

新业务初露峥嵘，股权激励彰显信心

公牛集团(603195)

事件概述

公司发布2022年年报与2023年一季报，2022年公司实现营业收入140.81亿元，同比+13.7%；归母净利润31.89亿元，同比+14.68%；扣非后归母净利润为29.04亿元，同比+10.32%。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为30.58亿元，同比+1.45%，主要系材料采购成本下降及库存下降所致。单季度看，2022年Q4公司实现营业收入36.07亿元，同比+6.95%；实现归母净利润8.27亿元，同比+44.1%。2023年Q1公司实现营业收入33.34亿元，同比+8.31%；归母净利润7.36亿元，同比+14.74%；扣非后净利润6.45亿元，同比+14.83%。

分析判断：

► 收入端：新业务初露峥嵘

2022年，公司传统业务竞争优势进一步强化，新赛道新业务的布局初露峥嵘。公司大力推动新能源和智能无主灯的布局，其中充电枪一经上市就取得第三方品牌线上第一的市场地位，户外移动储能快速增长，智能无主灯上市首年即实现销售过亿，开局良好。分产品看，2022年公司电连接产品、智能电工照明产品、新能源产品分别实现收入70.51、68.49、1.52亿元，同比分别+4.22%、+23.39%、+638.62%，其中：1)电连接产品作为公司的核心业务，依靠品牌优势及五金渠道优势保持平稳增长；2)智能电工照明业务在报告期内加快新业务发展，并加大装饰渠道拓展，各项业务均取得了良好增长；3)新能源业务在报告期内丰富产品布局，着力构建全新的线下销售渠道体系，业务开局顺利。2023年Q1，公司营业收入同比增长8.31%，增速较2022年Q4有所提升，实现良好开局。

► 利润端：22年盈利能力有所提升

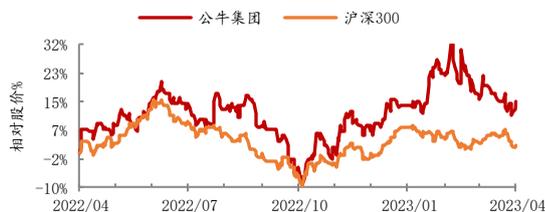
盈利能力方面，公司2022年毛利率同比提升了1.05pct至38%，主要系本期大宗材料价格下降所致。净利率同比提升了0.17pct至22.62%。2023年Q1，公司毛利率同比提升了2.68pct至37.15%，环比下降了3.83pct。净利率同比提升了1.26pct至22.06%，环比下滑0.88pct。费用方面，2022年公司费用率为12.65%，同比提升了1.58pct。其中销售费用率为5.68%，同比提升了1.16pct，主要系广告费、业务推广费等投入增长所致。管理费用率为3.56%，同比提升了0.1pct。财务费用率为-0.77%，同比下滑了0.06pct。研发费用率同比提升了0.37pct至4.18%，主要系公司加大研发投入所致。2023年Q1，公司期间费用率为13.58%，同比提升了1.64pct。其中销售费用率为6.37%，同比上升了1.13pct。

► 其他重要财务指标

2022年期末，公司应收票据同比下降了100%，主要系年末应

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	151.79
股票代码：	603195
52周最高价/最低价：	174.97/117.7
总市值(亿)	912.38
自由流通市值(亿)	909.40
自由流通股数(百万)	599.12



分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080002
联系电话：

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519100001
联系电话：

研究助理：宋妹旺

邮箱：songsw@hx168.com.cn
SAC NO：
联系电话：

相关研究

收商业承兑汇票的余额减少所致；在建工程同比增加了 208.25%，主要系募投项目基建及设备投入增加所致。

► 股权激励彰显信心

根据公司 2023 年 4 月 28 日公告，公司发布 2023 年限制性股票激励计划（草案），拟对包括公司董事、高级管理人员、核心管理人员、核心骨干在内的 762 人进行激励，拟授予限制性股票数量 151 万股，占公司总股本 0.25%，授予价格为 75.75 元/股。本次股权激励业绩考核目标为 2023-2025 年公司营业收入或净利润不低于前三个会计年度的平均水平且不低于前两个会计年度平均水平的 110%，我们认为考核目标设置兼顾实现可能性和对员工的激励效果。目前，公司 2020 年限制性股票激励计划、2021 年限制性股票激励计划以及 2022 年限制性股票激励计划尚在有效期内。新股权激励草案的出台，彰显公司发展信心。

投资建议

公司在巩固转换器领域基础上，陆续将竞争优势复制到墙开、LED 照明、数码配件以及新能源等新业务领域，逐渐向民用电工巨头迈进。考虑到公司新业务快速增长，我们上调公司 23-24 年的盈利预测，预计 2023-2024 年公司营收由 160.63/181.84 亿元上调至 166.65/195.13 亿元，EPS 分别由 6.11/6.99 元上调至 6.24/7.3 元，预计 2025 年公司将实现营收 224.85 亿元，EPS 为 8.39 元。对应 2023 年 4 月 27 日 151.79 元/股收盘价，PE 分别为 24.33/20.81/18.1 倍。持续看好公司“品牌力+渠道力+管理力”构建的强大护城河，维持公司“买入”评级。

风险提示

新业务拓展不及预期风险；原材料大幅涨价风险；行业竞争加剧风险；地产景气度不及预期风险；短期疫情影响。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,385	14,081	16,665	19,513	22,485
YoY (%)	23.2%	13.7%	18.3%	17.1%	15.2%
归母净利润(百万元)	2,780	3,189	3,750	4,385	5,042
YoY (%)	20.2%	14.7%	17.6%	16.9%	15.0%
毛利率 (%)	37.0%	38.0%	37.3%	37.8%	38.2%
每股收益 (元)	4.63	5.30	6.24	7.30	8.39
ROE	25.8%	25.7%	22.9%	20.9%	19.2%
市盈率	32.82	28.61	24.33	20.81	18.10

资料来源：wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 事件概述.....	4
2. 收入端：新业务初露峥嵘.....	4
3. 利润端：22年盈利能力有所提升.....	5
4. 其他重要财务指标.....	6
5. 股权激励彰显信心.....	6
6. 投资建议.....	7
7. 风险提示.....	7

图表目录

图 1 公司营业收入.....	5
图 2 公司单季度营业收入.....	5
图 3 公司归母净利润.....	6
图 4 公司单季度归母净利润.....	6
图 5 公司毛利率/净利率.....	6
图 6 公司销售/管理/研发/财务费用率.....	6

1. 事件概述

公司发布 2022 年年报，2022 年全年公司实现营收 140.81 亿元，同比+13.7%；归母净利润 31.89 亿元，同比+14.68%；扣非后归母净利润为 29.04 亿元，同比+10.32%。单季度看，2022 年 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收 30.78/37.6/36.36/36.07 亿元，同比+19.58%/+15.85%/+13.89%/+6.95%；分别实现归母净利润 6.41/8.66/8.54/8.27 亿元，同比+5.68%/+6.37%/+8.76%/+44.1%。公司经营活动产生的现金流量净额为 30.58 亿元，同比+1.45%，主要系材料采购成本下降及库存下降所致。

公司发布 2023 年一季报，2023 年一季度公司实现营收 33.34 亿元，同比 8.31%；归母净利润 7.36 亿元，同比+14.74%；扣非后净利润 6.45 亿元，同比+14.83%。

2. 收入端：新业务初露峥嵘

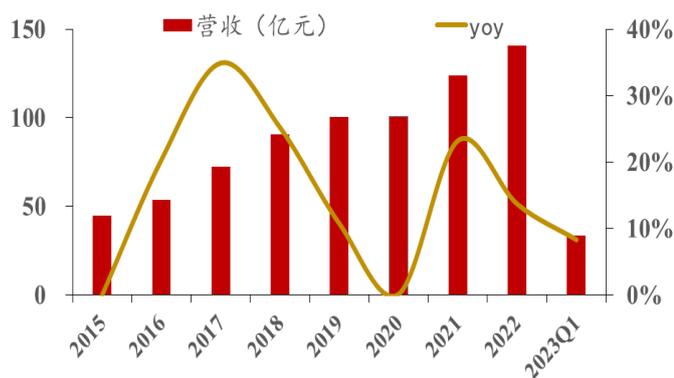
2022 年，公司传统业务竞争优势进一步强化，新赛道新业务的布局初露峥嵘。公司大力推动新能源和智能无主灯的布局，其中充电枪一经上市就取得第三方品牌线上第一的市场地位，户外移动储能快速增长，智能无主灯上市首年即实现销售过亿，开局良好。

分产品看，2022 年公司电连接产品、智能电工照明产品、新能源产品分别实现收入 70.51、68.49、1.52 亿元，同比分别+4.22%、+23.39%、+638.62%，其中：1) 电连接产品作为公司的核心业务，依靠品牌优势及五金渠道优势保持平稳增长；2) 智能电工照明业务在报告期内加快新业务发展，并加大装饰渠道拓展，各项业务均取得了良好增长；3) 新能源业务在报告期内丰富产品布局，着力构建全新的线下销售渠道体系，业务开局顺利。

分渠道看，2022 年公司围绕消费者购买需求的变化，持续推动营销变革，进一步确立了 ToC、ToB 两大营销体系，明确了线下五金渠道、装饰渠道、数码渠道及线上电商渠道的协同互补战略，五金渠道主销转换器、断路器、基础光源等产品，装饰渠道为公司智能电工照明业务板块各品类的共享渠道，围绕家装环节销售墙壁开关插座、LED 照明、断路器、浴霸、智能门锁、智能晾衣机、窗帘机等智能电工照明产品，数码渠道主销数码配件类产品。公司还围绕新能源业务的发展构建新能源线下经销渠道，并初见成效。电商渠道方面，2022 年公司继续深化推进全品类、全平台数字化营销的战略，重点强化在渠道建设、需求洞察、数字化营销推广方面的能力。渠道建设上，2022 年电商渠道持续优化“1+专+N”店铺矩阵，建设了照明、数码、新能源等具有标杆意义的品类旗舰店，与经销商共创渠道发展健康生态。

2023 年 Q1，公司营业收入同比增长 8.31%，增速较 2022 年 Q4 有所提升，实现良好开局。

图 1 公司营业收入



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 公司单季度营业收入



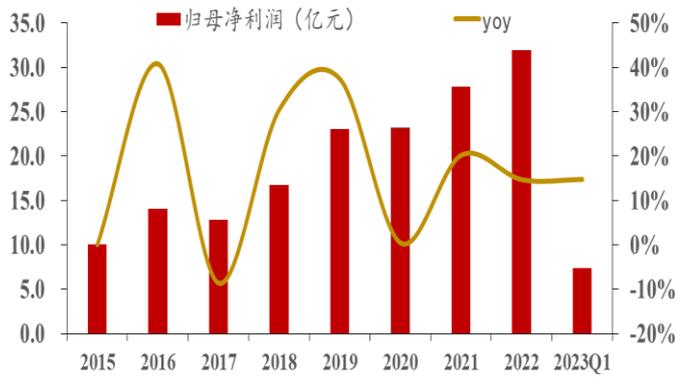
资料来源：公司公告，华西证券研究所

3. 利润端：22 年盈利能力有所提升

盈利能力方面，公司 2022 年毛利率同比提升了 1.05pct 至 38%，主要系本期大宗材料价格下降所致。净利率同比提升了 0.17pct 至 22.62%。分产品看，2022 年公司电连接产品、智能电工照明产品、新能源产品毛利率分别为 34.25%、41.93%、32.34%，同比分别+1.61pct、-0.09pct、+4.93pct。2023 年 Q1，公司毛利率同比提升了 2.68pct 至 37.15%，环比下降了 3.83pct。净利率同比提升了 1.26pct 至 22.06%，环比下滑 0.88pct。

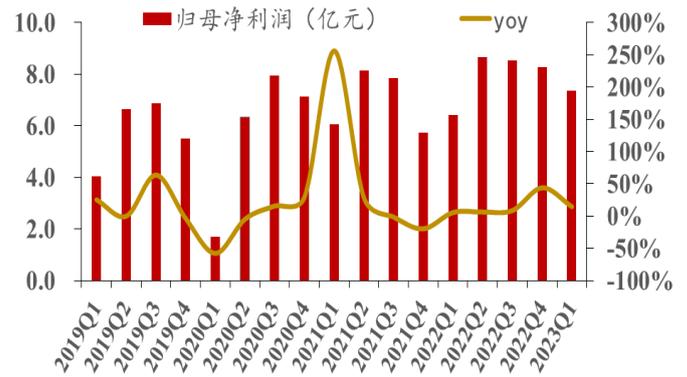
费用方面，2022 年公司费用率为 12.65%，同比提升了 1.58pct。其中销售费用率为 5.68%，同比提升了 1.16pct，主要系广告费、业务推广费等投入增长所致。管理费用率为 3.56%，同比提升了 0.1pct，主要系人员工资及股权激励费用增长所致。财务费用率为-0.77%，同比下滑了 0.06pct，主要系本年银行存款产生的利息收入较上期增长所致。研发费用率同比提升了 0.37pct 至 4.18%，主要系公司加大研发投入所致。2023 年 Q1，公司期间费用率为 13.58%，同比提升了 1.64pct。其中销售费用率为 6.37%，同比上升了 1.13pct。管理费用率为 3.99%，同比提升 0.05pct。财务费用率为-0.64%，同比提升了 0.24pct。研发费用率为 3.86%，同比提升了 0.23pct。

图3 公司归母净利润



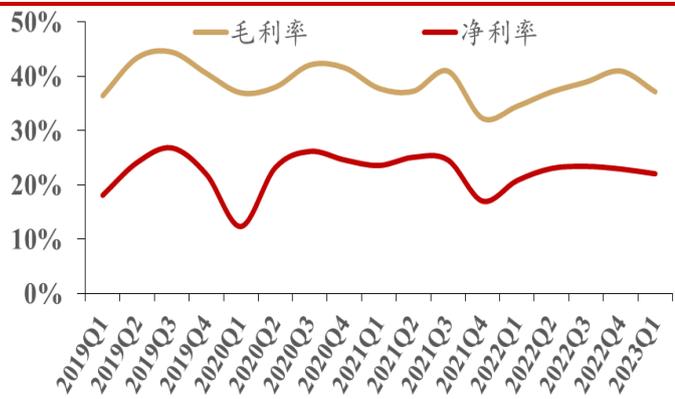
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图4 公司单季度归母净利润



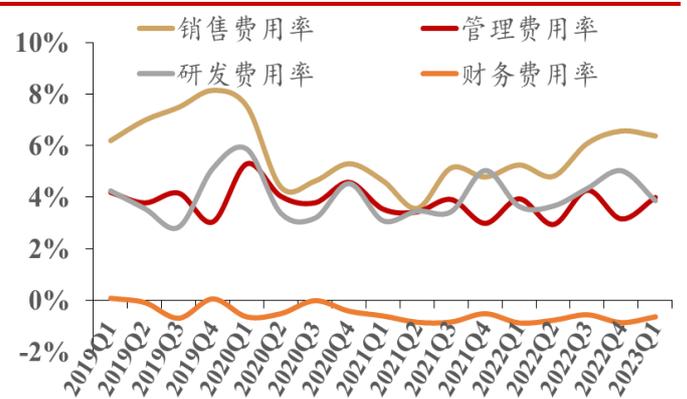
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图5 公司毛利率/净利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图6 公司销售/管理/研发/财务费用率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

4. 其他重要财务指标

2022 年期末，公司应收票据同比下降了 100%，主要系年末应收商业承兑汇票的余额减少所致；在建工程同比增加了 208.25%，主要系募投项目基建及设备投入增加所致。

5. 股权激励彰显信心

根据公司 2023 年 4 月 28 日公告，公司发布 2023 年限制性股票激励计划（草案），拟对包括公司董事、高级管理人员、核心管理人员、核心骨干在内的 762 人进行激励，拟授予限制性股票数量 151 万股，占公司总股本 0.25%，授予价格为 75.75 元/股。本次股权激励业绩考核目标为 2023-2025 年公司营业收入或净利润不低于前三个会计年度的平均水平且不低于前两个会计年度平均水平的 110%，我们认为考核目标设置兼顾实现可能性和对员工的激励效果。目前，公司 2020 年限制性股票激励计划、2021 年限制性股票激励计划以及 2022 年限制性股票激励计划尚在有效期内。新股权激励草案的出台，彰显公司发展信心。

