

拓邦股份 (002139.SZ)

上半年净利润增长 5%，盈利能力同比改善

买入

核心观点

上半年净利润增长 5%。23H1 公司实现营收 42.6 亿元，同比+6.8%；实现归母净利润 2.6 亿元，同比+4.7%；实现扣非归母净利润 2.5 亿元，同比+24.1%。单季度来看，23Q2 公司实现营业收入 22.6 亿元，同比-4.2%；实现归母净利润 1.6 亿元，同比+6.2%；实现扣非归母净利润 1.6 亿元，同比增长 10.7%。

分业务来看，工具板块实现收入 16.2 亿元，同比+0.8%，受行业去库存在上半年延续影响；家电板块实现收入 15.0 亿元，同比-1.0%，主要由于传统小家电品类下滑，空调、洗衣机等大家电以及智能卫浴等优势品类增速较快；新能源板块实现收入 9.1 亿元，同比+6.6%；工业板块实现收入 1.4 亿元，同比+1.0%；智能解决方案业务实现收入 0.74 亿元，同比-11.1%。

盈利能力同比改善。23H1 公司毛利率为 21.6%，同比+2.5pct，主要原因为公司加大对老业务的降本增效，并通过技术创新、增加新产品提升综合盈利能力；汇率变化也有助于提升出口业务盈利能力。费用端，公司加大新业务、新市场的投入，包括变频控制系统等战略重点项目的研发投入、新市场开拓以及海外基地投入等，三项费用率同比提升 2.0pct。净利率方面，毛利率修复推动净利率同比提升 0.2pct 至 6.1%。

加大回款力度和供应链管理，现金流表现优异。公司持续加强现金流管控，加大回款力度同时减少备货支出，23H1 公司经营活动净现金流达 5.3 亿元，同比大幅改善，现金流表现优异。

传统业务市场份额提升，新业务、新市场加速布局。在工具领域，公司产品平台及头部客户的体量增长推动市占率进一步提升，受益后续补库需求；家电板块，公司在欧美、日系家电客户的市占率提升，保持稳定增长态势。新能源业务方向，公司推出钠离子电池、工商业储能解决方案、光储充一体机等新产品，并发展充电桩整机及综合运营项目。公司积极加大海外市场布局，罗马尼亚、墨西哥等海外基地投入使用，拓展全球市场，保证业务稳定。

风险提示：下游需求不及预期；新业务拓展不及预期；宏观经济波动风险

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑宏观经济环境影响，工具板块补库周期相对滞后，家电需求相对平稳，新能源业务供需变化，下调此前盈利预测，预计公司 23-25 年归母净利润分别由 8.0/11.4/14.8 亿元下调至 6.4/8.8/10.6 亿元，对应当前 PE 分别为 22/16/13 倍。公司传统板块市占率有望继续提升，并加大新业务、新市场开拓力度，看好公司增长潜力，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,767	8,875	9,728	11,217	12,708
(+/-%)	39.7%	14.3%	9.6%	15.3%	13.3%
净利润(百万元)	565	583	641	883	1063
(+/-%)	5.9%	3.1%	10.0%	37.8%	20.4%
每股收益(元)	0.45	0.46	0.50	0.70	0.84
EBIT Margin	9.1%	5.7%	6.7%	8.3%	8.6%
净资产收益率 (ROE)	11.2%	10.2%	10.2%	12.6%	13.4%
市盈率 (PE)	25.0	24.4	22.2	16.1	13.4
EV/EBITDA	21.2	25.5	21.2	15.8	13.8
市净率 (PB)	2.80	2.49	2.27	2.03	1.80

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 联系人：钱嘉隆
021-60933150 021-60375445
machenglong@guosen.com.cn qianjialong@guosen.com.cn
S0980518100002

基础数据

投资评级 买入(维持)
合理估值
收盘价 11.22 元
总市值/流通市值 14244/11785 百万元
52 周最高价/最低价 16.65/9.78 元
近 3 个月日均成交额 297.87 百万元

市场走势

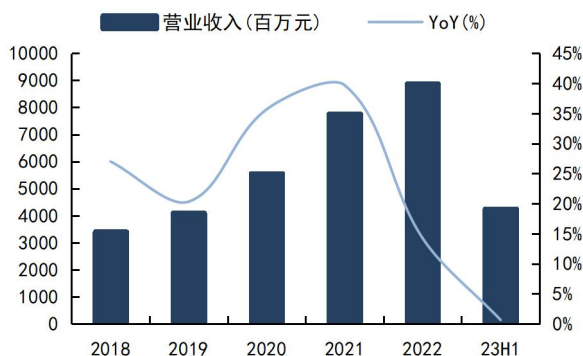


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《拓邦股份 (002139.SZ) - 一季度扣非净利润增长 58%，工具与新能源增长良好》——2023-04-26
《拓邦股份 (002139.SZ) - 新能源业务快速增长，降本增效成果显著》——2023-04-01
《拓邦股份 (002139.SZ) - 深耕电子电控技术，赋能数字经济》——2023-02-28
《拓邦股份 (002139.SZ) - 传统业务整体稳健，新能源业务快速增长》——2022-10-30
《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

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、%)



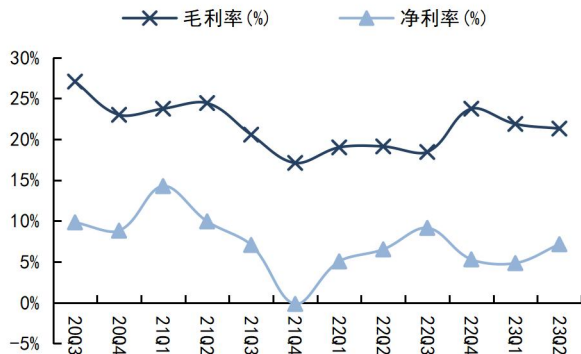
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 拓邦股份单季归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



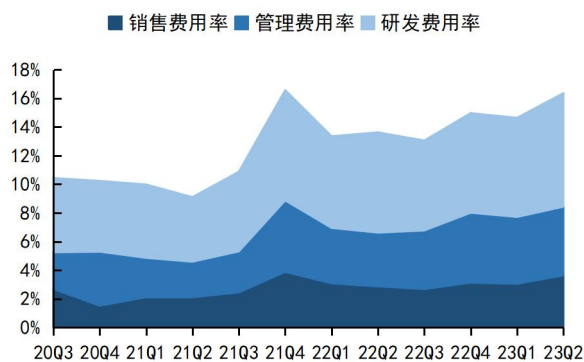
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 拓邦股份单季度毛利率、净利率变化情况



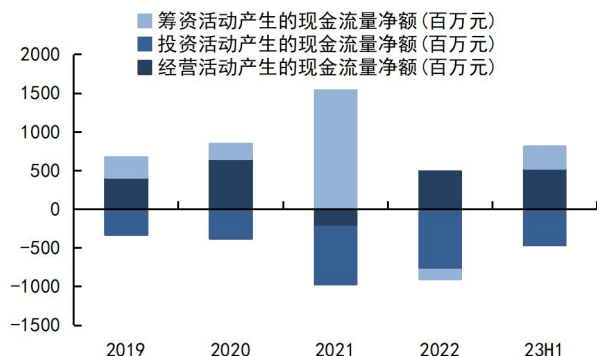
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

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

工具板块：

电动工具市场在经历 2021 年渠道库存大幅增加后，2022 年起欧美市场渠道侧处于去库存周期，此前预计去库存行为在 2023 年上半年将有明显落地。同时，一方面，电动工具锂电化、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，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，此前预计工具板块 23-25 年收入增速分别为 18%/17%/14%。

2023 年上半年，由于下游渠道库存去化力度不及此前预期，叠加宏观经济波动等外部环境影响，短期需求仍受到压制。基于此，下调公司工具板块收入增速，假设 2023-2025 年营收增速分别为 8%/13%/10%。

毛利率方面，此前预计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，毛利率将有回暖，2023 年上半年工具板块实现毛利率为 23.5%，同比提升 2.8pct，符合此前判断趋势。

家电板块：

家电板块由于外部宏观经济环境影响，短期内消费有一定走弱。此前，考虑到消费刺激政策以及消费需求复苏，给予公司家电板块 2023-2025 年收入 16%/15%/11% 的增速假设。

从 2023 年上半年情况来看，整体宏观经济环境影响仍然存在，同时部分小家电产品，例如电磁炉、咖啡机等出现下滑，影响公司业绩。公司在竞争策略上，将重点聚焦优势品类，同时欧美、日系家电客户的市占率在提升，有望实现后续的稳健增长。基于上述背景，下调家电板块收入增速，假设 2023-2025 年增速分别为 4%/9%/8%。

毛利率也受益于成本端压力缓解，同时高价值产品占比提升等因素推动回暖，2023 年上半年家电板块毛利率为 20.3%，同比+3.2pct，符合此前判断趋势。

新能源业务：

此前，考虑到海外户储市场需求良好、新能源行业景气度较高，给予公司新能源业务较高的增速假设，假设 2023-2025 年公司新能源业务收入增速分别为 52%/46%/37%。

2023 年上半年，由于海外户储市场处于去库存周期，户储产品线面临增长压力，新能源产业面临供需关系变化，短期业绩增长较此前预期有明显放缓。中长期视角来看，公司围绕储能和新能源汽车两方面，推出储能逆变器、钠离子电池、工商业储能解决方案、光储充一体机等新产品，并发展充电桩整机及综合运营项目，双碳大背景下，仍有望实现良好增长。基于此，假设未来公司 3 年新能源板块营收增速分别为 20%/28%/23%。

毛利率方面，2022 年由于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，随着锂价等走低，公司毛利率有所回暖，上半年新能源板块毛利率为 19%，同比+2.3pct，符合此前判断趋势。

工业：

通用自动化行业体现较明显的周期性特征，过去几年受宏观经济、美联储加息以及国际局势动荡的影响，行业已经历较长下行周期，整体市场仍处于恢复阶段。基于此，此前假设未来三年公司工业板块收入增速分别为 15%/10%/8%。

考虑到宏观经济环境当前仍有一定压力，短期下调 2023 年收入增速预测；中长期来看，远期来看，受益于工业自动化的国产替代以及公司前瞻在机器人等领域的布局，有望实现良好成长。基于此，假设 23-25 年收入增速分别为 8%/15%/20%。

毛利率方面，维持此前板块盈利能力相对稳定的假设。

智能解决方案与其他业务：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，未作明显调整。

费用率假设如下：

- **管理费用：**此前假设公司 2023 年管理费用率为 3.6%，由于公司罗马尼亚、墨西哥等海外生产基地投入使用，增加管理费用；同时收入端受整体宏观环境影响，增长相对平稳。基于此，假设 2023 年管理费用率提升至 4.0%。中长期来看，公司积极控费增效，考虑后续规模效应，假设 24-25 年管理费用率有所下降。
- **销售费用：**此前假设公司 2023 年销售费用率为 2.9%，公司正持续进行多区域化布局，市场营销、参展等活动增加较为明显，基于此假设 2023 年销售费用率短期升高至 3.2%。后续随着规模效应显现，销售费用率水平有望下降。
- **研发费用：**此前假设公司研发费用率 6.7%。公司注重研发投入，不断加大新品类研发以及新能源业务投入，短期内研发费用率假设提升至 6.9%，随着规模效应的释放逐步有所下降。

表1: 拓邦股份业务拆分

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
工具					
收入（亿元）	29.9	32.4	35.0	39.5	43.5
增速	43.36%	8.20%	8.00%	13.00%	10.00%
毛利率	22.43%	20.53%	23.00%	23.00%	23.00%
家电					
收入（亿元）	29.6	30.9	32.5	35.4	38.2
增速	37.36%	4.48%	5.00%	9.00%	8.00%
毛利率	19.55%	19.61%	20.00%	21.00%	21.00%
新能源					
收入（亿元）	12.4	20.4	24.4	31.2	38.5
增速	38.86%	63.98%	19.64%	27.92%	23.49%
毛利率	21.73%	18.52%	20.30%	21.00%	21.50%
工业					
收入（亿元）	3.0	2.5	2.7	3.0	3.7
增速	14.41%	-15.86%	8.00%	13.00%	20.00%
毛利率	30.99%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
智能解决方案					
收入（亿元）	2.2	1.9	2.1	2.3	2.5
增速	60.40%	8.00%	10.00%	10.00%	8.00%
毛利率	14.65%	20.00%	16.00%	16.00%	15.00%
其他					
收入（亿元）	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
增速	105.05%	26.92%	1.00%	1.00%	1.00%
毛利率	15.33%	20.00%	15.33%	15.33%	15.33%
总营收（亿元）	77.7	88.8	97.3	112.1	127.1
增速	39.69%	14.27%	9.61%	15.25%	13.29%
毛利率	21.28%	20.14%	21.45%	21.95%	22.09%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计未来3年营收分别为97/112/128亿元, 同比+10%/15%/13%, 毛利率分别为21%/22%/22%; 实现归母净利润6.4/8.8/10.6亿元, 同比+10%/38%/20%。

投资建议: 考虑宏观经济环境影响, 工具板块补库周期相对滞后, 家电需求相对平稳, 新能源业务供需变化, 下调此前盈利预测, 预计公司23-25年归母净利润分别由8.0/11.4/14.8亿元下调至6.4/8.8/10.6亿元, 对应当前PE分别为22/16/13倍。公司传统板块市占率有望继续提升, 并加大新业务、新市场开拓力度, 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 (8月17日)	EPS (元)			PE			PB 2023E	总市值 (亿元)
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E		
002139.SZ	拓邦股份	买入	11.22	0.46	0.53	0.70	24.4	21.2	15.9	2.3	142
001217.SZ	和而泰	无评级	15.26	0.48	0.73	0.97	30.5	21.0	15.7	2.9	142
300916.SZ	朗特智能	无评级	27.93	1.89	1.77	2.42	22.8	15.8	11.6	3.0	40
002925.SZ	盈趣科技	无评级	17.86	0.89	1.12	1.45	18.7	16.0	12.3	2.4	140
	平均						24.0	17.6	13.2	2.8	

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

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1768	1403	1012	885	1308	营业收入	7767	8875	9728	11217	12708
应收款项	2400	2679	3020	3445	3895	营业成本	6115	7087	7642	8755	9900
存货净额	2184	1993	2278	2705	2913	营业税金及附加	29	59	44	45	51
其他流动资产	191	463	292	337	381	销售费用	209	260	311	314	343
流动资产合计	6758	6881	6944	7714	8840	管理费用	258	370	411	426	467
固定资产	1795	2075	2766	3090	3378	研发费用	450	592	671	752	851
无形资产及其他	436	547	525	504	482	财务费用	64	(123)	9	7	3
投资性房地产	592	837	837	837	837	投资收益	55	1	0	(1)	20
长期股权投资	26	24	24	24	24	资产减值及公允价值变动	186	158	50	40	40
资产总计	9607	10365	11096	12168	13560	其他收入	(710)	(744)	(666)	(752)	(851)
短期借款及交易性金融负债	457	359	0	0	0	营业利润	624	636	695	958	1152
应付款项	2742	2672	3439	3686	4094	营业外净收支	(3)	(3)	0	0	1
其他流动负债	734	792	571	647	730	利润总额	620	633	695	958	1153
流动负债合计	3934	3823	4011	4334	4824	所得税费用	48	52	56	77	92
长期借款及应付债券	475	582	582	582	582	少数股东损益	7	(1)	(1)	(1)	(2)
其他长期负债	81	138	138	138	138	归属于母公司净利润	565	583	641	883	1063
长期负债合计	556	720	720	720	720	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	4490	4543	4730	5053	5543	净利润	565	583	641	883	1063
少数股东权益	89	93	92	91	90	资产减值准备	96	(66)	137	45	37
股东权益	5028	5729	6273	7024	7927	折旧摊销	172	232	244	293	337
负债和股东权益总计	9607	10365	11096	12168	13560	公允价值变动损失	(186)	(158)	(50)	(40)	(40)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	64	(123)	9	7	3
每股收益	0.45	0.46	0.50	0.70	0.84	营运资本变动	(714)	(626)	230	(529)	(175)
每股红利	0.07	0.07	0.08	0.10	0.13	其它	(90)	65	(138)	(46)	(38)
每股净资产	4.00	4.51	4.94	5.53	6.24	经营活动现金流	(157)	30	1064	605	1183
ROIC	15%	9%	10%	13%	14%	资本开支	0	(517)	(1000)	(600)	(600)
ROE	11%	10%	10%	13%	13%	其它投资现金流	11	(128)	0	0	0
毛利率	21%	20%	21%	22%	22%	投资活动现金流	(8)	(643)	(1000)	(600)	(600)
EBIT Margin	9%	6%	7%	8%	9%	权益性融资	(31)	50	0	0	0
EBITDA Margin	11%	8%	9%	11%	11%	负债净变化	275	106	0	0	0
收入增长	40%	14%	10%	15%	13%	支付股利、利息	(86)	(92)	(96)	(132)	(159)
净利润增长率	6%	3%	10%	38%	20%	其它融资现金流	367	169	(359)	0	0
资产负债率	48%	45%	43%	42%	42%	融资活动现金流	714	248	(455)	(132)	(159)
息率	0.6%	0.6%	0.7%	0.9%	1.1%	现金净变动	548	(365)	(391)	(127)	423
P/E	25.0	24.4	22.2	16.1	13.4	货币资金的期初余额	1219	1768	1403	1012	885
P/B	2.8	2.5	2.3	2.0	1.8	货币资金的期末余额	1768	1403	1012	885	1308
EV/EBITDA	21.2	25.5	21.2	15.8	13.8	企业自由现金流	0	(446)	71	16	570
						权益自由现金流	0	(170)	(296)	9	566

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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所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