业绩快速修复，产品、渠道与生产优化共筑强大护城河

—— 2020 年中报点评

公司点评

● 事件：公司公布 2020 年中报

2020 年上半年营收 41.09 亿元（-17.35%），归母净利润 8.04 亿元（-24.62%）；其中，第二季度营收 27.29 亿元（-0.67%），归母净利润 6.33 亿元（-4.55%）。

● 产品与技术创新提升市场竞争力，二季度业绩快速恢复

2020Q2 公司营收与归母净利润分别环比增长 97.78%、271.67%，销售毛利率与净利率分别为 37.99%、23.21%，环比分别提升 1.04pct、10.86pct。公司业绩快速修复的根本原因是产品与技术迭代更新较好，核心护城河深厚助力各项业务得以较快复苏。转换器方面，今年新推出“MINI 款两极插座系列” 以突出的性价比迅速抢占市场，份额呈现持续增长；墙开业务，定位于中高端的 PIANO（皮亚诺）系列装饰开关于上半年成功上市；LED 照明业务，公司推出数十款新品，快速拓展产品线；数码精品与智能电工领域，积极拓展 65W 及更大充电功率的快充电源，加速布局 TWS 等产品，同时优化公牛智家 APP 的用户体验，实现与阿里、百度、京东、小米等物联网平台的对接，支持多款主流智能音箱。

● 精细化、数字化营销夯实线上份额，拓展 B 端渠道初见雏形

公司在全国线下零售渠道布局基础上（73 万个五金店、10 万个专业建材及灯饰店、12 万个数码配件售点），持续开展经销商赋能培训活动，全方位提升综合运营管理水平，提高单店效率及产出。同时，公司大力拓展 B 端渠道，在集团层面设立 B 端事业部，目前公司已与保利、融创、金地等多家大型地产商绑定，并在嵌入式产品领域与索菲亚、欧派、曲美家居达成合作。此外，公司积极开展数字化营销，借助抖音、小红书、微博等数字化平台开展线上传播及导流，2020 年上半年转换器、墙开继续保持天猫市占率第一。

● 供应链创新强化品质与成本优势，信息化建设提升运营效率

公司不断推进自动化升级改造，主要工厂持续优化 MES 生产管理系统，并实现了生产全环节的数字化和可视化，进一步增强了品质、交付及成本优势。今年上半年，营业成本同比降低 13.69%；销售费用率 5.44%、管理费用率 8.67%、财务费用率-0.56%，较上年同期分别变动-1.19pct、+0.85pct、-0.55pct，主要原因是新收入准则对运输费核算科目变动、员工股权激励计划与大额存单利息增加。此外，公司大力推进信息化建设，构建了 PLM、SRM、MES、QMS、WMS、CRM 等信息系统，有效提升了运营管理水平。

● 财务预测与估值：维持“推荐”评级

预计 2020-2022 年归母净利润增速分别为 9.9%、20.5%、21.2%，对应 PE 为 38/32/26 倍，维持“推荐”评级。

● 风险提示：1）原材料上涨；2）业务与渠道拓展不达预期；3）需求低于预期；

财务摘要和估值指标

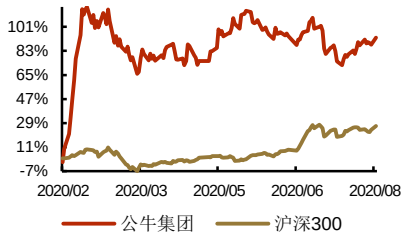
指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,065	10,040	11,295	13,555	16,266
增长率(%)	25.2	10.8	12.5	20.0	20.0
净利润(百万元)	1,677	2,304	2,532	3,052	3,699
增长率(%)	30.5	37.4	9.9	20.5	21.2
毛利率(%)	36.6	41.4	41.6	42.0	42.0
净利率(%)	18.5	22.9	22.4	22.5	22.7
ROE(%)	51.6	41.5	42.0	44.9	45.0
EPS(摊薄/元)	2.79	3.84	4.22	5.08	6.16
P/E(倍)	57.9	42.2	38.4	31.8	26.3
P/B(倍)	29.9	17.5	16.1	14.3	11.8

推荐（维持评级）

赵汐雯（分析师）
zhaoxiwen@xsdzq.cn
证书编号：S0280520020001

市场数据	时间 2020.08.17
收盘价(元):	161.77
一年最低/最高(元):	71.34/193.99
总股本(亿股):	6.01
总市值(亿元):	971.61
流通股本(亿股):	0.6
流通市值(亿元):	97.06
近 3 月换手率:	250.7%

股价一年走势



相关报告

《2020Q1 业绩承压，品牌与渠道深厚，中长期业绩可期》

《制造业中的消费王牌，国产民用电工强势崛起》2020-03-01

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**3524**	**5641**	**5014**	**5724**	**7080**
现金	218	734	710	913	2024
应收票据及应收账款合计	211	197	174	280	300
其他应收款	31	27	38	40	54
预付账款	20	26	26	37	39
存货	812	979	1029	1364	1508
其他流动资产	2231	3678	3035	3089	3156
非流动资产	**1641**	**1775**	**1847**	**1982**	**2143**
长期投资	0	0	-1	-1	-1
固定资产	1203	1153	1215	1357	1517
无形资产	306	310	349	354	363
其他非流动资产	132	311	283	272	264
资产总计	**5164**	**7417**	**6860**	**7705**	**9224**
流动负债	**1882**	**1830**	**732**	**808**	**910**
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	1273	1164	0	0	0
其他流动负债	609	665	732	808	910
非流动负债	**34**	**36**	**36**	**36**	**36**
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	34	36	36	36	36
负债合计	**1917**	**1865**	**768**	**844**	**946**
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	540	540	601	601	601
资本公积	310	310	310	310	310
留存收益	2397	4701	5361	5863	7282
归属母公司股东权益	3248	5551	6092	6862	8278
负债和股东权益	**5164**	**7417**	**6860**	**7705**	**9224**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**1910**	**2297**	**1469**	**2771**	**3739**
净利润	1677	2304	2532	3052	3699
折旧摊销	165	197	170	202	245
财务费用	5	-17	-5	-7	-31
投资损失	-97	-106	-94	-100	-99
营运资金变动	128	-109	-1135	-378	-77
其他经营现金流	32	30	1	2	2
投资活动现金流	**-1281**	**-1792**	**495**	**-293**	**-377**
资本支出	485	449	72	136	162
长期投资	-10	0	1	0	0
其他投资现金流	-806	-1344	567	-156	-214
筹资活动现金流	**-484**	**-5**	**-1987**	**-2276**	**-2251**
短期借款	-338	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	61	0	0
资本公积增加	-0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-147	-5	-2047	-2276	-2251
现金净增加额	**147**	**502**	**-23**	**203**	**1111**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**9065**	**10040**	**11295**	**13555**	**16266**
营业成本	5745	5882	6597	7862	9434
营业税金及附加	69	75	87	102	123
营业费用	747	725	935	1123	1302
管理费用	342	379	427	512	615
研发费用	351	393	426	526	628
财务费用	5	-17	-5	-7	-31
资产减值损失	2	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	-0	-0	-0	-0
其他收益	57	66	66	66	66
投资净收益	97	106	94	100	99
营业利润	**1960**	**2769**	**2988**	**3602**	**4358**
营业外收入	5	5	21	8	10
营业外支出	13	78	38	38	42
利润总额	**1951**	**2695**	**2971**	**3572**	**4326**
所得税	275	391	439	520	626
净利润	**1677**	**2304**	**2532**	**3052**	**3699**
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	**1677**	**2304**	**2532**	**3052**	**3699**
EBITDA	2109	2870	3119	3750	4527
EPS（元）	2.79	3.84	4.22	5.08	6.16

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	25.2	10.8	12.5	20.0	20.0
营业利润(%)	28.0	41.3	7.9	20.5	21.0
归属于母公司净利润(%)	30.5	37.4	9.9	20.5	21.2
获利能力					
毛利率(%)	36.6	41.4	41.6	42.0	42.0
净利率(%)	18.5	22.9	22.4	22.5	22.7
ROE(%)	51.6	41.5	42.0	44.9	45.0
ROIC(%)	55.5	58.0	49.4	54.1	62.7
偿债能力					
资产负债率(%)	37.1	25.1	11.2	11.0	10.3
净负债比率(%)	-6.7	-13.1	-11.7	-13.4	-24.6
流动比率	1.9	3.1	6.8	7.1	7.8
速动比率	0.2	1.0	1.6	1.9	3.0
营运能力					
总资产周转率	2.0	1.6	1.6	1.9	1.9
应收账款周转率	54.8	49.2	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.5	4.8	0.0	0.0	0.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	2.79	3.84	4.22	5.08	6.16
每股经营现金流(最新摊薄)	1.31	2.61	2.45	4.61	6.22
每股净资产(最新摊薄)	5.41	9.24	10.04	11.32	13.68
估值比率					
P/E	57.9	42.2	38.4	31.8	26.3
P/B	29.9	17.5	16.1	14.3	11.8
EV/EBITDA	46.0	33.3	30.9	25.6	20.9

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

赵汐雯，加拿大圣玛丽大学，金融学硕士。2015 年开始从事行业研究工作，曾先后供职于民生证券研究院、方正证券研究所。2020 年 1 月加盟新时代证券研究所，从事轻工和纺织服装领域研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/