公牛集团（603195）三季报点评

单季恢复增长，毛利环比改善

买入（维持）

2020 年 10 月 29 日

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
研究助理 柴嘉辉
chaijh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	10,040	10,349	12,526	15,240
同比（%）	10.8%	3.1%	21.0%	21.7%
归母净利润（百万元）	2,304	2,379	2,915	3,560
同比（%）	37.4%	3.3%	22.5%	22.1%
每股收益（元/股）	3.84	3.96	4.85	5.93
P/E（倍）	48.07	46.54	37.99	31.11

投资要点

- **Q3 收入同比+18.7%、利润同比+20.5%显著加速，Q3 毛利率环比大幅改善。**20Q1-3 实现营收 71.5 亿元，同比-5.1%；实现归母净利润 15.99 亿元，同比-8.8%。其中 2020Q3，实现营收 30.38 亿元，同比+18.7%，环比增长 11.3%；实现归母净利润 7.95 亿元，同比增长 15.9%，环比增长 25.6%。Q1-3 毛利率为 39.53%，同比下降 2.18pct，Q3 毛利率 42.08%，同比下降 2.38pct，环比上升 4.08pct，环比改善原因主要是产品结构变化。Q3 加速增长，单季度收入利润增长略超预期。

- **Q3 公司主业加速恢复，产品、渠道不断巩固。**其中：**1）转换器**产品自 Q2 起即快速恢复、Q3 预计增速进一步提升，上半年重点开拓贸易公司、B2B 集采平台，市场结构不断优化，同时推出 MINI 款两极插座系列、开发家居焕新插座系列等，不断巩固渠道、产品两大优势；**2）墙壁开关插座**上半年整体承压，随着下游开工率提升，预计 Q3 起显著恢复，产品端也不断迭代新品，营销方面设立 ToB 事业部后不断拓展直销渠道市场；**3）LED 照明**下游与墙开类似，上半年也整体承压，Q3 预计显著恢复，公司逆势完善产品布局，年初以来在光源、基础灯具、装饰灯等方面均有新品布局；**4）**数码精品方面，渠道建设、产品共同发力，同时加码智能电工建设，坚持“走远路、只做第一”的路线，打造新增长点。

- **费用、费用率显著下降。**公司 2020Q1-3 费用同比下降 15.17%至 9.08 亿元，期间费用率下降 1.51 个百分点至 12.71%。其中，销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比下降 30.15%、下降 0.05%、上升 1.87%、下降 26.38%至 3.64 亿元、5.68 亿元、2.7 亿元、-0.23 亿元；费用率分别下降 1.83、下降 3.11、上升 0.26、下降 0.08 个百分点至 5.09%、7.94%、3.77%、-0.33%。Q3，销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比-26.70%/+18.19%/+33.11%/-97.52%，费用率分别为 4.62%/6.97%/3.18%/-0.01%。

- **现金流亮眼，预收款、应收款维持高位。**Q1-3 经营活动现金流量净流入 24.02 亿元，同比增长 18.27%；销售商品取得现金 9.32 亿元，同比增长 6.18%。期末预收款项 4.30 亿元，较期初增长 3 亿元。期末应收账款 1.82 亿元，较期初减少 0.15 亿元，应收账款周转天数减少 0.15 天至 7.17 天。期末存货 5.97 亿元，较期初减少 3.82 亿元；存货周转天数减少 5.55 天至 49.25 天。

- **盈利预测与投资评级：**预计 2020-22 年公司归母净利润分别 23.79 亿、29.15 亿、35.60 亿，同比分别+3.3%、+22.5%、+22.1%，对应现价 PE 分别 47 倍、38 倍、31 倍，给予目标价 218 元，对应 21 年 45 倍 PE，维持“买入”评级。

- **风险提示：**宏观经济下行，竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	184.38
一年最低/最高价	71.34/193.99
市净率(倍)	13.22
流通 A 股市值(百万元)	11062.80

基础数据

每股净资产(元)	13.95
资产负债率(%)	26.57
总股本(百万股)	600.61
流通 A 股(百万股)	60.00

相关研究

1、《公牛集团（603195）中报点评：Q2 加速恢复，逆势巩固渠道、丰富产品线》2020-08-19
2、《公牛集团（603195）：年报靓丽，股权激励落地，疫情短期影响销售》2020-04-28
3、《公牛集团（603195）：民用电工王牌，品类拓展再起航》2020-01-20

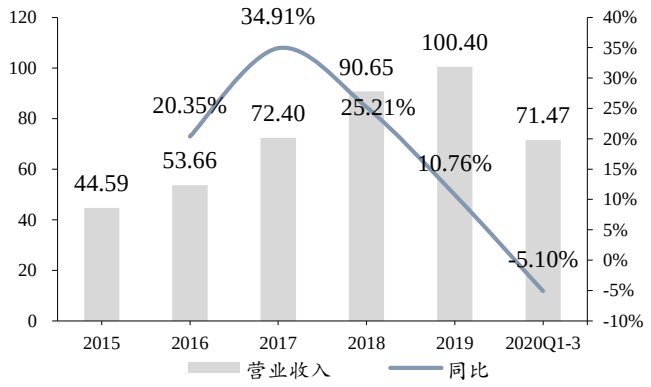
请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 1：公牛集团三季报核心财务数据（亿元）

公牛集团	2020Q1-3	2019Q1-3	同比	2020Q3	2019Q3	同比	2020Q2	环比
营业收入	71.47	75.32	-5.1%	30.38	25.60	18.7%	27.29	11.3%
毛利率	39.53%	41.71%	-2.18pct	42.08%	44.45%	-2.38pct	37.99%	4.08pct
营业利润	19.37	20.94	-7.5%	9.72	8.02	21.2%	7.55	28.7%
利润总额	19.08	20.46	-6.7%	9.63	7.99	20.5%	7.44	29.4%
归属母公司净利润	15.99	17.53	-8.8%	7.95	6.86	15.9%	6.33	25.6%
扣非归母净利润	15.50	17.21	-9.9%	7.46	6.59	13.3%	6.03	23.7%
归母净利率	22.37%	23.27%	-0.90pct	26.17%	26.81%	-0.64pct	23.21%	2.96pct
股本	6.01	5.40	-	6.01	5.40	-	6.01	-
EPS	2.66	3.25	-18.0%	1.32	1.27	4.2%	1.05	25.6%

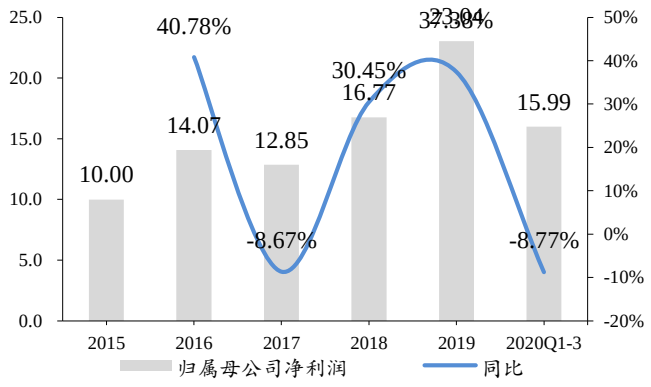
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1：Q1-3 收入 71.47 亿元，同比-5.10%



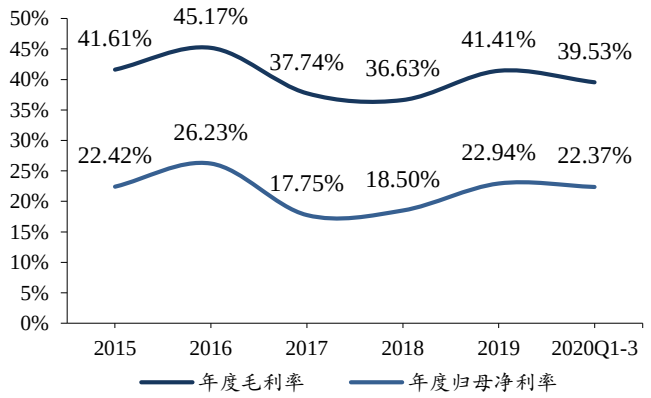
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：Q1-3 归母净利润 15.99 亿元，同比-8.77%



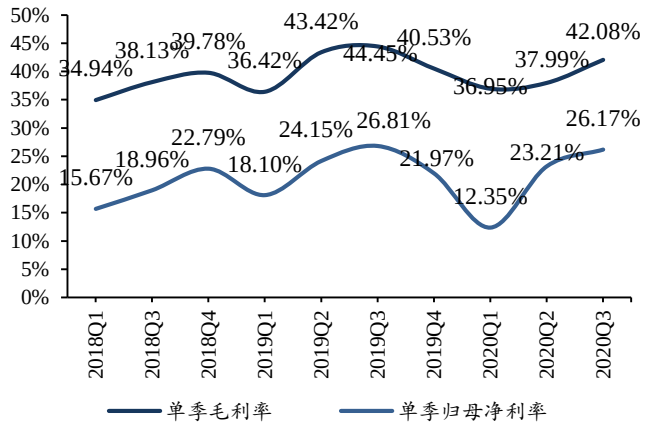
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：Q1-3 毛利率、净利率同比-2.18、-0.9pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

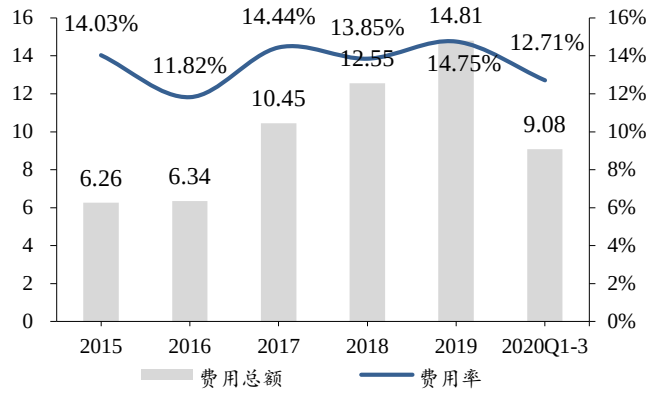
图 4：Q3 毛利率、净利率同比-2.38、-0.64pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

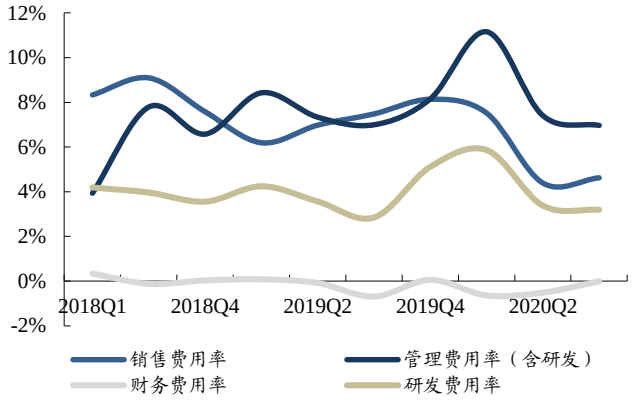
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 5：Q1-3 期间费用 9.08 亿元，同比-15.17%



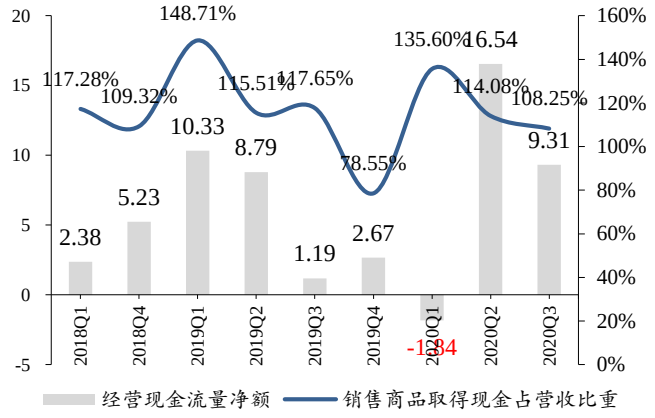
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：Q3 期间费用率 11.57%，同比-2.21pct



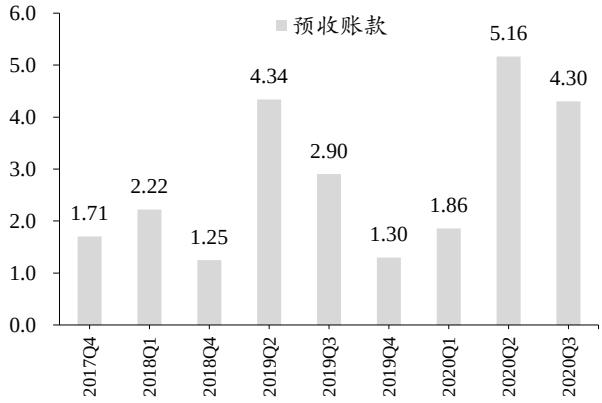
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：Q1-3 经营现金净流入 24.02 亿元，同比+18.27%



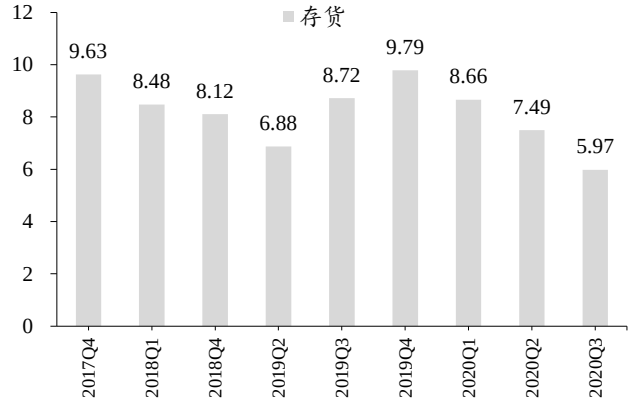
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：Q1-3 期末预收款项 4.3 亿元，较期初+230.84%



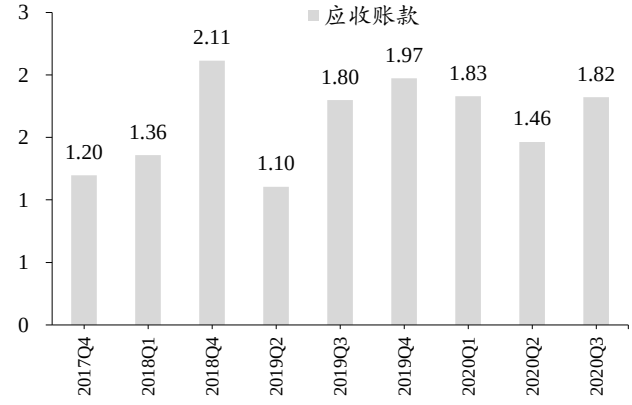
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：Q1-3 期末存货 5.97 亿元，较期初-3.82 亿元



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：Q1-3 期末应收账款 1.82 亿元，较期初-0.15 亿元



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公牛集团三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**5,641**	**6,302**	**7,355**	**9,391**
现金	734	1,447	1,942	3,905
应收账款	197	224	286	334
存货	979	899	1,373	1,391
其他流动资产	3,731	3,733	3,754	3,761
非流动资产	**1,775**	**1,749**	**1,934**	**2,163**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,153	1,124	1,306	1,522
在建工程	238	195	185	180
无形资产	310	356	369	387
其他非流动资产	74	74	74	74
资产总计	**7,417**	**8,051**	**9,289**	**11,554**
流动负债	**1,830**	**2,076**	**2,512**	**2,928**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1,164	1,392	1,700	2,061
其他流动负债	665	684	811	867
非流动负债	**36**	**36**	**36**	**36**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	36	36	36	36
负债合计	**1,865**	**2,112**	**2,547**	**2,964**
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	5,551	5,939	6,742	8,591
负债和股东权益	**7,417**	**8,051**	**9,289**	**11,554**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,297	2,691	2,806	3,917
投资活动现金流	-1,792	-9	-236	-316
筹资活动现金流	-5	-1,969	-2,075	-1,638
现金净增加额	502	713	495	1,963
折旧和摊销	197	130	150	184
资本开支	449	-26	186	229
营运资本变动	-109	299	-122	343

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**10,040**	**10,349**	**12,526**	**15,240**
减:营业成本	5,882	6,170	7,464	9,080
营业税金及附加	75	80	94	116
营业费用	725	673	789	945
管理费用	773	787	939	1,135
财务费用	-17	-22	-38	-72
资产减值损失	-1	0	0	0
加:投资净收益	106	95	101	100
其他收益	66	52	65	60
营业利润	**2,769**	**2,809**	**3,442**	**4,195**
加:营业外净收支	-74	-17	-30	-32
利润总额	**2,695**	**2,792**	**3,412**	**4,162**
减:所得税费用	391	412	497	603
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**2,304**	**2,379**	**2,915**	**3,560**
EBIT	2,673	2,759	3,362	4,075
EBITDA	2,870	2,889	3,511	4,259

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	3.84	3.96	4.85	5.93
每股净资产(元)	9.24	9.79	11.12	14.20
发行在外股份(百万股)	540	601	601	601
ROIC(%)	58.0%	66.1%	74.3%	92.9%
ROE(%)	41.5%	40.5%	43.6%	41.7%
毛利率(%)	41.4%	40.4%	40.4%	40.4%
销售净利率(%)	22.9%	23.0%	23.3%	23.4%
资产负债率(%)	25.1%	26.2%	27.4%	25.7%
收入增长率(%)	10.8%	3.1%	21.0%	21.7%
净利润增长率(%)	37.4%	3.3%	22.5%	22.1%
P/E	48.07	46.54	37.99	31.11
P/B	19.95	18.84	16.58	12.98
EV/EBITDA	38.04	37.54	30.74	24.88

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn