

业绩持续恢复，民用电工龙头稳步前行

公牛集团(603195)

评级:	买入	股票代码:	603195
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	259.9/143.91
目标价格:		总市值(亿)	1,176.35
最新收盘价:	195.87	自由流通市值(亿)	147.66
		自由流通股数(百万)	75.39

事件概述

公牛集团发布 2020 年年报及 2021 年一季报：2020 年公司实现营收 100.51 亿元，同比+0.11%；归母净利润 23.13 亿元，同比+0.42%；扣非后归母净利润 22.22 亿元，同比-0.08%。其中，Q4 单季度营业收入 29.04 亿元，同比+15.75%；归母净利润 7.14 亿元，同比+29.65%；扣非后归母净利润 6.71 亿元，同比+33.63%。此外，公司拟每 10 股派发现金红利 20 元（含税）。

2021Q1 公司营业收入 25.74 亿元，同比+86.57%；归母净利润 6.07 亿元，同比+256.17%；扣非后归母净利润 5.58 亿元，同比+177.84%；对标 2019Q1 营收、归母净利润同比分别+15.74%、+50.72%。一季度业绩延续高速增长态势，业绩增长超预期，且利润增长超收入端。

分析判断：

► 收入端：核心电连接业务稳步增长，智能电工照明产品销售有所下滑。

分产品看，2020 年电连接产品、智能电工照明产品、数码配件产品销售额分别为 55.49、40.55、4.18 亿元，同比分别+5.12%、-8.33%、+17.00%。电连接产品作为公司的核心业务，依靠品牌优势及五金渠道优势保持稳步增长；智能电工产品销售额同比有所下滑，主要为 LED 照明产品、墙壁开关插座产品与房地产及装修市场相关度较高，2020 年上半年受疫情影响较大，2020 年墙壁开关插座、LED 照明、其他智能电工照明产品（如生活电器、断路器、智能家居等）销售额分别为 29.52、7.70、3.33 亿元，同比分别-7.99%、-21.74%、+44.01%；数码配件产品实现较快增长，主要为公司加大对数码配件业务的研发投入，围绕快速充电、TWS 耳机推出一系列“精品、时尚、年轻化”的优质第三方数码精品，持续丰富产品品类并加大渠道的扩张。

► 利润端：净利率有所提升，期间费用管控良好。

2020 年公司毛利率、净利率分别为 40.12%、23.02%，分别同比-1.29pct、+0.08pct。毛利率略有下降，主要为：1) 产品结构变化，2020 年公司电连接产品、智能电工照明产品、数码配件产品毛利率分别为 39.13%、43.15%、22.37%，同比分别+1.20pct、-3.65pct、-2.33pct。电连接产品主要为基础焕新系列、家居情境创新系列等产品推出以及持续增强渠道和客户粘性，毛利率有所提升；智能电工照明产品毛利率有所下降，主要为受疫情影响较大；2) 适用新收入准则，运费由销售费用转至主营业务成本（2019 年运输费为 2.07 亿元）。原材料方面，2020 年公司直接材料占总成本比重 76.79%，主要原材料如塑料、铜材等在 2020 年价格大幅提升，公司采取套期保值对大宗物资价格进行锁定，带来 2020 年直接材料金额同比下降 2.96%。净利率同比略有提升，主要受益于期间费用率的改善，2020 年公司期间费用率 10.64%，同比-7.40pct，其中，销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 5.15%、4.29%、3.99%、-0.36%，同比分别-2.08pct、+0.51pct、+0.07pct、-0.19pct。销售费用率下降明显，主要为适用新收入准则。

2021Q1 公司毛利率、净利率分别为 37.77%、23.58%，分别同比+0.82pct、+12.35pct，盈利能力大幅提升，主要得益于公司良好的费用管控，2021Q1 公司期间费用率 10.64%，同比-7.40pct，其中，销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 4.63%、3.54%、3.08%、-0.61%，同比分别-2.89pct、-1.75pct、-2.79pct、+0.03pct，除财务费用率外，费用率均表现下降。

► 库存合理，经营活动现金流大幅提升。

截至 2020 年底，公司存货金额 7.88 亿元，对比 9 月底存货金额 5.97 亿元，库存环比上升 31.99%。一季度库存水平略有下降，截至 2021 年 3 月底，公司存货金额 7.85 亿元，较 2020 年底下降 0.38%。目前来看，库存仍处于正常水平。现金流来看，2020 年公司经营活动产生的现金流量净额 34.37 亿元，同比增长 49.62%；2020Q1 公司经营活动产生的现金流量净额 3.56 亿元，同比增长 293.77%，随着业绩持续好转，公司经营活动现金流大幅提升。

► 股权激励计划发布，健全长效激励机制。

此外，公司发布股权激励计划，拟授予限制性股票数量为 69.27 万股，占公司总股本的 0.1153%，授予价格为 90.15 元/股。本次股权激励计划激励对象包括核心高层管理人员（包含董事、高级管理人员）、其他高层管理人员及核心骨干等 547 人，激励人数较多。业绩考核目标为 2021-2023 年营收或净利润分别不低于前三个会计年度的平均水平，业绩考核目标较低，主要为本次股权激励计划主要目的是激励上一年度绩效表现优秀的员工，有助于进一步健全公司长效的激励机制。

投资建议

公司在巩固转换器领域基础上，陆续将竞争优势复制到墙开、LED 照明以及数码配件等新业务领域，逐渐向民用电工巨头迈进。考虑到疫情对公司影响，调整此前盈利预测，预计 2021-2022 年营业收入分别由 126.77、149.42 亿元调整至 119.39、139.33 亿元，归母净利润分别由 28.36、33.68 亿元调整至 27.22、32.25 亿元，预计 2023 年公司营收、归母净利润分别为 160.30、37.66 亿元，对应 PE 分别为 43 倍、36 倍、31 倍，**持续看好公司“品牌力+渠道力+管理力”构建的强大护城河，维持“买入”评级。**

风险提示

新业务拓展不及预期风险；原材料大幅涨价风险；行业竞争加剧风险；地产景气度不及预期风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,040	10,051	11,939	13,933	16,030
YoY (%)	10.8%	0.1%	18.8%	16.7%	15.1%
归母净利润(百万元)	2,304	2,313	2,722	3,225	3,766
YoY (%)	37.4%	0.4%	17.6%	18.5%	16.8%
毛利率 (%)	41.4%	40.1%	40.5%	40.7%	40.8%
每股收益 (元)	3.84	3.85	4.53	5.37	6.27
ROE	41.5%	25.3%	22.7%	21.1%	19.6%
市盈率	51.06	50.85	43.22	36.47	31.23

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋
邮箱：xulf@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080002

分析师：杨维维
邮箱：yangww@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520080001

分析师：戚志圣
邮箱：qizs@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519100001

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	10,051	11,939	13,933	16,030	净利润	2,313	2,722	3,225	3,766
YoY (%)	0.1%	18.8%	16.7%	15.1%	折旧和摊销	234	199	202	205
营业成本	6,019	7,101	8,266	9,491	营运资金变动	923	-399	159	287
营业税金及附加	80	92	107	123	经营活动现金流	3,437	2,447	3,502	4,170
销售费用	518	669	773	882	资本开支	-417	-138	-88	-48
管理费用	431	537	606	692	投资	10	0	0	0
财务费用	-36	-5	-29	-64	投资活动现金流	-4,250	-33	26	71
资产减值损失	-7	0	0	0	股权募资	3,567	0	0	0
投资收益	52	105	114	119	债务募资	957	0	0	0
营业利润	2,803	3,239	3,838	4,483	筹资活动现金流	1,926	-32	-32	-32
营业外收支	-48	2	2	2	现金净流量	1,110	2,382	3,496	4,208
利润总额	2,755	3,241	3,840	4,485	主要财务指标				
所得税	441	519	615	718	成长能力 (%)				
净利润	2,313	2,722	3,225	3,766	营业收入增长率	0.1%	18.8%	16.7%	15.1%
归属于母公司净利润	2,313	2,722	3,225	3,766	净利润增长率	0.4%	17.6%	18.5%	16.8%
YoY (%)	0.4%	17.6%	18.5%	16.8%	盈利能力 (%)				
每股收益	3.85	4.53	5.37	6.27	毛利率	40.1%	40.5%	40.7%	40.8%
资产负债表 (百万元)					净利率率	23.0%	22.8%	23.1%	23.5%
货币资金	3,753	6,135	9,631	13,839	总资产收益率 ROA	18.6%	18.0%	17.1%	16.2%
预付款项	35	33	41	48	净资产收益率 ROE	25.3%	22.7%	21.1%	19.6%
存货	788	1,038	1,223	1,345	偿债能力 (%)				
其他流动资产	5,942	5,950	6,003	6,081	流动比率	3.43	4.50	5.08	5.58
流动资产合计	10,518	13,156	16,897	21,314	速动比率	3.16	4.14	4.70	5.21
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	1.22	2.10	2.90	3.62
固定资产	1,182	1,166	1,142	1,112	资产负债率	26.5%	20.9%	18.9%	17.4%
无形资产	300	285	268	252	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1,920	1,968	1,978	1,952	总资产周转率	0.81	0.79	0.74	0.69
资产合计	12,438	15,124	18,875	23,265	每股指标 (元)				
短期借款	500	500	500	500	每股收益	3.85	4.53	5.37	6.27
应付账款及票据	1,286	1,499	1,716	2,000	每股净资产	15.21	19.92	25.50	31.98
其他流动负债	1,278	923	1,109	1,320	每股经营现金流	5.72	4.07	5.83	6.94
流动负债合计	3,064	2,922	3,325	3,821	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	160	160	160	160	估值分析				
其他长期负债	76	76	76	76	PE	50.85	43.22	36.47	31.23
非流动负债合计	236	236	236	236	PB	13.49	9.83	7.68	6.12
负债合计	3,300	3,157	3,561	4,057					
股本	601	601	601	601					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	9,137	11,966	15,314	19,209					
负债和股东权益合计	12,438	15,124	18,875	23,265					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，8年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，4年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，3年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。