公牛集团（603195）中报点评

Q2 加速恢复，逆势巩固渠道、丰富产品线

买入（维持）

2020 年 08 月 18 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	10,040	10,349	12,526	15,240
同比（%）	10.8%	3.1%	21.0%	21.7%
归母净利润（百万元）	2,304	2,308	2,822	3,428
同比（%）	37.4%	0.2%	22.3%	21.5%
每股收益（元/股）	3.84	3.85	4.70	5.71
P/E（倍）	42.13	42.02	34.42	28.33

投资要点

- **20Q2 业绩快速恢复，降幅环比收窄，转换器、数码业务快速恢复。**公司发布 2020 年半年报，报告期内实现营业收入 41.09 亿元，同比下降 17.35%；实现归属母公司净利润 8.04 亿元，同比下降 24.62%。其中 2020Q2 实现营业收入 27.29 亿元，同比下降 0.67%，环比增长 97.78%，Q2 转换器、数码配件业务快速恢复，墙开、照明仍有一定压力；Q2 实现归属母公司净利润 6.33 亿元，同比下降 4.55%，环比增长 271.67%。20H1 毛利率为 37.64%，同比下降 2.65pct，毛利率下降的主要原因是结构变化、转换器产品占比提升，以及会计口径调整影响。

- **转换器 Q2 快速恢复，加大渠道培育及拓展，上半年重点开拓贸易公司、B2B 集采平台，市场结构不断优化。**Q2 国内疫情影响趋缓后转换器业务开始快速恢复，率先实现销售正增长。产品端持续迭代，上半年公司推出 MINI 款两极插座系列；提出插座融于家居的装饰化理念，开发家居焕新插座系列。销售端加大五金渠道超级售点的培育力度，提高单店效率及产出，并借助遍布全国的经销商开拓超市、单位工程售点，上半年重点开拓贸易公司、B2B 集采平台，市场结构不断优化。

- **墙壁开关插座受下游停工影响短期承压，但 PIANO 等高端产品推出，进一步布局一线及高端市场，设立 ToB 事业部，拓展行业客户。**今年上半年受疫情影响，墙开下游的建筑、装饰市场开工情况较差，墙开需求受一定影响。产品端，定位中高端的 PIANO（皮亚诺）系列装饰开关成功上市，进一步拓展高端市场。同时公司在墙开业务部门下设 ToB 事业部，在建筑、家装等直销渠道有望实现新的拓展。

- **LED 照明同样短期承压，发挥公司渠道优势，同时产品线不断拓宽。**LED 照明下游与墙开较重叠，上半年相对承压。与此同时，公司快速拓展产品线，在基础灯具方面，全面升级筒灯、射灯、灯带，形成阶梯化矩阵式产品布局。在装饰灯方面，公司上市耀晖、郎晨等 10 款新品，产品线不断拓宽。

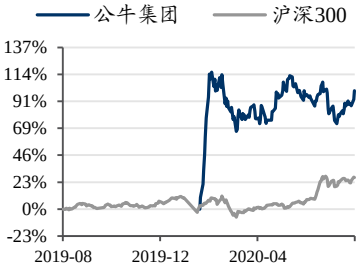
- **数码精品业务渠道、产品共同发力。**数码一方面持续拓展手机专卖店渠道、数码配件店渠道、积分商城及礼赠品渠道、小超市便利店渠道的建设，另一方面不断丰富产品系列，积极拓展 65W 及更大充电功率的快充电源产品，同时布局 TWS、高功率密度的电源等产品技术。

- **盈利预测与投资评级：**预计 2020-22 年公司归母净利润分别 23.08 亿、28.22 亿、34.28 亿，同比分别+0.2%、+22.3%、+21.5%，对应现价 PE 分别 42 倍、34 倍、28 倍，给予目标价 188 元，对应 21 年 40 倍 PE，维持“买入”评级。

- **风险提示：**宏观经济下行，竞争加剧等

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
研究助理 柴嘉辉
chaijh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	161.77
一年最低/最高价	71.34/193.99
市净率(倍)	12.81
流通 A 股市值(百万元)	9706.20

基础数据

每股净资产(元)	12.63
资产负债率(%)	28.04
总股本(百万股)	600.61
流通 A 股(百万股)	60.00

相关研究

1、《公牛集团（603195）：年报靓丽，股权激励落地，疫情短期影响销售》2020-04-28

2、《公牛集团（603195）：民用电工王牌，品类拓展再起航》2020-01-20

请务必阅读正文之后的免责声明部分

20Q2 业绩快速恢复，降幅环比收窄，转换器、数码业务快速恢复。公司发布 2020 年半年报，报告期内实现营业收入 41.09 亿元，同比下降 17.35%；实现归属母公司净利润 8.04 亿元，同比下降 24.62%。其中 2020Q2 实现营业收入 27.29 亿元，同比下降 0.67%，环比增长 97.78%，Q2 转换器、数码配件业务快速恢复，墙开、照明仍有一定压力；Q2 实现归属母公司净利润 6.33 亿元，同比下降 4.55%，环比增长 271.67%。20H1 毛利率为 37.64%，同比下降 2.65pct，20Q2 毛利率 37.99%，同比下降 5.43pct，环比上升 1.04pct，毛利率下降的主要原因是结构变化、转换器产品占比提升，以及会计口径调整影响（物流成本从费用被分类至成本中）。

表 1：公牛集团中报核心财务数据（亿元）

公牛集团	2020H1	2019H1	同比	2020Q2	2019Q2	同比	2020Q1	环比
营业收入	41.09	49.71	-17.4%	27.29	27.47	-0.7%	13.80	97.8%
毛利率	37.6%	40.3%	-2.6pct	38.0%	43.4%	-5.4pct	37.0%	1.0pct
营业利润	9.65	12.92	-25.3%	7.55	8.19	-7.8%	2.10	260.3%
利润总额	9.45	12.46	-24.2%	7.44	7.73	-3.7%	2.01	271.0%
归属母公司净利润	8.04	10.66	-24.6%	6.33	6.64	-4.6%	1.70	271.7%
扣非归母净利润	8.04	10.63	-24.3%	6.03	-	-	2.01	200.2%
归母净利率	19.6%	21.4%	-1.9pct	23.2%	24.2%	-0.9pct	12.4%	10.9pct
股本	6.00	5.40	-	6.01	5.40	-	6.00	-
EPS	1.34	1.97	-32.2%	1.05	1.23	-14.2%	0.28	271.3%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

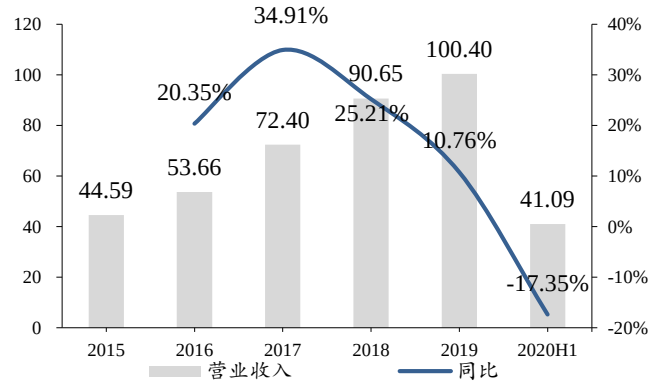
表 2：公牛集团分季度核心财务数据（百万元）

	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	1Q2019	2Q2019	3Q2019	4Q2019	1Q2020	2Q2020
营业收入	2,049	未披露	6,558	2,507	2,224	2,747	2,560	2,509	1,380	2,729
营业收入 YoY	—		—	-65%	9%	—	-61%	0%	-38%	-1%
营业成本	1,333		4,235	1,510	1,414	1,554	1,422	1,492	870	1,692
营业税金及附加	15		52	17	24	21	15	16	13	38
销售费用	171		556	190	138	192	192	204	104	120
管理费用	80		528	165	93	104	106	76	73	110
研发费用					94	98	73	128	81	92
财务费用	7		5	1	2	(2)	(18)	1	(9)	(14)
营业利润	386		1,295	665	473	819	802	675	210	755
归母净利润	321		1,106	571	403	664	686	551	170	633
主营业务毛利率	34.9%		35.4%	39.8%	36.4%	43.4%	44.5%	40.5%	37.0%	38.0%
销售费用率	8.3%		8.5%	7.6%	6.2%	7.0%	7.5%	8.1%	7.5%	4.4%
管理费用率	3.9%		8.0%	6.6%	4.2%	3.8%	4.2%	3.0%	5.3%	4.0%
研发费用率					4.2%	3.6%	2.8%	5.1%	5.9%	3.4%
财务费用率	0.3%		0.1%	0.0%	0.1%	-0.1%	-0.7%	0.1%	-0.6%	-0.5%
净利润率	15.7%		16.9%	22.8%	18.1%	24.2%	26.8%	22.0%	12.4%	23.2%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

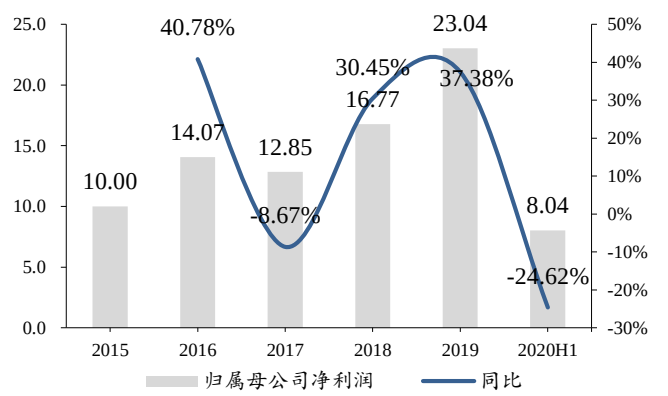
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：H1 收入 41.09 亿元，同比-17.35%



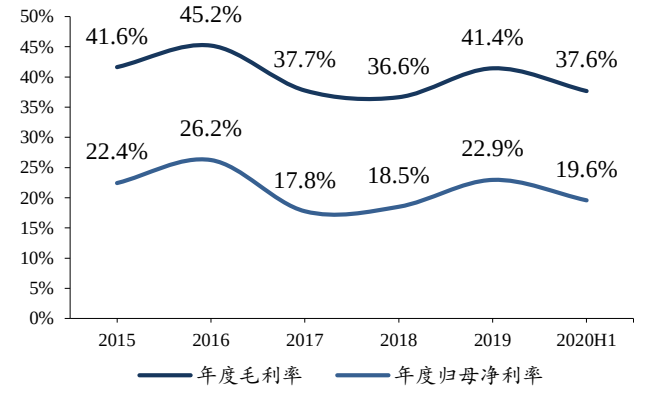
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：H1 归母净利润 8.04 亿元，同比-24.62%



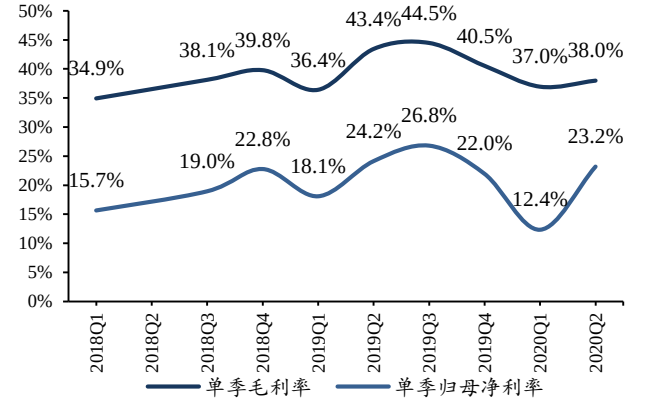
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：20H1 毛利率、净利率同比-2.65、-1.89pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：20Q2 毛利率、净利率同比-5.43、-0.95pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

转换器 Q2 快速恢复，加大渠道培育及拓展，上半年重点开拓贸易公司、B2B 集采平台，市场结构不断优化。Q2 国内疫情影响趋缓后转换器业务开始快速恢复，率先实现销售正增长。产品端持续迭代，上半年公司推出 MINI 款两极插座系列，以突出的性价比迅速抢占市场，市场份额持续增长；提出插座融于家居的装饰化理念，开发家居焕新插座系列；在外观方面，通过新工艺、新材料的运用，使插座呈现自然原木肌理，融于现代流行家装风格；在设计方面，自主研发全新纯平式机械开关，保证了良好的外观效果及按压时的手感体验，并通过巧妙的侧插孔布局，解决了用户在用大体积插头时可能产生的干涉问题。销售端加大五金渠道超级售点的培育力度，提高单店效率及产出，并借助遍布全国的经销商开拓超市、单位工程售点，上半年重点开拓贸易公司、B2B 集采平台，市场结构不断优化。

墙壁开关插座受下游停工影响短期承压，但 PIANO 等高端产品推出，进一步布局一线及高端市场，设立 ToB 事业部，拓展行业客户。今年上半年受疫情影响，墙开下游的建筑、装饰市场开工情况较差，墙开需求受一定影响。产品端，定位中高端的 PIANO（皮亚诺）系列装饰开关成功上市，创造性推出金属款、玻璃款以及智能款，全新结构

设计实现多材质、多工艺的兼容性和可拓展性。公司紧跟智能化大潮，深化智能产品布局。创造性提出“原位替换”的产品概念，聚焦单火进行技术攻关。同时公司在墙开业务部门下设 ToB 事业部，在建筑、家装等直销渠道有望实现新的拓展。

LED 照明同样短期承压，发挥公司渠道优势，同时产品线不断拓宽。LED 照明下游与墙开较重叠，上半年相对承压。与此同时，公司快速拓展产品线，持续丰富不同使用场景下的替换类光源产品，推出 T 型球泡灯、T5 及 T8 灯管、办公平板灯、投光灯、工矿灯等新品。在基础灯具方面，重新匹配市场需求，快速开发差异化的高品质产品，全面升级筒灯、射灯、灯带，形成阶梯化矩阵式产品布局。在装饰灯方面，公司上市耀晖、郎晨等 10 款新品，产品线不断拓宽。

数码精品业务渠道、产品共同发力。数码一方面持续拓展手机专卖店渠道、数码配件店渠道、积分商城及礼赠品渠道、小超市便利店渠道，加大与品牌手机厂商的渠道合作，并借助配送平台开展送货到家业务，另一方面借助售点店招等广告、新媒体推广模式，持续提升品牌知名度与美誉度。产品端，积极拓展 65W 及更大充电功率的快充电源产品，着重在多协议兼容快充、氮化镓新材料应用以及提升用电体验和用电安全等方面进行技术研究和产品布局；同时公司面向未来，布局 TWS、高功率密度的电源等产品技术。

智能电工不断加码。2020 年上半年公司重点推进智能墙壁开关插座产品的研发，持续优化公牛智家 APP 的用户体验，同时加快智能模块和公牛云的开发，扩大业务中台的开放性，实现与阿里、百度、京东、小米等物联网平台的云云对接，支持多款主流智能音箱的语音控制。

2020H 受疫情影响，线上销售模式发展迅速，公司积极开展数字化营销，借助抖音、小红书、微信、微博等数字化平台全方位地开展线上品牌、产品传播及销售导流。20H1 公司转换器、墙壁开关插座两个品类天猫市场占有率继续保持第一。

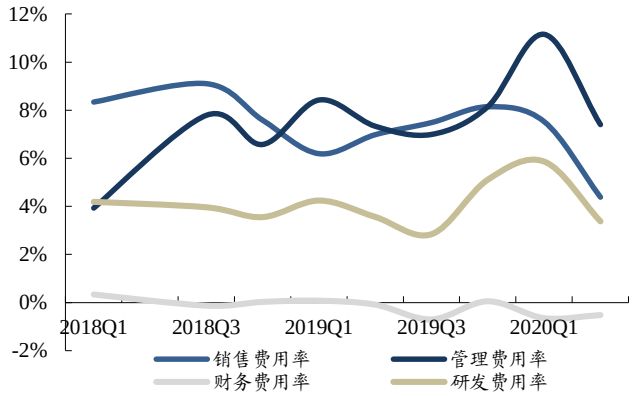
费用及费用率均有所下降，包含了部分会计口径调整（物流成本从费用被分类至成本中）。公司 20H1 费用同比下降 22.46%至 5.57 亿元，期间费用率下降 0.89 个百分点至 13.55%。其中，销售、管理（含研发）、研发费用分别同比下降 32.17%、下降 6.99%、下降 9.95%至 2.24 亿元、3.56 亿元、1.73 亿元；费用率分别下降 1.19、上升 0.84、上升 0.35 个百分点至 5.44%、8.67%、4.21%。20Q2，销售、管理（含研发）、研发费用分别同比-37.58%/+6.06%/-5.86%，费用率分别为 4.39%/7.40%/3.37%。

图 5：20H1 期间费用 5.57 亿元，同比-22.46%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

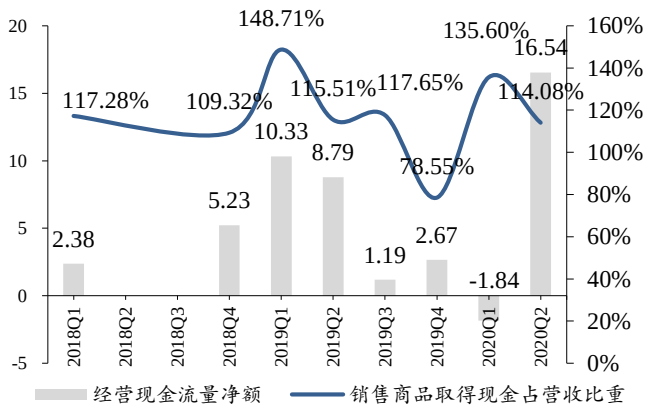
图 6：20Q2 期间费用率 11.27%，同比-2.95pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

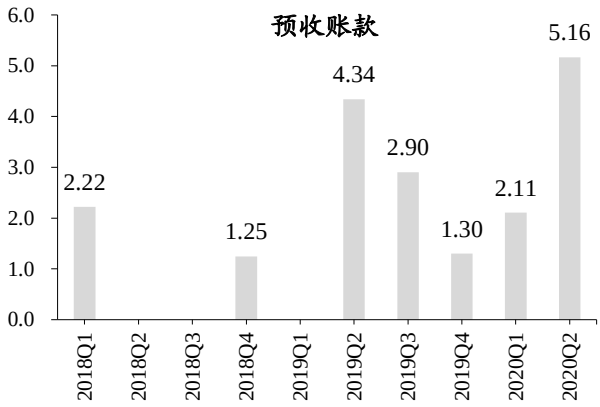
二季度现金流同比大幅改善，预收款、应收、存货有所增长。2020H1 经营活动现金流量净流入 14.70 亿元，同比下降 23.09%；销售商品取得现金 49.84 亿元，同比下降 23.10%。期末预收款项 5.16 亿元，同比+19.06%。期末应收账款 1.46 亿元，较期初下降 0.51 亿元，应收账款周转天数上升 0.2 天至 7.53 天。期末存货 7.49 亿元，较期初下降 2.3 亿元；存货周转天数上升 5.93 天至 60.73 天。Q2 经营活动现金流量净额 16.54 亿元；存货下降 1.16 亿元至 7.49 亿元；应收账款减少 0.37 亿元至 1.46 亿元。

图 7：现金净流入 16.54 亿元，同比+88.27%



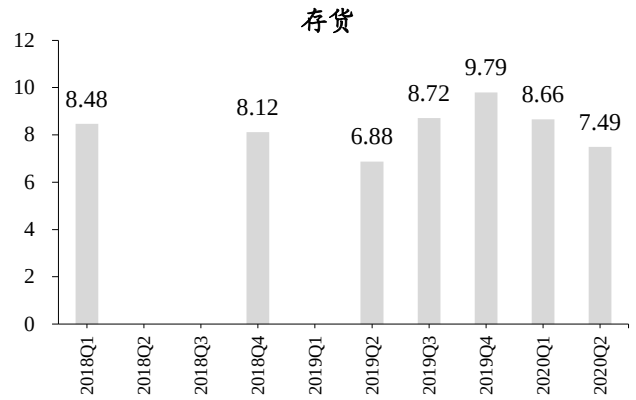
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：期末预收款项 5.16 亿元，同比+19.06%



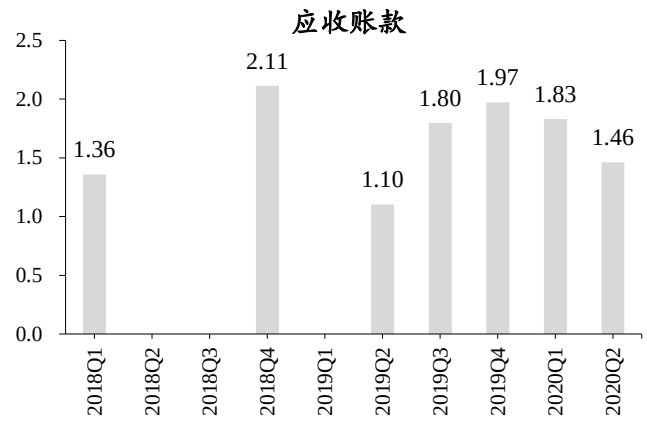
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：期末存货 7.49 亿元，较期初+2.3 亿元



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：期末应收账款 1.46 亿元，较期初+0.51 亿元



数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利预测与投资建议：预计 2020-22 年公司归母净利润分别 23.08 亿、28.22 亿、34.28 亿，同比分别+0.2%、+22.3%、+21.5%，对应现价 PE 分别 42 倍、34 倍、28 倍，给予目标价 188 元，对应 21 年 40 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，投资不及预期

公牛集团三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**5,641**	**8,282**	**9,813**	**12,433**
现金	734	3,427	4,401	6,947
应收账款	197	224	286	334
存货	979	899	1,373	1,391
其他流动资产	3,731	3,733	3,754	3,761
非流动资产	**1,775**	**1,749**	**1,934**	**2,163**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,153	1,124	1,306	1,522
在建工程	238	195	185	180
无形资产	310	356	369	387
其他非流动资产	74	74	74	74
资产总计	**7,417**	**10,031**	**11,748**	**14,596**
流动负债	**1,830**	**2,076**	**2,512**	**2,928**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1,164	1,392	1,700	2,061
其他流动负债	665	684	811	867
非流动负债	**36**	**36**	**36**	**36**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	36	36	36	36
负债合计	**1,865**	**2,112**	**2,547**	**2,964**
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	5,551	7,919	9,200	11,632
负债和股东权益	**7,417**	**10,031**	**11,748**	**14,596**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,297	2,590	2,646	3,703
投资活动现金流	-1,792	-9	-236	-316
筹资活动现金流	-5	112	-1,436	-841
现金净增加额	502	2,693	974	2,546
折旧和摊销	197	130	150	184
资本开支	449	-26	186	229
营运资本变动	-109	299	-122	343

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**10,040**	**10,349**	**12,526**	**15,240**
减:营业成本	5,882	6,170	7,464	9,080
营业税金及附加	75	80	94	116
营业费用	725	776	939	1,143
管理费用	773	797	965	1,173
财务费用	-17	-52	-105	-155
资产减值损失	-1	0	0	0
加:投资净收益	106	95	101	100
其他收益	66	52	65	60
营业利润	**2,769**	**2,725**	**3,333**	**4,041**
加:营业外净收支	-74	-17	-30	-32
利润总额	**2,695**	**2,708**	**3,304**	**4,009**
减:所得税费用	391	400	481	581
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**2,304**	**2,308**	**2,822**	**3,428**
EBIT	2,673	2,645	3,186	3,838
EBITDA	2,870	2,775	3,336	4,023

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	3.84	3.85	4.70	5.71
每股净资产(元)	9.25	13.10	15.23	19.29
发行在外股份(百万股)	540	601	601	601
ROIC(%)	58.0%	63.4%	70.4%	87.5%
ROE(%)	41.5%	29.4%	30.9%	29.6%
毛利率(%)	41.4%	40.4%	40.4%	40.4%
销售净利率(%)	22.9%	22.3%	22.5%	22.5%
资产负债率(%)	25.1%	21.1%	21.7%	20.3%
收入增长率(%)	10.8%	3.1%	21.0%	21.7%
净利润增长率(%)	37.4%	0.2%	22.3%	21.5%
P/E	42.13	42.02	34.42	28.33
P/B	17.49	12.35	10.62	8.39
EV/EBITDA	31.64	31.75	26.11	21.02

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn