

2020年01月03日

公司研究

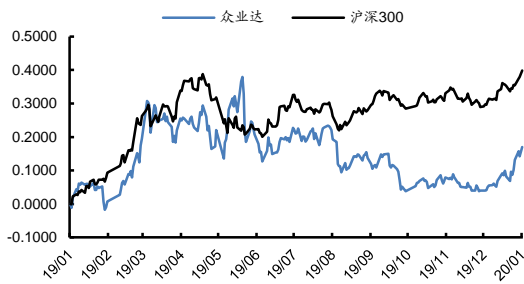
评级：买入（维持）

研究所

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

## 工业电气回暖，电商平台赋能 ——众业达（002441）动态研究

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
众业达	12.5	12.7	17.7
沪深300	8.2	8.9	39.8

市场数据

2020-01-02

当前价格（元）	7.63
52周价格区间（元）	6.24 - 9.13
总市值（百万）	4157.18
流通市值（百万）	3006.22
总股本（万股）	54484.65
流通股（万股）	39400.04
日均成交额（百万）	39.54
近一月换手（%）	22.01

相关报告

《众业达（002441）事件点评：电商平台年度收入增长近三倍，一季度业绩大幅增长》——2019-04-29

《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

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%。

投资要点：

■ 制造业景气助力工控回升，竣工周期下低压电器行业提速。中美目前基本初步达成第一阶段贸易协定，贸易摩擦得到缓解，预计以出口为导向制造业订单将企稳回升。11月官方制造业PMI达到50.2，环比10月提升0.9pct，时隔一年再次回到枯荣线以上，12月PMI保持在50.2，好于预期，制造业信心提振，生产扩张和增加库存的意愿增强，央行降准带来小微、民营企业的融资成本降低，预计将带来制造业资本开支的回升，利好工控行业。

房屋竣工面积自8月以来持续正增长，其中10月单月竣工面积同比增长19%，11月单月增幅有所收窄，主要是由于去年同期基数较高，低压电器属于地产后周期品种，本轮竣工周期有望持续，从而带动低压电器行业加速向上。

■ 电商平台强势增长打破增速瓶颈，带来超越行业的成长性。公司为工业电气分销龙头，2019年工业电气市场低迷，多数工控与低压电器上市公司业绩平淡，部分出现了负增长。公司前三季度实现收入72亿元，同比增长14.4%，归母净利润2.2亿元，同比增长16%，主要系公司电商平台众业达商城收入大幅增长。2018年全年众业达商城实现收入17.1亿元，2019年前三季度为23亿元，预计2019年全年收入在30亿元以上，同比增长约75%。

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。预计随着工业电气行业复苏，公司业绩弹性将逐步显现。

■ “3+1”网络与团队是公司的核心竞争力。“3+1”网络是指分销网、物流网、技术服务网加上互联网。1) 分销网：公司拥有完善的销售网络，通过54家子公司及120多个办事处，下沉与扩展三四线城市，为全国客户提供全面服务；2) 物流网：公司通过覆盖全国核心城市的8大物流中心和50个物流配送中转仓有效缩短了产品的供货周期；3) 技术服务网：公司通过信息化系统的应用和服务管理体系的搭建为客户提供售前技术支持、行业解决方案、人员培训、售

后技术服务等，逐步推进对客户服务需求响应；4) **互联网**：公司通过数字化的应用，整合分销网、物流网和技术服务网的资源，赋能于三网之间的联动，实现线上线下全面覆盖的工业电气分销服务平台，推动公司与其他竞争对手的差异化发展。

“3+1”团队指配电团队、工控团队、中小客户团队、技术服务团队。配电及工控团队聚焦 OEM 等核心终端客户，中小客户团队通过线上线下结合实现对碎片化市场覆盖，技术服务团队以向新兴行业客户提供行业应用解决方案为增值服务。公司通过团队间有效协同和赋能实现行业、产品和区域的全面覆盖战略，预计电商平台放量将引领公司走向市占率提升的道路。

