

## 产品布局逐渐完善，渠道优势进一步夯实

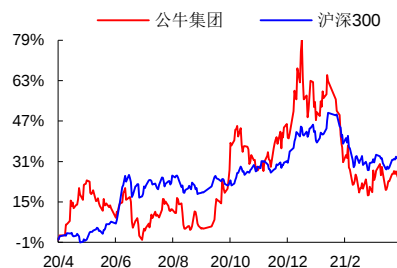
### 投资要点

- 业绩摘要：**公司发布2020年年报，2020年实现收入100.5亿元，同比增长0.1%；实现归母净利润23.1亿元，同比增长0.4%；实现扣非归母净利润22.2亿元，同比下降0.1%。其中，单Q4公司实现营业收入29亿元，同比增长15.8%；实现归母净利润7.1亿元，同比增长29.7%，实现扣非归母净利润6.7亿元，同比增长33.7%。同时公司发布一季报，21Q1营收达到25.7亿元，同比增长86.6%，同比19年增长15.7%；实现归母净利润6.1亿元，同比增长256.2%，同比19年增长50.7%；实现扣非归母净利润5.6亿元，同比增长177.6%。一季度业绩同比20年和19年均实现大幅增长。
- 毛利率快速修复，费用控制能力优异。**2020年公司整体毛利率40.1%，同比下降1.3pp，主要由于收入准则变化，运输费调整至营业成本。主营业务民用电工产品实现毛利率40.1%，同比下降1.3pp；其中电连接产品实现毛利率39.1%（+1.2pp）；智能电工照明产品实现毛利率43.2%（-3.7pp），主要系LED照明产品、墙壁开关插座产品上半年受疫情影响较大所致；数码配件产品实现毛利率22.4%（-2.3pp），数码配件产品毛利率下降主要系该类产品的毛利率在公司各产品线中偏低，公司旨在通过产品定位的调整来带动销量的提升。费用率方面，本年度公司整体费率为13.1%，同比下降1.7pp。公司销售费用率为5.2%，同比下降2.1pp，主要系公司按新收入准则将运费重分类至主营业务成本所致；管理费用率为4.3%，同比增长0.5pp，管理费用增长主要原因在于公司无形资产摊销及2020年限制性股票激励计划摊销的费用增加所致；研发费用率为4%，同比增长0.1pp；财务费用率为-0.4%，2019年财务费用率为-0.2%，主要系2020年存款产生的利息收入较上期增长所致。综合之下，公司净利率为23%，同比增长0.1pp。另外，公司经营活动现金流量净额为34.4亿元，同比增长49.6%，主要得益于公司预收货款增加，库存降低；公司筹资活动现金流量净额为19.3亿元，19年同期为-500万元，主要系本年收到募投资金所致。2021Q1，公司整体毛利率为37.8%，同比增长0.8pp；整体费用率为10.6%，同比下降7.4pp，主要得益于公司销售费用控制得力，且一季度研发支出开支较小所致，21Q1净利率达到23.6%，同比增长11.2pp。
- 股权激励计划绑定核心员工利益，彰显长期发展信心。**公司发布2021年限制性股票激励计划，拟授予的限制性股票数量为69.3万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额的0.1%。本激励计划授予的激励对象共计547人，包括核心高层管理人员（含董事、高级管理人员）、其他高层管理人员及核心骨干。21-23年解除限售的业绩考核标准分别为2021/2022/2023年度营业收入或净利润不低于前三个会计年度的平均水平，对应21年收入和净利润目标分别为97.2亿/21亿元。2021-2024年摊销费用分别为2281.1万元/2506.7万元/977.6万元/250.7万元。
- 核心电连接产品业务平稳增长，智能电工照明业务有望回升。**报告期内，公司业务稳步增长。主营业务民用电工产品实现营业收入100.2亿元，同比下降0.1%，基本维持稳定；其中，电连接产品实现营业收入55.5亿元，同比增长5.7%。智能电工照明产品实现营业收入40.5亿元，同比下降8.3%，主要系疫

### 西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣  
执业证号：S1250517080002  
电话：023-67511807  
邮箱：cxin@swsc.com.cn  
联系人：赵兰亭  
电话：023-67511807  
邮箱：zhlt@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

|             |              |
|-------------|--------------|
| 总股本(亿股)     | 6.01         |
| 流通A股(亿股)    | 0.75         |
| 52周内股价区间(元) | 144.55-258.8 |
| 总市值(亿元)     | 1,169.32     |
| 总资产(亿元)     | 133.77       |
| 每股净资产(元)    | 16.34        |

### 相关研究

- 公牛集团(603195)：业绩显著修复，渠道优势进一步夯实 (2020-10-30)
- 公牛集团(603195)：需求复苏业绩回暖，多渠道协同孕育新机遇 (2020-08-19)



疫情影响导致家庭装修产品销售受阻；其中墙壁开关插座产品实现营业收入 29.5 亿元，同比下降 8%；LED 照明业务实现营业收入 7.7 亿元，同比下降 21.7%，主要系光源类产品因疫情及消费需求萎缩受到较大影响所致；其他智能电工照明产品实现营业收入 3.3 亿元，同比增长 44%，主要由于 2020 年公司推出生活电器（包括浴霸、凉霸、换气扇、风扇灯等）、断路器、智能家居（包括智能开关及多款智能门锁）等多款新产品取得良好销售成效。数码配件产品实现营业收入 4.2 亿元，同比增长 17%，得益于公司围绕快速充电、TWS 耳机进行战略布局，加大对数码配件业务的研发投入，收入实现较快增长，市占率有望提升。另外，20 年公司电连接产品及智能电工照明产品库存量分别为 2123.9 万件/3299.3 万件，同比下降 48.1%/40.4%，库存下降较快一方面系疫情后公司业务恢复较快，另一方面系公司在疫情影响下严控成本及库存，提高存货周转率，降低运营成本。

- **充分释放渠道优势，推进精细化营销。**报告期内，公司进一步确立 ToC、ToB 两大营销体系，明确线下五金渠道、装饰渠道、数码渠道及线上电商渠道的协同互补战略。C 端装饰渠道方面，公司围绕消费者一站式购买需求，推动装饰渠道的专卖化和综合化，已成功开发 8000 余家门店；传统优势的 C 端五金渠道，公司加大超级售点的培育力度，提高单店效率，并借助遍布全国的经销商进行超市、便利店等现代渠道的网点开发，入驻线上美团、京东到家等 O2O 平台；C 端数码渠道持续丰富渠道形态，加大与品牌手机厂商的渠道合作；同时大力拓展 B 端渠道，不断引入行业专业人才，快速提升组织能力，同时持续完善工程项目管理体系，20 年公司已与保利发展、融创集团、金地集团、建业地产等 20 余家 TOP 战略房企达成合作，且公司积极开拓家装公司渠道，与近 30 家全国及区域知名装饰公司建立稳固合作；电商渠道积极开展全品类、数字化营销，借助抖音、小红书、微信、微博等数字化平台全方位地开展线上品牌、产品传播及销售引流，2020 年公司转换器、墙壁开关插座在天猫市场占有率继续保持第一。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2021-2023 年 EPS 分别为 4.67 元、5.36 元、6.14 元，对应 PE 分别为 42 倍、36 倍、32 倍，维持“持有”评级。
- **风险提示：**终端销售不及预期的风险；原材料价格大幅波动的风险。

| 指标/年度         | 2020A    | 2021E    | 2022E    | 2023E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）     | 10051.13 | 11817.20 | 13580.95 | 15368.47 |
| 增长率           | 0.11%    | 17.57%   | 14.93%   | 13.16%   |
| 归属母公司净利润（百万元） | 2313.43  | 2801.76  | 3219.38  | 3686.04  |
| 增长率           | 0.42%    | 21.11%   | 14.91%   | 14.50%   |
| 每股收益 EPS（元）   | 3.85     | 4.67     | 5.36     | 6.14     |
| 净资产收益率 ROE    | 25.32%   | 23.52%   | 21.28%   | 19.59%   |
| PE            | 51       | 42       | 36       | 32       |
| PB            | 12.80    | 9.82     | 7.73     | 6.21     |

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     | 2020A           | 2021E           | 2022E           | 2023E           | 现金流量表 (百万元)       | 2020A           | 2021E           | 2022E           | 2023E          |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|
| 营业收入          | 10051.13        | 11817.20        | 13580.95        | 15368.47        | 净利润               | 2313.43         | 2801.76         | 3219.38         | 3686.04        |
| 营业成本          | 6018.61         | 6954.79         | 7921.69         | 8930.20         | 折旧与摊销             | 234.00          | 185.08          | 284.34          | 384.12         |
| 营业税金及附加       | 80.33           | 91.82           | 105.94          | 106.04          | 财务费用              | -35.74          | 8.37            | -2.66           | -10.29         |
| 销售费用          | 517.85          | 649.95          | 787.70          | 922.11          | 资产减值损失            | -6.68           | 0.00            | 0.00            | 0.00           |
| 管理费用          | 430.71          | 850.84          | 1004.99         | 1106.53         | 经营营运资本变动          | 881.97          | -911.44         | -335.87         | -358.52        |
| 财务费用          | -35.74          | 8.37            | -2.66           | -10.29          | 其他                | 50.21           | -99.49          | -98.43          | -100.81        |
| 资产减值损失        | -6.68           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>3437.20</b>  | <b>1984.28</b>  | <b>3066.76</b>  | <b>3600.54</b> |
| 投资收益          | 52.00           | 100.00          | 100.00          | 100.00          | 资本支出              | -92.07          | -1454.00        | -1520.00        | -568.00        |
| 公允价值变动损益      | 0.00            | -0.05           | -0.03           | -0.04           | 其他                | -4157.53        | 99.95           | 99.97           | 99.96          |
| 其他经营损益        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-4249.59</b> | <b>-1354.05</b> | <b>-1420.03</b> | <b>-468.04</b> |
| <b>营业利润</b>   | <b>2802.60</b>  | <b>3361.39</b>  | <b>3863.25</b>  | <b>4413.84</b>  | 短期借款              | 500.34          | -500.34         | 0.00            | 0.00           |
| 其他非经营损益       | -47.93          | -45.00          | -45.00          | -45.00          | 长期借款              | 160.04          | 0.00            | 0.00            | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>2754.66</b>  | <b>3316.39</b>  | <b>3818.25</b>  | <b>4368.84</b>  | 股权融资              | 3570.53         | 0.00            | 0.00            | 0.00           |
| 所得税           | 441.23          | 514.63          | 598.87          | 682.80          | 支付股利              | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00           |
| 净利润           | 2313.43         | 2801.76         | 3219.38         | 3686.04         | 其他                | -2305.32        | -37.23          | 2.66            | 10.29          |
| 少数股东损益        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>1925.60</b>  | <b>-537.58</b>  | <b>2.66</b>     | <b>10.29</b>   |
| 归属母公司股东净利润    | 2313.43         | 2801.76         | 3219.38         | 3686.04         | <b>现金流量净额</b>     | <b>1110.23</b>  | <b>92.65</b>    | <b>1649.39</b>  | <b>3142.79</b> |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                 |                 |                |
| 资产负债表 (百万元)   | 2020A           | 2021E           | 2022E           | 2023E           | 财务分析指标            | 2020A           | 2021E           | 2022E           | 2023E          |
| 货币资金          | 3752.86         | 3845.51         | 5494.89         | 8637.68         | <b>成长能力</b>       |                 |                 |                 |                |
| 应收和预付款项       | 344.68          | 342.27          | 404.80          | 464.71          | 销售收入增长率           | 0.11%           | 17.57%          | 14.93%          | 13.16%         |
| 存货            | 788.24          | 910.39          | 1035.48         | 1168.41         | 营业利润增长率           | 1.22%           | 19.94%          | 14.93%          | 14.25%         |
| 其他流动资产        | 5632.01         | 6086.38         | 6567.43         | 7054.96         | 净利润增长率            | 0.42%           | 21.11%          | 14.91%          | 14.50%         |
| 长期股权投资        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | EBITDA 增长率        | 1.79%           | 18.46%          | 16.60%          | 15.51%         |
| 投资性房地产        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>获利能力</b>       |                 |                 |                 |                |
| 固定资产和在建工程     | 1458.58         | 2746.31         | 4000.79         | 4203.48         | 毛利率               | 40.12%          | 41.15%          | 41.67%          | 41.89%         |
| 无形资产和开发支出     | 299.98          | 281.48          | 262.98          | 244.49          | 三费率               | 9.08%           | 12.77%          | 13.18%          | 13.13%         |
| 其他非流动资产       | 161.19          | 160.88          | 160.56          | 160.25          | 净利率               | 23.02%          | 23.71%          | 23.71%          | 23.98%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>12437.54</b> | <b>14373.21</b> | <b>17926.93</b> | <b>21933.99</b> | ROE               | 25.32%          | 23.52%          | 21.28%          | 19.59%         |
| 短期借款          | 500.34          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | ROA               | 18.60%          | 19.49%          | 17.96%          | 16.81%         |
| 应付和预收款项       | 1967.83         | 2177.06         | 2504.44         | 2818.20         | ROIC              | 52.10%          | 54.67%          | 44.84%          | 43.74%         |
| 长期借款          | 160.04          | 160.04          | 160.04          | 160.04          | EBITDA/销售收入       | 29.86%          | 30.08%          | 30.52%          | 31.15%         |
| 其他负债          | 671.93          | 125.83          | 132.79          | 140.04          | <b>营运能力</b>       |                 |                 |                 |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>3300.15</b>  | <b>2462.93</b>  | <b>2797.26</b>  | <b>3118.28</b>  | 总资产周转率            | 1.01            | 0.88            | 0.84            | 0.77           |
| 股本            | 600.61          | 600.58          | 600.58          | 600.58          | 固定资产周转率           | 8.61            | 7.71            | 5.78            | 5.00           |
| 资本公积          | 3820.18         | 3820.21         | 3820.21         | 3820.21         | 应收账款周转率           | 52.74           | 59.06           | 58.44           | 58.02          |
| 留存收益          | 4734.47         | 7536.23         | 10755.61        | 14441.64        | 存货周转率             | 6.80            | 8.19            | 8.13            | 8.09           |
| 归属母公司股东权益     | 9137.39         | 11910.29        | 15129.67        | 18815.70        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 114.53%         | —               | —               | —              |
| 少数股东权益        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>资本结构</b>       |                 |                 |                 |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>9137.39</b>  | <b>11910.29</b> | <b>15129.67</b> | <b>18815.70</b> | 资产负债率             | 26.53%          | 17.14%          | 15.60%          | 14.22%         |
| 负债和股东权益合计     | 12437.54        | 14373.21        | 17926.93        | 21933.99        | 带息债务/总负债          | 20.01%          | 6.50%           | 5.72%           | 5.13%          |
|               |                 |                 |                 |                 | 流动比率              | 3.43            | 5.02            | 5.27            | 6.01           |
|               |                 |                 |                 |                 | 速动比率              | 3.18            | 4.61            | 4.87            | 5.61           |
|               |                 |                 |                 |                 | 股利支付率             | 0.00%           | 0.00%           | 0.00%           | 0.00%          |
|               |                 |                 |                 |                 | <b>每股指标</b>       |                 |                 |                 |                |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股收益              | 3.85            | 4.67            | 5.36            | 6.14           |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股净资产             | 15.21           | 19.83           | 25.19           | 31.33          |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股经营现金            | 5.72            | 3.30            | 5.11            | 6.00           |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股股利              | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00           |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                 |                 |                |
| 业绩和估值指标       | 2020A           | 2021E           | 2022E           | 2023E           |                   |                 |                 |                 |                |
| EBITDA        | 3000.86         | 3554.84         | 4144.93         | 4787.66         |                   |                 |                 |                 |                |
| PE            | 50.54           | 41.74           | 36.32           | 31.72           |                   |                 |                 |                 |                |
| PB            | 12.80           | 9.82            | 7.73            | 6.21            |                   |                 |                 |                 |                |
| PS            | 11.63           | 9.90            | 8.61            | 7.61            |                   |                 |                 |                 |                |
| EV/EBITDA     | 36.93           | 31.01           | 26.19           | 22.02           |                   |                 |                 |                 |                |
| 股息率           | 0.00%           | 0.00%           | 0.00%           | 0.00%           |                   |                 |                 |                 |                |

数据来源: Wind, 西南证券

## 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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务      | 座机            | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|---------|---------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监  | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 张方毅 | 高级销售经理  | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn     |
|    | 吴菲阳 | 销售经理    | 021-68415020  | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn      |
|    | 付禹  | 销售经理    | 021-68415523  | 13761585788 | fuyu@swsc.com.cn     |
|    | 黄滢  | 销售经理    | 18818215593   | 18818215593 | hying@swsc.com.cn    |
|    | 蒋俊洲 | 销售经理    | 18516516105   | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn  |
|    | 刘琦  | 销售经理    | 18612751192   | 18612751192 | liuqi@swsc.com.cn    |
|    | 崔露文 | 销售经理    | 15642960315   | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 陈慧琳 | 销售经理    | 18523487775   | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn     |
|    | 王昕宇 | 销售经理    | 17751018376   | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn   |
| 北京 | 李杨  | 地区销售总监  | 18601139362   | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 地区销售副总监 | 18601241803   | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 彭博  | 销售经理    | 13391699339   | 13391699339 | pbyf@swsc.com.cn     |
| 广深 | 王湘杰 | 地区销售副总监 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn      |
|    | 林芷璇 | 高级销售经理  | 15012585122   | 15012585122 | linzw@swsc.com.cn    |
|    | 陈慧玲 | 高级销售经理  | 18500709330   | 18500709330 | chl@swsc.com.cn      |
|    | 郑龔  | 销售经理    | 18825189744   | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |