2021 年 08 月 17 日

证券研究报告•2021 年半年报点评

公牛集团（603195）轻工制造

持有（维持）

当前价：175.60 元

目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

多品类协同发力，盈利能力持续释放

投资要点

- **业绩摘要：**公司发布 2021 年半年报，2021H1 公司实现营收 58.2 亿元，同比+41.6%；归母净利润 14.2 亿元，同比+76.9%；扣非净利润 13.2 亿元，同比+64.3%。单季度来看，2021Q2 公司实现营收 32.5 亿元，同比+18.9%；归母净利润 8.1 亿元，同比+28.6%；扣非后归母净利润 7.6 亿，同比+26.4%。上半年公司各产品线营收稳步增长，公司继续保持稳健经营。

- **费用投放精准化，盈利能力释放。**21 年上半年，公司综合毛利率为 37.5%（-0.2pp），毛利率稳定，主要由于公司加强成本管控，针对铜、塑料等标准化、大宗化的原材料集中采购，降低原材料成本大幅波动带来的经营风险，同时采取了一定提价措施。费用率方面，公司费用率为 10.1%（-3.5pp）。销售费用率为 4%（-1.4pp），主要由于公司减少电视广告投入，强化电商及网点的营销和品牌认知，加强费用精准投放；管理/财务/研发费用率分别为 3.5%/-0.7%/3.3%，同比-1pp/-0.2pp/-0.9pp，研发费用同比+10.8%，优势产品及生活电器等新品研发持续加强投入。综合来看，公司净利率为 24.4%（+4.9pp），降本控费的成效逐渐见诸报表端，盈利能力得到释放。单季度数据来看，2021Q2 毛利率为 37.3%(-0.7pp)；净利率为 25.1%（+1.9pp）。此外，截至报告期末公司应收账款为 1 亿元，较年初减少 44.8%，系上半年公司降低了经销商的授信额度所致；存货较年初增长 37.7%，系公司主动备货以防范原材料价格上涨所致；经营现金流净额 15.9 亿元，同比增长 8.2%，现金流保持较好。

- **传统赛道优势稳固，新品类实现快速提升。**分品类来看，1）电连接业务产品推陈出新，应用场景也进一步丰富。上半年公司布局新能源汽车电连接业务，快速开发并上市首款充电枪产品；此外依托五金渠道优势，持续培育如电工胶带、线盘等扎根业务，增强渠道和客户粘性，围绕电连接进行系统化产品布局，2021 年上半年公司电连接业务实现收入 29.9 亿元（+32%）。2）智能电工照明业务实现收入 26.4 亿元（+61%），其中墙壁开关插座业务收入同比增长 62%，LED 照明业务收入同比增长 37%，浴霸、断路器、智能家居等其他电工照明产品收入同比增长 106%，新品较快成长，家庭前装阶段一站式产品矩阵逐渐形成。3）数码配件业务收入 1.7 亿元，同比下降 10%。

- **C 端夯实渠道基础，B 端客户扩张加速。**1）在传统优势的五金渠道，公司继续加大超级售点的培育力度，提高单店效率及产出，优化市场结构。2）装饰渠道方面，围绕消费者在家庭装修前装环节一站式的购买需求，公司大力推动装饰渠道的专卖化和综合化，导入公牛墙壁开关插座、LED 照明、断路器、生活电器（浴霸）、智能门锁等电工照明产品，截止 2021 年 6 月底，已成功开发 1 万余家。3）在战略客户开拓方面，实现与 20 余家 TOP 战略房企的合作；同时，积极开拓家装公司渠道，借助装企整装及全包业务转型的契机，先后与 100 多家全国头部装饰公司，6000 多个区域头部装饰公司达成合作，扩大公牛各品类在 B 端市场的影响力。2021 年上半年 B 端渠道销售收入同比增长 346%；借助抖音、小红书、B 站、得物等数字化平台，全方位开展线上品牌传播、产品种草及销售导流，2021 年上半年电商渠道销售收入同比增长 47%。

西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣

执业证号：S1250517080002

电话：023-67511807

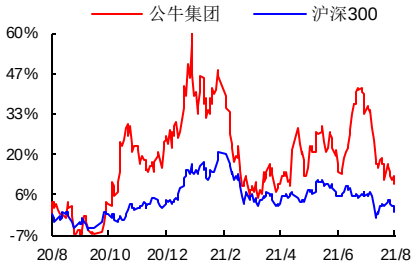
邮箱：cxin@swsc.com.cn

联系人：赵兰亭

电话：023-67511807

邮箱：zhlt@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.01
流通 A 股(亿股)	0.76
52 周内股价区间(元)	150.2-258.8
总市值(亿元)	1,055.73
总资产(亿元)	133.77
每股净资产(元)	16.34

相关研究

1. 公牛集团(603195)：产品布局逐渐完善，渠道优势进一步夯实 (2021-04-30)
2. 公牛集团（603195）：业绩显著修复，渠道优势进一步夯实 (2020-10-30)
3. 公牛集团(603195)：需求复苏业绩回暖，多渠道协同孕育新机遇 (2020-08-19)

- **不断推进自动化升级改造，提高生产效率。**2021年上半年公司持续推进精益生产及自动化改造，转换器工厂共导入153台设备、2条自动化线体；墙开工厂上半年单位人时产量提升21.4%；LED照明工厂以打造低成本、稳定的供应链为目标，通过精益改善平均提升效率15%以上；数码工厂重点打造智能柔性制造，工序效率提升50%以上；五金工厂已形成冲压-组装自动化设备全覆盖，工厂实现全新布局；注塑工厂进行自动装箱-码盘机机构和系统升级，通过与制造系统和物流系统的配合，节省了装箱及物流人员，全面提升了物流效率。公司加大对各工厂的数字化投入，坚持业务流程化、流程数字化、数字资产化，大力推进数字化变革，生产效率持续精进。

- **盈利预测与投资建议。**预计2021-2023年EPS分别为4.83元、5.75元、6.6元，对应PE分别为36倍、31倍、27倍，维持“持有”评级。

- **风险提示：**终端销售不及预期的风险；原材料价格大幅波动的风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	10051.13	12042.65	13973.52	16014.43
增长率	0.11%	19.81%	16.03%	14.61%
归属母公司净利润（百万元）	2313.43	2905.49	3454.75	3968.42
增长率	0.42%	25.59%	18.90%	14.87%
每股收益EPS（元）	3.85	4.83	5.75	6.60
净资产收益率ROE	25.32%	26.73%	27.32%	27.41%
PE	46	36	31	27
PB	11.55	9.71	8.35	7.29

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10051.13	12042.65	13973.52	16014.43
营业成本	6018.61	7073.42	8113.87	9252.03
营业税金及附加	80.33	93.57	109.00	110.50
销售费用	517.85	614.17	698.68	832.75
管理费用	430.71	867.07	1006.09	1169.05
财务费用	-35.74	10.19	3.43	1.52
资产减值损失	-6.68	0.00	0.00	0.00
投资收益	52.00	100.00	100.00	100.00
公允价值变动损益	0.00	-0.05	-0.03	-0.04
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	2802.60	3484.17	4142.40	4748.53
其他非经营损益	-47.93	-45.00	-45.00	-45.00
利润总额	2754.66	3439.17	4097.40	4703.53
所得税	441.23	533.68	642.65	735.11
净利润	2313.43	2905.49	3454.75	3968.42
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	2313.43	2905.49	3454.75	3968.42

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	2313.43	2905.49	3454.75	3968.42
折旧与摊销	234.00	263.83	363.09	462.87
财务费用	-35.74	10.19	3.43	1.52
资产减值损失	-6.68	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	875.30	-957.23	-371.64	-410.83
其他	56.89	-102.83	-101.77	-98.58
经营活动现金流净额	3437.20	2119.44	3347.86	3923.40
资本支出	-92.07	-1454.00	-1520.00	-568.00
其他	-4157.53	99.95	99.97	99.96
投资活动现金流净额	-4249.59	-1354.05	-1420.03	-468.04
短期借款	500.34	-500.34	0.00	0.00
长期借款	160.04	0.00	0.00	0.00
股权融资	3570.53	0.00	0.00	0.00
支付股利	-2280.00	-1144.80	-1677.42	-2136.98
其他	-25.32	-39.05	-3.43	-1.52
筹资活动现金流净额	1925.60	-1684.20	-1680.85	-2138.51
现金流量净额	1110.23	-918.81	246.98	1316.85

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	3752.86	2834.05	3081.03	4397.88
应收和预付款项	344.68	348.73	416.31	483.97
存货	788.24	930.43	1069.65	1218.60
其他流动资产	5632.01	6147.87	6674.50	7231.15
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1458.58	2678.44	3865.03	3999.86
无形资产和开发支出	299.98	270.61	241.24	211.87
其他非流动资产	161.19	160.88	160.56	160.25
资产总计	12437.54	13371.00	15508.32	17703.56
短期借款	500.34	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1967.83	2215.07	2567.57	2923.18
长期借款	160.04	160.04	160.04	160.04
其他负债	671.93	126.69	134.17	142.36
负债合计	3300.15	2501.79	2861.78	3225.57
股本	600.61	601.21	601.21	601.21
资本公积	3820.18	3819.58	3819.58	3819.58
留存收益	4734.47	6495.15	8272.49	10103.92
归属母公司股东权益	9137.39	10869.21	12646.55	14477.99
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	9137.39	10869.21	12646.55	14477.99
负债和股东权益合计	12437.54	13371.00	15508.32	17703.56

财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
销售收入增长率	0.11%	19.81%	16.03%	14.61%
营业利润增长率	1.22%	24.32%	18.89%	14.63%
净利润增长率	0.42%	25.59%	18.90%	14.87%
EBITDA 增长率	1.79%	25.24%	19.98%	15.61%
获利能力				
毛利率	40.12%	41.26%	41.93%	42.23%
三费率	9.08%	12.38%	12.22%	12.51%
净利率	23.02%	24.13%	24.72%	24.78%
ROE	25.32%	26.73%	27.32%	27.41%
ROA	18.60%	21.73%	22.28%	22.42%
ROIC	52.10%	56.73%	48.28%	47.36%
EBITDA/销售收入	29.86%	31.21%	32.27%	32.55%
营运能力				
总资产周转率	1.01	0.93	0.97	0.96
固定资产周转率	8.61	8.03	6.21	5.51
应收账款周转率	52.74	59.57	58.70	58.37
存货周转率	6.78	8.18	8.09	8.07
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.53%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	26.53%	18.71%	18.45%	18.22%
带息债务/总负债	20.01%	6.40%	5.59%	4.96%
流动比率	3.43	4.53	4.28	4.46
速动比率	3.18	4.12	3.87	4.05
股利支付率	98.55%	39.40%	48.55%	53.85%
每股指标				
每股收益	3.85	4.83	5.75	6.60
每股净资产	15.20	18.08	21.04	24.08
每股经营现金	5.72	3.53	5.57	6.53
每股股利	3.79	1.90	2.79	3.55

业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	3000.86	3758.19	4508.92	5212.92
PE	45.63	36.34	30.56	26.60
PB	11.55	9.71	8.35	7.29
PS	10.50	8.77	7.56	6.59
EV/EBITDA	33.11	26.58	22.10	18.86
股息率	2.16%	1.08%	1.59%	2.02%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	15395317859	15395317859	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn