

# 公牛集团 (603195)

证券研究报告

2022年08月19日

## 营收逆势增长，Q2 盈利能力企稳回升

**事件:** 公司 22H1 实现营业总收入 68.4 亿元, 同比+17.5%; 归母净利润 15.1 亿元, 同比+6.1%; 扣非归母净利润 13.7 亿元, 同比+3.9%。其中, 22Q2 实现营业总收入 37.6 亿元, 同比+15.8%; 归母净利润 8.7 亿元, 同比+6.4%; 扣非归母净利润 8.1 亿元, 同比+6.3%。

**营收符合预期, 盈利能力企稳回升。** 公司 22H1 实现营业总收入 68.4 亿元, 同比+17.5%, 疫情扰动下双线渠道仍实现坚挺增长。分板块来看, 各业务线的成长性基本延续 21 年的增势, 22H1 公司电连接/智能电工照明/数码配件业务收入分别为 33.6/32.6/2.0 亿元, 同比+12.3%/+23.6%/+16.1%, 智能电工照明中墙开插座/LED 照明/其他产品收入分别同比+14.1%/+37.7%/+60.7%。22Q2 公司整体毛利率 37.1%, 同比-0.1pct, 环比 21Q4/22Q1 的-9.3/-3.3pct 降幅进一步收窄, 主要因为 Q1 墙开、LED 等产品进行的提价效果逐步显现, 且主要原材料铜的价格近期回落明显, 我们预计伴随成本进一步改善以及低基数显现, 公司下半年的盈利将加速增长。费用端, 公司 22Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.8%/2.9%/3.7%/-0.8%, 同比+1.2/-0.5/+0.2/+0.1pct, 公司今年起主动加大战略咨询、营销投入, 助推建设全品类的民用电工品牌。叠加 Q2 审慎计提了坏账准备, 公司 22Q2 归母净利率同比-2.1pct 至 23.0%。

**基本盘业务逆势增长, 新兴业务布局快速落地。** 转换器渠道壁垒夯实, 龙头地位稳固; 墙开业务持续深耕, 构建阶梯化产品矩阵; 加快数码配件新品上市, 加深线上渠道转型, 推出超级快充+户外储能产品提升竞争力。新兴业务方面, 1) 新能源电连接, 推出直流桩拓宽价格带, 电商渠道实现领跑, 并于 3 月起组建新能源渠道并大力拓展, 截至中报 C 端已开拓专业售点 1000+家, B 端开发试点、销售逐月增长。2) 22 年智能无主灯业务快速导入市场, 完成 8000+家网点初步布局。同时, 公司依托以无主灯为核心的智能生态产品, 加深与多家国内知名装企的合作, 已覆盖核心网点超万家, 带动上半年 B 端渠道收入同比+69%、智能生态产品收入同比+61%。伴随丰富产品矩阵构建, 公司同步推进下沉渠道建设, 截至 22H1 已完成 7000+家乡镇专卖区布局, 进一步增厚渠道壁垒。

**投资建议:** 公司作为电工龙头, 长期发展逻辑清晰——优势品类墙开插座、转换器稳健成长, 龙头地位夯实; 充电桩/桩、智能家居生态渠道快速铺开, 有望逐步贡献收入体量; 数码配件明确发力电商, 抢先入局快充+户储。我们持续看好公司民用电工领域龙头地位及入局新赛道的成长性。预计 22-24 年净利润 32.9/38.6/45.7 亿元(考虑到 Q2 毛利环比改善明显, 较前值 31.5/36.9/42.4 亿元上提), 对应估值为 27.6x/23.6x/19.9x, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 新业务发展不达预期的风险; 新渠道开拓不达预期的风险; 原材料价格继续上涨的风险; 房地产市场波动的风险; 市场竞争加剧的风险。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,051.13	12,384.92	14,740.53	17,043.00	19,405.16
增长率(%)	0.11	23.22	19.02	15.62	13.86
EBITDA(百万元)	3,295.87	3,934.95	4,025.18	4,695.51	5,526.10
归属母公司净利润(百万元)	2,313.43	2,780.36	3,294.36	3,862.31	4,568.12
增长率(%)	0.42	20.18	18.49	17.24	18.27
EPS(元/股)	3.85	4.63	5.48	6.42	7.60
市盈率(P/E)	39.35	32.75	27.64	23.57	19.93
市净率(P/B)	9.96	8.46	7.15	6.06	5.14
市销率(P/S)	9.06	7.35	6.18	5.34	4.69
EV/EBITDA	35.55	23.18	20.25	16.77	13.76

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	151.45 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	601.15
流通 A 股股本(百万股)	74.50
A 股总市值(百万元)	91,044.53
流通 A 股市值(百万元)	11,283.49
每股净资产(元)	17.61
资产负债率(%)	30.14
一年内最高/最低(元)	188.68/122.88

### 作者

孙谦	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521050004	
sunqiana@tfzq.com	
宗艳	分析师
SAC 执业证书编号: S1110522070002	
zongyan@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源: 聚源数据

### 相关报告

- 《公牛集团-公司专题研究:跟踪报告二: 电工龙头, 坚定生长》2022-05-17
- 《公牛集团-季报点评:收入稳健增长, 盈利能力环比改善》2022-04-26
- 《公牛集团-年报点评报告:营收重回增长, 看好新业务发展潜力》2022-04-13

## 事件

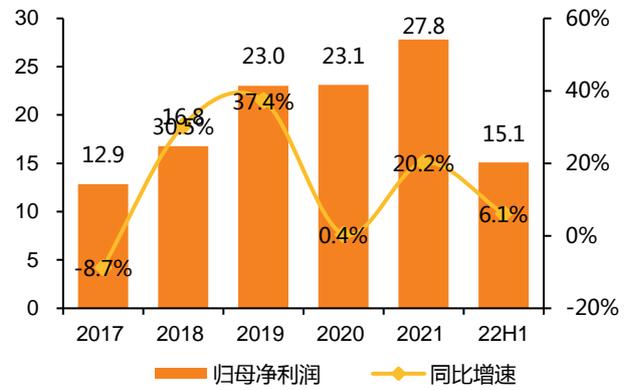
公司 22H1 实现营业总收入 68.4 亿元，同比+17.5%；归母净利润 15.1 亿元，同比+6.1%；扣非归母净利润 13.7 亿元，同比+3.9%。其中，22Q2 实现营业总收入 37.6 亿元，同比+15.8%；归母净利润 8.7 亿元，同比+6.4%；扣非归母净利润 8.1 亿元，同比+6.3%。

图 1：公牛集团近年来营收及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：公牛集团近年来归母净利润及增速（亿元，%）

