

公牛集团 (603195)

证券研究报告

2021年11月01日

照明业务释放发展动能，净利率逐步修复

事件：公司 2021Q3 实现营收 31.93 亿元，同比+5.08%；归母净利润 7.85 亿元，同比-1.30%；扣非归母净利润 7.75 亿元，同比+3.83%。累计来看 2021Q1-Q3，公司实现营收 90.13 亿元，同比+26.10%；归母净利润 22.06 亿元，同比+37.98%；扣非归母净利润 20.96 亿元，同比+35.18%。公司 Q3 收入和业绩符合预期。

点评：基于公司 100 多万个渠道网点的布局，公司收入仍主要由线下销售贡献，我们可使用公司在阿里系平台的销售增速作为参考：据生意参谋，21Q1-Q3 公司转换器销额同比+21%，21Q3 同比+26%；21Q1-Q3 墙开/插座销额分别同比+44%/+22%，21Q3 分别同比+33%/+8%；21Q1-Q3LED 照明销额同比+110%，21Q3 同比+123%。结合公司 Q3 的营收表现，我们预计公司优势品类转换器、墙开/插座在 Q3 保持小个位数的平稳增长，LED 照明业务作为公司近期发展的重心或实现两位数增长，这主要受益于：1) 在过去品类较为单一的基础上不断推新，结合 12w+家装饰渠道的网点复用，在控制成本的同时有效带动收入端的提升；2) 装饰灯具的推出在带动产品价格带向上延展的同时，实现光源与灯具的占比优化，推升毛利率水平。同时，已将 2.95 亿元反垄断罚款全部计入 Q3 营业外支出，叠加当期 3.36 亿元政府补助，可完全对冲此次事件对公司业绩的影响。

盈利能力及费用：盈利能力方面，2021Q3 公司毛利率为 40.93%，同比-1.15pct；净利率为 24.58%，同比-1.59pct。2021Q1-Q3 公司毛利率为 38.70%，同比-0.83pct；净利率为 24.48%，同比+2.11pct。费用方面，公司 2021Q3 销售/管理/研发/财务费用率为 5.1%/3.9%/3.4%/-0.8%，分别同比+0.5/+0.1/+0.2/-0.8pct；2021Q1-Q3 销售/管理/研发/财务费用率为 4.4%/3.6%/3.3%/-0.8%，分别同比-0.7/-0.5/-0.4/-0.5pct。因公司通过滚动式的期货套期保值操作规避原材料成本大幅波动，故原材料涨价对盈利水平的影响逐步显现，单三季度盈利能力有所下行。伴随原材料价格企稳，公司产品结构优化推升毛利率，以及渠道综合化、专卖化带动网点效益释放，未来有望对冲成本端压力。同时，公司前三季度费用投放力度同比减小，在费用端的精益经营可带动净利率逐步修复。

其他财务表现：从资产负债表看，公司三季度末存货 13.99 亿元，较 20 年底提升 77.46%，主要为转换器工厂搬迁，阶段性备货导致；从现金流量表看，公司 2021Q3 经营活动产生的现金流量净额为 5.82 亿元，同比-37.5%，投资活动产生的现金流量净额为-18.82 亿元，同比-62.4%；从运营情况看，公司 2021Q1-Q3 存货、应收账款和应付账款的周转天数分别为 53.45、5.04 和 73.94 天，较 20 年末分别+0.59/-1.79/+0.66 天，公司对上游话语权有所提升。

投资建议：公牛作为电工龙头，长期发展逻辑清晰：1) 巩固优势品类墙开插座、转换器业务行业领先地位，保持平稳增长；2) LED 照明、数码配件维持高增，通过产品扩充与渠道复用赋能长期增长；3) 智能化产品、充电枪/桩等新业务持续开拓，逐步实现赛道拓宽，有望打造第二成长曲线。在渠道+产品端双轮驱动下公司长期发展可期。预计 21-23 年公司归母净利润 29.18/34.10/39.40 亿元（前值为 27.55/31.53/36.29 亿元），当前股价对应 21-23 年 32.47x/27.79x/24.05x PE，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济增速放缓的风险；市场竞争加剧的风险；新业务发展不达预期的风险；新渠道开拓不达预期的风险；主要原材料价格波动的风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,040.44	10,051.13	12,113.62	14,073.60	16,233.90
增长率(%)	10.76	0.11	20.52	16.18	15.35
EBITDA(百万元)	3,281.64	3,295.87	3,598.35	4,184.83	4,814.90
净利润(百万元)	2,303.72	2,313.43	2,917.92	3,409.96	3,940.34
增长率(%)	37.38	0.42	26.13	16.86	15.55
EPS(元/股)	3.83	3.85	4.85	5.67	6.55
市盈率(P/E)	41.13	40.96	32.47	27.79	24.05
市净率(P/B)	17.07	10.37	8.64	7.31	6.20
市销率(P/S)	9.44	9.43	7.82	6.73	5.84
EV/EBITDA	0.00	35.55	24.26	20.34	17.22

投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	157.6 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	601.21
流通 A 股股本(百万股)	75.60
A 股总市值(百万元)	94,751.22
流通 A 股市值(百万元)	11,914.72
每股净资产(元)	16.88
资产负债率(%)	31.40
一年内最高/最低(元)	259.90/153.10

作者

孙谦	分析师
SAC 执业证书编号：	S1110521050004
suncqiana@tfzq.com	
宗艳	联系人
zongyan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

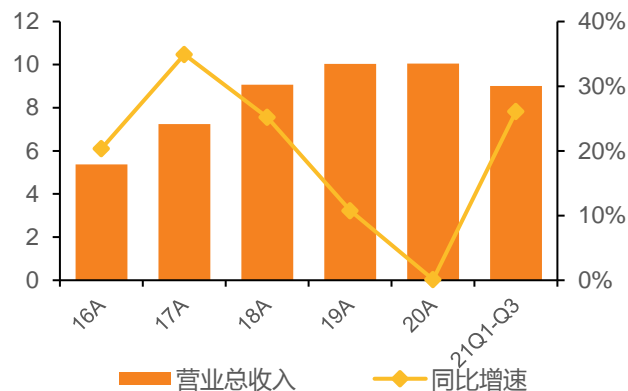
相关报告

- 《公牛集团-半年报点评:三大赛道精耕细作，ToB 渠道开拓表现亮眼》2021-08-18
- 《公牛集团-公司深度研究:跟踪报告一：从电商数据看公牛的新老业务》2021-08-09
- 《公牛集团-公司点评:产品+渠道正向循环，三大赛道业绩表现亮眼》2021-07-02

事件

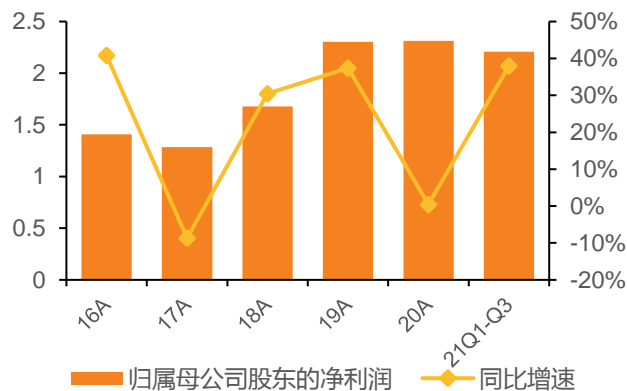
公司 2021Q3 实现营收 31.93 亿元，同比+5.08%；归母净利润 7.85 亿元，同比-1.30%；扣非归母净利润 7.75 亿元，同比+3.83%。累计来看 2021Q1-Q3，公司实现营收 90.13 亿元，同比+26.10%；归母净利润 22.06 亿元，同比+37.98%；扣非归母净利润 20.96 亿元，同比+35.18%。公司 Q3 收入和业绩符合预期。

图 1：2016 年至 2021Q1-Q3 公司营业收入情况（十亿元）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 2：2016 年至 2021Q1-Q3 公司归母净利润情况（十亿元）

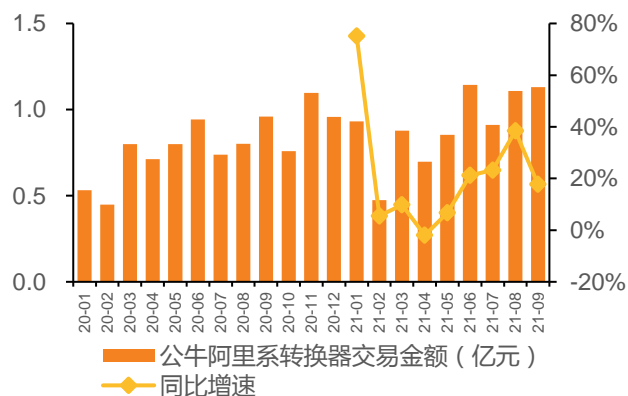


资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

点评

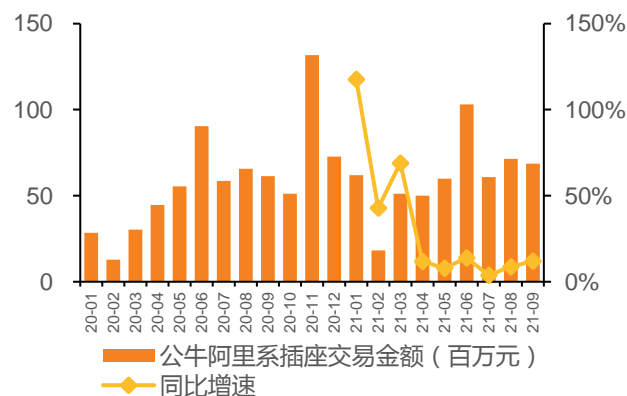
基于公司 100 多万个渠道网点的布局，公司收入仍主要由线下销售贡献，我们可使用公司在阿里系平台的销售增速作为参考：据生意参谋，21Q1-Q3 公司转换器销额同比+21%，21Q3 同比+26%；21Q1-Q3 墙开/插座销额分别同比+44%/+22%，21Q3 分别同比+33%/+8%；21Q1-Q3LED 照明销额同比+110%，21Q3 同比+123%。

图 3：20 年起公牛阿里系转换器交易金额及增速情况



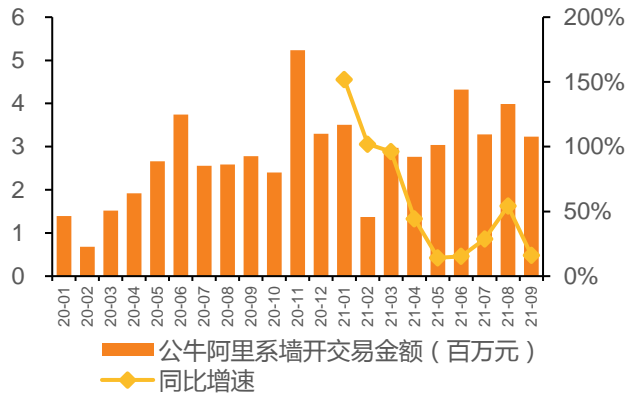
资料来源：生意参谋，天风证券研究所

图 4：20 年起公牛阿里系插座交易金额及增速情况



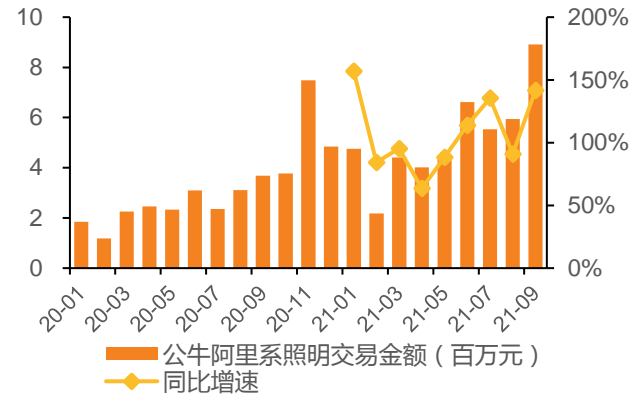
资料来源：生意参谋，天风证券研究所

图 5： 20 年起公牛阿里系墙开交易金额及增速情况



资料来源：生意参谋，天风证券研究所

图 6： 20 年起公牛阿里系照明交易金额及增速情况



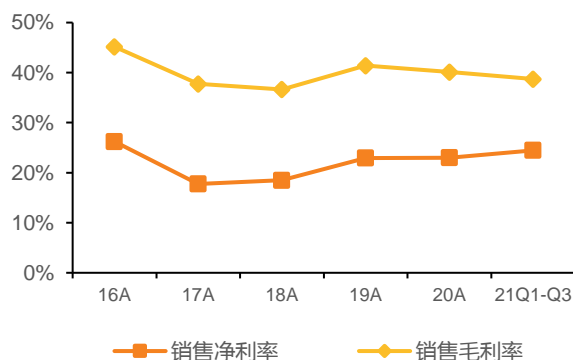
资料来源：生意参谋，天风证券研究所

结合公司 Q3 的营收表现，我们预计公司优势品类转换器、墙开/插座在 Q3 保持小个位数的平稳增长，LED 照明业务作为公司近期发展的重心或实现两位数增长。这主要受益于：1) 在过去品类较为单一的基础上不断推新，结合 12w+ 家装渠道的网点复用，在控制成本的同时有效带动收入端的提升；2) 装饰灯具的推出在带动产品价格带向上延展的同时，实现光源与灯具的占比优化，推升毛利率水平。同时，已将 2.95 亿元反垄断罚款全部计入 Q3 营业外支出，叠加当期 3.36 亿元政府补助，可完全对冲此次事件对公司业绩的影响。

盈利能力方面，2021Q3 公司毛利率为 40.93%，同比-1.15pct；净利率为 24.58%，同比-1.59pct。2021Q1-Q3 公司毛利率为 38.70%，同比-0.83pct；净利率为 24.48%，同比+2.11pct。因公司通过滚动式的期货套期保值操作规避原材料成本大幅波动，故原材料涨价对盈利水平的影响逐步显现，单三季度盈利能力有所下行。伴随原材料价格企稳，公司产品结构优化推升毛利率，以及渠道综合化、专卖化带动网点效益释放，未来有望对冲成本端压力。

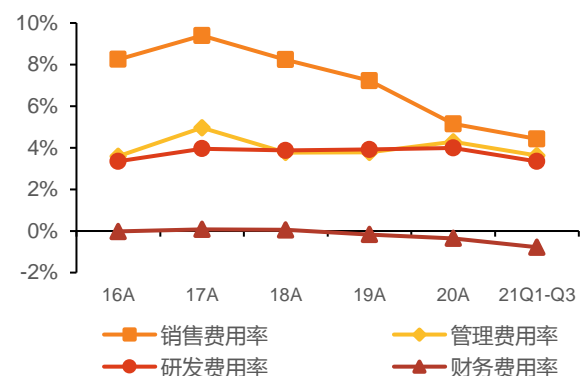
费用端，公司 2021Q3 销售/管理/研发/财务费用率为 5.1%/3.9%/3.4%/-0.8%，分别同比 +0.5%/+0.1/+0.2/-0.8pct；2021Q1-Q3 销售/管理/研发/财务费用率为 4.4%/3.6%/3.3%/-0.8%，分别同比-0.7/-0.5/-0.4/-0.5pct。公司前三季度费用投放力度同比减小，在费用端的精益经营可带动净利率逐步修复。

图 7： 16 年至 21 年前三季度公司净利率和毛利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8： 16 年至 21 年前三季度公司费用率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

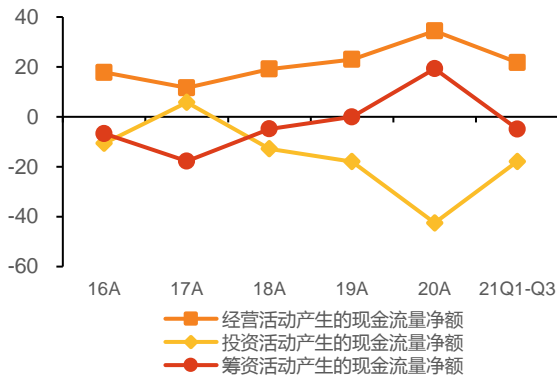
从资产负债表看，公司三季度末存货 13.99 亿元，较 20 年底提升 77.46%，主要为转换器工厂搬迁，阶段性备货导致。

从现金流量表看，公司 2021Q3 经营活动产生的现金流量净额为 5.82 亿元，同比-37.5%，

投资活动产生的现金流量净额为-18.82 亿元，同比-62.4%。

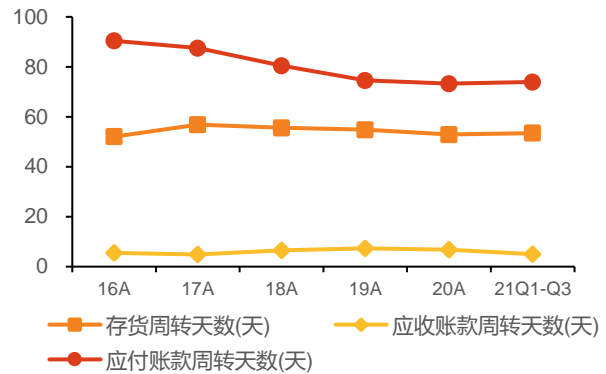
从营运情况看，公司 2021Q1-Q3 存货、应收账款和应付账款的周转天数分别为 53.45、5.04 和 73.94 天，较 20 年末分别+0.59/-1.79/+0.66 天，公司对上游话语权有所提升。

图 9：16 年至 21 年前三季度公司现金流情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：16 年至 21 年前三季度公司营运情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

投资建议

公牛作为电工龙头，长期发展逻辑清晰：1）巩固优势品类墙开插座、转换器业务行业领先地位，保持平稳增长；2）LED 照明、数码配件维持高增，通过产品扩充与渠道复用赋能长期增长；3）智能化产品、充电桩/桩等新业务持续开拓，逐步实现赛道拓宽，有望打造第二成长曲线。在渠道+产品端双轮驱动下公司长期发展可期。预计 21-23 年公司归母净利润 29.18/34.10/39.40 亿元（前值为 27.55/31.53/36.29 亿元），当前股价对应 21-23 年 32.47x/27.79x/24.05x PE，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济增速放缓的风险：公司主要产品为民用消费品，广泛应用于家庭、办公等用电场合。经济周期性波动将直接影响消费者的实际可支配收入水平、消费者收入结构以及消费者信心指数，进而影响消费者对包括电连接、智能电工照明、数码配件产品在内的消费品的需求。在国内宏观经济出现增速放缓或下滑的情况下，会导致居民可支配收入和消费能力的下降，将降低消费者对公司产品的需求和购买能力，从而影响到公司的业务发展和业绩增长。

市场竞争加剧的风险：民用电工领域市场竞争充分，参与者既有国内的众多企业，又有国际知名品牌，同时其中的转换器、墙壁开关插座等产品作为未来智能家居的重要控制入口，也吸引了许多实力雄厚的新企业加入竞争行列。未来，民用电工及照明行业预计将保持较为激烈的竞争状态，市场竞争格局的演变存在不确定性，如公司不能适应新的竞争形势，不能巩固和扩大原有竞争优势，将会面临市场份额损失的风险。

新业务发展不达预期的风险：在巩固和扩大原有竞争优势的同时，公司围绕新能源汽车充电场景、家庭装修场景，开拓了充电桩/桩、断路器、浴霸、智能门锁、智能晾衣机、智能窗帘机等新兴业务，但考虑到相关领域发展趋势、市场竞争、消费偏好变化等不确定性因素，不排除未来新业务存在发展不达预期的可能性。

新渠道开拓不达预期的风险：公司针对消费者购买习惯的不同和变化持续完善渠道布局，

大力开拓 B 端业务渠道，但该渠道与现有优势渠道的重合度相对较低，不排除未来存在开拓不达预期的可能性。

主要原材料价格波动的风险：公司生产所需要的原材料主要为铜材、塑料、组件、五金件、包材、电子件等，原材料采购价格与铜材、塑料等大宗商品价格存在一定相关性。原材料的采购价格对公司主营业务成本存在较大影响。若未来原材料采购价格大幅上涨或发生大幅波动，将不利于公司的成本控制，进而影响公司业绩。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	733.79	3,752.86	5,192.19	7,177.39	9,278.80
应收票据及应收账款	197.21	183.93	275.42	258.25	357.33
预付账款	26.42	34.71	31.39	45.29	43.13
存货	979.27	788.24	1,316.17	1,081.66	1,634.01
其他	3,704.77	5,758.05	5,528.79	5,626.19	5,561.70
流动资产合计	5,641.45	10,517.79	12,343.96	14,188.79	16,874.98
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,153.29	1,181.78	1,212.56	1,203.85	1,167.53
在建工程	237.61	278.13	213.52	174.75	151.49
无形资产	310.37	299.98	314.07	326.63	337.66
其他	73.83	159.85	96.21	95.31	94.41
非流动资产合计	1,775.11	1,919.75	1,836.36	1,800.53	1,751.08
资产总计	7,416.56	12,437.54	14,180.32	15,989.32	18,626.06
短期借款	0.00	500.34	680.40	510.30	382.73
应付票据及应付账款	1,164.33	1,285.82	1,517.89	1,586.83	1,830.47
其他	665.32	1,278.13	973.19	875.91	1,076.90
流动负债合计	1,829.65	3,064.30	3,171.48	2,973.04	3,290.10
长期借款	0.00	160.04	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	35.61	75.82	48.56	48.56	48.56
非流动负债合计	35.61	235.85	48.56	48.56	48.56
负债合计	1,865.26	3,300.15	3,220.05	3,021.61	3,338.67
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	540.00	600.61	601.21	601.21	601.21
资本公积	310.26	3,820.18	3,906.81	3,906.81	3,906.81
留存收益	5,011.29	8,554.64	10,359.06	12,366.50	14,686.18
其他	(310.25)	(3,838.04)	(3,906.81)	(3,906.81)	(3,906.81)
股东权益合计	5,551.30	9,137.39	10,960.27	12,967.71	15,287.39
负债和股东权益总计	7,416.56	12,437.54	14,180.32	15,989.32	18,626.06

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,303.72	2,313.43	2,917.92	3,409.96	3,940.34
折旧摊销	196.59	234.00	148.09	163.27	176.90
财务费用	(1.91)	13.00	(6.32)	(11.56)	(16.58)
投资损失	(106.18)	(52.00)	(89.68)	(89.68)	(89.68)
营运资金变动	(677.95)	1,644.78	(423.35)	112.91	(139.22)
其它	583.06	(716.01)	0.05	0.02	(0.03)
经营活动现金流	2,297.33	3,437.20	2,546.71	3,584.92	3,871.73
资本支出	317.28	251.96	155.60	128.35	128.35
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2,109.57)	(4,501.56)	(194.27)	(167.02)	(167.02)
投资活动现金流	(1,792.29)	(4,249.59)	(38.67)	(38.67)	(38.67)
债权融资	0.00	660.38	680.40	510.30	382.73
股权融资	17.27	3,588.40	111.42	11.56	16.58
其他	(22.27)	(2,323.18)	(1,860.52)	(2,082.92)	(2,130.96)
筹资活动现金流	(5.00)	1,925.60	(1,068.71)	(1,561.05)	(1,731.65)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	500.05	1,113.21	1,439.33	1,985.20	2,101.41

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	10,040.44	10,051.13	12,113.62	14,073.60	16,233.90
营业成本	5,882.49	6,018.61	7,215.12	8,370.26	9,651.74
营业税金及附加	75.41	80.33	65.41	76.00	87.66
营业费用	725.48	517.85	609.32	700.87	805.20
管理费用	379.41	430.71	448.20	516.50	592.54
研发费用	393.09	401.18	415.97	479.06	549.34
财务费用	(17.26)	(35.74)	(6.32)	(11.56)	(16.58)
资产减值损失	(1.37)	(6.68)	(0.93)	(0.93)	(0.93)
公允价值变动收益	(0.15)	0.00	0.05	0.02	(0.03)
投资净收益	106.18	52.00	89.68	89.68	89.68
其他	(271.60)	(209.73)	(179.46)	(179.40)	(179.31)
营业利润	2,768.75	2,802.60	3,456.57	4,033.11	4,654.58
营业外收入	4.62	2.98	3.73	3.73	3.73
营业外支出	78.39	50.91	41.28	41.28	41.28
利润总额	2,694.97	2,754.66	3,419.03	3,995.57	4,617.03
所得税	391.25	441.23	501.11	585.61	676.69
净利润	2,303.72	2,313.43	2,917.92	3,409.96	3,940.34
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	2,303.72	2,313.43	2,917.92	3,409.96	3,940.34
每股收益(元)	3.83	3.85	4.85	5.67	6.55

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	10.76%	0.11%	20.52%	16.18%	15.35%
营业利润	41.27%	1.22%	23.33%	16.68%	15.41%
归属于母公司净利润	37.38%	0.42%	26.13%	16.86%	15.55%
获利能力					
毛利率	41.41%	40.12%	40.44%	40.53%	40.55%
净利率	22.94%	23.02%	24.09%	24.23%	24.27%
ROE	41.50%	25.32%	26.62%	26.30%	25.78%
ROIC	79.24%	59.78%	97.45%	98.37%	118.44%
偿债能力					
资产负债率	25.15%	26.53%	22.71%	18.90%	17.92%
净负债率	-13.22%	-33.84%	-41.16%	-51.41%	-58.19%
流动比率	3.08	3.43	3.89	4.77	5.13
速动比率	2.55	3.18	3.48	4.41	4.63
营运能力					
应收账款周转率	49.16	52.74	52.74	52.74	52.74
存货周转率	11.21	11.37	11.51	11.74	11.96
总资产周转率	1.60	1.01	0.91	0.93	0.94
每股指标(元)					
每股收益	3.83	3.85	4.85	5.67	6.55
每股经营现金流	3.82	5.72	4.24	5.96	6.44
每股净资产	9.23	15.20	18.23	21.57	25.43
估值比率					
市盈率	41.13	40.96	32.47	27.79	24.05
市净率	17.07	10.37	8.64	7.31	6.20
EV/EBITDA	0.00	35.55	24.26	20.34	17.22
EV/EBIT	0.00	38.27	25.30	21.17	17.87

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com