



# 公牛集团 (603195.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 2Q 盈利表现优异，新业务推进顺利

### 业绩简评

2023年8月17日公司披露半年报，上半年实现营收75.9亿元，同比增长11.0%；实现归母净利润同18.2亿元，同比增长20.8%。其中2Q营收同比+13.3%至42.6亿元，归母净利润同比+25.3%至10.9亿元，2Q利润表现超预期。

### 经营分析

**2Q 整体收入恢复理想增长，新业务延续快速增长：**公司2Q整体收入同比增长13.3%，2Q整体销售常态化之后，整体收入重拾优异增长。分业务来看，电连接业务收入23H1同比增长4.7%至36.8亿元，其中2Q预计收入增长环比提速。智能电工照明业务收入23H1同比增长15.5%至37.7亿元，其中墙开业务收入预计H1同比仍有双位数增长，LED照明业务收入预计H1同比增长20%，而无主灯业务在公牛无主灯产品持续迭代升级的同时，H1新推出专业品牌“沐光”已基本完成了对全国主要省会城市和经济发达城市的经销商覆盖，预计H1无主灯整体收入延续高速增长，全年翻倍增长可期。新能源业务方面，23H1依托产品矩阵完善+渠道扩张，整体收入同比+195.2%至1.3亿元，H1共开发专业分销商近万家，中小B运营商客户500余家，快速铺开营销网络。

**2Q 毛利率同比大幅改善，新品牌推广致费用率提升：**公司23H1毛利率同比+4.6pct至40.5%，其中2Q毛利率同比+6.0pct至43.1%，盈利能力显著改善。预计主因原材料成本压力大幅缓解叠加公司始终聚焦精益化、自动化、数字化建设，降本增效成果显著。费用率方面，公司2Q销售费用率同比+2.6pct至7.4%，销售费用率大幅上升主因今年3月公司推出无主灯新品牌沐光，品牌建设初期需投入大量推广及渠道建设费用。此外，2Q管理费用率同比+0.2pct至3.1%，研发费用率同比-0.1pct至3.5%。

**品牌形象焕新+渠道综合化建设，助力公司持续增长可期：**今年以来，公司除签约全新代言人外，也依托明星推荐、达人种草等新媒体资源整合，加速公牛品牌时尚化、高端化焕新升级，不仅助推优势品类的产品结构升级，也将促进新品类后续的拓展。渠道方面，持续推动渠道综合化建设，已具备全渠道协同互补的营销体系，为新能源、无主灯等新业务发展打下坚实基础。整体来看，公司核心优势稳固，后续增长驱动力充足，持续增长可期。

### 盈利预测、估值与评级

我们维持此前盈利预测，预计23-25年EPS分别为4.19、4.82、5.55元，当前股价对应PE为24/21/18倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

B端渠道扩张不畅；新品类拓展不畅；原材料价格大幅上涨。

### 轻工组

分析师：张杨桓 (执业S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

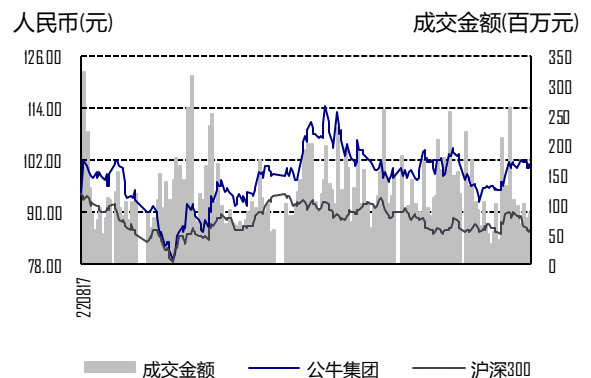
分析师：尹新悦 (执业S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：100.97元

### 相关报告：

- 《深度探究系列二：短中长期增长驱动力何在？-公牛集团深度报告》，2022.12.31
- 《3Q收入增长依然稳健，盈利环比正改善-公牛三季报点评》，2022.10.28
- 《2Q收入增长具韧性，H2盈利改善可期-公牛集团中报点评》，2022.8.17



