

物联网推动智能化进程，扬帆正当时

——拓邦股份（002139.SZ）首次覆盖报告

要点

拓邦股份：智能控制领域的隐形冠军：拓邦股份成立于1996年，专注于智能控制器行业，产品群面向家电、工具、锂电、工业四大场景，目前已经成为国内占有率最高的企业之一。公司依托自身优势实现规模与成长的双丰收，2020年，公司营收规模达到55.6亿元，2015年到2020年营收年复合增长率达到30.9%。我们认为，公司将率先受益于目前智能控制器产业各环节的发展趋势，继续维持自身体量和高速增长。

上游IC芯片紧缺或成常态，拓邦积极应对成效显著：2021年一季度以来，IC芯片缺货、涨价情况明显，给中游控制器厂商带来挑战。拓邦股份依托自身规模优势多方联动，通过提前锁价、集中采购、下游联动等方式获取分货优先权，2021年一季度公司实现净利润约40%的环比增速。

中游发挥各项优势，筑牢自身领先地位：我们认为，公司通过多年发展目前已经形成包括技术、产能、客户等在内的全方位优势，竞争壁垒难以逾越。技术方面，公司目前研发人员、研发投入占比均处于领先地位，同时产能布局广泛，产线仍在扩张。2020年，公司千万级头部客户数量增长到80家，公司精细管理，将头部客户分为大客户、战略客户、科创客户三类，在享受客户体量优势同时各自精准施策，分散集中风险。我们判断，国内智能控制器行业的规模效应释放越来越明显，上游芯片紧缺背景下公司的成本优势、产能优势、客户优势等与其他公司的差距将逐步拉开。

下游打造物联网一体平台，引领行业生态：公司与阿里云、亚马逊等大平台合作打造云生态，与欧瑞博、上海庆科合作布局通信模组，在业内率先推出T-SMART一站式智能家电平台，实现从中游向下游的业务整合。我们认为，随着云技术、物联网技术的持续渗透，一体化方案或将成为全新的行业生态，而拓邦股份的先发优势将帮助其进一步拉开与竞争对手的行业地位，成为公司高速发展的全新支点。

盈利预测、估值与评级：我们认为公司自身规模效应与技术优势有望继续发挥，行业景气叠加加强公司向好确定性。预测公司2021~2023年净利润为6.83/8.21/10.34亿元，对应PE22X/18X/14X。我们看好公司作为智能控制领军企业的发展前景，首次覆盖予以“增持”评级。

风险提示：上下游风险，疫情复发、加剧风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,099	5,560	6,998	8,748	10,993
营业收入增长率	20.32%	35.65%	25.87%	25.00%	25.67%
净利润（百万元）	331	534	683	821	1,034
净利润增长率	48.90%	61.27%	28.03%	20.13%	25.99%
EPS（元）	0.32	0.47	0.60	0.72	0.90
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.18%	15.40%	16.71%	17.11%	18.13%
P/E	40	28	22	18	14
P/B	5.3	4.3	3.6	3.1	2.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-05-18

增持（首次）

当前价：13.10元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsec.com

分析师：石崎良

执业证书编号：S0930518070005

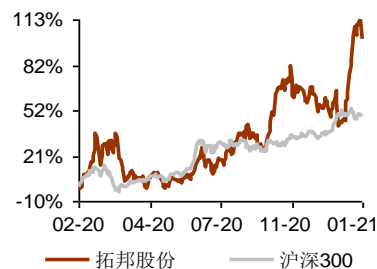
021-52523856

shiqi@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	11.46
总市值(亿元)	150.13
一年最低/最高(元)	5.07/14.40
近3月换手率	204.61%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.59	27.86	136.71
绝对	-3.93	28.51	137.37

资料来源：Wind

目 录

1、拓邦股份：智能控制器领域的资深专家	5
1.1、产品矩阵丰富，独具三电一网络局	5
1.2、不断整合并购，体量持续扩张	6
1.3、营收稳步提升，业绩成长迅速	6
1.4、费用支出稳定，研发投入领先	8
2、上游：芯片紧缺，交付周期延长	9
3、中游：格局集中，龙头地位初现	11
3.1、海外份额转移，格局东升西落	11
3.2、以时间换空间，行业龙头显现	12
4、下游：万物互联，拉动需求景气	13
4.1、家电：技术升级结构更新，智能化浪潮打开新空间	13
4.2、电动工具：外需与内需双轮驱动，锂电化与无刷化引领升级	15
5、产业景气，拓邦有望率先受益	18
5.1、多方联动，积极应对上游缺货挑战	18
5.2、优势显著，持续打造行业竞争壁垒	19
5.3、三电一网，率先搭建 Tsmart 一体化平台	20
6、盈利预测	21
7、估值分析	22
8、风险分析	22

图表目录

图表 1: 拓邦股份主要产品	5
图表 2: 拓邦股份股权结构 (截至 2020 年 12 月 31 日)	6
图表 3: 拓邦股份子公司或控股公司情况	6
图表 4: 拓邦股份营业收入及增速 (单位: 亿元)	7
图表 5: 拓邦股份归母净利润及增速 (单位: 亿元)	7
图表 6: 公司毛利率、净利率纷纷步入上行周期.....	7
图表 7: 拓邦股份营收结构	7
图表 8: 行业内公司营业收入及净利润率 (单位: 亿元)	8
图表 9: 公司各项费用支出相对稳定 (单位: 亿元)	8
图表 10: 2020 年拓邦股份研发投入领先可比公司 (单位: 亿元)	8
图表 11: 智能控制器产业链构成	9
图表 12: 智能控制器直接材料成本构成 (2019 年)	9
图表 13: MCU 芯片应用领域分布 (2020 年)	9
图表 14: 2020 年全球 IC 芯片份额分布.....	10
图表 15: 海外 MCU 供应商交付周期延长 (单位: 周)	10
图表 16: 国内公司海外收入不断提升 (单位: 亿元)	11
图表 17: 国内公司研发费用不断提升 (单位: 亿元)	11
图表 18: 国内人均薪酬创收比低于海外 (单位: 千元)	11
图表 19: 国内智能控制器行业主要公司	12
图表 20: 国内公司营收对比 (单位: 亿元)	12
图表 21: 拓邦股份、和而泰占有率份额总和不断提升	12
图表 22: 全球智能控制器市场规模预测 (单位: 亿美元)	13
图表 23: 国内智能控制器市场规模预测 (单位: 亿元)	13
图表 24: 我国家电行业主营业务收入变化 (单位: 万亿元)	13
图表 25: 变频电器具有更好的效能	14
图表 26: 小家电具有更加多元的品类	14
图表 27: 我国小家电市场规模预测 (单位: 亿元)	14
图表 28: 我国城镇和农村家电保有量对比 (单位: 台)	15
图表 29: 我国城镇化率逐年提升	15
图表 30: 电动工具的主要类别	15
图表 31: 2019 年全球电动工具行业格局 (按销售额统计)	16
图表 32: 2019 年全球电动工具销售额分布	16
图表 33: 我国电动工具市场规模预测 (单位: 亿元)	16
图表 34: 我国全装修渗透率变化情况	17
图表 35: 2019 年我国与海外全装修渗透率对比	17
图表 36: 全球电动工具销量中无绳化占比及预测	17
图表 37: 我国电动工具锂电化渗透率情况 (单位: 亿台)	17
图表 38: 有刷电机的运转结构	18
图表 39: 无刷电机的运转结构	18

图表 40: 2021 年一季度各公司净利润表现 (单位: 亿元)	19
图表 41: 拓邦股份技术指标位于前列	19
图表 42: 拓邦股份产量和增速靠前 (单位: 亿件)	19
图表 43: 公司独有的“纺锤型”客户结构	20
图表 44: 我国锂电两轮车渗透率逐年提升	20
图表 45: 拓邦股份 Hybrid-X 家庭储能系统	20
图表 46: 公司 T-SMART 一站式解决方案	21
图表 47: T-SMART 与主流平台积极合作	21
图表 48: 拓邦股份收入拆分	21
图表 49: 拓邦股份盈利预测	22
图表 50: 可比公司估值-PE 估值	22

1、拓邦股份：智能控制器领域的资深专家

1.1、产品矩阵丰富，独具三电一电一电格局

1996年，拓邦股份的前身拓邦电子在深圳成立。拓邦股份专攻智能控制器领域，是国内领先的智能控制方案提供商。公司目前形成由电控、电机、电池和物联网组成的“三电一网”业务格局，主要面向家电、工具、锂电、工业四大应用场景。公司产品涵盖白色家电、厨房电器、卫浴电器、电动工具等多个细分领域，具备一体化智能解决方案的交付能力，目前已经成长为具有丰富产品矩阵和出色研发实力的智能控制公司。

图表 1：拓邦股份主要产品

业务类别	产品类别	产品名称	主要功能	
智能控制器	家用电器	烤箱控制板	自定义菜单功能：用户可以任意组合三段不同功能烹饪食物，可以设置不同温度、时间 联网功能：可以用 WIFI 实现联网功能，APP 功能，自动更新菜单程序	
		油烟机控制板	空气管家功能：能监测到空气的质量等级，自动调整风速等级 声控检测功能：监测炒菜时的声音，根据声音的大小频率，自动调整风速等级 烟道阻力检测：根据烟道的阻力大小，自动调整风速等级	
		智能冰箱控制器	远程控制功能：可实现远程控制，手机 APP 点对点控制，支持云服务功能 功能拓展：可以额外加载制冰、保鲜、杀菌、储酒等功能，可根据用户需求定制	
		智能马桶控制器	水温恒定：采用 PID 算法和高精度温度传感器对水温进行控制，保持水温在设定温度±1°C内 智能物联：可通过移动终端收集状态数据，可以搜集用户入厕时间，次数和用户习惯等大数据	
		扫地机器人控制器	预约清扫、自动返回充电功能，具备自动清扫、定点清扫、沿边清扫多种模式	
	电动工具	电钻	通过软硬件控制各种 AC, DC, BLDC 等马达运转，精确控制马达输出功率、转速、扭矩等参数	
		内窥镜	可在不需拆卸或破坏组装及设备停止运行的情况下，对汽车、设备等实现无损检测	
		鼓风机	手柄开关调速功能、安全盖刹车功能、手柄归零刹车功能、电压检测功能	
	智能家居	智能家居主机	该网关可将家庭中智能设备组网并由 WIFI 接入到互联网中；组网后可通过 WIFI/4G/3G 网络用手机或平板来智能控制组网设备，实现智能灯光控制、智能窗帘控制、智能环境控制等	
		智能开窗器	可实现远程开关窗，配有雨水传感器、智能防夹装置等	
		智能开关面板	可以使用手机进行智能控制，实现电灯的远程控制、定时控设置、情景模式设置等	
	医疗工控	贩卖机控制器	通过带编码器的马达来实现仓储位置的精确定位，进行货物的定位存取	
	智能电源	充电电源	具有防反接、防电池电流倒灌、充电计时、电池充饱后自动断开等功能	
	锂电池	动力电池	各类动力电池、电池模组、电芯	为新能源汽车提供动力，乘用车、商用车、物流车的最大容量分别可达到 11.52/322.56/48.96kWh
		储能电池	通信保障	针对通信基站、数据中心等特定场景推出专门解决方案，可实现智能监控、电池维护等功能
电力储能			包括储能电站、风光储能、智能微网	
电机	无刷电机	空心杯无刷电机	用于电动窗帘、工业机器人、工业夹具、电子换挡系统、医疗泵、口腔医疗设备等	
		无刷内转子电机	用于电动工具、园林工具、扫雪机、吹风机、料理机等	
		无刷外转子电机	用于机械臂、会议视讯服务机器人、割草机器人、服务机器人等	
	有刷电机	空心杯有刷电机	用于纹身机、医疗设备、电动窗帘、打磨机、水泵、手持电动工具等	
	机电一体化	无感一体化方案	整合电机、传感、控制面板和机械设备，具备信号开关启停、低功耗休眠等功能	
解决方案	智能家电解决方案	T-smart 解决方案	涵盖智能控制器、通讯模块、云平台、APP 开发在内的一站式方案，可实现智能物联、功用拓展、远程操控、数据记录等功能	

资料来源：公司官网，光大证券研究所

公司实际控制人为董事长武永强，持股比例达到 18.68%。公司前十大股东中有六大股东为投资机构，彰显市场视角对于公司前景的看好。

图表 2：拓邦股份股权结构（截至 2020 年 12 月 31 日）

股东名称	持股比例
武永强	18.68%
首域投资管理（英国）有限公司—首域环球伞子基金	2.42%
纪树海	2.41%
谢仁国	1.46%
香港中央结算有限公司	1.26%
赵紫薇	1.19%
全国社保基金四一二组合	1.02%
中国工商银行股份有限公司—泰康策略优选灵活配置混合型证券投资基金	0.79%
光大永明资管—兴业银行—光大永明资产聚财 121 号定向资产管理产品	0.78%
UBS AG 瑞士联合银行集团	0.78%
合计	30.79%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

1.2、不断整合并购，体量持续扩张

成立以来，公司设立收购多个子公司，形成囊括研发、生产、销售、投资在内的一体化经营模式，体量不断扩张，规模优势显现。2020 年，公司新设立子公司 7 家，业务涵盖智能家居、智慧城市、物联网技术、软件开发等多个新兴领域，扩张仍在持续。海外方面，公司在美国、日本、德国、印度、越南等多地设有运营中心及办事处，全球化布局快速推进。

图表 3：拓邦股份子公司或控股公司情况

公司类型	公司名称	主要业务
子公司	深圳煜城鑫电源科技有限公司	动力锂电池的研发、生产和销售
子公司	深圳众志盈科电气技术有限公司	无线通信电源的设计、生产和销售
子公司	惠州拓邦电气技术有限公司	智能控制器、动力电池、电机等产品的研发、生产和销售
子公司	深圳研控自动化科技有限公司	控制器、控制系统、步进电机等产品的生产和销售
子公司	深圳合信达控制系统有限公司	包括控制器、智能家居温控产品、机电一体化产品等
子公司	深圳拓邦供应链服务有限公司	电子器件销售、进出口服务、供应链管理服务等
子公司	深圳星火物联科技有限公司	智能家居、智能穿戴设备、智慧城市系统、智慧交通系统、智慧社区、机器人和智能电子设备的研发及销售
子公司	深圳突鹿创新有限公司	软件开发、信息系统集成和物联网技术服务等
子公司	深圳森选科技有限公司	立式吹风机、个人智能护理产品的研发、设计和销售
子公司	深圳拓邦投资有限公司	投资兴办实业、投资咨询等投资类业务
参股公司	深圳市德方纳米科技有限公司	锂离子电池材料的研发、生产和销售

资料来源：公司公告，公司官网，光大证券研究所

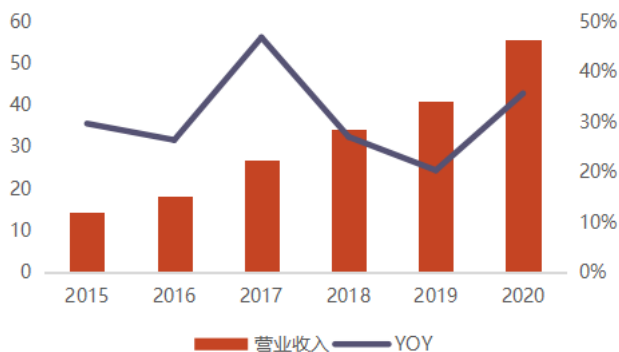
1.3、营收稳步提升，业绩成长迅速

近年来公司营收稳定增长，2020 年，公司实现营收 55.6 亿元，同比增长 35.7%。伴随物联网技术的不断成熟，公司主营业务智能控制下游需求随之扩张，为公司带来稳定收入。同时，公司多年来布局子公司的协同效应有所显现，规模上看，2015 年到 2020 年，公司营收从 14.46 亿元增长到 55.6 亿元，年复合增长率达

30.9%。归母净利润从 0.81 亿元增长到 5.34 亿元，年复合增长率达到 45.8%；盈利上看，2018 年起，公司毛利率、净利率纷纷步入上行期，2020 年毛利率、净利率同比分别增长 2.4pct、1.6pct。

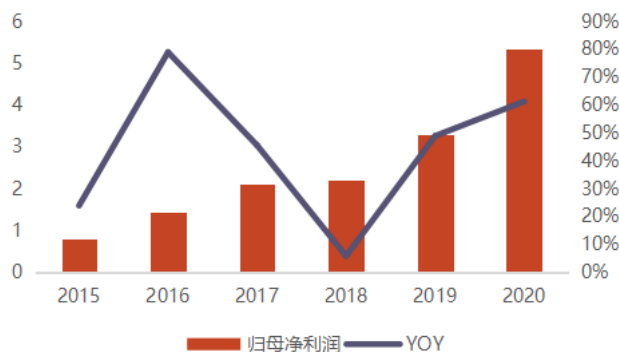
我们认为，随着公司采购模式优化、对上游材料提前锁价、运营中心建设等成本控制措施的继续推进，公司盈利能力有望进一步改善，业绩有望持续攀升。

图表 4：拓邦股份营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

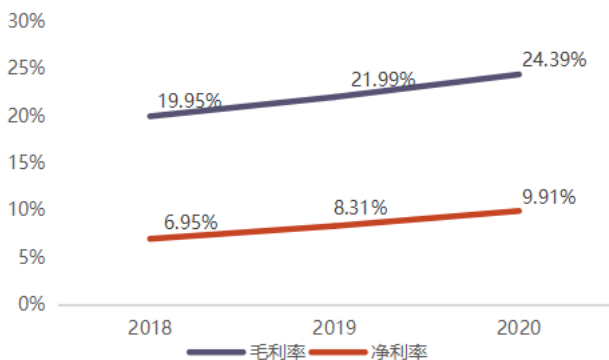
图表 5：拓邦股份归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

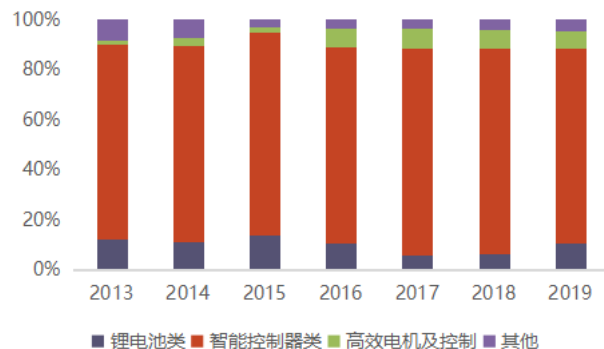
而从营收结构来看，公司以电控为主，电机、电池为辅，物联网平台为发力点的“三电一网”格局始终明朗，2019 年，公司智能控制类营收占比 78.03%，是公司的业务支柱。2020 年，公司调整计量口径，公司业务在家电、工具、锂电、工业四大领域的占比分别为 44.03%、34.31%、14.22%、4.64%。

图表 6：公司毛利率、净利率纷纷步入上行周期



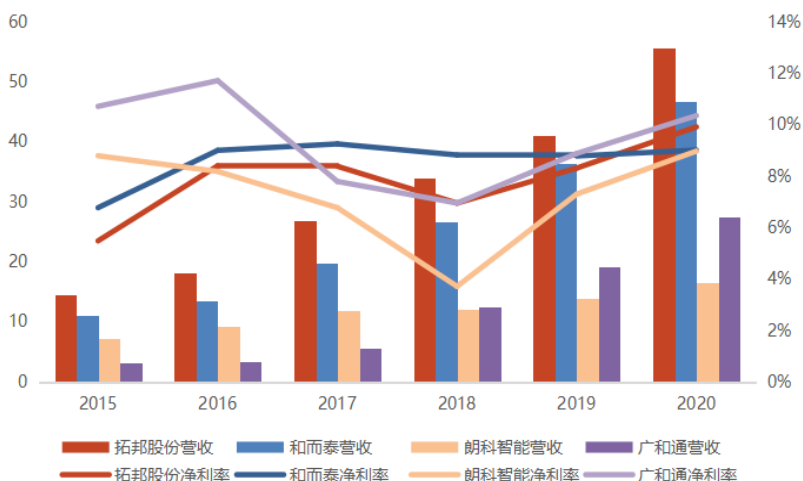
资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 7：拓邦股份营收结构



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：因 2020 年公司调整口径，未计入 2020 年数据）

行业横向比对，公司在智能控制器领域、模组领域的营收规模明显领先于和而泰、朗科智能、广和通等公司，具有相对更加稳健的经营基础。净利率方面，各公司 2020 年净利率均维持在 10% 左右，我们判断，随着公司各项成本控制策略的实施以及公司规模优势的进一步显现，公司净利率仍有一定的上升空间，有望继续维系上行态势。

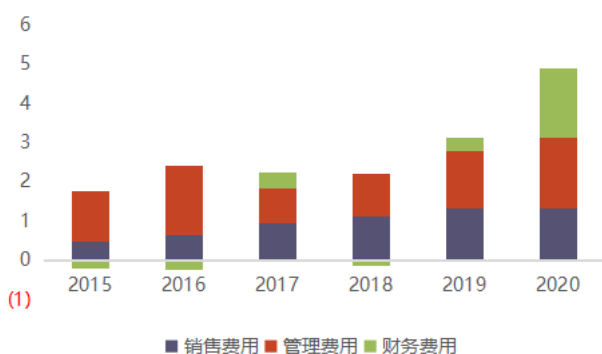
图表 8: 行业内公司营业收入及净利润率 (单位: 亿元)


资料来源: Wind, 光大证券研究所

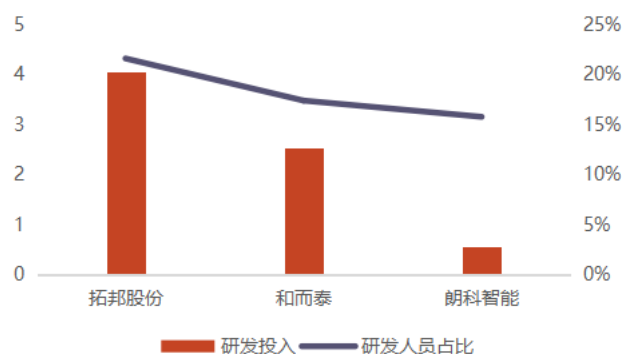
1.4、费用支出稳定, 研发投入领先

公司管理费用、销售费用相对稳定, 研发投入不断提升。管理费用方面, 2015年到2020年, 公司管理费用 CAGR 仅为 6.84%, 远低于公司营收 CAGR 30.9%。而业内公司和而泰、朗科智能 2015 年到 2020 年管理费用 CAGR 分别为 10.93%、8.59%, 显示公司对于管理费用的控制能力。销售费用方面, 2020 年公司销售费用同比下降 1.48%, 财务费用则是由于汇兑损失的影响有所提高。整体来看, 我们认为公司费用控制能力相对较强, 各项费用支出较为稳定。

公司研发投入连年提升, 2015 年到 2020 年 CAGR 达到 34.8%。公司坚持技术驱动发展战略, 2020 年研发人员占比达到 21.59%, 业内领先。我们认为, 公司不断累积的研发优势将继续夯实公司的行业地位, 助力公司维系成长。

图表 9: 公司各项费用支出相对稳定 (单位: 亿元)


资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 10: 2020 年拓邦股份研发投入领先可比公司 (单位: 亿元)


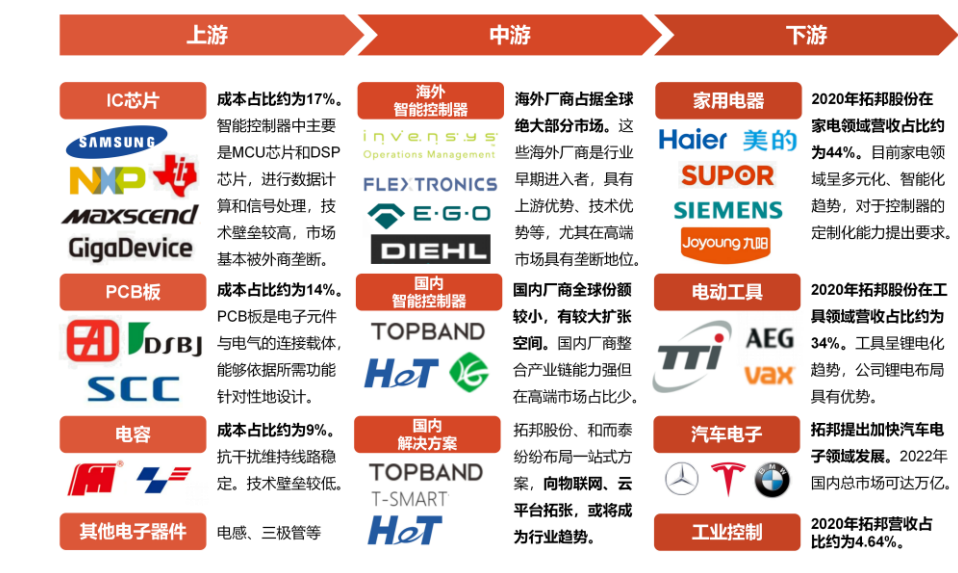
资料来源: Wind, 公司公告, 光大证券研究所

2、上游：芯片紧缺，交付周期延长

从公司主营业务智能控制器的产业链来看，产业链上游主要由 IC 芯片、PCB 板、电容电感、三极管、线材等电子元器件构成。从成本占比来看（2019 年），直接材料是智能控制器成本的最主要来源，占比约在 79%左右。在直接材料中，IC 芯片是成本占比最高的上游器件，占比约为 17%。而从技术壁垒来看，IC 芯片生产涵盖设计、晶圆制造、封装、测试等多个步骤，技术壁垒也相对较高，是上游材料中的核心部件。

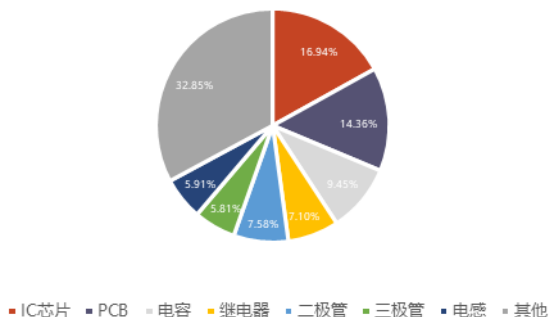
智能控制器所用的 IC 芯片以 MCU 芯片为主，MCU 即微控制器，能够实现对于特定应用的控制处理，其工频和功耗低于 CPU、MPU 等芯片，广泛应用于智能控制、家电等领域。根据国际电子商情的调研数据，2020 年在受访终端企业采购 MCU 的应用场景中，工业控制、家用电器、汽车电子场景占比分别达到 29%、15%、14%，可见 MCU 芯片在智能控制上游领域中的重要地位。

图表 11：智能控制器产业链构成



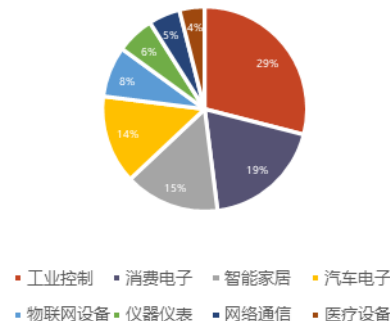
资料来源：公司公告，瑞德智能招股书，各公司官网，光大证券研究所 注：成本占比为 2019 年数据

图表 12：智能控制器直接材料成本构成（2019 年）



资料来源：瑞德智能招股书，光大证券研究所

图表 13：MCU 芯片应用领域分布（2020 年）

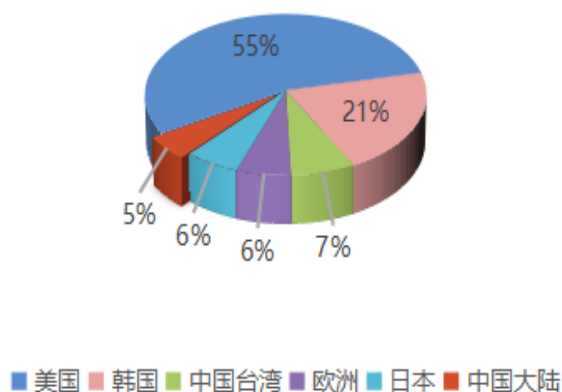


资料来源：《国际电子商情》第一季度 MCU 采购行情调查报告，光大证券研究所

从 MCU 供应商情况来看，目前 MCU 供给主要来自海外，国内厂商技术相对落后且产能难以满足需求。根据 IC Insights 的数据，2020 年美国 IC 芯片按销售额统计，份额占全球的 55%，韩国占 21%，中国大陆仅占 5%左右。而从细分

结构来看，2020 年国内 MCU 芯片占 IC 产品比重仅为 3.6%。从实际采购情况来看，国际电子商情的调研数据表明，2020 年约有 73% 的公司选择海外供应商，相对集中在意法半导体（18%）、恩智浦（14%）、德州仪器（11%）等海外龙头。

图表 14：2020 年全球 IC 芯片份额分布



资料来源：IC Insights，光大证券研究所

由于 2020 年疫情对于海外经济形成较大冲击，一些海外 IC 工厂历经停工停产，全球产能紧张，交付周期也有所延长。

图表 15：海外 MCU 供应商交付周期延长（单位：周）

海外供应商	MCU-8 位		MCU-32 位	
	2020 年 Q4	2021 年 Q1	2020 年 Q4	2021 年 Q1
意法半导体	20	紧缺	16-24	16-24
恩智浦	14-16	26	16-26	16-26
微芯科技	16-30	16-38	16-30	16-38
赛普拉斯	15-24	26-28	15-24	22-28

资料来源：《国际电子商情》，光大证券研究所

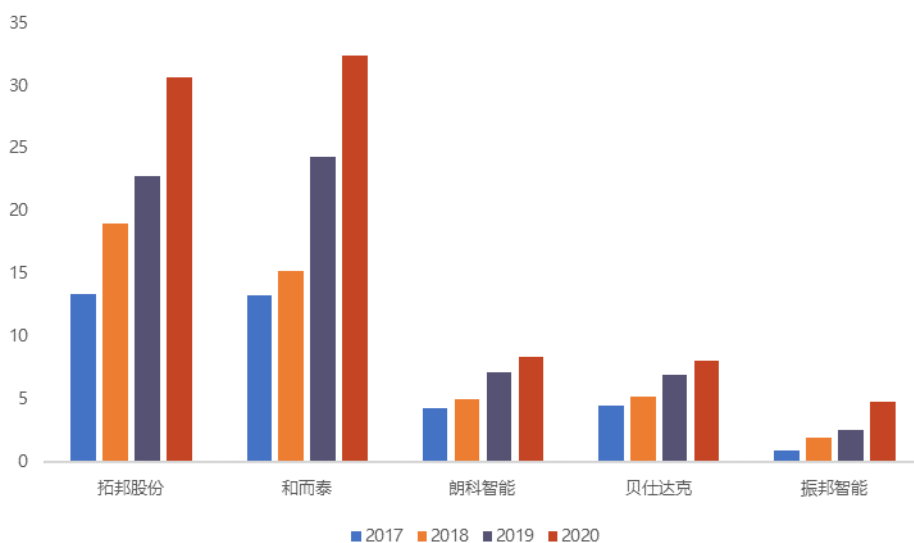
海外产能紧张叠加交付周期延长，加之国内 MCU 芯片市场小、可替代性弱，我们判断上游厂商或将优先满足原有大客户的供应稳定，小客户的供应链稳定性将受到影响。同时，MCU 紧缺拉升采购价格上行，为智能控制器企业带来成本压力，对企业的成本控制能力提出了更高的要求。我们认为，由于大公司具备规模优势和一体化布局，边际成本更低，更能应对芯片涨价带来的阻碍。因此总体来看，我们判断上游芯片的紧缺化对行业龙头的影响相对较小。

3、中游：格局集中，龙头地位初现

3.1、海外份额转移，格局东升西落

从全球竞争格局来看，海外智能控制器行业发展相对较早，占据较多市场份额，国内厂商份额占比较少。但随着国内厂商技术实力的不断加强，以及国内工程师红利的逐步释放，部分海外订单流入国内，国内市场的整体份额有所增长。2017年以来，国内智能控制器公司拓邦股份、和而泰、朗科智能等公司的海外业务收入均维持增长，海外份额不断提升。

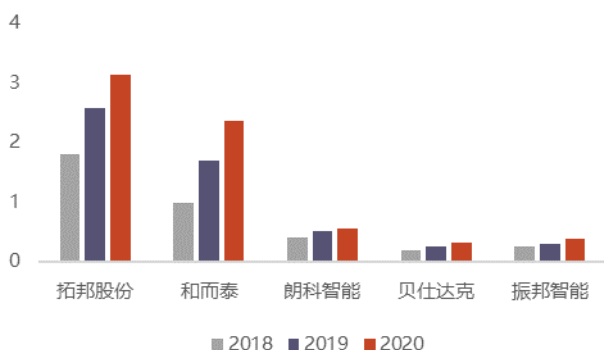
图表 16：国内公司海外收入不断提升（单位：亿元）



资料来源：公司公告，瑞德智能招股书，各公司官网，光大证券研究所

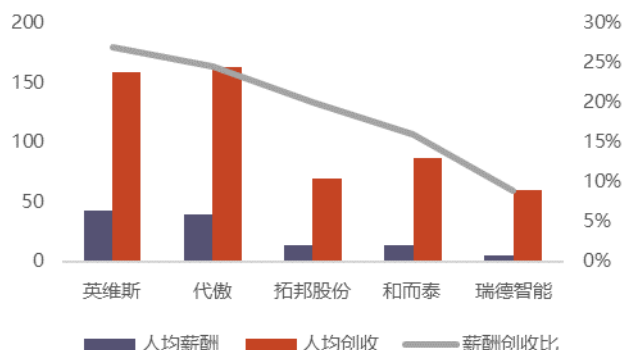
与海外成熟厂商英维斯、代傲等相比，我们认为，国内智能控制器公司仍处在成长期，不断扩张的营收规模支撑国内公司研发实力不断加强。智能控制器行业涉及电子设计、软件算法、自动控制、硬件集成等多个领域，技术水平以及取得技术的相关成本是衡量公司竞争力的重要来源。近年来，国内公司研发投入不断提升，技术愈发成熟，且人均薪酬占创收比重显著低于海外，制造成本更低，吸引海外订单向国内转移。

图表 17：国内公司研发费用不断提升（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 18：国内人均薪酬创收比低于海外（单位：千元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所 注：数据为 2019 年数据

不断提升的研发实力为国内智能控制器公司优化经营模式提供了基本条件，国内公司的生产模式逐步向 ODM、JDM 转移，为下游公司节约了设计成本，进一步

拉升了国内厂商的国际竞争力。ODM 模式和 JDM 模式下的产品设计基本由控制器公司完成，我们认为，设计权限从下游向中游的转移能够提升下游公司的客户黏性，帮助国内企业完成从获取海外份额到留住海外份额的转换。目前，国内智能控制器规模较大的企业和而泰 ODM 比例在 70%左右，拓邦股份在 50%左右，中小规模公司朗特智能、瑞德智能的 ODM 比例也达到 45%以上。

3.2、以时间换空间，行业龙头显现

近年来，国内智能控制器行业的竞争格局呈现强者恒强趋势，龙头企业逐步显现。从营收规模、营收增速、研发实力三个维度考虑，我们认为国内智能控制企业大致可细分为三个阵营。第一阵营包含拓邦股份、和而泰，此类公司控制器业务起步相对较早，具备一定的先发优势，下游覆盖广泛，具有较大营收规模的同时维持着较高的增速；第二阵营包括和晶科技、朗科智能、华联电子等，此类公司营收规模在 10~20 亿元，营收增速相对较低；第三阵营包括振邦智能、贝仕达克、朗特智能等控制器业务起步相对较晚的公司，此类公司营收规模在 10 亿元以下，但增速较高，具有较好的成长性。

图表 19：国内智能控制器行业主要公司

公司名称	2020 营收 (亿元)	2016-2020 CAGR	2020 研发投入 (亿元)	覆盖下游领域
拓邦股份	55.60	32.08%	4.05	智能家电、电动工具、工业控制等
和而泰	46.66	36.45%	2.52	汽车电子、智能家电、电动工具等
和晶科技	16.82	6.13%	0.76	家用电器、电源控制、消费电子等
朗科智能	16.63	15.45%	0.56	家电、工具等
华联电子	15.70	11.65%	0.71	家用电器、美容保健电器等
振邦智能	9.94	29.72%	0.39	汽车电子、智能家电、游戏控制器等
贝仕达克	8.86	28.30%	0.32	汽车电子、家电、工具
朗特智能	7.74	23.38%	0.27	汽车电子、家电

资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所

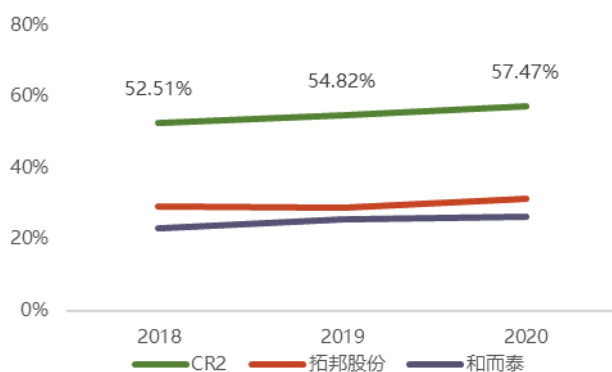
2018 年以来，位列第一阵营的拓邦股份、和而泰相对占有率（占图表 19 内 8 家上市公司收入总和比例）不断提升。我们认为，国内智能控制器行业的规模效应释放越来越明显，上游芯片紧缺背景下成本优势、产能优势、客户优势等与其他公司的差距将逐步拉开。

图表 20：国内公司营收对比（单位：亿元）



资料来源：公司年报，光大证券研究所 注：营收为 2020 年数据，CAGR 统计为 2018 年至 2020 年

图表 21：拓邦股份、和而泰占有率份额总和不断提升



资料来源：公司公告，光大证券研究所

4、下游：万物互联，拉动需求景气

智能控制器下游覆盖家电、汽车电子、电动工具等多个领域，下游需求广泛。作为中游部件，智能控制器对于下游景气度具有较高的依赖，下游市场空间的变化趋势对于智能控制器企业影响深远。伴随着物联网的高速成长，产品智能化进程不断加快，智能控制器的下游空间被进一步打开，前景广阔。根据 Frost & Sullivan 的预测，到 2024 年全球智能控制器市场规模有望达到约 2 万亿美元，国内智能控制器市场将达到 3.8 万亿元。2015-2020 年，国内智能控制器市场规模 CAGR 达到 15.2%，而全球 2015-2020 年智能控制器市场的 CAGR 为 5.6%，国内市场年复合增长速度相对更快，增长空间广阔。