6. 投资建议

公司在巩固转换器领域基础上，陆续将竞争优势复制到墙开、LED 照明、数码配件以及新能源等新业务领域，逐渐向民用电工巨头迈进。考虑到公司新业务快速增长，我们上调公司 23-24 年的盈利预测，预计 2023-2024 年公司营收由 160.63/181.84 亿元上调至 166.65/195.13 亿元，EPS 分别由 6.11/6.99 元上调至 6.24/7.3 元，预计 2025 年公司将实现营收 224.85 亿元，EPS 为 8.39 元。对应 2023 年 4 月 27 日 151.79 元/股收盘价，PE 分别为 24.33/20.81/18.1 倍。持续看好公司“品牌力+渠道力+管理力”构建的强大护城河，维持公司“买入”评级。

7. 风险提示

新业务拓展不及预期风险；原材料大幅涨价风险；行业竞争加剧风险；地产景气度不及预期风险；短期疫情影响。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	14,081	16,665	19,513	22,485	净利润	3,185	3,749	4,383	5,039
YoY (%)	13.7%	18.3%	17.1%	15.2%	折旧和摊销	265	294	298	300
营业成本	8,730	10,446	12,137	13,901	营运资金变动	-115	19	144	222
营业税金及附加	116	127	150	173	经营活动现金流	3,058	3,977	4,732	5,486
销售费用	800	862	1,069	1,264	资本开支	-1,015	-200	-150	-110
管理费用	501	567	683	794	投资	-19	0	0	0
财务费用	-108	-90	-186	-279	投资活动现金流	-1,746	-33	2	25
研发费用	588	588	702	872	股权募资	95	0	0	0
资产减值损失	-12	0	0	0	债务募资	1,685	-845	0	0
投资收益	272	167	152	135	筹资活动现金流	-1,945	-867	0	0
营业利润	3,814	4,515	5,266	6,030	现金净流量	-627	3,077	4,734	5,511
营业外收支	-60	-60	-60	-60					
利润总额	3,754	4,455	5,206	5,970	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	569	706	822	931	成长能力 (%)				
净利润	3,185	3,749	4,383	5,039	营业收入增长率	13.7%	18.3%	17.1%	15.2%
归属于母公司净利润	3,189	3,750	4,385	5,042	净利润增长率	14.7%	17.6%	16.9%	15.0%
YoY (%)	14.7%	17.6%	16.9%	15.0%	盈利能力 (%)				
每股收益	5.30	6.24	7.30	8.39	毛利率	38.0%	37.3%	37.8%	38.2%
					净利率	22.6%	22.5%	22.5%	22.4%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	19.2%	18.5%	17.3%	16.2%
货币资金	4,612	7,689	12,424	17,935	净资产收益率 ROE	25.7%	22.9%	20.9%	19.2%
预付款项	50	53	59	72	偿债能力 (%)				
存货	1,285	1,583	1,922	2,118	流动比率	3.32	4.58	5.19	5.88
其他流动资产	7,613	7,790	7,857	7,896	速动比率	2.99	4.14	4.72	5.42
流动资产合计	13,560	17,115	22,261	28,020	现金比率	1.13	2.06	2.89	3.77
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	25.4%	19.2%	17.5%	15.8%
固定资产	1,854	1,847	1,832	1,811	经营效率 (%)				
无形资产	326	306	287	266	总资产周转率	0.85	0.82	0.77	0.72
非流动资产合计	3,090	3,144	3,159	3,137	每股指标 (元)				
资产合计	16,650	20,259	25,419	31,157	每股收益	5.30	6.24	7.30	8.39
短期借款	845	0	0	0	每股净资产	20.63	27.21	34.88	43.65
应付账款及票据	1,644	2,158	2,479	2,776	每股经营现金流	5.09	6.62	7.87	9.13
其他流动负债	1,597	1,579	1,813	1,987	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4,086	3,737	4,292	4,763	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	28.61	24.33	20.81	18.10
其他长期负债	149	149	149	149	PB	6.95	5.58	4.35	3.48
非流动负债合计	149	149	149	149					
负债合计	4,235	3,887	4,442	4,913					
股本	601	601	601	601					
少数股东权益	16	15	13	10					
股东权益合计	12,415	16,372	20,977	26,245					
负债和股东权益合计	16,650	20,259	25,419	31,157					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，10年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，8年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

宋姝旺：轻工行业助理分析师。2021年7月加入华西证券，悉尼大学金融学硕士，阿德莱德大学会计学学士。

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。