公牛集团（603195.SH） Q3 业绩强势复苏，继续看好全年表现

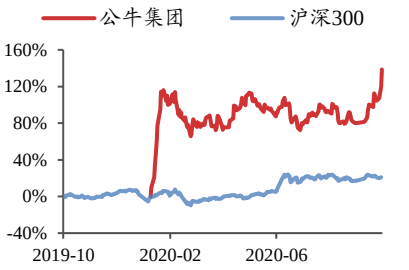
2020 年 10 月 29 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/10/29
当前股价(元)	200.00
一年最高最低(元)	202.82/71.34
总市值(亿元)	1,201.23
流通市值(亿元)	120.00
总股本(亿股)	6.01
流通股本(亿股)	0.60
近 3 个月换手率(%)	171.37

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-Q2 业绩环比改善，看好扩品类、工程渠道双轮驱动》-2020.8.18

《公司信息更新报告-2019 年业绩稳健增长，激励政策彰显发展信心》-2020.4.28

《公司首次覆盖报告-品牌历久弥新，渠道难逢对手》-2020.3.31

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

● Q3 业绩开始逐步回暖，维持“买入”评级

公司 2020 年前三季度收入 71.47 亿元(-5.10%)，归母净利润 15.98 亿元(-8.77%)，其中 2020Q3 营收 30.38 亿元（+18.67%），归母净利润 7.95 亿元（+15.89%）。Q3 收入、净利润环比提升 11.32%、25.59%。维持盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润 24.15/29.58/35.78 亿元，对应 EPS 为 4.02/4.92/5.96 元，当前股价对应 PE 为 50/41/34 倍，看好公司扩品类及工程渠道成长逻辑，维持“买入”评级。

● 毛净利率环比改善显著，现金流单季度大幅改善

公司 2020 前三季度毛利率为 39.53%，同比下滑 2.18pct，主要系会计准则变化，我们预计 2020 前三季度毛利率实际下滑约 0.3pct。2020Q3 销售毛利率为 42.08%，同比下滑 2.37pct（实际下滑约 0.57pct），环比增长 4.09pct，Q3 单季度毛利率环比改善我们预计主要系产品结构优化、固定费用摊销下降、精益化管理所致。费用端，2020 年前三季度销售/管理/研发/财务费用为 5.09%/4.17%/3.78%/-0.32%，同比变动为-1.82%/0.15%/0.26%/-0.07%，考虑销售费用受会计准则影响，实际变动比例较小。2020 前三季度销售净利率 22.37%，同比下滑 0.9pct，其中 Q3 单季净利率为 26.17%，同比下滑 0.64pct，环比提升 2.96pct。Q3 单季现金流显著好转，销售商品、提供劳务收到现金同比增速由负转正。存货较年初下降 38.99%。

● 工程渠道业务复苏提速，LED、转换器持续扩品类、扩渠道

地产数据回暖，加大与房企、家居公司合作，逐步建立“智能生态电工”。根据统计局、奥维云网数据，1-9 月住宅销售面积、1-8 月精装开盘数量降幅逐步收窄，疫情对工程渠道影响逐步减弱。此外公司强化与房企、家装公司合作，以墙开为入口，带动灯、门锁等消费，在品牌化消费趋势下，逐步构建智能生态电工。LED 产品不断丰富产品线，从以光源、辅灯为主，逐步拓展至装饰灯领域。转换器、数码配件领域公司持续拓品类，Q3 相继推出闹钟多孔插座、电竞装备、多合一移动电源等产品，并积极拓展小红书等新兴渠道，C 端业务持续年轻化。

● 风险提示： 疫情风险，经销商管理风险

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,065	10,040	10,816	12,775	15,364
YOY(%)	25.2	10.8	7.7	18.1	20.3
归母净利润(百万元)	1,677	2,304	2,415	2,958	3,578
YOY(%)	30.5	37.4	4.8	22.5	21.0
毛利率(%)	36.6	41.4	41.3	41.2	41.1
净利率(%)	18.5	22.9	22.3	23.2	23.3
ROE(%)	51.6	41.5	40.8	43.8	41.5
EPS(摊薄/元)	2.79	3.84	4.02	4.92	5.96
P/E(倍)	71.6	52.1	49.7	40.6	33.6
P/B(倍)	37.0	21.6	20.3	17.8	13.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3524	5641	6385	7417	9724
现金	218	734	1754	2751	4739
应收票据及应收账款	211	197	117	293	205
其他应收款	31	27	36	57	50
预付账款	20	26	8	51	22
存货	812	979	2120	1590	2106
其他流动资产	2231	3678	2350	2676	2602
非流动资产	1641	1775	1749	1842	1951
长期投资	0	0	-1	-1	-1
固定资产	1203	1153	1137	1249	1368
无形资产	306	310	356	369	387
其他非流动资产	132	311	257	225	198
资产总计	5164	7417	8134	9259	11676
流动负债	1882	1830	2124	2404	2954
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1273	1164	1468	1644	2107
其他流动负债	609	665	656	760	847
非流动负债	34	36	36	36	36
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	34	36	36	36	36
负债合计	1917	1865	2159	2440	2989
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	540	540	601	601	601
资本公积	310	310	310	310	310
留存收益	2397	4701	4965	5288	5679
归属母公司股东权益	3248	5551	5975	6819	8686
负债和股东权益	5164	7417	8134	9259	11676

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1910	2297	2524	3313	3545
净利润	1677	2304	2415	2958	3578
折旧摊销	165	197	130	148	174
财务费用	5	-17	-36	-65	-109
投资损失	-97	-106	-148	-183	-219
营运资金变动	128	-109	143	459	123
其他经营现金流	32	30	20	-4	-2
投资活动现金流	-1281	-1792	451	-267	44
资本支出	485	449	-2	87	107
长期投资	-10	0	1	0	0
其他投资现金流	-806	-1344	450	-180	152
筹资活动现金流	-484	-5	-1955	-2048	-1601
短期借款	-338	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	61	0	0
资本公积增加	-0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-147	-5	-2016	-2048	-1601
现金净增加额	147	502	1020	997	1988

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9065	10040	10816	12775	15364
营业成本	5745	5882	6353	7512	9054
营业税金及附加	69	75	83	96	117
营业费用	747	725	864	953	1154
管理费用	342	379	448	523	618
研发费用	351	393	431	518	595
财务费用	5	-17	-36	-65	-109
资产减值损失	2	-1	3	3	3
其他收益	57	66	61	53	52
公允价值变动收益	0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	97	106	148	183	219
资产处置收益	-3	-4	-1	-0	-1
营业利润	1960	2769	2878	3472	4203
营业外收入	5	5	4	3	3
营业外支出	13	78	57	21	23
利润总额	1951	2695	2824	3454	4183
所得税	275	391	410	496	605
净利润	1677	2304	2415	2958	3578
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	1677	2304	2415	2958	3578
EBITDA	2109	2870	2917	3534	4244
EPS(元)	2.79	3.84	4.02	4.92	5.96

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	25.2	10.8	7.7	18.1	20.3
营业利润(%)	28.0	41.3	3.9	20.6	21.1
归属于母公司净利润(%)	30.5	37.4	4.8	22.5	21.0
获利能力					
毛利率(%)	36.6	41.4	41.3	41.2	41.1
净利率(%)	18.5	22.9	22.3	23.2	23.3
ROE(%)	51.6	41.5	40.8	43.8	41.5
ROIC(%)	51.5	41.1	40.3	42.9	40.3
偿债能力					
资产负债率(%)	37.1	25.1	26.5	26.4	25.6
净负债比率(%)	-6.7	-13.1	-29.6	-40.6	-54.9
流动比率	1.9	3.1	3.0	3.1	3.3
速动比率	0.2	1.0	1.1	1.6	1.9
营运能力					
总资产周转率	2.0	1.6	1.4	1.5	1.5
应收账款周转率	54.8	49.2	68.9	62.4	61.8
应付账款周转率	4.5	4.8	4.8	4.8	4.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.79	3.84	4.02	4.92	5.96
每股经营现金流(最新摊薄)	3.18	3.82	4.20	5.52	5.90
每股净资产(最新摊薄)	5.41	9.24	9.85	11.25	14.36
估值比率					
P/E	71.6	52.1	49.7	40.6	33.6
P/B	37.0	21.6	20.3	17.8	13.9
EV/EBITDA	56.8	41.3	40.4	33.0	27.1

数据来源：贝格数据、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（underperform）	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（underperform）	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