

公牛集团（603195）：22年经营稳健，新业务开局顺利

2023年5月12日

推荐/维持

公牛集团

公司报告

事件：公司发布2022年报及2023年一季报。2022年公司营业收入140.8亿元，同比+13.7%；归母净利润31.9亿元，同比+14.7%。其中22Q4营业收入36.1亿元，同比+7.0%；归母净利润8.3亿元，同比+44.1%。23Q1营业收入33.3亿元，同比+8.3%；归母净利润7.4亿元，同比+14.7%。业绩持续保持稳健的增长。

转换器、墙开业务优势稳固，品类拓展打开增长空间，新能源、无主灯两大新业务开局顺利。分业务看，**1)电连接业务**营收70.5亿元，同比+4.2%。**转换器业务**是公司基石业务之一，优势稳固，稳健增长。公司围绕家庭用电场景持续出新，推动均价上移；持续丰富插座、电线、电气附件类产品线，推动套系化销售。此外，公司积极拓展工业末端配电、数据中心等新兴B端渠道。预计点连接业务仍将稳健发展。数码配件业务仍在拓展阶段，公司上市了一系列紧跟销售趋势的新品，且依托渠道培育音频类、手机电池等品类。**2)智能电工照明业务**营收68.5亿元，同比+23.4%。公司在墙壁开关品类上已有稳固优势，份额稳步提升。公司聚焦前装环节拓展品类，助力业务在地产下行压力下快速增长。公司不断推进传统LED照明的业务拓展，同时逐步打造以无主灯为核心的全屋智能生态。无主灯产品2022年推出后销售额过亿，公牛品牌产品导入门店，定位高端的沐光品牌逐步拓店。公司在无主灯品类上公司已占据先发优势。此外，智能门锁、智能晾衣机等智能生态产品增长迅猛。智能生态产品均可连接公牛智家APP，智能生态体系逐步完善，有望持续为公司贡献增量。**3)新能源业务：**营收1.53亿元，同比+638%。新能源市场蓬勃发展，充电桩&桩、储能等产品与公司主品类存在电连接技术上的协同，是当前重点发力的业务方向。充电桩&桩产品上市首年在线上实现第三方品牌第一，公司依托小B渠道管理经验，重点拓展4S店、汽车美容店等专业分销商，掌握先发优势；同时针对专业客户，公司也组建专门团队。我们认为随着充电桩&桩规模的提升，公司相对于新能源车企在该品类上的优势将会持续提升。储能产品处于技术研发阶段，目前仅推出针对露营场景的产品，未来应用场景有望不断丰富。

C端渠道优势稳固、稳步拓展，B端渠道迅猛发展。公司已建立覆盖全国超110万家终端网点的销售网络，ToC渠道运营经验丰富。2022年公司建立ToC、ToB两大营销体系，C端推进线上线下协同互补，B端渠道公司发力拓展，充分发挥网点运营优势，重点突破小B渠道。**1) ToC渠道：**线下方面，**传统渠道保持优势，同时拓展品类，新兴业务渠道快速开拓。五金渠道**主销转换器、断路器等产品，公司赋能网点精益营销，将持续为公司带来稳定现金流；**装饰渠道**为公司智能电工照明业务板块的共享渠道，公司快速推进无主灯等全屋智能生态产品的导入，网点品类丰富度与专业性不断提升。**新能源渠道**在快速拓展中，已有分销商5000余家。此外，**数码配件渠道**持续手机维修店、便利店等渠道形态。**线上方面：**公司已建立照明、数码、新能源等品类的标杆旗舰店，推动“1+专+N”店铺矩阵建设。公司充分运用线上大数据资源、数字化营销方式进行业务拓展，线上转换器、墙开插座稳定保持市占率第一，新能源份额稳定提升。**2) B端渠道：**公司以墙开插座为基础，无主灯产品为核心，重点发力装企等小B渠道。2022年，公司与200家知名头

公司简介：

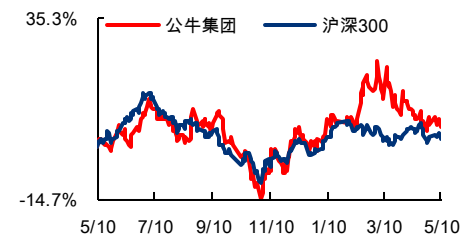
公牛集团股份有限公司创办于1995年，公司专注于以转换器、墙壁开关插座为核心的民用电工产品的研发、生产和销售，主要包括转换器（即延长线插座、移动式插座等）、墙壁开关插座、LED照明、数码配件等电源连接和用电延伸性产品，广泛应用于家庭、办公等用电场合。

资料来源：公司公告、iFind

交易数据

52周股价区间（元）	173.43-119.67
总市值（亿元）	902.1
流通市值（亿元）	899.16
总股本/流通A股（万股）	60,108/60,108
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	0.91

52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

分析师：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080005

研究助理：沈逸伦

010-66554044

shenyil@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480121050014

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。同时公司开始拓展工程项目，积极打造标杆工程。**2022年公司将海外渠道的开拓提升到重要战略高度。**22年自主品牌业务着重开拓东南亚市场，以转换器、墙开等成熟品类为主。同时公司在欧美市场开展跨境电商业务，上线充电枪等新能源产品，未来有望持续通过新能源产品打开欧美市场。

新品推出拉高费用率，盈利能力有望持续稳中有升。2022年公司毛利率38.0%，同比+1.1pct，23Q1毛利率同比+2.7pct，公司毛利率与铜等大宗材料价格有较强相关性，公司持续通过套期保值平抑波动，并推进降本增效提振毛利率。2022年销售、管理、研发费用率分别+1.2pct、+0.1pct、+0.4pct，无主灯、新能源两条业务线的推出较多导致费用率提升，未来新品不断上量，费用率有望逐步回落。整体来看，公司净利率22.6%，同比+0.2pct，未来随新品放量，我们看好公司盈利能力稳中有升。

盈利预测与投资评级：公司两大基石业务转换器、墙开优势稳固，今年有望稳步复苏；公司依托渠道布局和电连接技术优势拓展品类，同时积极布局海外市场，增长可期。公司过往经营业绩稳定，战略清晰，无主灯和新能源两大新业务市场空间巨大，海外市场亟待发掘，我们看好公牛集团未来持续稳健增长。预计公司2023-2025年归母净利润分别为37.4、43.9、51.1亿元人民币，EPS为6.22、7.30、8.50元，目前股价对应PE分别为24.1、20.6、17.7倍，我们维持“推荐”评级。

风险提示：地产销售不及预期；新业务拓展不及预期；原材料价格上涨超预期。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,384.92	14,081.37	16,457.22	19,021.52	21,954.61
增长率(%)	23.22%	13.70%	16.87%	15.58%	15.42%
归母净利润(百万元)	2,780.36	3,188.62	3,741.52	4,385.82	5,110.15
增长率(%)	20.18%	14.68%	17.34%	17.22%	16.52%
净资产收益率(%)	25.85%	25.72%	23.55%	22.62%	22.25%
每股收益(元)	4.63	5.32	6.22	7.30	8.50
PE	32.41	28.21	24.11	20.57	17.65
PB	8.39	7.28	5.68	4.65	3.93

