

# 公牛集团 (603195)

## 2021 年中报点评：三大赛道业绩亮眼，民用 电工龙头稳步前行

买入（维持）

2021 年 08 月 20 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 柴嘉辉

执业证号：S0600521080002  
021-60199793

chajjh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	10,051	12,143	14,119	16,073
同比（%）	0.1%	20.8%	16.3%	13.8%
归母净利润（百万元）	2,313	2,857	3,424	3,965
同比（%）	0.4%	23.5%	19.9%	15.8%
每股收益（元/股）	3.85	4.76	5.70	6.60
P/E（倍）	47.38	38.37	32.01	27.64

### 投资要点

■ **2021H1 营收+42%，归母净利润+77%，基本符合市场预期。**2021H1 实现营收 58.2 亿元，同比增长 41.65%；实现归母净利润 14.21 亿元，同比增长 76.85%。其中 2021Q2 实现营收 32.45 亿元，同比增长 18.93%；实现归母净利润 8.14 亿元，同比增长 28.60%。公司业绩接近预增公告中值，基本符合市场预期。

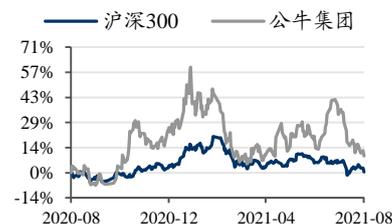
■ **营销+制造+管理三轮持续加深护城河。**1) **营销方面**继续完善 C 端及 B 端渠道，实现与 20 家+TOP 战略房企合作，同时积极开拓家装公司渠道，先后与 100 多家全国头部/6000 多家区域头部装饰公司稳定合作；2) **制造方面**坚持精益制造、柔性生产理念，推动精益化、自动化、数字化建设，充分发挥公司的规模效应和制造优势；3) **管理方面**推动组织架构和业务流程创新，推进绩效管理变革，推出各类股权激励计划，同时大力推动数字化改革，提升管理效率。

■ **分产品看，电连接业务稳增、智能电工照明亮眼、数码配件承压。**1) **电连接** 2021H1 收入 29.9 亿元，同比+32%。公司在传统电连接领域持续推陈出新，同时布局新能源汽车电连接业务，上市首款充电枪产品。我们预计全年保持稳增；2) **智能电工照明** 2021H1 收入 26.4 亿元，同比+61%，行业需求复苏+公司 ToB 发力，有望实现快速成长，其中墙壁开关/LED 照明/其他产品同比增速分别为+62%/+37%/+106%；3) **数码配件** 2021H1 收入 1.74 亿元，同比-10%，围绕快充、TWS 耳机加快布局，同时渠道加快向线上转型，增长有望提速。

■ **盈利预测与投资评级：**由于 2021H1 公司三大业务增长较好、盈利超出我们预期，我们小幅上调 2021-2023 年归母净利润为 28.6 亿元（+1.3 亿元）、34.2 亿元（+2.4 亿元）、39.7 亿元（+3.8 亿元），同比分别+24%、+20%、+16%，EPS 分别 4.76 元、5.70 元、6.60 元，对应现价 PE 分别 38x、32x、28x。考虑公牛民用电工龙头地位稳固，新品、渠道不断完善，我们给予目标价 238.0 元，对应 21 年 50 倍 PE，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观经济下行，投资不及预期

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	182.50
一年最低/最高价	148.80/259.90
市净率(倍)	11.66
流通 A 股市值(百万元)	13797.18

### 基础数据

每股净资产(元)	15.65
资产负债率(%)	32.81%
总股本(百万股)	601.21
流通 A 股(百万股)	75.60

### 相关研究

- 1、《公牛集团 (603195) 年报 & Q1 点评：营销+制造+管理能力继续强化，21Q1 重回稳增轨道》2021-05-03
- 2、《公牛集团 (603195) 三季报点评：单季恢复增长，毛利环比改善》2020-10-29
- 3、《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

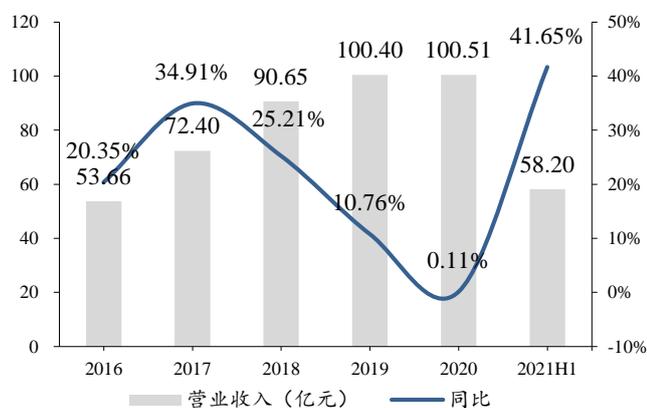
**2021H1 营收+42%，归母净利润+77%，基本符合市场预期。**2021H1 实现营业收入 58.2 亿元，同比增长 41.65%；实现归属母公司净利润 14.21 亿元，同比增长 76.85%。其中 2021Q2 实现营业收入 32.45 亿元，同比增长 18.93%，环比增长 26.07%；实现归属母公司净利润 8.14 亿元，同比增长 28.60%，环比增长 34.20%。公司业绩接近预增公告中值，基本符合市场预期。2021H1 毛利率为 37.48%，同比下降 0.16pct，Q2 毛利率 37.26%，同比下降 0.73pct，环比下降 0.51pct；2021H1 归母净利率为 24.42%，同比上升 4.86pct，Q2 归母净利率 25.10%，同比上升 1.89pct，环比上升 1.52pct。公司毛利率基本持稳，通过费用端的控制，净利率明显提升。

表 1: 公牛集团 2021H1 核心财务数据

公牛集团	2021H1	2020H1	同比	2021Q2	2020Q2	同比	2021Q1	环比
营业收入 (亿元)	58.20	41.09	41.6%	32.45	27.29	18.9%	25.74	26.1%
毛利率	37.5%	37.6%	-0.2pct	37.3%	38.0%	-0.7pct	37.8%	-0.5pct
营业利润 (亿元)	17.00	9.65	76.2%	9.67	7.55	28.1%	7.33	31.9%
利润总额 (亿元)	16.82	9.45	77.9%	9.49	7.44	27.5%	7.33	29.5%
归属母公司净利润 (亿元)	14.21	8.04	76.9%	8.14	6.33	28.6%	6.07	34.2%
扣非归母净利润 (亿元)	13.21	8.04	64.3%	7.63	6.03	26.4%	5.58	36.6%
归母净利率	24.4%	19.6%	4.9pct	25.1%	23.2%	1.9pct	23.6%	1.5pct
股本 (亿股)	6.01	6.01	-	6.01	6.01	-	6.01	-
EPS (元/股)	2.36	1.34	76.7%	1.35	1.05	28.5%	1.01	34.1%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 1: 2021H1 收入 58.2 亿元, 同比+41.65%



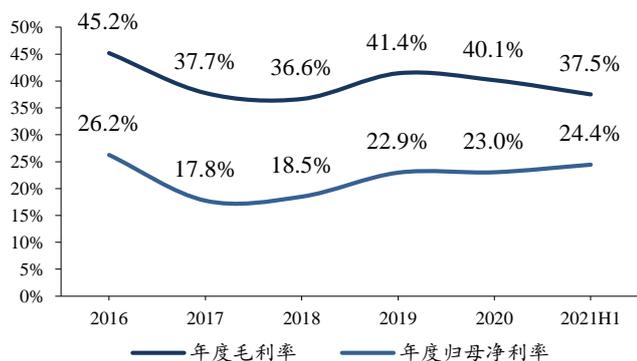
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 2021H1 归母净利润 14.21 亿元, 同比+76.85%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3：2021H1 毛利率、净利率同比-0.16、+4.86pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：2021Q2 毛利率、净利率同比-0.73、+1.89pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**营销+制造+管理三轮持续加深护城河。其中：1)营销方面**公司 2020 年确立了 ToC、ToB 两大营销体系，2021H1 继续完善以 B 端客户为中心的组织形态，实现与 20 家+TOP 战略房企合作，同时积极开拓家装公司渠道，先后与 100 多家全国头部/6000 多家区域头部装饰公司稳定合作，2021H1 B 端渠道收入同比+346%；**2)制造方面**坚持精益制造、柔性生产理念，推动精益化、自动化、数字化建设，如打造行业风扇灯连续流 U 型生产线，效率提升 78%；建立电阻焊接柔性线，焊接生产效率提升 20%，充分发挥公司的规模效应和制造优势；**3)管理方面**推动组织架构和业务流程创新，推进绩效管理变革，推出各类股权激励计划，同时大力推动数字化改革，提升管理效率。

**电连接业务稳增，产品持续创新。**2021H1 电连接收入 29.9 亿元，同比+32%。公司 2021 年继续加强电连接产品投入，丰富家居情景创新系列插座，及末端数据中心等特定使用场景下电连接解决方案能力；此外 2021H1 布局新能源汽车电连接业务，上市首款充电枪产品。公司在传统电连接领域持续推陈出新，我们预计全年保持稳增。

**智能电工照明业务因疫情影响小幅下降，2020 年加码 ToB 布局，有望实现快速增长。**2021H1 智能电工照明板块收入 26.4 亿元，同比+61%，2021 年行业需求复苏+公司 ToB 发力，有望实现快速增长，其中：

- **墙开**由于去年受疫情影响基数低，2021H1 收入同比+62%。随 2020 年公司中高端产品 PIANO 系列上市，公司持续创新推出“轻智能无线远程遥控开关”、主流价位段差异化装饰大面板等产品；同时在 ToB 市场强化平台化、模块化设计，提升产品柔性和拓展性，不断提升竞争力。展望 2021 年全年，有望实现较快增长。
- **LED 照明** 2021H1 收入同比+37%。公司加速布局套系化现代装饰灯、场景化光源及灯具的产品线布局，2021H1 先后推出 8 套简约、时尚的系列新品。2021 年将继续丰富产品矩阵，实现快速增长。

- **其他智能电工照明**孵化了浴霸、断路器、智能家居等产品，2021H1 收入同比+106%，2021 年新品继续完善，特别是智能家居产品领域智能门锁、智能晾衣架、智能窗帘机等成功上市，软件方面能力不断提升，加快智能模块和公牛云的开发，扩大业务中台的开放性，实现了与阿里、百度、京东、小米等物联网平台的云云对接，支持多款主流智能音箱的语音控制。我们预计 2021 全年有望维持快速增长。

**数码配件 2021H1 承压，围绕快充、TWS 耳机加快布局。**2021H1 公司数码配件产品收入 1.74 亿元，同比-10%，2021 年公司继续围绕快充、TWS 耳机布局，并大力推动产品、渠道向线上转型，增长有望进一步提速。

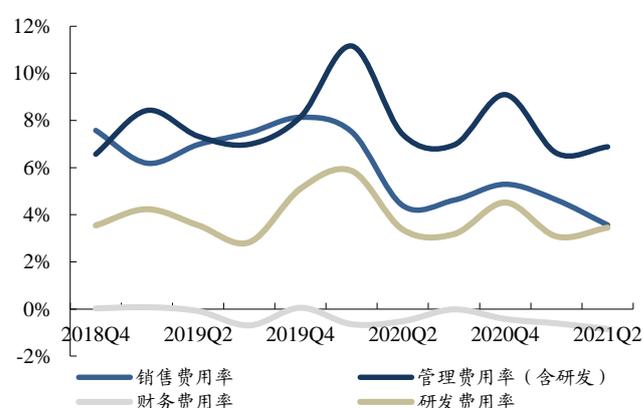
**费用控制较好，费用率下降明显。**公司 2021H1 费用同比增长 5.22%至 5.86 亿元，期间费用率下降 3.48 个百分点至 10.06%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 5.12%、上升 10.64%、上升 10.81%、下降 88.01%至 2.35 亿元、3.94 亿元、1.92 亿元、-0.43 亿元；费用率同比分别下降 1.4、下降 1.9、下降 0.92、下降 0.18 个百分点至 4.04%、6.77%、3.29%、-0.74%。2021Q2，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比-3.33%/+10.61%/+21.97%/+95.46%，费用率分别为 3.57%/6.89%/3.46%/-0.85%。

图 5：2021H1 期间费用 5.86 亿元，同比+5.22%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：2021H1 期间费用率 10.06%，同比-3.48pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

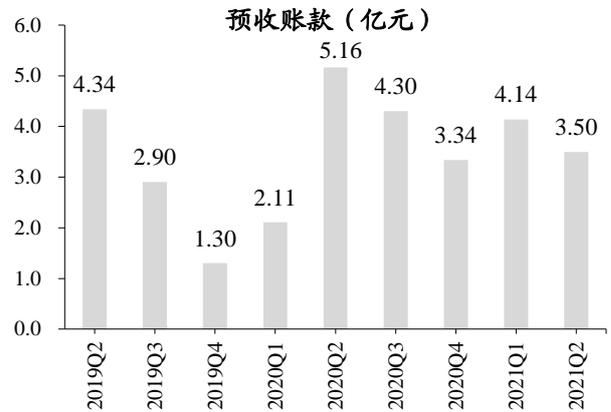
**2021H1 继续加强备货、存货维持高位，现金流较好。**2021H1 经营活动现金流量净流入 15.92 亿元，同比增长 8.24%，其中 2021Q2 经营活动现金流量净额 12.36 亿元；2021H1 销售商品取得现金 67.72 亿元，同比增长 35.89%。期末预收款项 3.5 亿元，比期初增长 4.82%。期末应收账款 1.02 亿元，较期初下降 0.82 亿元，应收账款周转天数下降 2.41 天至 4.41 天。期末存货 10.85 亿元，较期初上升 2.97 亿元；存货周转天数下降 6.52 天至 46.34 天。

图 7: 2021Q2 现金净流入 12.36 亿元, 同比-25.30%



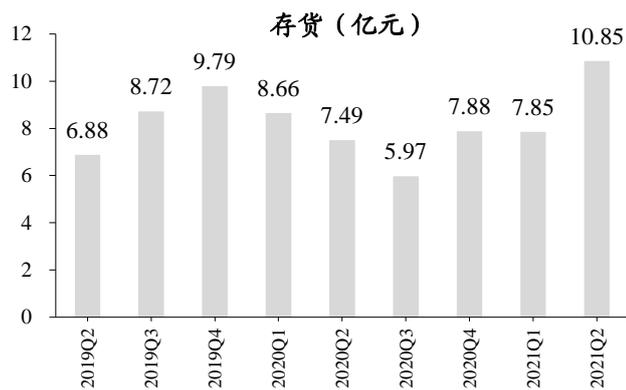
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 2021Q2 期末预收款项 3.5 亿元, 同比-32.24%



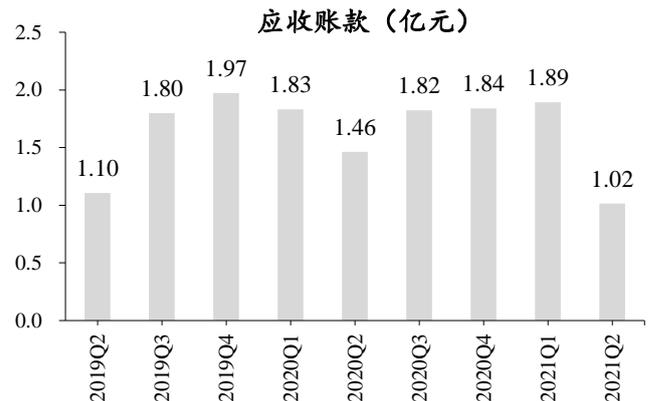
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: 2021Q2 期末存货 10.85 亿元, 较 2021 年初+3 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 10: 2021Q2 期末应收账款 1.02 亿元, 较 2021 年初-0.82 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**盈利预测与投资建议:** 由于 2021H1 公司三大业务增长较好、盈利超出我们预期, 我们小幅上调 2021-2023 年归母净利润为 28.6 亿元(+1.3 亿元)、34.2 亿元(+2.4 亿元)、39.7 亿元(+3.8 亿元), 同比分别+24%、+20%、+16%, EPS 分别 4.76 元、5.70 元、6.60 元, 对应现价 PE 分别 38x、32x、28x。考虑公牛民用电工龙头地位稳固, 新品、渠道不断完善, 我们给予目标价 238.0 元, 对应 21 年 50 倍 PE, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 宏观经济下行, 投资不及预期



## 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>

