

2019年04月29日

公司研究

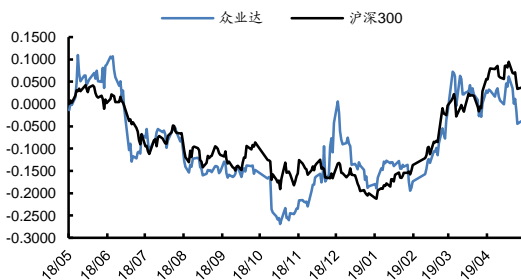
评级：买入（维持）

研究所  
 证券分析师：谭倩 S0350512090002  
 0755-83473923  
 证券分析师：尹斌 S0350518110001  
 yinb@ghzq.com.cn  
 联系人：张涵 S0350118050002  
 0755-83026892 zhangh05@ghzq.com.cn

## 电商平台年度收入增长近三倍，一季度业绩大幅增长

### ——众业达（002441）事件点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
众业达	-1.0	11.3	-3.9
沪深300	0.7	22.1	3.8

#### 市场数据 2019-04-29

当前价格（元）	7.85
52周价格区间（元）	5.83 - 9.41
总市值（百万）	4277.05
流通市值（百万）	3082.94
总股本（万股）	54484.65
流通股（万股）	39273.15
日均成交额（百万）	35.19
近一月换手（%）	37.21

#### 相关报告

《众业达（002441）事件点评：电商持续放量，业绩符合预期》——2018-10-31

《众业达（002441）事件点评：电商平台放量，扣非业绩大幅增长》——2018-08-30

《众业达（002441）深度报告：电商发力叠加工控复苏，开启高增速新阶段》——2018-06-19

《众业达（002441）动态研究：收入和利润率齐增，分销龙头迈入高增速新阶段》——2018-05-30

#### 事件：

- 1) 公司发布2018年年报，公司实现收入85.5亿元，同比增长12.6%，实现归母净利润2.06亿元，同比增长2.68%，扣非归母净利润1.97亿元，同比增长26%。
- 2) 公司发布2019年一季度报，公司实现收入22.9亿元，同比增长45%，归母净利润0.9亿元，同比增长45%，扣非归母净利润0.9亿元，同比增长49%。

#### 投资要点：

- **电商平台年度收入增长近三倍，一季度利润同比大幅增长45%。**去年三季度以来低压电器与工控市场相对低迷，公司业绩增速远超行业同期水平，主要系众业达商城大规模放量。2018年众业达商城实现收入17.1亿元，同比大幅增长272%。众业达商城是公司潜心多年搭建的专业垂直工业品电商平台，通过线上与线下结合的方式，提高对中小型客户及长尾市场的覆盖，目前已经卓有成效。公司收入端放量同时带来费用率提升，公司Q1销售费用率、管理费用率（含研发）分别同比下降1.2、0.75pct，考虑公司年约100亿的收入规模，费用率改善，将带来较大业绩弹性。
- **电商平台打破增速瓶颈，带来超越行业的成长性。**众业达商城布局终端客户长尾市场以及MRO（非生产原料型工业品）市场，在经历了几年的培育期，已经进入高成长阶段，将打破过去以依赖增加营销人员、销售网点的传统成长模式，配合公司线下的仓储、物流、库存提高对中小型客户及分散市场覆盖，带来超越行业的成长性。预计到2020年，我国工业电气分销服务市场的规模可以达到1000亿美元，MRO市场空间超过万亿元，目前公司作为分销龙头，规模约百亿元，预计电商平台放量将引领公司走向市占率提升的道路。
- **公司利润率进入趋势性增长阶段。**工业电气进口替代持续进行，公司对于供应商的话语权提升。此外公司分销的品牌种类、产品品类大幅提升，优选利润率更高的产品销售，直接带来销售利润率的提升。

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

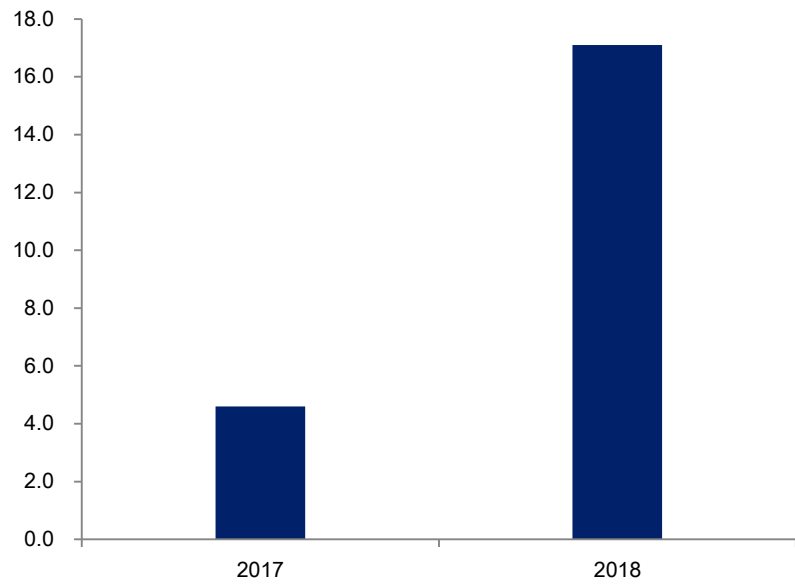
系统集成业务下游领域景气度回升，高利润率业务增长对公司业绩边际影响较大。集成业务主要包括石油钻井电控配套产品，风电机组配套系统。风电将迎来投资建设高峰期，公司长期以来和金风等龙头公司形成稳定供货关系，直接受益风电抢装周期。公司系统集成业务毛利率高于分销业务，集成业务增长对业绩边际改善较大。

- **盈利预测和投资评级：**我们认为 1) 电商平台放量，提高对中小客户和分散市场覆盖，带来超越行业的成长性，同时通过压缩费用率提高盈利能力；2) 公司对供应商话语权提升，优选分销品牌、品类带来利润率提升；3) 风电迎来投资建设高峰期，风电等领域订单回升，高利润率业务增长对公司业绩边际影响较大。预计 2019-2021 年公司 EPS 为 0.57 元, 0.75 元, 0.98 元, 对应的 PE 分别为 14 倍, 10 倍, 8 倍, 公司收入和利润率齐增, 分销龙头迈入高增速新阶段, 业绩成长与估值提升均有较大空间, 维持给予“买入”评级。
- **风险提示：**低压电器、工控需求不及预期；产业议价能力不及预期  
原油开采、风电等下游行业需求不及预期；电商业务发展不及预期。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入 (百万元)	8555	10743	13503	16536
增长率 (%)	13%	26%	26%	22%
归母净利润 (百万元)	206	311	410	532
增长率 (%)	3%	51%	32%	30%
摊薄每股收益 (元)	0.38	0.57	0.75	0.98
ROE (%)	5.35%	7.66%	9.45%	11.31%

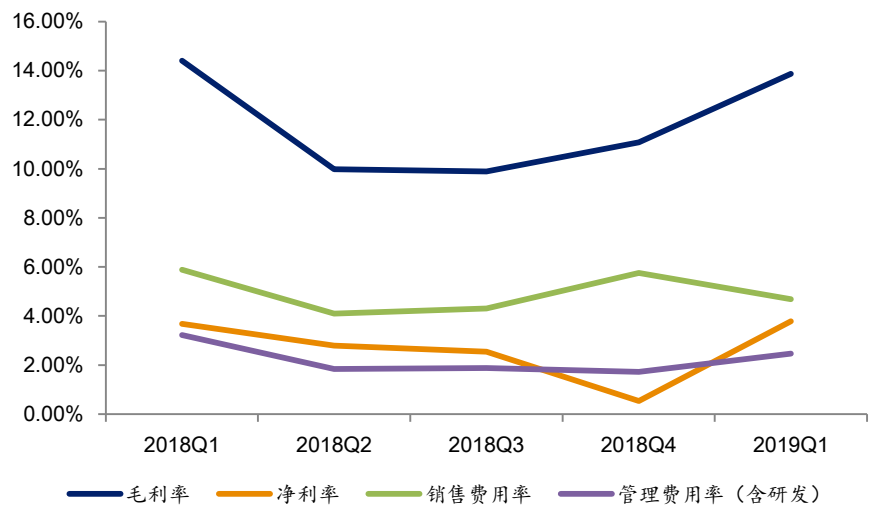
资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

图 1: 2018 年众业达商城收入同比增长 272%



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 2: 公司单季度核心财务指标变化



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

附表：众业达盈利预测表

2019-04-2									
证券代码:	002441.SZ		股价:	7.85	投资评级:	买入	日期:	9	
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值	2018	2019E	2020E	2021E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	5%	8%	9%	11%	EPS	0.38	0.57	0.75	0.98
毛利率	11%	11%	11%	11%	BVPS	6.84	7.24	7.77	8.45
期间费率	7%	7%	7%	6%	<b>估值</b>				
销售净利率	2%	3%	3%	3%	P/E	20.78	13.75	10.43	8.04
<b>成长能力</b>					P/B	1.15	1.08	1.01	0.93
收入增长率	13%	26%	26%	22%	P/S	0.50	0.40	0.32	0.26
利润增长率	3%	51%	32%	30%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
总资产周转率	1.61	1.85	2.11	2.32	营业收入	8555	10743	13503	16536
应收账款周转率	3.44	3.80	4.01	4.24	营业成本	7608	9558	12020	14720
存货周转率	8.88	9.34	9.84	10.40	营业税金及附加	29	36	45	55
<b>偿债能力</b>					销售费用	422	483	581	678
资产负债率	28%	30%	32%	34%	管理费用	174	215	270	331
流动比	2.84	2.71	2.58	2.49	财务费用	(7)	(2)	(0)	0
速动比	2.25	2.12	1.98	1.90	其他费用/(-收入)	(30)	(41)	(45)	(49)
					<b>营业利润</b>	<b>272</b>	<b>411</b>	<b>543</b>	<b>704</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	营业外净收支	11	1	1	1
现金及现金等价物	607	582	400	349	<b>利润总额</b>	<b>283</b>	<b>412</b>	<b>544</b>	<b>705</b>
应收款项	2486	2827	3369	3899	所得税费用	88	107	141	183
存货净额	856	1027	1226	1420	<b>净利润</b>	<b>195</b>	<b>305</b>	<b>402</b>	<b>522</b>
其他流动资产	200	229	261	287	少数股东损益	(11)	(6)	(8)	(10)
<b>流动资产合计</b>	<b>4149</b>	<b>4666</b>	<b>5256</b>	<b>5956</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>206</b>	<b>311</b>	<b>410</b>	<b>532</b>
固定资产	469	422	380	392					
在建工程	170	170	220	220	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
无形资产及其他	89	89	92	95	<b>经营活动现金流</b>	<b>(128)</b>	<b>70</b>	<b>(5)</b>	<b>160</b>
长期股权投资	1	1	1	1	净利润	195	305	402	522
<b>资产总计</b>	<b>5328</b>	<b>5798</b>	<b>6399</b>	<b>7114</b>	少数股东权益	(11)	(6)	(8)	(10)
短期借款	325	325	325	325	折旧摊销	33	56	51	47
应付款项	757	955	1201	1471	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	233	292	367	450	营运资金变动	(345)	(799)	(1093)	(1103)
其他流动负债	147	147	147	147	<b>投资活动现金流</b>	<b>35</b>	<b>47</b>	<b>(8)</b>	<b>(12)</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1462</b>	<b>1719</b>	<b>2040</b>	<b>2392</b>	资本支出	(118)	47	(8)	(12)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(1)	0	0	0
其他长期负债	16	16	16	16	其他	154	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>68</b>	<b>(93)</b>	<b>(123)</b>	<b>(160)</b>
<b>负债合计</b>	<b>1478</b>	<b>1735</b>	<b>2056</b>	<b>2408</b>	债务融资	(88)	0	0	0
股本	545	545	545	545	权益融资	6	0	0	0
股东权益	3851	4063	4343	4706	其它	149	(93)	(123)	(160)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5328</b>	<b>5798</b>	<b>6399</b>	<b>7114</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>(26)</b>	<b>24</b>	<b>(136)</b>	<b>(11)</b>

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所



## 【电力设备新能源组介绍】

谭倩，8 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募基金榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。尹斌，中科院物理化学博士，4 年比亚迪动力电池实业经验，3 年证券从业经验，2018 年进入国海证券，从事新能源汽车行业及上市公司研究，2015 年新财富第 2 名、2016 年新财富第 3 名核心成员。张涵，中山大学理学学士，金融学硕士，2018 年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

## 【分析师承诺】

谭倩、尹斌，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己

的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。