

拓邦股份 (002139.SZ) / 通信

证券研究报告/公司点评

2021年10月15日

**评级: 买入 (维持)**

市场价格: 16.65

分析师: 陈宁玉

执业证书编号: S0740517020004

电话: 021-20315728

Email: chenyy@r.qlzq.com.cn

研究助理: 王逢节

Email: wangfj@r.qlzq.com.cn

研究助理: 余雨晴

Email: sheyq@r.qlzq.com.cn

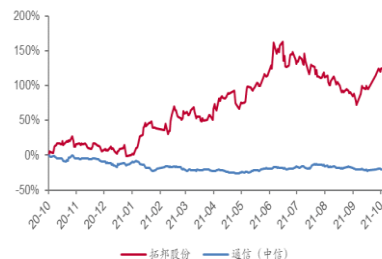
**公司盈利预测及估值**

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4,098.9	5,560.2	7,238.6	9,551.2	12,414.7
增长率 yoy%	20.32%	35.65%	30.19%	31.95%	29.98%
净利润 (百万元)	330.8	533.5	725.9	940.7	1,219.2
增长率 yoy%	48.90%	61.27%	36.05%	29.60%	29.61%
每股收益 (元)	0.27	0.43	0.59	0.76	0.98
每股现金流量	0.33	0.52	0.18	1.07	0.64
净资产收益率	13.2%	15.4%	15.5%	17.6%	19.2%
P/E	62.32	38.64	28.40	21.92	16.91
PEG	1.49	1.21	0.60	0.52	0.53
P/B	8.21	5.95	4.40	3.85	3.24

备注: 股价选取 10月14日收盘价

**基本状况**

总股本(百万股)	1238.273
流通股本(百万股)	951.080
市价(元)	16.65
市值(百万元)	20617.25
流通市值(百万元)	15835.48

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**投资要点**

- 公告摘要:** 公司发布 2021 年前三季度预告, 预计实现归母净利润 5.44 亿元-5.80 亿元, 同比增长 50%-60%, 扣非后净利润 3.95 亿元-4.51 亿元, 同比增长 40%-60%。预计 Q3 归母净利润 1.39 亿元-1.54 亿元, 同比下降 0%-10%, 扣非后净利润 1.04 亿元-1.34 亿元, 同比下降 10%-30%。
- Q3 业绩小幅下滑, 股权激励建立长效机制。** 公司三季度营收延续上半年增长态势, 毛利率环比小幅下降。智能化社会加速, 智能控制器下游需求景气度持续背景下, 公司家电、工具、锂电应用、工业四大行业快速增长, 21H1 同比增速分别为 90.00%、102.25%、54.07%和 28.19%, 工具和锂电板块保持较高增速, 家电板块中的新品类也在快速增长。21Q2 毛利率 24.44%, 三季度公司将“保交付”作为重点, 在原材料短缺、价格上涨、海外疫情反复情况下, 通过与客户预沟通需求计划、提前备货、国产替代等方式保障交付, 增加部分高价调货满足客户供应需求, 预计毛利率受此影响环比下降。公司头部客户数量及份额稳步增加, 新晋多家头部客户。创新产品及高附加值产品收入占比增加, 如变频空调、智能家居类、园林工具类产品平台呈现高速增长态势。公司此前发布 2021 年股权激励计划 (预案), 拟向激励对象授予限制性股票总数不超过 3400 万股, 约占公司股本总额的 2.75%, 激励对象包括公司董事、中高层管理人员、核心技术 (业务) 骨干等, 考核业绩指标以 2020 年营业收入为基数, 2022-2024 年营业收入增长率不低于 70%/120%/180%, 或以 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 100%/150%/220%。股权激励有利于调动公司核心骨干主动创造性, 较高的业绩考核条件体现了管理层对公司中长期发展的信心。
- 三电一网协同发展, 产能储备充足。** 公司形成“三电一网”综合技术体系, 具备“智能控制器+高效电机+锂电池”的整体解决方案能力。公司完成定增, 募集资金 10.37 亿元, 7.37 亿元投入惠州第二工业园项目, 将扩充 1.3GWh 包括储能电池、轻型动力电池等在内的锂电池产能, 以及 860 万台空心杯电机和直流无刷电机等的高效电机产能。宁波运营基地主厂房已经封顶, 预计下半年能够投产使用。杭州产能稳定, 2020 年实现销售收入 1.6 亿。越南平阳孙公司产能快速提升并已完成部分客户的转产工作, 全年实现 3 亿以上销售收入, 二期已实现主体完工, 有望 2021 年末完工并逐步释放产能; 印度运营中心试生产顺利且已有部分大客户审厂通过, 产能在快速爬坡中。珠三角惠州工厂一期顺利规模投产, 同时增加了部分外租厂房满足快速增长的需求, 供应链成本优化, 集采的比例达到 50% 以上。通过收购研控自动化部分少数股权, 加强工业控制方向业务拓展。收购宁辉锂电, 锂电应用以“储能+轻型动力”为主要发展方向, 公司可提供电芯、BMS、PACK 全产业链服务。
- 上游原材料短缺及产能紧张加速行业集中度提升。** 5G 万物互联, 智能终端创新活跃, 品类不断增多, 车联网、无人机、机器人、智能门锁、泛家电例如咖啡机、烤箱、白电等新品, 随着传统终端逐步迭代升级为智能终端, MCU 芯片由 8 位、16 位升级为 32 位以上, 智能控制器是驱动传统终端升级为物联网智能终端的核心元器件, 在产业的价值量将逐步提升。国际市场向中国转移趋势明显, 中国的产业集群及工程师红利的优势加速了转移的趋势。国内份额向头部