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
单位:百万元					单位:百万元						
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	13257	13560	16672	20388	24418	营业收入	12385	14081	16457	19022	21955
货币资金	4377	4612	6627	9069	11925	营业成本	7809	8730	10071	11625	13359
应收账款	219	227	293	365	481	营业税金及附加	83	116	132	152	176
其他应收款	196	72	84	97	112	营业费用	560	800	856	970	1098
预付款项	29	50	58	76	90	管理费用	428	501	576	666	768
存货	1377	1285	1600	2007	2196	财务费用	-88	-108	-30	-78	-104
其他流动资产	1127	364	364	364	364	研发费用	471	588	691	780	878
非流动资产合计	2217	3090	3137	3346	3517	资产减值损失	16.26	11.50	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1490	1851	1993	2402	2770	投资净收益	190.03	271.99	231.01	251.50	241.25
无形资产	296	326	311	298	285	加:其他收益	390.94	132.94	261.94	197.44	229.69
其他非流动资产	76	77	80	80	80	营业利润	3651	3814	4647	5347	6243
资产总计	15474	16650	19809	23734	27935	营业外收入	4.35	3.78	4.07	3.93	4.00
流动负债合计	4617	4086	3756	4175	4802	营业外支出	330.66	63.39	197.02	130.21	163.61
短期借款	500	845	0	0	0	利润总额	3325	3754	4454	5221	6084
应付账款	1702	1644	2017	2244	2627	所得税	545	569	713	835	973
预收款项	0	0	0	0	22	净利润	2780	3185	3742	4386	5110
一年内到期的非流	674	9	0	0	0	少数股东损益	0	-3	0	0	0
非流动负债合计	101	149	143	145	144	归属母公司净利润	2780	3189	3742	4386	5110
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
负债合计	4718	4235	3900	4320	4946	成长能力					
少数股东权益	0	16	16	16	16	营业收入增长	23.22%	13.70%	16.87%	15.58%	15.42%
实收资本(或股本)	601	601	601	601	601	营业利润增长	30.28%	4.46%	21.84%	15.07%	16.75%
资本公积	3914	3864	3864	3864	3864	归属于母公司净利	20.18%	14.68%	17.34%	17.22%	16.52%
未分配利润	6011	7757	11124	14633	18210	获利能力					
归属母公司股东权	10756	12399	15885	19391	22965	毛利率(%)	36.95%	38.00%	38.81%	38.88%	39.15%
负债和所有者权益	15474	16650	19809	23734	27935	净利率(%)	22.45%	22.62%	22.73%	23.06%	23.28%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	17.97%	19.15%	18.89%	18.48%	18.29%
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE(%)	25.85%	25.72%	23.55%	22.62%	22.25%
经营活动现金流	3014	3058	3786	4163	5292	偿债能力					
净利润	2780	3185	3742	4386	5110	资产负债率(%)	30%	25%	20%	18%	18%
折旧摊销	229.58	250.92	181.19	211.36	252.15	流动比率	2.87	3.32	4.44	4.88	5.08
财务费用	-88	-108	-30	-78	-104	速动比率	2.57	3.00	4.01	4.40	4.63
应收账款减少	-35	-8	-66	-72	-116	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	22	总资产周转率	0.89	0.88	0.90	0.87	0.85
投资活动现金流	-1589	-1746	-685	-921	-1008	应收账款周转率	61	63	63	58	52
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.29	8.42	8.99	8.93	9.01
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	190	272	231	251	241	每股收益(最新摊	4.63	5.32	6.22	7.30	8.50
筹资活动现金流	-701	-1945	-1086	-800	-1429	每股净现金流(最	1.21	-1.05	3.35	4.06	4.75
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	17.89	20.63	26.43	32.26	38.21
长期借款增加	-160	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	1	0	0	0	0	P/E	32.41	28.21	24.11	20.57	17.65
资本公积增加	94	-51	0	0	0	P/B	8.39	7.28	5.68	4.65	3.93
现金净增加额	725	-634	2015	2442	2855	EV/EBITDA	22.98	21.89	17.43	14.81	12.25

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士, 2019 年 1 月加入东兴证券研究所, 现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2 年买方经验, 覆盖大消费行业研究, 具备买方研究思维。

常子杰

中央财经大学金融学硕士, 2019 年加入东兴证券研究所, 现任轻工制造行业分析师, 研究方向为造纸、包装、电子烟。

研究助理简介

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021 年加入东兴证券研究所, 轻工制造行业研究助理, 主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526