

公牛集团 (603195.SH) 买入 (维持评级)

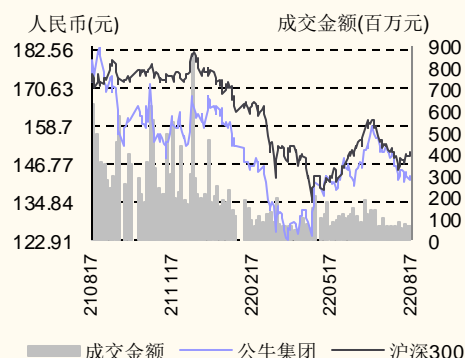
公司点评

市场价格(人民币): 142.88元

2Q 收入增长具韧性, H2 盈利改善可期

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	6.01
已上市流通 A 股(亿股)	0.75
总市值(亿元)	858.93
年内股价最高最低(元)	183.49/122.91
沪深 300 指数	4217
上证指数	3293



公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,051	12,385	14,574	16,858	19,389
营业收入增长率	0.11%	23.22%	17.67%	15.67%	15.01%
归母净利润(百万元)	2,313	2,780	3,213	3,739	4,341
归母净利润增长率	0.42%	20.18%	15.56%	16.36%	16.12%
摊薄每股收益(元)	3.852	4.625	5.345	6.219	7.222
每股经营性现金流净额	5.70	4.95	5.59	7.09	8.19
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.32%	25.85%	25.97%	25.95%	26.12%
P/E	53.30	36.17	26.73	22.97	19.78
P/B	13.49	9.35	6.94	5.96	5.17

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 8月17日公司发布2022年半年报,公司实现营收68.4亿元,同比+17.5%,归母净利润同比+6.1%至15.1亿元。其中2Q营收同比+15.9%至37.6亿元,归母净利润同比+6.4%至8.7亿元,扣非归母净利润同比+6.3%至8.1亿元。在疫情影响下,2Q整体业绩表现已较为优异。

点评

- 2Q 收入增长具韧性,新品类稳步突破:** 分业务来看,电连接业务 H1 收入同比增长 12.3%至 33.6 亿元,其中预计转换器品类 2Q 在疫情影响下仍实现双位数增长。此外,充电枪、充电桩继续快速增长,并且其在 C 端已拓展上千家线下专业售点, B 端也已正进行开发试点。智能电工照明业务 H1 收入同比增长 23.6%至 32.6 亿元,其中墙开/LED 照明/智能生态产品/低压电器收入分别同比+14.1%/+37.7%/+60.7%/+52.6%。照明业务中除装饰灯取得优异增长外,无主灯也已实现突破,完成了 8000 多家网点的初步布局。此外,数码配件 H1 收入同比+16.1%至 2.0 亿元。分渠道来看,公司除 C 端渠道保持稳健增长外, B 端持续发力, H1 合作装企网点已超万家叠加与优质地产公司稳固合作, B 端整体收入同比+69%,此外电商渠道收入同比+15%。
- 2Q 毛利率环比已改善明显, H2 盈利修复可期:** 公司上半年毛利率同比-1.6pct 至 35.9%,其中 2Q 毛利率同比-0.1pct 至 37.1%,虽然同比来看仍有小幅下降,但环比来看,随着今年 1 月、5 月的两次产品提价,公司 2Q 毛利率环比提升 2.6pct。并且目前主要原材料铜价格已开始边际回落,7 月现货铜均价同比下降 20.2%,公司下半年盈利水平有望进一步修复。费用率方面,公司 2Q 销售费用率同比+1.2pct 至 4.8%,主因战略咨询投入增加。此外,2Q 管理费用率同比-0.5pct 至 2.9%,研发费用率同比+0.2pct 至 3.7%。
- 战略方向明确,产品创新+渠道变革,支撑“走远路”:** 公司在“新能源+智能生态”战略方向的引领下,加大新产品创新的同时,对于成熟品类,持续按需创新迭代,并且持续深化传统优势渠道赋能,支撑传统业务延续稳健增长。新业务方面,在拥有品牌、供应链协同优势下,公司持续加速对应渠道开拓,新品类逐步实现突破,已显著打开未来成长空间。

盈利预测及投资建议

- 我们预计 2022-2024 年 EPS 分别为 5.35、6.22 元、7.22 元,当前股价对应 PE 分别为 27/23/20 倍,维持“买入”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。

相关报告

- 《新品类拓展顺利,长期成长路径逐渐清晰-公牛集团一季报点评》,2022.4.26
- 《盈利短期承压,新业务发展值得期待-公牛半年报点评》,2022.4.12
- 《业绩短期承压,长期增长能力依然优异-公牛集团三季报点评》,2021.10.29
- 《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
- 《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

张杨桓 联系人
zhangyanghuan@gjzq.com.cn

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

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)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	10,040	10,051	12,385	14,574	16,858	19,389	货币资金	734	3,753	4,377	4,439	6,165	8,033
增长率	0.1%	23.2%	17.7%	15.7%	15.0%		应收款项	224	310	417	435	508	584
主营业务成本	-5,882	-6,019	-7,809	-9,190	-10,601	-12,173	存货	979	788	1,377	1,410	1,597	1,834
%销售收入	58.6%	59.9%	63.0%	63.1%	62.9%	62.8%	其他流动资产	3,704	5,667	7,086	7,585	7,794	8,003
毛利	4,158	4,033	4,576	5,384	6,257	7,216	流动资产	5,641	10,518	13,257	13,870	16,064	18,455
%销售收入	41.4%	40.1%	37.0%	36.9%	37.1%	37.2%	%总资产	76.1%	84.6%	85.7%	84.4%	84.8%	85.1%
营业税金及附加	-75	-80	-83	-109	-126	-145	长期投资	10	0	0	0	0	0
%销售收入	0.8%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	1,391	1,460	1,692	2,038	2,320	2,627
销售费用	-725	-518	-560	-670	-775	-892	%总资产	18.8%	11.7%	10.9%	12.4%	12.2%	12.1%
%销售收入	7.2%	5.2%	4.5%	4.6%	4.6%	4.6%	无形资产	310	303	314	373	411	447
管理费用	-379	-431	-428	-510	-573	-640	非流动资产	1,775	1,920	2,217	2,559	2,878	3,221
%销售收入	3.8%	4.3%	3.5%	3.5%	3.4%	3.3%	%总资产	23.9%	15.4%	14.3%	15.6%	15.2%	14.9%
研发费用	-393	-401	-471	-554	-641	-717	资产总计	7,417	12,438	15,474	16,429	18,942	21,675
%销售收入	3.9%	4.0%	3.8%	3.8%	3.8%	3.7%	短期借款	0	500	1,174	200	150	100
息税前利润 (EBIT)	2,585	2,602	3,035	3,540	4,141	4,822	应付款项	1,373	1,505	2,135	2,325	2,682	3,035
%销售收入	25.7%	25.9%	24.5%	24.3%	24.6%	24.9%	其他流动负债	457	1,059	1,307	1,347	1,521	1,737
财务费用	17	36	88	75	110	147	流动负债	1,830	3,064	4,617	3,872	4,353	4,872
%销售收入	-0.2%	-0.4%	-0.7%	-0.5%	-0.6%	-0.8%	%总资产	0	160	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	长期贷款	36	76	101	184	183	182
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债						
投资收益	106	52	190	60	70	70	负债	1,865	3,300	4,718	4,056	4,535	5,054
%税前利润	3.9%	1.9%	5.7%	1.6%	1.6%	1.4%	普通股股东权益	5,551	9,137	10,756	12,373	14,407	16,621
营业利润	2,769	2,803	3,651	3,825	4,451	5,168	其中：股本	540	601	601	601	601	601
营业利润率	27.6%	27.9%	29.5%	26.2%	26.4%	26.7%	未分配利润	4,398	4,432	6,011	7,617	9,487	11,657
营业外收支	-74	-48	-326	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
税前利润	2,695	2,755	3,325	3,825	4,451	5,168	负债股东权益合计	7,417	12,438	15,474	16,429	18,942	21,675
利润率	26.8%	27.4%	26.8%	26.2%	26.4%	26.7%	比率分析						
所得税	-391	-441	-545	-612	-712	-827		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税率	14.5%	16.0%	16.4%	16.0%	16.0%	16.0%	每股指标						
净利润	2,304	2,313	2,780	3,213	3,739	4,341	每股收益	4.266	3.852	4.625	5.345	6.219	7.222
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	10.280	15.213	17.891	20.583	23.965	27.649
归属于母公司的净利润	2,304	2,313	2,780	3,213	3,739	4,341	每股经营现金净流	4.252	5.699	4.946	5.589	7.089	8.194
净利率	22.9%	23.0%	22.4%	22.0%	22.2%	22.4%	每股股利	0.000	3.800	2.000	2.672	3.110	3.611
现金流量表 (人民币百万元)							回报率						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	净资产收益率	41.50%	25.32%	25.85%	25.97%	25.95%	26.12%
净利润	2,304	2,313	2,780	3,213	3,739	4,341	总资产收益率	31.06%	18.60%	17.97%	19.56%	19.74%	20.03%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	39.57%	22.20%	21.18%	23.50%	23.77%	24.11%
非现金支出	197	234	241	265	331	407	增长率						
非经营收益	-95	-47	-174	3	-70	-70	主营业务收入增长率	10.76%	0.11%	23.22%	17.67%	15.67%	15.01%
营运资金变动	-109	923	126	-121	262	247	EBIT增长率	42.64%	0.69%	16.61%	16.66%	16.97%	16.43%
经营活动现金净流	2,296	3,423	2,973	3,360	4,262	4,926	净利润增长率	37.38%	0.42%	20.18%	15.56%	16.36%	16.12%
资本开支	-442	-417	-453	-624	-650	-750	总资产增长率	43.62%	67.70%	24.41%	6.17%	15.30%	14.43%
投资	0	10	0	-200	-200	-200	资产管理能力						
其他	-1,350	-3,843	-1,136	60	70	70	应收账款周转天数	7.4	6.9	5.9	6.9	7.0	7.0
投资活动现金净流	-1,792	-4,250	-1,589	-764	-780	-880	存货周转天数	55.6	53.6	50.6	56.0	55.0	55.0
股权募资	0	3,567	59	11	164	44	应付账款周转天数	75.6	74.3	69.8	75.0	75.0	75.0
债权募资	0	657	496	-920	-50	-50	固定资产周转天数	41.9	42.9	44.0	41.1	38.4	36.3
其他	-3	-2,301	-1,257	-1,623	-1,870	-2,171	偿债能力						
筹资活动现金净流	-3	1,923	-702	-2,533	-1,755	-2,177	净负债/股东权益	-28.65%	-65.48%	-84.91%	-83.81%	-85.69%	-87.01%
现金净流量	500	1,096	682	64	1,726	1,869	EBIT利息保障倍数	-149.7	-72.8	-34.5	-47.5	-37.8	-32.8
							资产负债率	25.15%	26.53%	30.49%	24.69%	23.94%	23.32%

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	2	5	14	21	74
增持	0	0	5	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.26	1.19	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。

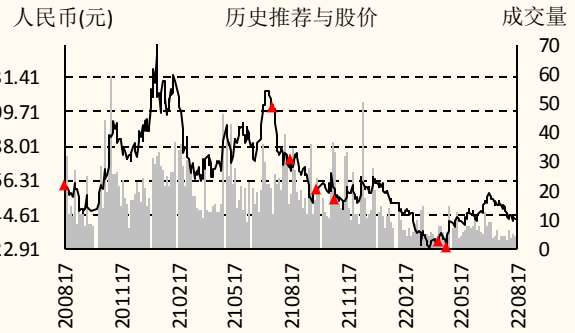
最终评分与平均投资建议对照：

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	2020-08-19	增持	168.00	N/A
2	2021-07-20	增持	217.90	244.80 ~ 244.80
3	2021-08-18	增持	175.60	N/A
4	2021-09-27	增持	161.55	N/A
5	2021-10-29	增持	156.30	N/A
6	2022-04-12	买入	127.30	N/A
7	2022-04-26	买入	126.32	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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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，而不应对本报告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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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