图表 22：全球智能控制器市场规模预测（单位：亿美元）



资料来源：Frost & Sullivan 预测，光大证券研究所

图表 23：国内智能控制器市场规模预测（单位：亿元）

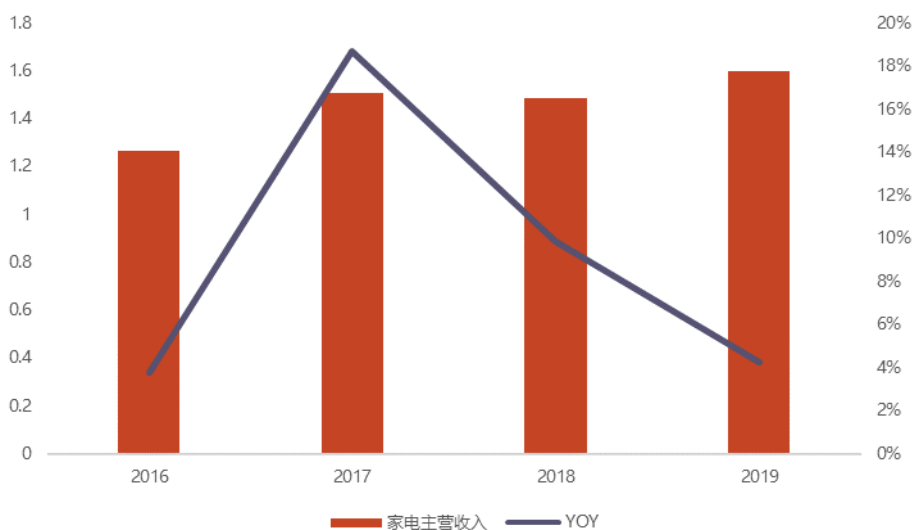


资料来源：Frost & Sullivan 预测，光大证券研究所

4.1、家电：技术升级结构更新，智能化浪潮打开新空间

家用电器是智能控制器最主要的应用场景之一，具有多品类、多功能的特点，家电行业的发展能够从拉动多品类的智能控制器需求提升。我们认为，家电行业成长的有效驱动因素已经不仅仅是单纯的需求拉动，而是转变为技术升级、结构变化、智能趋势不断渗透等。

图表 24：我国家电行业主营业务收入变化（单位：万亿元）



资料来源：中国家用电器协会，光大证券研究所

从传统家电的技术升级来看，应用变频技术的家用电器渗透率逐年显著提升，成

为拓宽家电行业增长空间的重要驱动因素之一。变频技术是提升家用电器效能，减少电器损耗的核心技术，能够优化传统定频电器在调节压缩机或电机转速时的重复启停过程，通过对频率的调节来调整不同的压缩机或电机的转速，能在节能减排的同时保证更佳稳定性。

图表 25：变频电器具有更好的效能

直流变频电机

高效运行 节能稳定

采用自主研发的BLDC高效直流变频电机，带给您平稳的洗衣体验。

高效永磁体转子

减少电机发热量，确保1400转的超高转速下，电机正常运行，让洗衣机工作更高效。消除无用的电能损耗，提高电能利用效率，确保电机运转平稳高效，让洗涤更节能。

无碳刷设计

无碳刷一体化设计，降低运转阻力，解决因碳刷摩擦发出的噪音，高速运转同享舒适宁静。

资料来源：格力官网，光大证券研究所

我们认为，随着我国节能减排政策的持续推进，以及变频技术的不断成熟化、亲民化，变频电器仍会对传统定频电器形成一定的替代空间，为家电行业带来全新增量，从而拉动家电控制器的份额增长。

从家电的品类结构来看，近几年小家电产品越来越多样，榨汁机、面包机、空气炸锅、美容仪、除螨仪等层出不穷，在满足消费者的精细化需求的同时，具有低单价、小体积的差异优势，成为拉动家电领域的重要板块。根据 Frost & Sullivan 的预测，到 2024 年，我国小家电市场规模有望突破 2000 亿元，2020 年到 2024 年复合增长率有望达到 9.77%。而根据智研咨询的数据，目前我国家庭平均拥有小家电数量不足 10 件，而欧美国家该数据在 20-30 件左右，我国小家电市场仍有较为可观的渗透空间。我们认为，随着消费者需求的不断细化，以及小家电品类的逐步多元，我国家电行业将受到小家电快速增长的有力拉动，迎来增长动能。

图表 26：小家电具有更加多元的品类



资料来源：各公司官网，光大证券研究所

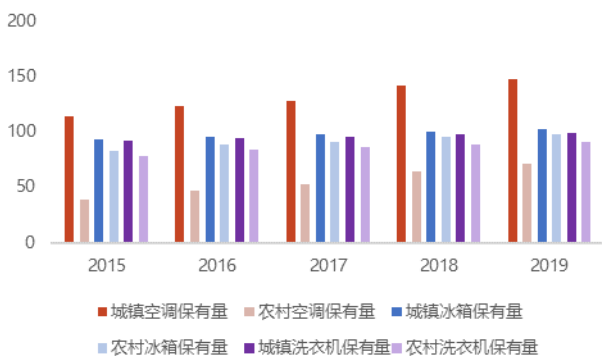
图表 27：我国小家电市场规模预测（单位：亿元）



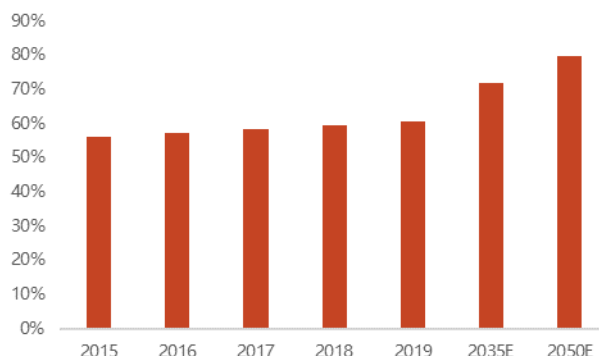
资料来源：Frost & Sullivan 预测，光大证券研究所

从家用电器的消费区域结构来看，家电保有量在城镇和农村之间存在较大差异，城镇家庭的家电保有量相对更高。以空调为例，根据国家统计局的数据，2019

年，我国城镇平均每百户家庭空调保有量为 148 台，农村为 71 台。与此同时，我国城镇化进程稳定加快，2015 年，我国城镇化率为 56.1%，2020 年我国城镇化率超过 60%。根据中国科学院农村发展研究所的预测，到 2035 年，我国城镇化率或将达到 72%，到 2050 年则有望超过 80%。我们认为，我国城镇化率的不断提升将有效发挥城镇家电高保有量的特点，从消费结构上进一步驱动我国家电行业的空间增长。

图表 28：我国城镇和农村家电保有量对比（单位：台）


资料来源：振邦智能招股书，光大证券研究所（注：保有量以平均每百个家庭为口径统计）

图表 29：我国城镇化率逐年提升


资料来源：国家统计局，中国科学院预测，光大证券研究所

4.2、电动工具：外需与内需双轮驱动，锂电化与无刷化引领升级

电动工具是以电力为能源的机械化工具，包括电钻、电锤、割草机、扫雪机等，是对传统工具的技术升级。智能控制器能够精准控制电动工具的转速、功率等参数，是电动工具的核心部件之一。按应用场景划分，电动工具主要可以分为专业级、工业级、DIY 级三种，其中专业级和工业级主要面向 B 端，能够实现更加精细的机械切割、机械控制等。DIY 级电动工具则主要面向 C 端，以家庭为主要应用场景。

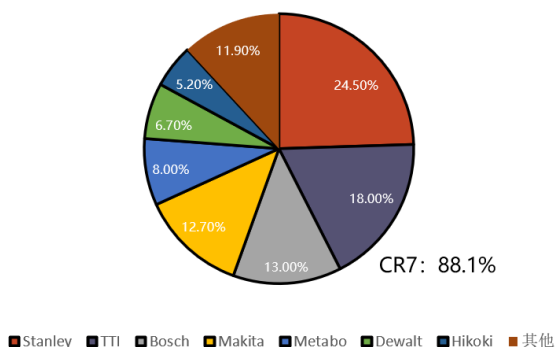
图表 30：电动工具的主要类别

类别	主要公司	主要场景	性能特征
专业级	Dewalt、BOSCH、Hitachi 等	道路建筑、金属切割、装修装潢等	场景针对性强，具有大功率、长寿命、高转速的特点
工业级	Milwaukee、Metabo、Hilti 等	高精度场景，如工业级材型切割、金属切割等	技术含量高，价格相对昂贵
DIY 级	RYOBI、Stanley 等	家庭应用	性能适中，价格相对较低

资料来源：头豹研究院，光大证券研究所

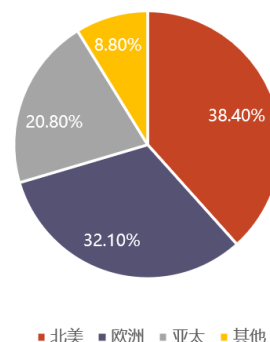
从行业格局来看，电动工具行业份额集中度高且集中于海外，Stanley、TTI 等为行业龙头。从区域份额来看，受居住场景与生活习惯的影响，电动工具应用市场主要在北美和欧洲，亚太区域的渗透率仍有待提升。根据 Choice 的数据，2019 年全球电动工具销售额分别有 38.4%、32.1% 分布在北美和欧洲，亚太则占 20.8%。在厂商与需求均相对集中在海外的行业背景下，目前我国电动工具主要以出口为主。2020 年，我国电动工具出口规模达到 2.88 亿台，占我国电动工具总产量的 85%。

图表 31: 2019 年全球电动工具行业格局 (按销售额统计)



资料来源: 头豹研究院, 光大证券研究所

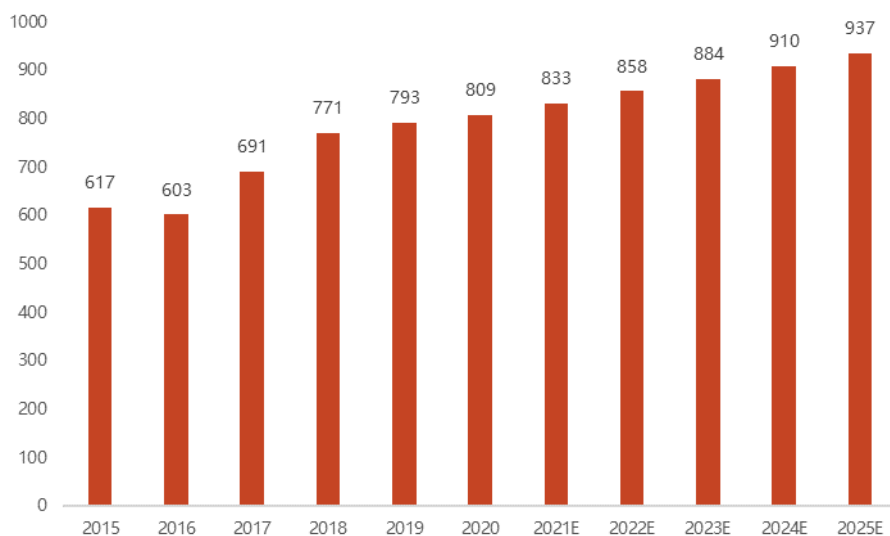
图表 32: 2019 年全球电动工具销售额分布



资料来源: Choice, 光大证券研究所

智能控制器对接方面, 贝仕达克招股书披露, 2018 年在 TTI 产品智能控制器的前八名供应商中, 我国的 4 家企业拓邦股份、和而泰、朗科智能、贝仕达克对 TTI 供应占比达到 80% 以上, 供应对象集中度较高。我们认为, 我国智能控制器企业在电动工具领域已经积累了一定的海外客户经验, 在海外电动工具需求稳定的区域特征下, 拓邦股份、和而泰等领军公司有望进一步打入其他海外客户的供应体系, 打开海外成长空间。根据头豹研究院的预测, 到 2025 年, 我国电动工具市场规模有望达到 937 亿元, 2020 年到 2025 年 CAGR 在 3% 左右。

图表 33: 我国电动工具市场规模预测 (单位: 亿元)

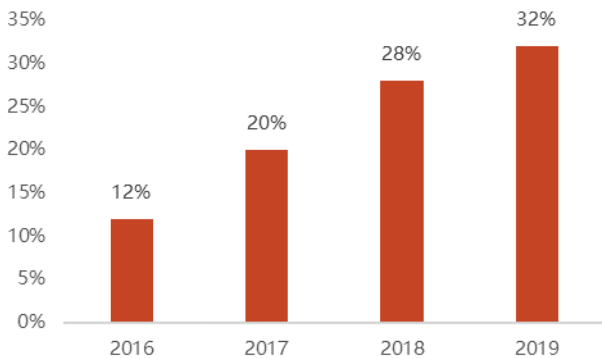


资料来源: 头豹研究院预测, 光大证券研究所

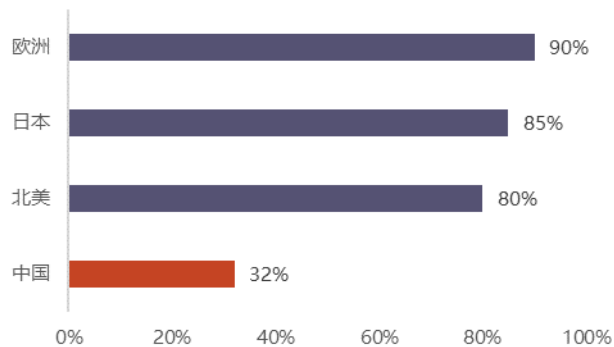
电动工具应用场景较为多元, 装潢装修是其重要应用方向之一。我们以国内家装市场为例具体分析其未来需求, 我们认为房地产企业全装修比例的提升有望推动电动工具 to B 端的发展, 实现增量空间的打开。全装修是指在住宅房屋交付前房屋就已经完成铺装、粉刷、基础设施安装等家装流程, 一般由房地产开发商整体运行, 能够较好地规范装修质量, 提升家装效率。

根据智研咨询的数据, 2019 年, 我国住宅房屋全装修渗透率从 2016 年的 12% 提升到 32%, 与海外相比仍存在较大差距。目前北美全装修渗透率在 80% 左右, 日本、欧洲全装修渗透率则分别高达约 85%、90%。与此同时, 我国住建部等部门也曾出台针对全装修的鼓励性文件, 在 2017 年由住建部发布的《建筑业十三五规划》中, 明确提出到 2020 年我国新开工全装修住宅面积比例达到 30%。

我们认为，考虑国内与海外的全装修渗透率差异以及国内相关政策红利，我国全装修仍存在较大渗透空间，全装修将电动工具的使用客户从单个家庭转移到房产企业，有望有效拉动电动工具 B 端市场需求的稳定提升。

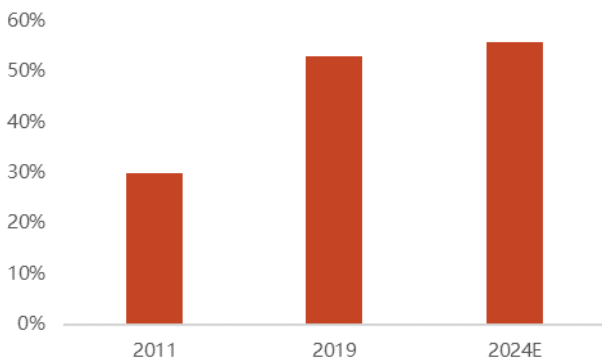
图表 34：我国全装修渗透率变化情况


资料来源：智研咨询，光大证券研究所

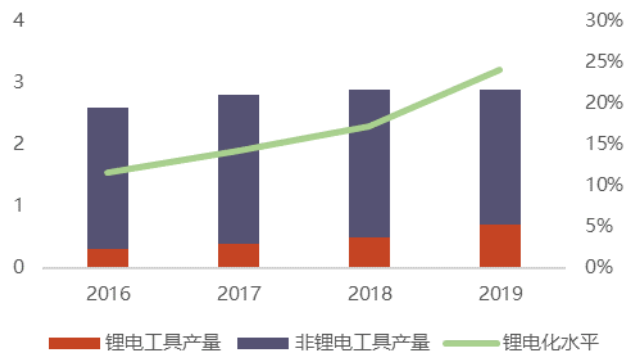
图表 35：2019 年我国与海外全装修渗透率对比


资料来源：智研咨询，光大证券研究所

从电动工具的技术变化趋势来看，我们认为电动工具的升级点主要在动力锂电化和电机无刷化，随着锂电化和无刷化渗透率的不断提升，电动工具有望迎来一部分换新需求。锂电化是指电动工具改变传统的插电方式，改为以锂电池为能源。一方面，锂电化能够实现电动工具的无绳化，提高电动工具的便携性，减少应用场景的限制；另一方面，锂电化能够带来更低的能耗、更高的安全度，成为电动工具升级的新方向之一。2016 年到 2019 年，我国锂电工具产量从 0.3 亿台增长至 0.7 亿台，电动工具中锂电渗透率从 11.5% 提高至 24.1%。我们认为，未来我国电动工具锂电化水平仍有较高提升空间，将为电动工具市场带来一批潜在换新增量。

图表 36：全球电动工具销量中无绳化占比及预测


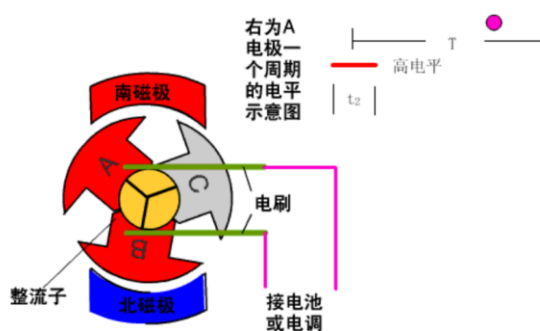
资料来源：头豹研究院预测，光大证券研究所

图表 37：我国电动工具锂电化渗透率情况（单位：亿台）


资料来源：头豹研究院，光大证券研究所

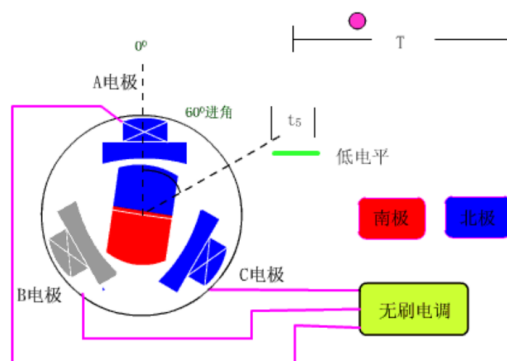
电机无刷化是指电动工具所应用的电机完成从有刷到无刷的转换。电刷在电机中的作用是通过与换向器的接触和摩擦来切换线圈中电流的方向，来保障电磁力的正常输出，进而驱动电机正常运转。但电刷在与换向器不断摩擦的过程中会产生较多的损耗，从而降低电机的效能，同时也容易产生电火花对设备造成干扰。无刷电机则去除了电刷结构，通过霍尔元件将机械换向改为电子换向，弥补了有刷电机的缺点，能够有效减少电动工具的效能损耗，提升应用稳定性。

图表 38: 有刷电机的运转结构



资料来源: 电子发烧友, 光大证券研究所

图表 39: 无刷电机的运转结构



资料来源: 电子发烧友, 光大证券研究所

2019 年, 全球无刷电机的渗透率在 32% 左右, 根据头豹研究院的预测, 到 2025 年全球电机无刷化比率有望达到 50%, 无刷电机仍有较为广阔的替代空间。我们认为, 无刷电机对于传统电机的逐步替代是电动工具发展的重要机遇之一, 它能够提升电动工具的使用效能和安全程度, 促使电动工具的升级需求。

我们认为, 电动工具市场扩张的驱动因素较为多元, 在受到海外需求和国内需求同步拉动的同时, 也受益于核心部件电池和电机的转型升级, 从而催生电动工具市场的增量需求, 拉动相关控制器景气提升。

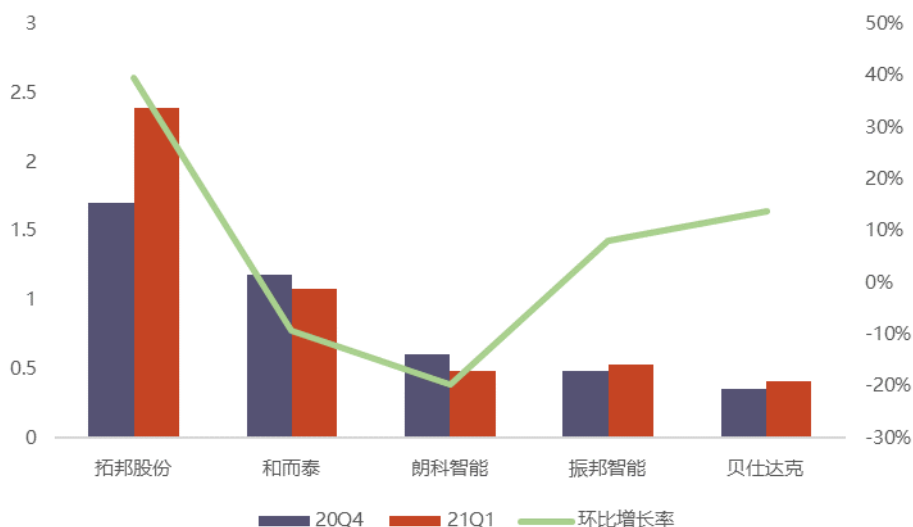
5、产业景气, 拓邦有望率先受益

我们判断, 智能控制器产业目前各环节现状对于拓邦股份均形成一定利好, 拓邦股份有望受益于产业趋势维持快速成长。我们认为, 上游原材料紧缺局面将加速体现不同体量公司在上游的话语权差异, 上游供货源反而可能会进一步向拓邦股份这类头部企业集中; 而从中游看, 拓邦股份位于国内智控企业第一梯队, 技术优势、产能优势、客户优势明显, 随着市场格局集中化的不断提升, 我们认为拓邦股份的优势将继续扩大; 最后从下游看, 拓邦股份具有业内唯一的“三电一网”产品矩阵, 覆盖电控、电机、锂电、物联网多元场景, 搭载 T-SMART 一体平台, 实现了与下游需求凸点的高度对接。

5.1、多方联动, 积极应对上游缺货挑战

面对上游 MCU 芯片的紧缺情况, 拓邦股份在上游、下游多方联动, 并且成立专门的研判部门和供应链服务公司, 全方位应对上游挑战, 保障正常供应。针对上游, 拓邦股份通过提前锁价、批量议价、集中采购等方式减少上游环境对于自身的不利影响; 针对下游, 公司与下游大客户联动应对缺货状况, 目前已经获得上游的分货优先权。同时, 拓邦自身通过 ODM 自主设计可形成部分替代, 进一步保障了出货不受上游影响。在 2021 年一季度 MCU 芯片明显短缺的环境下, 部分公司净利润环比下滑, 而拓邦股份实现了 2.39 亿元的净利润, 环比 20 年四季度增长 39.8%, 显著优于其他公司, 受影响程度较小。我们认为, 上游原材料紧缺局面短期内或将成为常态, 而小公司缺乏多方联动的应对能力, 或将促进业内份额进一步向拓邦股份这类头部企业集中, 再度拉开各类公司的前后身位。

图表 40: 2021 年一季度各公司净利润表现 (单位: 亿元)

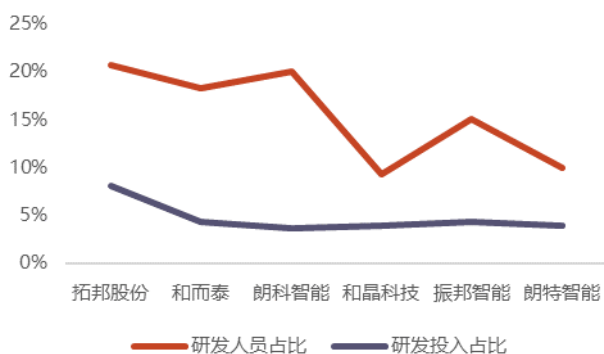


资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所

5.2、优势显著, 持续打造行业竞争壁垒

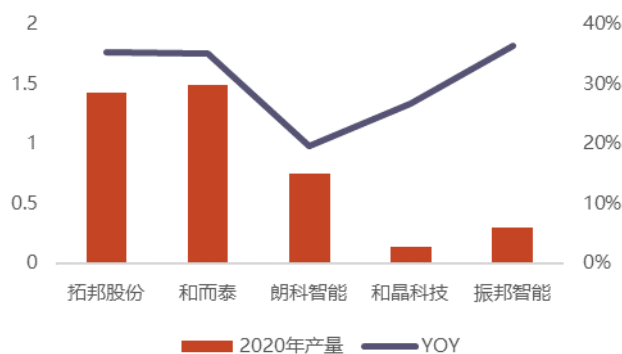
作为智能控制器行业的头部公司, 我们认为拓邦股份在技术水平、产能水平、客户结构上都有着短期内难以超越的优势, 而这些优势将成为公司继续前行的坚实壁垒, 继续维系公司的龙头地位。首先, 从技术水平来看, 拓邦股份在各类研发指标上均处于领先地位。截至 2019 年末, 公司共有研发人员 1218 人, 占比达到 20.77%, 位列行业首位。而从产能规模来看, 公司产线目前在长三角、珠三角、印度、越南均有布局, 拥有近百条 DIP 生产线、SMT 生产线及 AI 生产线。同时公司仍在积极扩产, 2020 年 4 月公司启动非公开发行程序, 为惠州工业园二期扩张提供资金支持, 进一步响应产能转移趋势, 提升国内产能水平。2020 年, 公司产量达到 1.43 亿件, 同比增长 35.3%, 产量、增速业内均相对领先。我们认为, 公司的技术与产能优势已经与其他公司形成了一定的差距, 且仍有释放空间, 短期内公司地位难以撼动。

图表 41: 拓邦股份技术指标位于前列



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所

图表 42: 拓邦股份产量和增速靠前 (单位: 亿件)

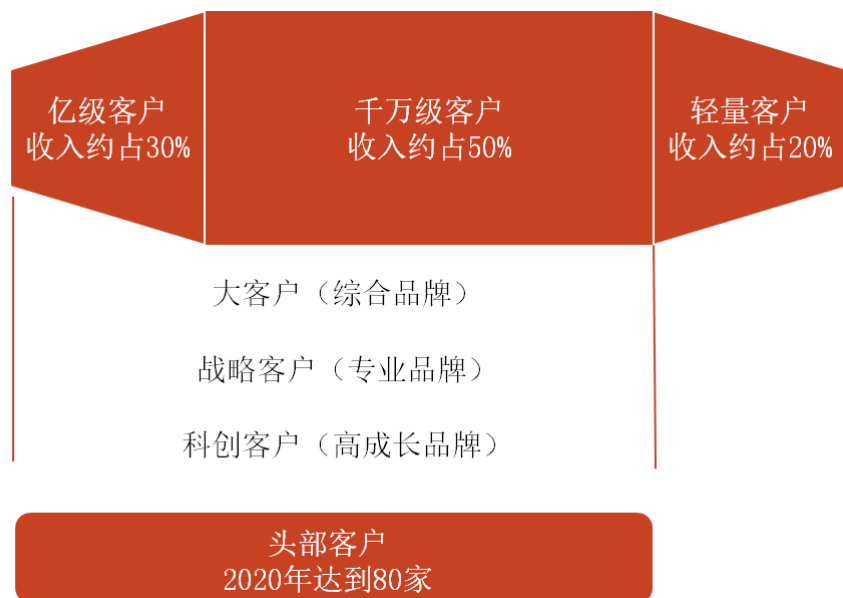


资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所

我们认为, 拓邦目前具有明显的大客户优势, 客户壁垒高, 大客户效应将成为公司发展的有力支撑。2020 年, 公司千万级头部客户数量从 53 家提升到 80 家, 头部客户收入占比突破 80%, 其中既包括松下、飞利浦、TTI 等国际客户, 也包括海尔、美的、苏泊尔等国内客户。拓邦股份按收入级别将客户分为亿级、千万

级、轻量级客户，形成“纺锤型”客户结构，并将千万级以上客户视作头部客户，再将头部客户细分为大客户、战略客户、科创客户（高成长品牌）三类。我们认为，拓邦股份既能享受大客户带来的体量红利，又能抓住高成长客户的增长机遇，同时也能通过轻量级客户来分散集中风险。

图表 43：公司独有的“纺锤型”客户结构

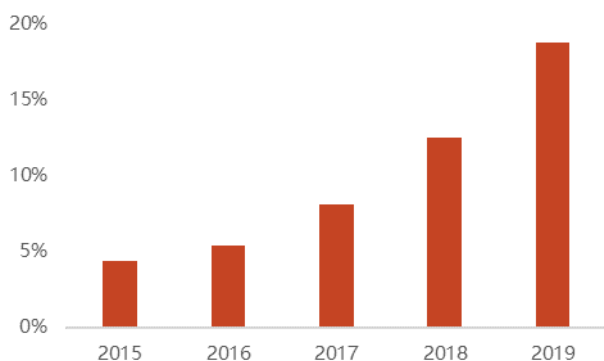


资料来源：公司公告，光大证券研究所

5.3、三电一网，率先搭建 Tsmart 一体化平台

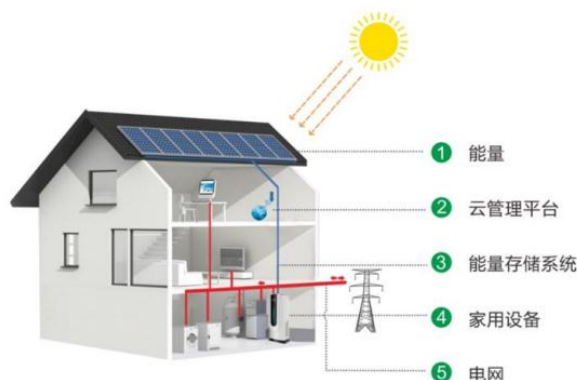
公司业务涵盖智能控制器、锂电池、无刷电机、物联网平台，协同效应明显。智能控制器方面，公司在维持多领域发展的同时抓住小家电成长机遇，推出咖啡机、智能电饭煲等小家电控制器，与九阳、苏泊尔等小家电领军企业合作，继续将小家电的成长空间转化为自身业绩；锂电方面，公司主要涵盖轻型动力电池、家庭储能系统、通信基站储能系统三大场景，轻型动力电池的布局避开了乘用车动力电池行业的激烈竞争局面，我们认为未来有望受益于锂电两轮车的持续渗透。

图表 44：我国锂电两轮车渗透率逐年提升



资料来源：博力威招股书，光大证券研究所

图表 45：拓邦股份 Hybrid-X 家庭储能系统



资料来源：公司官网，光大证券研究所

公司率先在业内推出 T-SMART 一站式智能家电解决方案，为家电客户提供从智能控制、通讯模组、物联网云平台到应用软件开发的全方位服务。通信模组方面，公司与欧瑞博、上海庆科合作，目前实现了对智能家电三大主流通信模块 WiFi 模块、蓝牙模块、Zigbee 模块的全面覆盖；云平台方面，公司与阿里云智能、

云智易、Ayla、亚马逊等主流物联网 PaaS 平台对接，有效支撑起千万级用户并发，保障物联网设备接入的服务质量与安全程度；集成产品方面，公司主要与阿里 YunOS 合作，与阿里打造 YunOS Home 智能家居完整应用场景，并共同研发智能门锁、空气净化器、热水器等十多款产品的智能化解决方案。我们认为，中游企业以布局物联网向下游整合或将成为行业未来的发展趋势与突破重点，而拓邦股份将有望受益于 T-SMART 的先发优势，继续维持自身龙头地位。

图表 46：公司 T-SMART 一站式解决方案



资料来源：公司官网，光大证券研究所

图表 47：T-SMART 与主流平台积极合作



资料来源：公司官网，光大证券研究所

6、盈利预测

我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 69.98/87.48/109.93 亿元，同比增速分别为 26%/25%/26%；我们预计公司 2021-2023 年的归母净利润分别为 6.83/8.21/10.34 亿元，同比增速分别为 28%/20%/26%，对应 EPS 分别为 0.60、0.72、0.90 元。

分板块收入方面（因 2020 年报公司业务统计口径改变，因此无 2020 年分板块收入增速数据）：

1. 家电板块受益于公司小家电行业增长以及与九阳、苏泊尔等小家电领军企业合作，结合小家电行业增速以及拓邦在行业内的地位，预计 2021 年增速为 18%，2022-2023 年增速为 15%。
2. 工具板块受益于出口以及公司市占率的双重提升，结合房地产带动的 to B 端发展，预计 2021-2023 年增速为 35%。
3. 锂电板块公司避开乘用车动力电池行业的激烈竞争局面，未来有望受益于锂电两轮车的持续渗透，预计 2021-2023 年增速为 30%。

图表 48：拓邦股份收入拆分

单位：亿元	2020	2021E	2022E	2023E
家电	24.48	28.91	33.25	38.23
同比增速	N/A	18%	15%	15%
毛利率	22.21%	20%	20%	20%
工具	19.08	25.76	34.77	46.94
同比增速	N/A	35%	35%	35%
毛利率	27.44%	25%	25%	25%
锂电	7.91	10.27	13.35	17.36
同比增速	N/A	30%	30%	30%
毛利率	22.57%	20%	20%	20%

工业	2.58	3.35	4.36	5.67
同比增速	N/A	30%	30%	30%
毛利率	33.16%	30%	30%	30%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

图表 49: 拓邦股份盈利预测

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4,099	5,560	6,998	8,748	10,993
营业收入增长率	20.32%	35.65%	25.87%	25.00%	25.67%
净利润 (百万元)	331	534	683	821	1,034
净利润增长率	48.90%	61.27%	28.03%	20.13%	25.99%
EPS (元)	0.32	0.47	0.60	0.72	0.90
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.18%	15.40%	16.71%	17.11%	18.13%
P/E	40	28	22	18	14
P/B	5.3	4.3	3.6	3.1	2.6

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

7、估值分析

我们选取行业内和而泰、广和通、振邦智能作为对比企业, 2021-2023 平均 PE 为 29/21/16X, 拓邦股份 2021-2023PE 为 22/18/14X, 公司估值水平略低于可比公司 2022-2023 年估值水平, 首次覆盖予以“增持”评级。

图表 50: 可比公司估值-PE 估值

公司	2021EPS (单位: 元)	2022EPS (单位: 元)	2023EPS (单位: 元)	2021PE (单位: X)	2022PE (单位: X)	2023PE (单位: X)
和而泰	0.64	0.90	1.19	31	22	17
振邦智能	2.10	2.83	3.65	21	16	12
广和通	1.72	2.31	2.95	36	25	19
平均				29	21	16
拓邦股份	0.60	0.72	0.90	22	18	14

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 股价时间为 2021 年 5 月 18 日, 可比公司盈利预测为 WIND 市场一致预期

8、风险分析

上下游风险

上游面临芯片紧缺、涨价风险, 从而导致公司成本提升; 下游家电、工业需求不及预期风险, 从而导致公司业绩不及预期。

疫情复发、加剧风险

冬季是疫情复发、加剧的高风险时段, 消费电子、半导体国内外供应链均可能受到疫情影响某环节, 从而影响整体供给。此外, 疫情可能导致相应下游需求减少, 导致整体行业发展不及预期。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,099	5,560	6,998	8,748	10,993
营业成本	3,198	4,204	5,481	6,839	8,580
折旧和摊销	100	131	141	170	191
税金及附加	28	22	35	26	33
销售费用	135	133	182	192	242
管理费用	143	181	224	271	352
研发费用	258	314	395	493	620
财务费用	36	177	12	10	17
投资收益	-2	259	0	0	0
营业利润	392	628	823	977	1,217
利润总额	393	626	824	978	1,218
所得税	53	75	91	108	134
净利润	341	551	733	871	1,084
少数股东损益	10	18	50	50	50
归属母公司净利润	331	534	683	821	1,034
EPS (元)	0.32	0.47	0.60	0.72	0.91

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	404	648	1,038	793	963
净利润	331	534	683	821	1,035
折旧摊销	100	131	141	170	191
净营运资金增加	-58	207	-8	433	553
其他	31	-223	222	-632	-816
投资活动产生现金流	-334	-382	-231	-350	-400
净资本支出	-405	-572	-231	-350	-400
长期投资变化	7	7	0	0	0
其他资产变化	65	184	1	0	0
融资活动现金流	272	205	-471	-119	-146
股本变化	0	116	11	0	0
债务净变化	357	-251	-402	0	0
无息负债变化	447	1,024	213	691	888
净现金流	332	435	336	324	416

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	22.0%	24.4%	21.7%	21.8%	22.0%
EBITDA 率	13.1%	17.8%	9.5%	11.6%	11.5%
EBIT 率	10.6%	15.1%	9.4%	11.4%	11.3%
税前净利润率	9.6%	11.3%	11.8%	11.2%	11.1%
归母净利润率	8.1%	9.6%	9.8%	9.4%	9.4%
ROA	6.7%	8.1%	10.0%	10.0%	10.2%
ROE (摊薄)	13.2%	15.4%	16.7%	17.1%	18.1%
经营性 ROIC	14.4%	23.4%	17.7%	22.5%	23.6%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	49%	48%	42%	43%	44%
流动比率	1.89	1.54	1.76	1.77	1.79
速动比率	1.60	1.17	1.19	1.19	1.21
归母权益/有息债务	2.94	5.75	20.45	24.00	28.52
有形资产/有息债务	5.41	10.29	33.69	40.88	50.02

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	5,122	6,809	7,296	8,748	10,589
货币资金	816	1,219	1,504	1,804	2,233
交易性金融资产	389	226	226	226	226
应收帐款	1,345	1,701	1,018	1,273	1,600
应收票据	184	39	6	7	9
其他应收款 (合计)	46	41	70	87	110
存货	513	1,115	1,644	2,052	2,574
其他流动资产	31	315	531	793	1,130
流动资产合计	3,338	4,675	5,021	6,270	7,916
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	7	7	7	7	7
固定资产	912	1,097	1,241	1,387	1,531
在建工程	228	292	324	348	366
无形资产	229	310	323	337	350
商誉	143	109	109	109	109
其他非流动资产	51	35	35	35	35
非流动资产合计	1,784	2,134	2,276	2,478	2,673
总负债	2,486	3,260	3,071	3,762	4,651
短期借款	173	402	0	0	0
应付账款	977	1,550	1,973	2,462	3,089
应付票据	377	716	548	684	858
预收账款	37	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	1,769	3,034	2,845	3,536	4,424
长期借款	200	200	200	200	200
应付债券	480	0	0	0	0
其他非流动负债	10	15	15	15	15
非流动负债合计	717	226	226	226	226
股东权益	2,635	3,549	4,225	4,986	5,939
股本	1,135	1,135	1,146	1,146	1,146
公积金	584	1,108	1,176	1,258	1,362
未分配利润	866	1,325	1,883	2,511	3,311
归属母公司权益	2,510	3,464	4,090	4,801	5,704
少数股东权益	125	85	135	185	235

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	3.29%	2.39%	2.60%	2.20%	2.20%
管理费用率	3.48%	3.26%	3.20%	3.10%	3.20%
财务费用率	0.88%	3.18%	0.18%	0.12%	0.15%
研发费用率	6.29%	5.64%	5.64%	5.64%	5.64%
所得税率	13%	12%	11%	11%	11%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.05	0.05	0.10	0.11	0.14
每股经营现金流	0.40	0.57	0.91	0.69	0.84
每股净资产	2.46	3.05	3.57	4.19	4.98
每股销售收入	4.02	4.90	6.11	7.63	9.59

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	40	28	22	18	14
PB	5.3	4.3	3.6	3.1	2.6
EV/EBITDA	25.3	15.0	17.8	12.1	9.8
股息率	0.4%	0.4%	0.8%	0.9%	1.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE