

拓邦股份 (002139.SZ)

传统业务整体稳健，新能源业务快速成长

买入

核心观点

2022年三季度业绩同比快速增长。公司发布2022年三季度报告，前三季度实现营业收入65.4亿元，同比+16.3%；实现归母净利润4.6亿元，同比-18.9%。从单季度来看，22Q3公司实现营业收入23.1亿元，同比+16.8%；实现归母净利润2.1亿元，同比+54.6%。受益于汇率波动带来的财务费用大幅缩减，公司三季度业绩同比快速增长。

基本盘表现稳健，新能源业务构筑新成长曲线。公司前三季度收入侧在疫情和外部环境不确定性的背景下表现相对稳健，分业务来看：①公司家电和电动工具基本盘业务在下游需求减缓背景下，整体维持小幅增长。②新能源业务成为公司第三成长曲线，公司抓住结构性机遇，前三季度实现60%以上的增长。目前公司新能源业务已具备逆变器、电芯、电池管理系统、电池包、换电柜、PACK等产品和完整的系统解决方案能力。公司也在产能侧加快投入，布局有深圳、惠州、泰兴及南通等多区域化生产基地，积极匹配增长需要。

原材料价格趋稳，盈利能力有望回暖。盈利能力方面，由于部分高价库存仍计入成本以及部分业务结构影响，三季度公司毛利率环比下降0.7pct，同比下降2.1pct至18.5%。随着大部分原材料价格趋于稳定以及高价库存逐渐出清，公司毛利率有望回暖。整体来看，受益于上游成本侧压力的减轻，公司盈利能力有望回暖。费用侧，由于加大新能源业务投入、深化组织变革以及股权支付费用等影响，公司三项费用率同比上升2.2pct；但公司积极控费增效，今年以来三项费用率合计维持环比下降态势；财务费用方面，受益于汇率波动带来的汇兑收益增加，同比大幅降低，22Q3为-1.0亿元。

调整激励目标，增强团队稳定性。公司基于外部环境适度调整股权激励的业绩目标，调整后20-24年营收目标复合增速由29%下调至25%；扣除股权激励费用后扣非净利润目标复合增速由34%下调至32%。公司调整业绩目标有助于确保员工受益股权激励计划，增强团队稳定性。

风险提示：下游市场发展不及预期；产能建设不及预期；疫情反复风险

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

综合考虑宏观经济波动等导致下游需求减缓以及成本侧短期压力，下调公司盈利预测，预计公司22-24年归母净利润由8.5/10.6/13.4亿元下调至6.1/8.8/12.4亿元，对应PE分别为23/16/11倍。公司基本盘业务稳健，长期增长趋势不变，新能源业务构建公司新成长曲线，看好公司增长潜力，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,560	7,767	9,234	11,639	14,540
(+/-%)	35.7%	39.7%	18.9%	26.0%	24.9%
净利润(百万元)	534	565	614	884	1243
(+/-%)	63.2%	5.9%	8.7%	44.0%	40.5%
每股收益(元)	0.47	0.45	0.48	0.70	0.98
EBIT Margin	12.7%	9.1%	5.6%	7.7%	9.1%
净资产收益率(ROE)	15.4%	11.2%	11.1%	14.0%	16.9%
市盈率(PE)	23.5	24.5	22.8	15.9	11.3
EV/EBITDA	18.8	20.9	25.6	16.8	12.7
市净率(PB)	3.62	2.76	2.53	2.22	1.91

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

通信·通信设备

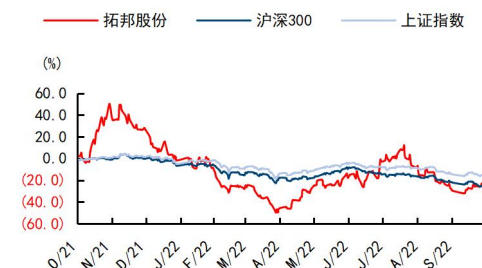
证券分析师：马成龙
 021-60933150
 machenglong@guosen.com.cn
 S0980518100002

证券分析师：付晓钦
 0755-81982929
 fuxq@guosen.com.cn
 S0980520120003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	11.12元
总市值/流通市值	14134/11587百万元
52周最高价/最低价	23.38/7.25元
近3个月日均成交额	606.96百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《拓邦股份-002139-重大事件快评：加速布局锂电池产能，享新能源产业红利》——2021-12-09
 《拓邦股份-002139-21年三季报点评：三季度业绩承压，长期增长逻辑不变》——2021-10-29
 《拓邦股份-002139-重大事件快评：成长空间充足，股权激励彰显信心》——2021-09-22
 《拓邦股份-002139-2021年半年度报告点评：Q2毛利率稳中有升，龙头优势进一步稳固》——2021-07-29
 《拓邦股份-002139-2021年半年度业绩预告点评：中报略超预期，需求高景气持续》——2021-07-13

图1: 拓邦股份营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 拓邦股份单季营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 拓邦股份归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



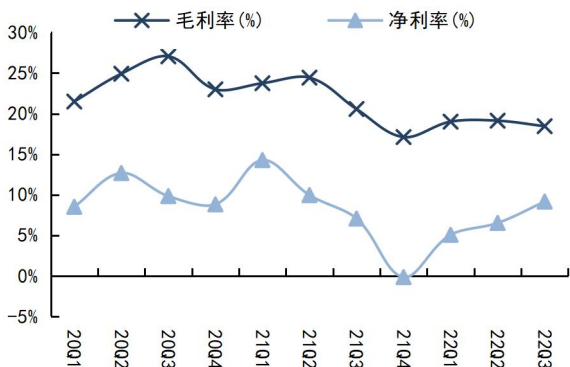
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 拓邦股份单季归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



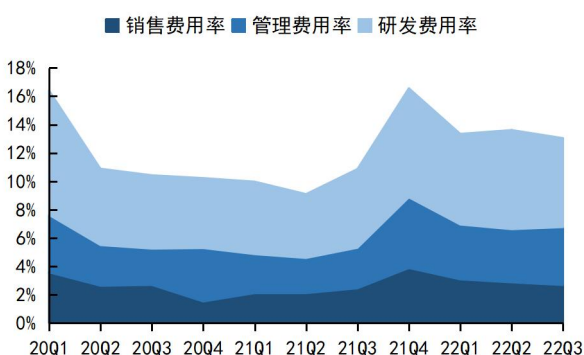
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 拓邦股份单季度毛利率、净利率变化情况



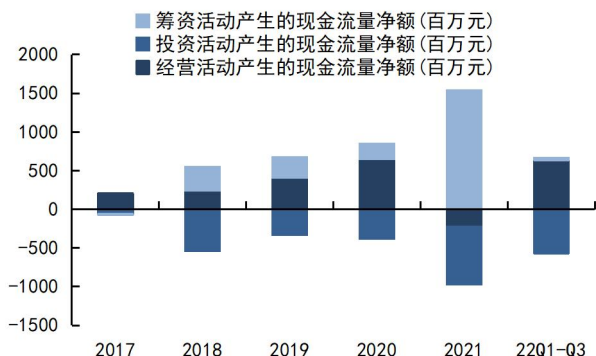
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 拓邦股份单季度三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图7：拓邦股份现金流量情况（百万元）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图8：拓邦股份存货及季度变动情况（百万元）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件：

工具板块：电动工具市场在经历 21 年加速补库存后，今年以来欧美市场渠道侧处于被动去库存周期，叠加宏观经济波动、疫情等外部环境的影响，公司电动工具板块下游大客户需求有所放缓。展望未来，一方面，工具锂电化、无绳化渗透仍有空间，且欧美市场以外市场的渗透率也还有较大提升空间；另一方面，随着后续渠道库存的逐渐出清，需求侧有望回暖。且公司在现有大客户基础上，积极拓展其他客户，实现份额提升。基于此，假设公司工具板块业务 22-24 年营收增速分别为 10%/20%/20%。毛利率方面，随着原材料价格逐渐趋稳以及公司前期高价库存逐渐出清，毛利率有望回暖。

家电板块：家电板块由于海外通胀、疫情等外部环境的影响，短期内消费信心有所走弱。公司在家电侧大客户开拓进展顺利并有新客户突破；且在新产品如暖通空调等领域实现良好增长。基于此，假设家电板块 22-24 年营收增速分别为 11%/15%/15%。毛利率方面也由于成本端压力缓解有所回暖。

新能源业务：今年以来，外部环境的不确定性也给能源相关领域带来结构性机遇，2022 年前三季度公司新能源业务实现 60% 以上的收入增速。公司新能源业务应用场景不断拓展，已具备逆变器、电芯、电池管理系统、电池包、换电柜、PACK 等产品和完整的系统解决方案能力。产能侧，公司加强多区域产能布局，积极满足市场需要。基于此，预计未来公司 3 年新能源板块营收增速分别为 65%/57%/42%。毛利率方面，今年以来包括锂等上游原材料价格走高，对公司新能源业务毛利率产生影响，假设后续锂等原材料价格趋稳，公司毛利率有望回暖。

工业：今年以来经济形势与疫情对工业自动化行业需求造成影响。前三季度公司在光伏等行业取得进展，展望远期工业自动化、智能化以及国产替代的趋势持续。基于此，假设 2022 年公司该板块业务略有增长，23-24 年维持稳定增长，收入增速分别为 5%/15%/15%。毛利率基于成本侧压力减轻，假设未来 3 年整体回暖。

智能解决方案与其他：智能解决方案目前相关业务占比较小，假设未来三年智能解决方案业务与其他业务实现稳定增长，毛利率总体稳定。

费用率方面，由于公司继续深化组织变革，加大新品类研发以及新能源业务投入，产能侧持续进行多区域化布局，叠加股权激励费用影响，假设短期内公司费用率提升。公司积极控费增效，考虑后续规模效应，假设 23-24 年费用率逐渐下降。

表1：拓邦股份业务拆分

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
工具					
收入（亿元）	20.9	29.9	32.9	39.5	47.4
增速		43.36%	10.00%	20.00%	20.00%
毛利率	27.42%	22.43%	21.50%	22.00%	22.00%
家电					
收入（亿元）	21.5	29.6	32.8	37.8	44.6
增速		37.36%	11.00%	15.00%	18.00%
毛利率	21.48%	19.55%	18.50%	20.00%	21.50%
新能源					
收入（亿元）	8.9	12.4	20.4	32.1	45.4
增速		38.86%	64.59%	57.14%	41.50%
毛利率	23.17%	21.73%	18.00%	20.00%	21.50%
工业					
收入（亿元）	2.6	3.0	3.1	3.6	4.1
增速		14.41%	5.00%	15.00%	15.00%
毛利率	33.16%	30.99%	31.50%	33.00%	33.00%
智能解决方案					
收入（亿元）	1.4	2.2	2.4	2.8	3.2
增速		60.40%	10.00%	15.00%	15.00%
毛利率		14.65%	15.50%	16.00%	16.00%
其他					
收入（亿元）	0.3	0.6	0.6	0.6	0.6
增速		105.05%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	15.77%	15.33%	15.33%	15.33%	15.33%
总营收（亿元）	55.6	77.7	92.3	116.4	145.4
增速		39.69%	18.88%	26.05%	24.93%
毛利率	24.39%	21.28%	19.29%	20.49%	21.42%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

投资建议：基于上述假设，综合考虑需求侧公司受通胀、疫情等导致的下游需求影响以及成本侧短期压力，下调公司盈利预测，预计公司 22-24 年归母净利润由 8.5/10.6/13.4 亿元下调至 6.1/8.8/12.4 亿元，对应 PE 分别为 23/16/11 倍。公司基本盘业务稳健，长期增长趋势不变，新能源业务构建公司新成长曲线，看好公司增长潜力，维持“买入”评级。

表2：同类公司估值比较

证券代码	证券简称	投资评级	股价 (10月27日)	EPS (元)			PE			PB	总市值 (亿元)
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E		
002139.SZ	拓邦股份	买入	11.03	0.45	0.48	0.70	24.5	22.8	15.9	2.8	140
001217.SZ	和而泰	无评级	15.50	0.61	0.73	1.00	45.3	21.1	15.5	3.7	142
300916.SZ	朗特智能	无评级	62.95	2.21	2.12	3.00	28.0	29.7	21.0	5.9	60
	平均						36.6	25.4	18.2	4.8	

