

盈利表现靓丽，民用电工龙头加快多元渠道与品类拓展

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:	259.9/148.8
目标价格:		总市值(亿)	1,055.73
最新收盘价:	175.6	自由流通市值(亿)	132.76
		自由流通股数(百万)	75.60

事件概述

公牛集团发布2021年半年度报告:2021H1公司实现营收58.20亿元,同比+41.65%;归母净利润14.21亿元,同比+76.85%;扣非后归母净利润13.21亿元,同比+64.27%。分季度看,Q2单季度实现收入32.45亿元,同比+18.93%;归母净利润8.14亿元,同比+28.60%;扣非后归母净利润7.63亿元,同比+26.45%。二季度业绩延续高增长,且受益于良好的期间费用管控以及采取套期保值等方式对大宗物资价格进行锁定,利润端增速高于收入增速,盈利能力持续提升。

分析判断:

► 业务端:三大业务精耕细作,业绩延续高增长。

分业务看,2021H1公司电连接、智能电工照明、数码配件三大业务收入分别为29.88、26.40、1.74亿元,同比分别+32%、+61%、-10%。其中,1)电连接业务方面:进一步加强产品创新力度及研发投入,丰富家居情境创新系列插座产品,且上半年围绕新能源汽车用户使用痛点开发并上市首款充电枪产品,布局新能源汽车电连接业务,此外,依托五金渠道优势,持续培育如电工胶带、线盘等业务,增强渠道和客户粘性;2)智能电工照明业务方面:细分来看,2021H1墙壁开关插座、LED照明、其他智能电工照明产品收入同比分别+62%、+37%、+106%,随着疫情的逐步好转以及下游房地产、装修市场恢复,照明产品、墙壁开关插座产品业务持续恢复,而其他智能电工照明方面公司孵化并推出浴霸、断路器、智能家居等产品,满足消费者家庭前装阶段一站式购买需求,收入增速显著;3)数码配件业务方面:大力推动产品、渠道向线上发展,加大推出“精品、时尚、年轻化”优质新品,收入增速略有下滑。

► 渠道端:加快B端渠道开拓,数字化营销释放C端渠道优势。

分渠道看,2021H1公司B端、电商渠道销售收入同比分别+346%、+47%。公司重点加快B端渠道的开拓,系统化推进B端业务,上半年实现与20余家TOP战略房企的合作,与此同时,积极开拓家装公司渠道,与100余家全国头部装饰公司合作,且通过经销商已与6000多个区域头部装饰公司达成合作,有效扩大公司各品类在B端市场的影响力,B端业务实现高速增长。电商渠道方面,公司重点开展轨道插座、充电枪等特色品类的营销活动,以优带新,渠道方面全渠道数字化营销,并借助抖音、小红书、B站、得物等数字化平台全方位开展线上品牌,业务保持快速增长。传统五金渠道则继续加大超级售点的培育力度,提高单店坪效,并加大数字化营销推广力度,进行品牌宣传和业务赋能。装饰渠道则推动专卖化和综合化,并成立头部城市管理部门,精耕一二线城市。数码渠道持续丰富渠道形态,提升终端网点的经营质量,数字化升级“配送访销”等。

► 利润端:费用管控良好,净利率同比提升。

2021H1公司毛利率、净利率分别为37.48%、24.42%,同比分别-0.16pct、+4.86pct,其中,Q2单季度毛利率、净利率分别为37.26%、25.10%,同比分别-0.73pct、+1.89pct,毛利率在原材料价格上涨的情况下,略有下降,主要得益于公司产品结构优化、全价值链精益运营水平不断提升以及套期保值等方式对大宗物资价格进

行锁定。净利率同比大幅上升，主要得益于期间费用的管控，2021H1 公司期间费用率为 10.06%，同比-3.48pct。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 4.04%、3.47%、3.29%、-0.74%，同比分别-1.40pct、-0.98pct、-0.92pct、-0.18pct。Q2 单季度，公司期间费用率为 9.60%，同比-1.67pct，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 3.57%、3.43%、3.46%、-0.85%，同比分别-0.82pct、-0.60pct、+0.09pct、-0.33pct。

► **库存略有提升，经营活动现金流稳步增长。**

截至 2021 年 6 月底，公司存货金额 10.85 亿元，较 3 月底增加 3 亿元，从存货与营收比重看，21Q2 库存/营收为 33.44%，环比提升 2.94pct，库存水平仍较为合理；2020H1 公司经营活动产生的现金流量净额 15.92 亿元，同比增长 8.24%，经营活动现金流稳步增长，经营质量持续提升。公司坚持“专业专注、只做第一、走远路”的发展理念，电连接、智能电工照明、数码配件三大赛道并驾齐驱，逐渐向民用电工巨头迈进，打开公司成长空间，未来发展可期。

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。考虑到公司业绩表现超预期，上调此前盈利预测，2021-2023 年营业收入分别由 120.76、142.07、164.75 亿元上调至 126.21、151.44、177.27 亿元，归母净利润分别由 30.60、36.77、43.61 亿元上调至 31.43、37.19、43.64 亿元，对应 PE 分别为 34 倍、28 倍、24 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	12,621	15,144	17,727
YoY (%)	10.8%	0.1%	25.6%	20.0%	17.1%
归母净利润(百万元)	2,304	2,313	3,143	3,719	4,364
YoY (%)	37.4%	0.4%	35.8%	18.3%	17.3%
毛利率 (%)	41.4%	40.1%	39.8%	40.0%	40.2%
每股收益 (元)	3.83	3.85	5.23	6.19	7.26
ROE	41.5%	25.3%	25.4%	22.9%	21.1%
市盈率	45.83	45.63	33.59	28.39	24.19

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	12,621	15,144	17,727	净利润	2,313	3,143	3,719	4,364
YoY (%)	0.1%	25.6%	20.0%	17.1%	折旧和摊销	234	199	202	205
营业成本	6,019	7,594	9,082	10,602	营运资金变动	923	-331	203	342
营业税金及附加	80	97	117	136	经营活动现金流	3,437	2,930	4,031	4,809
销售费用	518	568	681	798	资本开支	-417	-138	-88	-48
管理费用	431	429	591	709	投资	10	0	0	0
财务费用	-36	-5	-34	-74	投资活动现金流	-4,250	-27	36	83
资产减值损失	-7	0	0	0	股权募资	3,567	0	0	0
投资收益	52	111	124	131	债务募资	957	0	0	0
营业利润	2,803	3,740	4,426	5,194	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	2,871	4,034	4,860
利润总额	2,755	3,742	4,428	5,196	主要财务指标				
所得税	441	599	709	832	成长能力 (%)				
净利润	2,313	3,143	3,719	4,364	营业收入增长率	0.1%	25.6%	20.0%	17.1%
归属于母公司净利润	2,313	3,143	3,719	4,364	净利润增长率	0.4%	35.8%	18.3%	17.3%
YoY (%)	0.4%	35.8%	18.3%	17.3%	盈利能力 (%)				
每股收益	3.85	5.23	6.19	7.26	毛利率	40.1%	39.8%	40.0%	40.2%
资产负债表 (百万元)					净利率率	23.0%	24.9%	24.6%	24.6%
货币资金	3,753	6,624	10,658	15,518	总资产收益率 ROA	18.6%	20.0%	18.5%	17.3%
预付款项	35	35	45	54	净资产收益率 ROE	25.3%	25.4%	22.9%	21.1%
存货	788	1,110	1,343	1,502	偿债能力 (%)				
其他流动资产	5,942	5,968	6,035	6,129	流动比率	3.43	4.46	5.03	5.53
流动资产合计	10,518	13,737	18,081	23,203	速动比率	3.16	4.09	4.64	5.16
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	1.22	2.15	2.97	3.70
固定资产	1,182	1,166	1,142	1,112	资产负债率	26.5%	21.1%	19.1%	17.6%
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	0.80	0.75	0.70
资产合计	12,438	15,705	20,059	25,155	每股指标 (元)				
短期借款	500	500	500	500	每股收益	3.85	5.23	6.19	7.26
应付账款及票据	1,286	1,603	1,885	2,234	每股净资产	15.20	20.60	26.99	34.46
其他流动负债	1,278	979	1,209	1,464	每股经营现金流	5.72	4.87	6.70	8.00
流动负债合计	3,064	3,082	3,594	4,198	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	45.63	33.59	28.39	24.19
非流动负债合计	236	236	236	236	PB	13.51	8.52	6.51	5.10
负债合计	3,300	3,318	3,830	4,434					
股本	601	601	601	601					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	9,137	12,387	16,229	20,721					
负债和股东权益合计	12,438	15,705	20,059	25,155					

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，9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，5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，4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。