

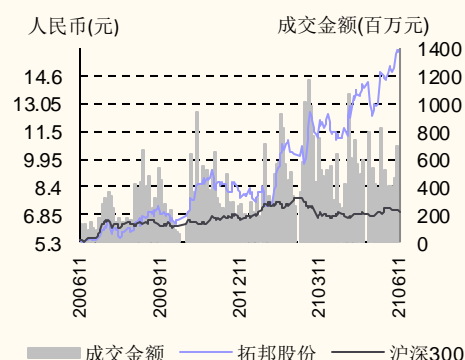
拓邦股份 (002139.SZ) 买入 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 15.87 元
目标价格 (人民币): 25.00-25.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	12.38
已上市流通 A 股(亿股)	9.51
总市值(亿元)	196.51
年内股价最高最低(元)	16.12/5.30
沪深 300 指数	5225
深证成指	14894



三电一网万物联，智控龙头再出发

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,099	5,560	7,394	9,959	13,578
营业收入增长率	20.32%	35.65%	32.98%	34.69%	36.34%
归母净利润(百万元)	331	534	851	1,202	1,721
归母净利润增长率	48.90%	61.27%	59.53%	41.26%	43.10%
摊薄每股收益(元)	0.325	0.470	0.687	0.971	1.389
每股经营性现金流净额	0.25	0.41	0.23	0.89	1.29
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.18%	15.40%	16.03%	18.82%	21.54%
P/E	17.12	17.26	23.10	16.35	11.43
P/B	2.26	2.66	3.70	3.08	2.46

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **深耕智能控制 25 载，聚焦四大赛道稳居第一梯队。** 公司是国内首家智控上市公司，基于“三电一网”技术聚焦家电、工具、工业和新能源四大赛道。智能控制器市场近 5 年国内/全球复合增速分别为 15%/ 4%。公司抓住智控器快速增长机遇，近 5 年营收/净利润复合增速为 31%/46%，加速从 ODM 向 OEM/JDM 厂商转型。智控器行业专业化分工和东升西落趋势加深，预期未来三年行业仍将保持 10% 以上增速，公司营收有望保持 30% 以上增长。
- **高研发保障创新与定制化交付能力，业务聚焦协同效应显著。** 公司贯穿研产销通路：1) 近 5 年研发费用率保持在 6% 左右，复合增速高达 31%，保持行业第一；2) 东南亚等多地工厂布局全球化产能，6 月 1 日募投项目 7.5 亿用于惠州二期工厂建设，锂电池产能瓶颈将重点突破，2023 年底贡献增量将大幅提升公司产能；3) 品牌效应赢得大客户，公司是电动工具龙头 TTI 重要供应商，2020 年头部客户数量较 2019 年增加 51%，头部客户收入占比提升至 80%；4) “电控+电机+电池”协同效应形成独特竞争优势，整体解决方案更受客户欢迎。
- **看好“工具+家电”双轮驱动，营收三年有望超两番。** 智控行业受专业化分工加深驱动，随着未来 5G 与物联网应用场景不断开发落地，细分赛道众多。未来 1) 电动工具和智能家居可达市场空间超千亿，公司市占率提升空间大；2) 工业控制与锂电专用业务基数较小，有望保持高增长。我们看好拓邦业务聚焦战略，基于创新与定制化交付能力提升细分市场占有，基于锂电业务协同效应保持工具市场龙头，保有家电市场地位，未来有望基于物联网平台加深对智控市场渗透，三年营收有望从 55 亿提升至 136 亿。

投资建议

- 预计公司 21-23 年整体营收分别为 73.94 亿元、99.59 亿元、135.78 亿元，归母净利润分别为 8.51 亿元、12.02 亿元、17.21 亿元，EPS 分别为 0.687 元、0.971 元、1.389 元，通过 PE 和 PEG 估值法取平均值，对应目标价 25 元/股，市值 300 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险

- 智能控制器、锂电业务竞争加剧；业务协同效应不及预期；上游芯片缺货；海外疫情反复，工厂生产不及预期；限售股解禁，人民币汇兑损失。

罗露 分析师 SAC 执业编号: S1130520020003
luolu@gjzq.com.cn

金晶 联系人
jinjing@gjzq.com.cn

内容目录

首次覆盖拓邦股份，给予“买入”评级.....	4
投资要点：智控器专业化加深，细分赛道业务聚焦，国产龙头再出发.....	4
盈利预测：2021-2023 年三年营收复合增长 35%，毛利率有望稳步提升.....	4
投资建议：PE 和 PEG 估值法，给予公司 2021 年 300 亿市值.....	6
行业分析：细分赛道空间广阔，国内智控厂商市场地位提升.....	8
1.空间：家电和工具市场可达空间超千亿元，拓邦市占率有望大幅提升.....	9
2.驱动力：终端智能技术升级，专业化分工加深.....	14
3.竞争格局：国内厂商业务开始分化，身为龙头拓邦持续增长.....	16
公司分析：贯穿研产销通路，业务协同效应显著.....	19
1.高研发投入保障产品创新与平台定制化交付.....	19
2.全球化产能运营布局更贴近客户.....	20
3.品牌效应赢得大客户.....	21
4.“电控+电机+电池”业务协同效应显著.....	22
风险提示.....	23
附录.....	25
历史沿革.....	25
股权结构.....	25
公司产品.....	26
募投项目分析.....	27

图表目录

图表 1：智能控制器产业链.....	4
图表 2：公司营收（亿元）预测.....	5
图表 3：公司毛利（亿元）预测.....	5
图表 4：盈利及毛利预测（百万元）.....	6
图表 5：可比公司估值对照表.....	7
图表 6：全球智能控制器市场规模及预测（亿美元）.....	8
图表 7：中国智能控制器市场规模及预测（亿元）.....	8
图表 8：主要原材料采购占比.....	8
图表 9：智能控制器细分市场占比.....	9
图表 10：拓邦股份 20 年营收结构.....	9
图表 11：智能家居发展阶段划分.....	9
图表 12：全球智能音箱出货量（百万台）.....	10
图表 13：从智能单品到全屋智能.....	10
图表 14：国内五大家电产量（万台）.....	10
图表 15：国内小家电市场规模及预测（亿元）.....	10
图表 16：家电智能控制器国内主要竞争者营收（单位：亿元）.....	11

图表 17: 2019 年全球电动工具市场地区分布.....	11
图表 18: 2019 年全球电动工具厂商市占率分布.....	11
图表 19: 电动工具智能控制器国内主要竞争者营收 (单位: 亿元)	12
图表 20: 智能制造政策梳理.....	12
图表 21: 中国自动化及工控市场规模及预测 (亿元)	12
图表 22: 2020 年中国锂电池出货量 (GWh)	13
图表 23: 2019 年中国市场锂电池出货量占比.....	13
图表 24: 全球及中国家庭储能市场规模 (亿美元)	14
图表 25: 中国电动工具锂电池出货量 (GWh)	14
图表 26: 电动工具锂电池市场空间 (亿元)	14
图表 27: 中国二轮车用锂电池出货量及预测 (GWh)	14
图表 28: 全球物联网连接规模已超非物联网.....	15
图表 29: 海外龙头与国内厂商智能控制器营收对比.....	15
图表 30: 德国代傲智能控制器业务收入及增速.....	15
图表 31: 主要智能控制器厂商营收.....	16
图表 32: 国内智能控制器厂商量价齐升.....	17
图表 33: 国内竞争对手智能控制器营收 (亿元)	18
图表 34: 竞争对手毛利率比较 (%)	18
图表 35: 公司核心技术布局.....	19
图表 36: 公司历年研发费用率及增速.....	20
图表 37: 公司专利数持续创新高(件).....	20
图表 38: 行业内公司研发费用率.....	20
图表 39: 可比性公司销售均价 (元/件)	20
图表 40: 公司全球化产能布局.....	21
图表 41: 公司主要客户	22
图表 42: 公司智能控制器销量 (百万 PCS)	22
图表 43: 可比公司前 5 大客户销售额占比 (单位: %)	22
图表 44: TTI 营收毛利率及营收增速 (百万美元, %)	23
图表 45: T-smart 与其他平台互联互通.....	23
图表 46: 公司发展阶段划分.....	25
图表 47: 公司股权结构与子公司业务布局.....	26
图表 48: 公司产品覆盖四大行业.....	26
图表 49: 非公开发行募投项目 (万元)	27

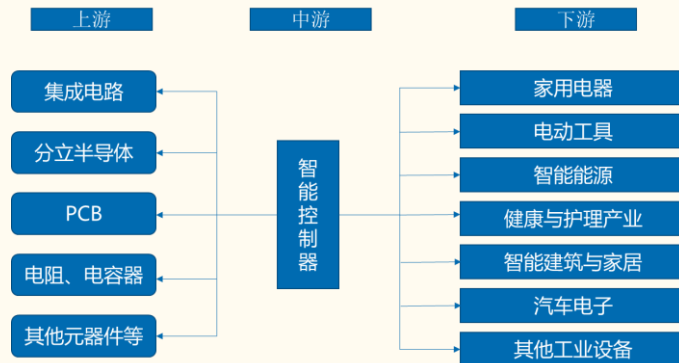
首次覆盖拓邦股份，给予“买入”评级

投资要点：智控器专业化加深，细分赛道业务聚焦，国产龙头再出发

我们首次覆盖拓邦股份，给予“买入”评级，目标价 25 元/股。

物联网的本质是将传统设备先“智能化”再“联网化”。智能控制器产业链上游零部件市场成熟度高，国内外供应商齐全，下游应用场景众多想象空间巨大。当前智能控制器厂商分散市占率低，随着下游应用起量，智控器专业化分工加深，下游厂商自研转外包比例上升，专业智控龙头将率先受益。

图表 1：智能控制器产业链



来源：立鼎产业研究网，国金证券研究所

拓邦股份是国内首家上市智能控制公司，深耕智控行业 25 载。2020 年营收 55.6 亿元，同比增速 35.65%，毛利率 24.39%。其中家电智控器营收 24.48 亿元，同比增速 20.98%，毛利率为 22.21%；工具智控器业营收 19.07 亿元，同比增速 50.45%，毛利率为 27.44%。

公司基于电控、电机、电池、物联网平台“三电一网”核心技术，聚焦覆盖家电、工具、工业和新能源四大行业。我们认为，拓邦股份基于多年积累的核心技术形成协同效应，业务聚焦覆盖四大行业，在智能控制器市场规模扩大和专业化加深的趋势下，有望继续保持龙头优势，加速完成从智控器 OEM 厂商向 ODM、JDM 厂商的华丽转身。

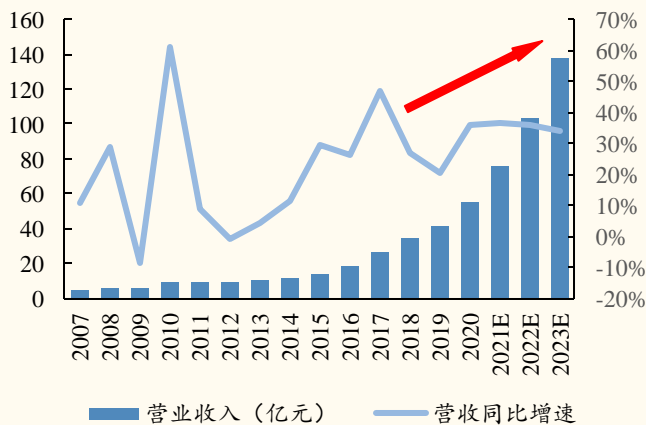
我们看好公司未来的发展，并认为公司具有的核心竞争优势有：

- 研发能力：高研发投入保障产品创新与平台定制化交付
- 产能布局：全球化产能运营布局更贴近客户
- 品牌效应：通过打入头部客户供应链，优化“纺锤形”客户结构
- 业务协同：“电控+电机+电池”整体解决交付方案，协同效应显著

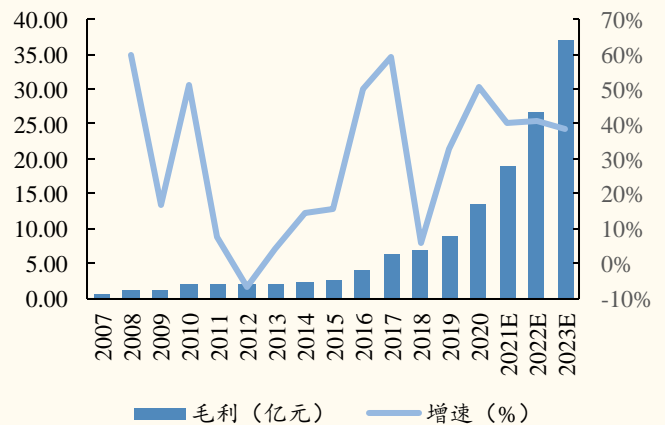
盈利预测：2021-2023 年三年营收复合增长 35%，毛利率有望稳步提升

2021-2023 年，公司营收有望达到 73.94/99.59/135.78 亿元，同比增速 32.98%/34.69%/36.34%，毛利率 24.86%/25.15%/25.4%。公司近 5 年营收 CAGR 为 30.91%，2020 年营收 55.60 亿元，同比增速为 35.64%。与此同时，除 2018 年受外汇变动及原材料价格上涨等因素影响增速较缓外，公司盈利高速增长，近 5 年归母净利润 CAGR 为 45.82%，2020 年公司归母净利润为 5.34 亿元，同比增速高达 61.33%。

图表 2：公司营收（亿元）预测



图表 3：公司毛利（亿元）预测



来源：公司公告，分析师预测，国金证券研究所

来源：公司公告，分析师预测，国金证券研究所

未来三年公司营收增长主要来源于工具智控器及家电智控器业务的增长。我们测算未来三年拓邦业务总营收 CAGR 为 35%，总营收 2020 年为 55.6 亿元，2023 年有望达到 136 亿元。我们认为智能控制器行业毛利率未来增长空间有限，随着公司业务结构调整，毛利率较高板块业务占比提升，公司毛利率有望保持小幅稳态增长，净利润三年复合增速有望达到 48%。

预测假设：

1) **家电业务：**2020 年家电智能控制器收入为 24.48 亿元，同比增速 20.98%，随着智能家居市场增长，国内家电巨头自研转外包释放市场空间以及智控器行业东升西落的趋势持续，我们认为未来拓邦家电智控器业务增速可以保持，预计未来三年家电智能控制器业务保持 20% 增速；随着创新型家电智能控制器产品推出，家电智控器单价提升，毛利小幅度上升。

2) **工具业务：**拓邦工具业务 2020 年收入为 19.07 亿元，同比增速 50.45%。目前电动工具市场迎来油转电、有绳转无绳的机遇，国内市场供应链发展速度快，全球供应链由国外向国内转移趋势持续；拓邦已与全球前十大电动工具客户建立合作关系，品牌效应显著，锂电池业务对电动工具业务起到重要协同效应，未来公司在电动工具市场的增速将快于行业的平均增速，也高于公司的整体增速。预测未来三年电动工具业务增速为 45%。拓邦能够提供“电机+电控+电池”整体解决方案，毛利稳步小幅提升。

3) **锂电业务：**拓邦锂电池业务包括储能、换电、房车电器电源等产品，锂电专用市场近两年增速较快，预期趋势会持续。拓邦电动工具中的锂电池业务调整到工具业务中，锂电业务主要包括储能如家庭储能、房车储能以及小型动力如二三轮换电方面，由于业务基数较小，因此我们给予高增速，未来三年增速为 50%，预测毛利率平稳保持。

4) **工控业务：**拓邦目前步进电机控制及伺服电机控制处于国内第一梯队。我们看好未来工业自动化以及国产替代趋势，且当前工控业务体量小，未来增速可观。2020 年工控业务收入为 2.58 亿元，增速为 46.37%，未来三年增速有望提升，分别为 35%，40%，45%，预测毛利率平稳保持。

图表 4：盈利及毛利预测（百万元）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营收	4098.86	5560.18	7394.05	9958.92	13578.16
yoy	20.32%	35.65%	32.98%	34.69%	36.34%
毛利	901.35	1355.89	1838.27	2504.363	3448.980
毛利率	21.99%	24.39%	24.86%	25.15%	25.40%
业务拆分					
家电					
收入	2023.67	2448.15	2937.8	3525.3	4230.4
yoy		20.98%	20%	20%	20%
毛利率	20.10%	22.21%	23%	23%	23%
毛利	406.81	543.81	675.69	810.83	972.99
工具					
收入	1268.01	1907.77	2766.27	4011.09	5816.08
yoy		50.45%	45%	45%	45%
毛利率	25.69%	27.44%	28%	28%	28%
毛利	325.75	523.49	774.6	1123.1	1628.5
锂电					
收入	429.32	790.9	1186.35	1779.53	2669.29
yoy	97.70%	84.22%	50%	50%	50%
毛利率	16.42%	22.57%	27.28%	40.92%	61.39%
毛利	70.49	178.55	23%	23%	23%
工业					
收入	176.26	257.99	348.29	487.60	707.02
yoy		46.37%	35%	40%	45%
毛利率	32.27%	33.16%	33%	33%	33%
毛利	56.87	85.54	114.93	160.91	233.32
其他					
收入	91.32	155.37	155.37	155.37	155.37
yoy		70.14%	0%	0%	0%
毛利率	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%
毛利	0.14	0.24	0.23	0.23	0.23

来源：公司年报，分析师预测，国金证券研究所

投资建议：PE 和 PEG 估值法，给予公司 2021 年 300 亿市值

我们认为未来 3 年智能控制器市场空间的发展不会触达天花板，受益于物联网细分场景众多及先智能化再联网化的趋势，行业龙头在各自细分领域抢滩先登加深护城河，有望在未来三年盈利的同时保持高速增长。因此我们采取 PE 和 PEG 对拓邦股份进行估值，其中 $PEG = PE / (\text{净利润增长率} * 100)$ 。综合参考可比公司和而泰、盈趣科技、振邦智能一致预测，2021 年行业平均 PE 为 29 倍，考虑剔除和而泰铖昌科技带来的高估值，给予拓邦股份 25 倍 PE，对应目标价 21 元/股；给予公司 0.6 倍 PEG，可达净利润三年复合增速 48%，对应目标价 29 元/股。两种估值方法取均值，给定公司 2021 年目标价 25 元/股，市值 300 亿，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 5：可比公司估值对照表

公司	和而泰	盈趣科技	振邦智能	平均	拓邦股份	
EPS	2021E	0.63	1.78	2.14	0.8	
	2022E	0.87	2.27	2.83	1.15	
	2023E	1.19	2.83	3.56	1.63	
PE	2021E	36.2	23.8	27.47	<u>29.16</u>	30
	2022E	26.28	18.64	20.38	<u>21.77</u>	25
	2023E	19.31	14.94	15.79	<u>16.68</u>	20
净利润同比增长率	2021E	46.28%	35.63%	32.44%		64.87%
	2022E	37.74%	27.69%	34.78%		48.78%
	2023E	36.12%	24.76%	29.03%		46.71%
PEG	2021E	0.78	0.67	0.85	0.77	0.60
	2022E	0.7	0.67	0.59	0.65	0.55
	2023E	0.53	0.60	0.54	0.56	0.50

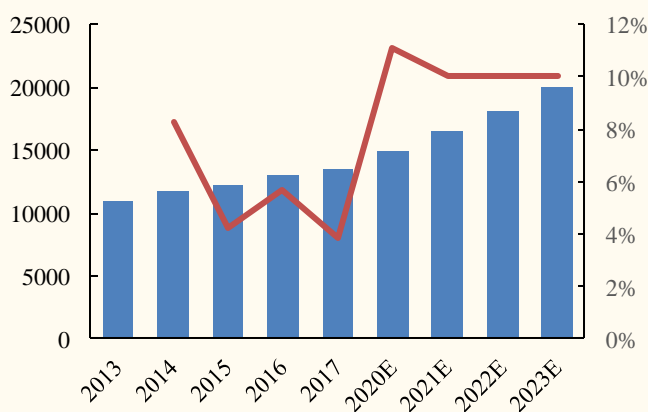
来源：wind，分析师预测，国金证券研究所

行业分析：细分赛道空间广阔，国内智控厂商市场地位提升

智能控制器是人工智能技术与自动控制技术的有机结合，也是集微电子技术、电子电路技术、现代传感与通讯技术、智能控制技术、人工智能技术为一体的核心控制部件，是指独立完成某一类特定功能的计算机单元，在家电等整机产品中扮演“心脏”与“大脑”的角色，是相应整机产品的最核心部件之一。各种家电及泛家电产品、工业设备等正经历由机械化向电子化转变的过程。物联网的本质是将传统设备先“智能化”再“联网化”。随着5G和IoT时代的悄然而至，智能联网化将是最终目标。智能控制器作为联网的前一环，智能控制器厂商将率先在物联网浪潮中受益。

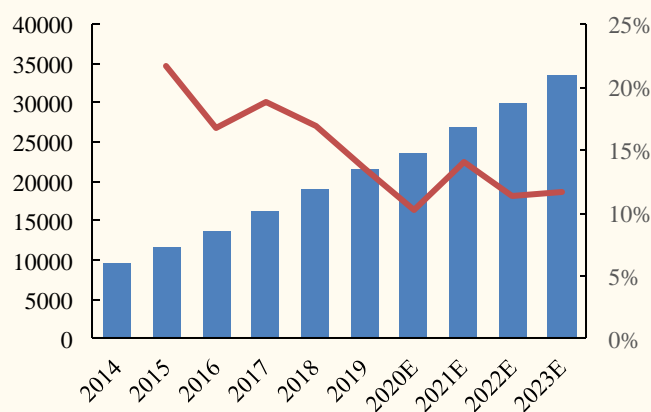
智控器行业国内增速明显快于全球，有望持续提速。根据中国产业信息网及沙利文数据显示，近5年全球智能控制器市场复合增速为4.05%，国内智能控制器市场复合增速为15.22%。随着未来5G及物联网应用普及场景增加，下游产品智能化、联网化提速，智能控制器市场空间将持续增长。

图表 6：全球智能控制器市场规模及预测（亿美元）



来源：中国产业信息网，分析师预测，国金证券研究所

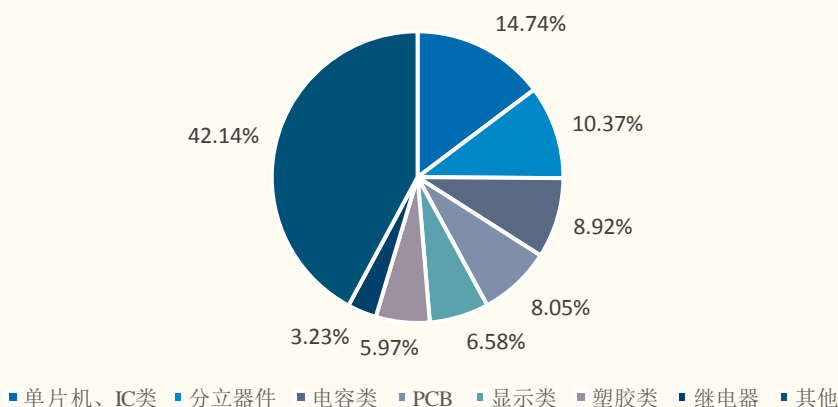
图表 7：中国智能控制器市场规模及预测（亿元）



来源：沙利文、中商产业研究院，国金证券研究所

我们认为智能控制行业的话语权在下游需求端手中。从需求端来说，智能控制器在下游应用领域的渗透率将会提升，下游产品对智能控制器的要求提高，智能控制器需要实现的功能更强大，产品的技术含量和附加值不断提升，下游的高要求给行业提出了新挑战，因而能够为客户提供定制化、高水准、低成本产品的智能控制器厂商将在此波浪潮中抢滩先登。

图表 8：主要原材料采购占比



来源：和而泰公司公告，国金证券研究所

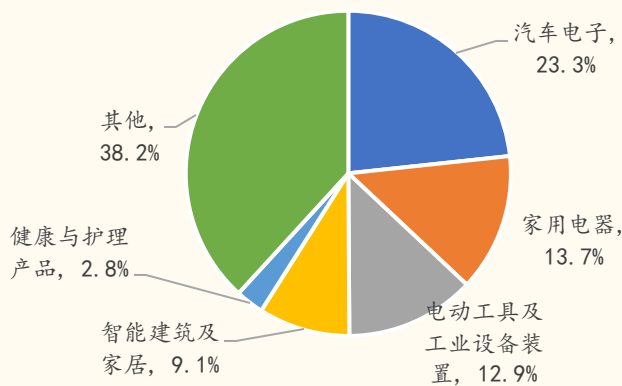
产业链上游零部件市场成熟度高，芯片缺货龙头应对能力更强。智能控制器行业上游零部件包括芯片、传感器、IGBT、无源器件、PCB等，零部件市场发展成熟度高，国内外供应商齐全。由同行原材料采购占比可知，单片机、

IC 类原材料采购量占比最多为 14.74%，其次为分立器件、电容类、PCB、显示类、塑胶类、继电器等零部件，共合计占比达 57.86%。当前芯片缺货问题对整个行业影响较大，但龙头资金雄厚，供应链管理能力强，在缺芯危机中应对能力更强，拓邦目前已实现 30%左右的国产替代，未来将持续增加替代比例，有助于缓解缺芯局面，从国内获得分货权。

1.空间：家电和工具市场可达空间超千亿元，拓邦市占率有望大幅提升

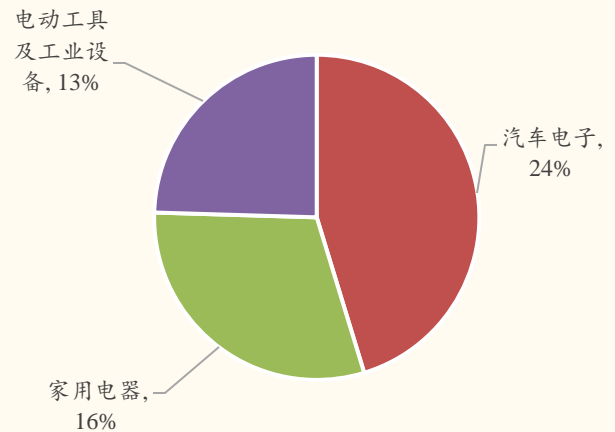
当前智能控制器细分市场主要是汽车电子、家用电器、电动工具及工业设备装置，占比均在 10%以上，共占比近 50%。智能控制器细分领域中，汽车电子占比最多，高达 23.3%；其次为家用电器和电动工具，占比都在 10%以上。拓邦股份目前产品主要涵盖的行业包括家用电器、电动工具、工业控制及锂电池行业，汽车电子行业还未涉及，其中 20 年家电及工具合计营收占比 78.34%，未来还将向更多行业扩展。通过我们的测算，2023 年仅家电及工具两大细分市场 TAM 有望超千亿元。

图表 9：智能控制器细分市场规模占比



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

图表 10：拓邦股份 20 年营收结构

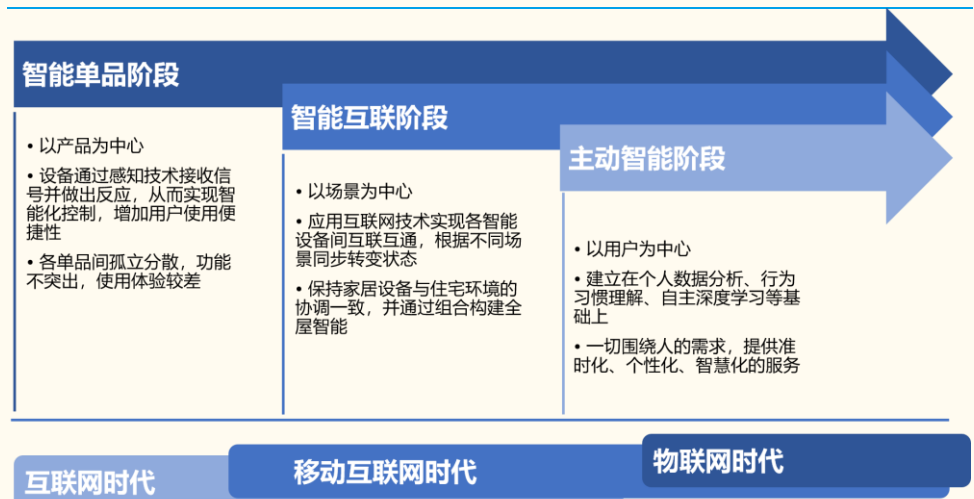


来源：公司年报，国金证券研究所

1) 家电智能控制器领域：智能化大势所趋，下游需求带动上游产量

我们认为家电智能控制器市场增长动力主要来源于下游智能家电渗透率的不断提升。智能家居概念自 1995 年被提出以来，概念和产品在不断丰富，主要可以划分为智能单品、智能互联和主动智能阶段，当前主要处于 2.0 智能互联阶段。

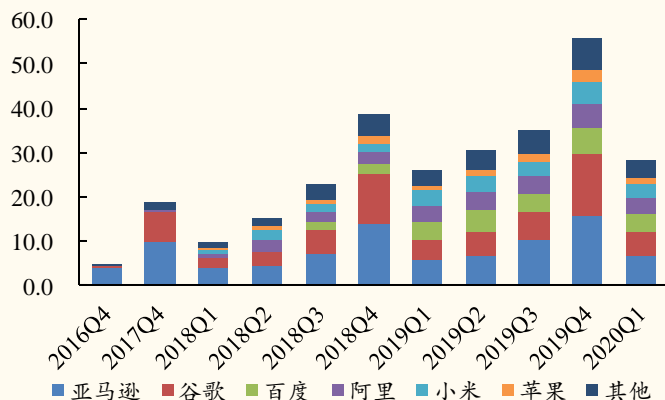
图表 11：智能家居发展阶段划分



来源：EO Intelligence, 国金证券研究所

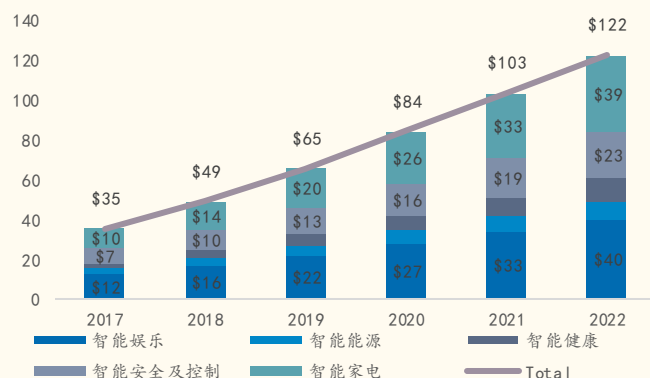
单品智能到全屋智能，智能控制器量和价显著提升。智能家居发展初期，硬件种类较少，布局者主要争夺智能音箱这一入口级设备。2016 是智能音箱元年，Amazon 发布多形态产品，阿里、小米等入局混战，之后进入低价放量周期。智能音箱全球出货量每季度再创新高，预计 2022 年智能音箱销售量突破 1.5 亿台，市场销售额 74 亿美元，占智能娱乐的 18.5%。2018 年开始，家庭场景中智能设备种类增多，智能门锁、智能照明、智能摄像头、智能开关等智能单品的普及，全屋智能解决方案成为新的潮流，带动产业链上游智能控制器量价齐升。

图表 12：全球智能音箱出货量（百万台）



来源：Strategy Analytics, 国金证券研究所

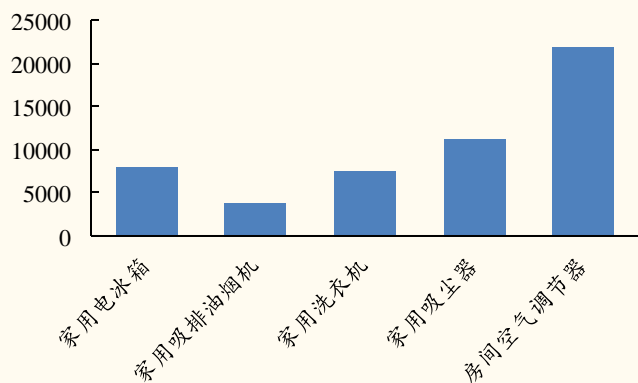
图表 13：从智能单品到全屋智能



来源：Statista, 国金证券研究所

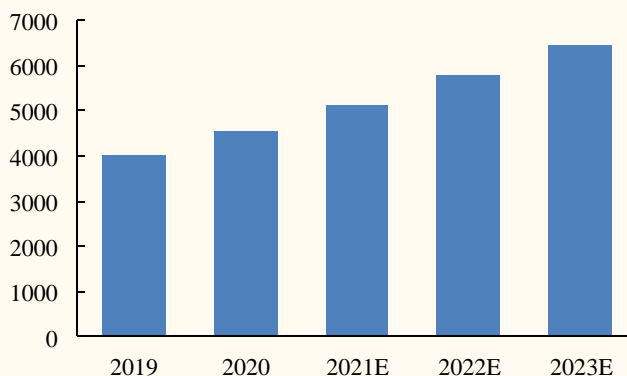
根据国家统计局数据，2019 年冰箱、空调、吸油烟机、洗衣机、吸尘器合计产量 5.21 亿台，按照家电智控器价格 35 元/套计算，五大家电智能控制器市场规模为 182 亿元，我们认为五大家电市场规模有望继续保持；根据前瞻产业研究院数据，2020 年国内小家电市场规模为 4536 亿元，按照智能控制器占整机 5% 计算，小家电智控器市场规模为 227 亿元，合计国内家电智能智控器市场为 409 亿元，按照国内家电产量占比 60% 测算，全球家电智能智控器市场为 680 亿元，23 年有望达到 840 亿元。

图表 14：国内五大家电产量（万台）



来源：国家统计局, 国金证券研究所

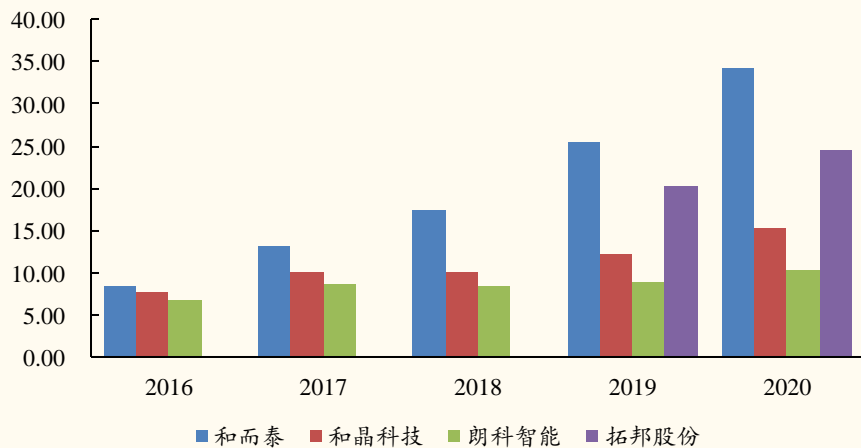
图表 15：国内小家电市场规模及预测（亿元）



来源：前瞻产业研究院, 国金证券研究所

拓邦家电智能控制器主要涉及到厨房大电、小电、冰洗卫浴、生活电器、个护健康等全品类覆盖，20 年拓邦家电控制器营收为 24.48 亿元，国内市占率 6%，全球市占率 3.6%，未来提升空间较广阔。同业对比，拓邦家电控制器营收位于第一梯队，有望继续保持并进一步提高市占率。随着国内家电巨头自研转外包释放市场空间以及智能家居市场增长，未来拓邦市场占比仍有大幅提升空间，预计未来三年家电智能控制器业务保持 20% 增速，2023 年有望业务收入达到 42.3 亿。

图表 16：家电智能控制器国内主要竞争者营收（单位：亿元）

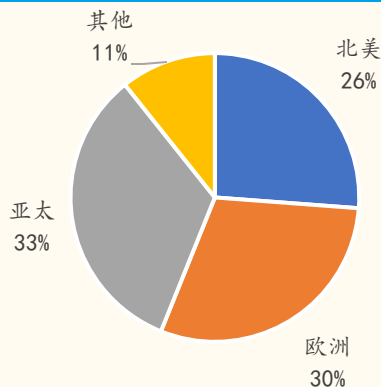


来源：wind，国金证券研究所

2) 工具行业：全球市场空间广阔，出口增加龙头受益

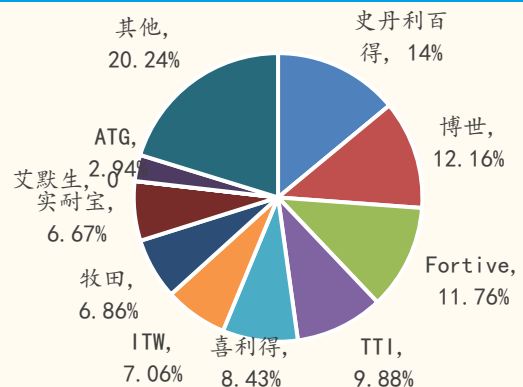
电动工具全球市场空间广阔，中国市场提升空间巨大。电动工具指用手握持操作，以小功率电动机或电磁铁作为动力，通过传动机构来驱动作业工作头的工具。常见的电动工具主要有电钻、电动扳手、电动螺丝刀、电动砂轮机、电锤等，广泛应用于建筑道路、住房装修、木工加工、金属加工、船舶制造、航空航天、汽车、园艺等国民经济领域，并已进入家庭使用。根据 GrandviewResearch 的数据显示，电动工具主要市场集中于海外，北美、欧洲、亚太形成三足鼎立局势，其中北美欧洲合计市场份额近 60%。我们认为，尽管目前市场主要仍在西方国家，但随着中国的人工费用提升，电动工具作为有效提高劳动效率工作，未来在中国市场提升空间巨大。

图表 17：2019 年全球电动工具市场地区分布



来源：Grandview Research，国金证券研究所

图表 18：2019 年全球电动工具厂商市占率分布



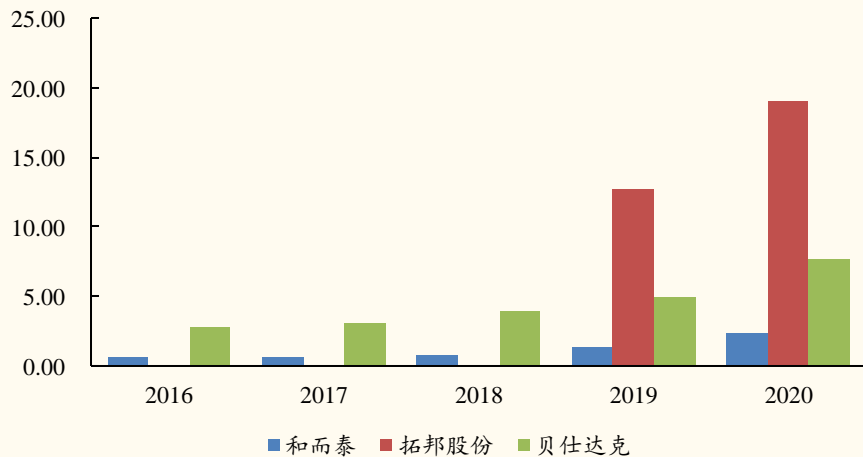
来源：Statista，国金证券研究所

出口量上升，龙头受益。国外电动工具行业发展成熟，行业集中度较高，百得、TTI、博世、牧田、日立机工等大型跨国公司占据全球电动工具主要份额，前十名合计占比近 90%。中国是全球电动工具最主要出口国，国内企业主要以代加工为主。国外大型工具厂商对于供应商要求较高，能够进入其供应体系需要进行严格的资质认证，且更加信任长期合作的伙伴，不会轻易更换供应商。电动工具未来将向小型化、轻型化、无绳化趋势发展，因此具有较强研发定制能力、实力雄厚、资质认证的企业能够获得客户信赖。

全球电动工具智控器市场 2023 年预计可达 247 亿元，前景广阔。据《中国电动工具行业发展白皮书（2021 年）》统计，2020 年，全球电动工具出货量达到 4.9 亿台，同比增长 5.3%，按照电动工具智能控制器单价 35 元/套测算，2020 年全球电动工具智能控制器市场规模为 171.5 亿元；全球需求稳定，假设

2020-2023 年将保持年复合增长率 8% 的速度，智控器单价小幅上升至 40 元/套，预计到 2023 年全球电动工具市场规模将达到 247 亿元左右。

图表 19：电动工具智能控制器国内主要竞争者营收（单位：亿元）



来源：wind，国金证券研究所

作为国内工具智能控制器龙头，拓邦工具业务有望保持高增长。按照以上测算，拓邦工具业务 2019 年收入为 12.68 亿元，2020 年为 19.07 亿元，按照拓邦电动工具业务中纯智控器业务占比 65% 左右测算，2020 年市占率为 7%。同业对比，拓邦电动工具控制器业务处于绝对龙头地位，并且未来有望进一步提升市占率。考虑未来电动工具智能控制器功能更强大，无绳化对电机、电池均提出更高要求，拓邦锂电池业务对电动工具业务起到重要协同效应，并且已与全球前十大电动工具客户建立合作关系，品牌效应显著，2023 年拓邦市占率有望达到 15%。

3) 工业控制：智能制造政策支持，国产替代势在必行

工业智能控制领域主要涉及控制、驱动以及电机。目前工控领域主要涉及两大类：步进电机控制方案及伺服电机控制方案。其中，步进式电机开环控制的方式简单、易于实现、价格较低，但由于控制系统没有反馈作用，步进电机一度不适合在精度要求更加苛刻、高速运行和响应能力快的一些领域中的应用；相对应的伺服电机除了可以进行速度与转矩控制外，还可以进行精确、快速、稳定的位置控制，但成本较高，因此工控客户根据自身的需求进行方案的选择。

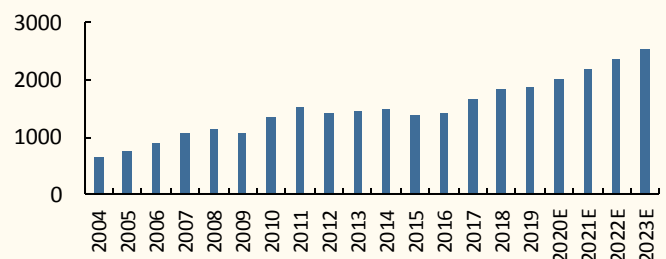
智能制造作为我国制造强国的主攻方向。我国先后发布了《中国制造 2025》《积极推进“互联网+”行动指导意见》《关于深化制造业与互联网融合发展的指导意见》《智能制造发展规划(2016-2020)》《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》等政策。在国家政策的推动下，各省市利好政策也在不断出台。

图表 20：智能制造政策梳理

省份	政策
江苏	《江苏省“产业强链”三年行动计划（2021-2023 年）》
上海	《上海建设 100+ 标杆性无人工厂专项行动方案（2020-2022 年）》
浙江	《关于组织实施 2021 年度生产方式转型示范项目计划的通知》
山东	《山东省传统产业智能化技术改造三年行动计划（2020-2022 年）》
安徽	《2020 年支持制造强省建设若干政策》
湖北	《实施“技改提能，制造焕新”三年行动》

来源：政府官网，国金证券研究所

图表 21：中国自动化及工控市场规模及预测（亿元）



来源：工控网，分析师预测，国金证券研究所

工控市场 2023 年市场规模有望达到 2500 亿元。据中国工控网发布的《中国自动化及智能制造市场白皮书》统计数据显示，我国自动化及工业控制市场规模 2004 年至 2018 年期间呈波动上升趋势，具有明显的周期性。市场规模已

经从 2004 年的 652 亿元增长至 2018 年的 1830 亿元，年复合增长率达到 7.65%；2019 年我国自动化及工业控制市场规模达到 1865 亿元，我们认为随着智能制造两步走政策，工业控制标准和渗透率都将有所提升，因此未来 5 年将保持 10% 增速，因此到 2023 年，我国工控市场规模将有 2500 亿元规模。

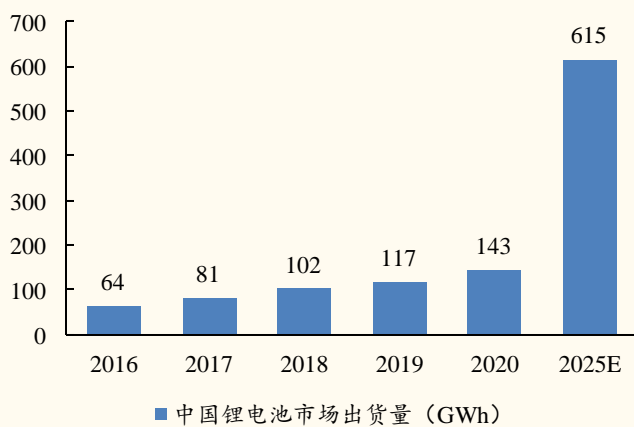
拓邦目前步进电机控制及伺服电机控制处于国内第一梯队。未来工业自动化以及国产替代空间广阔，且当前工控业务体量小，未来增速可观。2020 年工控业务收入为 2.58 亿元，增速为 46.37%，未来三年增速有望提升。

4) 锂电池：专用市场高附加值，差异竞争前景广阔

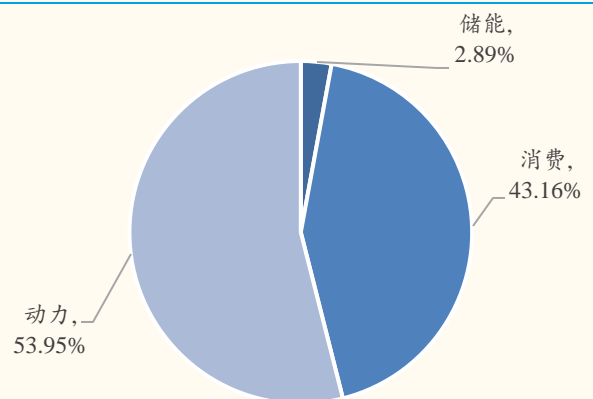
专用市场高附加值。锂电行业可分为通用市场和专用市场。其中通用市场主要是新能源汽车电池、标准电池等。同时，由于技术持续进步、竞争加剧和规模化效益，通用市场锂电池成本持续降低，同质化较为严重，价格竞争十分激烈。**专用市场**则是大量面向各类行业的定制电池，如通信、换电、物联网、特种车辆和船舶等。专用锂电市场虽然单一市场规模相对较小，但附加值相对较高，锂电替代原有燃油动力或者铅酸电池的前景非常广阔，我们认为锂电池未来在众多细分市场的规模化应用将带来机遇。

差异竞争前景广阔。根据 GGII 数据显示，2020 年中国锂电池出货量为 143GWh，同比增长 22%，预计 2025 年中国锂电池市场出货量将达到 615GWh，2021-2025 年 CAGR 超过 25%。锂电池按照用途分类，锂电池分为储能、动力与消费三大类。2019 年中国锂离子电池出货量达到 117GWh，其中储能用锂离子电池在 2019 年的出货量达到了 3.8GWh，占锂离子出货量的 2.89%；动力锂电池出货量为 71GWh，占锂离子出货量的 53.95%；消费型锂电池出货量为 56.8GWh，占锂离子出货量的 43.16%。拓邦业务重点涉及的领域为储能与小型动力，通过差异化竞争，在家庭、电力储能以及二三轮换电等领域抢占市场，前景广阔。

图表 22：2020 年中国锂电池出货量 (GWh)



图表 23：2019 年中国市场锂电池出货量占比

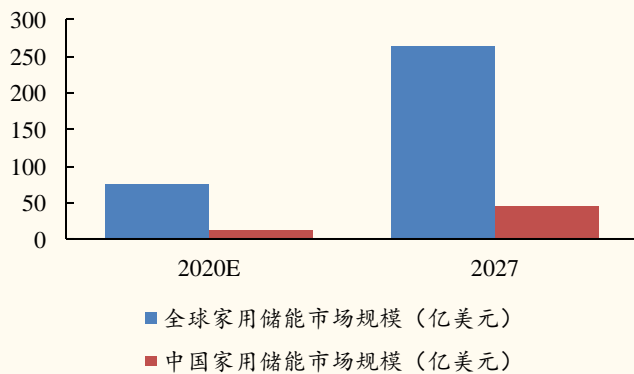


来源：wind, GGII, 国金证券研究所

来源：GGII, 分析师预测, 国金证券研究所

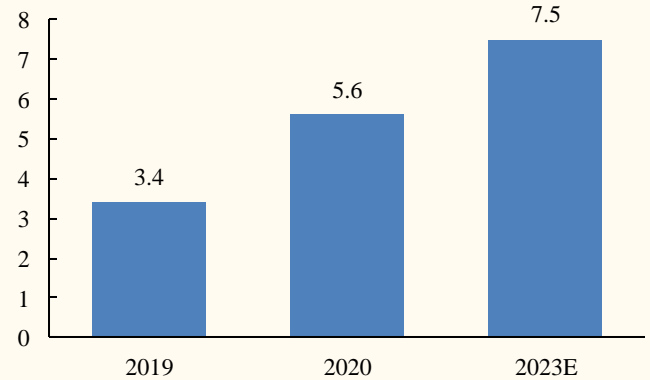
储能电池方面：我们重点看好拓邦未来在电力储能、家庭储能领域市场的拓展。**电力领域，**由于光伏、风电等新能源发电波动性大，国家要求新能源发电站配建一定比例的锂电储能，开启发电侧储能市场增长机遇；**家庭储能领域，**拓邦业务目前主要以海外市场为主，据 Global Industry Analysts 数据，全球 2020 年家庭储能市场规模 75 亿美元，中国市场规模 13.37 亿美元，2027 年分别有望达到 264 亿美元和 46 亿美元。

图表 24：全球及中国家庭储能市场规模（亿美元）



来源：GGII，国金证券研究所

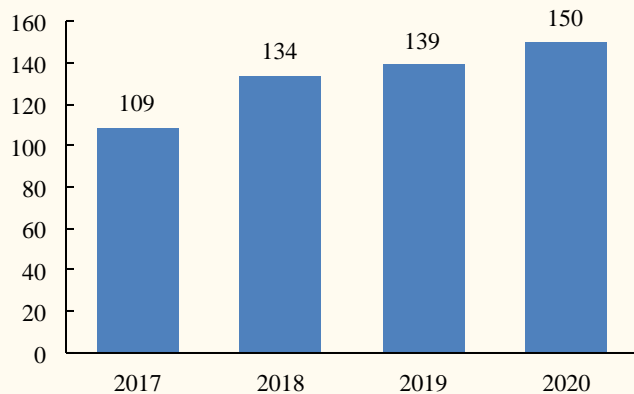
图表 25：中国电动工具锂电池出货量（GWh）



来源：GGII，国金证券研究所

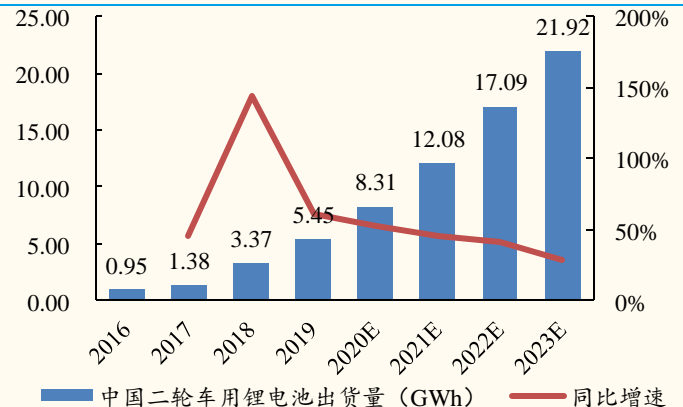
小型动力方面：个人和家庭领域，锂电作为轻便、环保的能源，可为家庭能源管理和使用、低速车辆如电动二轮三轮车等动力、消费电子产品、电动工具等提供方便。因此，我们看好未来锂电池在专用细分市场的增长空间。**电动工具锂电池市场**：20 年中国电动工具锂电池出货量为 5.6GWh，据真锂研究预测，20 年电动工具锂电池市场规模为 150 亿元；**电工二轮车锂电市场**：2019 年 4 月 15 日起，电动自行车强制性国家标准《电动自行车安全技术规范》开始实施，轻量化的技术要求使锂电池在二轮车市场替代铅酸电池的步伐加快。GGII 数据显示，2019 年中国二轮车用锂电池出货量达到 5.45GWh，随着锂电技术的成熟与电动自行车锂电渗透率提升，预计 2023 年出货量为 21.92GWh。

图表 26：电动工具锂电池市场空间（亿元）



来源：真锂研究，国金证券研究所

图表 27：中国二轮车用锂电池出货量及预测（GWh）



来源：GGII，国金证券研究所

拓邦锂电池业务包括储能、换电、房车电器电源等产品，近两年发展较快，预期趋势会持续，拓邦电动工具锂电池业务调整到工具业务中，锂电池主要包括储能以及二三轮换电业务，由于业务基数较小，未来三年有望保持高增速 50%。

2.驱动力：终端智能技术升级，专业化分工加深

未来智能控制行业的核心驱动力源于产业升级与成本考量。受技术与成本双因素的驱动，智能控制行业**专业化分工加深**。结合产业观察，我们认为行业空间增长动力主要源于 1) 终端智能升级量价齐升；2) 海外产业链向国内转移；3) 国内电器巨头自研转外包。

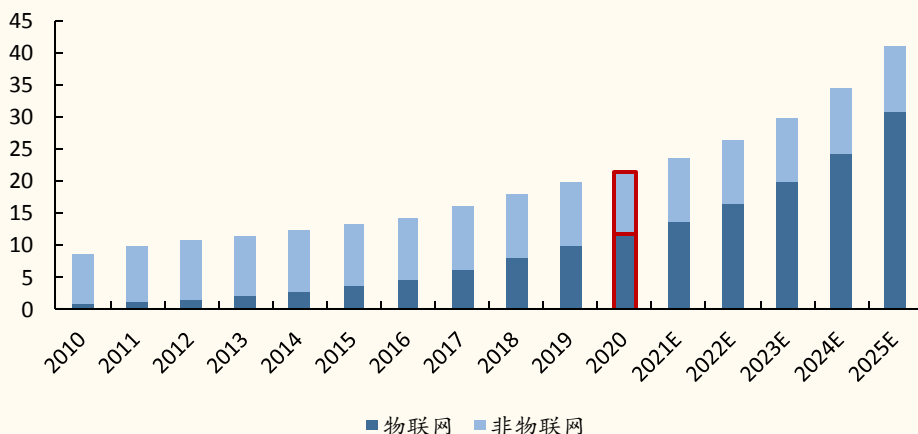
1) 终端智能升级，渗透率提高带来量价齐升

智能终端渗透率提高，产品单位价值提升。一方面，智能控制器广泛应用于汽车电子、家用电器、电动工具等众多领域，并逐渐往智能家居、物联网、新能源汽车等新领域渗透；另一方面，现有终端产品更新换代加速，从单一功

能产品不断创新升级为多功能智能化终端产品，智能控制器的技术及适用性不断提高。根据 IOT Analytics 数据显示，2020 年物联网连接数达到 117 亿，而非物联网连接数保持在 100 亿左右，这是物联网连接数首次超越非物联网连接数。预计到 2025 年，物联网连接数将增长到 309 亿。作为物联网的承载方，智能控制是基础，智能化产品不一定需要联网，联网产品一般都需要智能控制器，因此随着物联网连接数的增长，“量”的增长是必然趋势。

除了需求量大幅提升外，下游家电等产品对智能控制器的要求也不断提高，智能控制器能实现的功能愈加丰富，产品的技术含量和附加值都将不断提升。公司在调研纪要中表示智能控制器价格占比整机产品价格 5% 左右，未来随产品附加值的提升，可能到 8-10%。因此，除了渗透率提升带来的积极影响，单位产品价值的提升也将有力地促进行业市场空间的大幅增长。

图表 28：全球物联网连接规模已超非物联网

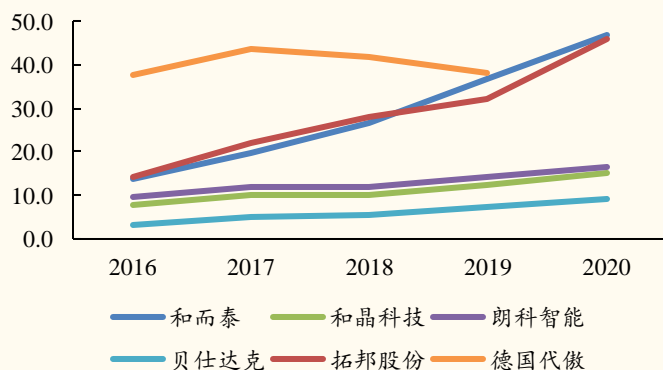


来源：IOT Analytics，物联网智库，国金证券研究所

2) 全球产业链转移，市场东升西落

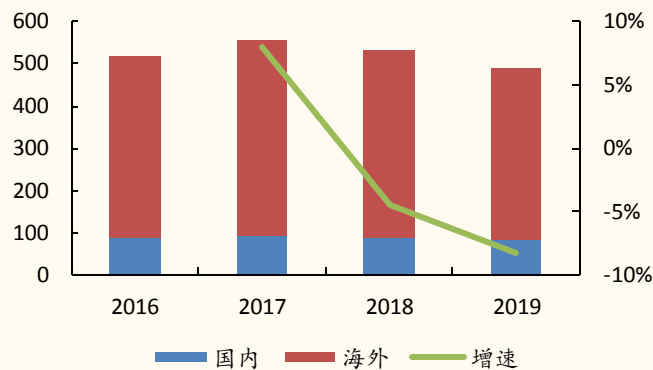
国内产业链完备、性价比高。国际品牌的技术优势减弱，工程师红利消失、创新速度减缓及供应链配套不如国内，使行业内竞争格局发生变动，国内赶超国外。截至 2021 年 5 月，国内智能控制器行业共有 13 家企业已经登陆资本市场，均位于珠三角、长三角地带，而珠三角和长三角正是国内电子元器件企业的主要分布区域。以深圳为例，在深圳方圆 200 里内就能够把所有元器件找齐，但国外不具备这种条件。

图表 29：海外龙头与国内厂商智能控制器营收对比 (亿元)



来源：wind，公司年报，国金证券研究所

图表 30：德国代傲智能控制器业务收入及增速 (百万欧元)



来源：wind，公司年报，国金证券研究所

全球市场份额从海外向国内倾斜。海外智能制造器龙头，德国代傲集团 2019 年报（2020 年报今年 8 月披露）显示，智能控制器业务从 2017 年度的 5.58 亿欧元下降到 2019 年的 4.89 亿欧元，公司在欧洲、北美洲、墨西哥、中

国等多个市场的收入纷纷下滑。相比较而言，国内智能控制器各大厂商尤其是双龙头和而泰、拓邦营收高速上涨，20年营收超过海外龙头基本确定。

■ 下游巨头自研转外包趋势增强

国内自研比例高达 70-80%，专业化分工有望腾出更大空间。国外知名家电企业不做任何零组件，部件都是找专业第三方公司生产加工，本身主要做组装，运营品牌；国内品牌之前是以自己做组件为主，随着品牌效益显现，产品智能化、复杂化发展及更新迭代加速，整机厂商开始逐步外放智能控制器份额给专业智能控制器厂商。小型智能控制器企业资源投入的局限会限制其发展，因此基于技术与成本考量，拥有研发优势、规模优势的头部智能控制厂商有望获得更大的市场份额，产业会开始逐步向头部智能控制企业集中。

3.竞争格局：国内厂商业务开始分化，身为龙头拓邦持续增长

全球范围内，在家电智能控制器领域活跃的企业可划分为四类：

1) 高端专业智能控制器公司：该类企业公司规模较大，设备、资金、管理等综合实力较强，也有较强的研发与设计能力，向全球跨国电气、电子整机厂商提供高端控制产品。但该类企业也有一定的竞争劣势，即制造与设计成本往往较高、对市场变化和客户需求反应速度一般较慢、对低成本国家的供应链整合能力相对较弱。代表企业如德国代傲公司、英国英维斯集团（已被施耐德收购）等。

2) 全球化的 EMS 企业：其主要业务是手机、电脑主板、消费类电子产品、网络产品等种类繁多的电子产品的加工、代工制造服务。该类企业的竞争优势是：制造规模庞大、设备投入水平高、全球化运营、产品成本较上述专业化或综合性公司略低。其弱点是绝大多数企业可能没有研发和设计能力、对智能控制器这一特定类别产品的制造工艺专业化往往不足、市场反应速度一般相对较慢、大部分企业不能提供从设计到制造的长链条产品服务。该类别的典型企业为伟创力、金宝通等。

3) 优秀工艺制造厂商：主要为中国本土的专业智能控制器公司，该类企业有专业化的开发设计能力、实验测试能力和基于专业产品经验的工艺制造能力，并因地缘因素可以充分整合中国的综合电子供应链优势，市场反应速度快，从而形成了较强的综合竞争优势，尤其是成本竞争优势。但这类企业在全行业竞争中，也存在企业规模较小、设备水平不高、资金实力不够雄厚的弱点。代表企业：和而泰、拓邦股份、和晶科技、英唐智控、振邦智能、华联电子、深圳高科润、瑞德智能等。

4) 小规模制造厂商：这类厂商通常产品研发能力较弱靠近下游客户或处于家电制造核心区域，其客户主要为对价格较为敏感的国内中小型家电企业，销售利润率较低。

图表 31：主要智能控制器厂商营收

类别	公司	智能控制器业务营收	公司简介
高端专业智能控制器公司	德国代傲	4.89 亿欧元	公司创建于 1902 年，主要业务板块包括金工、控制、航空、表计等，全球分布大约 60 个地点，员工约 17000 名。
全球化 EMS 企业	金宝通	32.62 亿港元	公司乃一家具有领导地位，以亚洲作为基地的电子控制及自动控制装置及解决方案的供应商，分销及销售网络遍布全球各地，并以美洲及欧洲为主要市场。
	伟创力	1715 亿元	公司是全球公认的创新设计，工程，制造和供应链服务及解决方案的领先供应商，为原始设备制造商（“OEM”）设计，制造，运输和服务完整的包装消费电子和工业产品。
优秀工艺制造厂商	和而泰	46.7 亿元	是国内智能控制器行业具有领导地位的龙头企业。产品包括家用电器、健康与护理产品、电动工具、智能建筑与家居、汽车电子等领域的智能控制器。

拓邦股份	46.1 亿元	国内智能控制行业开创者和领导者，专注为家用电器、电动工具、工业设备、个人护理、商业设备、医疗器械、汽车电子等领域厂商提供智能控制解决方案，已成为全球领先的智能控制方案提供商。
和晶科技	15.2 亿元	公司从原来单一的白色家电智能控制器制造商转型成为业务聚焦在智慧生活领域的综合性互联网企业。围绕“智慧生活”公司通过四大业务板块(和晶智造、和晶智联、和晶互动数据、和晶互联网教育)的联动发展，构建“硬件+平台+内容+应用”的智慧生活平台。
朗科智能	16.6 亿元	公司主要从事基于应用电子技术的智能控制、智能电源及新能源等产品研发、生产、销售及服务；产品广泛应用于智能家电、电动工具、锂电池管理、LED 照明、HID 照明、电机系统及新能源等领域。
英唐智控	2.3 亿元	公司是国内小型生活电器智能控制器领域的龙头企业，形成了以智能控制及电子元器件分销为基础，并逐步建立智能家居(家庭数据)平台和电子信息产业互联网(企业数据)平台的双平台。
贝仕达克	7.64 亿元	公司 2010 年成立，2020 年挂牌上市，是一家具备较强的研发实力，系国家高新技术企业，主营业务为智能控制器及智能产品的研发、生产和销售，智能控制器主要应用于电动工具领域，并向智能家居、汽车电机等领域拓展，主要客户包括 TTI、捷和电机等国际知名企业。
振邦智能	5 亿元	公司 1999 年成立，2020 年上市，专注于高端智能控制器、变频驱动器、数字电源以及智能物联等领域，为客户提供智能硬件、软件及系统控制整套解决方案。
盈趣科技	9.55 亿元	公司是万利达旗下公司，为客户提供智能控制部件、创新消费电子等产品的研发、生产，并为中小型企业提供智能制造解决方案。

来源：wind，国金证券研究所

国内智控行业高景气。对比分析我国主要智能控制器上市公司和而泰、拓邦股份、和晶科技、朗科智能、英唐智控的销售量和平均售价可知，2016-2020 年我国智能控制器公司 ASP 复合增长率为 8%，销售量复合增长率为 18%，营收复合增长率为 28%，行业整体呈量价齐升的高景气。

图表 32：国内智能控制器厂商量价齐升

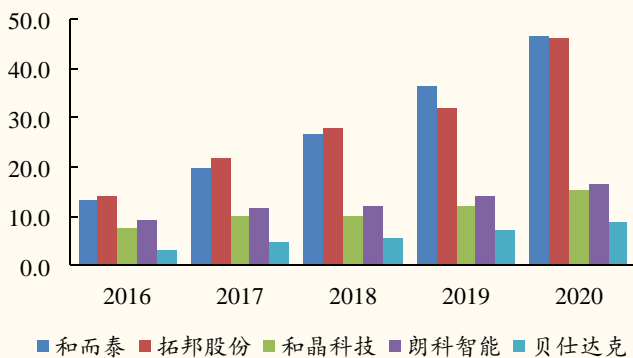
上市公司	项目	2016	2017	2018	2019	2020	CAGR
朗科智能	销量/万件	5552.9	4968.7	5717.8	6315.9	7354.8	7%
	营收/亿元	9.4	11.8	12.0	14.0	16.6	15%
	ASP (元/件)	16.9	23.8	21.0	22.2	22.6	8%
和晶科技	销量/万件	939.9	970.0	973.2	1120.4	1386.3	10%
	营收/亿元	7.6	10.0	10.1	12.3	15.2	19%
	ASP (元/件)	81.1	103.1	104.1	109.8	109.6	8%
拓邦股份	销量/万件	7225.1	8824.5	10042.1	10591.9	13852.0	18%
	营收/亿元	14.3	22.1	27.9	32.0	46.1	34%
	ASP (元/件)	19.9	25.0	27.8	30.2	33.3	14%
英唐智控	销量/万件	403.3	456.6	406.8	409.7	525.3	7%
	营收/亿元	1.9	1.7	1.8	1.8	2.3	4%
	ASP (元/件)	47.7	36.4	44.4	44.1	43.6	-2%
和而泰	销量/万件	5478.6	7217.7	8395.0	10936.5	14367.8	27%
	营收/亿元	13.5	19.8	26.7	36.5	46.7	36%
	ASP (元/件)	24.6	27.4	31.8	33.4	32.5	7%
贝仕	销量/万件	1712.0	2453.4	2832.7	2989.2	4329.0	26%
	营收/亿元	3.3	4.7	5.6	7.4	8.9	28%

达 克	ASP (元/件)	19.1	19.3	19.7	24.7	20.5	2%
	销量/万件	21311.8	24890.9	28367.6	32363.6	41815.1	18%
合 计	营收/亿元	50.0	70.1	84.2	104.0	135.8	28%
	ASP (元/件)	23.5	28.2	29.7	32.1	32.5	8%

来源：公司年报，国金证券研究所

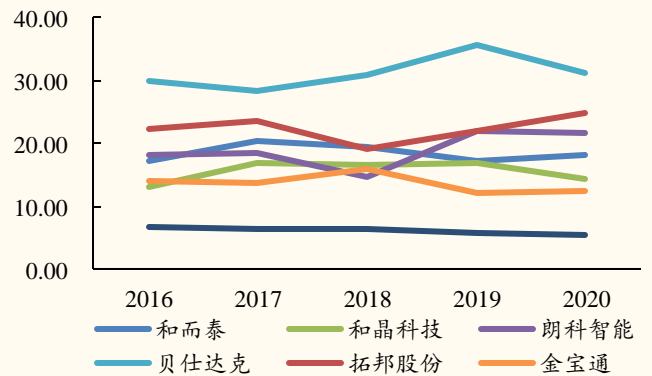
双龙头格局显现，业务差异化明显。近 5 年以来我国智能控制器竞争格局开始明晰，和而泰、拓邦股份双龙头格局显现，龙头智能控制器营收基本是第二梯队的三倍；毛利率对比而言，EMS 厂商毛利率较低，拓邦毛利基本属于第一梯队，贝仕达克毛利率较高，但整体营收规模较小。各公司切入的细分领域也较为不同，未来各公司将会在细分赛道中提升市占率，行业整体集中度有望进一步提升。

图表 33：国内竞争对手智能控制器营收（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

图表 34：竞争对手毛利率比较（%）



来源：wind，公司年报，国金证券研究所

公司分析：贯穿研产销通路，业务协同效应显著

综合分析行业和公司当前基本面，我们认为：

拓邦股份作为国内智能控制器领域龙头，结合物联网浪潮来临，完成单纯的智能控制器厂商向解决方案提供商的转变，并且能够保持营收、利润高增速，未来能够持续保持龙头地位并且保持高增长主要基于：1) 保持高研发投入，保障产品创新与定制化交付，2) 产能运营布局全球化，3) 品牌效应赢得大客户，4) “电控+电机+电池”业务协同效应显著。

1. 高研发投入保障产品创新与平台定制化交付

公司基于电控、电机、电池、物联网平台的“三电一网”技术为核心，面向家电、工具、工业和新能源四大行业提供各种定制化解决方案。

其中，**电控技术**是以微型电子计算机为核心实现智能化控制的技术，包括：传感技术、电力、电子技术、信号处理技术、通信技术、交互技术、功率和能量转换技术、电磁兼容等。公司已经形成上百种电控技术平台，可完整覆盖四大行业产品的需求。**电机技术**是将电能转化为动能的技术。公司围绕直流无刷电机（BLDC）、步进电机、伺服电机等各类型电机形成数十个先进的电机技术平台。其中公司在工具电机和运动控制领域处于国内领先水平。运动控制系统一般由人机交互界面、控制器、驱动器和电机等部件构成，是智能制造装备的核心部件，是实现智能制造的前提和基础。**电池技术**是能量进行存储和管理的技术。公司形成了从电芯技术（CELL）、电池管理技术（BMS）到电池包（PACK）的完整的设计、开发定制和生产技术能力。**物联网平台**是集合感知层、连接层和应用层的技术，主要包括连接管理、设备管理和应用。公司已经形成了从物联网模块、智能终端到 APP、PaaS 物联网平台等完整的技术能力，并面向十余个业务场景形成了 SaaS 平台。

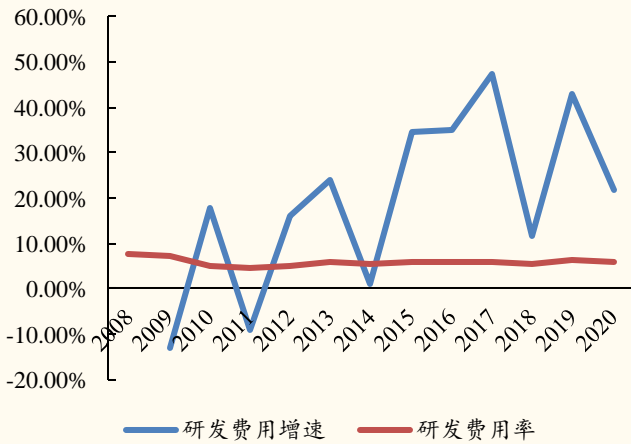
图表 35：公司核心技术布局



来源：公司公告，国金证券研究所

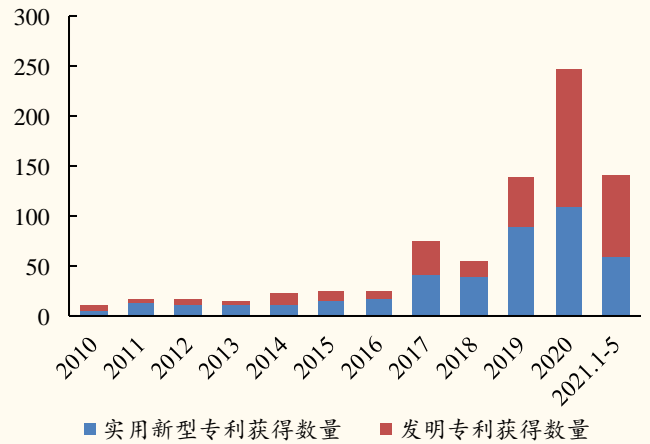
智能控制器产品属于典型的定制化产品。随着智能化场景不断开发与深入，面对品牌商的高要求，智能控制器厂商需要有强产品创新能力与高定制化响应能力在激烈竞争中脱颖而出。拓邦近 5 年研发投入持续高增，保持在 6% 左右，5 年复合增速高达 31%。同行业公司研发投入对比，拓邦近三年内研发投入占比和绝对值均保持行业第一。高研发投入使得公司近三年专利数持续创新高，2019、2020 年新增获专利总件数 140 件、248 件，截止至 2021 年 5 月，新增专利数 142 件，尚在有效期内发明专利与实用新型专利共计 835 件。

图表 36: 公司历年研发费用率及增速



来源: 公司年报, 国金证券研究所

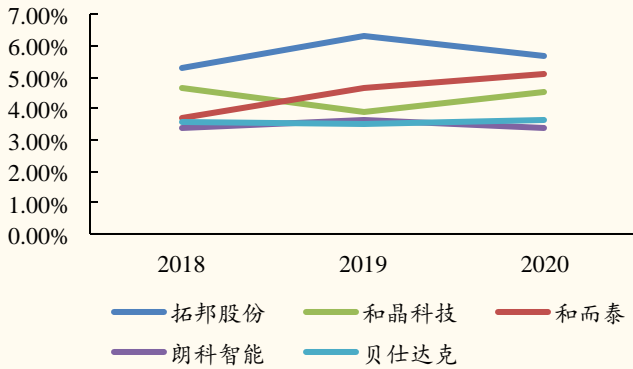
图表 37: 公司专利数持续创新高(件)



来源: 中国知网, 国金证券研究所

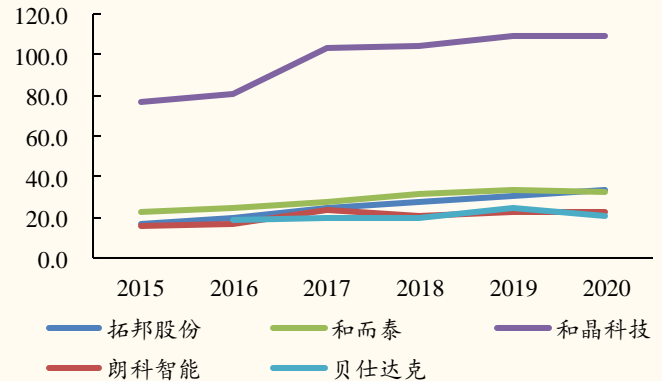
核心技术复用有效提升产品平台集约效应。公司通过对三点一网技术与产品创新平台高研发投入, 加大了平台复用的力度, 在保持创新的敏捷性和效率的同时降低了定制研发的边际成本。目前公司已经形成数十个核心技术平台, 数百个关键产品平台, 具备每年为客户提供数千个产品定制解决方案的能力。2020 年公司出货数量 10 万+ 的 ODM 产品平台数量由 2019 年的 52 个增长至 69 个, 其中出货数量 100 万+ 的产品平台数量由 2019 年的 4 个快速增长至 2020 年 16 个, 平台规模优势逐步体现, 公司加强产品线建设, 打造更多的 ODM 产品平台数量。公司拥有 1345 人的研发队伍, 是区别于智能控制器 OEM 厂商的关键能力。

图表 38: 行业内公司研发费用率



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 39: 可比性公司销售均价 (元/件)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

OEM 向 ODM 转型, 有效提升毛利和单价。传统智能控制器厂商主要业务是代加工, 整体毛利率低且可取代性高, 没有较深的护城河。拓邦过去以家电品牌厂商 OEM 控制器为主要业务形式, 采用成本加成定价模式, 整体毛利率较低, 随着公司研发能力增强以及智能化的持续深入, 品牌厂商更多联合公司研发设计, 公司 ODM 业务占比不断提升, 采取协商定价模式, 毛利率较高; 近些年, 随着物联网及智能家居不断发展, 业务模式持续优化, 公司进行联合设计制造帮助厂商增加家居智能的解决方案, 即 JDM 模式, 该模式毛利率更高。随着公司收入结构持续改善, 家电行业以外的收入占比与创新产品及高附加值产品占比大幅提升, 公司产品单价也在不断提升。

2. 全球化产能运营布局更贴近客户

产能稳步提升，全球化布局快速推进，为业务的快速增长提供保障。根据业务发展的需要，公司在美国、日本、德国、印度、越南等全球多地建立了共计 16 个区域运营中心、生产制造中心、研发中心、代表处等，全球化布局快速推进。具体来看，国内方面，公司已布局两大产能区域和一大研发中心。在珠三角区域，公司拥有深圳和惠州两大生产基地，深圳总部集研发与生产于一体，而惠州子公司已成为珠三角区域的主要产能来源；在长三角区域，宁波运营基地主厂房已经封顶，有望在 2021 年下半年投入使用，2020 年实现销售收入 1.6 亿；在西南区域，公司在重庆布局研发中心，确保技术发展；海外方面，公司聚焦于亚洲产能布局，2015 年在印度建立子公司，2017 年工业园开始投入建设，2019 年运营中心进入试生产阶段且已通过部分客户的审厂，目前产能受疫情影响，但通过视频、网络等远程办公方式，产能在快速爬坡中；2019 年越南孙公司建成投产，产能快速提升并已完成部分客户的转产工作，2020 年全年实现 3 亿以上销售收入，惠州二期建设在年初已动工，预计 2023 年末完工并逐步释放产能。

重点开发低成本和高增长区域，更好贴近客户服务。在珠三角地区，公司逐步将产能从深圳向惠州转移，此举降低了公司采购和人力的成本，提升了产品毛利率；在长三角地区，宁波运营基地保障了公司进军长三角地区市场，进一步扩大了国内市场份额；在海外区域，越南和印度都有较好的人口红利，给公司在海外市场的拓展带来机遇与上涨空间，其中越南生产基地主要为服务响应贴近大客户，目前主要服务 TTI 和东南亚周边一带客户，在印度主动布局，看好印度及周边国家的增量新兴市场，尽管受疫情及中印摩擦影响，产能释放稍有延迟，但运营中心试生产顺利且已有部分大客户审厂通过，公司通过视频、网络等远程办公手段，产能在逐步提升。公司一季报显示，公司取得了惠州二期用地指标，目前在设计和勘探阶段；越南二期仅用了半年的时间，已实现主体完工，宁波运营基地预计今年四季度可以投入使用。

图表 40：公司全球化产能布局

区域	地点	占地面积 (平方米)	建筑面积 (平方米)	产能布局情况
珠三角	深圳（总部）	35423	54104	电子元件的研发和生产
	惠州工业园	77163	18912	珠三角地区主要产能来源，2020 年生产效率快速提升，募投项目惠州二期建设中，预计 2023 年贡献增量。
长三角	宁波运营基地	34874	-	宁波运营基地主厂房已经封顶，预计 2021 年下半年能够投产使用。杭州产能稳定，2020 年实现销售收入 1.6 亿。
西南	重庆意园	-	57027.78	布局研发中心，就地取材降低运营成本
海外	印度浦那子公司	16750	25522	已实现批量生产并完成部分客户的转产工作，公司克服疫情影响，通过视频、网络等远程办公手段，产能在快速爬坡中。
	越南同奈孙公司	60000	110000	在建中，工业园建设 2 年，建设投产后爬坡 1 年，有望 23 年释放产能
	越南平阳孙公司	-	6000	2020 年，越南平阳孙公司虽受疫情的影响，但公司克服困难，产能快速提升，助力客户完成转产工作，全年实现 3 亿以上的销售收入。二期建设在年初已动工，有望 2021 年末完工并逐步释放产能

来源：公司公告，国金证券研究所

3. 品牌效应赢得大客户

品牌效应不断提升公司市占率。公司已经与全球众多知名品牌客户形成了合作关系，享有较高的品牌知名度。目前，公司客户主要集中在高端厨具、卫浴及电动工具领域，与 TTI、苏泊尔、方太、IFB、维嘉、老板、美的、海尔等一批龙头品牌客户建立合作关系，同时还有大约 500 家中小品牌客户，形成了“纺锤形”客户体系。因此，公司出货量也随之快速增加，品牌效应带动市场占有率的提升。

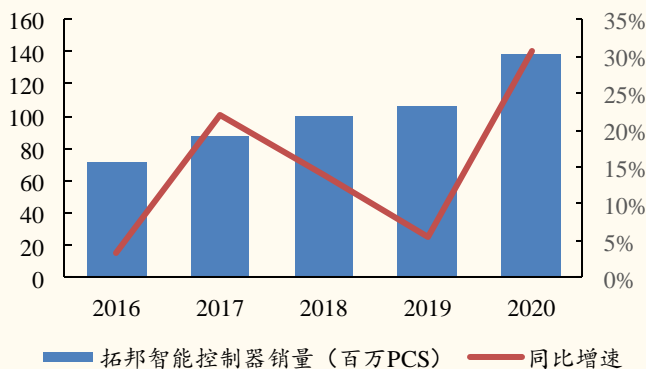
图表 41：公司主要客户



来源：公司官网，国金证券研究所

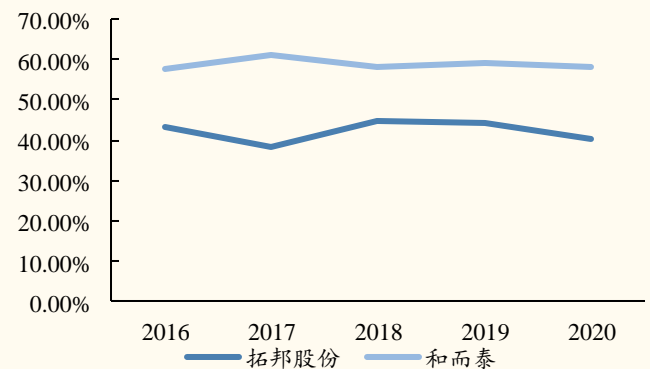
持续贯彻执行“客户亲密”战略，大力发展头部客户。强化客户亲密战略，使得公司在“纺锤形”客户结构基础上进行了一些调整和优化，在深耕细分领域头部客户（战略客户）的基础上，加大了对全球综合类客户（大客户）的开发力度，积极培育创新类客户（科创客户），2020 年头部客户数量增加至 80 家，相较 2019 年增加 51%，头部客户收入占比提升至 80%，与和而泰相对比，公司前五大客户销售占比略低，客户集中度较低，但近三年也超过 40%，表明公司通过优化客户进一步优化收入结构。自 2020 年以来，公司家电、工具业务上的客户在不断突破，市场份额和市占率不断提升，尤其是在工具领域，与 TTI 的合作形成了较好的标杆效应，排名前 10 的客户在不断突破和放量。

图表 42：公司智能控制器销量（百万 PCS）



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 43：可比公司前 5 大客户销售额占比（单位：%）

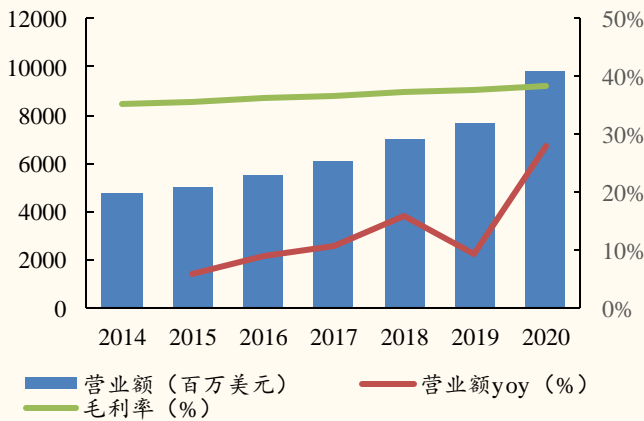


来源：wind，国金证券研究所

4. “电控+电机+电池”业务协同效应显著

公司具有“电控+电机+电池”的独特竞争优势。电动工具行业未来迎来“油转电”和“无绳化”的技术升级机遇，过去很多采用燃油提供动力的产品逐步替换为采用锂电池提供动力，产品的电池、电控和电机均需升级换代。公司在锂电池业务的提前布局，使得公司具有“电控+电机+电池”的独特竞争优势，除了提供智能控制器外，还可以提供动力锂电池以及电机，形成了电控整体解决方案。对于客户而言，相较于单独采购控制器、电池、电机，若供应商能够提供有竞争力的整体方案，更方便其进行供应商管理与成本管理，因此拓邦通过自身业务协同优势得到客户认可。公司从 2011 年进入电动工具巨头 TTI (Techtronic Industries Co.) 的供应体系，发展至今已成为 TTI 高端系列电动工具智能控制器的头部供应商，TTI 也成为了公司第一大客户，公司技术和产品得到大客户的充分肯定。未来公司有望继续保持工具行业细分龙头地位。

图表 44: TTI 营收毛利率及营收增速 (百万美元, %)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 45: T-smart 与其他平台互联互通



来源: 公司官网, 国金证券研究所

三电一网带来协同效应。公司电控、电机、电池与物联网平台 T-smart 三电一网组合使公司具备业界独有的“智能控制器+高效电机+锂电池”的整体解决方案能力, 进一步强化了公司技术引领能力。智公司 T-smart 平台于 2017 年推出, 能够提供智能控制器、通讯模块、云和 APP 的一站式服务, 并且能够和其他平台如阿里云、QQ 物联等互联互通。公司分别于 19 年、20 年中标智慧校园物联网项目, 公司通过提前布局物联网, 走在行业前列, 未来物联网业务有望成为新增长点。

风险提示

■ 智能控制器行业竞争加剧, 量价上升不及预期

随着物联网建设带来的智能化联网化的普及加深, 智能控制器产品智能化要求提升, 量价齐升是趋势, 但考虑细分市场空间上升可能会吸引新竞争对手, 现有厂家降价来应对激烈竞争, 量价上升可能不及预期。

我们认为拓邦通过持续的高研发投入提升产品创新和快速定制化交付能力, 未来有望通过核心技术产品和深耕多年的龙头经验应对竞争, 创新、定制化产品有一定的议价能力。

■ 上游芯片涨价超预期, 备货不足无法完成订单

上游芯片短缺问题是整个行业面临的问题, 通常价格随行就市, 按照价格机制向下传导。公司针对芯片问题根据客户订单进行提前备货, MCU 和电源 IC 考虑进行国产化替代, 拓邦作为智控行业的龙头经历过 18 年原材料短缺风波, 已有充分经验进行应对, 但可能会存在上游芯片涨价超预期, 备货不足无法满足下游订单的风险。

■ 锂电业务竞争较大, 协同效应不及预期

锂电业务目前是新兴热门行业, 竞争较大。拓邦战略性放弃大型动力通用领域, 聚焦在专用市场的小型储能与小型动力市场, 与公司的电动工具业务产生协同效应, 能够给客户“电机+电控+电池”的一体化解决方案, 但考虑锂电领域竞争较为激烈且客户偏好不同, 协同效应可能不及预期。

■ 海外疫情不可控, 工厂开工进度不及预期

海外疫情持续反复, 公司印度、越南工厂建设开工可能会受疫情影响, 有开工进度缓慢, 产能供应不足的风险, 但公司惠州二期正在建设, 有望对产能进行补充。

■ 募投项目惠州二期建设进度不及预期

■ 限售股解禁风险

2021年12月6日有限售股9210.53万股到期解禁，占总股本7.44%，解禁后可能引起股价波动。

■ 人民币升值带来的汇兑损失风险

公司海外业务占比超过55%，存在人民币升值带来的汇兑损失风险。

附录

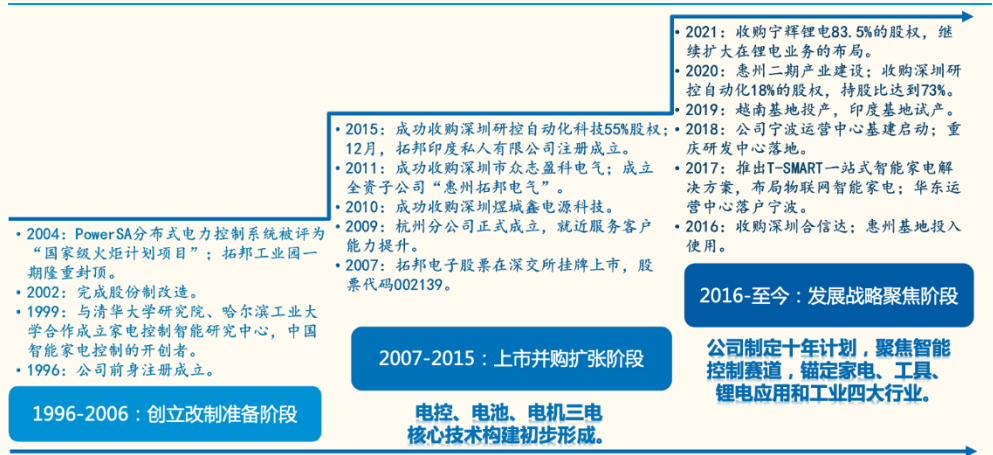
历史沿革

1) **1996-2006:创立改制准备阶段**: 公司前身 1996 年注册成立, 1999 年即与清华大学、哈工大合作成立家电控制智能研究中心, 是中国家电智能控制的开创者。02 年完成股份制改造, 拓邦工业园一二期分别于 04 年、07 年封顶, 在此期间通过一系列质量认证, 为上市做准备。

2) **2007-2015:上市并购扩张阶段**: 公司于 07 年在深交所挂牌上市, 成为国内首家上市的智能控制器公司, 09、11 年成立杭州分公司, 惠州拓邦电气子公司, 10、11 年分别收购深圳煜城鑫电源科技、深圳众志盈科电气, 15 年收购深圳研控自动化 55% 股权, 并注册成立印度私人公司开启海外布局。自此公司电控、电池、电机三电核心技术构建初步形成。

3) **2016-至今: 发展战略聚焦阶段**。16 年收购合信达进入暖通行业, 17 年推出 T-smart 平台, 正式布局物联网, 18 年宁波运营中心、重庆研发中心落地, 19 年越南基地投产印度基地试产, 20 年继续增持深圳研控至 73%, 21 年收购宁辉锂电 83.5% 股权, 继续扩大在锂电业务的布局。公司制定十年计划, 聚焦智能控制赛道, 锚定家电、工具、锂电应用和工业四大行业。

图表 46: 公司发展阶段划分

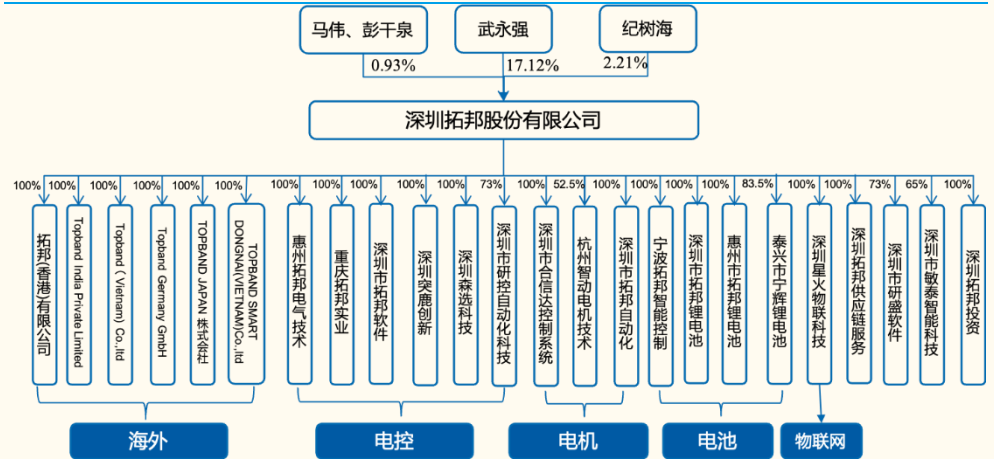


来源: 公司公告, 国金证券研究所

股权结构

公司管理层结构稳定。公司实际控制人为武永强先生, 持股 17.12%, 自 2002 年以来担任公司董事长已近 20 年, 有丰富的行业及管理经验; 公司高级技术人员纪树海持股 2.21%, 马伟、彭干泉等共持股 0.93%。公司管理层结构稳定, 核心成员自公司上市以来保持基本不变, 且主要为技术骨干, 保障了公司持续研发的战略方向与能力。公司通过设立、并购等方式构建起三电一网及海内外格局。

图表 47：公司股权结构与子公司业务布局



来源：wind，国金证券研究所

公司产品

图表 48：公司产品覆盖四大行业

行业分类	类别	细分领域	代表产品
家电行业	家用电器智能控制器	厨房大电	烤箱、油烟机、消毒柜、洗碗机、电磁灶、红外炉
		厨房小电	IH 饭煲、咖啡机、搅拌机、果汁机
		冰洗卫浴	冰箱、洗衣机、智能马桶
		生活电器	电熨斗、加湿器、净饮机、暖风机、吸尘器
		个护健康	跑步机、剃须刀、智能导入导出仪、智能洁面仪、智能美容仪器
	智能家居控制	暖通燃热	空调、热泵、热水器
		Mini 主机	Tophome 智能家居网关
		智能开窗器	智能开关面板
解决方案	电磁灶、IH 饭煲、变频微波炉、变频洗衣机、变频冰箱、搅拌机食物处理机、咖啡机、烤箱、热水器、马桶、T-smart		
工具行业	电动工具	电钻、内窥镜、锂电池包、充电器、空压机	
	园林工具	电锯、割草机、剪枝机、链锯、鼓风机	
锂电池行业	电芯	方形电芯	TB-027070180D-Fe-25Ah(LiFeP04)\TB-C1865135E-Fe-12Ah(LiFeP04)\TB-N2770145E-Fe-20Ah(LiFeP04)\TB-032173128E-Fe-50Ah
		圆柱形电芯	TB-18650BL-1500mAh(LiFeP04)\TB-18650AN-1500mAh Li(NiCoMn)02
	储能电池	通信保障	BTS 基站电源保障类、IDC 数据机房、一体化 UPS、便携式锂电系统
		电力储能	储能电站、风光储能、智能微网
		家庭储能	家庭光伏储能
	轻型动力电池	电力备份	电源备份
工业行业	医疗工控	工业控制	车辆启停、房车电源等
		工业控制	电力柜、贩卖机、加油机
		医疗器械	B 超机、血压计、输液泵、口腔医疗设备
	工业自动化	仪器仪表	水平仪、温控仪
		纺织机械、半导体设备、割草机器人、会议视讯服务机器人、工业机器人	

来源：公司官网，国金证券研究所

募投项目分析

拓邦股份于 2021 年 6 月 3 日在深圳证券交易所非公开发行新增股份 92,105,263 股，本次非公开发行募集资金总额不超过 10.5 亿元，扣除发行费用后将全部用于“拓邦惠州第二工业园项目”以及补充流动资金。募得资金 71.4% 的资金用于惠州二期工业园建设，建成后公司产能将进一步扩大，重点将突破电池产能瓶颈，改善电机生产线，竞争力提升。通常工业园建设 2 年，建设投产后爬坡 1 年，预计 2023 年底将会贡献增量。此次募集资金后，公司总资产、净资产规模将上升，资产负债率得以下降，资产负债结构将更加稳健，抗风险能力将进一步增强。

图表 49：非公开发行募投项目（万元）

项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金金额	扣除发行费用后 拟投入募集资金净额
拓邦惠州第二工业园项目	89,857.18	75,000.00	73,684.71
补充流动资金	30,000.00	30,000.00	30,000.00
合计	119,857.18	105,000.00	103,684.71

来源：公司公告，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	3,407	4,099	5,560	7,394	9,959	13,578	货币资金	512	816	1,219	1,610	2,067	3,152
增长率		20.3%	35.7%	33.0%	34.7%	36.3%	应收账款	1,086	1,575	2,028	2,466	3,204	4,207
主营业务成本	-2,727	-3,198	-4,204	-5,556	-7,455	-10,129	存货	492	513	1,115	1,674	2,042	2,498
%销售收入	80.0%	78.0%	75.6%	75.1%	74.9%	74.6%	其他流动资产	262	434	312	330	337	347
毛利	680	901	1,356	1,838	2,504	3,449	流动资产	2,352	3,338	4,675	6,080	7,651	10,204
%销售收入	20.0%	22.0%	24.4%	24.9%	25.1%	25.4%	%总资产	59.6%	65.2%	68.7%	68.7%	70.2%	73.4%
营业税金及附加	-22	-28	-22	-30	-40	-54	长期投资	115	83	96	206	226	246
%销售收入	0.6%	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	1,008	1,140	1,389	1,740	2,057	2,347
销售费用	-112	-135	-133	-222	-279	-353	%总资产	25.5%	22.3%	20.4%	19.7%	18.9%	16.9%
%销售收入	3.3%	3.3%	2.4%	3.0%	2.8%	2.6%	无形资产	431	470	559	712	859	991
管理费用	-108	-143	-181	-259	-329	-407	非流动资产	1,597	1,784	2,134	2,768	3,251	3,694
%销售收入	3.2%	3.5%	3.3%	3.5%	3.3%	3.0%	%总资产	40.4%	34.8%	31.3%	31.3%	29.8%	26.6%
研发费用	-181	-258	-314	-444	-578	-760	资产总计	3,949	5,122	6,809	8,848	10,902	13,898
%销售收入	5.3%	6.3%	5.6%	6.0%	5.8%	5.6%	短期借款	496	173	402	254	405	704
息税前利润 (EBIT)	257	338	706	884	1,279	1,874	应付款项	1,024	1,405	2,323	2,573	3,274	4,208
%销售收入	7.6%	8.2%	12.7%	12.0%	12.8%	13.8%	其他流动负债	152	191	309	406	528	693
财务费用	13	-36	-177	-6	3	4	流动负债	1,672	1,769	3,034	3,233	4,207	5,606
%销售收入	-0.4%	0.9%	3.2%	0.1%	0.0%	0.0%	长期贷款	0	200	200	200	200	200
资产减值损失	-27	75	89	0	0	0	其他长期负债	11	517	26	20	20	20
公允价值变动收益	0	120	-106	0	0	0	负债	1,683	2,486	3,260	3,453	4,427	5,826
投资收益	-2	-2	259	100	100	100	普通股股东权益	2,134	2,510	3,464	5,310	6,390	7,988
%税前利润	n.a	n.a	41.3%	10.2%	7.2%	5.1%	其中：股本	1,019	1,019	1,135	1,227	1,227	1,227
营业利润	273	392	628	978	1,382	1,978	未分配利润	628	866	1,325	2,053	3,133	4,731
营业利润率	8.0%	9.6%	11.3%	13.2%	13.9%	14.6%	少数股东权益	132	125	85	85	85	85
营业外收支	-1	1	-2	0	0	0	负债股东权益合计	3,949	5,122	6,809	8,848	10,902	13,898
税前利润	272	393	626	978	1,382	1,978	比率分析						
利润率	8.0%	9.6%	11.3%	13.2%	13.9%	14.6%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-35	-53	-75	-127	-180	-257	每股指标						
所得税率	12.8%	13.4%	12.0%	13.0%	13.0%	13.0%	每股收益	0.218	0.325	0.470	0.687	0.971	1.389
净利润	237	341	551	851	1,202	1,721	每股净资产	2.095	2.464	3.051	4.289	5.161	6.451
少数股东损益	15	10	18	0	0	0	每股经营现金净流	0.236	0.250	0.415	0.226	0.892	1.295
归属于母公司的净利润	222	331	534	851	1,202	1,721	每股股利	0.100	0.100	0.050	0.100	0.100	0.100
净利率	6.5%	8.1%	9.6%	11.5%	12.1%	12.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	10.41%	13.18%	15.40%	16.03%	18.82%	21.54%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	5.63%	6.46%	7.84%	9.62%	11.03%	12.38%
净利润	237	341	551	851	1,202	1,721	投入资本收益率	8.12%	8.32%	14.94%	13.11%	15.68%	18.12%
少数股东损益	15	10	18	0	0	0	增长率						
非现金支出	106	30	58	198	246	287	主营业务收入增长率	26.99%	20.32%	35.65%	32.98%	34.69%	36.34%
非经营收益	40	-59	-78	-61	-64	-50	EBIT增长率	-7.50%	31.26%	109.17%	25.21%	44.66%	46.47%
营运资金变动	-142	-57	-60	-711	-290	-369	净利润增长率	5.79%	48.90%	61.27%	59.53%	41.26%	43.10%
经营活动现金净流	240	255	471	277	1,094	1,589	总资产增长率	23.06%	29.69%	32.94%	29.95%	23.22%	27.48%
资本开支	-406	-405	-572	-717	-710	-710	资产管理能力						
投资	-135	65	-26	-67	-20	-20	应收账款周转天数	85.0	100.9	100.0	100.0	98.0	96.0
其他	0	7	216	100	100	100	存货周转天数	60.1	57.4	70.7	110.0	100.0	90.0
投资活动现金净流	-542	-334	-382	-684	-630	-630	应付账款周转天数	78.7	93.2	109.7	110.0	105.0	100.0
股权募资	0	0	44	1,118	0	0	固定资产周转天数	79.0	81.2	72.0	61.6	48.2	35.1
债权募资	460	450	225	-163	151	299	偿债能力						
其他	-141	-189	-101	-158	-158	-173	净负债/股东权益	-0.69%	-13.35%	-23.77%	-25.62%	-26.08%	-30.65%
筹资活动现金净流	319	261	169	797	-7	126	EBIT利息保障倍数	-20.5	9.3	4.0	144.2	-502.5	-504.5
现金净流量	18	182	258	391	457	1,085	资产负债率	42.61%	48.55%	47.88%	39.02%	40.61%	41.92%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	6	23	25	53
增持	0	2	4	4	1
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.25	1.21	1.20	1.05

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402