资料来源：和而泰、朗特智能采用 Wind 一致预期数据，国信证券经济研究所整理和预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1219	1768	1072	1133	1159	营业收入	5560	7767	9234	11639	14540
应收款项	1781	2400	3119	3752	4698	营业成本	4204	6115	7452	9254	11426
存货净额	1115	2184	1930	2700	3449	营业税金及附加	22	29	37	47	58
其他流动资产	333	191	277	349	436	销售费用	133	209	249	291	349
流动资产合计	4675	6758	6613	8149	9957	管理费用	181	258	368	390	468
固定资产	1389	1795	2580	2927	3219	研发费用	314	450	609	757	916
无形资产及其他	310	436	418	401	383	财务费用	177	64	(0)	(2)	(3)
投资性房地产	428	592	592	592	592	投资收益	259	55	(3)	(2)	(2)
长期股权投资	7	26	26	26	26	资产减值及公允价值变动	(6)	186	55	40	20
资产总计	6809	9607	10230	12095	14177	其他收入	(467)	(710)	(604)	(737)	(896)
短期借款及交易性金融负债	402	457	0	0	0	营业利润	628	624	574	961	1364
应付款项	2265	2742	3476	4454	5307	营业外净收支	(2)	(3)	100	10	1
其他流动负债	366	734	553	680	839	利润总额	626	620	674	971	1365
流动负债合计	3034	3934	4029	5134	6147	所得税费用	75	48	53	76	106
长期借款及应付债券	200	475	475	475	475	少数股东损益	18	7	8	11	16
其他长期负债	26	81	81	81	81	归属于母公司净利润	534	565	614	884	1243
长期负债合计	226	556	556	556	556	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	3260	4490	4585	5690	6703	净利润	534	565	614	884	1243
少数股东权益	85	89	94	104	116	资产减值准备	14	96	78	39	33
股东权益	3464	5028	5550	6302	7358	折旧摊销	131	172	209	272	312
负债和股东权益总计	6809	9607	10230	12095	14177	公允价值变动损失	6	(186)	(55)	(40)	(20)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	177	64	(0)	(2)	(3)
每股收益	0.47	0.45	0.48	0.70	0.98	营运资本变动	(84)	(714)	80	(331)	(735)
每股红利	0.07	0.07	0.07	0.10	0.15	其它	1	(90)	(72)	(30)	(21)
每股净资产	3.05	4.00	4.37	4.96	5.79	经营活动现金流	602	(157)	853	794	813
ROIC	19%	15%	9%	14%	18%	资本开支	0	(794)	(1000)	(600)	(600)
ROE	15%	11%	11%	14%	17%	其它投资现金流	163	11	0	0	0
毛利率	24%	21%	19%	20%	21%	投资活动现金流	163	(802)	(1000)	(600)	(600)
EBIT Margin	13%	9%	6%	8%	9%	权益性融资	(36)	1342	0	0	0
EBITDA Margin	15%	11%	8%	10%	11%	负债净变化	0	275	0	0	0
收入增长	36%	40%	19%	26%	25%	支付股利、利息	(78)	(86)	(92)	(133)	(186)
净利润增长率	63%	6%	9%	44%	41%	其它融资现金流	(169)	(212)	(457)	0	0
资产负债率	49%	48%	46%	48%	48%	融资活动现金流	(361)	1507	(549)	(133)	(186)
息率	0.6%	0.6%	0.7%	1.0%	1.3%	现金净变动	403	548	(696)	62	26
P/E	23.5	24.5	22.8	15.9	11.3	货币资金的期初余额	816	1219	1768	1072	1133
P/B	3.6	2.8	2.5	2.2	1.9	货币资金的期末余额	1219	1768	1072	1133	1159
EV/EBITDA	18.8	20.9	25.6	16.8	12.7	企业自由现金流	0	(684)	(234)	171	196
						权益自由现金流	0	(621)	(692)	174	200

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032