

公司研究

业绩增长超预期，巩固龙头地位

——公牛集团（603195.SH）2021 年半年度业绩预告点评

要点

事件：公牛集团发布 2021 年上半年业绩预告，预计 2021H1 实现归母净利润 13-15.5 亿元，同比增长 61.7%到 92.9%，扣非归母净利润 12-14.4 亿元，同比增长 49.2%到 79.1%；其中 Q2 实现归母净利润 6.9-9.4 亿元，同比增长 9.4%-48.9%，实现扣非归母净利润 6.4-8.8 亿元，同比增长 6.4%-46.2%。

点评：

业绩增长超预期，预计三大业务稳步推进

转换器与数码配件业务更具零售属性，我们推断 2021H1 仍然保持修复态势，在多年渠道与品牌的保证下稳健增长；而 2021 年以来地产开工竣工数据有所改善，我们推测地产属性较强的墙壁开关业务或增长显著。公司在电连接、智能电工照明、数码配件三大赛道上精耕细作，同时全价值链不断推进精益运营，实现成本的有效管控，克服了大宗原材料价格上涨的不利影响，推动了公司盈利能力的提升。

渠道壁垒+产品创新，龙头地位进一步稳固

转换器和墙壁开关是目前公司核心业务品类。公司通过转换器和墙壁开关积累了丰富的建材分销渠道资源，并且搭建了“配送访销”的渠道管理组织体系。依托传统核心品类的渠道优势，公司通过产品微创新稳固龙头地位。由于 LED 的应用场景较为多元，其中，五金渠道是销售光源等替换性产品的较好场所，建材城渠道则适合销售大灯等装饰性产品。公司渠道优势明显，通过现代装饰灯为突破口，精选 SKU 以满足消费者需求。

盈利预测、估值与评级：我们认为公司在深度分销渠道上的布局以及组织架构的管理模式为新品类扩张奠定基础，后续新品类如 LED 照明的产品&渠道布局仍然值得期待。我们维持公司 21-23 年 EPS 预测为 4.47/4.89/4.95 元，对应 PE 分别为 48/44/43 倍，维持“增持”评级。

风险提示：流通渠道竞争加剧、原材料价格上涨过快、新品类拓展失败。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	10,040	10,051	11,638	12,689	13,828
营业收入增长率	10.76%	0.11%	15.79%	9.03%	8.97%
净利润（百万元）	2,304	2,313	2,685	2,934	2,972
净利润增长率	37.38%	0.42%	16.04%	9.31%	1.27%
EPS（元）	4.27	3.85	4.47	4.89	4.95
ROE（归属母公司）（摊薄）	41.50%	25.32%	25.28%	25.16%	23.15%
P/E	50	55	48	44	43
P/B	20.8	14.0	12.1	11.0	10.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-07-02

增持（维持）

当前价：213.35 元

作者

分析师：朱悦

执业证书编号：S0930520010001

021-52523798

zhuyue@ebsecn.com

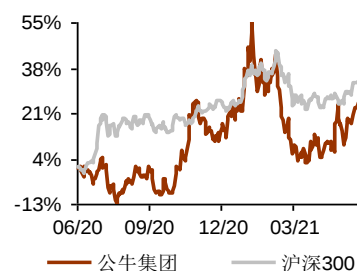
联系人：杨哲

yangz@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	6.01
总市值(亿元):	1281.25
一年最低/最高(元):	143.91/259.90
近 3 月换手率:	17.10%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	10.63	17.45	13.35
绝对	7.76	17.06	31.86

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	10,040	10,051	11,638	12,689	13,828
营业成本	5,882	6,019	6,831	7,435	8,340
折旧和摊销	197	234	172	230	283
税金及附加	75	80	90	100	108
销售费用	725	518	720	720	820
管理费用	379	431	469	528	566
研发费用	393	401	460	504	548
财务费用	-17	-36	50	74	109
投资收益	106	52	79	66	72
营业利润	2,769	2,803	3,203	3,514	3,550
利润总额	2,695	2,755	3,168	3,479	3,515
所得税	391	441	484	544	543
净利润	2,304	2,313	2,685	2,934	2,972
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	2,304	2,313	2,685	2,934	2,972
EPS(按最新股本计)	4.27	3.85	4.47	4.89	4.95

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,297	3,437	2,413	3,449	3,378
净利润	2,304	2,313	2,685	2,934	2,972
折旧摊销	197	234	172	230	283
净营运资金增加	1,162	-907	980	122	338
其他	-1,365	1,797	-1,424	163	-214
投资活动产生现金流	-1,792	-4,250	1,321	-1,609	-1,378
净资本支出	-442	-417	-600	-600	-400
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-1,350	-3,833	1,921	-1,009	-978
融资活动现金流	-5	1,926	-1,751	-1,967	-1,905
股本变化	0	61	0	0	0
债务净变化	0	660	-500	0	0
无息负债变化	-51	775	-206	334	272
净现金流	502	1,110	1,983	-127	95

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	41.4%	40.1%	41.3%	41.4%	39.7%
EBITDA 率	28.4%	29.6%	28.8%	29.8%	28.0%
EBIT 率	26.4%	27.2%	27.3%	28.0%	26.0%
税前净利润率	26.8%	27.4%	27.2%	27.4%	25.4%
归母净利润率	22.9%	23.0%	23.1%	23.1%	21.5%
ROA	31.1%	18.6%	20.3%	20.1%	18.5%
ROE (摊薄)	41.5%	25.3%	25.3%	25.2%	23.1%
经营性 ROIC	29.4%	33.3%	32.1%	33.5%	32.2%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	25%	27%	20%	20%	20%
流动比率	3.08	3.43	4.51	4.30	4.34
速动比率	2.55	3.18	4.09	3.92	3.94
归母权益/有息债务	-	13.84	66.36	72.87	80.22
有形资产/有息债务	-	18.27	80.42	89.09	98.17

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 2019 年末总股本为 5.40 亿股, 2020 年因 IPO 致总股本增加至 6.01 亿股

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	7,417	12,438	13,215	14,591	16,039
货币资金	734	3,753	5,736	5,609	5,704
交易性金融资产	857	2,863	1,000	2,000	3,000
应收帐款	197	184	221	216	239
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	27	126	89	128	122
存货	979	788	1,016	1,040	1,204
其他流动资产	2,821	2,742	2,742	2,742	2,742
流动资产合计	5,641	10,518	10,838	11,775	13,055
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,153	1,153	1,453	1,716	1,807
在建工程	238	238	313	370	367
无形资产	310	300	294	283	277
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	12	157	157	157	157
非流动资产合计	1,775	1,920	2,377	2,816	2,984
总负债	1,865	3,300	2,594	2,929	3,201
短期借款	0	500	0	0	0
应付账款	1,164	1,286	1,406	1,559	1,733
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	130	0	75	41	67
其他流动负债	209	262	342	394	451
流动负债合计	1,830	3,064	2,404	2,738	3,011
长期借款	0	160	160	160	160
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4	28	28	28	28
非流动负债合计	36	236	190	190	190
股东权益	5,551	9,137	10,621	11,663	12,838
股本	540	601	601	601	601
公积金	613	4,123	4,123	4,123	4,123
未分配利润	4,398	4,432	5,915	6,957	8,133
归属母公司权益	5,551	9,137	10,621	11,663	12,838
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	7.23%	5.15%	6.19%	5.67%	5.93%
管理费用率	3.78%	4.29%	4.03%	4.16%	4.10%
财务费用率	-0.17%	-0.36%	0.43%	0.58%	0.79%
研发费用率	3.92%	3.99%	3.95%	3.97%	3.96%
所得税率	15%	16%	15%	16%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	3.80	2.00	3.15	2.99	3.26
每股经营现金流	4.25	5.72	4.02	5.74	5.62
每股净资产	10.28	15.21	17.68	19.42	21.38
每股销售收入	18.59	16.73	19.38	21.13	23.02

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	50	55	48	44	43
PB	20.8	14.0	12.1	11.0	10.0
EV/EBITDA	41.2	42.4	37.6	33.2	32.2
股息率	1.8%	0.9%	1.5%	1.4%	1.5%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE