期股权投资	24	29	34	38	资产负债率	43.8%	49.7%	47.5%	53.0%
固定资产	1,840	2,267	2,725	3,195	经营效率				
无形资产	547	659	772	885	总资产周转率	0.89	0.95	1.03	1.09
非流动资产合计	3,483	4,009	4,555	5,089	每股指标 (元)				
资产合计	10,365	13,172	14,590	19,117	每股收益	0.46	0.63	0.81	1.04
短期借款	283	295	309	324	每股净资产	4.51	5.14	5.95	6.99
应付账款及票据	2,672	4,507	4,491	7,041	每股经营现金流	0.39	0.77	-0.06	1.04
其他流动负债	868	1,022	1,291	1,630	每股股利	0.06	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3,823	5,825	6,091	8,996	估值分析				
长期借款	582	582	702	1,002	PE	24.39	17.77	13.88	10.82
其他长期负债	138	138	138	138	PB	2.30	2.18	1.89	1.61
非流动负债合计	720	720	840	1,140					
负债合计	4,543	6,545	6,931	10,135					
股本	1,270	1,269	1,269	1,269					
少数股东权益	93	100	105	112					
股东权益合计	5,822	6,627	7,659	8,982					
负债和股东权益合计	10,365	13,172	14,590	19,117					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

宋辉：3年电信运营商及互联网工作经验，5年证券研究经验，主要研究方向电信运营商、电信设备商、5G产业、光通信等领域。

柳珏廷：理学硕士，3年券商研究经验，主要关注5G及云相关产业链研究。

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。

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。