

公牛集团 (603195.SH)

新业务新渠道拓展顺利，传统业务彰显韧性

买入

核心观点

新品类带动收入增长，业绩增长稳健。2022H1 营业收入 68.38 亿元，同比增长 17.5%；其中二季度营业收入 37.60 亿元，同比增长 15.8%。归母净利润 15.08 亿元，同比增长 6.1%；其中二季度归母净利润 8.66 亿元，同比增长 6.4%。收入增长主要一方面基于产品矩阵的完善、多元化渠道的扩张、创新产品更加符合消费者需求，进而销量增加；同时新品类如充电枪、无主灯带来增量；另一方面通过产品升级提升自身市场竞争力、提高产品单价。

毛利率环比改善，销售和研发费用率有所增加。2022H1 毛利率为 35.93%，其中一季度同比下滑 3.3pp，二季度同比下滑 0.1pp。Q1 毛利率下滑主要系原材料成本上涨所致，Q2 公司主要通过产品提价对冲成本压力；下半年预计原材料价格平稳，公司毛利率稳定。上半年销售费用率同比+0.97pp 至 5.01%，销售费用的增长主要系战略咨询投入、业务推广投入增加所致；管理费用率同比-0.09pp 至 3.40%；研发费用率同比+0.35pp 至 3.65%；财务费用率同比-0.08pp 至-0.82%。净利率 22.05%，同比-2.37pp。

分品类看，传统业务创新升级稳健增长。电连接/智能电工照明/数码配件业务占比分别为 49%/48%/3%，智能电工照明业务占比进一步提升。从业务增速来看，三者 2022H1 分别同比增长 12.3%/23.6%/16.1%；智能电工照明又包括墙壁开关插座、LED 照明器件、其他智能产品三块业务，分别同比增长 14.1%/37.7%/60.7%。LED 照明器件中，无主灯业务从去年开始孵化，今年 3 月正式推出产品，上半年已实现 5400 万收入；其他智能产品主要包括浴霸、智能门锁、智能晾衣机、智能窗帘机等智能生态产品，上半年获得快速增长。

分渠道看，B 端渠道重点发力。今年上半年，C 端装饰渠道开始了新业务无主灯的市场导入，完成了 8000 多家网点的初步布局，同时进一步开展全品类专卖区下沉建设；C 端五金渠道继续保持优势；C 端数码渠道店态持续丰富；新能源渠道于今年 3 月份开始组建；B 端渠道 2022 年公牛以智控无主灯产品为核心，强化开拓头部家装公司，上半年 B 端渠道销售收入同比+69%；电商渠道坚持全品类发展战略，上半年同比+15%。

风险提示：新业务拓展不及预期；渠道拓展不及预期；原材料价格大幅上涨。

投资建议：看好新老业务及新老渠道协同并进。我们维持收入预测，同时基于原材料铜价格今年位于高位，毛利率端承压，下调业绩预测。预计 2022-2024 年归母净利润 32.38/37.74/43.07 亿元，同比增速 16.5%/16.5%/14.1%；EPS 为 5.39/6.28/7.16 元。我们维持“买入”评级和 161.3~181.2 元的合理估值区间，合理估值对应 2022 年 30~34x PE。

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	3238	3774	4307
(+/-%)	0.4%	20.2%	16.5%	16.5%	14.1%
每股收益(元)	3.85	4.62	5.39	6.28	7.16
EBIT Margin	25.9%	24.5%	24.2%	24.5%	24.7%
净资产收益率 (ROE)	25.3%	25.8%	25.8%	25.8%	25.4%
市盈率 (PE)	40.1	33.4	28.7	24.6	21.6
EV/EBITDA	33.9	30.0	26.4	22.9	20.3
市净率 (PB)	10.16	8.64	7.41	6.36	5.47

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：刘佳琪

0755-81981391

010-88005446

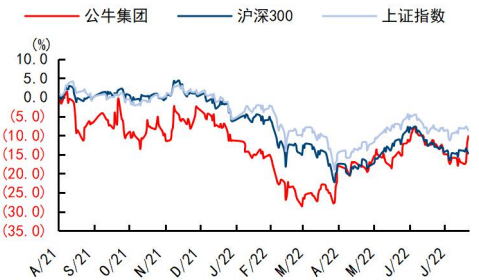
dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn

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	154.50 元
总市值/流通市值	92855/11588 百万元
52 周最高价/最低价	188.68/122.88 元
近 3 个月日均成交额	87.16 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

- 《公牛集团 (603195.SH) - 智能电工照明收入增长 36.9%，渠道拓展顺利》——2022-04-19
- 《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：公牛出击，全面进化升级》——2020-09-04

收入业绩稳健，产品创新引领增长

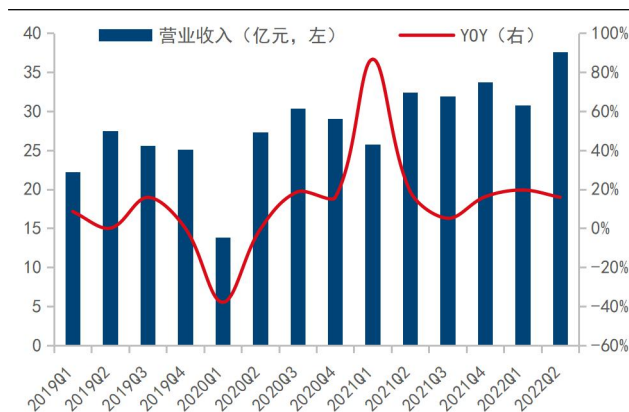
新品类带动收入增长，业绩增长稳健。2022H1 营业收入 68.38 亿元，同比增长 17.5%；其中二季度营业收入 37.60 亿元，同比增长 15.8%。2022H1 实现归母净利润 15.08 亿元，同比增长 6.1%；其中二季度归母净利润 8.66 亿元，同比增长 6.4%。上半年在疫情影响下，公司收入增速彰显韧性，收入增长主要一方面基于产品矩阵的完善、多元化渠道的拓张、创新产品更加符合消费者需求，进而销量增加；同时新品类如充电枪、无主灯带来增量；另一方面通过产品升级提升自身市场竞争力、提高产品单价。

图1：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及增速



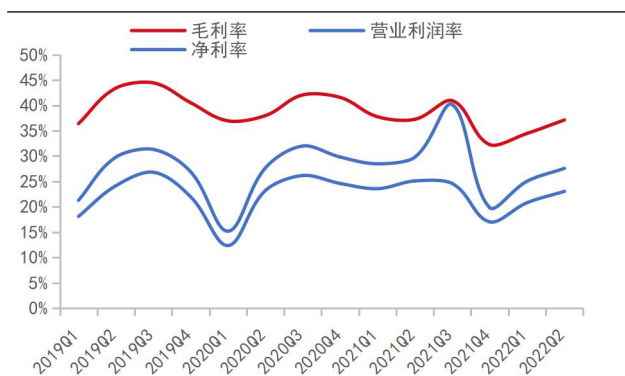
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率环比改善，销售和研发费用率有所增加。2022H1 毛利率为 35.93%，与去年同期比下滑 1.55pp；其中二季度毛利率已基本稳定，下滑幅度相较一季度收窄，一季度同比下滑 3.3pp，二季度同比下滑 0.1pp。Q1 毛利率下滑主要系原材料成本上涨所致，Q2 公司主要通过产品提价对冲成本压力；下半年预计原材料价格平稳，公司毛利率稳定。

上半年销售费用率同比+0.97pp 至 5.01%，销售费用的增长主要系战略咨询投入、业务推广投入增加所致；管理费用率同比-0.09pp 至 3.40%；研发费用率同比+0.35pp 至 3.65%；财务费用率同比-0.08pp 至-0.82%。

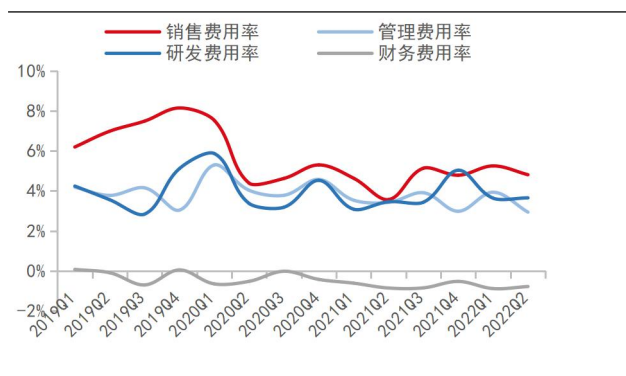
营业利润率为 26.43%，同比-2.78pp；净利率 22.05%，同比-2.37pp。

