

公牛集团 (603195.SH)

业绩增长稳健毛利率同比提升，新能源产品增速快

买入

核心观点

2022 年收入与净利润同步稳健增长。 FY2022 实现营业收入 140.81 亿元，同比增长 13.7%；归母净利润 31.89 亿元，同比增长 14.7%；扣非归母净利润 29.04 亿元，同比增长 10.3%。在疫情影响下，公司业绩增速彰显韧性，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。**毛利率同比提升。** FY2022 毛利率为 38%，与去年同期比提升 1.1pp；其中一季度毛利率下滑主要系原材料成本上涨所致，二季度公司主要通过产品提价对冲成本压力；下半年原材料价格平稳，公司毛利率环比提升。

2022 四季度收入增速放缓，净利润大幅提升。 FY2022Q4 公司实现营业收入 36.07 亿元，同比增长 7.0%；归母净利润 8.27 亿元，同比增长 44.1%；扣非归母净利润 7.92 亿元，同比增长 47.5%。毛利率在原材料成本下行的情况下逐季提升，2022Q4 毛利率达 41%，环比增长 2.0pp，同比增长 8.7pp。**2023 一季度业绩维持稳健增长。** FY2023Q1 公司实现营业收入 33.34 亿元，同比增长 8.3%；归母净利润 7.36 亿元，同比增长 14.7%；扣非归母净利润 6.45 亿元，同比增长 14.8%。2023Q1 毛利率同比增长 2.7pp；净利率同比增长 1.1pp。

分品类看，智能电工照明与新能源产品收入快速增长。 1) 新能源业务收入 1.53 亿元，同比增长 638.62%。新能源汽车充电枪、充电桩业务，针对 C 端市场和 B 端运营商市场，分别推出不同满足用户需求产品。2) 传统电连接产品收入稳健增长 4%；智能电工照明业务保持快速增长，收入同比+23%。**分渠道看，C 端持续深化装饰渠道专卖化和综合化，新能源渠道与 B 端渠道快速发展。** 新能源渠道于 2022 年 3 月开始组建，全国招募专业经销商百余家，重点覆盖一二三线城市。B 端渠道方面，2022 年公司持续围绕装企、工程项目和地产精装房三大业务进行精细化开发：与业之峰、创艺、圣都、贝壳、鲁班等约 200 家知名头部装企及平台建立战略合作关系；同时，公司全面发力工程项目业务，持续聚焦性开拓地产精装房业务。

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。 我们看好公司进入更多民用电工、智能家居相关领域，实现长期稳健经营和成长。受 2022 年基数影响，小幅下调收入预测并基于毛利率改善上调净利润预测，预计 2023-2025 年的净利润分别为 37.1/43.5/50.7 亿元。维持“买入”评级和 167.3~180.6 元的合理估值区间，对应 2024 年 23~25x PE。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,385	14,081	16,164	18,409	20,911
(+/-%)	23.2%	13.7%	14.8%	13.9%	13.6%
净利润(百万元)	2780	3189	3714	4351	5070
(+/-%)	20.2%	14.7%	16.5%	17.1%	16.5%
每股收益(元)	4.62	5.30	6.18	7.24	8.44
EBIT Margin	24.5%	23.8%	24.7%	25.4%	26.2%
净资产收益率 (ROE)	25.8%	25.7%	25.7%	25.8%	25.8%
市盈率 (PE)	32.8	28.6	24.6	21.0	18.0
EV/EBITDA	29.5	26.6	22.7	19.4	16.7
市净率 (PB)	8.48	7.36	6.32	5.42	4.65

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	167.30 - 180.60 元
收盘价	151.79 元
总市值/流通市值	91238/90940 百万元
52 周最高价/最低价	174.97/117.70 元
近 3 个月日均成交额	118.61 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) - 民用电工行业领军者，新老业务与渠道协同并进》——2023-02-14
- 《公牛集团 (603195.SH) - 第三季度收入增长 14%，新业务和渠道拓展顺利》——2022-10-30
- 《公牛集团 (603195.SH) - 新业务新渠道拓展顺利，传统业务彰显韧性》——2022-08-22
- 《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

业绩增长稳健，新能源产品快速发展

2022 年收入与净利润同步稳健增长。FY2022 实现营业收入 140.81 亿元，同比增长 13.7%；归母净利润 31.89 亿元，同比增长 14.7%；扣非归母净利润 29.04 亿元，同比增长 10.3%。在疫情影响下，公司业绩增速彰显韧性，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



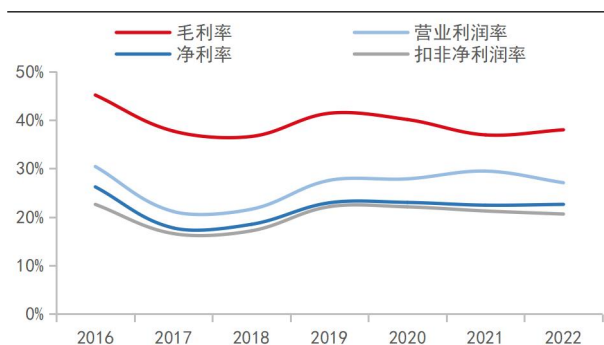
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率同比提升，销售费用率有所增长。FY2022 毛利率为 38%，与去年同期比提升 1.1pp；其中一季度毛利率下滑主要系原材料成本上涨所致，二季度公司主要通过产品提价对冲成本压力；下半年原材料价格平稳，公司毛利率环比提升。

FY2022 销售费用率同比+1.2pp 至 5.7%，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+0.1pp 至 3.6%；研发费用率同比+0.4pp 至 4.2%；财务费用率同比-0.1pp 至-0.8%。

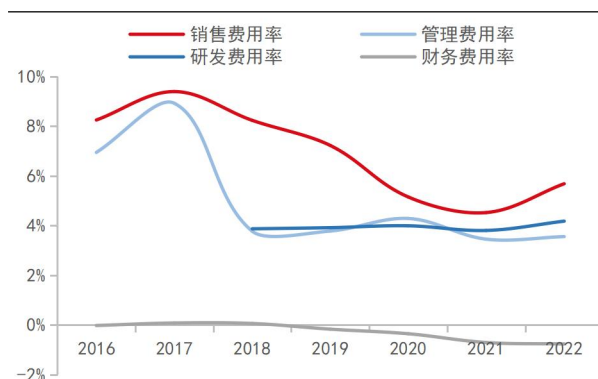
营业利润率为 27.1%，同比-2.4pp；净利率 22.6%，同比+0.2pp。

图3：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4：公司费用率水平

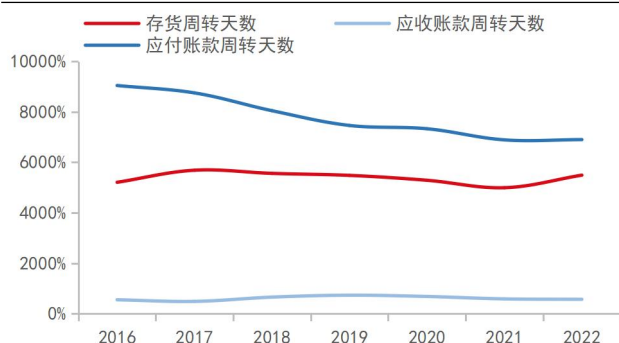


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

营运效率高且稳定。FY2022 存货/应收账款/应付账款周转天数分别为 55/6/69 天，同比+5.0/-0.2/+0.1 天，存货周转周期小幅延长。

经营性现金流充足。FY2022 经营性净现金流 30.58 亿，同比+1.45%。

图5：公司存货应收/应付账款周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司经营净现金流



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2022 四季度收入增速放缓，净利润大幅提升，利润率逐季增长。 FY2022Q4 公司实现营业收入 36.07 亿元，同比增长 7.0%；归母净利润 8.27 亿元，同比增长 44.1%；扣非归母净利润 7.92 亿元，同比增长 47.5%。毛利率在原材料成本下行的情况下逐季提升，2022Q4 毛利率达 41%，环比增长 2.0pp，同比增长 8.7pp。

2023 一季度业绩维持稳健增长。 FY2023Q1 公司实现营业收入 33.34 亿元，同比增长 8.3%；归母净利润 7.36 亿元，同比增长 14.7%；扣非归母净利润 6.45 亿元，同比增长 14.8%。2023Q1 毛利率同比增长 2.7pp；净利率同比增长 1.1pp。

图7：公司单季度营业收入及增速



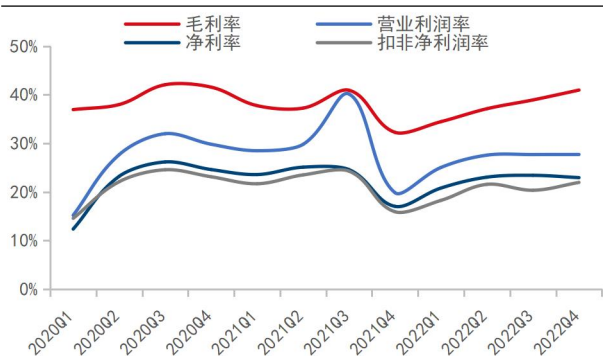
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司单季度扣非归母净利润及增速



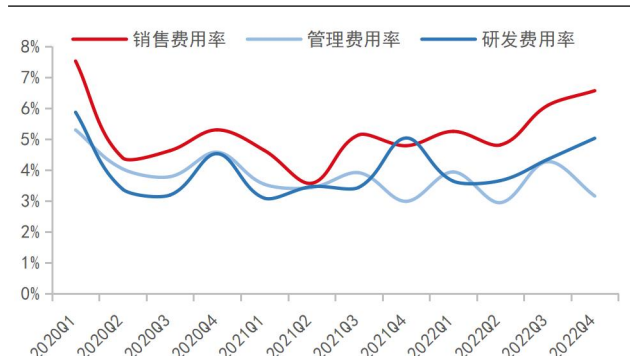
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司单季度利润率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司单季度费用率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分品类看，智能电工照明与新能源产品收入快速增长。1) 公司新能源业务开展顺利，围绕用户使用痛点和关切点进行产品迭代与技术创新，逐步构建起相对完善的产品布局和体系。全年实现收入 1.53 亿元，同比增长 638.62%。新能源汽车充电桩、充电桩业务，针对 C 端市场，公司充分研究车机特征及消费应用场景，陆续推出了高功率随车充、A00 级车专用 Mini 充电桩、智联版充电桩等多款创新产品，满足市场主流车型的差异化场景充电需求；针对 B 端运营商市场，推出支持 20kW~240kW 全功率段灵活配置的直流充电桩，输出电压带宽可以充分满足 DC150V-1000V 的电池充电需求，并能长时间持续最大功率输出运行。2) 传统电连接产品收入稳健增长 4%；智能电工照明业务保持快速增长，收入同比+23%；通过产品升级创新，主动布局主流价位段大面板超薄产品，LED 照明围绕“爱眼”定位研发推出新品，并推出智能无主灯、智能门锁等多款智能生态产品。

分渠道看，C 端持续深化装饰渠道专卖化和综合化，新能源渠道与 B 端渠道快速发展。1) C 端装饰渠道推动墙壁开关插座、LED 照明、断路器、生活电器、智能门锁等电工照明产品全品类专卖区下沉至县镇市场，同时启动了全品类旗舰店的建设布局，有力带动了全品类业务的发展。2) 新能源渠道于 2022 年 3 月开始组建，大力拓展线下新能源充电桩市场，依托长期服务于分布式客户过程中积累的营销体系能力，试点总结精准快速招商的方法论，全国招募专业经销商百余家，重点覆盖一二三线城市。3) B 端渠道方面，2022 年公司持续围绕装企、工程项目和地产精装房三大业务进行精细化开发。以墙壁开关插座为基础、智能无主灯为核心，凭借多品类组合的优势，不断拓宽加深与国内头部装企的合作，2022 年，公司与业之峰、创艺、圣都、贝壳、鲁班等约 200 家知名头部装企及平台建立战略合作关系，并围绕重点城市提升区域装企网点覆盖率；同时，公司全面发力工程项目业务，成为雄安新区、粤港澳大湾区等建设项目的重要开关类合作商，并积极在保障房、教育、酒店、物流等领域打造标杆工程；持续聚焦性开拓地产精装房业务，与泰康、保利、中建等优质地产公司继续稳固合作。

表 1：公牛集团分品类收入及毛利率

	2020	2021	2022	2022H1	2022H2
分产品	10,021.28	12,336.87	14,052.77	6,838.31	7,537.42
电连接产品	5,966.57	6,765.23	7,050.72	3,558.00	3,921.30
智能电工照明产品	4,054.71	5,550.97	6,849.34	3,263.00	3,586.34
新能源产品	0.00	20.68	152.71		
占比	100%	100%	100%	100%	100%
电连接产品	60%	55%	50%	52%	52%
智能电工照明产品	40%	45%	49%	48%	48%
新能源产品	0%	0%	1%		
YOY	0%	23%	16%	18%	15%
电连接产品	6%	13%	4%	13%	8%
智能电工照明产品	-8%	37%	23%	24%	23%
新能源产品	0%	0%	639%		
毛利率	40.1%	37.0%	37.0%		
电连接产品	38.0%	32.6%	34.3%		
智能电工照明产品	43.2%	42.0%	41.9%		
新能源产品	0.0%	27.4%	32.3%		

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

注：半年报数据未将新能源业务从电连接业务中拆出

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，传统业务增速稳定，智能电工照明产品与新能源产品维

持快速增长势头；渠道拓展进展良好，新品类借助原有渠道获得快速增长，C端装饰渠道持续深化专卖化和综合化；B端渠道和新能源渠道快速扩张。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。

受2022年基数影响，我们小幅下调2023-2024年的收入预测，同时基于毛利率改善，上调净利润预测。预计2023-2025年的收入分别为161.64、184.09和209.11亿元（前值为164.02和184.24亿元），同比增速14.8%、13.9%、13.6%；预计2023-2025年的净利润分别为37.14、43.51和50.70亿元（前值为36.19和42.02亿元），同比增速16.5%、17.1%、16.5%。我们维持“买入”评级和167.3~180.6元的合理估值区间，合理估值对应2024年23~25x PE。

表2：盈利预测与市场重要数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,385	14,081	16,164	18,409	20,911
(+/-%)	23.2%	13.7%	14.8%	13.9%	13.6%
净利润(百万元)	2780	3189	3714	4351	5070
(+/-%)	20.2%	14.7%	16.5%	17.1%	16.5%
每股收益(元)	4.62	5.30	6.18	7.24	8.44
经营利润率	24.5%	23.8%	24.7%	25.4%	26.2%
净资产收益率(ROE)	25.8%	25.7%	25.7%	25.8%	25.8%
市盈率(PE)	32.8	28.6	24.6	21.0	18.0
EV/EBITDA	29.5	26.6	22.7	19.4	16.7
市净率(PB)	8.48	7.36	6.32	5.42	4.65

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

表3：可比公司估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS				PE			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
603195	公牛集团	买入	148.7	4.6	5.2	6.0	7.0	32.1	28.9	24.7	21.3
同类公司											
603833	欧派家居	买入	112.7	4.4	4.4	5.2	6.0	25.6	25.6	21.8	18.9
603801	志邦家居	买入	31.9	1.6	1.7	2.0	2.4	19.7	18.5	15.9	13.4
'001322	箭牌家居	买入	17.8	0.7	0.6	0.7	0.9	27.0	29.0	24.4	19.6
603816	顾家家居	买入	36.9	2.7	2.2	2.5	2.9	13.9	16.9	14.9	12.7
002572	索菲亚	买入	19.2	0.1	1.2	1.4	1.6	147.5	16.4	13.5	11.7
300616	尚品宅配	买入	21.3	0.5	0.7	1.1	1.3	47.4	29.3	20.3	16.2
603008	喜临门	买入	24.4	1.5	1.5	1.7	2.1	16.8	16.7	14.1	11.7
603208	江山欧派	增持	54.8	2.5	0.7	2.7	3.2	22.4	83.1	20.6	17.2
1999	敏华控股	无评级	5.8	0.5	0.7	0.8	0.9	12.6	8.7	7.2	6.8
603313	梦百合	无评级	9.9	-0.6	0.4	0.7	1.0	-17.3	27.6	14.0	6.8
603818	曲美家居	无评级	5.9	0.3	0.4	0.7	0.9	19.1	15.3	8.7	6.5
301061	匠心家居	无评级	30.3	4.6	2.6	2.8	3.5	6.6	11.7	10.7	8.6
603180	金牌厨柜	无评级	34.5	2.3	2.4	2.7	3.3	14.9	14.5	12.6	10.4
603898	好莱客	无评级	10.4	0.2	1.4	1.0	1.2	49.4	7.3	10.0	8.7
603992	松霖科技	无评级	15.5	0.8	0.8	0.9	1.0	20.7	19.4	17.0	15.8
603408	建霖家居	无评级	11.5	0.8	1.0	1.2	1.3	13.7	11.4	9.9	8.6

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

注：无评级公司盈利预测来自wind和彭博一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	4377	4612	4661	7504	9920	营业收入	12385	14081	16164	18409	20911
应收款项	416	299	343	390	444	营业成本	7809	8730	9923	11194	12605
存货净额	1377	1285	1465	1649	1855	营业税金及附加	83	116	129	147	167
其他流动资产	1160	415	2166	1578	1737	销售费用	560	800	900	1005	1119
流动资产合计	13257	13560	15585	18070	20904	管理费用	444	521	576	654	742
固定资产	1692	2466	2853	3259	3694	研发费用	471	588	662	739	822
无形资产及其他	296	326	313	300	287	财务费用	(88)	(108)	(124)	(141)	(160)
投资性房地产	229	299	299	299	299	投资收益	190	272	242	276	314
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	16	12	(20)	(23)	(26)
资产总计	15474	16650	19049	21928	25184	其他收入	371	120	87	97	108
短期借款及交易性金融负债	1174	854	500	500	500	营业利润	3651	3814	4446	5206	6064
应付款项	1704	1644	1874	2108	2372	营业外净收支	(326)	(60)	(68)	(78)	(89)
其他流动负债	1738	1588	2058	2299	2492	利润总额	3325	3754	4378	5128	5976
流动负债合计	4617	4086	4432	4907	5364	所得税费用	545	569	663	777	906
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	(3)	0	0	0
其他长期负债	101	149	159	169	179	归属于母公司净利润	2780	3189	3714	4351	5070
长期负债合计	101	149	159	169	179	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	4718	4235	4591	5077	5544	净利润	2780	3189	3714	4351	5070
少数股东权益	0	16	16	16	16	资产减值准备	10	(5)	5	2	2
股东权益	10756	12399	14442	16835	19624	折旧摊销	223	243	235	293	340
负债和股东权益总计	15474	16650	19049	21928	25184	公允价值变动损失	(16)	(12)	20	23	26
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	(88)	(108)	(124)	(141)	(160)
每股收益	4.62	5.30	6.18	7.24	8.44	营运资本变动	1790	717	(1257)	845	51
每股红利	2.06	2.46	2.78	3.26	3.80	其它	(10)	3	(5)	(2)	(2)
每股净资产	17.89	20.63	24.03	28.01	32.65	经营活动现金流	4777	4136	2713	5511	5487
ROIC	45%	54%	68%	90%	105%	资本开支	0	(1004)	(638)	(711)	(790)
ROE	26%	26%	26%	26%	26%	其它投资现金流	(3063)	(1022)	0	0	0
毛利率	37%	38%	39%	39%	40%	投资活动现金流	(3063)	(2026)	(638)	(711)	(790)
EBIT Margin	25%	24%	25%	25%	26%	权益性融资	(1)	95	0	0	0
EBITDA Margin	26%	25%	26%	27%	28%	负债净变化	(160)	0	0	0	0
收入增长	23%	14%	15%	14%	14%	支付股利、利息	(1236)	(1479)	(1671)	(1958)	(2282)
净利润增长率	20%	15%	16%	17%	17%	其它融资现金流	1703	987	(354)	0	0
资产负债率	30%	26%	24%	23%	22%	融资活动现金流	(1090)	(1875)	(2026)	(1958)	(2282)
息率	1.4%	1.6%	1.8%	2.1%	2.5%	现金净变动	624	235	49	2843	2416
P/E	32.8	28.6	24.6	21.0	18.0	货币资金的期初余额	3753	4377	4612	4661	7504
P/B	8.5	7.4	6.3	5.4	4.6	货币资金的期末余额	4377	4612	4661	7504	9920
EV/EBITDA	29.5	26.6	22.7	19.4	16.7	企业自由现金流	0	2796	1723	4400	4242
						权益自由现金流	0	3783	1431	4490	4378

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