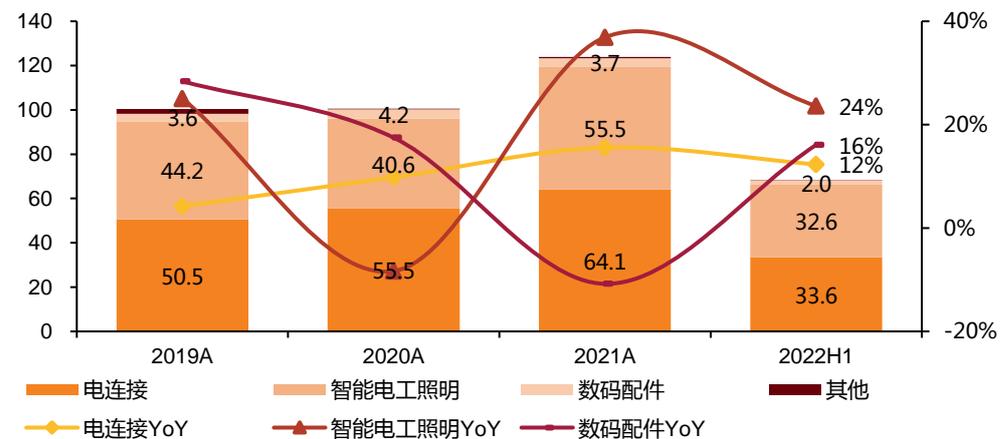


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 点评

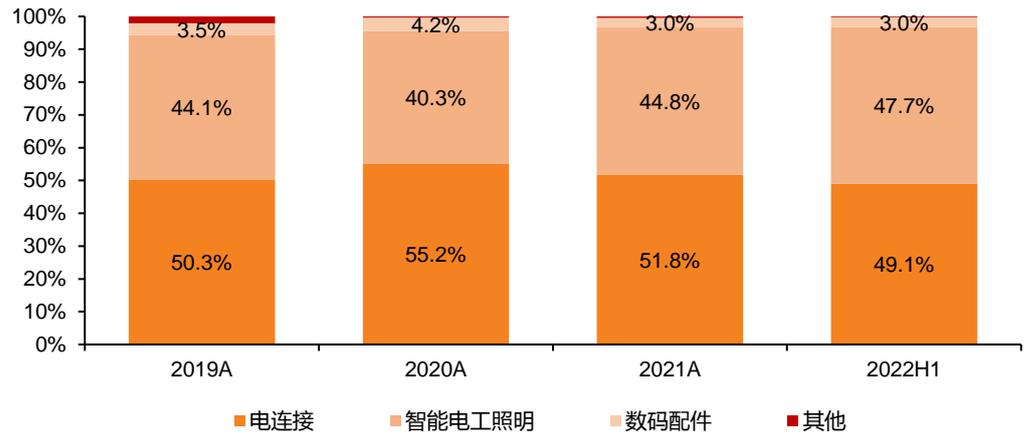
**营收符合预期，盈利能力企稳回升。**公司 22H1 实现营业总收入 68.4 亿元，同比+17.5%，疫情扰动下双线渠道仍实现坚挺增长。分板块来看，各业务线的成长性基本延续 21 年的增势，22H1 公司电连接/智能电工照明/数码配件业务收入分别为 33.6/32.6/2.0 亿元，同比+12.3%/+23.6%/+16.1%，智能电工照明中墙开插座/LED 照明/其他产品收入分别同比+14.1%/+37.7%/+60.7%。

图 3：公牛集团近年来分业务板块营收及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，公司半年报，天风证券研究所

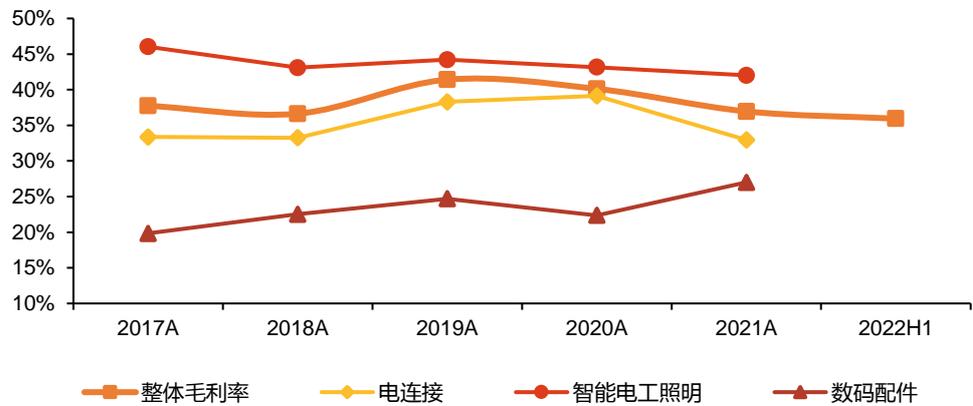
图 4：公牛集团近年来分业务板块营收占比（%）



资料来源：Wind，公司半年报，天风证券研究所

22Q2 公司整体毛利率 37.1%，同比-0.1pct，环比 21Q4/22Q1 的 -9.3/-3.3pct 降幅进一步收窄，主要因为 Q1 墙开、LED 等产品进行的提价效果逐步显现，且主要原材料铜的价格近期回落明显，我们预计伴随成本进一步改善以及低基数显现，公司下半年的盈利将加速增长。

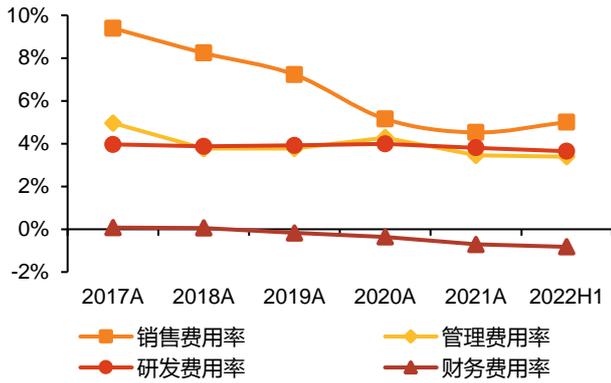
图 5：公牛集团近年来分业务板块毛利率



资料来源：Wind，公司半年报，天风证券研究所

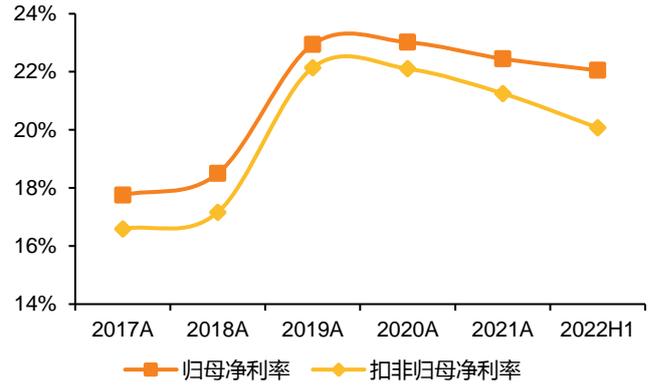
费用端，公司 22Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.8%/2.9%/3.7%/-0.8%，同比+1.2/-0.5/+0.2/+0.1pct，公司今年起主动加大战略咨询、营销投入，助推建设全品类的民用电工品牌。叠加 Q2 审慎计提了坏账准备，公司 22Q2 归母净利率同比-2.1pct 至 23.0%。

图 6：2017-22H1 公牛集团四费率率



资料来源：Wind，公司半年报，天风证券研究所

图 7：2017-22H1 公牛集团销售净利率

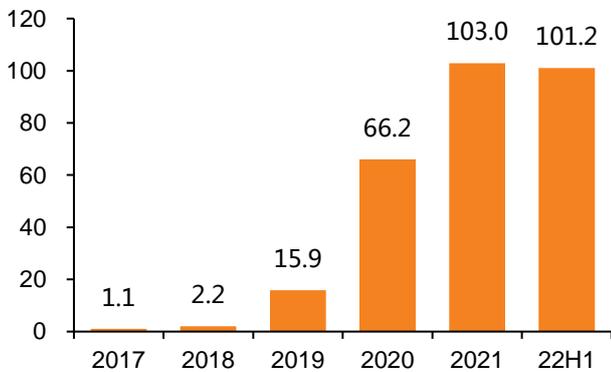


资料来源：Wind，公司半年报，天风证券研究所

**基本盘业务逆势增长，新兴业务布局快速落地。**基本盘方面，转换器渠道壁垒夯实，龙头地位稳固；墙开业务持续深耕，构建阶梯化产品矩阵；加快数码配件新品上市，加深线上渠道转型，推出超级快充+户外储能产品提升竞争力。新兴业务方面，1) 新能源电连接，推出直流桩拓宽价格带，电商渠道实现领跑的同时，3 月起组建新能源渠道并大力拓展，截至中报 C 端已开拓专业售点 1000+家，B 端开发试点、销售逐月增长。2) 22 年智能无主灯业务快速导入市场，完成 8000+家网点初步布局。同时，公司依托以无主灯为核心的智能生态产品，加深与多家国内知名装企的合作，已覆盖核心网点超万家，带动上半年 B 端渠道收入同比+69%、智能生态产品收入同比+61%。伴随丰富产品矩阵构建，公司同步推进下沉渠道建设，截至 22 年中报，已完成 7000+家乡镇专卖区布局，进一步增厚渠道壁垒。

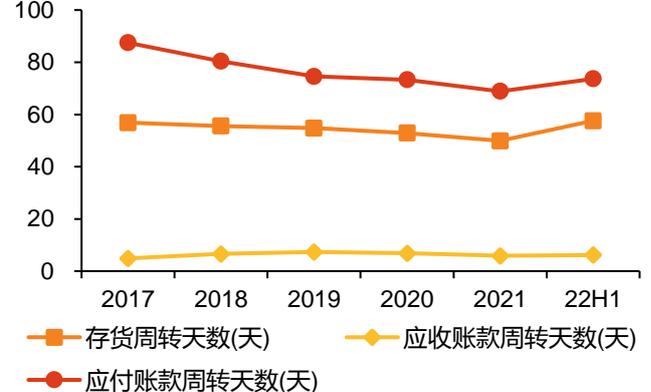
**从资产负债表看，**截至 22 年中报，公司货币资金+交易性金融资产规模合计 101.2 亿元，较 21 年末的 103.0 亿元降低 1.8%；应收票据和账款合计 2.5 亿元，较 21 年末+14.1%，我们预计为电商渠道快速发展导致；存货 14.3 亿元，较 21 年末+3.6%，我们预计为疫情形势下为避免物流端受阻，公司加大转换器、墙开硬通货储备。从周转天数看，公司 22H1 存货/应收账款/应付账款周转天数分别为 57.6/6.2/73.3 天，较 21 年+7.7/+0.3/+4.8 天，公司应收周转效率较高，且上游议价权进一步提升。

图 8：公牛集团近年来货币资金+交易性金融资产规模（亿元）



资料来源：Wind，公司半年报，天风证券研究所

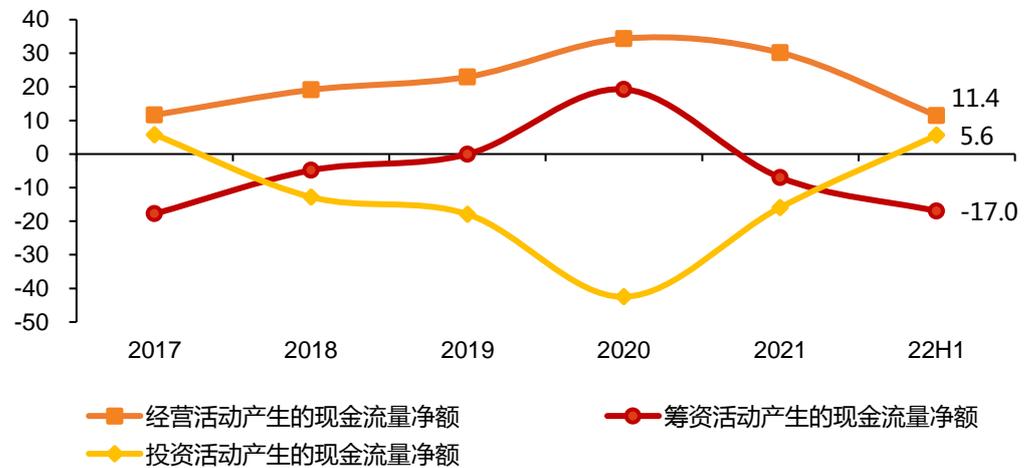
图 9：公牛集团近年来存货、应收账款、应付账款周转天数（天）



资料来源：Wind，公司半年报，天风证券研究所

从现金流看，公司 22H1 经营活动产生的现金流量净额为 11.4 亿元，同比-28.1%，主要因为税费缴纳延期及原材料采购现金增加，同时我们预计与电商渠道业务推广投入有关；投资活动产生现金流 5.6 亿元，同比+505.7%；筹资活动产生现金流-17.0 亿元，同比-281.0%。

图 10：2017-22H1 公牛集团经营活动、投资活动、筹资活动产生的现金流量净额（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 投资建议

公司作为电工龙头，长期发展逻辑清晰——优势品类墙开插座、转换器稳健成长，龙头地位夯实；充电枪/桩、智能家居生态渠道快速铺开，有望逐步贡献收入体量；数码配件明确发力电商，抢先入局快充+户储。我们持续看好公司民用电工领域龙头地位及入局新赛道的成长性。预计 22-24 年净利润 32.9/38.6/45.7 亿元（考虑到 Q2 毛利环比改善明显，较前值 31.5/36.9/ 42.4 亿元上提），对应估值为 27.6x/23.6x/19.9x，维持“买入”评级。

## 风险提示

新业务发展不达预期的风险；新渠道开拓不达预期的风险；原材料价格继续上涨的风险；房地产市场波动的风险；市场竞争加剧的风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,752.86	4,377.23	7,465.05	10,169.52	12,829.79
应收票据及应收账款	183.93	220.01	338.94	307.32	428.52
预付账款	34.71	29.14	54.21	41.14	66.76
存货	788.24	1,376.99	1,276.75	1,704.81	1,609.02
其他	5,758.05	7,253.59	5,498.93	5,701.29	5,534.92
<b>流动资产合计</b>	<b>10,517.79</b>	<b>13,256.95</b>	<b>14,633.90</b>	<b>17,924.08</b>	<b>20,469.00</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,181.78	1,493.73	1,263.24	1,032.75	802.26
在建工程	278.13	198.36	198.36	198.36	198.36
无形资产	299.98	295.77	279.43	263.09	246.74
其他	159.85	229.09	100.32	93.96	93.96
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,919.75</b>	<b>2,216.95</b>	<b>1,841.36</b>	<b>1,588.15</b>	<b>1,341.32</b>
<b>资产总计</b>	<b>12,437.54</b>	<b>15,473.90</b>	<b>16,475.25</b>	<b>19,512.23</b>	<b>21,810.32</b>
短期借款	500.34	500.43	680.40	510.30	382.73
应付票据及应付账款	1,285.82	1,704.02	1,831.58	2,028.97	2,141.03
其他	944.39	1,974.21	1,176.77	1,912.71	1,537.06
<b>流动负债合计</b>	<b>2,730.55</b>	<b>4,178.66</b>	<b>3,688.74</b>	<b>4,451.98</b>	<b>4,060.82</b>
长期借款	160.04	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	75.82	101.50	48.56	48.56	48.56
<b>非流动负债合计</b>	<b>235.85</b>	<b>101.50</b>	<b>48.56</b>	<b>48.56</b>	<b>48.56</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,300.15</b>	<b>4,718.15</b>	<b>3,737.31</b>	<b>4,500.54</b>	<b>4,109.38</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	600.61	601.18	601.15	601.15	601.15
资本公积	3,820.18	3,914.07	3,914.07	3,914.07	3,914.07
留存收益	4,734.47	6,313.68	8,253.07	10,526.81	13,216.07
其他	(17.86)	(73.17)	(30.34)	(30.34)	(30.34)
<b>股东权益合计</b>	<b>9,137.39</b>	<b>10,755.75</b>	<b>12,737.95</b>	<b>15,011.69</b>	<b>17,700.94</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12,437.54</b>	<b>15,473.90</b>	<b>16,475.25</b>	<b>19,512.23</b>	<b>21,810.32</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2,313.43	2,780.36	3,294.36	3,862.31	4,568.12
折旧摊销	234.00	229.58	246.83	246.83	246.83
财务费用	13.00	41.13	(113.50)	(122.37)	(135.84)
投资损失	(52.00)	(190.03)	(116.07)	(120.00)	(120.00)
营运资金变动	1,311.04	1,835.35	(1,935.25)	279.10	(248.06)
其它	(382.27)	(1,682.07)	(0.05)	(0.05)	(0.05)
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,437.20</b>	<b>3,014.33</b>	<b>1,376.33</b>	<b>4,145.83</b>	<b>4,311.01</b>
资本支出	251.96	425.17	52.93	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(4,501.56)	(2,014.16)	3,126.54	120.07	120.02
<b>投资活动现金流</b>	<b>(4,249.59)</b>	<b>(1,588.99)</b>	<b>3,179.47</b>	<b>120.07</b>	<b>120.02</b>
债权融资	696.12	601.80	(155.80)	27.15	108.10
股权融资	2,351.51	(1,403.68)	(1,312.17)	(1,588.57)	(1,878.87)
其他	(1,122.03)	101.07	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,925.60</b>	<b>(700.81)</b>	<b>(1,467.97)</b>	<b>(1,561.42)</b>	<b>(1,770.77)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>1,113.21</b>	<b>724.53</b>	<b>3,087.82</b>	<b>2,704.47</b>	<b>2,660.26</b>

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>10,051.13</b>	<b>12,384.92</b>	<b>14,740.53</b>	<b>17,043.00</b>	<b>19,405.16</b>
营业成本	6,018.61	7,808.54	9,098.54	10,407.93	11,777.65
营业税金及附加	80.33	82.79	102.45	117.60	128.07
销售费用	517.85	560.19	776.83	944.18	956.67
管理费用	430.71	427.62	499.70	567.53	624.85
研发费用	401.18	471.02	608.78	685.13	766.70
财务费用	(35.74)	(87.84)	(113.50)	(122.37)	(135.84)
资产/信用减值损失	(14.11)	(41.00)	(22.10)	(18.30)	(16.80)
公允价值变动收益	0.00	0.00	(0.05)	(0.05)	(0.05)
投资净收益	52.00	190.03	116.07	120.00	120.00
其他	(202.29)	(677.67)	(121.58)	(117.78)	(116.28)
<b>营业利润</b>	<b>2,802.60</b>	<b>3,651.26</b>	<b>3,983.23</b>	<b>4,662.42</b>	<b>5,506.48</b>
营业外收入	2.98	4.35	3.98	3.98	3.98
营业外支出	50.91	330.66	47.57	47.57	47.57
<b>利润总额</b>	<b>2,754.66</b>	<b>3,324.96</b>	<b>3,939.64</b>	<b>4,618.84</b>	<b>5,462.90</b>
所得税	441.23	544.60	645.28	756.52	894.77
<b>净利润</b>	<b>2,313.43</b>	<b>2,780.36</b>	<b>3,294.36</b>	<b>3,862.31</b>	<b>4,568.12</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,313.43</b>	<b>2,780.36</b>	<b>3,294.36</b>	<b>3,862.31</b>	<b>4,568.12</b>
每股收益(元)	3.85	4.63	5.48	6.42	7.60

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	0.11%	23.22%	19.02%	15.62%	13.86%
营业利润	1.22%	30.28%	9.09%	17.05%	18.10%
归属于母公司净利润	0.42%	20.18%	18.49%	17.24%	18.27%
<b>获利能力</b>					
毛利率	40.12%	36.95%	38.28%	38.93%	39.31%
净利率	23.02%	22.45%	22.35%	22.66%	23.54%
ROE	25.32%	25.85%	25.86%	25.73%	25.81%
ROIC	59.78%	98.61%	231.60%	118.11%	166.66%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	26.53%	30.49%	22.68%	23.07%	18.84%
净负债率	-33.84%	-29.78%	-51.50%	-62.35%	-68.06%
流动比率	3.43	2.87	3.97	4.03	5.04
速动比率	3.18	2.57	3.62	3.64	4.64
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	52.74	61.32	52.74	52.74	52.74
存货周转率	11.37	11.44	11.11	11.43	11.71
总资产周转率	1.01	0.89	0.92	0.95	0.94
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	3.85	4.63	5.48	6.42	7.60
每股经营现金流	5.72	5.01	2.29	6.90	7.17
每股净资产	15.20	17.89	21.19	24.97	29.45
<b>估值比率</b>					
市盈率	39.35	32.75	27.64	23.57	19.93
市净率	9.96	8.46	7.15	6.06	5.14
EV/EBITDA	35.55	23.18	20.25	16.77	13.76
EV/EBIT	38.27	24.57	21.58	17.70	14.40

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com