

深耕智控成长赛道 卡位新能源蓄势待发

—拓邦股份 (002139.SZ)

通信行业/通信设备

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

公司定位全球智能控制器解决方案的领航者，厚积薄发，在该领域积淀近 20 余年。受益于全球智能化的发展，公司营收和归母净利润保持高速增长，从 2014 年到 2022 年 CAGR 超过了 30%，盈利能力表现良好。

- 公司重视研发投入和技术积累，以保持其在行业内的领先优势，公司以“四电一网”技术为核心，面向多行业提供智能控制解决方案。
- 公司加速全球化布局，在全球多地建立了运营中心、生产制造中心，进一步提升服务响应能力和服务品质。公司客户遍布全球，已与国内外优秀品牌客户建立了深度合作，客户数量持续增长，质量不断提升。

全球智能化产业快速发展，拉动智能控制器市场规模快速增长，下游应用场景较为广泛。产业发展呈现东升西落，国内厂商标额持续提升，与此同时产业链分工带动智能控制器龙头厂商标额提升。

- 公司工具业务板块突飞猛进，目前已经成为公司第一大业务板块。该板块的成长主要驱动力是应用场景不断拓展打开增量市场，存量市场技术升级，实现锂电化和无绳化。公司已进入多个头部客户的供应体系，产品的品类实现横向拓展，市场份额稳步提升。
- 家电板块作为公司业务的基础板块，营业收入持续增长，品类不断扩充，主要应用包括厨房大小电、冰洗卫浴、生活电器与个护健康等。此外智能家居渗透率持续提升，能家居控制器应用领域迅速扩大，市场需求旺盛。

公司高瞻远瞩，卡位布局新能源市场，全力打开第三增长曲线。

- 海外户外储能如破竹，户用储能需求高增，多因素助力海外储能快速发展。欧洲户储装机量从 2013 年的 30MWh 增长到了 2021 年的 2294MWh，年复合增长率高达 71.96%。
- 全球便携式储能如火如荼，市场规模持续增长。户外出行、应急等场景推动了全球便携式储能的发展，给人们的生活提供极大的便利和多重保障。
- 国家颁布多项政策推动绿色出行，两轮电动车作为绿色出行交通工具快速发展，两轮电动车锂电渗透率持续提升，电动锂电化为长期发展趋势。
- 公司新能源业务主要面向储能及绿色出行两大应用领域。公司 2006 年开始进军新能源业务，长期坚持自主研发，拥有自产自研的“电芯+BMS+电池组”技术，为下游客户提供一站式解决方案。

投资建议：公司作为智能控制器龙头，持续扩张新的业务，全力打开公司增长的第三增长曲线。综合考虑行业均值和公司行业地位，给予公司 25 倍 PE，对应目标价 16 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：上游原材料价格波动风险：未来主要原材料价格出现大幅上涨，对公司经营业绩带来不利影响。汇率波动的风险：公司海外收入占比较高，会受到外汇波动的影响。海外经济衰退的风险：若海外宏观经济下行，可能会影响下游客户采购的意愿，会对公司的业绩造成不利影响。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,767.03	8,875.10	11,123.80	13,787.51	16,927.91
增长率(%)	39.69%	14.27%	25.34%	23.95%	22.78%
归母净利润(百万)	564.96	582.66	815.18	1,045.37	1,403.44
增长率(%)	5.89%	3.13%	39.91%	28.24%	34.25%
净资产收益率(%)	11.24%	10.17%	12.11%	13.68%	15.81%
每股收益(元)	0.47	0.46	0.64	0.82	1.11
PE	26.21	26.78	19.19	14.96	11.14
PB	3.08	2.73	2.32	2.05	1.76

资料来源：公司财报，估值模型，申港证券研究所

评级

买入(首次)

2023年04月06日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

张建宇

研究助理

zhangjianyu@shgsec.com

SAC 执业证书编号: S1660121110002

交易数据

时间 2023.04.06

总市值/流通市值(亿元)	161/132
总股本(万股)	126953.54
资产负债率	43.83%
每股净资产(元)	4.51
收盘价(元)	12.32
一年内最低价/最高(元)	7.20/16.65

公司股价表现走势图



资料来源：同花顺 iFinD, 申港证券研究所

内容目录

1. 全球智能控制方案的领航者	4
1.1 公司股权架构稳定 股权激励绑定核心员工.....	5
1.2 公司管理层具有丰富的行业经验.....	6
1.3 公司长期高研发投入 构筑产品竞争力.....	7
1.4 公司全球布局 多元化发展经营.....	7
1.5 公司产能持续扩大 营收稳步增长.....	9
1.6 公司成本控制良好 利润率保持稳定.....	10
1.7 公司规模处于行业领先水平.....	11
2. 物联网高速发展 智控市场空间广阔	12
2.1 物联网不断扩张 智控产业蓬勃发展.....	12
2.2 智控市场潜力巨大 产业链覆盖广泛.....	12
2.3 芯片智能控制器的核心零部件.....	13
2.4 下游行业需求广泛 市场规模不断提升.....	14
2.5 产业东升西落 国内厂商加速成长.....	15
3. 新趋势推动电动工具领域新需求	16
3.1 电动工具行业稳步发展 全球市场规模持续增长.....	16
3.2 无绳化、锂电化成为电动工具发展的新趋势.....	18
3.3 公司高瞻远瞩 布局工具板块.....	19
4. 家电智能化持续推进 发展前景广阔	20
4.1 大家电更新升级 小家电品类扩张.....	20
4.2 家居智能化拉动智能控制器需求增长.....	21
4.3 公司布局家电智能控制器 品类和规模不断提升.....	22
5. 卡位新能源市场 公司增长动能十足	23
5.1 海外户储势如破竹.....	23
5.2 便携式储能市场规模快速增长.....	24
5.3 电动车锂电化渗透率逐步提升.....	25
5.4 公司布局新能源赛道 全力打开第三增长曲线.....	26
6. 盈利预测与投资建议	27
6.1 盈利预测.....	27
6.2 投资建议.....	28
7. 风险提示	28

图表目录

图 1: 拓邦电子发展历程.....	4
图 2: 公司股权架构图.....	5
图 3: 公司历年研发投入情况.....	7
图 4: 公司历年研发人员情况.....	7
图 5: 拓邦股份主要全球合作伙伴.....	8
图 6: 公司前五大客户销售金额及占比变化.....	8
图 7: 公司各产品营收占比.....	8
图 8: 公司各产品毛利率变化趋势.....	8
图 9: 公司分地区营收占比.....	9
图 10: 公司分地区毛利率变化趋势.....	9
图 11: 2017-2022 年产销量变化.....	9
图 12: 公司历年营收情况.....	10
图 13: 公司历年归母净利润情况.....	10
图 14: 公司费用率情况.....	10
图 15: 公司历年销售毛利率、净利率情况.....	11
图 16: 公司历年营业收入水平同业比较.....	11
图 17: 公司历年归母净利润水平同业比较.....	11
图 18: 公司历年毛利率水平同业比较.....	11
图 19: 公司历年净利率水平同业比较.....	11
图 20: 近年中国智能控制器相关专利申请情况.....	12
图 21: 全球智能控制器产业市场规模及增速.....	13
图 22: 中国智能控制器产业市场规模及增速.....	13
图 23: 智能控制行业产业链概览.....	13
图 24: 智能控制器各部分成本占比情况.....	14
图 25: 智能原材料各部分占比情况.....	14
图 26: 国内智能控制器市场结构.....	14
图 27: 2015-2021 年中国智能控制器相关企业注册量.....	15

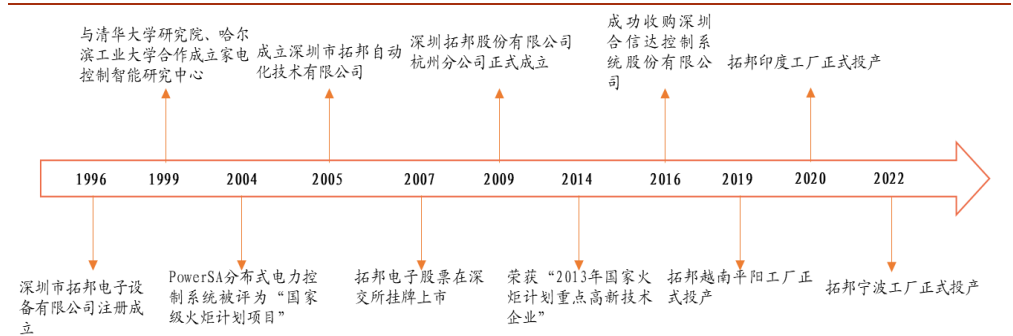
图 28: 2020 年中国智能控制器厂商市场份额占比.....	15
图 29: 国内智能控制器厂商海外收入 (亿元)	15
图 30: 2016-2022 全球电动工具出货量.....	16
图 31: 中国电动工具行业市场规模.....	17
图 32: 中国电动工具市场产量.....	17
图 33: 中国电动工具市场出口量及出口金额	17
图 34: 2020 年全球电动工具市场份额占比	18
图 35: 电动工具行业发展趋势.....	18
图 36: 电动工具市场规模占比 (按电力技术划分)	19
图 37: 公司工具业务营业收入及增速	20
图 38: 国内家电行业历年销售额	21
图 39: 2022 年家电各大类规模及同比增长	21
图 40: 全球智能家居市场历年收入及增速	22
图 41: 拓邦部分厨房大电智能控制器	22
图 42: 拓邦部分厨房小电智能控制器	22
图 43: 公司家电板块营业收入及增长率.....	23
图 44: 欧洲历年户储年装机量.....	24
图 45: 2021 年欧洲户储市场结构.....	24
图 46: 全球便携式储能出货量及增速	24
图 47: 全球便携式储能市场规模及增速.....	24
图 48: 2020 年全球便携式储能主要销售国家和地区	25
图 49: 2020 年全球便携式储能主要生产国家和地区	25
图 50: 中国两轮电动车销量及增长率	25
图 51: 中国两轮电动车锂电渗透率.....	25
图 52: 中国电动两轮车锂电池出货量及增长率.....	26
图 53: 公司新能源板块营业收入及增速.....	26
表 1: 公司主要产品介绍	5
表 2: 公司历次股权激励计划	6
表 3: 公司高管情况	6
表 4: 公司全球化布局情况	7
表 5: 近年中国智能控制器行业政策一览.....	12
表 6: 无绳电动工具优势	18
表 7: 拓邦公司工具用无刷电机类别	20
表 8: 小家电主要种类.....	21
表 9: 公司细分业务盈利预测	27
表 10: PE 估值法	28
表 11: 公司盈利预测表.....	29

1. 全球智能控制方案的领航者

公司持续深耕二十余年，成为全球领先的智能控制方案提供商。

- ◆ 公司于1996年在深圳市科技园成立，1999年与清华大学、哈尔滨工业大学达成研究合作，2007年于深交所挂牌上市，逐步进行全球化布局。
- ◆ 公司多元化布局业务，齐头并进各具特色。公司面向“家电、工具、新能源、工业和智能解决方案”五大行业，为客户提供定制化系统解决方案。
- ◆ 公司产品主要应用于厨房电器、电动工具、创新智能设备、电池储能、机器人、医疗设备等各领域。

图1：拓邦电子发展历程



资料来源：公司官网，申港证券研究所

公司以“四电一网”技术为核心，面向多行业提供智能控制解决方案。公司以电控、电机、电池、电源、物联网平台的“四电一网”技术为核心发展业务。

- ◆ 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，公司已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、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。
- ◆ 电池技术是能量进行存储和管理的技术。公司已形成从电芯技术、电池管理技术到电池包系统的完整的设计、开发定制和生产技术能力。
- ◆ 电源技术是一种电能转换技术。公司具有不同功率等级、多种类型的模拟电源、开关电源和数字电源技术平台，可提供充电、逆变及各类定制电源解决方案。
- ◆ 物联网平台是集合感知层、连接层和应用层的技术。公司已形成从物联网模块、智能终端到 APP、PaaS 物联网平台等完整的技术能力。

表1: 公司主要产品介绍

产品类别	产品名称	产品图片	产品介绍
智能控制器	微烤蒸电控制板		此系列产品主要用于嵌入式微波炉, 烤箱, 烤箱的电子控制, 可配合相应的操作部件和执行部件实现微蒸烤全部控制功能, 人机界面友好, 控制单元可选, 根据客户要求设计。
智能控制器	TFT 油烟机控制板		此系列产品主要用于抽油烟机的电子控制。可配合相应的操作部件和执行部件实现油烟机的全部控制功能, 人机界面友好。
智能控制器	电钻电锤角磨机		覆盖镍氢电池, 镍镉电池, 磷酸铁锂电池, 锂离子电池等多种民用, 工业, 汽车类常用电池的充放电保护。通过软硬件精确控制电池的充电和放电过程, 马达运转状态。
智能控制器	TLI-042G 系列防水电源		TLI-042G 系列的产品是输出功率为 42W、并具有 IP66 高防尘防水等级的 AC-DC LED 恒流驱动电源, 适用于户外的以 LED 为光源的装饰及建筑照明、公园广场景观照明、舞台急剧场照明。
智能控制器	TP216-1T2 单火 1路智能开关		TOPHOME 智能开关面板基于传统 86 型开关设计的一款由单火线供电的智能开关面板, 它可以控制各种类型负载的开关, 如 LED 灯, 白炽灯, 荧光灯和钨丝灯等。配合 TOPHOME 智能家居网关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。
锂电池	方形电芯		拓邦锂电通过自主研发和生产正极材料和电池, 为用户提供高能量密度的磷酸铁锂电池, 具有高温低温兼顾、循环寿命长、安全性高、可靠性好等特点。

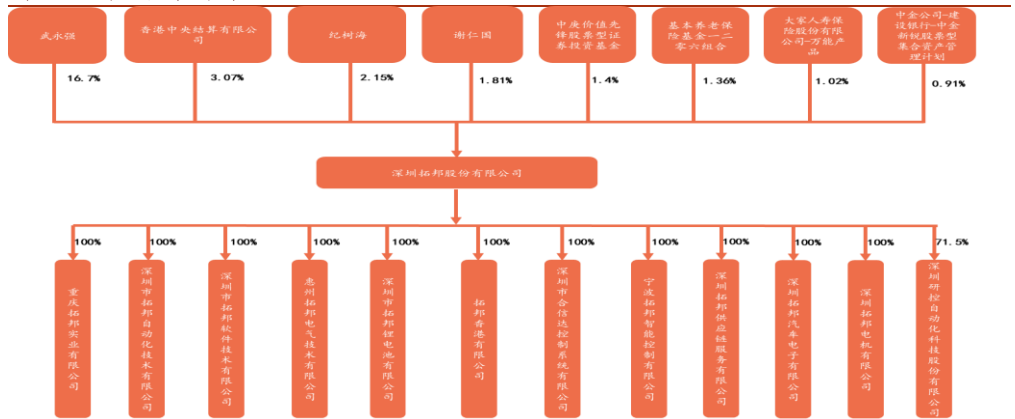
资料来源: 公司官网, 申港证券研究所

1.1 公司股权架构稳定 股权激励绑定核心员工

公司股权结构集中, 董事长武永强是公司的实际控制人。

- ◆ 董事长武永强目前直接持股比例为 16.70%, 是公司第一大股东。
- ◆ 公司子公司布局广泛, 主要从事智能控制领域产品的生产、研发与销售服务。

图2: 公司股权架构图



资料来源: 同花顺 iFinD, 申港证券研究所

公司实施股权激励计划, 绑定核心骨干员工与公司共同成长。公司上市以来共实施了5次股权激励计划, 覆盖了公司骨干, 有效调动了核心员工的工作积极性, 促进企业创新创造。

表2：公司历次股权激励计划

时间	激励标的物	激励总数 (万股/万份)	每股转让价格 (初始行权价)	绩效考核目标
2010	期权	720	12.68	2010-2012 年加权平均净资产收益率分别不低于 10%/12%/14%；以 2009 年度净利润为基数，2010-2012 年净利润增长率分别不低于 20%/44%/72%
2013	期权	1283.6	6.07	2013-2015 年加权平均净资产收益率分别不低于 10%/10.5%/11%；以 2012 年度净利润为基数，2013-2015 年净利润增长率分别不低于 90%/110%/140%
2015	股票	1769.3	7.86	以 2014 年度净利润为基数，2016-2018 年净利润增长率分别不低于 40%/70%/120%
2018	期权	4288.7	3.8	以 2017 年营业收入为基数，2019-2021 年营业收入增长率分别不低于 50%/90%/140%
2021	股票	3395.1	7.23	(1)以 2020 年营业收入为基数，2022-2024 年营业收入增长率分别不低于 55%/95%/145%；或(2)以 2020 年扣非净利润为基数，2022-2024 年扣非净利润增长率分别不低于 35%/110%/200%

资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，申港证券研究所

1.2 公司管理层具有丰富的行业经验

公司核心管理团队持续深耕通信行业，行业经验丰富。公司管理团队具有行业相关技术、知识与财务背景，对于行业发展趋势有着深刻的理解，推动公司在生产研发销售环节进一步取得突破。

表3：公司高管情况

姓名	职务	背景
武永强	董事长	历任哈尔滨工业大学讲师，公司副董事长，董事长，是广东省认定的“广东特支计划”科技创业领军人才。
文朝晖	董事会秘书、副总经理	历任深圳拓邦股份有限公司财务部经理，深圳市德方纳米股份有限公司董事，深圳市众志盈科电气技术有限公司董事。
马伟	副总经理	历任深圳市华发电子股份有限公司技术开发工程师、本公司技术开发工程师、事业部副总经理。
纪树海	董事	历任广州万宝电器集团公司工程师，公司董事长、总经理。
彭干泉	董事	历任湖南仪器仪表总厂技术开发工程师、本公司技术总监、电气事业部总经理。
华秀萍	独立董事	金融学博士毕业，博士生导师。现任东莞银行独立董事。
向伟	财务总监	历任华北铝业有限公司主管会计，艺洋首饰工业有限公司企划、会计主管、子公司财务经理，深圳拓邦股份有限公司成本会计、预算主管、报表主管、财务副经理。

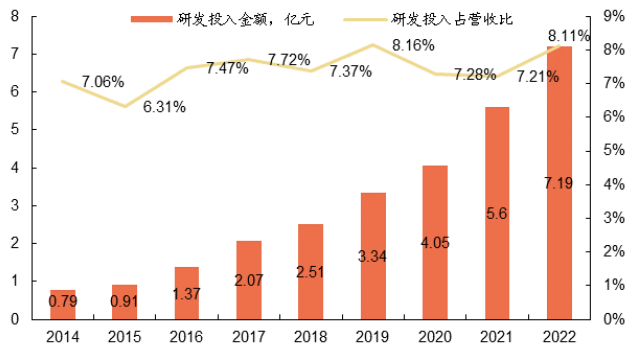
资料来源：同花顺 iFinD，申港证券研究所

1.3 公司长期高研发投入 构筑产品竞争力

公司重视研发投入和技术积累，以保持其在行业内的领先优势。自上市以来，公司研发投入呈现稳定上升趋势，研发人员数量也在持续增加，研发投入成效显著。

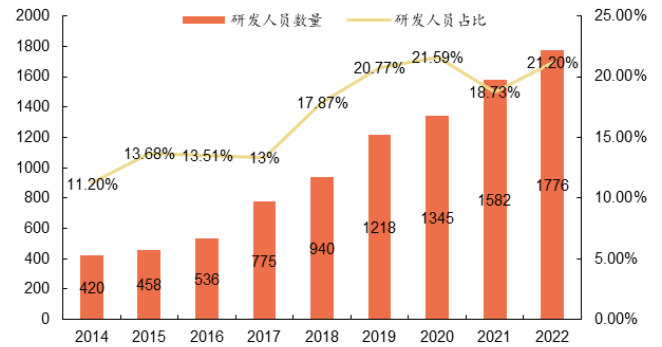
- ◆ 公司研发投入从 2014 年的 0.79 亿元增长到 2022 年的 7.19 亿元，CAGR 达到 31.79%，近十年公司研发投入占比营业收入都达到 7% 左右。
- ◆ 公司研发人员从 2014 年的 420 人增长到 2022 年的 1776 人，CAGR 达到 19.75%。
- ◆ 截至 2021 年末，公司及下属子公司累计申请专利 2346 件，累计申请软件著作权 85 件、商标申请 276 件，涌现出大量创新产品。

图3：公司历年研发投入情况



资料来源：公司年报，同花顺 iFinD，申港证券研究所

图4：公司历年研发人员情况



资料来源：公司年报，同花顺 iFinD，申港证券研究所

1.4 公司全球布局 多元化发展经营

公司采用一体化的运营模式，采取以销定产的模式。

- ◆ 公司加速生产全球化布局，在全球多地建立了运营中心、生产制造中心，进一步提升服务响应能力和服务品质。
- ◆ 公司产能布局包括：珠三角地区、长三角地区、越南、印度等。

表4：公司全球化布局情况

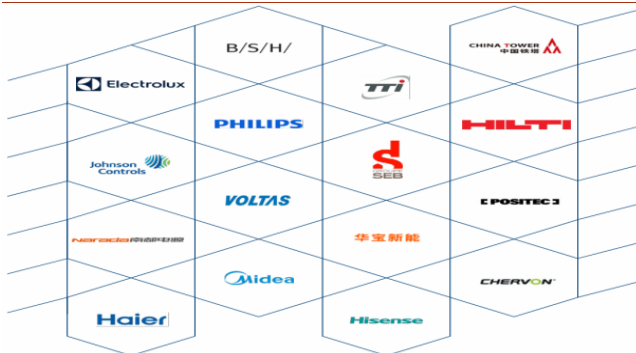
区域	地点	简介
华南	深圳(总部)	研控总部
	惠州	惠州光电产业园，拓邦公司的主要生产基地。
华东	宁波	拓邦华东运营中心，已于 2022 年正式投产，未来人员规模将达到 3000-5000 人，产品以高新技术为主，为研产销一体的新园区。
	杭州	2009 年 9 月成立拓邦杭州分公司，为生产基地，产量稳定。
	南通	2021 年开始建厂，一期为锂电项目。
	泰兴	泰兴工厂为拓邦公司的钠离子产业化基地，2023 年可提供新增产能。
	青岛	2021 年开始在上合示范区建设拓邦智能控制中心，其将成为拓邦公司的北方总部，用于研发、生产以智能家居为核心的智能控制器。
西南	重庆	研发中心。
海外	印度	2015 年 12 月注册成立，作为运营/生产基地。
	越南	已于 2019 年投产。在 E-bike 业务方面，拓邦已实现越南工厂+惠州工厂的生产联动。
	罗马尼亚	已于 2022 年投产。
	墨西哥	已于 2022 年 12 月正式投产，拓邦国际化布局进一步完善，为美洲的业务开展提供强有力支撑。
(另设)办事处	国内	北京、上海、台州、苏州、南京、香港、昆明、贵阳
	海外	美国、日本、新加坡、德国、英国、瑞典、以色列

资料来源：拓邦官网，官方公众号：拓邦之窗、拓邦股份，公司公告，申港证券研究所

公司采取大客户直销的模式，公司凭借良好的服务和产品品质，与下游客户结为供应链伙伴。

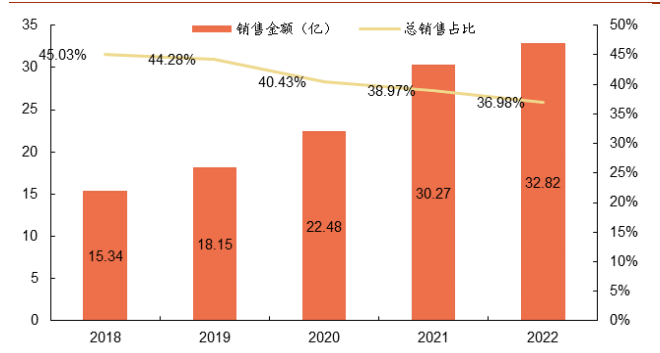
- ◆ 公司客户遍布全球，已与国内外优秀品牌客户建立了深度合作。2022 年公司头部客户数量持续增长，占公司营业总收入比重达到 84%。公司前五大客户的占比持续下降，客户结构更加健康。
- ◆ 优质的客户群体也是公司业绩增长和可持续发展的重要因素。国外客户通常在甄选供应商时，不仅只注重产品本身和产品价格，更多的会考察一个企业内部管理效率、生产作业流程、企业的执行能力等。

图5：拓邦股份主要全球合作伙伴



资料来源：公司2022年ESG报告，申港证券研究所

图6：公司前五大客户销售金额及占比变化

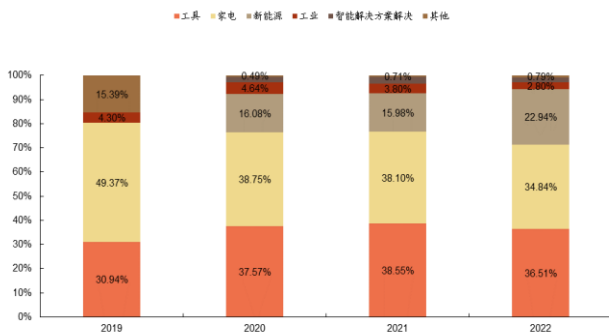


资料来源：公司年报，同花顺iFinD，申港证券研究所

公司采取多元化发展策略，助力公司持续增长。

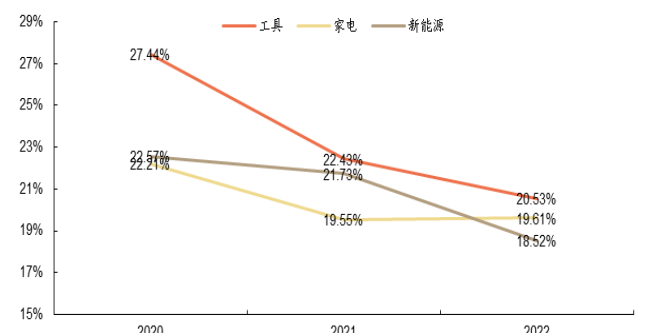
- ◆ 工具板块营收占比逐年上升，目前成为公司的第一大业务板块。2022 年占比为 36.51%。公司储备了比较丰富的产品线，能为客户提供一站式解决方案。
- ◆ 家电板块作为公司的基础产品线。2022 年占比为 34.84%。该领域创新产品不断涌现，如商空、变频空调、厨房电器、洁净产品、服务机器人等增长迅猛，打开了家电板块的成长空间。
- ◆ 新能源板块已成为公司的第三成长曲线。2022 年公司业务占比为 22.94%。公司主要聚焦储能、绿色出行等领域，业务产品线丰富、产品形态多元。
- ◆ 公司各产品线毛利率存在差异，工具板块毛利率最高。

图7：公司各产品营收占比



资料来源：公司年报，同花顺iFinD，申港证券研究所

图8：公司各产品毛利率变化趋势

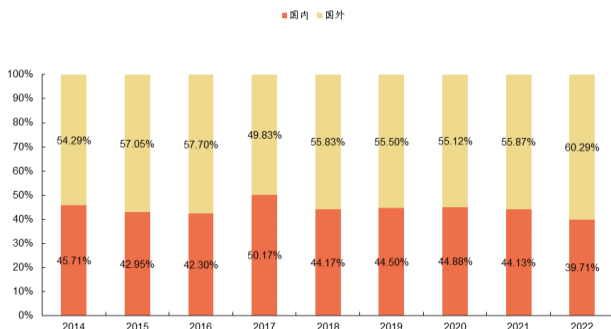


资料来源：公司年报，同花顺iFinD，申港证券研究所

公司坚持全球化战略，国内外两开花。公司兼顾国内国外市场，积极建设海外运营中心，海内外市场营收占比稳定。

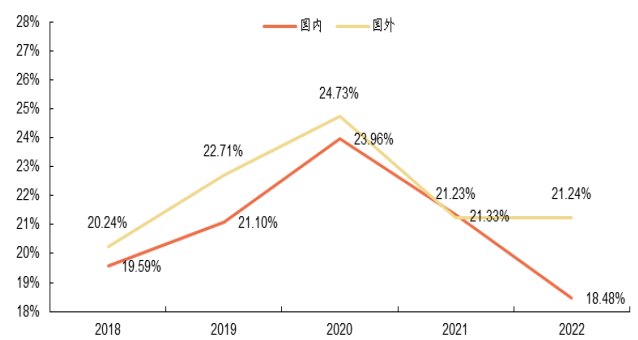
- ◆ 公司海外营收占比持续提升，2022 年公司海外营收占比为 60.29%。
- ◆ 公司海外毛利率略高于国内，2022 年公司海外毛利率为 21.24%。

图9：公司分地区营收占比



资料来源：公司年报，同花顺 iFinD，申港证券研究所

图10：公司分地区毛利率变化趋势



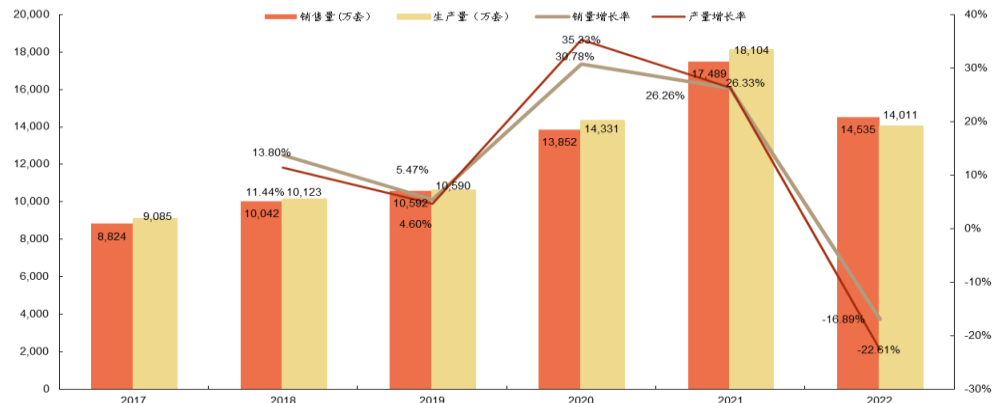
资料来源：公司年报，同花顺 iFinD，申港证券研究所

1.5 公司产能持续扩大 营收稳步增长

公司发展势头良好，产销量逐年稳定上升。

- ◆ 公司产品销量从 2017 年的 8824 万套增长到了 2022 年的 14535 万套，CAGR 达到了 10.5%。
- ◆ 公司产品产量从 2017 年的 9085 万套增长到了 2022 年的 14011 万套，CAGR 达到了 9.05%。

图11：2017-2022 年产销量变化

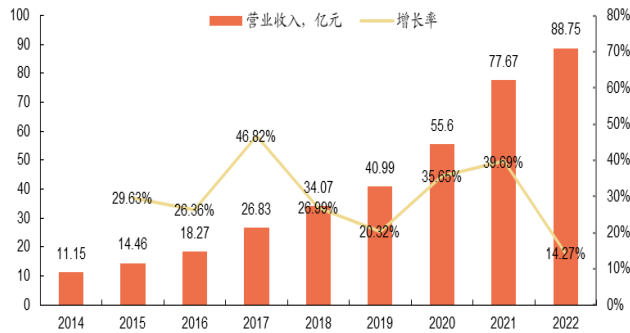


资料来源：公司年报，同花顺 iFinD，申港证券研究所

公司自成立以来飞速发展，营业收入和归母净利润均保持高速增长，盈利能力表现良好。

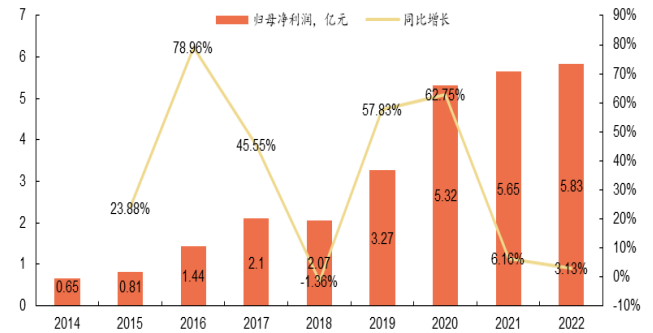
- ◆ 公司的营业收入呈现高速增长态势，从 2014 年的 11.15 亿元增长到了 2022 年的 88.75 亿元，CAGR 达到了 29.6%。2022 年，公司营收达到 88.75 亿元，同比增长 14.27%。
- ◆ 公司归母净利润亦保持逐年增长，从 2014 年的 0.65 亿元增长到了 2022 年的 5.83 亿元，CAGR 高达 31.55%。2022 年，公司归母净利润达到 5.83 亿元，同比上升 3.13%。
- ◆ 我们认为公司仍然具备较高的成长性，未来仍具有稳步增长的巨大潜力。

图12: 公司历年营收情况



资料来源: 公司年报, 同花顺 iFinD, 申港证券研究所

图13: 公司历年归母净利润情况



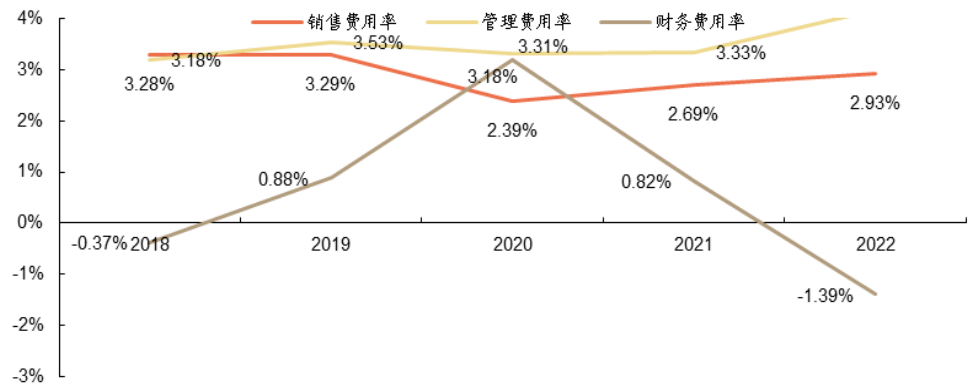
资料来源: 同花顺 iFinD, 申港证券研究所

1.6 公司成本控制良好 利润率保持稳定

公司三费比例控制在一定范围之内, 整体较为稳定。公司坚持增效降本, 精敏运营, 各项费用整体控制稳定。

- ◆ 公司销售费用率稳中有降, 2022 年公司销售费用率为 2.93%
- ◆ 2022 年公司管理费用率为 4.16%, 相较于 2021 年有所提升, 主要是由于公司调整了组织架构, 对应的员工人数增加导致费用增加所致。
- ◆ 2022 年公司财务费用率下降较多, 主要原因是美元兑人民币汇率上升产生了较大的汇兑损益。

图14: 公司费用率情况

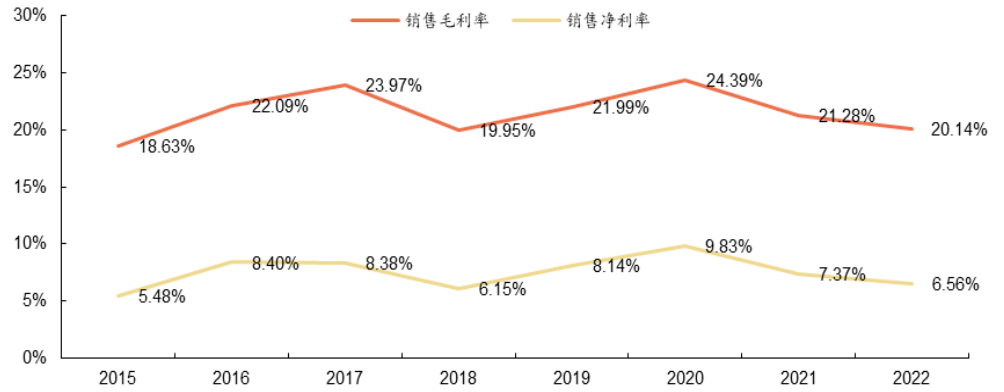


资料来源: 同花顺 iFinD, 申港证券研究所

公司的毛利率、净利率均处于较为稳定水平。

- ◆ 2022 公司的毛利率为 20.14%, 同比下降 1.14 个百分点, 主要是因为部分半导体价格仍在高位且前期高价原材料在报告期进入成本。
- ◆ 我们认为未来随着原材料价格的逐步回落, 盈利能力有望恢复至正常的水平, 利润的增速也将逐步恢复。

图15: 公司历年销售毛利率、净利率情况

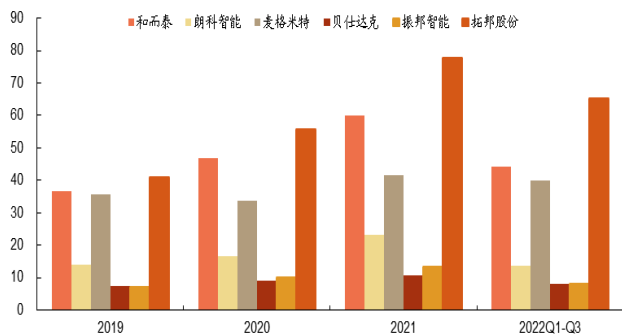


资料来源: 同花顺 iFinD, 申港证券研究所

1.7 公司规模处于行业领先水平

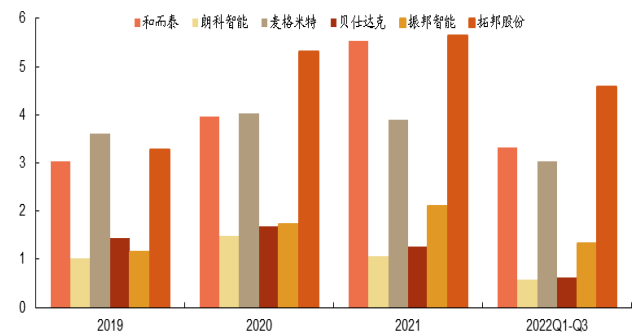
公司营收和归母净利润位于行业领先水平。我们选取了行业内其他公司: 和而泰、朗科智能、麦格米特、贝仕达克、振邦智能与公司进行比较, 公司营收和归母净利润均位居首位。

图16: 公司历年营业收入水平同业比较



资料来源: 同花顺 iFinD, 申港证券研究所

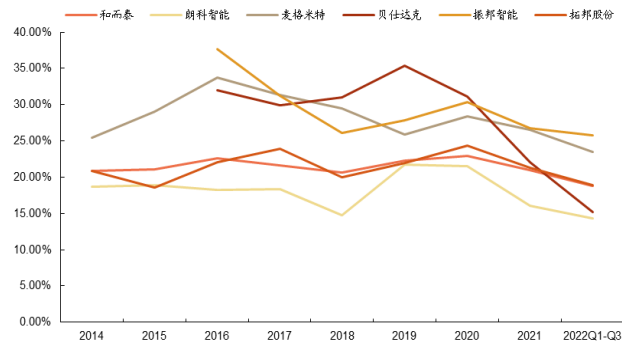
图17: 公司历年归母净利润水平同业比较



资料来源: 同花顺 iFinD, 申港证券研究所

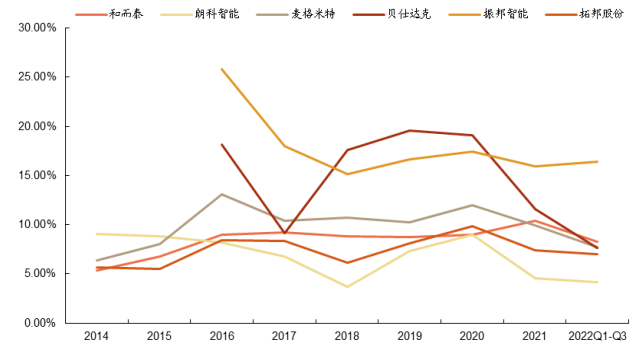
公司利润率处于行业中游水平。我们选取了行业内其他公司: 和而泰、朗科智能、麦格米特、贝仕达克、振邦智能与公司进行比较, 公司毛利率和净利率位居行业中游水平。

图18: 公司历年毛利率水平同业比较



资料来源: 同花顺 iFinD, 申港证券研究所

图19: 公司历年净利率水平同业比较



资料来源: 同花顺 iFinD, 申港证券研究所

2. 物联网高速发展 智控市场空间广阔

2.1 物联网不断扩张 智控产业蓬勃发展

物联网技术将所有物品通过互联网连接，实现智能化识别和管理。智能控制器作为实现“万物互联”愿景的重要组成部分，物联网产业的不断扩张驱动智控产业的进一步发展。

国家重视智能制造的升级，出台相关政策文件推动物联网及智能控制产业的发展。

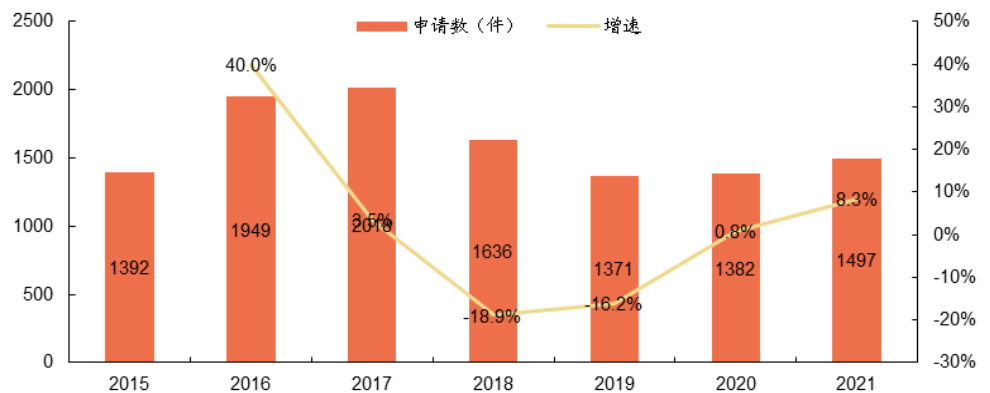
表5：近年中国智能控制器行业政策一览

颁布时间	政策名称	重点内容
2016年	《智能制造发展规划 2016-2020年》	鼓励研发智能传感与智能控制装备、智能检测与装配装备等关键技术装备，加强智能制造人才培养，突出职业精神培育。
2017年	《扩大和升级信息消费持续释放内需潜力的指导意见》	鼓励企业发展面向定制化应用场景的智能家居“产品+服务”模式，推广智能电视、智能音响、智能安防等新型数字家庭产品。
2018年	《国务院关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》	加快提升新型信息产品供给体系质量，重点发展适应消费升级的中高端移动通信终端、可穿戴设备、超高清视频终端、智慧家庭产品等新型信息产品。
2019年	《关于印发〈进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019年）〉的通知》	支持绿色、智能家电销售。有条件的地方可对产业链条长、带动系数大、节能减排协同效应明显的新型绿色、智能化家电产品销售，给予消费者适当补贴。
2020年	《工业和信息化部办公厅关于深入推进移动物联网全面发展的通知》	在提升移动物联网应用广度和深度方面提出“推广移动物联网技术在智能家居、可穿戴设备、儿童及老人照看、宠物追踪等产品中的应用”。
2021年	《关于加快培育发展制造业优质企业的指导意见》	加大基础零部件、基础电子元器件、基础软件、基础材料、基础工艺、高端仪器设备、集成电路、网络安全等领域关键核心技术、产品攻关和示范应用。

资料来源：中商情报网，申港证券研究所

智能控制产业蓬勃发展，专利申请数量保持增长。2021年我国智能控制器相关专利申请数为1497件，同比增长8.3%。

图20：近年中国智能控制器相关专利申请情况



资料来源：华经情报网，申港证券研究所

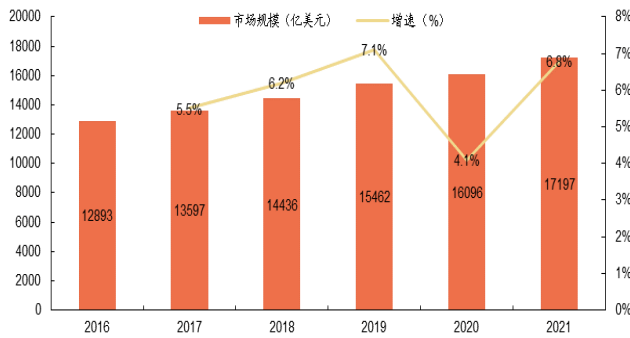
2.2 智控市场潜力巨大 产业链覆盖广泛

全球智能化产业快速发展，拉动智能控制器市场规模快速增长。互联网和通信技

术的不断发展，各产品及行业领域的互通性不断加强，大数据应用等智能化需求大幅度增加，持续刺激了家用电器、汽车电子和电动工具等领域对智能控制器需求的增长。

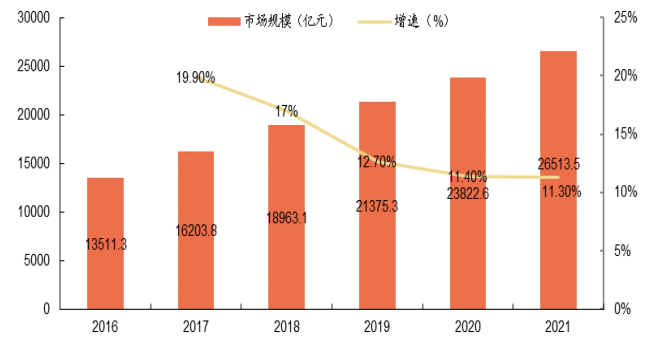
- ◆ 全球智能控制器行业市场规模持续增长，由 2016 年的 12893 亿美元增至 2021 年的 17197 亿美元，CAGR 达到 5.93%。
- ◆ 国内智能控制器行业市场规模不断扩大，由 2016 年的 13511.3 亿元增至 2021 年的 26513.5 亿元，CAGR 达到 14.43%。

图21：全球智能控制器产业市场规模及增速



资料来源：华经情报网，申港证券研究所

图22：中国智能控制器产业市场规模及增速

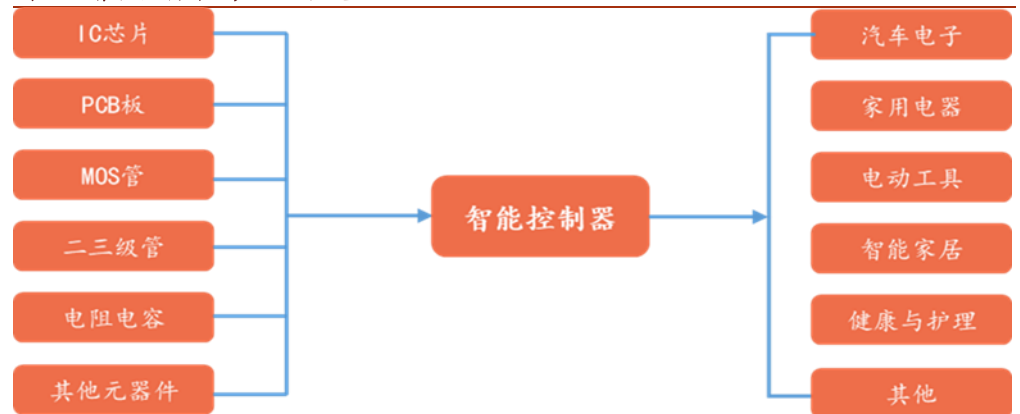


资料来源：华经情报网，申港证券研究所

智能控制器是生活电器、汽车等整机产品在原有功能应用基础上进行扩展的高附加值产品，处于整个产业链的中间。

- ◆ 上游包括 IC 芯片、PCB 板等原材料和电子元器件，行业上游原材料产品结构趋于高端，行业整体自动化水平有所提升。
- ◆ 智能控制器行业下游应用广泛，涉及领域众多，主要包括：汽车电子、家用电器、电动工具、智能家居、健康与护理等。

图23：智能控制行业产业链概览



资料来源：前瞻经济学人，申港证券研究所

2.3 芯片智能控制器的核心零部件

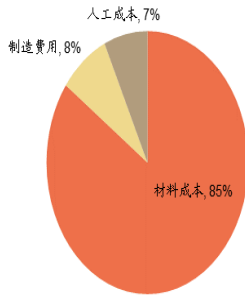
原材料成本占比较高，芯片是核心零部件。

- ◆ 根据行业内主要企业的生产成本构成：材料成本占据了 85%，其余是人工成本

和制造费用。

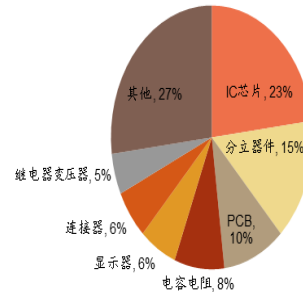
- ◆ 在材料成本中，IC 芯片的成本占比最高，为 23%，分立器件的成本占比为 15%，PCB 的成本占比为 10%，芯片占据了价值链的高端部分。

图24：智能控制器各部分成本占比情况



资料来源：前瞻经济学人，申港证券研究所

图25：智能原材料各部分占比情况



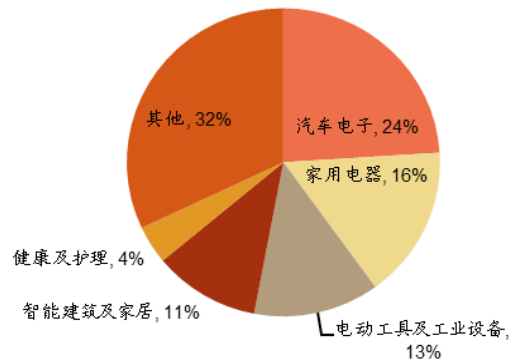
资料来源：前瞻经济学人，申港证券研究所

2.4 下游行业需求广泛 市场规模不断提升

智能控制器应用于多个行业，其中汽车电子行业占比最高。

- ◆ 汽车电子类智能控制器 2020 年规模为 5699 亿元，市场占比约 24%，未来消费者对汽车智能化的需求将推动智能控制器在汽车电子领域的进一步应用。
- ◆ 其他占比较高的应用领域：家用电器占比为 16%，电动工具及工业设备为 13%。

图26：国内智能控制器市场结构

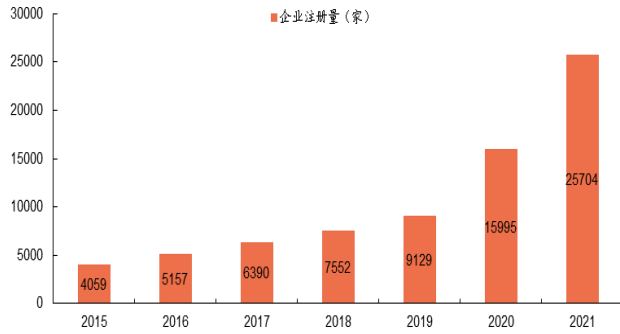


资料来源：前瞻产业研究院，申港证券研究所

随着我国智能控制器行业的不断发展，行业相关企业数量也逐年递增。排名领先的厂商进入智能控制器领域较早产品种类丰富，生产规模大，综合实力较强，具有较大的市场份额。

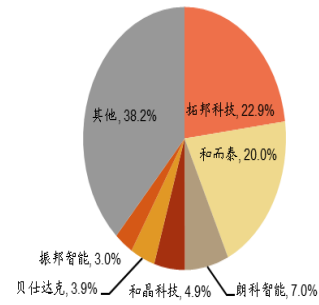
- ◆ 国内智能控制器相关企业注册量由 2015 年的 4059 家增至 2021 年的 25704 家，2021 年同比增长 60.7%，增长较为迅速。
- ◆ 我国智能控制器行业市场集中度较高，头部厂商占据较大的市场份额。2020 年中国智能控制器行业市场份额排名前三位的分别为拓邦科技、和而泰及朗科智能，其占比分别为 22.9%，20%与 7%。

图27: 2015-2021年中国智能控制器相关企业注册量



资料来源: 华经产业研究院, 申港证券研究所

图28: 2020年中国智能控制器厂商市场份额占比



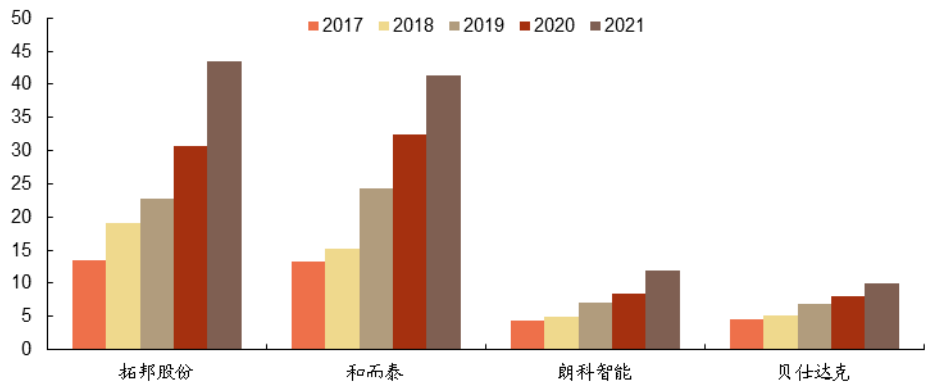
资料来源: 头豹研究院, 申港证券研究所

2.5 产业东升西落 国内厂商加速成长

产业东升西落, 国内厂商份额提升。

- ◆ 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。海外领先的智能控制器厂商包括英国的英维思 (后续被施耐德电气收购)、德国的代傲、EGO 等, 近些年智能控制器业务收入增速较慢甚至部分年份下滑。
- ◆ 随着国内厂商技术实力的不断加强, 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、贝仕达克等的海外业务收入均维持增长, 海外份额不断提升。

图29: 国内智能控制器厂商海外收入 (亿元)



资料来源: 同花顺 iFinD, 申港证券研究所

产业链分工有望带动专业智能控制器龙头企业份额持续提升。目前海外大型家电企业已全部将智能控制器外包生产, 国内家电企业也有望逐步提升智能控制器外包的比例。

- ◆ 从成本角度考虑: 终端整机厂商将智能控制器外包给第三方专业智能控制器厂家生产, 可以降低整体成本。
- ◆ 从产品更新迭代角度考虑: 智能控制器厂商凭借规模优势和长期持续投入积累的技术基础, 可以更好的匹配家电企业快速迭代的产品需求。

3. 新趋势推动电动工具领域新需求

3.1 电动工具行业稳步发展 全球市场规模持续增长

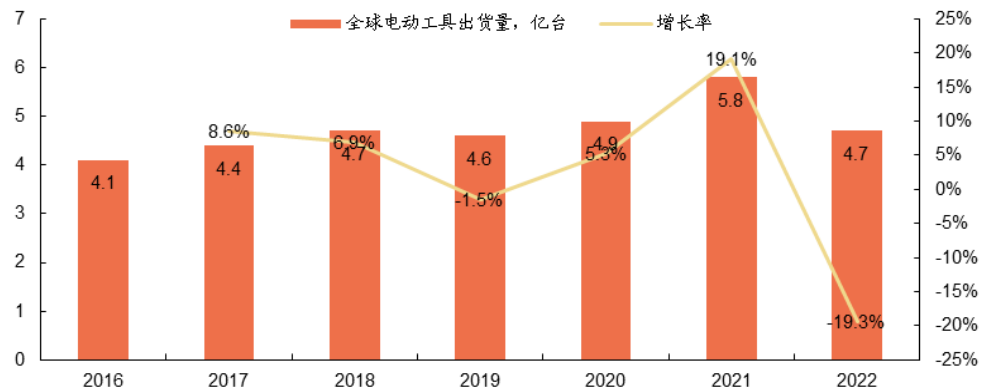
电动工具应用广泛，发展前景良好。

- ◆ 电动工具广泛应用于建筑施工、住房装修、木业加工等领域，亦为欧美家庭的日常用品，普及率高，市场需求大。
- ◆ 随着无绳化电动工具普及率及智能化水平不断提高，市场需求将进一步增长，发展前景良好。

全球电动工具出货量稳中有进，市场规模稳步提升。

- ◆ 全球电动工具出货量从2016年的4.1亿台增长到2021年的5.8亿台，年复合增长率达到7.2%。
- ◆ 2022年全球电动工具出货量为4.7亿台，同比下滑-19.3%，主要是由于之前疫情拉动电动工具出货所致，2021年的基数较高。

图30：2016-2022 全球电动工具出货量

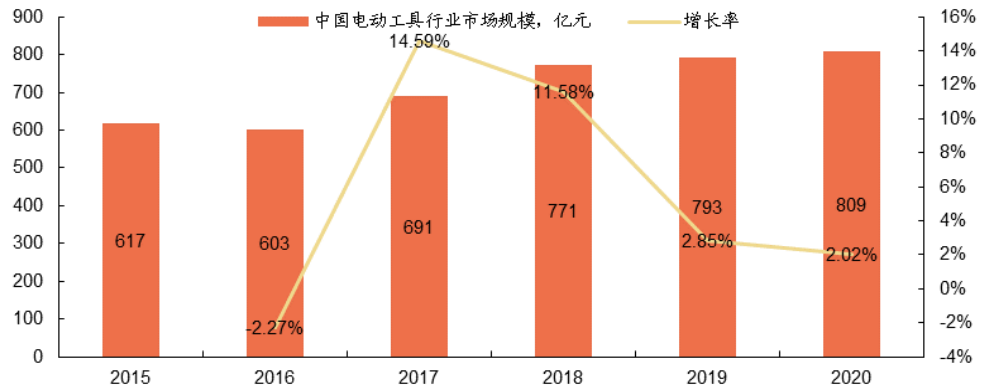


资料来源：EVTank, 申港证券研究所

国内电动工具行业持续发展，市场规模稳步提升。

- ◆ 随着近年来我国房地产及制造业的快速发展，使得市场对电动工具的需求不断增加，推动了我国电动工具市场规模的增长。
- ◆ 中国电动工具行业市场规模稳步扩大，由2015年的617亿增至2020年的809亿，年均复合增长率高达5.57%。

图31：中国电动工具行业市场规模

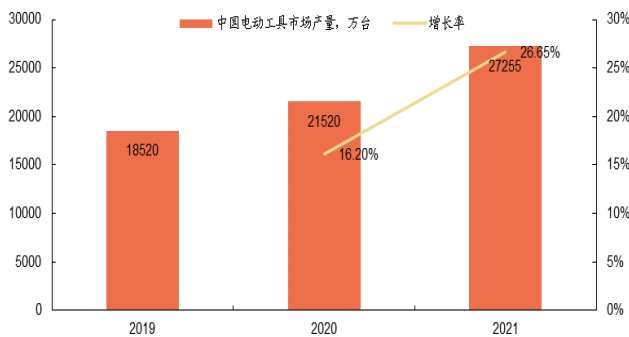


资料来源：头豹研究院，申港证券研究所

中国是世界电动工具市场的制造和出口大国，业务量大，行业外向型显著。

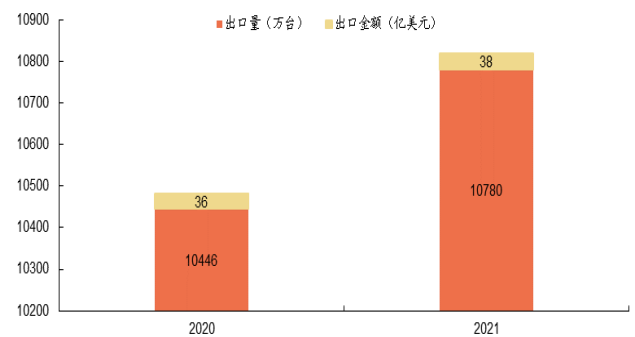
- ◆ 中国成为国际电动工具龙头企业的产能核心，在制造电动工具中具有优势，承担了全球大部分的电动工具生产制造。
- ◆ 国内电动工具市场产量持续提升，2021年国内电动工具产量达到27255万台，同比增长26.65%。
- ◆ 我国亦是世界电动工具市场的出口大国。2021年国内电动工具市场出口量约10780万台，同比增长3.2%，市场出口金额约为38亿美元，同比增长5.6%。

图32：中国电动工具市场产量



资料来源：研精智库，申港证券研究所

图33：中国电动工具市场出口量及出口金额

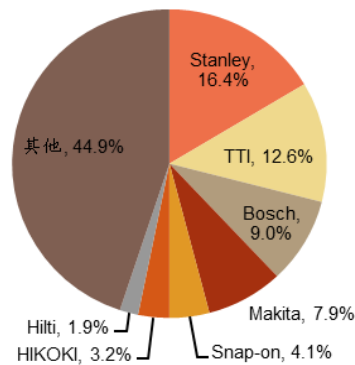


资料来源：研精智库，申港证券研究所

海外公司占据电动工具市场的主要份额，国内企业竞争力仍需提升。

- ◆ 经过多年发展，全球电动工具行业已形成较为稳定且集中的竞争格局。Stanley、TTI、Bosch、Makita、Snap-on 等大型跨国公司占据了全球大部分的市场份额。
- ◆ 2020年 Stanley 以 16.4% 的市场份额占比排名第一，其次 TTI 以市场份额占比 12.6% 排名第二，Bosch 以市场份额占比 9% 排名第三。
- ◆ 我国虽电动工具企业众多，缺乏竞争力强的品牌，仍需攻坚克难提升竞争力。

图34：2020 年全球电动工具市场份额占比

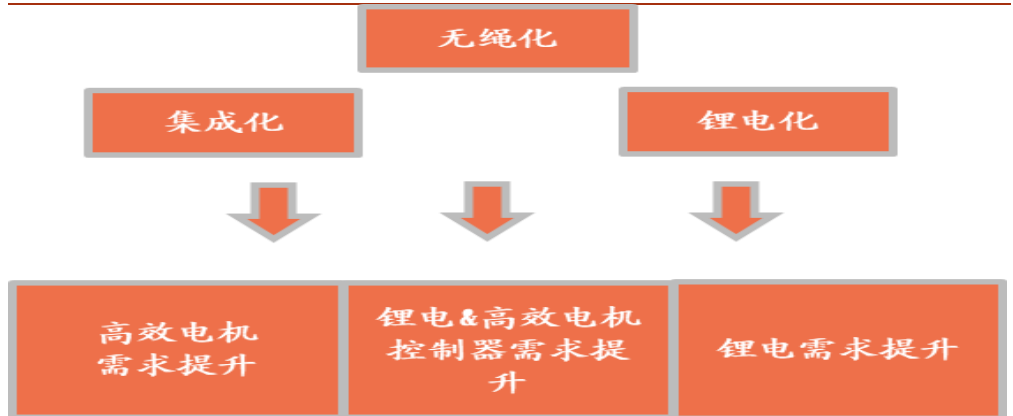


资料来源：头豹研究院，申港证券研究所

3.2 无绳化、锂电化成为电动工具发展的新趋势

无绳化、锂电化、集成化、智能化成为电动工具行业发展新趋势。近年来，随着锂电技术的不断进步、消费者需求的不断变化、工具种类的不断推陈出新，下游电动工具行业呈现出无绳化、锂电化、集成化、智能化的发展趋势。

图35：电动工具行业发展趋势



资料来源：高工锂电网，申港证券研究所

无绳类电动工具凭借其小巧方便、易存放、噪音小等优势，渗透率不断升高。

- 按电力来源分类：电动工具分为传统电力式（有绳）和充电式（无绳）两类。
- 相比有绳工具，无绳电动工具舍弃了电力线，采取电池包供电，具备显著的安全优势和便利优势，在高空作业、恶劣环境下具备其使用优势。

表6：无绳电动工具优势

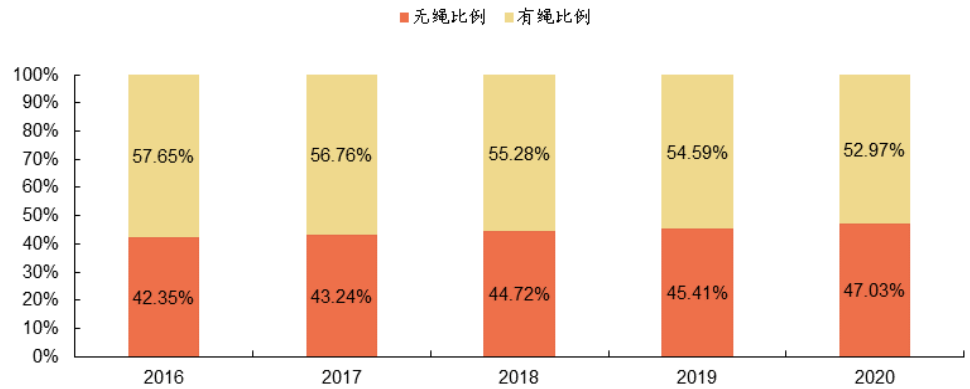
无绳优势	具体表现
便利性	轻巧、操作舒适
	对操作者和环境适应更高
	成本持续下降
安全性	避免触电风险
	避免过载风险

资料来源：中国工业新闻网，申港证券研究所

无绳化提升新的需求，无绳市场规模不断扩大。无绳电动工具占比从 2016 年的

42.35%提升到 2020 年的 47.03%。

图36：电动工具市场规模占比（按电力技术划分）



资料来源：泉峰控股招股说明书，申港证券研究所

3.3 公司高瞻远瞩 布局工具板块

电动工具行业未来迎来无绳化和锂电化的技术升级机遇，公司在锂电池业务的提前布局，使其具有“电控+电机+电池”的独特竞争优势。

- ◆ 锂电池的技术升级是无绳化的保证。锂电池对环境污染小、电量储备大、重量轻、寿命长、充电时间短，符合电动工具小型化轻量化的趋势。
- ◆ 根据 EVTank 数据，2020 年全球电动工具用锂离子电池的出货量达到 20.2 亿只，同比增长 19.5%，锂电工具在全球无绳电动工具中占比已高达 90%。

在电机方面，采用无刷电机的电动工具相比传统有刷电机有着更多的优点。

- ◆ 轻薄、轻量、大功率：无刷电动机的转子使用永磁磁钢，实现了薄型、轻量和大功率，可满足装置的小型化需求。
- ◆ 节能：无刷电动机的转子部使用永磁磁钢，减少了转子的二次损耗，大幅减少耗电，有助于装置的节能。
- ◆ 稳定：无刷直流电动机是以自控式运行的，不会像变频调速下重载启动的同步电机那样在转子上另加启动绕组，也不会因负载突变而产生振荡和失步。
- ◆ 使用寿命长：无刷电机可连续工作 20000 小时左右，常规的使用寿命 7-10 年。

表7: 拓邦公司工具用无刷电机类别

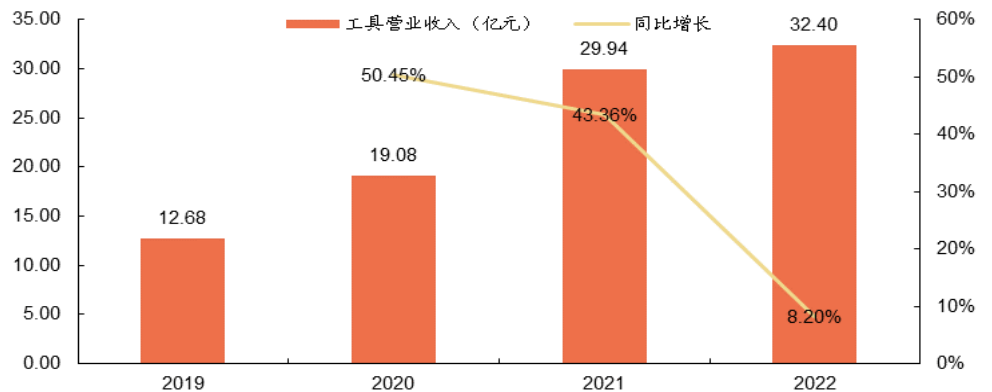
类别	型号	图片	主要用途
无刷内转子电机	BL48		电动工具、园林工具
	BL99		推草机、扫雪机、高压清洗机、汽车电子水泵、动力头
无刷外转子电机	AE28		割草机器人、机械臂
	AE49		打草机、链锯、吹风机、无人机、电动自行车、电钻、绿篱机、园林多头工具等
空心杯无刷电机	CB2050		电钻、打磨机、电动螺丝刀、骨钻、牙科设备等
	CB24		电动螺丝刀、电钻、打磨机

资料来源: 拓邦官网, 申港证券研究所

公司工具业务板块突飞猛进, 目前已经成长为公司第一大业务板块。

- ◆ 该板块的成长主要驱动力是应用场景不断拓展打开增量市场, 存量市场技术升级, 实现锂电化和无绳化。
- ◆ 工具板块业务目前已成为公司最大的业务, 2022 年, 公司该项业务营收达到 32.4 亿元, 同比增长 8.2%。
- ◆ 工具板块下游市场比较集中, 公司在这个板块优势较为明显, 已进入多个头部客户的供应体系, 产品的品类实现横向拓展, 市场份额稳步提升。

图37: 公司工具业务营业收入及增速



资料来源: 公司年报, 同花顺 iFinD, 申港证券研究所

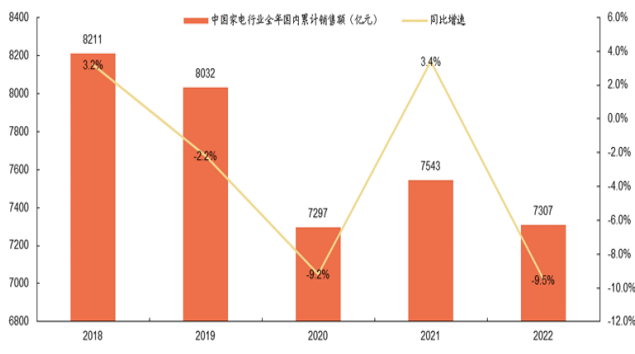
4. 家电智能化持续推进 发展前景广阔

4.1 大家电更新升级 小家电品类扩张

目前, 中国家电行业已进入成熟期, 传统大家电销量增速放缓、市场趋近饱和, 大家电的更新需求成为拉动市场增长的主动力。

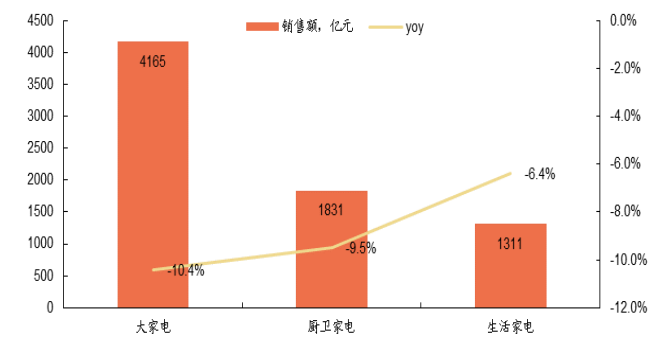
- ◆ 在大家电中，冰箱、洗衣机的保有量相对饱和，品类渗透基本完成。
- ◆ 受到房地产投资增速和商品房销售增速放缓的影响，消费者对传统大家电的新增需求增速也趋于放缓。
- ◆ 2022 年国内家电行业销售额为 7307 亿元，同比下滑 9.5%。其中大家电销售额为 4165 亿元，同比下滑 10.4%；厨卫家电销售额为 1831 亿元，同比下滑 9.5%；生活家电销售额为 1311 亿元，同比下滑 6.4%。

图38：国内家电行业历年销售额



资料来源：中国家用电器研究院，申港证券研究所

图39：2022 年家电各大类规模及同比增长



资料来源：中国家用电器研究院，申港证券研究所

小家电受益于用户生活方式和消费习惯的改变，品类不断丰富，有较大发展空间。

- ◆ 小家电较好地契合了消费者追求的个性化、多样化、差异化的消费观念，在提升消费品质、解决消费者的痛点、满足个性化需求方面可圈可点。
- ◆ 小家电品类众多，大致可分为厨房类、家居类、个人生活类、个人数码类。

表8：小家电主要种类

分类	主要种类	代表内容
按产品用途	厨房小家电	豆浆机、电热水壶、微波炉、电压力煲、豆芽机、抽油烟机、电磁炉、电饭煲、电饼铛、烤饼机、消毒碗柜、榨汁机、多功能食品加工机等
	家居小家电	音响、吸尘器、电暖器、加湿器、空气清新器、饮水机，电动晾衣机等
	个人生活小家电	电吹风、电动剃须刀、电熨斗、电动牙刷、电子美容仪、电子按摩器等
	个人使用数码	MP3、MP4、电子词典、掌上学习机、游戏机、数码相机、数码摄像机等

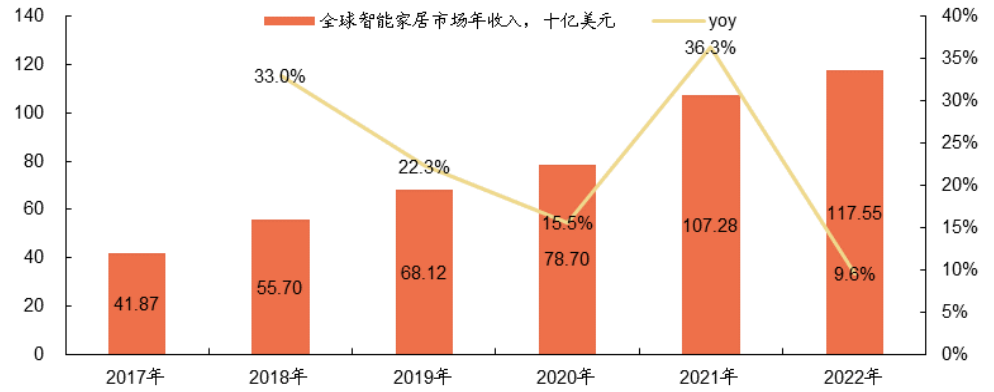
资料来源：MBA 智库百科，申港证券研究所

4.2 家居智能化拉动智能控制器需求增长

智能家居渗透率持续提升，提升智能控制器需求。随着 5G 通信技术的发展、物联网逐步建设落地，家电产业的智能化与数字化转型成效显著，智能家居出货量迎来较大增长，渗透率快速提升。

- ◆ 全球智能家居市场快速发展，市场规模从 2017 年的 418.7 亿美元增长到了 2022 年的 1175.5 亿美元，年复合增长率达到 22.93%。
- ◆ 中国家电网数据显示，按销售额统计，2016-2019 年智能电视市场份额从 90.6% 增长为 97.1%，智能冰箱市场份额从 9.7% 增长为 31.7%，智能空调市场份额从 23.9% 增长为 43.6%，智能洗衣机从 15.4% 增长为 40.1%，各品类智能家居的市场渗透率快速提升。

图40：全球智能家居市场历年收入及增速



资料来源：statista，申港证券研究所

智能控制器是智能家居的核心基础。随着传统家庭用品智能化升级的快速发展，智能家居产品类别不断丰富，智能家居领域内细分市场急速扩张，智能家居控制器应用领域迅速扩大，市场需求旺盛。

4.3 公司布局家电智能控制器 品类和规模不断提升

家电板块作为公司业务的基础板块，营业收入持续增长。

- ◆ 家电智能控制器是公司业务的基本盘，主要应用包括厨房大小电、冰洗卫浴、生活电器与个护健康等。
- ◆ 公司为家电行业的品牌客户提供从产品概念、设计、开发到制造交付的定制化服务，产品包括家电主控、电源控制、电机驱动和控制、显示控制等。

图41：拓邦部分厨房大电智能控制器



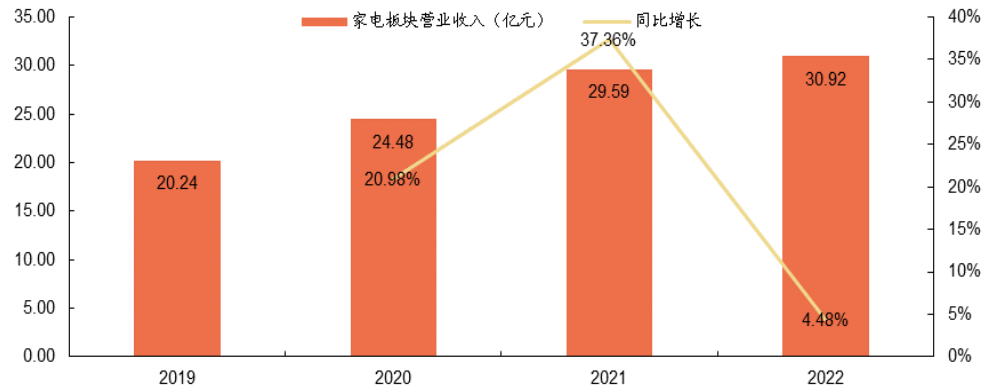
资料来源：拓邦官网，申港证券研究所

图42：拓邦部分厨房小电智能控制器



资料来源：拓邦官网，申港证券研究所

公司家电板块业务营收持续增长，品类不断扩充。2022年，公司家电板块营收为30.92亿元，同比增长4.48%。我们认为随着公司不断拓展下游家电产品的品类，公司该项业务有望持续增长。

图43：公司家电板块营业收入及增长率


资料来源：同花顺 iFinD，公司年报，申港证券研究所

5. 卡位新能源市场 公司增长动能十足

5.1 海外户储势如破竹

户用储能是分布式能源系统的必要辅助，系统的核心为光伏+电池+储能逆变器。户用储能系统产品包括一体机和分体式。

- ◆ 储能按应用场景可分为用户侧（自发自用、峰谷价差套利），发电侧（可再生能源并网、减少弃光弃风）、电网侧（电力调峰、调频）、输配侧以及辅助服务（基站备用电源）等。
- ◆ 户用储能与户用光伏搭配成户用光储系统，光储系统主要包括电芯、储能逆变器、组件系统等多个部分，其中电芯是储能系统的核心。

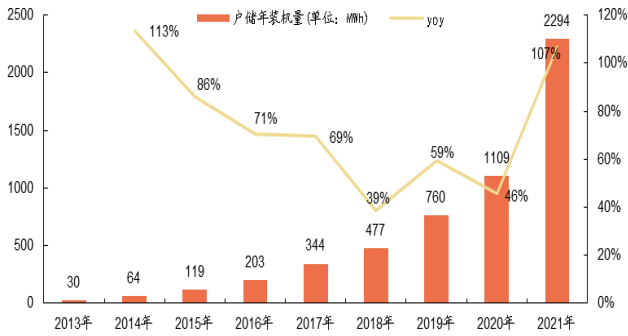
户用储能需求高增，多因素叠加助力海外储能快速发展。

- ◆ 能源危机之下，海外用电成本不断上涨，且人均用电量高于国内。
- ◆ 海外电网协调能力较弱，容易受到极端天气的影响，居民供电稳定性较差。
- ◆ 海外各国出台税收减免或直接补贴等政策推动户储的发展。
- ◆ 海外户储收益率较高，短回收周期刺激户储高速发展。

欧洲户用储能装机量突飞猛进，德国领跑欧洲。

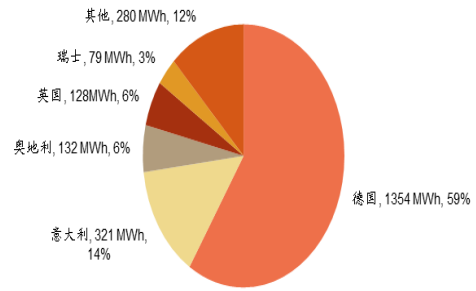
- ◆ 欧洲户储装机量从2013年的30MWh增长到了2021年的2294MWh，年复合增长率高达71.96%。
- ◆ 2021年欧洲户储装机量前五依次为德国、意大利、奥地利、英国、瑞士，其中德国的装机量为1354MWh，份额占比为59%。

图44: 欧洲历年户储年装机量



资料来源: solarpower europe, 申港证券研究所

图45: 2021年欧洲户储市场结构



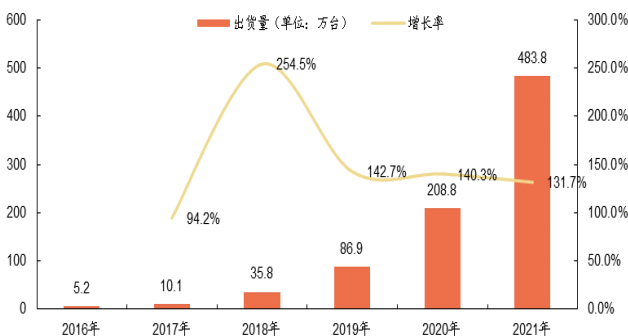
资料来源: solarpower europe, 申港证券研究所

5.2 便携式储能市场规模快速增长

全球便携式储能如火如荼，市场规模持续增长。户外出行、应急等场景推动了全球便携式储能的发展，给人们的生活提供了极大的便利和更加多重的保障。

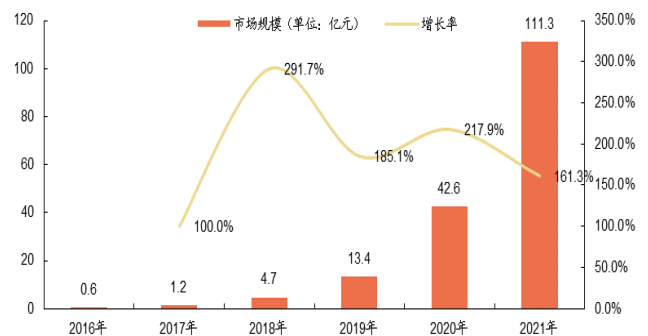
- ◆ 过去户外及应急情况下的电力供应主要采用小型燃油发电机，但燃油发电机噪音大、操作复杂且污染环境，因此基于锂电池的便携式储能行业逐步兴起。
- ◆ 近年来，在手机、平板电脑等移动智能终端应用普及程度不断提高的同时，寻求自由、亲近自然的户外生活亦成为趋势，户外用电需求日益增加。
- ◆ 此外近年来自然灾害呈现多发态势，供电稳定性受到影响，应急备用电源已逐步成为家庭生活中的重要备用品。
- ◆ 全球便携式储能的出货量从2016年的5.2万台增长到了2021年的483.8万台，年复合增长率高达147.59%。
- ◆ 全球便携式储能市场规模从2016年的0.6亿元增长到了2021年的111.3亿元，年复合增长率高达184.23%。

图46: 全球便携式储能出货量及增速



资料来源: 中国化学与物理电源行业协会, 申港证券研究所

图47: 全球便携式储能市场规模及增速



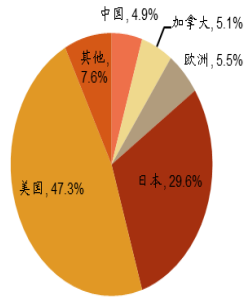
资料来源: 中国化学与物理电源行业协会, 申港证券研究所

便携式储能生产、销售的国家和地区之间存在明显差异。

- ◆ 全球便携式储能主要销售国家为美国、日本、欧洲、加拿大、中国，其中美国的份额位居全球第一，主要是由于美国用户的户外出游比例较高。日本份额位居第二，主要由于日本地震等灾害事故频发，应急电力设备的需求较高。
- ◆ 便携储能产品属于制造类产品，对原材料和人工成本较为敏感。全球便携式储

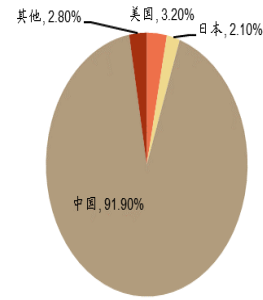
能主要生产国家为中国、日本和美国，其中中国的份额为 91.9%，位居第一。

图48：2020 年全球便携式储能主要销售国家和地区



资料来源：中国化学与物理电源行业协会，申港证券研究所

图49：2020 年全球便携式储能主要生产国家和地区



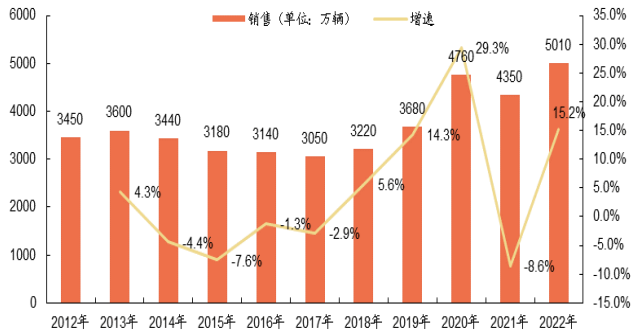
资料来源：中国化学与物理电源行业协会，申港证券研究所

5.3 电动车锂电化渗透率逐步提升

国家颁布多项政策推动绿色出行，两轮电动车作为绿色出行交通工具快速发展。

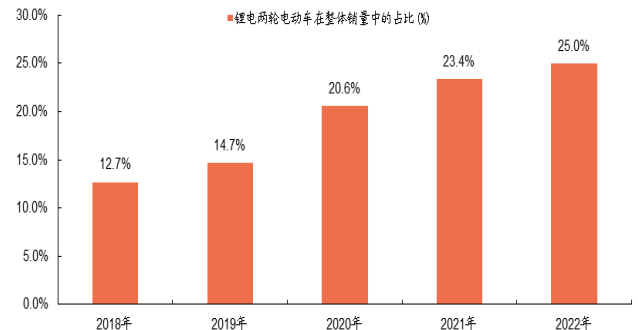
- ◆ 国内市场两轮电动车销量极大的受地方新国标政策的执行力度影响，2022 年中国两轮电动车销量约 5010 万辆，较去年增长 15.2%。
- ◆ 国内两轮电动车锂电渗透率逐步提升，从 2018 年的 12.7% 增长到 2022 年的 25%，在长续航和车辆重量的双重影响下，对密度高、容量大、质量小的电池需求会不断增加，未来锂电池渗透率还会有进一步的提升。

图50：中国两轮电动车销量及增长率



资料来源：艾瑞网，申港证券研究所

图51：中国两轮电动车锂电渗透率

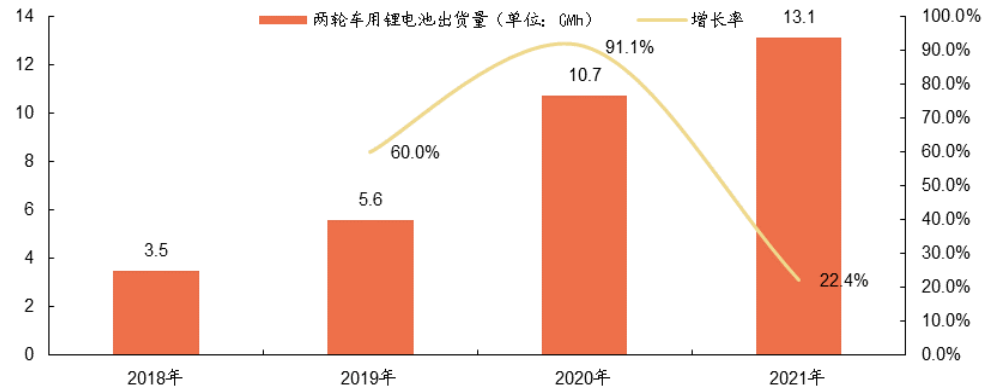


资料来源：艾瑞网，申港证券研究所

国内电动车销量的持续增长，电动两轮车长期趋势为锂电化。

- ◆ 国内电动两轮车锂电池出货量从 2018 年的 3.5GWh 增长到了 2021 年的 13.1GWh，CAGR 达到 55.3%。
- ◆ 2021 年整个锂离子电池原材料价格大幅上涨，导致锂电池失去竞争优势，部分车企选择价格更为便宜的铅酸电池，导致增速下滑，但是我们认为电动两轮车锂电化的长期趋势并不改变。

图52：中国电动两轮车锂电池出货量及增长率



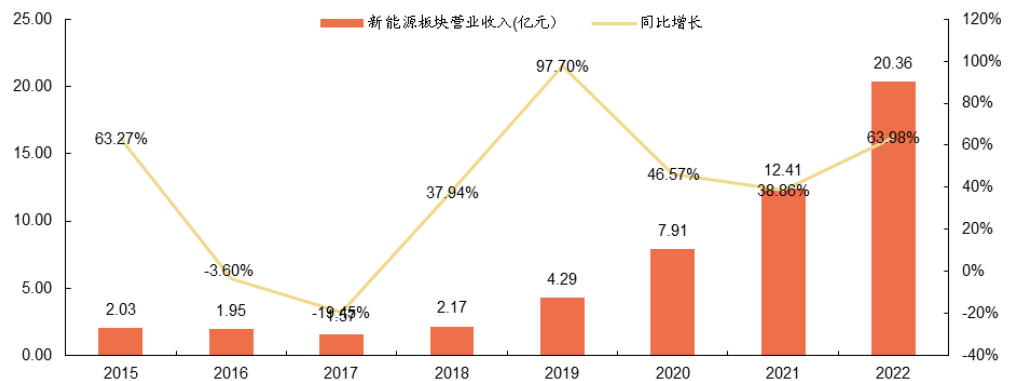
资料来源：EVTank，申港证券研究所

5.4 公司布局新能源赛道 全力打开第三增长曲线

公司高瞻远瞩，布局新能源业务，业绩突飞猛进。公司新能源业务主要面向储能及绿色出行两大应用领域。

- ◆ 公司 2006 年开始进军新能源业务，通过长期自主研发，技术优势主要集中于两个维度：自产自研的“电芯+BMS+电池组”一站式解决方案；拥有可监控锂电池状态，可预警、报故障等功能的云平台。
- ◆ 公司新能源板块营收从 2015 年的 2.03 亿元增长到了 2022 年的 20.36 亿元，年复合增长率达到了 39%。2022 年公司新能源板块营收达到 20.36 亿元，同比增长 63.98%。
- ◆ 公司中小储能主要应用领域为户用储能、便携式储能（主要提供逆变器产品）、通信备电及工商业储能，2022 年实现销售收入 15.66 亿元，占新能源板块比重约 77%。
- ◆ 公司新能源车领域主要应用为新能源汽车及轻型动力。新能源汽车领域主要提供充电桩控制器及电子水泵直流无刷电机；轻型动力主要面向换电柜、电动二三轮车及移动机器人提供 BMS 或整机产品。2022 年实现销售收入 4.7 亿元，占新能源板块比重约 23%。

图53：公司新能源板块营业收入及增速



资料来源：同花顺 iFinD，申港证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测

工具业务：2022 年欧美市场渠道侧处于被动去库存周期，叠加疫情等外部环境影 响，公司电动工具板块下游大客户需求有所放缓，展望未来我们预计随着渠道库 存的逐步出清，叠加需求侧的进一步回暖，该项业务增速有望提升。随着原材料 价格逐渐下行趋稳，毛利率有望持续提升。我们预计 2023-2025 年公司该项业务 营收同比增长 18%、17%、15%，毛利率为 22%、23%、24%。

家电业务：公司创新产品不断涌现，叠加大客户开拓顺利并有新客户突破，该项 业务增速有望提升。毛利率方面由于成本端压力缓解有所提升。我们预计 2023- 2025 年公司该项业务营收同比增长 15%、14%、13%，毛利率为 21%、22%、 23%。

新能源业务：公司该项业务高速增长，随着储能业务在海外的快速扩张，公司不 断拓展应用场景，该项业务有望保持较高增速，上游锂等原材料价格趋稳，该项 毛利率有望提升。我们预计 2023-2025 年公司该项业务营收同比增长 55%、45%、 40%，毛利率为 20%、21%、22%。

工业业务：2022 年疫情对整个制造业造成影响，但工业自动化和智能化的趋势不 会变化，该项业务有望回暖，毛利率保持稳定。我们预计 2023-2025 年公司该项 业务营收同比增长 15%、15%、15%，毛利率分别为 30%、30%、30%。

智能解决方案业务：智能解决方案市场有望保持快速增长，毛利率有望保持稳定。 我们预计 2023-2025 年公司该项业务营收同比增长 20%、20%、20%，毛利率分 别为 15%、15%、15%。

表9：公司细分业务盈利预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
工具					
主营业务收入 (亿元)	29.94	32.40	38.23	44.73	51.44
YOY	43.36%	8.20%	18.00%	17.00%	15.00%
主营业务成本 (亿元)	23.23	25.75	29.82	34.44	39.10
毛利率	22.43%	20.53%	22.00%	23.00%	24.00%
家电					
主营业务收入 (亿元)	29.59	30.92	35.56	40.54	45.81
YOY	37.36%	4.48%	15.00%	14.00%	13.00%
主营业务成本 (亿元)	23.81	24.85	28.09	31.62	35.27
毛利率	19.55%	19.61%	21.00%	22.00%	23.00%
新能源					
主营业务收入 (亿元)	12.41	20.36	31.56	45.76	64.06
YOY	38.86%	63.98%	55.00%	45.00%	40.00%
主营业务成本 (亿元)	9.72	16.59	25.25	36.15	49.97
毛利率	21.73%	18.52%	20.00%	21.00%	22.00%
工业					
主营业务收入 (亿元)	2.95	2.48	2.85	3.28	3.77
YOY	14.41%	-15.86%	15.00%	15.00%	15.00%
主营业务成本 (亿元)	2.04	1.81	2.00	2.30	2.64
毛利率	30.99%	27.02%	30.00%	30.00%	30.00%
智能解决方案					
主营业务收入 (亿元)	2.21	1.89	2.27	2.72	3.27

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
YOY	60.40%	-14.70%	20.00%	20.00%	20.00%
主营业务成本 (亿元)	1.89	1.54	1.93	2.31	2.78
毛利率	14.65%	18.52%	15.00%	15.00%	15.00%
其他					
主营业务收入 (亿元)	0.57	0.70	0.77	0.85	0.93
YOY	-63.23%	26.92%	10.00%	10.00%	10.00%
主营业务成本 (亿元)	0.46	0.33	0.62	0.68	0.75
毛利率	19.30%	52.86%	20.00%	20.00%	20.00%
合计					
营业收入 (亿元)	77.67	88.75	111.24	137.88	169.28
YOY	39.69%	14.27%	25.34%	23.95%	22.78%
营业成本 (亿元)	61.15	70.87	87.70	107.50	130.50
毛利率	21.28%	20.14%	21.16%	22.03%	22.91%

资料来源: 同花顺 iFind, 估值模型, 申港证券研究所

预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 8.15/10.45/14.03 亿元, 对应 EPS 为 0.64/0.82/1.11 元/股。

6.2 投资建议

公司作为智能控制器龙头, 持续扩张新的业务, 全力打开公司增长的第三曲线。我们选取和而泰、麦格米特、振邦智能作为可比公司, 2023 年平均 PE 为 20.85 倍。综合考虑行业均值和公司行业龙头地位, 给予公司 25 倍 PE, 对应目标价 16 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表10: PE 估值法

可比公司	PE (TTM)	PE23E	PE24E	PE25E
和而泰	37.3	24.09	17.9	14.46
麦格米特	36.3	20.33	14.8	/
振邦智能	29	18.68	14.01	12.89
平均值	34.2	21.03	15.57	/
拓邦股份	27.6	19.19	14.96	11.14

资料来源: 同花顺 iFinD, 申港证券研究所

7. 风险提示

上游原材料价格波动风险。未来主要原材料价格出现大幅上涨, 公司将面临原材料价格上涨对公司经营业绩带来不利影响。

汇率波动的风险。公司海外收入占比较高, 会受到外汇波动的影响。

海外经济衰退的风险。若海外宏观经济下行, 可能会影响下游客户采购的意愿。

盈利预测中假设偏离真实情况的风险。我们主要通过营收增速、毛利率来预测公司业绩, 若假设的条件不及预期, 则盈利预测与实际经营结果可能出现一定偏差。对于 2023 年业绩:

- ◆ 若营收增速下滑 1 个 pct, 则 2023 年归母净利润下降 0.06 亿元 (-0.73%)
- ◆ 若毛利率下滑 1 个 pct, 则 2023 年归母净利润下降 1.03 亿元 (-12.66%)

表11: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表		单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		
营业收入	7767	8875	11124	13788	16928	流动资产合计	6758	6881	8943	10694	12951		
营业成本	6115	7087	8770	10750	13050	货币资金	1768	1403	2145	2419	3117		
营业税金及附加	29	59	58	82	95	应收账款	2188	2550	3135	3810	4585		
营业费用	209	260	315	377	445	其他应收款	50	78	97	121	148		
管理费用	258	370	452	546	654	预付款项	41	53	62	77	93		
研发费用	450	592	701	869	1100	存货	2184	1993	2800	3373	4023		
财务费用	64	-123	-42	12	66	其他流动资产	113	155	178	221	271		
资产减值损失	-100	-70	-90	-87	-82	非流动资产合计	2849	3483	3674	3892	4083		
公允价值变动收益	86	88	90	89	89	长期股权投资	26	24	25	26	27		
投资净收益	55	1	28	14	21	固定资产	1300	1840	1935	2016	2090		
营业利润	624	636	890	1141	1531	无形资产	436	547	553	559	563		
营业外收入	2	6	4	4	5	商誉	111	111	111	111	111		
营业外支出	6	9	7	7	8	其他非流动资产	72	172	160	198	243		
利润总额	620	633	887	1139	1528	资产总计	9607	10365	12617	14587	17035		
所得税	48	52	70	92	122	流动负债合计	3934	3823	4970	5921	7034		
净利润	572	582	816	1047	1406	短期借款	410	283	736	1001	1353		
少数股东损益	7	-1	1	2	2	应付账款	1511	1606	1913	2285	2703		
归属母公司净利润	565	583	815	1045	1403	预收款项	0	1	0	0	0		
EBITDA	859	745	847	1433	1887	一年内到期的非流动负债	48	75	79	83	87		
EPS (元)	0.47	0.46	0.64	0.82	1.11	非流动负债合计	556	720	823	925	1028		
主要财务比率						长期借款	475	582	682	782	882		
						应付债券	0	0	0	0	0		
成长能力						负债合计	4490	4543	5793	6847	8062		
营业收入增长	39.69%	14.27%	25.34%	23.95%	22.78%	少数股东权益	89	93	95	96	98		
营业利润增长	-0.73%	2.04%	39.83%	28.31%	34.09%	实收资本(或股本)	1257	1270	1270	1270	1270		
归属于母公司净利润增长	5.89%	3.13%	39.91%	28.24%	34.25%	资本公积	2140	2266	2266	2266	2266		
获利能力						未分配利润	1779	2271	2943	3802	4958		
毛利率(%)	21.28%	20.14%	21.16%	22.03%	22.91%	归属母公司股东权益合计	5028	5729	6730	7644	8875		
净利率(%)	7.37%	6.56%	7.34%	7.59%	8.30%	负债和所有者权益	9607	10365	12617	14587	17035		
总资产净利润(%)	5.88%	5.62%	6.46%	7.17%	8.24%	现金流量表							
ROE(%)	11.24%	10.17%	12.11%	13.68%	15.81%	单位:百万元							
偿债能力						经营活动现金流	-225	491	243	407	826		
资产负债率(%)	47%	44%	46%	47%	47%	净利润	572	582	816	1047	1406		
流动比率	1.72	1.80	1.80	1.81	1.84	折旧摊销	172	232	257	279	290		
速动比率	1.16	1.28	1.24	1.24	1.27	财务费用	64	-123	-42	12	66		
营运能力						应付账款减少	-487	-362	-585	-675	-775		
总资产周转率	0.95	0.89	0.97	1.01	1.07	预收账款增加	0	1	-1	0	0		
应收账款周转率	4	4	4	4	4	投资活动现金流	-748	-777	-286	-358	-347		
应付账款周转率	5.07	5.69	6.32	6.57	6.79	公允价值变动收益	86	88	90	89	89		
每股指标(元)						长期股权投资减少	-20	3	-1	-1	-1		
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.46	0.64	0.82	1.11	投资收益	55	1	28	14	21		
每股净现金流(最新摊薄)	0.45	-0.32	0.58	0.22	0.55	筹资活动现金流	1543	-125	785	225	218		
每股净资产(最新摊薄)	4.00	4.51	5.30	6.02	6.99	应付债券增加	0	0	0	0	0		
估值比率						长期借款增加	275	106	100	100	100		
P/E	26.21	26.78	19.19	14.96	11.14	普通股增加	122	13	0	0	0		
P/B	3.08	2.73	2.32	2.05	1.76	资本公积增加	1183	126	0	0	0		
EV/EBITDA	17.06	20.38	17.70	10.53	7.87	现金净增加额	570	-411	742	274	698		

资料来源: 公司财报, 估值模型, 申港证券研究所

研究助理简介

张建宇，北京科技大学工学硕士，曾先后就职于华为和中国移动，多年 ICT 行业工作经验，2021 年 11 月加入申港证券，担任通信行业研究员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人**独立**研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，**不受任何第三方的影响和授意**。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，**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**。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主做出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上