企业集中。近三年头部企业的增速和订单集中度优于其他同行，尤其在上游原材料短缺和产能紧张的情况下，公司作为智能控制器龙头企业，行业地位和市占率逐年提升。公司积累了大量通用技术，覆盖智能控制算法、变频、传感、人机交互、加热、制冷、电源等十余个领域，以电控、电机、电池、物联网平台的“三电一网”技术为核心，面向家电、工具、工业和新能源四大行业提供各种定制化解决方案，具备较大的成长潜力。

- **投资建议：**拓邦股份是国内领先的智能控制方案提供商，深耕智能控制领域多年，积极拓展“战略客户、大客户、科创客户”三类头部客户。公司精细化运营降本增效，规模化效应显现。我们预计公司2021-2023年净利润7.26亿/9.41亿/12.19亿，EPS分别为0.59元/0.76元/0.98元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**智能控制器下游行业应用不及预期风险；市场竞争加剧风险；汇率波动风险；上游原材料供应短缺风险

图表 1: 拓邦股份盈利预测 (百万元)

2021年10月15日											
利润表	2019	2020	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023
营业收入	4,098.9	5,560.2	7,238.6	9,551.2	12,414.7	成长性					
减: 营业成本	3,197.5	4,204.3	5,527.0	7,252.8	9,429.0	营业收入增长率	20.3%	35.7%	30.2%	31.9%	30.0%
营业税费	28.3	21.7	36.2	47.8	62.1	营业利润增长率	43.9%	60.1%	41.8%	28.6%	29.9%
销售费用	134.9	132.9	217.2	286.5	372.4	净利润增长率	48.9%	61.3%	36.1%	29.6%	29.6%
管理费用	400.4	494.9	651.5	859.6	1,117.3	EBITDA增长率	100.1%	80.3%	1.2%	26.1%	27.5%
财务费用	36.2	177.0	45.4	48.4	61.9	EBIT增长率	122.1%	90.2%	-2.3%	27.6%	29.8%
资产减值损失	-48.1	-99.3	-60.0	-40.0	-66.4	NOPLAT增长率	63.7%	91.0%	12.3%	27.6%	29.8%
加: 公允价值变动收益	120.2	-105.6	-0.5	-	-	投资资本增长率	0.1%	18.0%	34.6%	-1.3%	24.7%
投资和汇兑收益	-2.1	258.6	70.0	50.0	50.0	净资产增长率	16.3%	34.7%	35.4%	14.4%	19.2%
营业利润	392.2	628.1	890.9	1,146.1	1,488.4	利润率					
加: 营业外净收支	1.1	-2.0	-0.6	-0.5	-1.0	毛利率	22.0%	24.4%	23.6%	24.1%	24.0%
利润总额	393.3	626.2	890.3	1,145.6	1,487.3	营业利润率	9.6%	11.3%	12.3%	12.0%	12.0%
减: 所得税	52.6	75.0	133.5	171.8	223.1	净利率	8.1%	9.6%	10.0%	9.8%	9.8%
净利润	330.8	533.5	725.9	940.7	1,219.2	EBITDA/营业收入	14.7%	19.6%	15.2%	14.6%	14.3%
资产负债表	2019	2020	2021E	2022E	2023E	EBIT/营业收入	12.3%	17.2%	12.9%	12.5%	12.5%
货币资金	815.6	1,219.1	2,171.6	2,865.3	3,724.4	运营效率					
交易性金融资产	389.0	226.5	226.0	226.0	226.0	固定资产周转天数	72	65	63	58	51
应收账款	1,390.4	1,741.8	2,152.4	3,166.3	3,695.7	流动资产周转天数	53	37	47	47	44
应收票据	184.2	39.5	470.9	136.2	585.1	流动资产周转天数	250	259	266	271	268
预付账款	14.4	17.7	32.0	29.5	49.5	应收账款周转天数	102	101	97	100	99
存货	513.5	1,115.3	784.4	1,743.2	1,650.0	存货周转天数	44	53	47	48	46
其他流动资产	30.8	314.8	198.1	181.2	231.4	总资产周转天数	398	386	375	358	337
可供出售金融资产	-	-	20.0	20.0	20.0	投资资本周转天数	183	147	143	124	106
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	6.9	6.5	6.5	6.5	6.5	ROE	13.2%	15.4%	15.5%	17.6%	19.2%
投资性房地产	76.0	89.2	89.2	89.2	89.2	ROA	6.7%	8.1%	9.1%	9.1%	10.1%
固定资产	911.9	1,096.9	1,434.1	1,668.3	1,839.0	ROIC	17.8%	34.1%	32.4%	30.7%	40.4%
在建工程	227.9	292.5	146.2	73.1	36.6	费用率					
无形资产	291.0	378.3	321.4	264.5	207.5	销售费用率	3.3%	2.4%	3.0%	3.0%	3.0%
其他非流动资产	270.0	270.5	234.9	225.2	202.8	管理费用率	9.8%	8.9%	9.0%	9.0%	9.0%
资产总额	5,121.7	6,808.7	8,287.7	10,694.7	12,563.7	财务费用率	0.9%	3.2%	0.6%	0.5%	0.5%
短期债务	173.0	402.2	521.6	800.1	1,395.1	三费/营业收入	13.9%	14.5%	12.6%	12.5%	12.5%
应付账款	1,025.7	1,607.1	1,465.2	2,706.6	2,816.6	偿债能力					
应付票据	376.7	715.6	553.4	1,146.6	1,128.3	资产负债率	48.5%	47.9%	42.0%	48.6%	47.8%
其他流动负债	193.6	308.8	310.9	236.7	376.0	负债权益比	94.4%	91.9%	72.4%	94.5%	91.7%
长期借款	200.0	200.0	445.5	64.0	142.7	流动比率	1.89	1.54	2.12	1.71	1.78
其他非流动负债	517.4	26.4	184.9	242.9	151.4	速动比率	1.60	1.17	1.84	1.35	1.46
负债总额	2,486.5	3,260.1	3,481.5	5,196.9	6,010.1	利息保障倍数	13.93	5.42	20.61	24.66	25.04
少数股东权益	124.8	85.0	115.9	148.9	193.9	分红指标					
股本	1,018.8	1,135.2	1,238.2	1,238.2	1,238.2	DPS(元)	0.04	0.05	0.18	0.23	0.30
留存收益	1,450.1	2,433.0	3,452.2	4,110.7	5,121.5	分红比率	15.4%	10.6%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	2,635.2	3,548.7	4,806.2	5,497.8	6,553.6	股息收益率	0.2%	0.3%	1.1%	1.4%	1.8%
现金流量表	2019	2020	2021E	2022E	2023E	业绩和估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023
净利润	340.6	551.2	725.9	940.7	1,219.2	EPS(元)	0.27	0.43	0.59	0.76	0.98
加: 折旧和摊销	104.7	146.2	165.9	195.9	222.9	BVPS(元)	2.03	2.80	3.79	4.32	5.14
资产减值准备	74.9	88.6	-	-	-	PE(X)	62.3	38.6	28.4	21.9	16.9
公允价值变动损失	-120.2	105.6	-0.5	-	-	PB(X)	8.2	6.0	4.4	3.9	3.2
财务费用	37.9	93.8	45.4	48.4	61.9	P/FCF	30.0	-227.2	51.0	22.1	20.6
投资收益	2.1	-258.6	-70.0	-50.0	-50.0	P/S	5.0	3.7	2.8	2.2	1.7
少数股东损益	9.8	17.7	30.9	33.0	45.0	EV/EBITDA	8.7	7.5	17.4	13.3	10.3
营运资金的变动	159.0	-211.2	-678.1	157.2	-704.7	CAGR(%)	41.9%	31.9%	47.3%	41.9%	31.9%
经营活动产生现金流	404.5	647.9	219.4	1,325.2	794.3	PEG	1.5	1.2	0.6	0.5	0.5
投资活动产生现金流	-333.9	-381.7	-249.0	-250.0	-250.0	ROIC/WACC	1.7	3.3	3.2	3.0	3.9
融资活动产生现金流	271.6	204.8	982.1	-381.5	314.8	REP	1.4	1.0	1.8	1.9	1.1

来源: wind, 中泰证券

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。