

业绩平稳增长，全新业务未来可期

华泰研究

2022年8月18日 | 中国内地

中报点评

小家电

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

164.40

研究员 林寰宇
SAC No. S0570518110001 linhuanyu@htsc.com
SFC No. BQO796 +(86) 755 8321 3674

研究员 周衍峰
SAC No. S0570521100002 zhouyanfeng@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

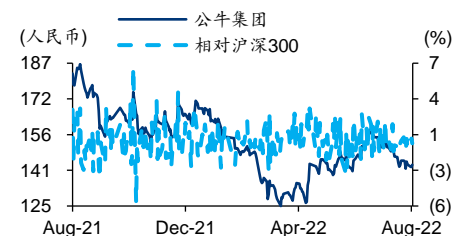
研究员 王森泉
SAC No. S0570518120001 wangsenquan@htsc.com
SFC No. BPX070 +(86) 755 2398 7489

联系人 李裕恬
SAC No. S0570121120038 liyutian@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(人民币)	164.40
收盘价(人民币 截至8月17日)	142.88
市值(人民币百万)	85,893
6个月平均成交额(人民币百万)	82.44
52周价格范围(人民币)	125.00-186.61
BVPS(人民币)	17.61

股价走势图



资料来源: Wind

业绩平稳增长，全新业务未来可期，维持“增持”

公司披露2022年中报，2022H1公司实现营收68.38亿元，同比+17.49%，归母净利15.08亿元，同比+6.12%，其中，2022Q2营收为37.60亿元，同比+15.85%；归母净利为8.66亿元，同比+6.37%。随着22Q2成本压力缓解，预计下半年原材料价格或将进一步回落，公司盈利能力有望加速修复，我们调整2022-2024年EPS预测分别为5.48、6.46和7.72元(前值:5.40、6.28和7.28元)。根据Wind一致预期，截至2022/8/17，可比公司2022年平均PE为17x，公司加速布局电动车充电桩和智能家居业务，打开发展天花板，享受估值溢价。我们给予公司2022年30xPE，给予目标价164.40元(前值:135元)，维持“增持”评级。

新业务加速落地变现，营收增长动能足

公司22H1/22Q2营收分别同比+17.49%/+15.85%。分产品看，22H1LED照明营收近7亿元，同比+37.67%；智能家居生态产品营收5.5亿元，同比+60.07%。上述两项业务收入合计占到总营收的18%，同比提升3.6pct。分渠道看，22H1公司B端营收同比+69%，电商渠道营收同比+15%。作为行业龙头，公司凭借电连接、智能电工照明、数码配件三大王牌业务板块，围绕民用电工及照明领域形成了长期可持续发展的产业布局。

短期成本因素致使毛利率/净利率小幅回落，下半年有望加速修复

公司22H1毛利率为35.93%，同比下降1.55pct；其中22Q2毛利率为37.13%，同比下降0.13pct，略有回落，主要系22H1公司销量提升加之一季度铜材、塑料等主要原材料价格高位震荡，随着二季度以来原材料价格回落公司下半年业绩有望进一步修复。费用端，公司22H1总费用率同比升高1.20pct，相对平稳；22Q2销售费用率同比提升1.24pct，主要系公司完善线下线上线下一体化的全渠道销售模式，加速新业务渠道扩展步伐。

行稳致远，“新能源+智能生态战略”有望打开成长新曲线

面对新能源汽车行业高速发展以及智能家居产品消费升级，公司进行了深刻地洞察研究，充分挖掘消费者痛点，结合自身能力，大力推广电动车充电桩及智能家居物联生态业务，持续构建建筑竞争优势。根据公司公告，自公司2021年6月起上市新能源汽车充电桩、充电桩新品以来，产品销量快速增长，迅速抢占市场，销售额在第三方品牌中已居于领先地位。

风险提示: 疫情冲击及市场竞争加剧; 原材料价格上涨; 新品不及预期风险。

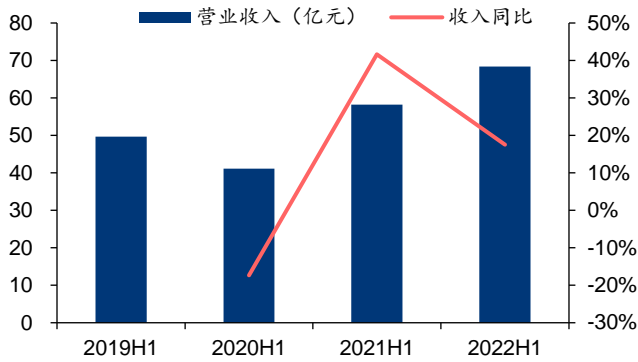
经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	10,051	12,385	14,660	16,815	19,708
+/-%	0.11	23.22	18.37	14.70	17.20
归属母公司净利润(人民币百万)	2,313	2,780	3,291	3,881	4,643
+/-%	0.42	20.18	18.38	17.92	19.62
EPS(人民币, 最新摊薄)	3.85	4.63	5.48	6.46	7.72
ROE(%)	25.32	25.85	25.27	24.74	24.03
PE(倍)	37.13	30.89	26.10	22.13	18.50
PB(倍)	9.40	7.99	6.59	5.48	4.45
EV EBITDA(倍)	27.41	22.24	18.57	15.25	12.23

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

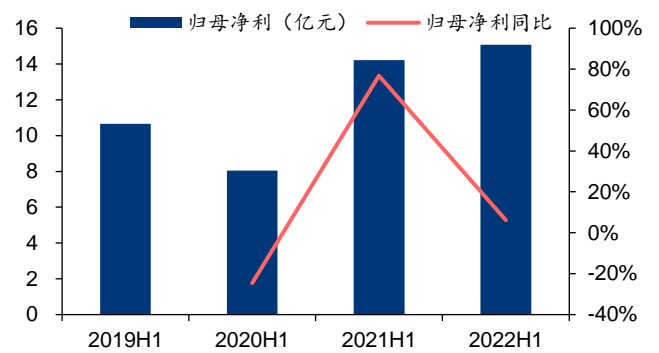
经营业绩指标概览

图表1: 22H1 公司营业收入同比+17.49%



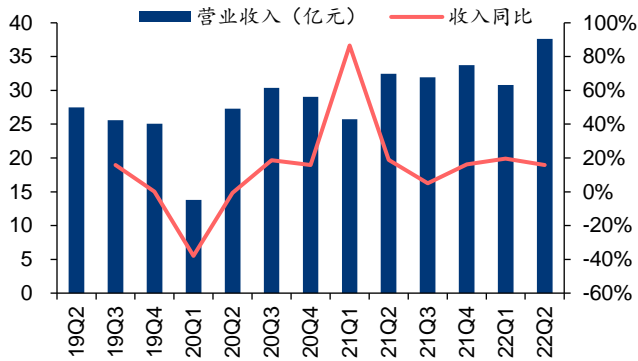
资料来源: Wind, 华泰研究

图表2: 22H1 公司归母净利润同比+6.12%



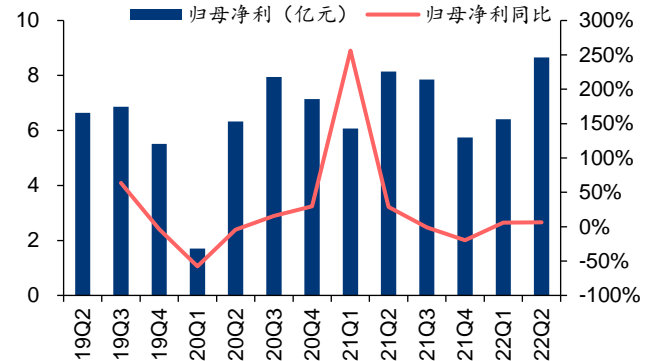
资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 22Q2 公司营业收入同比+15.85%



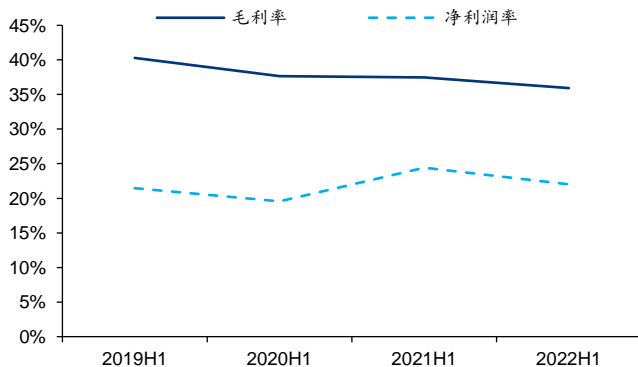
资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 22Q2 公司归母净利润同比+6.37%



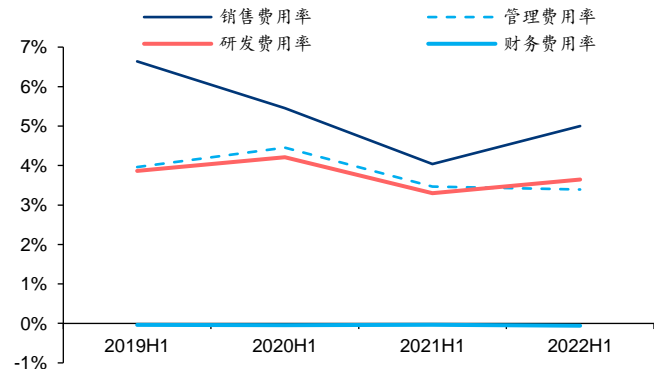
资料来源: Wind, 华泰研究

图表5: 22H1 公司毛利率、净利率同比小幅回落



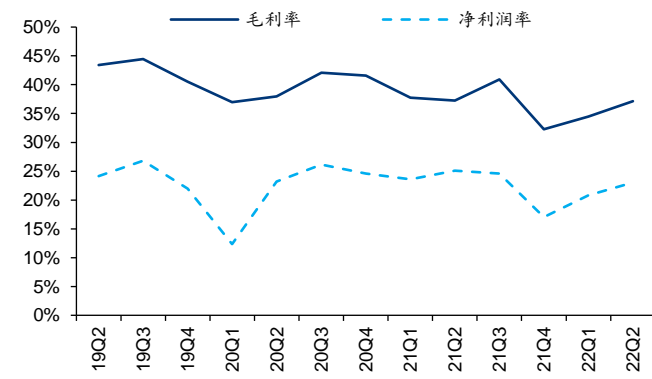
资料来源: Wind, 华泰研究

图表6: 22H1 公司期间费用率相对平稳



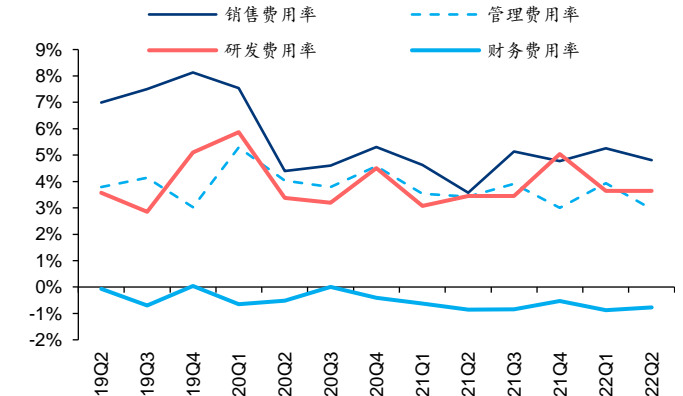
资料来源: Wind, 华泰研究

图表7: 22Q2 公司毛利率、净利率同比下滑



资料来源: Wind, 华泰研究

图表8: 22Q2 公司销售费用率同比提升 1.24pct



资料来源: Wind, 华泰研究

盈利预测调整说明

图表9: 关键指标的盈利预测调整说明

	新预测值			调整幅度			调整原因
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
营业收入 (百万元)	14,660	16,815	19,708	0.00%	0.84%	4.04%	智能家居等新业务加速落地变现
毛利率	37.48%	37.91%	38.29%	+0.00pct	+0.11pct	+0.10pct	原材料价格回落好于预期
管理费用率	3.40%	3.38%	3.33%	-0.15pct	-0.22pct	-0.27pct	提高管理效率
归母净利润 (百万元)	3,291	3,881	4,643	1.36%	2.86%	6.10%	受营收、毛利率和销售费用率调整影响

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表10: 行业可比公司 Wind 一致预期 PE

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	2021	2022E	2023E	2024E
603486 CH	科沃斯	532	42.95	20.06	15.38	12.05
002705 CH	新宝股份	172	25.77	15.78	13.53	11.79
002032 CH	苏泊尔	365	25.89	16.39	14.39	12.77
平均			31.54	17.41	14.43	12.20

注: 均为 Wind 一致预测, 数据截至 2022/8/17。

资料来源: Wind、Bloomberg、华泰研究

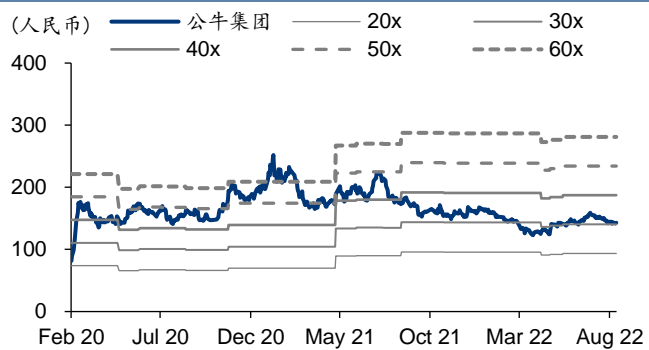
风险提示

疫情冲击及市场竞争加剧。疫情影响下, 如果厨房小家电市场竞争持续加剧, 可能会对公司的盈利能力造成影响。

原材料等价格不利波动。如果原材料价格大幅度上升, 公司成本有可能上升, 盈利能力有可能下降。

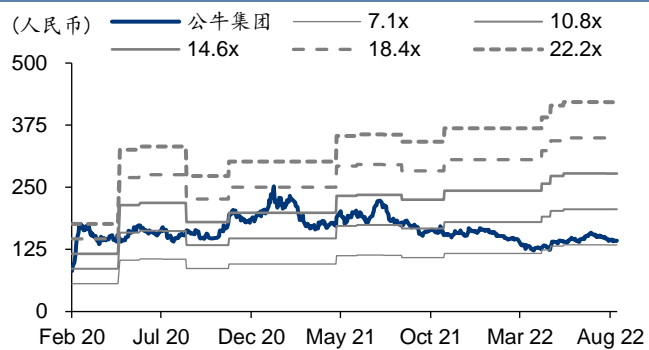
新品不及预期风险。个护行业已进入稳定期, 存量需求的开发主要依靠技术创新、产品迭代。若公司产品创新不及预期, 可能对经营产生不利影响。

图表11: 公牛集团 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表12: 公牛集团 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	10,518	13,257	14,710	17,971	21,763
现金	3,753	4,377	5,859	8,630	12,291
应收账款	183.93	219.26	258.01	289.41	352.18
其他应收账款	126.04	26.80	154.13	53.39	189.83
预付账款	34.71	29.14	46.44	40.25	61.36
存货	788.24	1,377	1,165	1,731	1,641
其他流动资产	5,632	7,228	7,228	7,228	7,227
非流动资产	1,920	2,217	2,394	2,482	2,610
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	1,180	1,490	1,636	1,714	1,834
无形资产	299.98	295.77	294.16	293.87	276.20
其他非流动资产	439.32	431.31	464.39	474.09	500.66
资产总计	12,438	15,474	17,104	20,453	24,373
流动负债	3,064	4,617	3,976	4,664	4,947
短期借款	500.34	500.43	500.43	500.43	500.43
应付账款	1,286	1,702	1,805	2,190	2,463
其他流动负债	1,278	2,415	1,670	1,974	1,984
非流动负债	235.85	101.50	102.28	102.58	103.18
长期借款	160.04	0.00	0.78	1.08	1.68
其他非流动负债	75.82	101.50	101.50	101.50	101.50
负债合计	3,300	4,718	4,078	4,766	5,051
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	600.61	601.18	601.18	601.18	601.18
资本公积	3,820	3,914	4,321	4,728	5,135
留存公积	4,842	6,541	7,716	9,423	11,400
归属母公司股东权益	9,137	10,756	13,027	15,687	19,323
负债和股东权益	12,438	15,474	17,104	20,453	24,373

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	3,437	3,014	3,355	4,101	4,785
净利润	2,313	2,780	3,291	3,881	4,643
折旧摊销	234.00	229.58	206.76	258.25	307.58
财务费用	(35.74)	(87.84)	(30.84)	(77.67)	(159.28)
投资损失	(52.00)	(190.03)	(150.00)	(160.00)	(160.00)
营运资金变动	902.36	82.46	40.60	203.45	159.82
其他经营现金	75.15	199.79	(2.48)	(4.93)	(5.91)
投资活动现金	(4,250)	(1,589)	(195.62)	(171.49)	(260.92)
资本支出	(418.94)	(475.38)	(340.87)	(326.89)	(415.55)
长期投资	10.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(3,841)	(1,114)	145.24	155.40	154.62
筹资活动现金	1,926	(700.81)	(1,678)	(1,158)	(862.53)
短期借款	500.34	0.09	0.00	0.00	0.00
长期借款	160.04	(160.04)	0.78	0.30	0.60
普通股增加	60.61	(0.03)	(0.00)	0.00	0.00
资本公积增加	3,510	93.89	406.82	406.82	406.82
其他筹资现金	(2,305)	(634.72)	(2,086)	(1,565)	(1,270)
现金净增加额	1,110	723.17	1,482	2,771	3,662

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	10,051	12,385	14,660	16,815	19,708
营业成本	6,019	7,809	9,166	10,441	12,161
营业税金及附加	80.33	82.79	108.42	123.72	140.83
营业费用	517.85	560.19	659.72	739.87	867.15
管理费用	430.71	427.62	498.46	568.35	656.28
财务费用	(35.74)	(87.84)	(30.84)	(77.67)	(159.28)
资产减值损失	(6.68)	(16.26)	(4.06)	(5.21)	(6.11)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	52.00	190.03	150.00	160.00	160.00
营业利润	2,803	3,651	3,935	4,630	5,541
营业外收入	2.98	4.35	50.00	50.00	50.00
营业外支出	50.91	330.66	48.43	38.45	38.45
利润总额	2,755	3,325	3,936	4,642	5,552
所得税	441.23	544.60	644.71	760.27	909.40
净利润	2,313	2,780	3,291	3,881	4,643
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	2,313	2,780	3,291	3,881	4,643
EBITDA	2,917	3,454	4,020	4,713	5,576
EPS (人民币, 基本)	3.89	4.63	5.47	6.46	7.72

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	0.11	23.22	18.37	14.70	17.20
营业利润	1.22	30.28	7.76	17.68	19.66
归属母公司净利润	0.42	20.18	18.38	17.92	19.62
获利能力 (%)					
毛利率	40.12	36.95	37.48	37.91	38.29
净利率	23.02	22.45	22.45	23.08	23.56
ROE	25.32	25.85	25.27	24.74	24.03
ROIC	72.25	169.29	186.61	233.00	279.98
偿债能力					
资产负债率 (%)	26.53	30.49	23.84	23.30	20.72
净负债比率 (%)	(33.54)	(29.35)	(40.77)	(51.52)	(60.77)
流动比率	3.43	2.87	3.70	3.85	4.40
速动比率	2.27	2.29	3.07	3.20	3.79
营运能力					
总资产周转率	1.01	0.89	0.90	0.90	0.88
应收账款周转率	52.74	61.43	61.43	61.43	61.43
应付账款周转率	4.91	5.23	5.23	5.23	5.23
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	3.85	4.63	5.48	6.46	7.72
每股经营现金流(最新摊薄)	5.72	5.01	5.58	6.82	7.96
每股净资产(最新摊薄)	15.20	17.89	21.67	26.09	32.14
估值比率					
PE (倍)	37.13	30.89	26.10	22.13	18.50
PB (倍)	9.40	7.99	6.59	5.48	4.45
EV EBITDA (倍)	27.41	22.24	18.57	15.25	12.23

免责声明

分析师声明

本人, 林寰宇、周衍峰、王森泉, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林震宇、周衍峰、王森泉本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司