

渠道变革引领转型升级，盈利能力有望加速修复

2022 年 08 月 31 日

➤ **事件概述:**8 月 30 日,公司发布 2022 年半年报。22H1 公司实现营收 235.39 亿元,同比+44.94%;归母净利润 17.05 亿元,同比-7.58%;扣除中控技术影响,归母净利润为 18.02 亿元,同比基本持平。单季度来看,22Q2 公司实现营收 128.97 亿元,同比+37.63%;归母净利润为 11.18 亿元,同比-35.14%。

➤ **费用率持续优化,盈利能力有望加速修复。**费用率方面,22H1 公司期间费用率为 12.47%,同比-3.76%,其中财务/管理/研发/销售费用率分别下调 1.11/0.82/1.25/0.59Pcts,费用管控持续优化。**盈利能力方面,**公司 22H1 毛利率/净利率分别同比下滑 6.12/3.72Pcts,主要系低压电器盈利端承压,主要源于原材料价格大幅上涨的背景下,公司未提价并执行扩大规模战略,目标定位于市场份额提升。随着费用率优化+渠道转型升级,公司 22Q2 净利率为 10.19%,环比提升 3.75Pcts,未来公司盈利能力有望加速改善。

➤ **持续深化渠道变革,国内外布局加速推进。**公司低压电器持续推进“蓝海行动 2.0”版本,市场份额扩大后盈利能力有望加速提升:**1) 渠道方面,**区总建设、小 B&小 A 客户稳步推进,增设省会/工业强市渠道,有序推进区总、经销商建设工作,截至 22H1,公司共建立 28 家区域销售总公司,近 500 家经销商伙伴升级成为区域销售总公司股东。公司同时持续拓展分销力度,分销网点遍布全国 320 个地级市,近 2,200 个区县及 1,800 多个乡镇,进一步提升渠道覆盖率和渗透力。**2) 国际化方面,**公司全球布局持续深化,截至 22H1,公司实现全球 140 多个国家业务覆盖,拥有 30+海外子公司,以及 7 个海外制造基地。

➤ **新能源业务维持高景气,户用光伏业务市占率持续提升。**上半年公司新能源业务维持较高景气度,呈现良好增长态势,未来随着公司组件业务剥离,资产结构进一步优化,盈利能力有望提升。**1) 户用装机持续提升,**22H1 正泰安能营收同比增长 191.03%,净利润同比增长 210.86%,增长势头迅猛。22H1 全国户用光伏新增装机量为 8.9GW,公司新增装机容量 2.7GW,市占率为 30%,未来公司户用能源板块有望延续高速发展态势;**2) 渠道覆盖方面,**22H1 新增加盟代理商超 360 家,截至 22H1,正泰安能已设立 8 个区域公司,27 个办事处,拥有 1000+代理商,渠道覆盖 21 个省,1,200+区县;**3) 业务模式方面,**公司以“双品牌+三品类”的全方位布局,铸就先发优势,为下游客户提供更多选择。

➤ **投资建议:**我们预计公司 22-24 年的营收分别为 408.08、465.40、530.75 亿元,增速分别为 5%、14%、14%;不考虑其持有的中控技术股权变动影响后的归母净利润分别为 47.07、57.44、69.50 亿元,增速分别为 38.4%、22.0%、21.0%。对应 8 月 30 日收盘价,公司 22-24 年 PE 分为 16X、13X、11X。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:**硅料、铜、银等大宗商品价格上涨超预期;行业竞争加剧风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	38865	40808	46540	53075
增长率(%)	16.9	5.0	14.0	14.0
归属母公司股东净利润(百万元)	3401	4707	5744	6950
增长率(%)	-47.1	38.4	22.0	21.0
每股收益(元)	1.58	2.19	2.67	3.23
PE	21	16	13	11
PB	2.3	2.3	2.0	1.7

资料来源:Wind,民生证券研究院预测;(注:股价为 2022 年 08 月 30 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

33.96 元



分析师 邓永康

执业证书: S0100521100006

电话: 021-60876734

邮箱: dengyongkang@mszq.com

分析师 郭彦辰

执业证书: S0100522070002

电话: 021-60876734

邮箱: guoyanchen@mszq.com

研究助理 李佳

执业证书: S0100121110050

电话: 021-60876734

邮箱: lijia@mszq.com

相关研究

1.正泰电器(601877.SH)2021 年报及 22Q

1 季报点评:低压电器稳步增长,新能源业务

景气度高企-2022/04/30

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	38865	40808	46540	53075
营业成本	29267	31302	34956	39601
营业税金及附加	174	163	186	212
销售费用	1694	1747	1862	2123
管理费用	1549	1571	1606	1778
研发费用	1125	1183	1303	1486
EBIT	5274	5750	7127	8375
财务费用	1269	402	280	239
资产减值损失	-56	-51	-66	-41
投资收益	1057	1224	1396	1592
营业利润	4713	5562	7182	8693
营业外收支	-223	16	16	16
利润总额	4490	5578	7198	8709
所得税	724	725	1152	1393
净利润	3766	4853	6046	7315
归属于母公司净利润	3401	4707	5744	6950
EBITDA	7349	7690	9105	10381

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	7429	11492	12857	22494
应收账款及票据	15403	11529	14619	13573
预付款项	1684	1878	2097	2376
存货	13926	13947	15268	15627
其他流动资产	5211	5636	6335	7171
流动资产合计	43653	44483	51177	61241
长期股权投资	4571	4571	4571	4571
固定资产	26880	26160	24987	23594
无形资产	614	624	634	649
非流动资产合计	41798	42882	43374	43601
资产合计	85451	87366	94551	104842
短期借款	2491	2491	2491	2491
应付账款及票据	16158	18100	19187	21954
其他流动负债	11714	12198	13144	14328
流动负债合计	30364	32789	34823	38773
长期借款	15929	15929	15929	15929
其他长期负债	4689	4839	5019	5119
非流动负债合计	20619	20769	20949	21049
负债合计	50982	53557	55771	59822
股本	2150	2150	2150	2150
少数股东权益	2450	2596	2898	3264
股东权益合计	34469	33808	38780	45021
负债和股东权益合计	85451	87366	94551	104842

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	16.88	5.00	14.05	14.04
EBIT 增长率	6.12	9.03	23.95	17.51
净利润增长率	-47.09	38.43	22.02	20.99
盈利能力 (%)				
毛利率	24.69	23.29	24.89	25.39
净利润率	8.75	11.54	12.34	13.09
总资产收益率 ROA	3.98	5.39	6.07	6.63
净资产收益率 ROE	10.62	15.08	16.01	16.64
偿债能力				
流动比率	1.44	1.36	1.47	1.58
速动比率	0.87	0.83	0.92	1.07
现金比率	0.24	0.35	0.37	0.58
资产负债率 (%)	59.66	61.30	58.99	57.06
经营效率				
应收账款周转天数	101.97	95.00	80.00	75.00
存货周转天数	116.18	160.00	150.00	140.00
总资产周转率	0.50	0.47	0.51	0.53
每股指标 (元)				
每股收益	1.58	2.19	2.67	3.23
每股净资产	14.89	14.52	16.69	19.42
每股经营现金流	3.30	5.29	1.65	5.33
每股股利	0.40	0.40	0.40	0.40
估值分析				
PE	21	16	13	11
PB	2.3	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	12.03	10.99	9.15	7.11
股息收益率 (%)	1.18	1.18	1.18	1.18

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	3766	4853	6046	7315
折旧和摊销	2075	1940	1979	2006
营运资金变动	292	5188	-3760	3083
经营活动现金流	7088	11376	3539	11457
资本开支	-11962	-3053	-2544	-2299
投资	798	9	-1	-10
投资活动现金流	-8866	-1825	-1154	-721
股权募资	1329	0	0	0
债务募资	5511	150	180	100
筹资活动现金流	2653	-5488	-1019	-1099
现金净流量	858	4063	1365	9637

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026