

公牛集团（603195）：全渠道开拓顺利，成长确定性增强

2021年08月20日

推荐/维持

公牛集团 公司报告

事件：公司 2021H1 营收 58.20 亿元，同比+41.65%，较 19H1+16.84%；归母 14.21 亿元，同比+76.85%，较 19H1+33.30%。其中 Q2 营收 32.45 亿元，同比+18.93%；归母 8.14 亿元，同比+28.60%。

龙头经营稳健，优势品类持续强势。分品类看，1)电连接业务营收 29.88 亿元，同比增 32%，较 2019 年同期增长约 20%。2) 智能电工照明业务营收 26.40 亿元，同比增 61%，较 2019 年同期增长约 26%。其中墙开/LED/浴霸等其他照明同比增速分别为+62%/+37%/+106%。3) 数码配件业务营收 1.74 亿元，同比下滑 10%。公司优势品类如电连接、墙开市占率较高，能够在上半年原材料价格上涨情况下，顺利提价实现快速增长，我们认为未来优势可持续。公司通过推出装饰灯，平抑 LED 光源竞争加剧，行业负增长造成的负面影响，未来或能保持平稳。新品类中，浴霸、断路器等照明产品受益装饰渠道布局，持续高增，有望成为新增长点；数码配件有所下滑，随着公司大力发展线上渠道，有望重回增长。

全渠道发展顺利，不断拓宽渠道护城河。多年深耕形成的渠道优势是公司最主要的护城河之一，也是公司民用电工生态战略的根基。公司积极进行线下、线上、B 端全渠道协同互补发展，夯实现有渠道优势，不断拓宽渠道护城河。

- **线下渠道：**五金渠道方面，加大超级售点的培育，借助经销商开拓便利店等现代渠道，入驻美团等 O2O 平台，由此继续增加渠道数量，加大优势。此外，积极开发装饰渠道，围绕前装环节一站式的购买需求，推动渠道专卖化和综合化，导入电工照明全系产品，当前已成功开发一万多家。
- **电商渠道：**运用专业团队开展全品类、数字化营销，持续开拓新平台，促进全品类协同发展。2021H1 同比实现 47% 的增长。
- **B 端渠道：**构建专业化服务能力，提升生产端交付效率，实现与 20 余家 TOP 房企，100 余家全国装饰企业的合作。同时利用优秀经销商体系建立与区域装饰企业的合作，当前已成功合作 6000 余家，未来可期。2021H1，B 端渠道同比实现 346% 的增长。

经营提效，净利率逆势提升。公司 2021H1 毛利率 37.48%，同比-0.16pct，其中 Q2 毛利率 37.26%，同比-0.73pct，主要由于铜等原材料大幅涨价。H1 销售费用率/管理费用率分别-1.40pct/-0.99pct，均实现大幅下降。在原材料大幅涨价的背景下，公司通过提价和套期保值实现毛利率微降，并发挥规模优势降低费用率，在 2021H1 实现净利率 24.42%，达到近四年最高点，同比+4.86pct。我们认为公司能够将成本转嫁终端，同时继续维持规模优势，未来盈利能力有望持续提升。

立足渠道优势，沿三大赛道拓展新品类。凭借在民用电工各渠道的强大优势，公司得以沿电连接、智能电工照明、数码配件三大赛道不断推出新品类，赢取更多细分市场份。在不断培育电工胶带等新业务的同时，开发装饰灯、浴霸、智能门锁等新品类，并积极探索新能源汽车电连接、智能家居等新领域。新品类有望立足渠道协同优势，在品牌影响力和产品创新能力的加持下持续提升供应链能力，为拓展打下坚实基础。多元化的品类和渠道、产品不断创新的需求，需依托于公司不断强化的供应链能力。公司持续提升工厂精

公司简介：

公牛集团股份有限公司创办于 1995 年，公司专注于以转换器、墙壁开关插座为核心的民用电工产品的研发、生产和销售，主要包括转换器（即延长线插座、移动式插座等）、墙壁开关插座、LED 照明、数码配件等电源连接和用电延伸性产品，广泛应用于家庭、办公等用电场合。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	150.20-258.80
总市值（亿元）	1067.75
流通市值（亿元）	134.27
总股本/流通 A 股（万股）	60121/7560
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	3.08

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038 liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480521010001

研究助理：常子杰

010-66554067 changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480119070055

研究助理：沈逸伦

010-66554067 shenyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480121050014

益化、自动化、信息化水平，生产和物流效率得以不断提高，竞争力进一步加强。

盈利预测与投资评级：预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 29.37、34.20、39.47 亿元人民币，EPS 为 4.89、5.69、6.57 元，目前股价对应 PE 分别为 37.33、32.05、27.77 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：疫情超预期，新业务拓展不及预期，原材料价格上涨。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	10,040.44	10,051.13	12,158.70	14,019.94	15,926.86
增长率（%）	10.76%	0.11%	20.97%	15.31%	13.60%
归母净利润（百万元）	2,303.72	2,313.43	2,936.57	3,419.88	3,947.48
增长率（%）	37.38%	0.42%	26.94%	16.46%	15.43%
净资产收益率（%）	41.50%	25.32%	24.49%	22.45%	20.80%
每股收益（元）	4.27	3.89	4.89	5.69	6.57
PE	42.74	46.92	37.33	32.05	27.77
PB	17.75	12.00	9.14	7.20	5.78

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表					单位:百万元					利润表									
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F		
流动资产合计	5641	10518	12911	16201	20245	营业收入	10040	10051	12159	14020	15927	营业收入	10040	10051	12159	14020	15927		
货币资金	734	3753	5637	8645	12273	营业成本	5882	6019	7307	8360	9517	营业成本	5882	6019	7307	8360	9517		
应收账款	197	184	231	261	299	营业税金及附加	75	80	97	112	127	营业税金及附加	75	80	97	112	127		
其他应收款	27	126	152	176	200	营业费用	725	518	608	687	764	营业费用	725	518	608	687	764		
预付款项	26	35	43	54	64	管理费用	379	431	426	477	526	管理费用	379	431	426	477	526		
存货	979	788	1087	1169	1373	财务费用	-17	-36	-19	-60	-93	财务费用	-17	-36	-19	-60	-93		
其他流动资产	2821	2741	2741	2741	2741	研发费用	393	401	421	441	461	研发费用	393	401	421	441	461		
非流动资产合计	1775	1920	1902	1968	1907	资产减值损失	-1.37	-6.68	-4.02	-5.35	-4.69	资产减值损失	-1.37	-6.68	-4.02	-5.35	-4.69		
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	-0.15	0.00	-0.07	0.00	0.00	公允价值变动收益	-0.15	0.00	-0.07	0.00	0.00		
固定资产	1153	1180	1100	1019	937	投资净收益	106.18	52.00	79.09	65.55	72.32	投资净收益	106.18	52.00	79.09	65.55	72.32		
无形资产	310	300	287	275	263	加:其他收益	66.18	127.18	96.68	0.00	0.00	加:其他收益	66.18	127.18	96.68	0.00	0.00		
其他非流动资产	12	90	51	70	61	营业利润	2769	2803	3496	4071	4699	营业利润	2769	2803	3496	4071	4699		
资产总计	7417	12438	14813	18169	22152	营业外收入	4.62	2.98	0.00	0.00	0.00	营业外收入	4.62	2.98	0.00	0.00	0.00		
流动负债合计	1830	3064	2593	2706	2942	营业外支出	78.39	50.91	0.00	0.00	0.00	营业外支出	78.39	50.91	0.00	0.00	0.00		
短期借款	0	500	0	0	0	利润总额	2695	2755	3496	4071	4699	利润总额	2695	2755	3496	4071	4699		
应付账款	1164	1286	1483	1729	1950	所得税	391	441	559	651	752	所得税	391	441	559	651	752		
预收款项	130	3	3	3	3	净利润	2304	2313	2937	3420	3947	净利润	2304	2313	2937	3420	3947		
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0		
非流动负债合计	36	236	228	232	230	归属母公司净利润	2304	2313	2937	3420	3947	归属母公司净利润	2304	2313	2937	3420	3947		
长期借款	0	160	160	160	160	主要财务比率					2019A	2020A	2021E	2022E	2023E				
应付债券	0	0	0	0	0	成长能力													
负债合计	1865	3300	2821	2938	3172	营业收入增长					10.76%	0.11%	20.97%	15.31%	13.60%				
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业利润增长					41.27%	1.22%	24.74%	16.46%	15.43%				
实收资本(或股本)	540	601	601	601	601	归属于母公司净利					37.38%	0.42%	26.94%	16.46%	15.43%				
资本公积	310	3820	3820	3820	3820	获利能力													
未分配利润	4398	4432	7074	10204	13786	毛利率(%)					41.41%	40.12%	39.90%	40.37%	40.24%				
归属母公司股东权	5551	9137	11992	15231	18980	净利率(%)					22.94%	23.02%	24.15%	24.39%	24.79%				
负债和所有者权益	7417	12438	14813	18169	22152	总资产净利润(%)					31.06%	18.60%	19.82%	18.82%	17.82%				
现金流量表					单位:百万元					ROE(%)					41.50%	25.32%	24.49%	22.45%	20.80%
经营活动现金流	2297	3437	2604	3369	3848	偿债能力													
净利润	2304	2313	2937	3420	3947	资产负债率(%)					25%	27%	19%	16%	14%				
折旧摊销	196.59	234.00	113.43	113.63	113.89	流动比率					3.08	3.43	4.98	5.99	6.88				
财务费用	-17	-36	-19	-60	-93	速动比率					2.55	3.18	4.56	5.56	6.41				
应收账款减少	14	13	-47	-31	-38	营运能力													
预收帐款增加	5	-127	0	0	0	总资产周转率					1.60	1.01	0.89	0.85	0.79				
投资活动现金流	-1792	-4250	-128	-210	-86	应收账款周转率					49	53	59	57	57				
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率					8.24	8.20	8.78	8.73	8.66				
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)													
投资收益	106	52	79	66	72	每股收益(最新摊)					4.27	3.89	4.89	5.69	6.57				
筹资活动现金流	-5	1926	-592	-150	-134	每股净现金流(最新)					0.93	1.85	3.14	5.01	6.04				
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)					10.28	15.21	19.97	25.36	31.60				
长期借款增加	0	160	0	0	0	估值比率													
普通股增加	0	61	0	0	0	P/E					42.74	46.92	37.33	32.05	27.77				
资本公积增加	0	3510	0	0	0	P/B					17.75	12.00	9.14	7.20	5.78				
现金净增加额	500	1113	1884	3008	3628	EV/EBITDA					33.18	35.50	29.01	24.52	20.66				

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

研究助理简介

常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士，2021年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526