

新能源扩产、家电/工具复苏，有望受益边缘 AI 和终端智能化

投资评级：买入（首次）

主要观点：

报告日期：2023-05-07

● 事件回顾

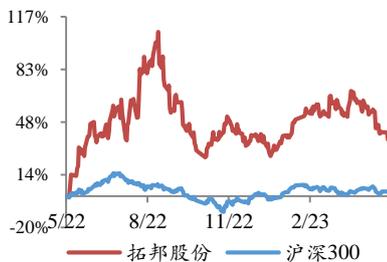
收盘价（元）	10.81
近 12 个月最高/最低（元）	16.56/7.66
总股本（百万股）	1,270
流通股本（百万股）	1,051
流通股比例（%）	82.79
总市值（亿元）	137
流通市值（亿元）	114

公司发布一季报，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 0.92 亿元，同比增长 2.11%，扣非后归母净利润 0.91 亿元，同比增长 57.62%。2023 年以来，公司在工具行业依然具备龙头企业优势，聚焦头部客户，提升在客户端份额，并增加创新产品供应；家电行业有一定的季节性，Q1 小幅下滑，随着经济增速和需求端逐步恢复，Q2 开始有望恢复增速；新能源行业增长趋势良好。

● 公司概况：智能控制器行业领导者，新能源成为第二增长曲线

公司专注智能控制器行业长达 26 年，经过不断进行技术经验与产品方案积累，已经成为全球领先的智能控制方案提供商。从下游来看，公司目前专注于家用电器、电动工具和新能源三大领域，提供的产品主要包括控制器、电机、锂电池、BMS/PCS/EMS 等等。公司以“平台化技术创新能力、伙伴式客户服务能力和体系化快速响应能力”三大能力为核心，与伊莱克斯、博西华、TTI 等行业头部客户建立了亲密合作关系。

公司价格与沪深 300 走势比较



产能快速扩张，公司已初步形成“立足国内、布局外海、贴近客户”的国际化视野。成立之初，公司以“客户亲密”作为战略发展重点，将研发和生产基地设立在国内的珠三角和长三角区域。随着下游应用的持续拓展，公司在工具、新能源领域逐步构建了海外客户服务能力，加快了国际化步伐，目前已经形成了东南亚（越南）、南亚（印度）、北美（墨西哥）以及欧洲（罗马尼亚）的全球化制造基地布局体系。

分析师：陈晶

执业证书号：S0010522070001

邮箱：chenjing@hazq.com

分析师：张天

执业证书号：S0010520110002

邮箱：zhangtian@hazq.com

● 行业概况：控制器市场大而分散，公司份额稳步提升

2022 年智能控制器全球市场规模约 1.8 万亿美金，中国市场规模约 3 万亿人民币。控制器行业竞争格局十分分散，主要有三类竞争者，一类是英维斯、代傲等专门为跨国电气电子整机厂商提供高端智能控制器厂商，核心是技术优势；另一类是富士康、伟创力等代加工厂或者 EMS 企业，核心是成本优势；一类是拓邦股份、和而泰、振邦智能、朗特智能等国内本土控制器厂商，核心是客户，在研发和成本方面取得良好的平衡、做到及时响应，剩下的主要是一些小规模厂商。智能控制器行业天花板较高、公司市占率提升空间较大，随着下游市场向头部客户集中，公司份额有望稳步提升。

相关报告

智能控制器 BOM 成本构成相对均衡，公司电池+PCS 是储能产品核心。智能控制器上游原材料主要包含 IC 芯片、PCB、电容电感、二/三极管、继电器等电子元器件，其中，IC 芯片和 PCB 占比较高，分别为 20%和 14%，整体上较为均衡，单一原材料涨价影响 BOM 成本较小。储能产品来看，以户用储能为例，电池+PCS 储能逆变器两者合计构成电化学储能系统成本的 80%。其中，电池成本构成储能系统成本的 60%，PCS 储能逆变器构成 20%（其核心半导体元件 IGBT），EMS 能量管理系统构成 10%，BMS 电源管理系统构成 5%，其他配件构成 5%。

