

上海证券
SHANGHAI SECURITIES

智控整体解决方案提供商，前瞻布局探索产业新机遇

——拓邦股份深度报告

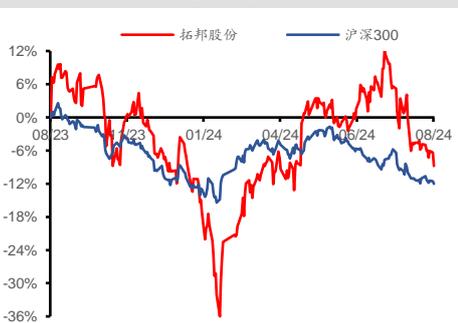
买入 (首次)

行业： 电子
日期： 2024年08月28日分析师： 刘京昭
E-mail: liujingzhao@shzq.com
SAC 编号: S0870523040005

基本数据

最新收盘价 (元)	9.19
12mth A 股价格区间 (元)	6.51-11.26
总股本 (百万股)	1,246.83
无限售 A 股/总股本	85.93%
流通市值 (亿元)	98.46

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

《WAIC 引领 AI 投资热潮，人工智能软硬件创新提速》

——2024 年 07 月 16 日

《业绩预告密集发布，重视三大投资主线》

——2024 年 07 月 16 日

《下游需求拉动 AI 落地，光模块估值具备上行空间》

——2024 年 07 月 09 日

■ 投资摘要

智控领域龙头，“四电一网”协同发展。拓邦凭借“四电一网”的核心技术体系，提供业界独有的“控制器+电机+电池+电源+云平台”整体解决方案，满足家电、工具、新能源、工业四大下游行业客户的需求。为了应对单一产业链风险，同时快速响应客户就近交付的需求，公司加快国际化步伐，目前已在全球各地布局了十余个生产/研发基地，其中越南、印度产能加快爬坡，墨西哥、罗马尼亚工厂的建设和量产导入加速。2023 年，拓邦实现营业收入 89.92 亿元，同比增长 1.32%，收入连续 11 年增长，头部客户数量、收入持续双增长。

业绩基本盘稳固，新能源板块有望延续高增长。电动工具业务，锂电化、无绳化、智能化带来产品更换需求，核心零部件受益于国内产品迭代，公司有望通过拓客户、扩品类实现进一步增长。家电业务，公司聚焦单品智能到场景智能升级，打造 T-Smart 云平台，实现产品之间的智能化交互。2023 年拓邦积极进行 Matter 智能网关控制系统、全屋智能协议型网关、人机交互控制系统等前沿技术投入，与客户共创智能家居场景及 AI+ 产品落地。新能源业务，公司目前已拥有从电芯到一体机的全链条能力，重点发力中小储能（包括工商业储能）、新能源汽车两大领域，业务核心增量为控制技术，公司预计未来拓邦控制产品占比会越来越高，锂电行业产能充裕将加速实现公司产品应用。

发力机器人赛道，探索新产业机遇。核心零部件国产替代趋势明确。未来随着国产机器人硬件迭代升级，成本优势将逐渐显现，渗透率有望逐步提升；第三方企业控制器规模效应明显，产品经历过广泛的市场应用和验证，技术成熟度较高，更容易形成正向研发循环，相较于机器人企业自研更具优势。伺服产品、空心杯电机具有明显优势。公司是国内最早从事伺服研发的企业之一，空心杯电机技术在国内属于第一梯队，目前两类产品已在工业机器人领域实现应用。24 年 8 月，公司继续加码工业自动化、机器人领域投资，收购深圳研控自动化少数股东权益，实现 100% 持股，彰显行业发展信心。

■ 投资建议

拓邦股份作为全球领先的智能控制解决方案商，具有提供整体解决方案的能力，未来将受益于横向业务拓展、国产替代浪潮，行业集中度有望提升，业绩有望迎来增长期。预计公司 2024-2026 年收入为 104.67/120.47/134.46 亿元，归母净利润为 7.49/9.17/11.17 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

国际局势动荡；行业竞争加剧，毛利率超预期降低；产品进展不及预期等。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8992	10467	12047	13446
年增长率	1.3%	16.4%	15.1%	11.6%

归母净利润	516	749	917	1117
年增长率	-11.6%	45.4%	22.3%	21.9%
每股收益 (元)	0.41	0.60	0.74	0.90
市盈率 (X)	22.23	15.29	12.50	10.25
市净率 (X)	1.82	1.70	1.55	1.40

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2024 年 08 月 27 日收盘价)

目录

1 全球领先的智能控制解决方案商	5
1.1 智控领域龙头，“四电一网”协同发展	5
1.2 多方面能力获认可，出海布局打造全球化供应链体系.....	6
1.3 公司业绩表现较优，现金流改善情况良好.....	7
2 三大板块齐头并进，筑牢业绩基本盘	9
2.1 电动工具：智能化趋势不改，核心部件替代空间广阔.....	9
2.2 家电：聚焦场景化智能升级，推动产业爆发式发展	10
2.3 新能源：打造全链条方案能力，充分受益行业高景气....	11
3 发力机器人赛道，探索新产业机遇	13
3.1 机器人控制器价值量高，第三方产品较自研更具优势....	13
3.2 空心杯电机技术属国内第一梯队	14
4 盈利预测	17
5 风险提示：	19

