

# 拓邦股份 (002139.SZ)

## 下游需求逐步修复，毛利率同环比提升

买入

### 核心观点

**下游需求逐步显现拐点，一季度营收实现平稳增长。**公司发布 2024 年一季度报，实现营业收入 23.2 亿元，同比增长 16.2%；实现归母净利润 1.8 亿元，同比增长 82.3%；实现扣非归母净利润 1.7 亿元，同比增长 85.5%。

收入方面，随着行业库存恢复正常水位，传统需求逐步修复，且公司新兴业务加速拓展，工具、家电、新能源和工业等四大板块实现同比增长。其中新能源板块增速最快，主要系控制、电源类产品逐步推向市场，贡献增量。

**毛利率实现同环比提升。**一季度公司毛利率为 23.7%，同比提升 1.8pct，环比提升 0.83pct。主要原因是公司创新产品出货量增加，同时高价库存逐步出清、持续推进降本增效。费用率方面，公司加大市场开拓力度，销售费用率同比提升；加大研发投入，核心聚焦新能源板块以及移动机器人、伺服驱动和控制技术等核心技术开发。基于此，公司销售费用率/研发费用率分别提升 0.5/0.9pct 至 3.5%/7.9%，管理费用率同比下降 1.0pct 至 3.7%。财务费用受益于汇兑收益显著减少，一季度公司财务费用同比减少 5707 万元。

**前瞻进行国际化布局，积极出海打开成长空间。**公司持续推进国际化战略实施，目前越南和印度基地已实现规模化量产和稳定运营；罗马尼亚和墨西哥基地已实现量产。2023 年公司海外业务实现收入 53.8 亿元，并实现新基地头部客户的导入，积极出海加强竞争壁垒。

**研发投入加强创新产品能力，培育新增长点。**公司持续坚持高比例研发投入，近 11 年研发投入占受比都在 7%左右。针对传统工具和家电领域，公司加强自主可控产品布局，聚焦发展优势品类，发挥技术平台优势；针对新能源业务，发挥储能、充电、蓄冷、供热等方面解决方案优势，打造第三成长曲线；围绕新产业机遇方向，公司加快推进移动机器人、伺服驱动和控制技术等核心技术的开发，培育第四成长曲线。

**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。

此前公司家电和工具板块需求仍受下游库存周期影响，新能源业务面临供需关系变化。基于此下调 2024-2025 年盈利预测，新增 2026 年盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 7.0/8.6/10.4 亿元（原预计 2024-2025 年归母净利润分别为 8.2/10.1 亿元），对应当前 PE 分别为 17/14/11 倍。公司传统板块需求有望迎拐点，新能源业务新产品逐步推向市场，电机等布局有望成为新增长点，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,875	8,992	10,770	12,561	14,439
(+/-%)	14.3%	1.3%	19.8%	16.6%	15.0%
净利润(百万元)	583	516	698	864	1036
(+/-%)	3.1%	-11.5%	35.4%	23.7%	19.9%
每股收益(元)	0.46	0.41	0.55	0.68	0.82
EBIT Margin	5.7%	5.6%	6.2%	7.5%	7.7%
净资产收益率 (ROE)	10.2%	8.2%	10.2%	11.5%	12.4%
市盈率 (PE)	20.2	22.4	16.8	13.6	11.3
EV/EBITDA	22.1	21.1	18.7	14.1	12.2
市净率 (PB)	2.05	1.84	1.71	1.56	1.40

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	合理估值	买入(维持)
收盘价		9.25 元
总市值/流通市值		11725/9654 百万元
52 周最高价/最低价		13.39/6.26 元
近 3 个月日均成交额		176.31 百万元

#### 市场走势

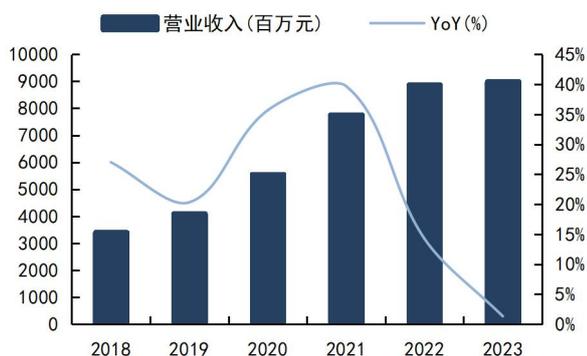


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《拓邦股份 (002139.SZ) - 短期需求承压，汇率因素影响三季度业绩》——2023-10-27
- 《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

图1: 拓邦股份营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



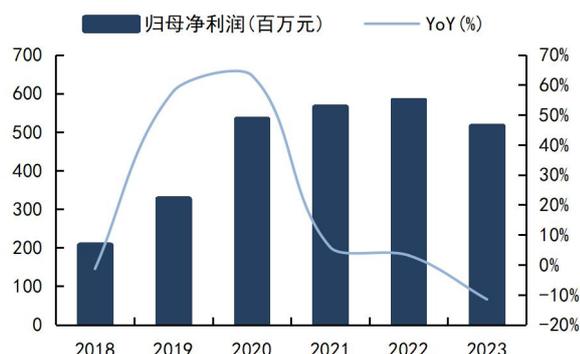
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

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、%)



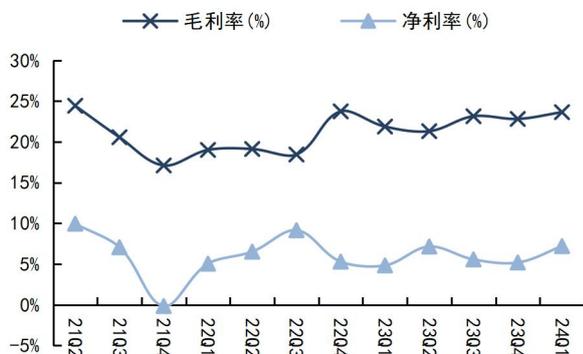
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 拓邦股份单季归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



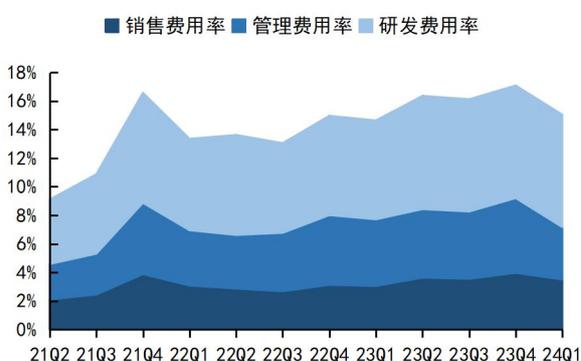
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 拓邦股份单季度毛利率、净利率变化情况

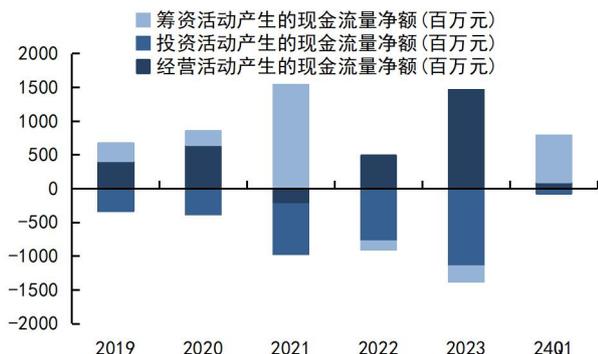


资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

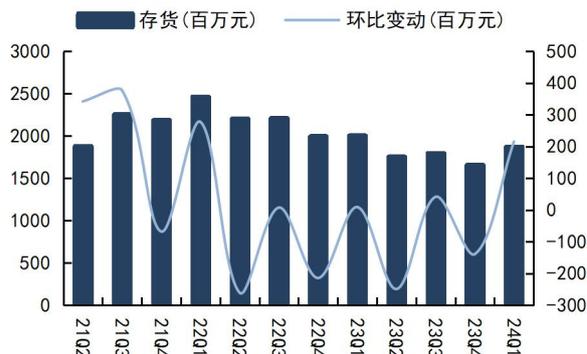
图6: 拓邦股份单季度三项费用率变化情况



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。2023 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, 公司工具板块同比增速基本持平。

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。考虑到下游库存逐步消化, 需求有望迎来拐点, 基于此, 预计工具板块 2024-2025 年收入增速分别为 20%/16%。

