

拓邦股份 (002139. SZ)

短期需求承压，汇率因素影响三季度业绩

买入

核心观点

三季度业绩承压。2023 年前三季度，公司实现营收 63.6 亿元，同比-2.7%；实现归母净利润 3.8 亿元，同比-18.0%；实现扣非归母净利润 3.8 亿元，同比+2.9%。单季度来看，三季度公司实现营业收入 21.1 亿元，同比-8.8%；实现归母净利润 1.2 亿元，同比-44.3%；实现扣非归母净利润 1.3 亿元，同比-23.5%。

分业务来看，家电板块同比、环比小幅下滑，高价值品类商空、智能温控等实现同比增长；工具板块控制类品类基本持平；新能源板块受家储业务下降影响同比下滑，工商业储能 BMS 实现快速增长，整体环比二季度趋势向好。

公允价值变动和汇率因素放大短期业绩波动。公司三季度净利润同比下降幅度远超收入变动，主要原因为：（1）人民币汇率在三季度相对稳定，公司持有远期外汇浮亏影响非经常性损益，同时 22Q2 外汇波动产生汇兑收益，致 23Q3 财务费用同比增加近 1 亿；（2）去年同期对外投资公允价值收益较大，贡献公允价值变动损益约 4854 万元，23Q3 同比大幅减少约 6326 万元。财务费用外，公司费用端保持研发投入，同时海外工业园前期投入、国际客户拓展及参展费用增加、数字化建设增加公司管理费用及销售费用。三季度三项费用率合计约 16.12%，同比+1.5pct。

毛利率维持改善趋势，加强经营质量管理。单三季度，公司毛利率为 23.2%，同比+4.7pct，环比+1.9pct，毛利率维持改善趋势。主要原因因为公司加大对老业务的降本增效，同时较高毛利率的新产品、优势产品份额提升，提升综合盈利能力；汇率变化也有一定促进作用。整体外部环境下，公司关注经营质量，持续改善客户结构，加强销售回款，前三季度经营活动现金流量净额达到 10.0 亿元，同比增长 57.7%，现金流表现优异。

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。

家电和工具下游需求仍受宏观经济环境以及去库存周期影响，新能源业务供需变化，同时考虑非经常性损益等变动，下调此前盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别由 6.4/8.8/10.6 亿元下调至 6.0/8.2/10.1 亿元，对应当前 PE 分别为 21/15/12 倍。传统板块需求有望随经济形势好转以及补库周期启动修复，新能源业务新产品逐步推向市场，仍看好公司后续增长潜力，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	9,284	10,781	12,186
(+/-%)	39.7%	14.3%	4.6%	16.1%	13.0%
净利润(百万元)	565	583	603	821	1005
(+/-%)	5.9%	3.1%	3.5%	36.1%	22.5%
每股收益(元)	0.45	0.46	0.48	0.65	0.79
EBIT Margin	9.1%	5.7%	6.8%	8.0%	8.5%
净资产收益率(ROE)	11.2%	10.2%	9.7%	11.8%	12.9%
市盈率(PE)	21.8	21.4	20.6	15.2	12.4
EV/EBITDA	19.1	23.0	19.5	15.1	13.0
市净率(PB)	2.45	2.17	1.99	1.79	1.60

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

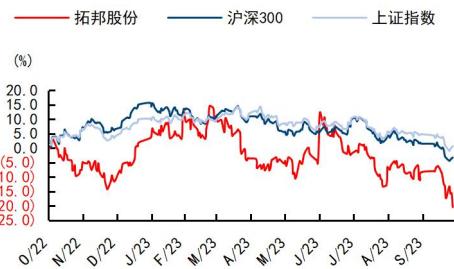
证券分析师：马成龙 联系人：钱嘉隆

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	9.24 元
总市值/流通市值	11731/9705 百万元
52 周最高价/最低价	13.60/9.11 元
近 3 个月日均成交额	189.11 百万元

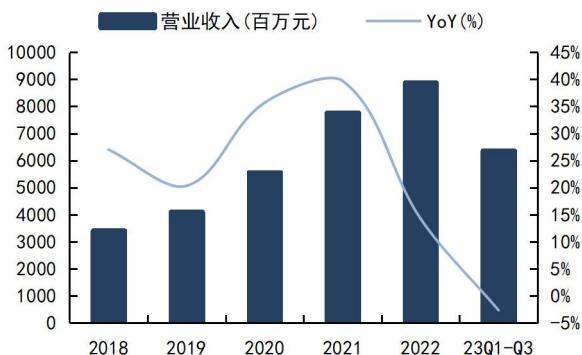
市场走势



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) - 上半年净利润增长 5%，盈利能力同比改善》——2023-08-18
- 《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

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、%)

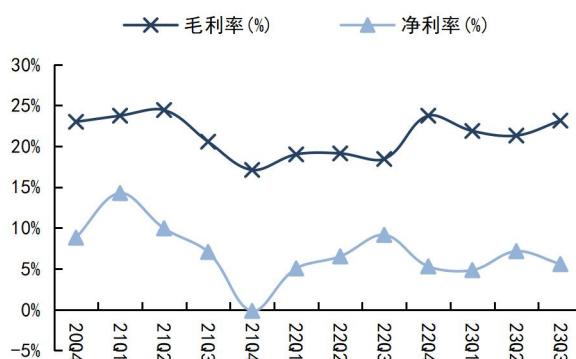

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3: 拓邦股份归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)

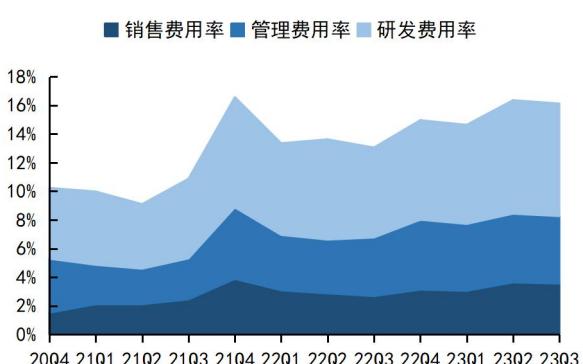

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图4: 拓邦股份单季归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)

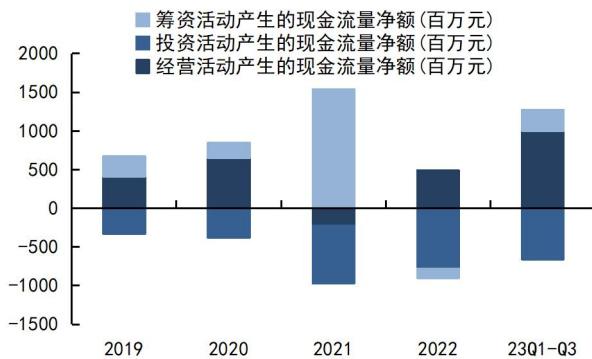

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

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 8%/13%/10%

2023 年前三季度，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，公司工具板块同比增速基本持平。基于此，下调公司工具板块 2023 年收入增速假设，预计 2023 年营收增速调整为 5%。

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，公司毛利率趋势符合此前判断，维持假设。

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 年前三季度情况来看，整体宏观经济环境影响仍然存在；同时公司在竞争策略上，将重点聚焦优势品类，主动缩减部分红海产品布局，导致前三季度公司家电板块收入同比下滑。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，符合此前判断趋势，维持假设。

新能源业务：

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，前三季度新能源板块受家储业务下降影响同比下滑。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，下调 2023 年新能源板块营收增速，由 20%下调至 6%。

随着锂价等走低，公司毛利率有所回暖，符合此前判断趋势，维持假设。

工业和智能解决方案与其他业务：目前相关业务占比较小，假设未来三年实现稳定增长，毛利率总体稳定，假设未作明显调整。

费用率假设如下：

- **管理费用：**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，维持此前假设。
- **销售费用：**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 年销售费用率为 3.3%，后续随着规模效应显现，销售费用率水平有望下降，维持此前假设。
- **研发费用：**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为 6.9%，随着规模效应释放有所下降，维持此前假设。

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	34.0	38.4	42.3
增速	43.36%	8.20%	5.00%	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	31.8	35.0	37.8
增速	37.36%	4.48%	3.00%	10.00%	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	21.5	28.3	34.9
增速	38.86%	63.98%	5.63%	31.39%	23.35%
毛利率	21.73%	18.52%	20.30%	20.60%	21.00%
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	92.8	107.8	121.9
增速	39.69%	14.27%	4.61%	16.13%	13.03%
毛利率	21.28%	20.14%	21.65%	21.87%	21.96%

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93/108/122亿元，同比+5%/16%/13%，毛利率分别为22%/22%/22%；实现归母净利润6.0/8.2/10.1亿元，同比+4%/36%/23%。