图

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司主营产品	5
图 3：柔性化生产线	6
图 4：产品品质保障	6
图 5：T-Smart 一站式技术服务闭环.....	7
图 6：T-Smart 提供的价值	7
图 7：15 个生产/研发基地遍布全球.....	7
图 8：公司营业收入、同比增长率	8
图 9：公司归母净利润、同比增长率.....	8
图 10：公司三费情况	8
图 11：公司毛利率、净利率	8
图 12：公司研发人员数量及占比.....	9
图 13：经营活动现金流量净额.....	9
图 14：电动工具行业未来发展趋势	9
图 15：公司电动工具产品.....	10
图 16：22 年智能家电渗透率.....	11
图 17：2023 年各省市平均电价差	12
图 18：2023 年中国工商业储能项目应用分布占比.....	12
图 19：全球储能市场新增规模.....	13
图 20：全球工商业储能新增装机.....	13
图 21：人形机器人核心硬件的产品的生命周期分析.....	14
图 22：传统直流电机、空心杯电机对比.....	15
图 23：人形机器人为空心杯电机市场带来的增量空间(全球) 单位：百万元	15
图 24：空心杯电机产品在人形机器人硬件设备中的成本占比	15
图 25：空心杯无刷电机 CB2060	16

表

表 1: 公司分业务收入及毛利率预测.....	17
表 2: 公司费用率预测.....	18
表 3: 可比公司估值表.....	18

1 全球领先的智能控制解决方案商

1.1 智控领域龙头，“四电一网”协同发展

数十年技术积淀，发展为全球领先的智能控制解决方案商。拓邦股份 1996 年成立，2007 年挂牌上市，之后通过深入研发、收购兼并，逐步形成了“四电一网”（电控、电机、电池、电源和物联网平台）的核心技术体系。2019 年起，公司逐步加大出海布局，越南、印度、墨西哥、罗马尼亚工厂先后投产。目前拓邦股份已发展为全球领先的智能控制解决方案商，家电和工具行业智能控制解决方案的领导者，新能源和工业的创新引领者。

图 1：公司发展历程



资料来源：拓邦股份官网，上海证券研究所

产品体系齐全，具备业界独有的“控制器+电机+电池+电源+云平台”的整体解决方案能力。公司围绕家电、工具、新能源、工业四大下游行业客户的需求，提供定制化的产品和综合解决方案。家电产品，主要应用于 HVAC、厨房电器、清洁电器、健康管理、照明和智能家居等各类领域；工具业务，公司为工具行业品牌客户提供控制器、电机、电池和电源四大类部件，和一些智能整机产品；新能源领域，公司围绕光储充、零碳园区、家庭绿色能源等场景开发完整的解决方案；工业控制业务下游应用涉及 3C 电子、机器人、医疗设备、半导体设备、光伏、锂电池行业等。

图 2：公司主营产品



资料来源：拓邦股份官网，上海证券研究所

1.2 多方面能力获认可，出海布局打造全球化供应链体系

建立适应多客户、多品种的柔性化生产线。公司推行精益化生产，生产管理全程采用先进的 SAP 和 MES 生产流程管理系统，实现产品订单、物料、设备等生产制造流程信息可视化、实时化、一体化管理。目前拥有上百条 DIP 生产线、SMT 生产线及 AI 生产线，所有生产流程符合 RoHS 和 REACH 标准。

图 3：柔性化生产线



资料来源：拓邦股份官网，上海证券研究所

提高产品开发质量，全方位保障产品交付。公司建立了完整的测试验证实验室体系，实验室能力获得 CNAS 国家实验室认可、IECEE 的 CIF 实验室认可等。可在设计开发、生产制造各阶段对产品进行电磁兼容、安规、可靠性、环保等各项检测验证。

图 4：产品品质保障



资料来源：拓邦股份官网，上海证券研究所

打造 T-Smart 物联网云平台，加速多样化场景智能。T-Smart 能为客户提供从智能控制器、联网模块、云服务到应用开发的一站式技术服务闭环，同时打造开放的 T-Smart 生态，促进合作伙伴完美融合。具体来说，在需求规划和设计开发阶段，拓邦可以凭借所拥有的上百种家电品类的智能控制技术、所掌握的主流联网通讯技术、强大且开放的云平台选择以及完善的交互应用开发能

力，构建最优的智能场景解决方案来满足用户的真实需求；在测试验证阶段，拥有 CNAS、TUV、DEKRA、UL 等权威认证的国家级实验室为产品的可靠开发保驾护航；进入规模量产阶段，精敏的供应链、上百条先进生产线则保证了每年近亿套控制器产品的高品质交付。客户从提出智能化的 idea 到产品交付的全过程中，只需要面对同一个供应商，可控性强，简单、明确、高效。

图 5: T-Smart 一站式技术服务闭环



资料来源：拓邦股份公众号，上海证券研究所

图 6: T-Smart 提供的价值



资料来源：拓邦股份公众号，上海证券研究所

构建全球化供应链体系，为客户提供就近、敏捷的交付服务。随着国际贸易冲突、地缘政治等因素的影响，单一中国产业链的风险大幅增加，同时公司为了快速响应客户就近交付的需求，不断拓展多区域的新机会，加快国际化步伐。目前拓邦已在全球各地布局了十余个生产/研发基地，遍布中国、越南、印度、罗马尼亚、墨西哥等国家，为客户提供就近、敏捷的交付服务。2023 年越南、印度产能加快爬坡，墨西哥、罗马尼亚工厂的建设和量产导入加速，公司全年国外实现营收 53.77 亿元，占总营收的 59.79%。

图 7: 15 个生产/研发基地遍布全球



资料来源：拓邦股份官网，上海证券研究所

1.3 公司业绩表现较优，现金流改善情况良好

营收连续多年稳健增长，利润保持平稳态势。2023 年公司实现营业收入 89.92 亿元，同比增长 1.32%，实现了收入连续 11 年请务必阅读尾页重要声明7

增长；实现归母净利润 5.16 亿元，同比减少 11.58%。2023 年公司头部客户数量、收入持续双增长，头部客户数量增加至 115 家，实现收入占公司总收入的 86%。2024H1 公司营收、利润增速显著提升，分别达到 50.16、3.89 亿元，同比增长 17.85%、50.69%，其中二季度实现收入 26.98 亿元，创单季度收入新高。

图 8：公司营业收入、同比增长率



资料来源：iFind，上海证券研究所

图 9：公司归母净利润、同比增长率

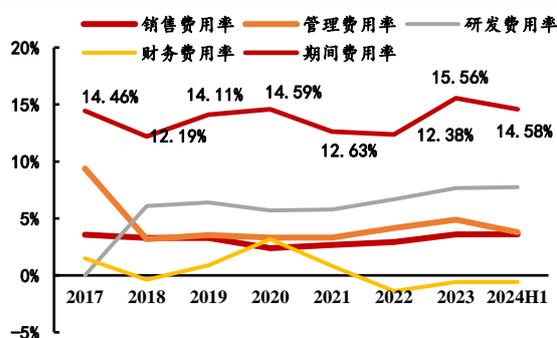


资料来源：iFind，上海证券研究所

期间费用率管控良好，研发费用率稳步增长。近些年公司期间费用率相对平稳，2023 年上升至 15.56%，销售、管理、财务费用率分别提升 0.65、0.71、0.81 个百分点，2020-2023 年研发费用率分别为 5.71%、5.79%、6.67%、7.67%，呈现逐年上升趋势。24H1 期间费用率下降至 14.58%，主要系公司优化内部管理、提升经营效率等措施，管理费用同比下降。

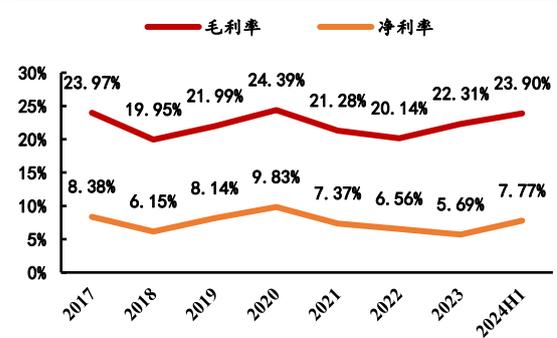
毛利率维持提升态势，净利率明显改善。2023 年，公司实现综合毛利率 22.31%，同比+2.17 个百分点；24H1 公司实现综合毛利率 23.90%，同比提升 2.32 个百分点，主要系公司所处行业景气度恢复、供需环境友好；老业务降本增效，增加新产品提升综合盈利能力等。2023 年净利率有所承压，同比-0.86 个百分点，2024H1 净利率为 7.77%，改善明显。

图 10：公司三费情况



资料来源：iFind，上海证券研究所

图 11：公司毛利率、净利率



资料来源：iFind，上海证券研究所

研发人员持续增加，现金流大幅改善。公司研发人员持续增长，数量占比相对稳定，近五年分别为 20.77%、21.59%、

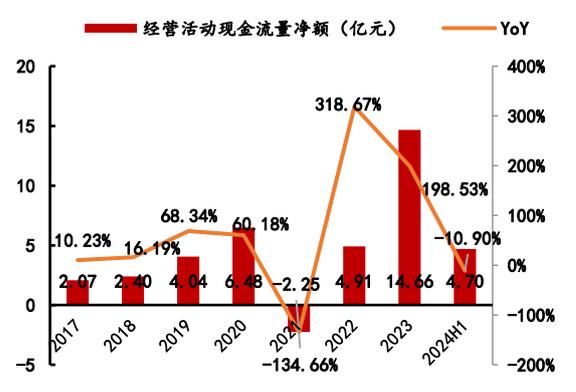
18.73%、21.20%、21.50%。2023 年经营活动现金流量净额大幅改善，同比增长 198.53%，主要原因系销售回款较多，存货去库存及控制采购规模，销售收款与采购付款账期错配，实现经营活动产生的现金流量净额增长所致。

图 12: 公司研发人员数量及占比



资料来源: iFind, 上海证券研究所

图 13: 经营活动现金流量净额



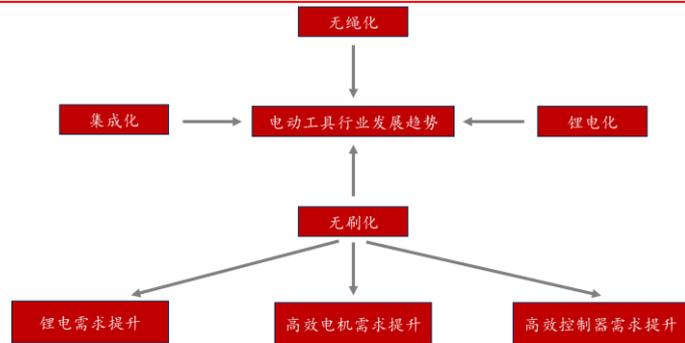
资料来源: iFind, 上海证券研究所

2 三大板块齐头并进，筑牢业绩基本盘

2.1 电动工具：智能化趋势不改，核心部件替代空间广阔

锂电化、无绳化、智能化趋势明显，产品更换需求旺盛。电动工具的应用领域包括道路建筑、汽修钢构、装修装饰等，其中大多应用场景均为户外作业，通过电线为电动工具提供动力的传统方法在很大程度上限制了电动工具的作业半径和作业条件，而以锂电池为动力的新一代无绳类电动工具轻巧便携，扩展了作业范围，改善了各种应用场景下的工作条件。

图 14: 电动工具行业未来发展趋势

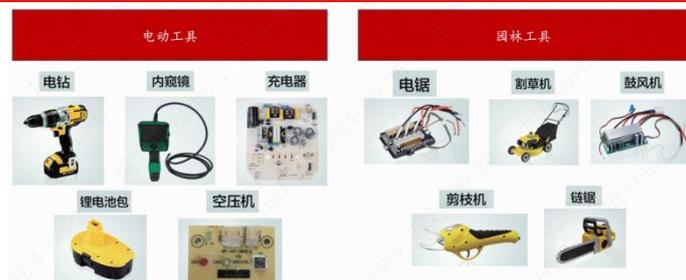


资料来源: 头豹研究院, 高工锂电, 上海证券研究所

生产工艺加速追赶，核心零部件替代空间广阔。行业发展初期，国内各制造商普遍采用代工模式为客户进行贴牌生产，之后国内电动工具制造企业经历了引进消化吸收国外先进技术、合作设计和制造、自主研发设计生产的发展道路。现今生产技术和工艺水平得到了快速提升，与国外企业的差距不断缩小。原先电机、电控、以及电池等核心零部件较依赖进口，成本占比较高（2019 年头豹研究院统计三电成本占比合计超 40%）。预计随着核心零部件逐步实现国产替代，行业空间有望继续上行，据华经产业研究院统计 2020 年中国电动工具锂电池装机量为 5.96GWh，预计 2025 年将达到 10.66GWh。

拓客户、扩品类，业务有望进一步增长。公司工具板块下游集中，第一大客户份额稳定，其他客户业务量仍有进一步提升空间；拓邦为客户提供控制器、电机、电池包及整机在内的一站式解决方案，可以在同一客户拓展品类。同时公司持续推动行业创新，如在电动工具领域超级充电控制技术创新、在 OPE 领域骑乘式割草机智能控制系统、基于双目立体视觉的四驱割草机器人等创新，拓展工具使用周边场景的产品应用机会。

图 15：公司电动工具产品

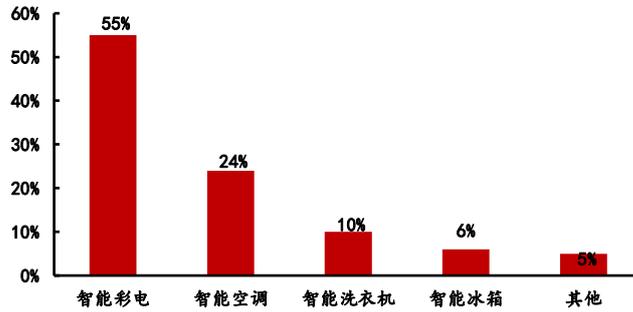


资料来源：公司官网，上海证券研究所

2.2 家电：聚焦场景化智能升级，推动产业爆发式发展

智能家电渗透率较低，空洗冰智能化仍有提升空间。据中商产业研究院统计，智能家电中，2022 年智能彩电渗透率最高（55%），智能空调、智能洗衣机、智能冰箱渗透率分别为 24%、10%、6%，渗透率仍有进一步提升空间。

图 16: 22 年智能家电渗透率



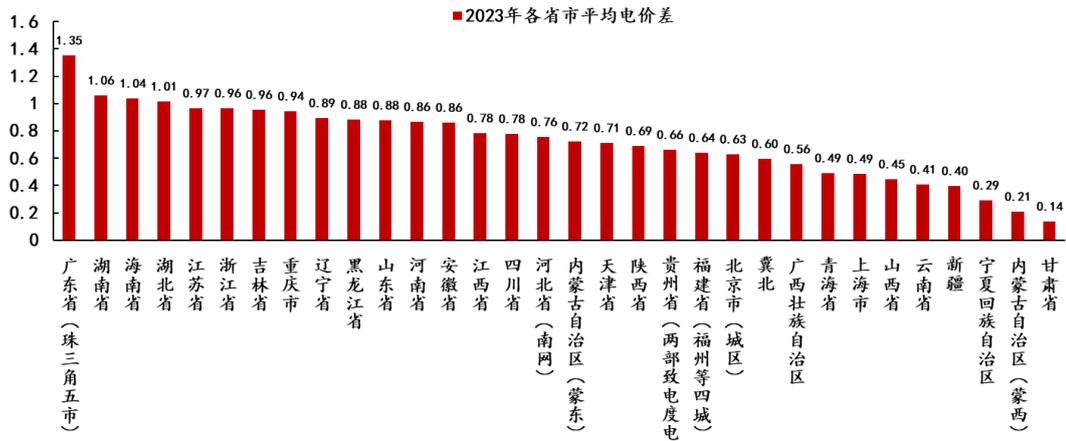
资料来源：中商产业研究院，上海证券研究所

聚焦单品智能到场景智能升级，推动产业爆发式发展。拓邦打造 T-Smart 平台推动行业从单品智能到场景智能升级，精确感知其身处的情境，了解其对舒适温度的个性化要求；同时控制技术的进化是场景智能的必经之路，将全面提升机器感知能力。2023 年公司对 AI+ 家电领域，积极进行 Matter 智能网关控制系统、全屋智能协议型网关、人机交互控制系统及智能家庭教育机器人等前沿技术投入，与客户共创智能家居场景及 AI+ 产品落地。

2.3 新能源：打造全链条方案能力，充分受益行业高景气

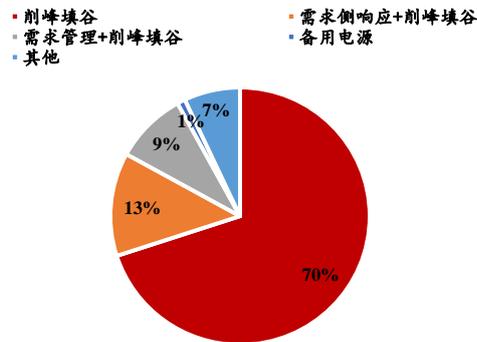
工商业储能盈利模式逐渐清晰，峰谷电价差已实现经济性。工商业储能商业场景逐渐成熟，主要需求也从最初应急备电的刚需，逐渐转变为工商业节能减排，高能耗改造，光储充一体等多元场景。目前工商业储能的盈利模式主要为峰谷价差套利和能量时移。除这两种模式以外，工商业储能还将发展其他收益来源，包括需量管理、配电扩容、需求侧响应、电力现货交易、电力辅助服务等等。未来工商业储能收益来源拓展的核心在于电力现货市场以及虚拟电厂的建设与完善。据大东时代智库统计，0.7 元/kWh 是工商业储能实现经济性的门槛价差，2023 年全年统计的 32 个省/市/地区的总体平均价差为 0.720 元/kWh，其中有 18 个省/市/地区超过 0.7 元/kWh。

图 17: 2023 年各省市平均电价差



资料来源: 大东时代信息咨询有限公司, 上海证券研究所

图 18: 2023 年中国工商业储能项目应用分布占比



资料来源: 大东时代信息咨询有限公司, CBEA, 上海证券研究所

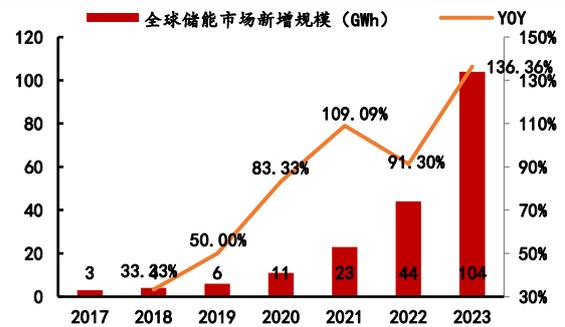
新一轮电改成效显著, 未来电力市场化改革有望进一步深化。2015年3月,《中共中央、国务院关于进一步深化电力体制改革的若干意见》发布,拉开了新一轮电力体制改革的序幕。2021年,我国正式取消工商业目录销售电价,工商业用户按照市场价格购电,电力市场化程度显著提高。据中国电力企业联合会统计,2023年全国电力市场交易电量5.7万亿千瓦时,占全社会用电量的61.4%,较2014年增长了56个百分点。我们认为电力市场化、建设全国电力统一大市场等改革趋势有望延续。

行业需求高景气,工商业储能为高增长细分领域。在全球碳中和的大背景下,能源转型在世界范围内已呈现不可逆趋势,全球储能市场步入飞速发展阶段。根据EESA统计,2017-2023全球储能新增装机规模(GWh)平均增速超过了85%,尤其是在2020年后,呈现出近乎每年翻一番的增长趋势。2023年全球储能市场新增装机规模达到了103.5GWh,已超过全球储能装机的历

请务必阅读尾页重要声明12

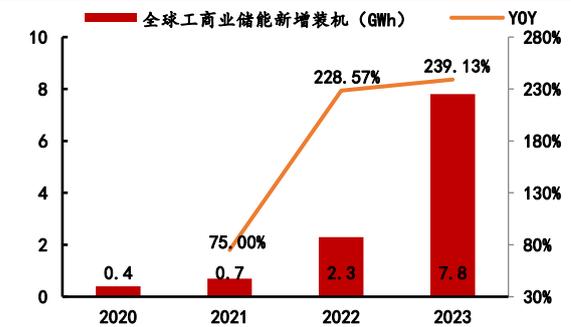
史累计规模（101GWh）。其中工商业储能为高增长细分领域，2022、23 年新增装机分别同比增长 228.57%、239.13%。

图 19: 全球储能市场新增规模



资料来源：储能领跑者联盟，《2024 中国新型储能行业发展白皮书》，上海证券研究所

图 20: 全球工商业储能新增装机



资料来源：储能领跑者联盟，《2024 中国新型储能行业发展白皮书》，上海证券研究所

公司打造全链条方案能力，重点发力中小储能（包括工商业储能）、新能源车辆两大领域。目前公司已拥有从电芯到一体机的全链条能力。储能行业，拓邦主要围绕家庭储能、工商业储能、便携式储能等应用领域，以自主可控的“一芯一云 3S”（电芯、云平台、BMS、PCS、EMS）核心技术为客户提供部件及系统解决方案；新能源车辆领域，围绕新能源车辆的充电场景和移动场景，拓邦以“四电一网”（电控、电机、电池、电源和物联网平台）的综合技术体系为客户提供核心部件、充电设备及光储充系统解决方案。

新能源业务核心增量为控制技术，锂电产能充裕将加速实现行业应用。现阶段全球储能产业产能过剩，据 EESA 统计，2h 储能系统在 2022Q1-2023Q4 的均价已降低 52%，其中电芯价格降幅约为 58%，储能变流器约为 35%，BMS 约为 60%，EMS 约为 20%，整体储能系统价格承压严重。公司认为拓邦在新能源行业核心业务仍然是控制技术的应用，预计未来的控制产品占比会越来越高，行业锂电池的产能充裕、技术成熟、成本下降并不会阻碍公司业务发展，反而会加速推动拓邦产品行业应用。

3 发力机器人赛道，探索新产业机遇

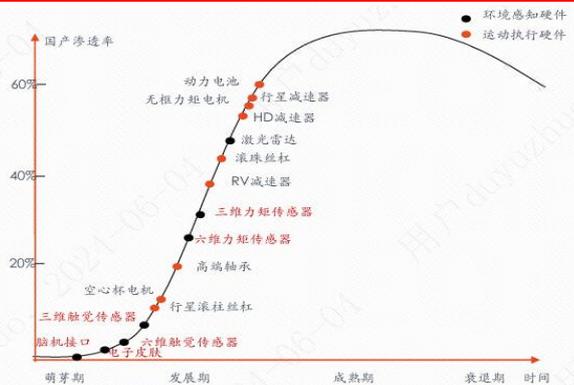
3.1 机器人控制器价值量高，第三方产品较自研更具优势

大模型可赋能机器人感知、决策、执行，拓展了机器人的能力边界。传统机器人在使用 AI 技术之前，主要依赖视觉和感知技术来进行本体控制。2021 年后，随着大模型技术的发展，人形机

机器人正被赋予强大的大脑，核心能力不断提升，觅途咨询认为市场基于实用性的探索产品开始出现功能性分化，商业化进程有望提速。2024年4月24日，马斯克在电话会议上透露，Optimus在今年底拥有「完成有用的工厂任务」的能力，并计划今年底前在自家工厂率先使用，并且在2025年底对外销售。

人形机器人控制器价值量较高，国产替代空间广阔。特斯拉Optimus全身具有40个关节执行器，假设控制器：驱动器数量为1:1，按单个关节控制器1000元估算（雷赛智能2019年控制器平均单价1392.03元），40个关节单机价值量为4万元；假设单个驱动器价格500元（禾川科技2021年伺服驱动器单价534.52元），40个关节单机价值量为2万元。我们认为未来随着国内产品迭代升级，成本优势将逐渐显现，渗透率有望逐步提升。

图 21：人形机器人核心硬件的产品的生命周期分析



资料来源：觅途咨询，上海证券研究所

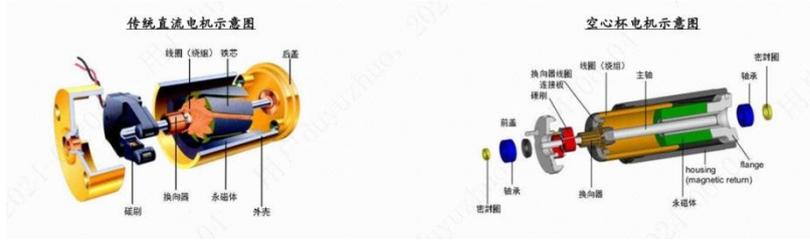
机器人企业自研控制器困难重重，第三方企业优势明显。控制器的自主研发是一个复杂的过程，需要综合考虑技术、市场、成本等方面问题，这使得例如纳博特、固高等控制器企业大多都经历了5年以上的成长，才有实力建设专业的研发中心进行集中研发和生产。而第三方控制器公司产能更高，成本更低，产品经历过广泛的市场应用和验证，技术成熟度较高，有更高的可靠性和更少的故障，更容易形成正向研发循环。

3.2 空心杯电机技术属国内第一梯队

空心杯电机是人形机器人灵巧手的关键部件，和传统电机相比节能、控制、轻量化等特性更有优势。据觅途咨询表示，空心杯电机具有以下四大特性。1) 节能特性：无铁芯设计消除了涡流损耗，效率高，最大效率通常在70%以上，部分可达90%以上，远超过铁芯电机；2) 控制特性：启动、制动迅速，响应快，机械

响应时间小于 28 毫秒，部分产品甚至小于 10 毫秒（铁芯电动机一般在 100 毫秒以上），对转速的灵敏调节能力强；3) 拖动特性：运行稳定，转速波动小，作为微型电动机的转速波动可控制在 2% 以内；4) 轻量化特性：相同功率下，重量和体积减轻 1/3 到 1/2，能量密度显著提高。

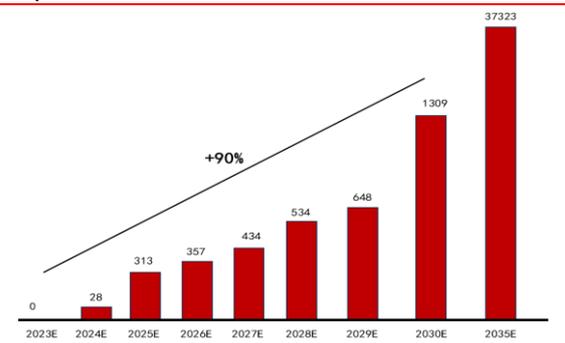
图 22：传统直流电机、空心杯电机对比



资料来源：觅途咨询，上海证券研究所

产品成本优势明显，国内竞争格局良好。产品方面，国产空心杯电机在空载转速、额定转矩性能上虽未达到进口产品水平，但是以鸣志电器为代表的空心杯电机可满足人形机器人手部电机需求，同时在价格上较进口产品有更大优势。竞争格局方面，中国企业 2015 年陆续入局，目前仅鸣志电器、鼎智科技、拓邦股份等公司实现小批量出货。应用方面，觅途咨询统计目前医疗、军工行业为空心杯电机主要应用下游行业，合计占比超过 65%，未来随着人型机器人逐步放量，预计将为空心杯电机带来巨大增量。据觅途咨询预测，2025 年全球人形机器人为空心杯电机市场带来的增量空间为 3.13 亿元，2030 年将大幅增加至 13.09 亿元。

图 23：人形机器人为空心杯电机市场带来的增量空间(全球) 单位：百万元



资料来源：觅途咨询，上海证券研究所

图 24：空心杯电机产品在机器人硬件设备中的成本占比

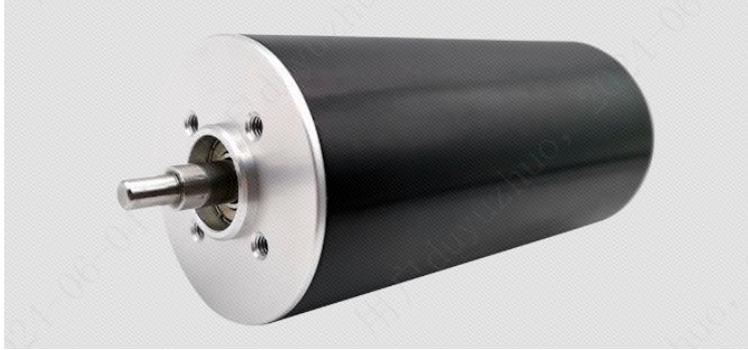
核心零部件	2023 单机价值量占比	国产化率	部分代表企业
无框力矩电机	21%	中等	步科股份、利川科技、昊志机电等
减速器	16%	较高	绿的谐波、昊志机电、国茂股份、秦川机床、丰立智能、双环传动、中大力德、科凤智能等
力传感器	16%	中等	柯力传感、昊志机电等
丝杠	14%	低	玉洲新春、新剑传动、贝斯特、恒立液压、秦川机床、鼎智科技、利川科技、长盛轴承、南京工艺等
空心杯电机	4%	低	鸣志电器、鼎智科技(江苏雷利)、拓邦股份等
惯导 imu	1%	低	芯动联科、华依科技、苏州固锟等

资料来源：嘉世咨询，上海证券研究所

公司是国内最早从事伺服研发的企业之一，空心杯电机技术在国内属于第一梯队。拓邦为自动化设备提供驱动器及电机产品，具有混合伺服、交流伺服、低压伺服、高压伺服多类型产品，产品性能优异。目前在工业机器人领域已实现伺服驱动及空

心杯电机的产品应用，其中空心杯无刷电机 CB2060 无负载转速为 12000-70000r/min，额定负载转速达到 9000-58000r/min，扭矩 15-80mN.m。

图 25：空心杯无刷电机 CB2060



资料来源：公司官网，上海证券研究所

具备多年机器人赛道经验，再投研控自动化彰显发展信心。

2015 年，公司发布公告将收购并增资获得深圳研控自动化 55% 股权，进军机器人领域，其专注于为智能装备制造业提供运动控制技术、产品及解决方案，14 年市占率达 13%，居市场第二位。拓邦经过多年在扫地机器人、服务机器人、割草机器人方面投入，已具备运动控制、机器视觉、人机交互、智能传感器等技术积累。2024 年 8 月，拓邦收购深圳研控自动化少数股东权益，实现 100% 持股，本次收购完成后，公司将加快在工业自动化和机器人领域的战略实施。

4 盈利预测

本文按照公司业务进行相关盈利预测。

工具：工具行业锂电化、无绳化、智能化趋势明显，产品工艺加速追赶，核心零部件替代空间广阔。公司通过拓客户、扩品类，有望实现业务进一步增长。我们预计 24-26 年家电板块业务保持稳步增长态势。假设 2024-2026 年板块收入分别同增 15.00%/10.00%/7.00%，对应收入为 37.28/41.01/43.88 亿元。

家电：目前智能家电渗透率仍旧较低，渗透率有进一步提升空间。拓邦打造 T-Smart 云平台，实现产品之间的智能化交互，满足个性化要求，实现“真智能”。假设 2024-2026 年板块收入分别同增 15.00%/13.00%/10.00%，对应收入为 36.41/41.15/45.26 亿元。

新能源：峰谷电价差逐步实现经济性，工商业储能盈利模式逐渐清晰，随着新一轮电力改革加大电力市场化程度，行业盈利具有进一步修复空间。拓邦未来将重点发力控制产品，行业产能充裕将加速推动拓邦产品行业应用。我们假设 2024-2026 年板块收入分别同增 20.00%/18.00%/15.00%，对应收入为 25.68/30.31/34.85 亿元。

工业：公司工业领域业务除智控器外，涉及伺服电机，空心杯电机等产品。人形机器人渐行渐近，智控器有望实现量价齐升，公司深耕伺服产品，空心杯电机技术属国内第一梯队，若实现规模化供货，板块业绩将迎成长良机。假设 2024-2026 年板块收入分别同增 30.00%/80.00%/40.00%，对应收入为 3.27/5.88/8.24 亿元。

表 1：公司分业务收入及毛利率预测

单位：百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
工具					
收入	3240.01	3241.50	3727.72	4100.50	4387.53
YOY	8.20%	0.05%	15.00%	10.00%	7.00%
收入占比	36.51%	36.05%	35.62%	34.04%	32.63%
家电					
收入	3091.92	3166.49	3641.47	4114.86	4526.35
YOY	4.48%	2.41%	15.00%	13.00%	10.00%
收入占比	34.84%	35.21%	34.79%	34.16%	33.66%
新能源					
收入	2035.75	2140.21	2568.25	3030.53	3485.12
YOY	63.98%	5.13%	20.00%	18.00%	15.00%
收入占比	22.94%	23.80%	24.54%	25.16%	25.92%

请务必阅读尾页重要声明17

工业					
收入	248.34	251.38	326.80	588.23	823.52
YOY	-15.86%	1.22%	30.00%	80.00%	40.00%
收入占比	2.80%	2.80%	3.12%	4.88%	6.12%
智能解决方案及其他					
收入	259.08	192.76	202.40	212.52	223.14
YOY	-6.36%	-25.60%	5.00%	5.00%	5.00%
收入占比	2.92%	2.14%	1.93%	1.76%	1.66%
营业收入合计	8875.10	8992.34	10466.64	12046.64	13445.66
YOY	14.27%	1.32%	16.39%	15.10%	11.61%
毛利率	20.14%	22.31%	23.80%	23.86%	24.36%

资料来源：公司公告，上海证券研究所

23年拓邦股份为开展新业务，配备的人员薪酬增加；开拓海外市场产生的差旅费、参展费增加；海外基地的建设投入，长期资产投入增加对应折旧及摊销增加，因此销售、管理费用率有所提升。我们预计未来公司销售、管理费用将会保持在可控的范围内，研发费用有望稳步增长。假设2024-2026年销售费用率分别为3.10%/3.00%/2.90%；管理费用率为4.30%/4.10%/4.00%；研发费用率为7.68%/7.80%/7.90%。

表 2：公司费用率预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	2.93%	3.58%	3.10%	3.00%	2.90%
管理费用率	4.16%	4.87%	4.30%	4.10%	4.00%
研发费用率	6.67%	7.67%	7.68%	7.80%	7.90%

资料来源：公司公告，上海证券研究所

选取三家智控器公司作为可比公司代表，选用相对估值法下的市盈率PE对公司进行估值，可比公司2024-2026年平均PE为57.76X/16.49X/11.20X，公司为15.29X/12.50X/10.25X，估值具备向上的空间。拓邦股份作为全球领先的智能控制解决方案商，具有提供整体解决方案的能力，未来将受益于横向业务拓展、国产替代浪潮，行业集中度有望提升，业绩有望迎来增长长期。预计公司2024-2026年收入为104.67/120.47/134.46亿元，归母净利润为7.49/9.17/11.17亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
688326.S H	经纬恒润	61.20	73.43	-1.81	0.42	2.19	3.67	\	145.26	27.95	16.69
003028.S Z	振邦智能	30.25	33.81	1.88	2.30	2.86	3.50	16.12	13.16	10.59	8.63
002402.S Z	和而泰	8.91	83.00	0.36	0.60	0.81	1.07	25.06	14.86	10.93	8.28
均值								20.59	57.76	16.49	11.20
002139.S Z	拓邦股份	9.19	114.58	0.41	0.60	0.74	0.90	22.23	15.29	12.50	10.25

资料来源：iFinD，上海证券研究所

注：收盘价日期为 2024 年 8 月 27 日

5 风险提示：

国际局势动荡；行业竞争加剧，毛利率超预期降低；产品进展不及预期。

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1550	1532	1633	2187
应收票据及应收账款	2486	2945	3356	3691
存货	1654	1914	2267	2540
其他流动资产	1229	1244	1307	1355
流动资产合计	6919	7635	8562	9774
长期股权投资	38	38	38	38
投资性房地产	103	103	103	103
固定资产	2103	2289	2408	2513
在建工程	568	568	568	568
无形资产	607	679	730	755
其他非流动资产	846	957	1056	1131
非流动资产合计	4265	4634	4904	5108
资产总计	11184	12269	13465	14882
短期借款	279	299	339	389
应付票据及应付账款	2885	3293	3678	4159
合同负债	169	162	200	228
其他流动负债	893	1090	1167	1234
流动负债合计	4226	4844	5384	6010
长期借款	438	438	438	438
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	150	164	178	186
非流动负债合计	588	602	616	623
负债合计	4815	5446	6000	6633
股本	1247	1247	1247	1247
资本公积	2213	2133	2133	2133
留存收益	2926	3493	4134	4916
归属母公司股东权益	6285	6738	7379	8161
少数股东权益	85	85	86	87
股东权益合计	6370	6823	7466	8249
负债和股东权益合计	11184	12269	13465	14882

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流量	1466	864	953	1441
净利润	512	750	918	1119
折旧摊销	373	364	411	455
营运资金变动	510	-354	-482	-234
其他	71	104	106	102
投资活动现金流量	-1148	-604	-620	-599
资本支出	-789	-597	-595	-583
投资变动	-359	86	0	10
其他	0	-93	-25	-26
筹资活动现金流量	-233	-321	-232	-288
债权融资	143	31	54	57
股权融资	0	-80	0	0
其他	-376	-272	-286	-346
现金净流量	120	-18	101	554

利润表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8992	10467	12047	13446
营业成本	6986	7976	9172	10171
营业税金及附加	55	63	72	81
销售费用	322	324	361	390
管理费用	438	450	494	538
研发费用	690	804	940	1062
财务费用	-52	-12	-12	-14
资产减值损失	-71	-80	-74	-75
投资收益	-11	20	17	17
公允价值变动损益	13	0	0	0
营业利润	543	819	1001	1220
营业外收支净额	-15	-5	-6	-7
利润总额	529	814	995	1213
所得税	17	63	78	95
净利润	512	750	918	1119
少数股东损益	-4	1	1	1
归属母公司股东净利润	516	749	917	1117

主要指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力指标				
毛利率	22.3%	23.8%	23.9%	24.4%
净利率	5.7%	7.2%	7.6%	8.3%
净资产收益率	8.2%	11.1%	12.4%	13.7%
资产回报率	4.6%	6.1%	6.8%	7.5%
投资回报率	6.3%	9.2%	10.4%	11.6%
成长能力指标				
营业收入增长率	1.3%	16.4%	15.1%	11.6%
EBIT 增长率	15.3%	63.1%	22.6%	22.0%
归母净利润增长率	-11.6%	45.4%	22.3%	21.9%
每股指标 (元)				
每股收益	0.41	0.60	0.74	0.90
每股净资产	5.04	5.40	5.92	6.55
每股经营现金流	1.18	0.69	0.76	1.16
每股股利	0.06	0.18	0.22	0.26
营运能力指标				
总资产周转率	0.83	0.89	0.94	0.95
应收账款周转率	3.61	3.94	3.91	3.90
存货周转率	3.83	4.47	4.39	4.23
偿债能力指标				
资产负债率	43.0%	44.4%	44.6%	44.6%
流动比率	1.64	1.58	1.59	1.63
速动比率	1.18	1.12	1.10	1.13
估值指标				
P/E	22.23	15.29	12.50	10.25
P/B	1.82	1.70	1.55	1.40
EV/EBITDA	13.85	9.53	7.94	6.39

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。