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。2023 年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, 公司家电板块收入同比微增。

公司家电板块目前聚焦发展优势品类, 在白色大家电(冰洗空)、厨卫电器、创新小家电领域持续深耕, 并拓展清洁电器、温控、商业场景等市场应用, 提升优势品类的市占率。基于此假设家电板块 2024-2025 年增速分别为 18%/15%。

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:

2023 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, 新能源板块业务增速下降显著。

公司目前控制、电源类产品逐步推向市场, 未来公司将加大新能源板块的投入,

发挥储能、充电、蓄冷、供热等方面解决方案优势，进一步加大在新能源行业的影响力及市占率。基于此假设 2024-2025 年新能源板块增速分别为 24%/21%。

随着锂价等成本端走低以及新产品投放、规模效应显现，公司毛利率有所回暖，符合此前判断趋势，维持假设。

**工业板块：**公司正加快推进移动机器人、伺服驱动和控制技术等核心技术的开发，有望受益人型机器人等产业趋势，贡献新增量，基于此假设公司 2024-2025 年工业板块收入增速分别为 15%/20%。

**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。

表1：拓邦股份业务拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>工具</b>					
收入（亿元）	32.4	32.4	38.7	44.9	51.4
增速	8.2%	0.0%	19.5%	16.0%	14.5%
毛利率	20.5%	23.8%	24.0%	23.5%	23.0%
<b>家电</b>					
收入（亿元）	30.9	31.7	37.4	42.8	48.3
增速	4.5%	2.4%	18.0%	14.5%	13.0%
毛利率	19.6%	22.1%	22.8%	22.5%	22.0%
<b>新能源</b>					
收入（亿元）	20.4	21.4	26.5	32.1	38.0
增速	64.0%	5.1%	24.0%	20.9%	18.4%
毛利率	18.5%	19.4%	21.5%	21.8%	22.0%
<b>工业</b>					
收入（亿元）	2.5	2.5	2.9	3.5	4.1
增速	-15.9%	1.2%	15.0%	20.0%	18.0%
毛利率	35.0%	27.6%	28.0%	28.5%	28.5%
<b>智能解决方案与其他</b>					
收入（亿元）	2.6	1.9	2.2	2.4	2.5
增速		-25.6%	13.0%	8.0%	8.0%
毛利率		27.3%	27.5%	27.0%	27.0%
<b>总营收（亿元）</b>	<b>88.8</b>	<b>89.9</b>	<b>107.7</b>	<b>125.6</b>	<b>144.4</b>
增速	14.3%	1.3%	19.8%	16.6%	15.0%
毛利率	20.1%	22.3%	23.1%	22.9%	22.6%

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：**此前公司家电和工具板块需求仍受下游库存周期影响，新能源业务面临供需关系变化。基于此下调 2024-2025 年盈利预测，新增 2026 年盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 7.0/8.6/10.4 亿元（原预计 2024-2025 年归母净利润分别为 8.2/10.1 亿元），对应当前 PE 分别为 17/14/11 倍。公司传统板块需求有望迎拐点，新能源业务新产品逐步推向市场，电机等布局有望成为新增长点，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 (4月22日)	EPS (元)			PE			PB 2024E	总市值 (亿元)
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E		
002139.SZ	拓邦股份	买入	9.25	0.41	0.55	0.68	22.4	16.8	13.6	1.7	117
002402.SZ	和而泰	无评级	11.21	0.36	0.68	0.91	31.1	16.4	12.3	2.0	104
003028.SZ	振邦智能	无评级	38.16	1.88	2.47	3.26	20.3	15.5	11.7	2.3	43
002925.SZ	盈趣科技	无评级	14.11	0.65	0.98	1.26	21.7	14.5	11.2	1.9	110
	平均						24.4	15.4	11.7	2.1	

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)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1403	1550	1574	1509	1544	营业收入	8875	8992	10770	12561	14439
应收款项	2679	2522	3200	3683	4191	营业成本	7087	6986	8368	9654	11128
存货净额	1993	1654	2421	2581	2934	营业税金及附加	59	55	65	75	79
其他流动资产	463	536	323	377	433	销售费用	260	322	404	458	505
<b>流动资产合计</b>	<b>6881</b>	<b>6919</b>	<b>8175</b>	<b>8806</b>	<b>9759</b>	管理费用	370	438	423	476	530
固定资产	2075	2671	3055	3332	3573	研发费用	592	690	840	961	1083
无形资产及其他	547	607	583	559	534	财务费用	(123)	(52)	(14)	33	17
投资性房地产	837	949	949	949	949	投资收益	1	(11)	0	(1)	0
长期股权投资	24	38	38	38	38	资产减值及公允价值变动	158	83	40	20	20
<b>资产总计</b>	<b>10365</b>	<b>11184</b>	<b>12799</b>	<b>13683</b>	<b>14854</b>	其他收入	(744)	(770)	(835)	(961)	(1083)
短期借款及交易性金融负债	359	650	1231	926	493	营业利润	636	543	730	922	1116
应付款项	2672	2885	3427	3836	4510	营业外净收支	(3)	(15)	0	0	1
其他流动负债	792	691	629	724	831	<b>利润总额</b>	<b>633</b>	<b>529</b>	<b>730</b>	<b>922</b>	<b>1117</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3823</b>	<b>4226</b>	<b>5287</b>	<b>5485</b>	<b>5833</b>	所得税费用	52	17	36	65	89
长期借款及应付债券	582	438	438	438	438	少数股东损益	(1)	(4)	(5)	(6)	(8)
其他长期负债	138	150	150	150	150	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>583</b>	<b>516</b>	<b>698</b>	<b>864</b>	<b>1036</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>720</b>	<b>588</b>	<b>588</b>	<b>588</b>	<b>588</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>4543</b>	<b>4815</b>	<b>5875</b>	<b>6073</b>	<b>6421</b>	净利润	583	516	698	864	1036
少数股东权益	93	85	81	75	69	资产减值准备	(66)	(46)	210	44	33
股东权益	5729	6285	6843	7534	8363	折旧摊销	232	276	271	324	369
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10365</b>	<b>11184</b>	<b>12799</b>	<b>13683</b>	<b>14854</b>	公允价值变动损失	(158)	(83)	(40)	(20)	(20)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(123)	(52)	(14)	33	17
每股收益	0.46	0.41	0.55	0.68	0.82	营运资本变动	(626)	390	(543)	(149)	(103)
每股红利	0.07	0.08	0.11	0.14	0.16	其它	65	43	(214)	(49)	(39)
每股净资产	4.51	5.04	5.40	5.94	6.60	<b>经营活动现金流</b>	<b>30</b>	<b>1095</b>	<b>382</b>	<b>1013</b>	<b>1275</b>
ROIC	9%	9%	9%	11%	12%	资本开支	0	(806)	(800)	(600)	(600)
ROE	10%	8%	10%	11%	12%	其它投资现金流	(128)	(314)	0	0	0
毛利率	20%	22%	22%	23%	23%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(125)</b>	<b>(1134)</b>	<b>(800)</b>	<b>(600)</b>	<b>(600)</b>
EBIT Margin	6%	6%	6%	7%	8%	权益性融资	49	0	0	0	0
EBITDA Margin	8%	9%	9%	10%	10%	负债净变化	106	(144)	0	0	0
收入增长	14%	1%	20%	17%	15%	支付股利、利息	(92)	(105)	(140)	(173)	(207)
净利润增长率	3%	-12%	35%	24%	20%	其它融资现金流	(347)	683	581	(305)	(433)
资产负债率	45%	44%	47%	45%	44%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(269)</b>	<b>186</b>	<b>441</b>	<b>(478)</b>	<b>(640)</b>
息率	0.8%	0.9%	1.2%	1.5%	1.8%	<b>现金净变动</b>	<b>(365)</b>	<b>147</b>	<b>23</b>	<b>(65)</b>	<b>35</b>
P/E	20.2	22.4	16.8	13.6	11.3	货币资金的期初余额	1768	1403	1550	1574	1509
P/B	2.0	1.8	1.7	1.6	1.4	货币资金的期末余额	1403	1550	1574	1509	1544
EV/EBITDA	22.1	21.1	18.7	14.1	12.2	企业自由现金流	0	344	(434)	445	690
						权益自由现金流	0	883	121	109	242

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提及的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