

证券研究报告—动态报告

轻工

民用电工

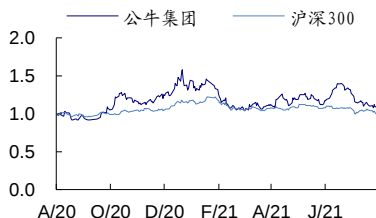
公牛集团(603195)
买入

2021 中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 23 日

一年该股与沪深 300 走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	601/76
总市值/流通(亿元)	106,625/13,408
上证综指/深圳成指	3,427/14,254
12 个月最高/最低(元)	259.90/148.80

相关研究报告:

《公牛集团-603195-2020 年报&2021 年一季报
 点评:产品结构优化,盈利质量更上层楼》——
 2021-05-19
 《国信证券-公牛集团-603195-2020 年三季报
 点评:勤修内功,体系致胜》——2020-10-31
 《国信证券-公牛集团-603195-2020 年中报点
 评:公牛进击,全面进化升级》——2020-09-04
 《公牛集团-603195-2019 年报&2020 一季报点
 评:产品渠道两翼齐飞,龙头再启航》——
 2020-05-10

证券分析师: 荣泽宇

电话: 010-88005307
 E-MAIL: rongzeyu@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519060003

联系人: 蔡志明

电话: 010-88005330
 E-MAIL: caizhiming@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,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。

财报点评

新老业务并进, 渠道开拓进取

● 收入利润稳健增长, 各项费用率优化

2021H1 收入 58.20 亿元 (+41.6%), 净利润 14.21 亿元 (+76.9%)。电连接、墙壁开关、LED 照明、数码配件分别增长 32%、61%、62%、31%。墙开、照明的高速增长主要受益于工程渠道开拓的良好成果。2021 上半年 B 端渠道同比增长 346%; 电商渠道同比增长 46%。

整体毛利率 37.5% (-0.1%), 净利率 24.4% (+4.8%)。毛利率下降主要系上半年原材料成本上涨, 净利率提升则源自各项费用率的优化。销售、管理、财务、研发费用率分别为 4.0% (-1.4%)、6.8% (-1.9%)、-0.7% (-0.1%)、3.3% (-0.9%)。

● 传统品类持续迭代出新, 新能源电连接前景可期

公司 2021 上半年布局新能源电连接业务。消费者对电连接相关产品的核心诉求之一在于安全稳定, 公司深耕行业多年, 其转换器“安全”的形象已深入人心, 我们认为公司充电枪/桩等产品能够借助公司既有的“安全”的品牌形象与公司高水平的制造能力, 在市场竞争中处于优势地位, 从而充分享受这一蓝海市场的成长红利。

此外, 转换器、墙开、LED 照明等多个产品条线均根据不同渠道客户需求持续推陈出新。我们认为, 公司能够依托自身产品研发迭代能力持续发掘市场差异化需求, 并通过复用其深度、广度兼具的渠道不断占领细分市场, 这一核心优势未来有望帮助公司拓展至民用电工的更多细分领域, 实现业绩的持续成长。

● 看好龙头优势, 维持“买入”评级和合理估值区间

维持收入和利润预测。基于公司卓越的品牌声誉和优秀的研发、生产、渠道拓展能力, 以及对充电枪等业务广阔前景的乐观预期, 我们预测 2021-2023 年的收入分别为 118.22、135.14 和 151.53 亿元; 净利润分别为 27.22、32.69 和 37.35 亿元。8 月 20 日公司收盘价 177.35 元对应的 2021-2023 年预测 PE 分别为 39.1/32.6/28.5X。维持“买入”评级和合理估值区间 216.1~225.8 元。

● 风险提示

新能源相关业务开展不及预期, 公司工程渠道拓展不及预期; 原材料价格大幅上涨。

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,051	11,822	13,514	15,153
(+/-%)	0.11%	17.62%	14.31%	12.13%
净利润(百万元)	2313	2722	3269	3735
(+/-%)	0.42%	17.67%	20.06%	14.26%
摊薄每股收益(元)	3.86	4.54	5.45	6.22
EBIT Margin	29.88%	27.43%	28.23%	28.81%
净资产收益率(ROE)	25.32%	23.49%	22.50%	20.87%
市盈率(PE)	46.00	39.09	32.56	28.49
EV/EBITDA	33.89	31.94	27.29	23.98
市净率(PB)	11.65	9.18	7.32	5.95

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

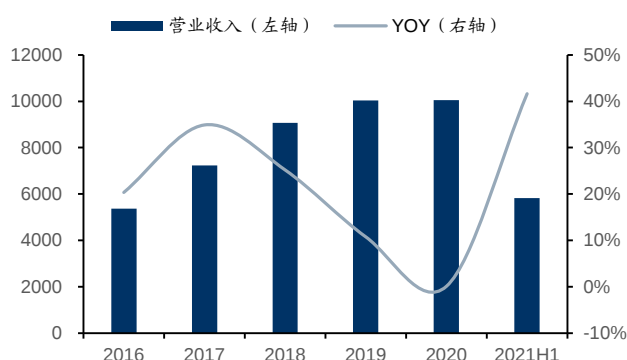
2021H1 收入 58.20 亿元 (+41.6%)，净利润 14.21 亿元 (+76.9%)。

按产品来看：电连接、墙壁开关、LED 照明、数码配件分别增长 32%、61%、62%、31%。墙开、照明的高速增长主要受益于工程渠道开拓的良好成果。

按渠道来看：与房企、家装企业的合作极大拓展了 B 端渠道的出货量，2021 上半年 B 端渠道同比增长 346%；电商渠道同比增长 46%。

利润与费用率方面。整体毛利率 37.5% (-0.1%)，净利率 24.4% (+4.8%)。毛利率下降主要系上半年原材料成本上涨，净利率提升则源自各项费用率的优化。销售、管理、财务、研发费用率分别为 4.0% (-1.4%)、6.8% (-1.9%)、-0.7% (-0.1%)、3.3% (-0.9%)。

图 1：公司营收和同比增速（百万元）



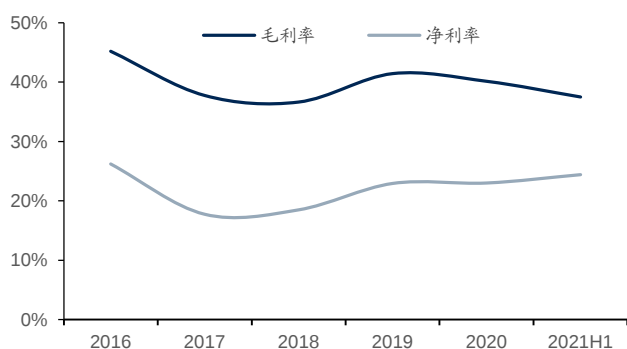
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：公司净利润和同比增速（百万元）



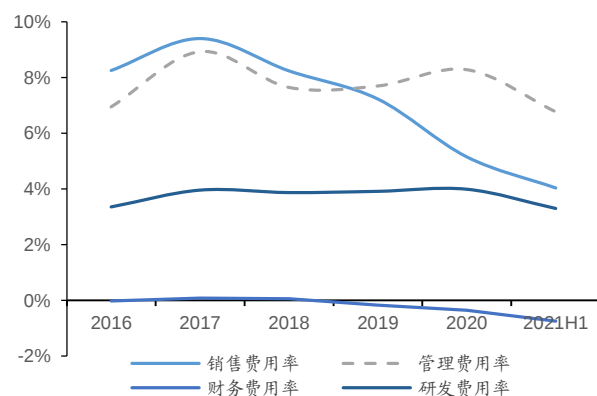
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 3：公司净利率和毛利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：公司各项费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

开拓新能源电连接蓝海，深挖细分品类潜力

“安全”形象有望助力开拓新能源蓝海。公司作为国内民用电工领域的龙头，多年来以其高水平的制造工艺持续向社会输出优质平价产品，其产品范围由转换器逐步扩张到墙壁开关、LED 照明、数码配件等细分领域。近年来新能源车行业发展迅速，下游汽车出货量持续高增，其配套产品如充电枪/充电桩的需求亦随之增长，未来成长空间极广。公司于 2021 上半年积极布局新能源电连接业务。消费者对电连接相关产品的核心诉求之一在于安全，公司深耕行业多年，其转换器“安全”的形象已深入人心，我们认为公司充电枪/桩等产品能够借助公司既有的“安全”的品牌形象和公司高水平的制造能力，在市场竞争中处于优势地位，从而充分享受这一蓝海市场的成长红利。

产品开发纵横并行：纵向推陈出新，横向拓展品类：

- **转换器：**产品研发创新主要集中在满足不同家居情景额用电需求，为消费者提供更为美观、便捷的电连接体验。推出轨道插座，嵌入式插座等产品的迭代。

图 5：轨道式插座图示



资料来源：百度图片，国信证券经济研究所整理

图 6：嵌入式插座图示



资料来源：公牛京东旗舰店，国信证券经济研究所整理

- **墙壁开关：**整体战略为“基础优化、腰部升级、高端突破”，根据不同渠道客户差异化的需求构建不同的产品体系。2021 上半年公司成功研发并上市“轻智能无线远程遥控开关”。在大面板产品领域，公司在主流价位主打装饰化产品，同时优化产品以提升电工安装体验，从而更好地打通工程渠道。
- **LED 照明：**坚持“护眼”定位，进一步完善装饰灯和场景化用光产品线的布局，上半年推出了 8 套系列新品。在光源与基础灯具领域，公司持续丰富品类，推出投光灯、天棚灯、应急消防灯等新品，快速布局差异化的高品质筒射灯、灯带产品，形成阶梯化矩阵式产品布局，满足不同消费人群的需求。
- **其他产品：**除上述产品外，公司孵化并推出了浴霸、断路器、智能家居等其他电工照明产品；并依托五金渠道优势，持续培育如电工胶带、线盘等产品，增强渠道和客户粘性。

我们认为，公司能够依托自身产品研发迭代能力持续发掘市场差异化需求，并通过复用其深度、广度兼具的渠道不断占领细分市场，这一核心优势未来有望帮助公司拓展至民用电工的更多细分领域，实现业绩的持续成长。

工程渠道开拓进展良好，C 端渠道优化提效

具备优势的五金渠道：加大超级售点的培育力度，提高单店效率及产出，并借助遍布全国的经销商进行超市、便利店等现代渠道的网点开发，入驻线上美团、京东到家等 O2O 平台，开拓贸易公司、办公用品店等大客户，不断增加产品销售渠道，优化市场结构。

装饰渠道：围绕消费者在家庭装修前装环节一站式的购买需求，大力推动装饰渠道的专卖化和综合化，导入公牛墙壁开关插座、LED 照明、断路器、生活电器（浴霸）、智能门锁等电工照明产品，截止 2021 年 6 月底，已成功开发 1 万余家，并专门成立了头部城市管理部门以精耕具备战略发展意义的城市。

电商渠道：主要是全渠道营销，借助各类数字化平台进行线上品牌传播和销售引流。

B 端渠道：为 B 端客户打造对应的产品系列，提升对客户的服务能力。公司现已实现与 20 余家 TOP 战略房企的合作；积极开拓家装公司渠道，借助装企整装及全包业务转型的契机，先后与 100 多家全国头部装饰公司建立了稳固的合作。在区域客户开拓方面，公司通过经销商已与 6,000 多个区域头部装饰公司达成合作，扩大公牛各品类在 B 端市场的影响力。2021 年上半年 B 端渠道销售收入同比增长 346%。

我们认为，公司在五金渠道的持续深耕有望进一步巩固其渠道优势，装饰、房企、家装渠道的开拓有望带动墙壁开关、照明等较新产品线的快速增长。

投资建议

维持收入和利润预测。基于公司卓越的品牌声誉和优秀的研发、生产、渠道拓展能力，我们预测 2021-2023 年的收入分别为 118.22、135.14 和 151.53 亿元，同比增速分别为 17.6%、14.3%和 12.1%；净利润分别为 27.22、32.69 和 37.35 亿元，同比增速分别为 17.7%、20.1%和 14.3%。8 月 20 日公司收盘价 177.35 元对应的 2021-2023 年预测 PE 分别为 39.1/32.6/28.5X。维持“买入”评级和合理估值区间 216.1~225.8 元。

风险提示

新能源电连接业务进展不及预期；工程渠道拓展不及预期；原材料价格幅度大幅上涨。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	3753	7352	9833	12924	营业收入	10051	11822	13514	15153
应收款项	310	315	360	425	营业成本	6019	6975	7906	8789
存货净额	788	1340	1408	1443	营业税金及附加	80	91	105	118
其他流动资产	2803	3196	3752	4176	销售费用	518	609	696	781
流动资产合计	10518	12203	15352	18969	管理费用	823	804	892	1000
固定资产	1433	1803	2141	2460	财务费用	36	0	0	0
无形资产及其他	300	200	100	0	投资收益	52	0	81	73
投资性房地产	187	187	187	187	资产减值及公允价值变动	7	3	4	5
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	168	(100)	(100)	(100)
资产总计	12438	14393	17781	21616	营业利润	2803	3246	3900	4442
短期借款及交易性金融负债	500	0	0	0	营业外净收支	(48)	(43)	(55)	(49)
应付款项	1286	1520	1719	1909	利润总额	2755	3203	3845	4394
其他流动负债	1278	1050	1296	1581	所得税费用	441	480	577	659
流动负债合计	3064	2570	3016	3490	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	160	160	160	160	归属于母公司净利润	2313	2722	3269	3735
其他长期负债	76	76	76	76					
长期负债合计	236	236	236	236	现金流量表（百万元）				
负债合计	3300	2806	3251	3726		2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	2313	2722	3269	3735
股东权益	9137	11587	14529	17890	资产减值准备	5	(6)	0	0
负债和股东权益总计	12438	14393	17781	21616	折旧摊销	234	177	202	228
关键财务与估值指标					公允价值变动损失	(7)	(3)	(4)	(5)
	2020	2021E	2022E	2023E	财务费用	36	0	0	0
每股收益	3.86	4.54	5.45	6.22	营运资本变动	815	(948)	(223)	(51)
每股红利	3.80	0.45	0.54	0.62	其它	(5)	6	(0)	(0)
每股净资产	15.23	19.31	24.22	29.82	经营活动现金流	3355	1948	3244	3907
ROIC	54%	60%	56%	60%	资本开支	(238)	(439)	(436)	(442)
ROE	25%	23%	22%	21%	其它投资现金流	(2007)	2863	0	0
毛利率	40%	41%	42%	42%	投资活动现金流	(2245)	2424	(436)	(442)
EBIT Margin	30%	27%	28%	29%	权益性融资	3567	0	0	0
EBITDA Margin	32%	29%	30%	30%	负债净变化	160	0	0	0
收入增长	0%	18%	14%	12%	支付股利、利息	(2280)	(272)	(327)	(373)
净利润增长率	0%	18%	20%	14%	其它融资现金流	2581	(500)	0	0
资产负债率	27%	19%	18%	17%	融资活动现金流	1909	(773)	(327)	(373)
股息率	2.1%	0.3%	0.3%	0.4%	现金净变动	3019	3599	2481	3091
P/E	46.00	39.09	32.56	28.49	货币资金的期初余额	734	3753	7352	9833
P/B	11.65	9.18	7.32	5.95	货币资金的期末余额	3753	7352	9833	12924
EV/EBITDA	33.89	31.94	27.29	23.98	企业自由现金流	3333	1546	2786	3445
					权益自由现金流	6074	1045	2786	3445

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032