

公牛集团 (603195.SH)

智能电工照明收入增长 36.9%，渠道拓展顺利

买入

核心观点

2021 年收入稳健增长，毛利率下滑。2021 全年营收 123.85 亿元 (+23.2%)，归母净利润 27.80 亿元 (+20.2%)。毛利率、净利率为 37.0% (-3.1%)、22.4% (-0.6%)，毛利率下降幅度较大主要原因为大宗原材料价格上涨、新品毛利率短期略低等。销售、管理、研发费用率为 4.5% (-0.7%)、7.3% (-1.0%)、3.8% (-0.2%)。四季度单季营收、归母净利润为 33.72 亿元 (+16.1%)、5.74 亿元 (-19.7%)，毛利率、净利率为 32.3% (-9.3%)、17.0% (-7.6%)。

电连接增速平稳，智能电工照明业务高速增长；品类扩张加速。2021 电连接业务收入 64.13 亿元 (+15.9%)；智能电工照明业务收入 55.51 亿元 (+36.9%)，其中墙壁开关插座、LED 照明分别为 38.25 (+29.6%)、10.66 (+38.5%) 亿元；数码配件业务收入 3.73 亿元 (-10.8%)。电连接、智能电工照明毛利率受成本上涨影响有所下降，数码配件毛利率小幅上升。**产品迭代：**电连接业务逐步向工业配电，新能源充电桩、充电桩拓展；墙壁开关插座则仍集中发力装饰大面板类产品，并针对 B 端用户强化平台化、模块化设计；LED 照明在基础光源外推出智能装饰灯、护眼台灯，并成立智能商业照明团队以改善家庭灯光整体设计及体验。我们认为公司有望通过自身精益研发、制造能力及广阔的渠道覆盖，持续以平价优质产品占领更多民用电工细分领域。

C 端重点拓展装饰渠道，B 端强化服务专业性。公司针对 C 端渠道进一步推进装饰渠道专卖化和综合化，导入公司墙开插座、LED 照明、智能门锁等多累产品，现已成功开发 18000 余家终端网点。B 端渠道公司重点提升组织能力，推出适配 B 端渠道产品，强化服务能力。期内家装、工装市场开拓进展良好，公司与圣都、业之峰、贝壳等 120 余家知名装企达成合作。2021 年 B 端渠道收入增长 175.2%。

风险提示：新能源及其他细分赛道拓展不及预期；公司渠道拓展不及预期，原材料价格大幅上涨或维持高位。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。预计 2022-2024 年归母净利润 33/39/44 亿元，同比增速 20/17/14%；EPS 为 5.53/6.45/7.35 元，当前股价对应估值为 24/21/18 倍 PE。公司各类产品持续推陈出新，渠道优化进展良好，且有望凭借自身研发、制造、渠道优势进入更多民用电工细分领域，实现长期稳健成长。考虑到公司规模扩张后业绩中长期增长中枢或略有下降，下调合理估值区间至 162.5-181.2 元，对应 2023 年 25-28 倍 PE，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,051	12,385	14,490	16,606	18,643
(+/-%)	0.1%	23.2%	17.0%	14.6%	12.3%
净利润(百万元)	2313	2780	3324	3877	4421
(+/-%)	0.4%	20.2%	19.6%	16.6%	14.0%
每股收益(元)	3.85	4.62	5.53	6.45	7.35
EBIT Margin	25.9%	24.5%	25.3%	25.6%	25.8%
净资产收益率 (ROE)	25.3%	25.8%	26.4%	26.3%	25.8%
市盈率 (PE)	34.5	28.8	24.1	20.6	18.1
EV/EBITDA	29.3	26.0	22.2	19.1	17.0
市净率 (PB)	8.74	7.43	6.35	5.43	4.66

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

公司研究·财报点评

轻工制造·家居用品

证券分析师：丁诗洁

联系人：蔡志明

0755-81981391

010-88005330

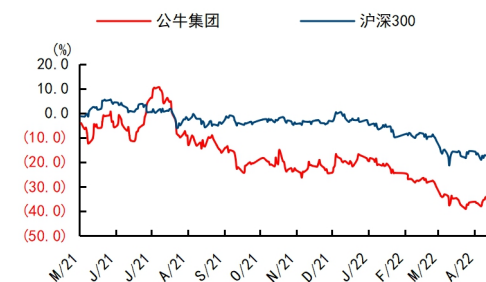
dingshijie@guosen.com.cncaizhiming@guosen.com.cn

S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	161.30 - 181.20 元
收盘价	134.75 元
总市值/流通市值	80985/10241 百万元
52 周最高价/最低价	229.88/122.88 元
近 3 个月日均成交额	92.79 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《国信证券-公牛集团-603195-2021 年中报点评：新老业务并进，渠道开拓进取》——2021-08-24
- 《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：公牛进攻，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

图1：公牛集团营业收入及增速（百万元、%）



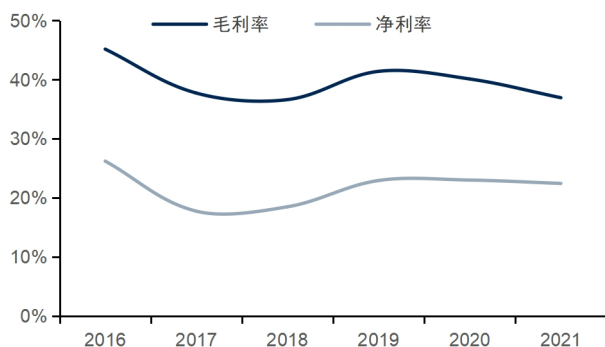
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公牛集团净利润及增速（百万元、%）



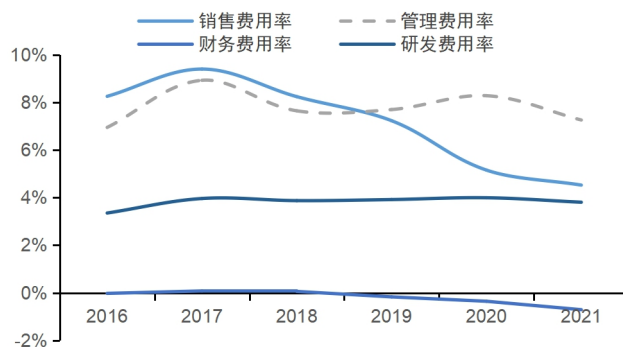
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公牛集团毛利率和净利率（%）



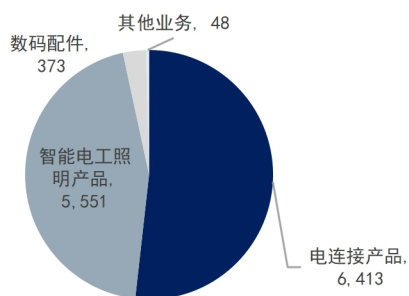
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公牛集团销售、管理、研发和财务费用率（%）



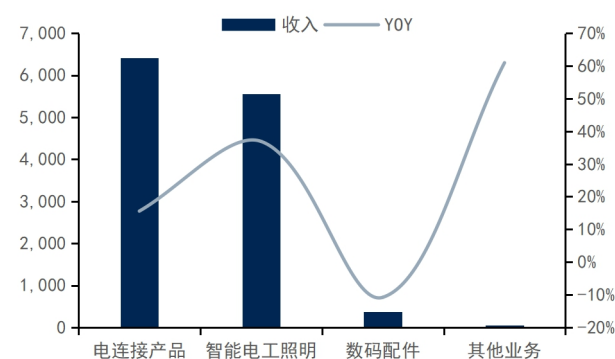
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公牛集团 2021 年各业务收入及占比（百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公牛集团 2021 年各业务收入及同比增速（百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：考虑到公司品类与渠道拓展进展良好，小幅上调盈利预测，预计2022-2024年收入144.90/166.06/186.43亿元（前值135.14/151.53/167.11亿元，调整幅度7.2%/9.6%/11.6%），同比增速17.0%/14.6%/12.3%；归母净利润27.80/33.24/38.77亿元（前值27.22/32.69/37.35亿元，调整幅度2.1%/1.7%/3.8%），同比增速19.6%/16.6%/14.0%；EPS为5.53/6.45/7.35元，当前股价对应估值为24.1/20.6/18.1倍PE。公司各类产品持续推陈出新，渠道优化进展良好，有望凭借自身研发、制造与渠道优势持续进入更多民用电工细分领域，实现长期稳健成长。考虑到公司规模扩张后业绩中长期增长中枢或略有下降，下调合理估值区间至162.5-181.2元（前值216.1-225.8元），对应2023年25-28倍PE，维持“买入”评级。

表1：可比公司情况

代码	公司简称	股价 元	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (21A)	PEG (22E)	投资 评级
				21	22E	23E	24E	21	22E	23E	24E			
603195.SH	公牛集团	134.93	811.17	4.62	5.53	6.45	7.35	29.21	24.4	20.92	18.36	28.28%	0.81	买入
可比公司														
SIE.DF	西门子	117.08	1,083.97	7.51	9.14	9.96	10.90	15.59	12.81	11.76	10.75	15.26%	1.70	无评级
SU.PA	施耐德电气	141.32	875.90	-	7.42	8.20	9.06	-	19.04	17.23	15.60	14.22%	-	无评级
EMR.N	艾默生电气	93.97	558.18	4.10	4.99	5.34	5.89	22.92	18.85	17.59	15.95	25.19%	1.15	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

注：公牛集团股价、市值、EPS单位为元，其余公司为美元；公牛集团EPS数值为国信证券经济研究所预测，其余公司EPS数值源自彭博

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	3753	4377	4377	5959	8519	营业收入	10051	12385	14490	16606	18643
应收款项	310	416	487	558	626	营业成本	6019	7809	9042	10339	11585
存货净额	788	1377	1610	1839	2060	营业税金及附加	80	83	112	128	144
其他流动资产	2803	1160	3169	3273	3166	销售费用	518	560	655	751	843
流动资产合计	10518	13257	15570	17556	20298	管理费用	479	444	512	585	656
固定资产	1460	1692	1941	2173	2397	研发费用	401	471	522	565	615
无形资产及其他	300	296	284	272	260	财务费用	(36)	(88)	(1)	(11)	(42)
投资性房地产	160	229	229	229	229	投资收益	52	190	222	255	286
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	7	16	(21)	(12)	(1)
资产总计	12438	15474	18024	20230	23185	其他收入	167	371	153	198	245
短期借款及交易性金融负债	500	1174	1703	1000	1000	营业利润	2803	3651	4044	4714	5375
应付款项	1286	1704	1992	2276	2550	营业外净收支	(48)	(326)	(68)	(78)	(88)
其他流动负债	1278	1738	1634	2116	2355	利润总额	2755	3325	3976	4636	5287
流动负债合计	3064	4617	5328	5393	5905	所得税费用	441	545	651	759	866
长期借款及应付债券	160	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	76	101	111	121	131	归属于母公司净利润	2313	2780	3324	3877	4421
长期负债合计	236	101	111	121	131	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	3300	4718	5440	5514	6037	净利润	2313	2780	3324	3877	4421
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	5	10	4	2	2
股东权益	9137	10756	12584	14716	17148	折旧摊销	234	223	181	213	241
负债和股东权益总计	12438	15474	18024	20230	23185	公允价值变动损失	(7)	(16)	21	12	1
						财务费用	(36)	(88)	(1)	(11)	(42)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	842	1790	(2111)	374	342
每股收益	3.85	4.62	5.53	6.45	7.35	其它	(5)	(10)	(4)	(2)	(2)
每股红利	3.81	2.06	2.49	2.90	3.31	经营活动现金流	3382	4777	1415	4476	5006
每股净资产	15.21	17.89	20.93	24.48	28.52	资本开支	0	(462)	(448)	(447)	(457)
ROIC	43%	45%	49%	49%	56%	其它投资现金流	(2007)	(3063)	0	0	0
ROE	25%	26%	26%	26%	26%	投资活动现金流	(2007)	(3525)	(448)	(447)	(457)
毛利率	40%	37%	38%	38%	38%	权益性融资	(3)	59	0	0	0
EBIT Margin	26%	25%	25%	26%	26%	负债净变化	160	(160)	0	0	0
EBITDA Margin	28%	26%	27%	27%	27%	支付股利、利息	(2286)	(1236)	(1496)	(1744)	(1989)
收入增长	0%	23%	17%	15%	12%	其它融资现金流	5899	2105	528	(703)	0
净利润增长率	0%	20%	20%	17%	14%	融资活动现金流	1644	(628)	(968)	(2447)	(1989)
资产负债率	27%	30%	30%	27%	26%	现金净变动	3019	624	0	1582	2560
息率	2.9%	1.5%	1.9%	2.2%	2.5%	货币资金的期初余额	734	3753	4377	4377	5959
P/E	34.5	28.8	24.1	20.6	18.1	货币资金的期末余额	3753	4377	4377	5959	8519
P/B	8.7	7.4	6.4	5.4	4.7	企业自由现金流	0	4089	682	3694	4151
EV/EBITDA	29.3	26.0	22.2	19.1	17.0	权益自由现金流	0	6034	1210	3001	4186

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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