图5：公司利润率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司费用率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

经营性现金下滑系税费延期及投入增大所致。2022H1 经营性净现金流净额为 11.45 亿，较去年同期减少 4.47 亿元，同比-28.07%，同比下滑主要原因包括：1) 税费延期缴纳，应交税费较 2021 年末减少 2.49 亿元；2) 战略咨询投入、业务推广投入、电商渠道投入增加；3) 实施人才引进、股权激励等计划，员工薪酬也有所上涨。

图7：公司经营性现金流净额下滑



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司应交税费下降



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分品类看，传统业务创新升级稳健增长。从业务占比来看，电连接/智能电工照明/数码配件业务占比分别为 49%/48%/3%，智能电工照明业务占比进一步提升。从业务增速来看，三者 2022H1 分别同比增长 12.3%/23.6%/16.1%；智能电工照明又包括墙壁开关插座、LED 照明器件、其他智能产品三块业务，分别同比增长 14.1%/37.7%/60.7%。LED 照明器件中，无主灯业务从去年开始孵化，今年 3 月正式推出产品，上半年已实现 5400 万收入；其他智能产品主要包括浴霸、智能门锁、智能晾衣机、智能窗帘机等智能生态产品，上半年获得快速增长。

图9：公司品类营收占比

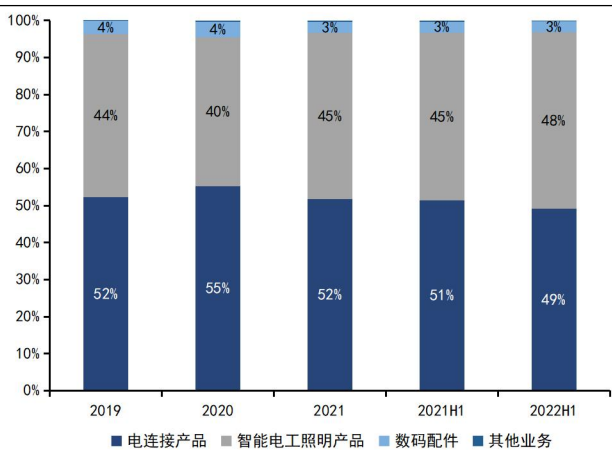
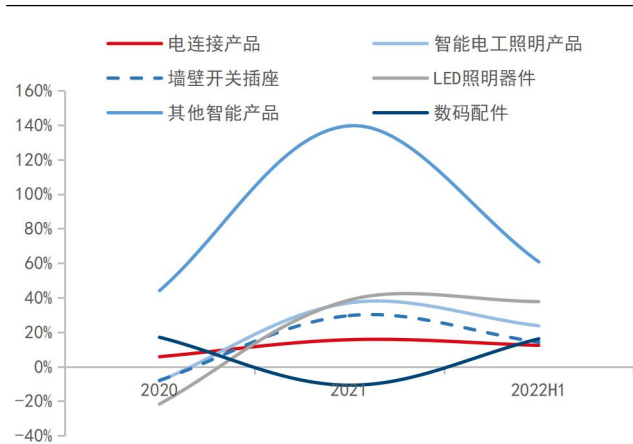


图10：公司品类营收增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分渠道看，B 端渠道重点发力。公司线下渠道以经销为主、直销为辅，在民用电工领域内创新性地推行线下“配送访销”的销售方式；线上渠道以直销+经销模式覆盖主流电商平台、短视频平台；同时加速 B 端渠道装企、工程项目的开发与销售力度，并积极探索海外市场，加快全球布局。今年上半年，C 端装饰渠道开始了新业务无主灯的市场导入，完成了 8000 多家网点的初步布局，同时进一步开展全品类专卖区下沉建设；C 端五金渠道继续保持优势；C 端数码渠道店态持续丰富；新能源渠道于今年 3 月份开始组建；B 端渠道 2022 年公牛以智控无主灯产品为核心，强化开拓头部家装公司，上半年 B 端渠道销售收入同比+69%；电商渠道坚持全品类发展战略，上半年同比+15%。

投资建议：看好新老业务及新老渠道协同并进

公司各类产品持续推陈出新，传统业务与新业务齐头并进；渠道拓展进展良好，新品类借助原有渠道获得快速增长，B 端新渠道快速拓张。我们看好公司凭借自身研发、创新、制造与渠道优势持续进入更多民用电工、智能家居相关领域，实现长期稳健成长。我们维持收入预测，同时基于原材料铜价格今年位于高位，毛利率端承压，下调业绩预测。预计 2022-2024 年收入 144.90/166.06/186.43 亿元，同比增速 17.0%/14.6%/12.3%；归母净利润 32.38/37.74/43.07 亿元(前值为 33.24/38.77/44.21 亿元)，同比增速 16.5%/16.5%/14.1%；EPS 为 5.39/6.28/7.16 元。我们维持“买入”评级和 161.3~181.2 元的合理估值区间，合理估值对应 2022 年 30~34x PE。

表1: 盈利预测与市场重要数据

	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	3238	3774	4307
(+/-%)	0.4%	20.2%	16.5%	16.5%	14.1%
每股收益(元)	3.85	4.62	5.39	6.28	7.16
经营利润率	25.9%	24.5%	24.2%	24.5%	24.7%
净资产收益率(ROE)	25.3%	25.8%	25.8%	25.8%	25.4%
市盈率(PE)	40.1	33.4	28.7	24.6	21.6
EV/EBITDA	33.9	30.0	26.4	22.9	20.3
市净率(PB)	10.16	8.64	7.41	6.36	5.47

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理估算

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	3753	4377	3158	5396	7900	营业收入	10051	12385	14490	16606	18643
应收款项	310	416	487	558	626	营业成本	6019	7809	9195	10521	11797
存货净额	788	1377	1637	1872	2098	营业税金及附加	80	83	112	128	144
其他流动资产	2803	1160	3170	3273	3166	销售费用	518	560	655	751	843
流动资产合计	10518	13257	14378	17026	19717	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)	(50)	(71)	(118)
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	16833	19700	22604	其他收入	167	371	153	198	245
短期借款及交易性金融负债	500	1174	500	500	500	营业利润	2803	3651	3941	4591	5239
应付款项	1286	1704	2026	2317	2597	营业外净收支	(48)	(326)	(68)	(78)	(88)
其他流动负债	1278	1738	1658	2150	2394	利润总额	2755	3325	3872	4513	5151
流动负债合计	3064	4617	4184	4966	5491	所得税费用	441	545	634	739	844
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	3238	3774	4307
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	4296	5088	5622	净利润	2313	2780	3238	3774	4307
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	12537	14612	16981	折旧摊销	234	223	181	213	241
负债和股东权益总计	12438	15474	16833	19700	22604	公允价值变动损失	(7)	(16)	21	12	1
						财务费用	(36)	(88)	(50)	(71)	(118)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	842	1790	(2080)	384	349
每股收益	3.85	4.62	5.39	6.28	7.16	其它	(5)	(10)	(4)	(2)	(2)
每股红利	3.81	2.06	2.42	2.82	3.22	经营活动现金流	3382	4777	1360	4383	4899
每股净资产	15.21	17.89	20.85	24.31	28.25	资本开支	0	(462)	(448)	(447)	(457)
ROIC	43%	45%	56%	66%	76%	其它投资现金流	(2007)	(3063)	0	0	0
ROE	25%	26%	26%	26%	25%	投资活动现金流	(2007)	(3525)	(448)	(447)	(457)
毛利率	40%	37%	37%	37%	37%	权益性融资	(3)	59	0	0	0
EBIT Margin	26%	25%	24%	24%	25%	负债净变化	160	(160)	0	0	0
EBITDA Margin	28%	26%	25%	26%	26%	支付股利、利息	(2286)	(1236)	(1457)	(1698)	(1938)
收入增长	0%	23%	17%	15%	12%	其它融资现金流	5899	2105	(674)	0	0
净利润增长率	0%	20%	16%	17%	14%	融资活动现金流	1644	(628)	(2132)	(1698)	(1938)
资产负债率	27%	30%	26%	26%	25%	现金净变动	3019	624	(1219)	2238	2504
息率	2.5%	1.3%	1.6%	1.8%	2.1%	货币资金的期初余额	734	3753	4377	3158	5396
P/E	40.1	33.4	28.7	24.6	21.6	货币资金的期末余额	3753	4377	3158	5396	7900
P/B	10.2	8.6	7.4	6.4	5.5	企业自由现金流	0	4089	585	3552	3980
EV/EBITDA	33.9	30.0	26.4	22.9	20.3	权益自由现金流	0	6034	(47)	3611	4079

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