投资建议：家电和工具下游需求仍受宏观经济环境以及去库存周期影响，新能源业务供需变化，同时考虑非经常性损益等变动，下调此前盈利预测，预计公司2023-2025年归母净利润分别由6.4/8.8/10.6亿元下调至6.0/8.2/10.1亿元，对应当前PE分别为21/15/12倍。传统板块需求有望随经济形势好转以及补库周期启动修复，新能源业务新产品逐步推向市场，仍看好公司后续增长潜力，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26日)	EPS(元)			PE		PB	总市值(亿元)	
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E		
002139.SZ	拓邦股份	买入	9.24	0.46	0.48	0.65	21.4	20.6	15.2	2.0	117
002402.SZ	和而泰	无评级	13.38	0.48	0.64	0.87	30.5	21.0	15.3	2.9	125
003028.SZ	振邦智能	无评级	37.30	1.53	1.85	2.42	27.6	20.1	15.4	2.8	41
002925.SZ	盈趣科技	无评级	17.92	0.89	0.86	1.16	18.7	20.8	15.4	2.9	140
平均							25.6	20.6	15.4	2.9	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测；和而泰、振邦智能、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	1046	885	1272	营业收入	7767	8875	9284	10781	12186
应收款项	2400	2679	2882	3311	3735	营业成本	6115	7087	7274	8424	9510
存货净额	2184	1993	2165	2600	2795	营业税金及附加	29	59	42	43	49
其他流动资产	191	463	279	323	366	销售费用	209	260	306	323	329
流动资产合计	6758	6881	6714	7462	8510	管理费用	258	370	393	410	448
固定资产	1795	2075	2766	3090	3378	研发费用	450	592	641	722	816
无形资产及其他	436	547	525	504	482	财务费用	64	(123)	28	7	4
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	10866	11916	13230	其他收入	(710)	(744)	(636)	(722)	(816)
短期借款及交易性金融负债	457	359	0	0	0	营业利润	624	636	655	891	1090
应付款项	2742	2672	3269	3543	3927	营业外净收支	(3)	(3)	0	0	1
其他流动负债	734	792	544	624	700	利润总额	620	633	655	891	1091
流动负债合计	3934	3823	3813	4166	4627	所得税费用	48	52	52	71	87
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	603	821	1005
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	4532	4886	5347	净利润	565	583	603	821	1005
少数股东权益	89	93	93	91	90	资产减值准备	96	(66)	137	45	37
股东权益	5028	5729	6241	6939	7793	折旧摊销	172	232	244	293	337
负债和股东权益总计	9607	10365	10866	11916	13230	公允价值变动损失	(186)	(158)	(50)	(40)	(40)
						财务费用	64	(123)	28	7	4
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(714)	(626)	296	(510)	(163)
每股收益	0.45	0.46	0.48	0.65	0.79	其它	(90)	65	(138)	(46)	(38)
每股红利	0.07	0.07	0.07	0.10	0.12	经营活动现金流	(157)	30	1092	562	1138
每股净资产	4.00	4.51	4.92	5.47	6.14	资本开支	0	(517)	(1000)	(600)	(600)
ROIC	15%	9%	9%	12%	13%	其它投资现金流	11	(128)	0	0	0
ROE	11%	10%	10%	12%	13%	投资活动现金流	(8)	(643)	(1000)	(600)	(600)
毛利率	21%	20%	22%	22%	22%	权益性融资	(31)	50	0	0	0
EBIT Margin	9%	6%	7%	8%	8%	负债净变化	275	106	0	0	0
EBITDA Margin	11%	8%	9%	11%	11%	支付股利、利息	(86)	(92)	(90)	(123)	(151)
收入增长	40%	14%	5%	16%	13%	其它融资现金流	367	169	(359)	0	0
净利润增长率	6%	3%	4%	36%	22%	融资活动现金流	714	248	(449)	(123)	(151)
资产负债率	48%	45%	43%	42%	41%	现金净变动	548	(365)	(357)	(161)	387
息率	0.7%	0.7%	0.7%	1.0%	1.2%	货币资金的期初余额	1219	1768	1403	1046	885
P/E	21.8	21.4	20.6	15.2	12.4	货币资金的期末余额	1768	1403	1046	885	1272
P/B	2.4	2.2	2.0	1.8	1.6	企业自由现金流	0	(446)	117	(28)	525
EV/EBITDA	19.1	23.0	19.5	15.1	13.0	权益自由现金流	0	(170)	(249)	(34)	522

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