● **公司逻辑：**

- 1) **新能源扩产、家电/工具复苏，有望受益边缘 AI 和终端智能化。**目前公司越南和印度产能正处于快速爬坡过程中，宁波和墨西哥产能 2022 年投产，罗马尼亚产能进入量产导入和试生产阶段。
- 2) **绑定优质大客户，家电、新能源领域份额提升空间较大。**家电客户包括伊莱克斯、苏泊尔、松下、博西华、日立等，营收过亿的客户数量快速增加；工具客户主要是 TTI，营收占比七成；新能源客户为欧美户储集成商以及便携式储能的华宝新能等。

● **投资建议**

公司工具、家电两大下游 Q2 有望看到更加明显的复苏，新能源作为第二增长曲线将继续保持高增长，公司目前估值处于历史低位，一季报扣非业绩亮眼，全年也有基本面支撑。此外，智能控制器有望受益边缘 AI 的发展和新一轮终端智能化浪潮。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 8.47、11.91、16.49 亿元，对应 EPS 为 0.67、0.94、1.30 元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 16.20X/11.52X/8.32X。首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示**

- 1) 海外经济波动、国内消费复苏不及预期；2) 新能源扩产不及预期。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8875	11208	14652	19087
收入同比 (%)	14.3%	26.3%	30.7%	30.3%
归属母公司净利润	583	847	1191	1649
净利润同比 (%)	3.1%	45.4%	40.7%	38.4%
毛利率 (%)	20.1%	21.2%	22.0%	22.9%
ROE (%)	10.2%	13.0%	15.6%	17.9%
每股收益 (元)	0.46	0.67	0.94	1.30
P/E	22.54	16.20	11.52	8.32
P/B	2.30	2.11	1.80	1.49
EV/EBITDA	17.62	10.87	6.41	3.34

资料来源：wind，华安证券研究所

图表目录

图表 1 公司主营业务梳理	4
图表 2 公司全球产能梳理	5
图表 3 全球智能控制器市场规模及增速	5
图表 4 中国智能控制器市场规模及增速	5
图表 5 智能控制器成本构成	6
图表 6 户用储能成本构成	6
图表 7 公司近五年及一期营业总收入和增速	7
图表 8 公司近五年及一期归母净利润和增速	7
图表 9 公司 2022 年营收结构	7
图表 10 公司分产品毛利率及综合毛利率	7
图表 11 公司费用率控制情况	7
图表 12 公司经营性现金流情况	7
图表 13 公司收入成本拆分 (含预测值)	8

智能控制器行业领导者，新能源成为第二增长曲线。深圳拓邦股份成立于1996年，公司专注智能控制器行业长达26年，经过不断进行技术经验与产品方案积累，已经成为全球领先的智能控制方案提供商。从下游来看，公司目前专注于家用电器、电动工具和新能源三大领域，提供的产品主要包括控制器、电机、锂电池、BMS/PCS/EMS等等。公司以“平台化技术创新能力、伙伴式客户服务能力和体系化快速响应能力”三大能力为核心，与伊莱克斯、博西华、TTI等大量行业头部客户建立了亲密合作关系。目前公司已成为家电和工具行业智能控制解决方案的领导者，同时新能源正在逐步成为公司第二增长曲线。

图1 公司主营业务梳理

领域	场景	产品	图例	客户
家电	冰洗、厨电、暖通等大小家电和泛家电	控制器、电机		Electrolus、BSH、苏泊尔、海尔、美的、海信等
工具	电动工具、园林工具	控制器、电机、BMS、电池和整机		TTI、HILTI、Chervon等
新能源	户用储能、便携式储能、工商业储能	电芯、BMS、PCS、EMS等		欧美头部户储集成商、华宝新能等
	新能源车充电设备、两三轮车、E-bike	充电模块、BMS等控制类产品		
工业	3C、机器人、医疗/光伏/半导体设备	控制器、驱动器和电机		Johnson Controls
智能解决方案	“医食住行”等物联网垂直场景	“创新产品+AIoT平台+定制服务”解决方案		/

资料来源：公司2022年年报、公司2022年ESG报告，华安证券研究所整理

产能快速扩张，公司已初步形成“立足国内、布局外海、贴近客户”的国际化视野。成立之初，公司以“客户亲密”作为战略发展重点，将研发和生产基地设立在国内的珠三角和长三角区域。随着下游应用的持续拓展，公司在工具、新能源领域逐步构建了海外客户服务能力，加快了国际化步伐，目前已经形成了东南亚（越南）、南亚（印度）、北美（墨西哥）以及欧洲（罗马尼亚）的全球化制造基地布局体系。公司越南和印度产能正处于快速爬坡过程中，宁波和墨西哥产能2022年投产，罗马尼亚产能进入量产导入和试生产阶段，其中，墨西哥未来将规划数十条SMT和DIP生产线，可快速承接本地新增产能需求；罗马尼亚目前有2条SMT和4条DIP生产线，二期规划建设8条SMT和17条DIP生产线。

图表 2 公司全球产能梳理

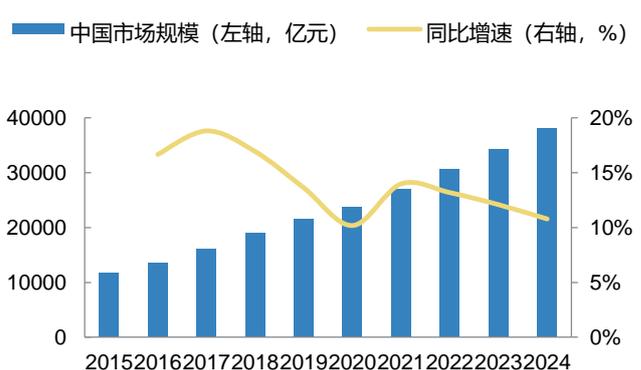


资料来源：公司 2022 年 ESG 报告，华安证券研究所整理

控制器市场大而分散，公司份额稳步提升。根据 Frost&Sullivan 数据显示，2022 年智能控制器全球市场规模约 1.8 万亿美金，中国市场规模约 3 万亿人民币。控制器行业竞争格局十分分散，主要有三类竞争者，一类是英维斯、代傲等专门为跨国电气电子整机厂商提供高端智能控制器厂商，核心是技术优势；另一类是富士康、伟创力等代加工厂或者 EMS 企业，核心是成本优势；一类是拓邦股份、和而泰、振邦智能、朗特智能等国内本土控制器厂商，核心是客户，在研发和成本方面取得良好的平衡、做到及时响应，剩下的主要是一些小规模厂商。智能控制器行业天花板较高、公司市占率提升空间较大，随着下游市场向头部客户集中，公司份额有望稳步提升。

图表 3 全球智能控制器市场规模及增速

图表 4 中国智能控制器市场规模及增速

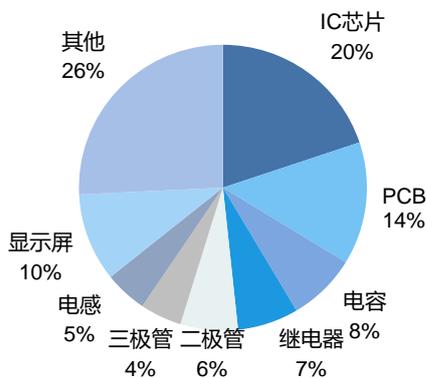


资料来源：Frost&Sullivan，华安证券研究所

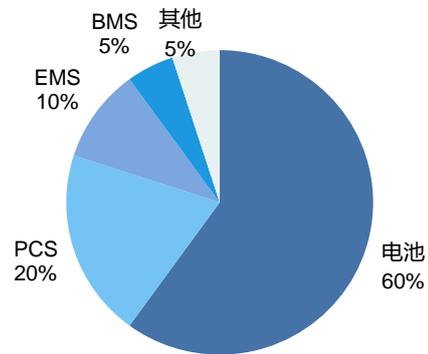
资料来源：Frost&Sullivan，华安证券研究所

智能控制器 BOM 成本构成相对均衡，公司电池+PCS 是储能产品核心。智能控制器上游原材料主要包含 IC 芯片、PCB、电容电感、二/三极管、继电器等电子元器件，其中，IC 芯片和 PCB 占比较高，分别为 20%和 14%，整体上较为均衡，单一原材料涨价影响 BOM 成本较小。储能产品来看，以户用储能为例，电池组是储能系统的能量核心，负责电能的存储；PCS 是系统的决策核心，主要负责控制充放电过程，进行交直流的变换；EMS 是系统的控制核心，主要负责数据采集、网络监控、能量调度等。BMS 是系统的感知核心，主要负责电池监测、评估和保护以及均衡等。电池+PCS 储能逆变器两者合计构成电化学储能系统成本的 80%。其中，电池成本构成储能系统成本的 60%，PCS 储能逆变器构成 20%（其核心半导体元件 IGBT），EMS 能量管理系统构成 10%，BMS 电源管理系统构成 5%，其他配件构成 5%。

图表 5 智能控制器成本构成



图表 6 户用储能成本构成

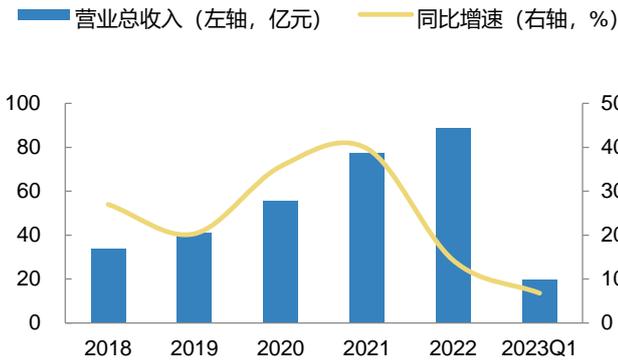


资料来源：瑞德智能招股说明书，华安证券研究所

资料来源：华强电子网，华安证券研究所

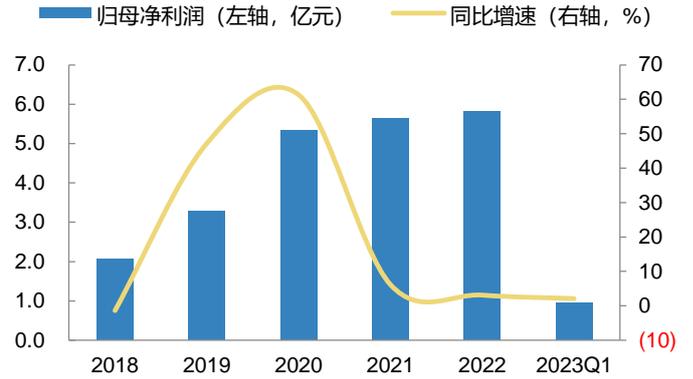
基本面扎实、经营稳健，近五年营收复合增速 27%、利润复合增速 29%。根据公司年报，2022 年实现营业收入 88.75 亿元，同比增长 14.27%。收入结构来看，工具板块占比 37%、增速+8.20%，家电板块占比 35%、增速+4.48%，新能源板块占比 23%、增速+63.98%。根据公司一季报，2023 年 Q1 实现营业收入 19.95 亿元，同比增长 6.82%；实现归母净利润 0.92 亿元，同比增长 2.11%，扣非后归母净利润 0.91 亿元，同比增长 57.62%。2023 年以来，公司在工具行业依然具备龙头企业优势，聚焦头部客户，提升在客户端份额，并增加创新产品供应；家电行业有一定的季节性，Q1 小幅下滑，随着经济增速和需求端逐步恢复，Q2 开始有望恢复增速；新能源行业增长趋势良好。**毛利率方面**，公司 Q1 综合毛利率 21.88%，较去年同期提升 2.87 个百分点，主要系产品结构中高价值及自主可控业务占比提升，较去年 Q4 略有下降，主要系人民币升值、固定成本摊销等综合因素影响。**费用率方面**，公司 Q1 研发、销售和管理费用率 14.64%，同比增加 4264 万元，主要系持续加大新项目研发，加速推进国际化布局的结果。**现金流方面**，公司 Q1 经营活动产生的现金流量净额 1.76 亿元，同比增加 178.21%。公司持续加强现金流管控，加大对应收账款的回收力度，经营活动净现金流同比、环比均大幅改善，经营活动现金流更加健康。

图表 7 公司近五年及一期营业总收入和增速



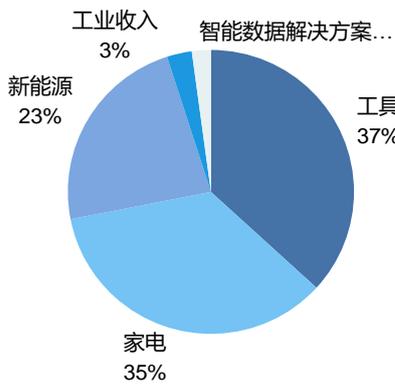
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 8 公司近五年及一期归母净利润和增速



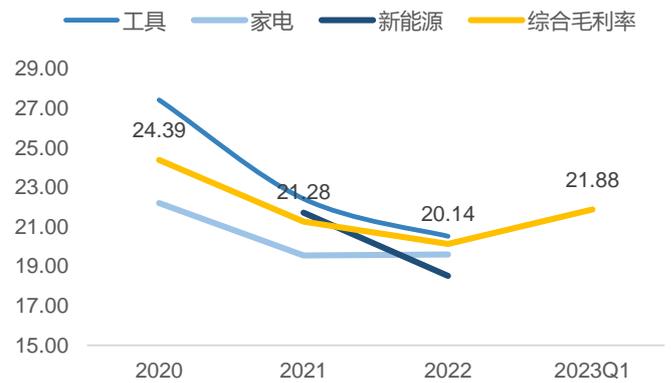
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 9 公司 2022 年营收结构



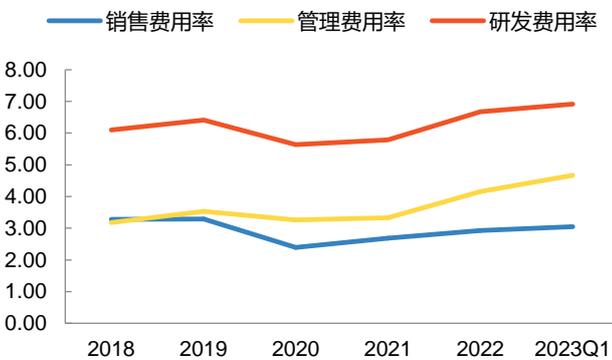
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 10 公司分产品毛利率及综合毛利率



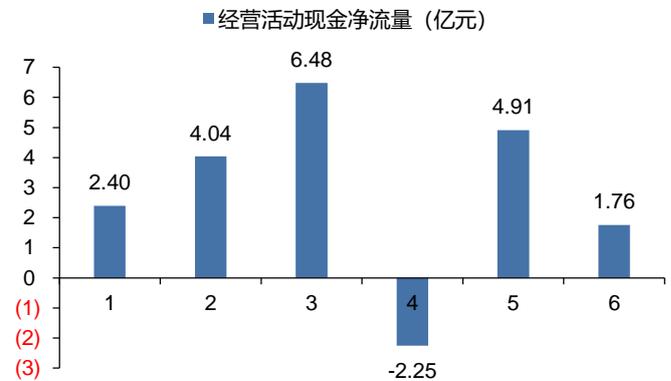
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 11 公司费用率控制情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 12 公司经营性现金流情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

盈利预测：

公司工具、家电两大下游 Q2 有望看到更加明显的复苏，新能源作为第二增长曲线将继续保持高增长，公司目前估值处于历史低位，一季报扣非业绩亮眼，全年也有基本面支撑。此外，智能控制器有望受益边缘 AI 的发展和新一轮终端智能化浪潮。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 8.47、11.91、16.49 亿元，对应 EPS 为 0.67、0.94、1.30 元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 16.20X/11.52X/8.32X。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 13 公司收入成本拆分 (含预测值)

		2022A	2023E	2024E	2025E
工具	营业收入 (亿元)	32.4	38.9	48.6	60.8
	同比 (%)	8.20%	20%	25%	25%
	毛利率 (%)	20.53%	23.00%	24.00%	25.00%
家电	营业收入 (亿元)	30.9	35.6	42.7	51.2
	同比 (%)	4.48%	15%	20%	20%
	毛利率 (%)	19.61%	20.00%	21.00%	22.00%
新能源	营业收入 (亿元)	20.36	31.6	47.3	68.6
	同比 (%)	63.98%	55%	50%	45%
	毛利率 (%)	18.52%	19.00%	20.00%	21.00%
其他	营业收入 (亿元)	5.07	6.1	7.9	10.3
	同比 (%)	-15%	20%	30%	30%
	毛利率 (%)	27.42%	28.00%	28.00%	28.00%
合计	营业收入 (亿元)	88.75	112.08	146.52	190.87
	同比 (%)	14.27%	26.29%	30.72%	30.28%
	毛利率 (%)	20.14%	21.19%	22.05%	22.92%

资料来源：华安证券研究所预测

风险提示：

- 1) 海外经济波动、国内消费复苏不及预期；
- 2) 新能源扩产不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6881	9677	11049	15462	营业收入	8875	11208	14652	19087
现金	1403	2459	2256	4344	营业成本	7087	8833	11421	14713
应收账款	2550	3100	4131	4866	营业税金及附加	59	75	98	128
其他应收款	78	78	126	140	销售费用	260	303	352	401
预付账款	53	67	86	110	管理费用	370	426	484	534
存货	1993	2909	3374	4592	财务费用	-123	9	-13	-9
其他流动资产	805	1063	1076	1410	资产减值损失	-70	-5	-57	-151
非流动资产	3483	3701	3877	4013	公允价值变动收益	88	0	0	0
长期投资	24	24	24	24	投资净收益	1	1	1	2
固定资产	1840	1968	2077	2168	营业利润	636	924	1298	1795
无形资产	547	637	705	749	营业外收入	6	3	3	3
其他非流动资产	1072	1072	1072	1072	营业外支出	9	6	6	6
资产总计	10365	13377	14926	19475	利润总额	633	921	1295	1792
流动负债	3823	6065	6499	9475	所得税	52	74	104	143
短期借款	283	283	283	283	净利润	582	847	1191	1649
应付账款	1606	2810	2901	4456	少数股东损益	-1	0	0	0
其他流动负债	1933	2972	3315	4736	归属母公司净利润	583	847	1191	1649
非流动负债	720	720	720	720	EBITDA	725	1130	1946	3116
长期借款	582	582	582	582	EPS (元)	0.46	0.67	0.94	1.30
其他非流动负债	138	138	138	138					
负债合计	4543	6785	7218	10195					
少数股东权益	93	93	93	93					
股本	1270	1270	1270	1270					
资本公积	2266	2266	2266	2266					
留存收益	2193	2964	4079	5651					
归属母公司股东权益	5729	6499	7614	9187					
负债和股东权益	10365	13377	14926	19475					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	491	1675	416	2707
净利润	582	847	1191	1649
折旧摊销	299	283	323	364
财务费用	-3	38	38	38
投资损失	-1	-1	-1	-2
营运资金变动	-408	544	-1338	94
其他经营现金流	1012	267	2732	2119
投资活动现金流	-777	-504	-504	-505
资本支出	-731	-505	-506	-507
长期投资	-40	0	0	0
其他投资现金流	-6	1	1	2
筹资活动现金流	-125	-114	-114	-114
短期借款	-126	0	0	0
长期借款	106	0	0	0
普通股增加	13	0	0	0
资本公积增加	126	0	0	0
其他筹资现金流	-244	-114	-114	-114
现金净增加额	-362	1056	-203	2088

主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	14.3%	26.3%	30.7%	30.3%
营业利润	2.0%	45.2%	40.5%	38.3%
归属于母公司净利润	3.1%	45.4%	40.7%	38.4%
获利能力				
毛利率 (%)	20.1%	21.2%	22.0%	22.9%
净利率 (%)	6.6%	7.6%	8.1%	8.6%
ROE (%)	10.2%	13.0%	15.6%	17.9%
ROIC (%)	5.7%	10.2%	17.1%	24.6%
偿债能力				
资产负债率 (%)	43.8%	50.7%	48.4%	52.3%
净负债比率 (%)	78.0%	102.9%	93.7%	109.9%
流动比率	1.80	1.60	1.70	1.63
速动比率	1.22	1.08	1.14	1.12
营运能力				
总资产周转率	0.89	0.94	1.04	1.11
应收账款周转率	3.75	4.00	4.00	4.00
应付账款周转率	4.55	4.00	4.00	4.00
每股指标 (元)				
每股收益	0.46	0.67	0.94	1.30
每股经营现金流	0.39	1.32	0.33	2.13
每股净资产	4.51	5.12	6.00	7.24
估值比率				
P/E	22.54	16.20	11.52	8.32
P/B	2.30	2.11	1.80	1.49
EV/EBITDA	17.62	10.87	6.41	3.34

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 张天, 华安战略科技团队联席负责人, 4年通信行业研究经验, 主要覆盖光通信、数据中心核心科技、通信芯片、5G和元宇宙系列应用等。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A股以沪深300指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上;
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。