

新品类拓展顺利，二季度盈利能力环比改善

核心观点

事件：公司公告 2022 年半年报，2022 年上半年实现营业收入 68.38 亿元，同比增长 17.50%；实现归母净利润 15.08 亿元，同比增长 6.08%。其中，单二季度实现营业收入 37.60 亿元，同比增长 15.85%；同期实现归母净利润 8.66 亿元，同比增长 6.37%。

- **传统品类优势明显，新品类实现突破，全渠道深化带动公司稳步增长。**（1）分产品，2022 年上半年公司电连接/智能电工照明/数码配件业务分别实现营收 33.56 /32.63 /2.02 亿元，同比分别增长 12%/24%/16%。①电连接业务：转接器业务优势明显，上半年天猫销售额位居第一，新能源电连接业务逐步放量，新能源汽车充电桩、充电桩销售额在第三方品牌中已居于领先地位；②智能电工照明业务：2022 年上半年墙开/LED 照明/其他产品（浴霸、智能门锁、低压电器等）营收同比分别增长 14%/38%/61%，差异化新品持续上市，无主灯业务实现突破，前装环节一体化产品矩阵逐步形成；③数码配件业务：公司坚持全品类高端产品定位，推动产品、渠道向线上转型，推出智能快充产品，积极扩充户外储能产品线，先后推出 300W-1800W 等多功率段户外移动电源。（2）分渠道，①C 端：五金渠道优势稳固，装饰渠道进一步下沉，数码渠道形态持续丰富；②B 端：全面发力工程项目，拓展优质地产精装房客户，同时以智能无主灯为核心拓展头部家装公司，2022 年上半年 B 端收入同比增长 69%；③电商渠道：在夯实传统电商平台优势的基础上，全面布局兴趣及内容电商，2022 年上半年电商渠道收入同比增长 15%。
- **盈利能力环比提升，下半年原材料价格回落有望带来盈利改善空间。**公司 2022 年单二季度实现毛利率 37.13%，环比提升 2.67pct，推测主要受益于年初产品提价落地、产品结构持续优化；同比下滑 0.12pct，推测主要系二季度原材料成本压力仍高于去年同期且低毛利的 B 端业务占比有所提高。单二季度公司期间费用率同比提升 1.02pct，推测主要源于公司新品营销推广力度较大，带动销售费用率提升 1.24pct。2022 年单二季度公司实现归母净利率 23.04%，环比提升 2.21pct，同比下滑 2.05pct。展望下半年，原材料价格回落有望带来公司盈利能力改善空间。
- **以“新能源+智能生态战略”为目标，民用电工龙头行稳致远。**公司以“新能源+智能生态战略”为战略目标，积极把握新能源行业高速发展、智能家居产品消费升级的发展机遇，新能源电连接、无主灯等新品类的加速拓展有望为公司注入增长新动力。渠道端，公司在深耕 C 端渠道、完善电商渠道的基础上，以产品为抓手布局 B 端渠道与新能源渠道，进一步夯实渠道优势，共同驱动公司长期可持续发展产业布局持续优化。

盈利预测与投资建议

- 适当上调转换器毛利率假设，预测 2022-2024 年归母净利润分别为 32.22/36.67/41.91 亿元（原预测为 32.25/36.35/41.30 亿），给予公司 DCF 目标估值 168.91 元，维持“增持”评级。

风险提示

- 宏观经济增速放缓、终端需求下滑超预期；行业竞争加剧；原材料价格上涨超预期

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,051	12,385	14,354	16,517	18,746
同比增长(%)	0.1%	23.2%	15.9%	15.1%	13.5%
营业利润(百万元)	2,803	3,651	4,040	4,572	5,199
同比增长(%)	1.2%	30.3%	10.7%	13.2%	13.7%
归属母公司净利润(百万元)	2,313	2,780	3,222	3,667	4,191
同比增长(%)	0.4%	20.2%	15.9%	13.8%	14.3%
每股收益(元)	3.85	4.63	5.36	6.10	6.97
毛利率(%)	40.1%	37.0%	38.5%	37.8%	37.9%
净利率(%)	23.0%	22.4%	22.4%	22.2%	22.4%
净资产收益率(%)	31.5%	28.0%	27.6%	26.9%	26.5%
市盈率	40.1	33.4	28.8	25.3	22.2
市净率	10.2	8.6	7.4	6.3	5.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

投资评级	增持（维持）
股价（2022年08月19日）	154.5元
目标价格	168.91元
52周最高价/最低价	185.53/120.82元
总股本/流通A股（万股）	60,115/7,450
A股市值（百万元）	92,878
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2022年08月20日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	8.05	1.17	9.81	-11.53
相对表现	10.05	5.47	11.54	10.37
沪深300	-2	-4.3	-1.73	-21.9



证券分析师

李雪君	021-63325888*6069 lixuejun@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020001
吴瑾	021-63325888*6088 wujin@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520080001 香港证监会牌照：BRW772

联系人

黄宗坤	huangzongkun@orientsec.com.cn
-----	-------------------------------

相关报告

新赛道品类积极拓展，全渠道深化继续推进	2022-04-14
产品创新、全渠道深化持续推进，盈利能力稳步改善	2021-08-18
产品矩阵持续丰富，盈利能力稳步改善	2021-05-17

盈利预测与投资建议

结合原材料价格走势、适当上调转换器毛利率假设，预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 32.22/36.67/41.91 亿元（原预测分别为 32.25/36.35/41.30 亿元）。公司作为民用电工及照明领域龙头，未来有望依托自身强大的产品、渠道优势以及出众的供应链能力持续拓宽品类、增厚利润，我们给予公司 DCF 目标估值 168.91 元，维持“增持”评级。

表 1：我们给予公司 DCF 目标估值 168.91 元

目标价敏感性分析							估值假设	
		永续增长率Gn(%)						
WAC C (%)	168.91	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	所得税税率T	25.00%
	7.49%	189.33	211.06	242.48	291.91	381.08	永续增长率Gn(%)	3.00%
	7.99%	175.70	193.53	218.50	256.01	318.62	无风险利率Rf	2.73%
	8.49%	163.92	178.73	198.93	228.14	274.10	无杠杆影响的β系数	1.0234
	8.99%	153.64	166.07	182.65	205.88	240.76	考虑杠杆因素的β系数	1.1087
	9.49%	144.60	155.13	168.91	187.70	214.88	市场收益率Rm	9.43%
	9.99%	136.59	145.59	157.15	172.58	194.20	公司特有风险	0.00%
	10.49%	129.45	137.18	146.99	159.81	177.31	股权投资成本 (Ke)	10.16%
	10.99%	123.04	129.74	138.11	148.88	163.26	债务比率D/(D+E)	10.00%
	11.49%	117.26	123.09	130.30	139.43	151.38	债务利率rd	4.60%
							WACC	9.49%

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,753	4,377	6,266	8,691	11,612	营业收入	10,051	12,385	14,354	16,517	18,746
应收票据及应收账款	184	221	256	295	334	营业成本	6,019	7,809	8,828	10,267	11,636
预付账款	35	29	34	39	44	营业税金及附加	80	83	96	110	125
存货	788	1,377	1,557	1,811	2,052	营业费用	518	560	632	678	751
其他	5,758	7,253	7,280	7,314	7,350	管理费用及研发费用	832	899	1,076	1,185	1,307
流动资产合计	10,518	13,257	15,392	18,150	21,393	财务费用	(36)	(88)	42	79	102
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	14	41	19	6	6
固定资产	1,180	1,490	2,978	3,810	4,444	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	198	199	199	199	投资净收益	52	190	121	121	121
无形资产	300	296	281	266	251	其他	127	380	259	259	259
其他	439	233	226	220	215	营业利润	2,803	3,651	4,040	4,572	5,199
非流动资产合计	1,920	2,217	3,684	4,495	5,110	营业外收入	3	4	4	4	4
资产总计	12,438	15,474	19,076	22,645	26,502	营业外支出	51	331	191	191	191
短期借款	500	500	500	500	500	利润总额	2,755	3,325	3,853	4,385	5,012
应付票据及应付账款	1,286	1,704	1,926	2,241	2,539	所得税	441	545	631	718	821
其他	1,278	2,412	2,482	2,558	2,637	净利润	2,313	2,780	3,222	3,667	4,191
流动负债合计	3,064	4,617	4,909	5,299	5,677	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	160	0	1,458	2,580	3,703	归属于母公司净利润	2,313	2,780	3,222	3,667	4,191
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	3.85	4.63	5.36	6.10	6.97
其他	76	101	101	101	101						
非流动负债合计	236	101	1,559	2,682	3,804	主要财务比率					
负债合计	3,300	4,718	6,468	7,981	9,481		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	601	601	601	601	601	营业收入	0.1%	23.2%	15.9%	15.1%	13.5%
资本公积	3,773	3,833	3,914	3,914	3,914	营业利润	1.2%	30.3%	10.7%	13.2%	13.7%
留存收益	4,734	6,314	8,093	10,149	12,506	归属于母公司净利润	0.4%	20.2%	15.9%	13.8%	14.3%
其他	29	8	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	9,137	10,756	12,608	14,664	17,022	毛利率	40.1%	37.0%	38.5%	37.8%	37.9%
负债和股东权益总计	12,438	15,474	19,076	22,645	26,502	净利率	23.0%	22.4%	22.4%	22.2%	22.4%
						ROE	31.5%	28.0%	27.6%	26.9%	26.5%
						ROIC	30.3%	27.4%	25.1%	23.1%	22.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	26.5%	30.5%	33.9%	35.2%	35.8%
净利润	2,313	2,780	3,222	3,667	4,191	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	219	174	366	597	796	流动比率	3.43	2.87	3.14	3.42	3.77
财务费用	(36)	(88)	42	79	102	速动比率	3.17	2.57	2.81	3.08	3.40
投资损失	(52)	(190)	(121)	(121)	(121)	营运能力					
营运资金变动	868	2,043	17	53	50	应收账款周转率	52.7	61.4	60.6	60.4	60.1
其它	124	(1,705)	12	6	6	存货周转率	6.8	7.2	5.9	6.0	5.9
经营活动现金流	3,437	3,014	3,538	4,280	5,024	总资产周转率	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
资本支出	46	(680)	(1,824)	(1,408)	(1,411)	每股指标(元)					
长期投资	10	0	0	0	0	每股收益	3.85	4.63	5.36	6.10	6.97
其他	(4,306)	(909)	121	121	121	每股经营现金流	5.72	5.01	5.88	7.12	8.36
投资活动现金流	(4,250)	(1,589)	(1,703)	(1,287)	(1,290)	每股净资产	15.20	17.89	20.97	24.39	28.31
债权融资	160	514	1,458	1,122	1,122	估值比率					
股权融资	3,524	60	81	0	0	市盈率	40.1	33.4	28.8	25.3	22.2
其他	(1,758)	(1,275)	(1,485)	(1,690)	(1,936)	市净率	10.2	8.6	7.4	6.3	5.5
筹资活动现金流	1,926	(701)	54	(567)	(813)	EV/EBITDA	28.1	22.4	18.8	16.0	13.8
汇率变动影响	(3)	(1)	-0	-0	-0	EV/EBIT	30.3	23.5	20.5	18.0	15.8
现金净增加额	1,110	723	1,888	2,426	2,921						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn