开源证券

公牛集团（603195.SH） 2021 年收入略超预期，原材料价格影响短期毛利率

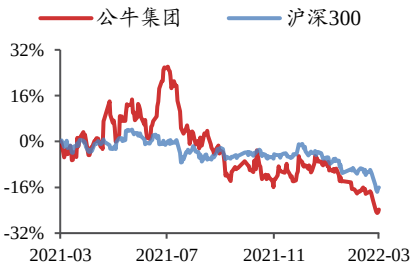
2022 年 03 月 12 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2022/3/11
当前股价(元)	137.15
一年最高最低(元)	229.88/131.13
总市值(亿元)	824.52
流通市值(亿元)	103.69
总股本(亿股)	6.01
流通股本(亿股)	0.76
近 3 个月换手率(%)	71.18

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司深度报告-核心主业龙头地位稳固，新能源、LED 驶入快车道》-2022.3.7

《公司信息更新报告-渠道和品类拓展逐步落地，Q3 业绩保持稳步增长》-2021.10.31

《公司信息更新报告-渠道与品类拓展加速业绩释放，盈利能力逆势提升》-2021.8.20

吕明（分析师）
lvming@kysec.cn
证书编号：S0790520030002

陆帅坤（联系人）
lushuaikun@kysec.cn
证书编号：S0790121060033

● 2021 年收入略超预期，长期看好公司保持稳健增长，维持“买入”评级

公司发布业绩快报，预计 2021 年营收 124.22 亿元（+23.59%），归母净利润 28.13 亿元（+21.59%）。其中，2021Q4 营收 34.10 亿元（+17.40%），归母净利润 6.07 亿元（-15.09%）。考虑到原材料价格仍处高位，我们下调 2021-2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年公司净利润为 28.13/33.49/39.65 亿元(原值为 29.02/34.47/40.13 亿元)，对应 EPS 为 4.68/5.57/6.59 元，当前股价对应 PE 分别为 29.3/24.6/20.8 倍，考虑到核心主业地位稳固，新能源、LED 驶入快车道，维持“买入”评级。

● 2021Q4 原材料价格维持高位致盈利能力承压，关注新一轮提价带动毛利改善

盈利能力方面，预计 2021 年净利率 22.65%（-0.37pct），单季度看 2021Q4 净利率 17.79%（-6.81pct），扣非净利率 16.90%（-6.22pct），扣非净利率下滑幅度低主系政府补助收入的季度差异。2021Q4 净利率承压较为明显，我们认为主要原因或在于：（1）2021Q4 塑料、铜等原材料价格仍处高位致套期保值效果减弱；（2）2021 年年中适当涨价的红利减弱。**展望 2022 年，**年初公司已对墙开和 LED 部分产品适当提价，在当前原材料价格走势不明朗的背景下不排除公司采取进一步提价措施，我们预计 2021Q1 起公司毛利率有望边际改善，进一步提振盈利能力。

● 核心主业地位稳固下预期维持稳健增长，继续看好新能源、LED 等持续放量

展望 2022 年：（1）核心主业方面，转换器、墙开龙头地位稳固。其中转换器作为偏刚需快消品，自然更新需求稳定，预计维持 10%左右稳健增长。墙开方面，产品高端智能化升级，叠加发力下沉市场+B 端市场，我们预期公司龙头地位有望得到强化，维持 20%左右增长。（2）LED 照明业务方面，行业竞争格局良好，公司凭借自身渠道优势，有望形成以无主灯、家居灯饰为核心的增长曲线，预期实现 30%左右较高增长。（3）新能源充电类，公司已率先抢占电商市场，先发优势下预期实现较快增长。（4）智能门锁/晾衣架等新品预期将与 LED、智能墙开共同构成公司智能家居前装生态，进一步赋能公司 B 端业务快速增长。

● 风险提示：新品销售不及预期；行业竞争风险加剧；原材料价格持续上涨等。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,040	10,051	12,422	14,598	16,911
YOY(%)	10.8	0.1	23.6	17.5	15.8
归母净利润(百万元)	2,304	2,313	2,813	3,349	3,965
YOY(%)	37.4	0.4	21.6	19.1	18.4
毛利率(%)	41.4	40.1	38.5	38.8	39.5
净利率(%)	22.9	23.0	22.6	22.9	23.4
ROE(%)	41.5	25.3	26.2	25.3	24.6
EPS(摊薄/元)	3.83	3.85	4.68	5.57	6.59
P/E(倍)	35.8	35.6	29.3	24.6	20.8
P/B(倍)	14.9	9.0	7.7	6.2	5.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5641	10518	12748	14994	18598
现金	734	3753	5478	8446	10918
应收票据及应收账款	197	184	236	268	350
其他应收款	27	126	0	124	16
预付账款	26	35	32	51	42
存货	979	788	2938	1474	2703
其他流动资产	3678	5632	4063	4632	4570
非流动资产	1775	1920	1954	2039	2086
长期投资	0	0	-0	-1	-1
固定资产	1153	1182	1262	1379	1458
无形资产	310	300	300	304	311
其他非流动资产	311	438	392	357	318
资产总计	7417	12438	14702	17033	20684
流动负债	1830	3064	3748	3632	4440
短期借款	0	500	500	500	500
应付票据及应付账款	1164	1286	1824	1813	2352
其他流动负债	665	1278	1424	1319	1587
非流动负债	36	236	205	174	142
长期借款	0	160	129	98	66
其他非流动负债	36	76	76	76	76
负债合计	1865	3300	3953	3806	4582
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	540	601	601	601	601
资本公积	310	3820	3820	3820	3820
留存收益	4701	4734	6087	7697	9603
归属母公司股东权益	5551	9137	10749	13227	16102
负债和股东权益	7417	12438	14702	17033	20684

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10040	10051	12422	14598	16911
营业成本	5882	6019	7639	8934	10231
营业税金及附加	75	80	94	112	130
营业费用	725	518	559	657	786
管理费用	379	431	472	555	643
研发费用	393	401	477	569	660
财务费用	-17	-36	12	15	17
资产减值损失	-1	-7	4	3	3
其他收益	66	127	397	53	52
公允价值变动收益	-0	0	-0	-0	-0
投资净收益	106	52	148	183	219
资产处置收益	-4	-1	-1	-1	-2
营业利润	2769	2803	3709	3989	4710
营业外收入	5	3	4	3	3
营业外支出	78	51	393	21	23
利润总额	2695	2755	3319	3970	4690
所得税	391	441	507	621	725
净利润	2304	2313	2813	3349	3965
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	2304	2313	2813	3349	3965
EBITDA	2870	2917	3361	3966	4630
EPS(元)	3.83	3.85	4.68	5.57	6.59

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	10.8	0.1	23.6	17.5	15.8
营业利润(%)	41.3	1.2	32.3	7.6	18.1
归属于母公司净利润(%)	37.4	0.4	21.6	19.1	18.4
获利能力					
毛利率(%)	41.4	40.1	38.5	38.8	39.5
净利率(%)	22.9	23.0	22.6	22.9	23.4
ROE(%)	41.5	25.3	26.2	25.3	24.6
ROIC(%)	41.1	22.9	23.8	23.1	22.4
偿债能力					
资产负债率(%)	25.1	26.5	26.9	22.3	22.2
净负债比率(%)	-13.1	-33.5	-44.6	-58.9	-63.9
流动比率	3.1	3.4	3.4	4.1	4.2
速动比率	1.0	2.3	2.0	3.1	3.0
营运能力					
总资产周转率	1.6	1.0	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	49.2	52.7	59.2	57.9	54.8
应付账款周转率	4.8	4.9	4.9	4.9	4.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.83	3.85	4.68	5.57	6.59
每股经营现金流(最新摊薄)	3.82	5.72	3.31	7.41	5.63
每股净资产(最新摊薄)	9.23	15.20	17.88	22.00	26.78
估值比率					
P/E	35.8	35.6	29.3	24.6	20.8
P/B	14.9	9.0	7.7	6.2	5.1
EV/EBITDA	28.2	26.2	22.6	18.2	15.1

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2297	3437	1990	4454	3386
净利润	2304	2313	2813	3349	3965
折旧摊销	197	234	145	170	198
财务费用	-17	-36	12	15	17
投资损失	-106	-52	-148	-183	-219
营运资金变动	-109	902	-856	1106	-575
其他经营现金流	30	75	24	-3	-0
投资活动现金流	-1792	-4250	947	-569	225
资本支出	449	419	81	72	48
长期投资	0	10	0	0	0
其他投资现金流	-1344	-3821	1029	-497	273
筹资活动现金流	-5	1926	-1212	-917	-1138
短期借款	0	500	0	0	0
长期借款	0	160	-31	-31	-32
普通股增加	0	61	1	0	0
资本公积增加	0	3510	0	0	0
其他筹资现金流	-5	-2305	-1181	-886	-1106
现金净增加额	502	1110	1725	2968	2473

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上;
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%;
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动;
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现;
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn