

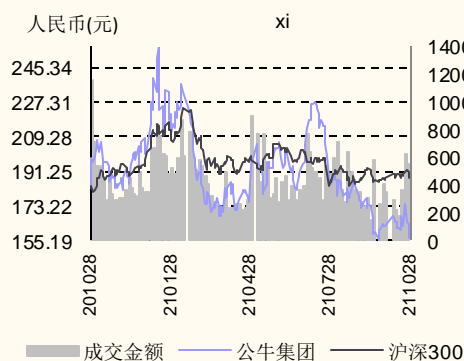
## 公牛集团 (603195.SH) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 156.30 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	6.01
已上市流通 A 股(亿股)	0.76
总市值(亿元)	939.70
年内股价最高最低(元)	256.21/155.19
沪深 300 指数	4864
上证指数	3518



## 相关报告

- 1.《处罚对业绩影响较小，整改落地将提升竞争力-公牛事件点评》，2021.9.27
- 2.《降本提效显能力，新品类有望开启新成长-公牛集团中报点评》，2021.8.18
- 3.《核心稳固，笃行致远-公牛集团深度研究报告》，2021.7.20

姜浩 分析师 SAC 执业编号: S1130520040003  
jianghao@gjzq.com.cn

张杨桓 联系人  
zhangyanghuan@gjzq.com.cn

## 业绩短期承压，长期增长能力依然优异

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,040	10,051	12,033	14,037	16,001
营业收入增长率	10.76%	0.11%	19.71%	16.66%	13.99%
归母净利润(百万元)	2,304	2,313	2,966	3,495	4,063
归母净利润增长率	37.38%	0.42%	28.19%	17.85%	16.24%
摊薄每股收益(元)	4.266	3.852	4.933	5.813	6.757
每股经营性现金流净额	4.25	5.68	5.82	6.40	7.42
ROE(归属母公司)(摊薄)	41.50%	25.32%	27.75%	27.94%	27.86%
P/E	0.00	53.30	31.69	26.89	23.13
P/B	0.00	13.49	8.79	7.51	6.44

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 10月28日公司发布2021年三季报，2021前三季度公司实现营收90.13亿元，同比+26.1%，归母净利润同比+38.0%至22.1亿元，扣非归母净利润同比+35.2%至21.0亿元。其中公司3Q营收同比+5.1%至31.9亿元，归母净利润同比-1.3%至7.9亿元（2.95亿罚款已确认，扣非归母净利润同比增长3.8%）。

## 点评

- 传统品类稳健增长，新品类延续快速增长：**分业务条线来看，预计电连接业务收入前三季度增长超20%，其中3Q实现个位数增长，预计主要由于转换器产品增速有所放缓，而充电枪等新品类3Q快速增长。智能电工业务前三季度收入增长预计超40%，其中3Q实现近20%增长，主要依托现代装饰灯品类的顺利拓展，LED产品增长较为理想，而墙开产品预计增长相对稳健。此外，数码配件产品预计前三季度收入仍有小幅下滑，但3Q收入已同比转正。
- 原材料价格上涨致使毛利率阶段承压，费用率小幅提升：**3Q毛利率同比-1.2pct至40.9%，预计主要由3Q原材料价格再次上行所致，此外LED业务及新品类收入占比提升也将一定程度拉低毛利率。费用率方面，公司3Q加大营销费用投入支撑新品类拓展，3Q销售费用率同比+0.5pct至5.1%，此外，管理费用率同比+0.1pct至3.9%，研发费用率同比+0.2pct至3.4%。
- 优异品牌形象+强大渠道布局助推新品类拓展，长期增长依然值得期待：**中短期来看，公司依托线下渠道的深度下沉与自身过硬的产品品质已逐步在众多消费者心智中奠定优异品牌形象，强大品牌力支撑其新品类在脱离线下渠道优势的情况下，依然可在电商渠道实现优异增长，其充电枪产品6月在电商渠道推出后快速占据天猫+京东销量前列，三大业务板块中更多契合安全品牌形象的新品类将有望较好支撑公司持续增长。中长期来看，在前端品牌与渠道优势叠加后端精益制造优势依然稳固的情况下，公司有望顺利由提供单一产品向提供智能化全屋解决方案企业转变，长期增长空间正在打开。

## 盈利预测及投资建议

- 我们维持此前盈利预测，预计2021-2023年EPS分别为4.93、5.81元、6.76元，当前股价对应PE分别为31x/26x/23x，维持“增持”评级。

## 风险提示

- B端渠道扩张不畅；新品类拓展不畅；原材料价格大幅上涨。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	<b>9,065</b>	<b>10,040</b>	<b>10,051</b>	<b>12,033</b>	<b>14,037</b>	<b>16,001</b>	货币资金	218	734	3,753	2,826	3,233	4,985
增长率	10.8%	0.1%	19.7%	16.7%	14.0%		应收款项	242	224	310	293	346	395
<b>主营业务成本</b>	<b>-5,745</b>	<b>-5,882</b>	<b>-6,019</b>	<b>-7,190</b>	<b>-8,329</b>	<b>-9,427</b>	存货	812	979	788	1,103	1,255	1,420
%销售收入	63.4%	58.6%	59.9%	59.8%	59.3%	58.9%	其他流动资产	2,252	3,704	5,667	8,634	8,840	9,047
<b>毛利</b>	<b>3,320</b>	<b>4,158</b>	<b>4,033</b>	<b>4,843</b>	<b>5,708</b>	<b>6,574</b>	流动资产	3,524	5,641	10,518	12,856	13,675	15,847
%销售收入	36.6%	41.4%	40.1%	40.2%	40.7%	41.1%	%总资产	68.2%	76.1%	84.6%	85.0%	84.1%	84.7%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-69</b>	<b>-75</b>	<b>-80</b>	<b>-90</b>	<b>-105</b>	<b>-120</b>	长期投资	10	10	0	0	0	0
%销售收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	1,274	1,391	1,460	1,768	2,045	2,286
<b>销售费用</b>	<b>-747</b>	<b>-725</b>	<b>-518</b>	<b>-566</b>	<b>-660</b>	<b>-752</b>	%总资产	24.7%	18.8%	11.7%	11.7%	12.6%	12.2%
%销售收入	8.2%	7.2%	5.2%	4.7%	4.7%	4.7%	无形资产	306	310	303	363	400	437
<b>管理费用</b>	<b>-342</b>	<b>-379</b>	<b>-431</b>	<b>-481</b>	<b>-561</b>	<b>-624</b>	非流动资产	1,641	1,775	1,920	2,260	2,576	2,852
%销售收入	3.8%	3.8%	4.3%	4.0%	4.0%	3.9%	%总资产	31.8%	23.9%	15.4%	15.0%	15.9%	15.3%
<b>研发费用</b>	<b>-351</b>	<b>-393</b>	<b>-401</b>	<b>-481</b>	<b>-547</b>	<b>-616</b>	<b>资产总计</b>	<b>5,164</b>	<b>7,417</b>	<b>12,438</b>	<b>15,117</b>	<b>16,251</b>	<b>18,699</b>
%销售收入	3.9%	3.9%	4.0%	4.0%	3.9%	3.9%	短期借款	0	0	500	1,235	150	100
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,812</b>	<b>2,585</b>	<b>2,602</b>	<b>3,225</b>	<b>3,834</b>	<b>4,462</b>	应付款项	1,473	1,373	1,505	1,865	2,138	2,385
%销售收入	20.0%	25.7%	25.9%	26.8%	27.3%	27.9%	其他流动负债	409	457	1,059	1,149	1,273	1,449
<b>财务费用</b>	<b>-5</b>	<b>17</b>	<b>36</b>	<b>12</b>	<b>29</b>	<b>85</b>	流动负债	1,882	1,830	3,064	4,249	3,561	3,935
%销售收入	0.1%	-0.2%	-0.4%	-0.1%	-0.2%	-0.5%	长期贷款	0	0	160	0	0	0
<b>资产减值损失</b>	<b>-2</b>	<b>1</b>	<b>14</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	34	36	76	180	180	180
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债</b>	<b>1,917</b>	<b>1,865</b>	<b>3,300</b>	<b>4,429</b>	<b>3,741</b>	<b>4,115</b>
<b>投资收益</b>	<b>97</b>	<b>106</b>	<b>52</b>	<b>110</b>	<b>100</b>	<b>80</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,248</b>	<b>5,551</b>	<b>9,137</b>	<b>10,687</b>	<b>12,510</b>	<b>14,585</b>
%税前利润	5.0%	3.9%	1.9%	3.2%	2.4%	1.7%	其中：股本	540	540	601	601	601	601
<b>营业利润</b>	<b>1,960</b>	<b>2,769</b>	<b>2,803</b>	<b>3,477</b>	<b>4,093</b>	<b>4,757</b>	未分配利润	2,310	4,398	4,432	5,914	7,662	9,693
营业利润率	21.6%	27.6%	27.9%	28.9%	29.2%	29.7%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>-8</b>	<b>-74</b>	<b>-48</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,164</b>	<b>7,417</b>	<b>12,438</b>	<b>15,117</b>	<b>16,251</b>	<b>18,699</b>
<b>税前利润</b>	<b>1,951</b>	<b>2,695</b>	<b>2,755</b>	<b>3,477</b>	<b>4,093</b>	<b>4,757</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	21.5%	26.8%	27.4%	28.9%	29.2%	29.7%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>所得税</b>	<b>-275</b>	<b>-391</b>	<b>-441</b>	<b>-511</b>	<b>-598</b>	<b>-695</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.1%	14.5%	16.0%	14.7%	14.6%	14.6%	每股收益	3.105	4.266	3.852	4.933	5.813	6.757
<b>净利润</b>	<b>1,677</b>	<b>2,304</b>	<b>2,313</b>	<b>2,966</b>	<b>3,495</b>	<b>4,063</b>	每股净资产	6.014	10.280	15.213	17.777	20.807	24.259
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	3.543	4.249	5.676	5.820	6.401	7.418
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,677</b>	<b>2,304</b>	<b>2,313</b>	<b>2,966</b>	<b>3,495</b>	<b>4,063</b>	每股股利	0.000	3.800	2.000	2.466	2.907	3.379
净利率	18.5%	22.9%	23.0%	24.6%	24.9%	25.4%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	51.63%	41.50%	25.32%	27.75%	27.94%	27.86%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	32.47%	31.06%	18.60%	19.62%	21.51%	21.73%
<b>净利润</b>	<b>1,677</b>	<b>2,304</b>	<b>2,313</b>	<b>2,966</b>	<b>3,495</b>	<b>4,063</b>	投入资本收益率	47.44%	39.57%	22.20%	22.92%	25.70%	25.81%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>166</b>	<b>195</b>	<b>220</b>	<b>203</b>	<b>235</b>	<b>274</b>	主营业务收入增长率	25.21%	10.76%	0.11%	19.71%	16.66%	13.99%
<b>非经营收益</b>	<b>-58</b>	<b>-95</b>	<b>-47</b>	<b>-55</b>	<b>-66</b>	<b>-80</b>	EBIT增长率	33.83%	42.64%	0.69%	23.91%	18.89%	16.39%
<b>营运资金变动</b>	<b>128</b>	<b>-109</b>	<b>923</b>	<b>385</b>	<b>185</b>	<b>203</b>	净利润增长率	30.45%	37.38%	0.42%	28.19%	17.85%	16.24%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,913</b>	<b>2,295</b>	<b>3,409</b>	<b>3,499</b>	<b>3,849</b>	<b>4,459</b>	总资产增长率	30.52%	43.62%	67.70%	21.54%	7.50%	15.07%
<b>资本开支</b>	<b>-473</b>	<b>-442</b>	<b>-417</b>	<b>-510</b>	<b>-550</b>	<b>-550</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资</b>	<b>-10</b>	<b>0</b>	<b>10</b>	<b>-3,200</b>	<b>-200</b>	<b>-200</b>	应收账款周转天数	6.7	7.4	6.9	6.9	7.0	7.0
<b>其他</b>	<b>-798</b>	<b>-1,350</b>	<b>-3,843</b>	<b>110</b>	<b>100</b>	<b>80</b>	存货周转天数	56.4	55.6	53.6	56.0	55.0	55.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,281</b>	<b>-1,792</b>	<b>-4,250</b>	<b>-3,600</b>	<b>-650</b>	<b>-670</b>	应付账款周转天数	81.5	75.6	74.3	77.0	76.0	76.0
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>3,567</b>	<b>67</b>	<b>75</b>	<b>44</b>	固定资产周转天数	48.4	41.9	42.9	36.1	30.4	27.5
<b>债权募资</b>	<b>-340</b>	<b>0</b>	<b>657</b>	<b>646</b>	<b>-1,085</b>	<b>-50</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>-143</b>	<b>-3</b>	<b>-2,301</b>	<b>-1,539</b>	<b>-1,782</b>	<b>-2,031</b>	净负债/股东权益	-6.71%	-28.65%	-65.48%	-71.88%	-74.93%	-78.00%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-482</b>	<b>-3</b>	<b>1,923</b>	<b>-825</b>	<b>-2,791</b>	<b>-2,037</b>	EBIT利息保障倍数	346.9	-149.7	-72.8	-265.9	-133.4	-52.5
<b>现金净流量</b>	<b>150</b>	<b>499</b>	<b>1,082</b>	<b>-927</b>	<b>407</b>	<b>1,752</b>	资产负债率	37.11%	25.15%	26.53%	29.30%	23.02%	22.00%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	8	33	73
增持	0	3	6	16	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.50	1.43	1.33	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

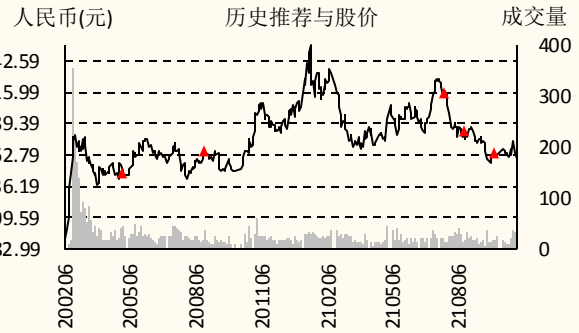
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-04-28	增持	153.95	170.00 ~ 170.00
2	2020-08-19	增持	168.00	N/A
3	2021-07-20	增持	217.90	244.80 ~ 244.80
4	2021-08-18	增持	175.60	N/A
5	2021-09-27	增持	161.55	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；  
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402