

2023年3月1日

分析师  
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

## 新能源业务快速发展，盈利改善拐点已现 买入（维持）

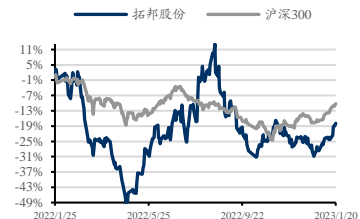
| 盈利预测与估值          | 2021A | 2022E | 2023E  | 2024E  |
|------------------|-------|-------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元）       | 7,767 | 9,180 | 11,387 | 14,870 |
| 同比               | 40%   | 18%   | 24%    | 31%    |
| 归属母公司净利润（百万元）    | 565   | 600   | 877    | 1,397  |
| 同比               | 6%    | 6%    | 46%    | 59%    |
| 每股收益-最新股本摊薄（元/股） | 0.45  | 0.47  | 0.69   | 1.10   |
| P/E（现价&最新股本摊薄）   | 26.74 | 25.17 | 17.22  | 10.81  |

关键词：#第二曲线 #产能扩张 #困境反转

### 投资要点

- **“四电一网”技术布局，盈利改善拐点已现：**拓邦是国内智能控制器龙头公司，以电控、电机、电池、电源、物联网平台的“四电一网”技术为核心，面向家电、工具、新能源、工业和智能解决方案等行业提供各种定制化解决方案。公司2018-2021年营收、归母净利润CAGR分别为31.6%、39.7%，2022年上半年实现营业收入42亿元，同比增长16%，22Q2以来，随着需求端逐渐复苏及新能源板块快速增长，营收增速逐渐回升，叠加原材料端成本压力下行，净利润22Q3已实现同比正增长。
- **智控器万亿美元赛道，家电/工具基本盘仍大有可为：**2017-2021年全球智能控制器市场复合增速为6%，全球控制器21年空间约1.7万亿美元，公司依靠家电和电动工具板块持续拓展市场份额，随着下游家电智能化升级，电动工具行业“锂电化、无绳化、无刷化”带来控制器新机遇，公司依靠产品创新，绑定大客户成长的同时持续拓展新客户，基本盘稳中有升，家电和电动工具未来三年有望保持15%-20%增速。
- **新能源业务成为新增长极，户储、便携式储能赛道业绩高增：**公司新能源业务板块主要包括储能及绿色出行。海外能源需求激增户储高速增长，预计2025年全球户储出货80GW/195.5GWh，21-25年CAGR130%，其中电池和BMS规模有望达到2033亿元，公司户储产品主要销往欧洲，北美市场推进加速；户外娱乐、应急领域需求强劲进一步拓展便携式储能市场，预计2026年全球市场规模为882.3亿元，带动全球便携储能逆变器市场有望达到163亿元，公司便携式储能板块目前是储能头部客户逆变器主要供应商，同步开拓新客户。新能源业务板块公司自建电池产能保障供应安全的同时，公司储备PCS、家储一体机等技术产品，通过提供定制化产品解决方案持续获得订单，体量不断增长，预计公司新能源业务未来三年有望保持50%以上增速。
- **盈利预测与投资评级：**我们看好公司新能源业务高速发展，叠加股权激励、组织架构优化、成本压力下行等因素，将公司2022-2024年归母净利润预测由6.2/8.4/12.2亿元调整为6/8.8/14亿元，可比公司行业平均22-24PE为30/20/15倍，公司当前市值对应PE分别为25/17/11倍，低于行业平均估值。我们给予公司23年25倍PE，对应目标市值220亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**国际形势动荡；下游需求不及预期；原材料价格剧烈波动。

### 股价走势



### 市场数据

|               |            |
|---------------|------------|
| 收盘价(元)        | 11.90      |
| 一年最低/最高价      | 7.25/16.65 |
| 市净率(倍)        | 2.71       |
| 流通 A 股市值(百万元) | 12,380.31  |

### 基础数据

|             |          |
|-------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 4.39     |
| 资产负债(% ,LF) | 46.19    |
| 总股本(百万股)    | 1,269.54 |
| 流通 A 股(百万股) | 1,040.36 |

### 相关研究

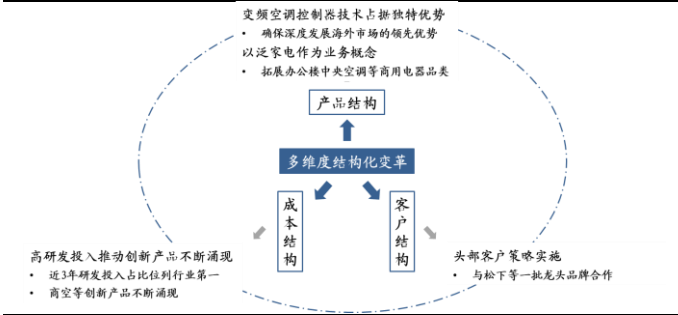
《拓邦股份(002139): 2022Q3 季报点评: 三季报符合预期, 新能源业务持续高增》  
2022-10-28

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持, 尤其感谢马天翼、唐权喜和金晶的指导。



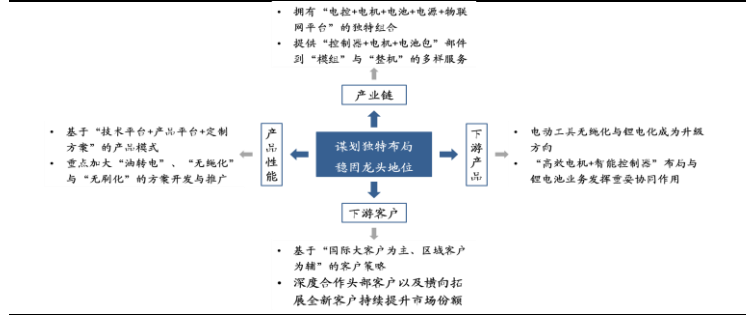
“锂电化”、“无绳化”与“无刷化”带来新机遇，OPE 打开电动工具新空间。电动工具全球市场空间广阔，2020 年 CR8 超出 60%，行业集中度较高。全球电动工具智控器市场 2026 年预计可达 280 亿元，前景广阔。

图4：公司家电智控器战略布局



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

图5：公司电动工具智控器战略布局

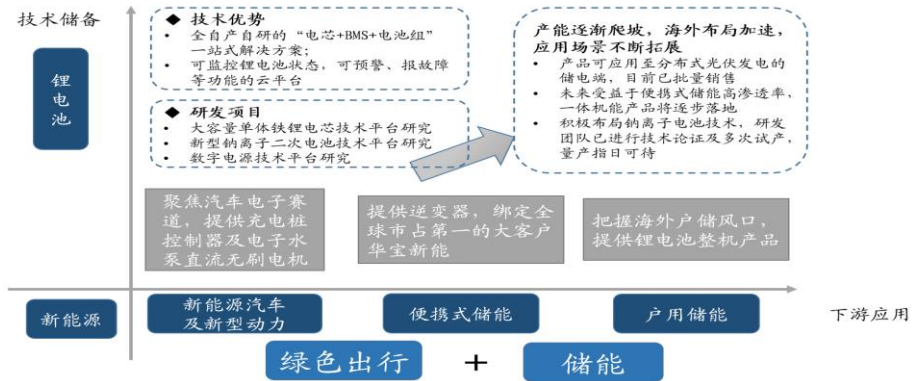


数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

### 3. 新能源业务成为新增长极

公司新能源业务主要面向储能及绿色出行两大应用领域。储能业务聚焦头部客户，市场份额有望提升。高研发投入技术优势构建核心竞争力，自有产能有序扩张保障供应安全。除储能相关业务外，公司积极布局绿色出行业务，主要应用领域为新能源汽车及轻型动力。前瞻战略布局乘赛道东风，新能源业务成为公司新增长极。

图6：公司新能源业务布局



数据来源：东吴证券（香港）

### 4. 盈利预测与投资建议

我们将公司 2022-2024 年归母净利润预测由 6.2/8.4/12.2 亿元调整至 6/8.8/14 亿元，公司当前市值对应 PE 分别为 25/17/11 倍，我们给予公司 23 年 25 倍 PE，对应目标市值 220 亿元，维持“买入”评级。

### 5. 风险提示

国际形势动荡；下游需求不及预期；原材料压力缓解不及预期。

## 拓邦股份三大财务预测表

| 资产负债表(百万元)       |              |               |               |               | 利润表(百万元)        |              |              |               |               |
|------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
|                  | 2021A        | 2022E         | 2023E         | 2024E         |                 | 2021A        | 2022E        | 2023E         | 2024E         |
| <b>流动资产</b>      | <b>6,758</b> | <b>7,485</b>  | <b>8,772</b>  | <b>11,722</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>7,767</b> | <b>9,180</b> | <b>11,387</b> | <b>14,870</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 1,983        | 2,441         | 2,666         | 3,863         | 营业成本(含金融类)      | 6,115        | 7,431        | 8,988         | 11,539        |
| 经营性应收款项          | 2,428        | 2,709         | 3,445         | 4,410         | 税金及附加           | 29           | 37           | 46            | 59            |
| 存货               | 2,184        | 2,070         | 2,274         | 3,046         | 销售费用            | 209          | 276          | 324           | 409           |
| 合同资产             | 0            | 0             | 0             | 0             | 管理费用            | 258          | 382          | 438           | 556           |
| 其他流动资产           | 163          | 265           | 388           | 404           | 研发费用            | 450          | 596          | 658           | 831           |
| <b>非流动资产</b>     | <b>2,849</b> | <b>3,505</b>  | <b>3,734</b>  | <b>3,842</b>  | 财务费用            | 64           | -163         | 21            | 18            |
| 长期股权投资           | 26           | 24            | 24            | 24            | 加:其他收益          | 26           | 32           | 34            | 45            |
| 固定资产及使用权资产       | 1,358        | 2,011         | 2,285         | 2,376         | 投资净收益           | 55           | 18           | 23            | 30            |
| 在建工程             | 495          | 238           | 135           | 94            | 公允价值变动          | 86           | 80           | 80            | 80            |
| 无形资产             | 436          | 586           | 636           | 686           | 减值损失            | -186         | -90          | -80           | -70           |
| 商誉               | 111          | 111           | 111           | 111           | 资产处置收益          | 0            | 0            | 0             | 0             |
| 长期待摊费用           | 95           | 95            | 104           | 112           | <b>营业利润</b>     | <b>624</b>   | <b>662</b>   | <b>968</b>    | <b>1,542</b>  |
| 其他非流动资产          | 328          | 440           | 440           | 440           | 营业外净收支          | -3           | 0            | 0             | 0             |
| <b>资产总计</b>      | <b>9,607</b> | <b>10,990</b> | <b>12,506</b> | <b>15,564</b> | <b>利润总额</b>     | <b>620</b>   | <b>662</b>   | <b>968</b>    | <b>1,542</b>  |
| <b>流动负债</b>      | <b>3,934</b> | <b>4,527</b>  | <b>5,107</b>  | <b>6,720</b>  | 减:所得税           | 48           | 53           | 77            | 123           |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 457          | 457           | 457           | 457           | <b>净利润</b>      | <b>572</b>   | <b>609</b>   | <b>891</b>    | <b>1,419</b>  |
| 经营性应付款项          | 2,743        | 3,244         | 3,747         | 5,228         | 减:少数股东损益        | 7            | 9            | 13            | 21            |
| 合同负债             | 93           | 186           | 180           | 173           | <b>归属母公司净利润</b> | <b>565</b>   | <b>600</b>   | <b>877</b>    | <b>1,397</b>  |
| 其他流动负债           | 641          | 640           | 723           | 861           | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 0.45         | 0.47         | 0.69          | 1.10          |
| 非流动负债            | 556          | 728           | 723           | 720           | EBIT            | 547          | 501          | 977           | 1,530         |
| 长期借款             | 475          | 625           | 625           | 625           | EBITDA          | 762          | 765          | 1,269         | 1,844         |
| 应付债券             | 0            | 0             | 0             | 0             | 毛利率(%)          | 21.28        | 19.05        | 21.07         | 22.40         |
| 租赁负债             | 40           | 34            | 29            | 25            | 归母净利率(%)        | 7.27         | 6.54         | 7.71          | 9.40          |
| 其他非流动负债          | 41           | 69            | 69            | 69            | 收入增长率(%)        | 39.69        | 18.19        | 24.04         | 30.60         |
| <b>负债合计</b>      | <b>4,490</b> | <b>5,255</b>  | <b>5,830</b>  | <b>7,440</b>  | 归母净利润增长率(%)     | 6.16         | 6.26         | 46.15         | 59.25         |
| 归属母公司股东权益        | 5,028        | 5,638         | 6,565         | 7,992         |                 |              |              |               |               |
| 少数股东权益           | 89           | 98            | 111           | 132           |                 |              |              |               |               |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>5,117</b> | <b>5,735</b>  | <b>6,676</b>  | <b>8,125</b>  |                 |              |              |               |               |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>9,607</b> | <b>10,990</b> | <b>12,506</b> | <b>15,564</b> |                 |              |              |               |               |

| 现金流量表(百万元) |        |       |       |       | 重要财务与估值指标      |       |       |       |       |
|------------|--------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
|            | 2021A  | 2022E | 2023E | 2024E |                | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 经营活动现金流    | -225   | 1,172 | 731   | 1,615 | 每股净资产(元)       | 4.00  | 4.44  | 5.17  | 6.30  |
| 投资活动现金流    | -748   | -982  | -569  | -462  | 最新发行在外股份(百万股)  | 1,270 | 1,270 | 1,270 | 1,270 |
| 筹资活动现金流    | 1,543  | 49    | -68   | -66   | ROIC(%)        | 9.89  | 7.12  | 12.28 | 16.55 |
| 现金净增加额     | 539    | 299   | 145   | 1,117 | ROE-摊薄(%)      | 11.24 | 10.65 | 13.36 | 17.48 |
| 折旧和摊销      | 215    | 264   | 292   | 314   | 资产负债率(%)       | 46.74 | 47.81 | 46.62 | 47.80 |
| 资本开支       | -847   | -814  | -500  | -400  | P/E(现价&最新股本摊薄) | 26.74 | 25.17 | 17.22 | 10.81 |
| 营运资本变动     | -1,111 | 235   | -492  | -140  | P/B(现价)        | 2.97  | 2.68  | 2.30  | 1.89  |

数据来源:Wind,东吴证券(香港),全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券(香港)预测。

#### 分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

#### 利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

#### 免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

### 特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

### 评级标准：

#### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

#### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>