- **公司进入利润率进入趋势性增长阶段。**近年来公司不断扩充工控团队，同时不断引进新的品牌如菲尼克斯、研华等，随着品牌逐步增加，公司在销售过程中可重点选择毛利率较高的产品，公司整体毛利率有望提升。同时随着公司电商平台收入放量，“3+1”网络与团队的协同效应将带来整体费用率下降，预计公司净利率将进入趋势性增长通道。
- **公司助力特斯拉超级充电网络建设。**公司聚焦商用车所需充电系统，研发兆瓦级预装式充电站，目前可以为社会充电设备制造商、投资运营商和最终客户提供完整的充电网络方案和产品。公司目前已销售充电站近 40 套、运营 4 套，覆盖全国十来个城市，从提供产品到提供解决方案以及运营都能全方位的覆盖。公司与特斯拉合作设立特斯拉粤东地区第一个超级充电站，公司后续将结合市场实际情况继续发展充电桩、充电站业务，同时借助产业发展获得回报。
- **盈利预测和投资评级：**基于 2019 年前三季度业绩，我们小幅下调盈利预测，预计 2019-2021 年公司净利润分别为 2.56/3.24/4.08 亿元，对应的 PE 分别为 16/13/10 倍，我们认为，1) 工控与低压电器市场即将回暖；2) 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；3) 公司利润率进入趋势性增长通道。4) 与特斯拉合作建设粤东地区第一个超级充电站，未来将受益于产业快速发展。**维持“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；电商业务发展不及预期；大盘系统性风险。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	8555	9876	11577	13548
增长率(%)	13%	15%	17%	17%
归母净利润(百万元)	206	256	324	408
增长率(%)	3%	24%	27%	26%
摊薄每股收益(元)	0.38	0.47	0.59	0.75
ROE(%)	5.35%	6.37%	7.64%	9.01%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：众业达盈利预测表

证券代码:	002441.SZ		股价:	7.63	投资评级:	买入	日期:	2020/01/02	
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%	6%	8%	9%	EPS	0.38	0.47	0.59	0.75
毛利率	11%	11%	11%	11%	BVPS	6.84	7.17	7.59	8.11
期间费率	7%	7%	7%	7%	<b>估值</b>				
销售净利率	2%	3%	3%	3%	P/E	20.20	16.23	12.83	10.20
<b>成长能力</b>					P/B	1.12	1.06	1.01	0.94
收入增长率	13%	15%	17%	17%	P/S	0.49	0.42	0.36	0.31
利润增长率	3%	24%	27%	26%					
<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	1.74	1.90	2.06	营业收入	8555	9876	11577	13548
应收账款周转率	3.44	3.80	4.01	4.24	营业成本	7608	8785	10304	12065
存货周转率	8.88	9.34	9.84	10.40	营业税金及附加	29	33	39	45
<b>偿债能力</b>					销售费用	422	484	533	583
资产负债率	28%	29%	30%	31%	管理费用	174	198	232	271
流动比	2.84	2.80	2.72	2.65	财务费用	(7)	(4)	(4)	(4)
速动比	2.25	2.21	2.14	2.08	其他费用/(-收入)	(30)	(41)	(45)	(49)
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	营业利润	272	339	429	539
现金及现金等价物	607	773	773	835	营业外净收支	11	1	1	1
应收款项	2486	2599	2888	3195	利润总额	283	340	430	540
存货净额	856	944	1051	1164	所得税费用	88	88	112	140
其他流动资产	200	211	224	235	净利润	195	251	318	400
<b>流动资产合计</b>	<b>4149</b>	<b>4528</b>	<b>4936</b>	<b>5428</b>	少数股东损益	(11)	(5)	(6)	(8)
固定资产	469	422	380	392	归属于母公司净利润	206	256	324	408
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	经营活动现金流	(128)	246	152	238
长期股权投资	1	1	1	1	净利润	195	251	318	400
<b>资产总计</b>	<b>5328</b>	<b>5660</b>	<b>6079</b>	<b>6586</b>	少数股东权益	(11)	(5)	(6)	(8)
短期借款	325	325	325	325	折旧摊销	33	56	51	47
应付款项	757	878	1030	1206	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	233	269	315	369	营运资金变动	(345)	(369)	(607)	(660)
其他流动负债	147	147	147	147	投资活动现金流	35	47	(8)	(12)
<b>流动负债合计</b>	<b>1462</b>	<b>1618</b>	<b>1816</b>	<b>2046</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>	筹资活动现金流	259	(77)	(97)	(122)
<b>负债合计</b>	<b>1478</b>	<b>1634</b>	<b>1832</b>	<b>2062</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	4026	4247	4525	其它	341	(77)	(97)	(122)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5328</b>	<b>5660</b>	<b>6079</b>	<b>6586</b>	现金净增加额	166	216	47	104

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，9年行业研究经验，研究所副所长（主持工作）、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。

2018 福布斯中国最佳分析师第七名、2018 年同花顺第一届 iFinD 最佳分析师 公用事业 第三名、今日投资 2018 年天眼中国最佳证券分析师 建筑装饰 行业第 2 名、水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 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】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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。