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,385	14,081	16,247	18,733	21,607
营业收入增长率	23.22%	13.70%	15.38%	15.30%	15.34%
归母净利润(百万元)	2,780	3,189	3,738	4,295	4,946
归母净利润增长率	20.18%	14.68%	17.24%	14.88%	15.17%
摊薄每股收益(元)	4.625	5.305	4.192	4.816	5.546
每股经营性现金流净额	4.95	5.02	4.50	5.11	6.03
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.85%	25.72%	25.57%	25.37%	25.43%
P/E	36.17	27.01	24.09	20.97	18.21
P/B	9.35	6.95	6.16	5.32	4.63

来源：公司年报、国金证券研究所


**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>10,051</b>	<b>12,385</b>	<b>14,081</b>	<b>16,247</b>	<b>18,733</b>	<b>21,607</b>
增长率		23.2%	13.7%	15.4%	15.3%	15.3%
<b>主营业务成本</b>	<b>-6,019</b>	<b>-7,809</b>	<b>-8,730</b>	<b>-9,994</b>	<b>-11,519</b>	<b>-13,280</b>
%销售收入	59.9%	63.0%	62.0%	61.5%	61.5%	61.5%
<b>毛利</b>	<b>4,033</b>	<b>4,576</b>	<b>5,351</b>	<b>6,254</b>	<b>7,214</b>	<b>8,327</b>
%销售收入	40.1%	37.0%	38.0%	38.5%	38.5%	38.5%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-80</b>	<b>-83</b>	<b>-116</b>	<b>-122</b>	<b>-140</b>	<b>-162</b>
%销售收入	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
<b>销售费用</b>	<b>-518</b>	<b>-560</b>	<b>-800</b>	<b>-894</b>	<b>-1,012</b>	<b>-1,156</b>
%销售收入	5.2%	4.5%	5.7%	5.5%	5.4%	5.4%
<b>管理费用</b>	<b>-431</b>	<b>-428</b>	<b>-501</b>	<b>-577</b>	<b>-656</b>	<b>-745</b>
%销售收入	4.3%	3.5%	3.6%	3.6%	3.5%	3.5%
<b>研发费用</b>	<b>-401</b>	<b>-471</b>	<b>-588</b>	<b>-663</b>	<b>-749</b>	<b>-864</b>
%销售收入	4.0%	3.8%	4.2%	4.1%	4.0%	4.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>2,602</b>	<b>3,035</b>	<b>3,346</b>	<b>3,998</b>	<b>4,657</b>	<b>5,400</b>
%销售收入	25.9%	24.5%	23.8%	24.6%	24.9%	25.0%
<b>财务费用</b>	<b>36</b>	<b>88</b>	<b>108</b>	<b>72</b>	<b>126</b>	<b>168</b>
%销售收入	-0.4%	-0.7%	-0.8%	-0.4%	-0.7%	-0.8%
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>52</b>	<b>190</b>	<b>272</b>	<b>240</b>	<b>220</b>	<b>200</b>
%税前利润	1.9%	5.7%	7.2%	5.4%	4.3%	3.4%
<b>营业利润</b>	<b>2,803</b>	<b>3,651</b>	<b>3,814</b>	<b>4,451</b>	<b>5,113</b>	<b>5,888</b>
营业利润率	27.9%	29.5%	27.1%	27.4%	27.3%	27.3%
<b>营业外收支</b>	<b>-48</b>	<b>-326</b>	<b>-60</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>税前利润</b>	<b>2,755</b>	<b>3,325</b>	<b>3,754</b>	<b>4,451</b>	<b>5,113</b>	<b>5,888</b>
利润率	27.4%	26.8%	26.7%	27.4%	27.3%	27.3%
<b>所得税</b>	<b>-441</b>	<b>-545</b>	<b>-569</b>	<b>-712</b>	<b>-818</b>	<b>-942</b>
所得税率	16.0%	16.4%	15.2%	16.0%	16.0%	16.0%
<b>净利润</b>	<b>2,313</b>	<b>2,780</b>	<b>3,185</b>	<b>3,738</b>	<b>4,295</b>	<b>4,946</b>
少数股东损益	0	0	-3	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2,313</b>	<b>2,780</b>	<b>3,189</b>	<b>3,738</b>	<b>4,295</b>	<b>4,946</b>
净利率	23.0%	22.4%	22.6%	23.0%	22.9%	22.9%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>净利润</b>	<b>2,313</b>	<b>2,780</b>	<b>3,185</b>	<b>3,738</b>	<b>4,295</b>	<b>4,946</b>
少数股东损益	0	0	-3	0	0	0
<b>非现金支出</b>	<b>234</b>	<b>241</b>	<b>265</b>	<b>293</b>	<b>371</b>	<b>442</b>
非经营收益	-47	-174	-320	-169	-214	-199
营运资金变动	923	126	-115	156	106	190
<b>经营活动现金净流</b>	<b>3,423</b>	<b>2,973</b>	<b>3,016</b>	<b>4,017</b>	<b>4,557</b>	<b>5,379</b>
<b>资本开支</b>	<b>-417</b>	<b>-453</b>	<b>-1,015</b>	<b>-953</b>	<b>-880</b>	<b>-780</b>
投资	10	0	-19	-300	-200	-200
其他	-3,843	-1,136	-712	240	220	200
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-4,250</b>	<b>-1,589</b>	<b>-1,746</b>	<b>-1,013</b>	<b>-860</b>	<b>-780</b>
股权募资	3,567	59	95	351	164	44
债权募资	657	496	-325	-487	-152	-50
其他	-2,301	-1,257	-1,709	-1,903	-2,153	-2,474
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,923</b>	<b>-702</b>	<b>-1,939</b>	<b>-2,039</b>	<b>-2,141</b>	<b>-2,480</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,096</b>	<b>682</b>	<b>-669</b>	<b>965</b>	<b>1,556</b>	<b>2,119</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>货币资金</b>	<b>3,753</b>	<b>4,377</b>	<b>4,612</b>	<b>5,575</b>	<b>7,126</b>	<b>9,241</b>
<b>应收款项</b>	<b>310</b>	<b>417</b>	<b>300</b>	<b>467</b>	<b>503</b>	<b>551</b>
<b>存货</b>	<b>788</b>	<b>1,377</b>	<b>1,285</b>	<b>1,314</b>	<b>1,420</b>	<b>1,492</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>5,667</b>	<b>7,086</b>	<b>7,363</b>	<b>7,810</b>	<b>8,019</b>	<b>8,229</b>
<b>流动资产</b>	<b>10,518</b>	<b>13,257</b>	<b>13,560</b>	<b>15,166</b>	<b>17,068</b>	<b>19,512</b>
%总资产	84.6%	85.7%	81.4%	80.3%	80.1%	81.0%
<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>固定资产</b>	<b>1,461</b>	<b>1,692</b>	<b>2,466</b>	<b>3,086</b>	<b>3,531</b>	<b>3,808</b>
%总资产	11.7%	10.9%	14.8%	16.3%	16.6%	15.8%
<b>无形资产</b>	<b>303</b>	<b>314</b>	<b>391</b>	<b>480</b>	<b>545</b>	<b>608</b>
<b>非流动资产</b>	<b>1,921</b>	<b>2,217</b>	<b>3,090</b>	<b>3,718</b>	<b>4,232</b>	<b>4,576</b>
%总资产	15.4%	14.3%	18.6%	19.7%	19.9%	19.0%
<b>资产总计</b>	<b>12,439</b>	<b>15,474</b>	<b>16,650</b>	<b>18,884</b>	<b>21,300</b>	<b>24,088</b>
<b>短期借款</b>	<b>500</b>	<b>1,174</b>	<b>854</b>	<b>352</b>	<b>200</b>	<b>150</b>
<b>应付款项</b>	<b>1,505</b>	<b>2,135</b>	<b>2,090</b>	<b>2,277</b>	<b>2,388</b>	<b>2,538</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>1,059</b>	<b>1,307</b>	<b>1,141</b>	<b>1,453</b>	<b>1,599</b>	<b>1,769</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,064</b>	<b>4,617</b>	<b>4,086</b>	<b>4,082</b>	<b>4,187</b>	<b>4,457</b>
<b>长期贷款</b>	<b>160</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>76</b>	<b>101</b>	<b>149</b>	<b>166</b>	<b>167</b>	<b>168</b>
<b>负债</b>	<b>3,300</b>	<b>4,718</b>	<b>4,235</b>	<b>4,248</b>	<b>4,354</b>	<b>4,624</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>9,137</b>	<b>10,756</b>	<b>12,399</b>	<b>14,619</b>	<b>16,930</b>	<b>19,447</b>
其中：股本	601	601	601	892	892	892
未分配利润	4,432	6,011	7,757	9,626	11,773	14,246
<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>16</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>12,439</b>	<b>15,474</b>	<b>16,650</b>	<b>18,884</b>	<b>21,300</b>	<b>24,088</b>

**比率分析**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	3.852	4.625	5.305	4.192	4.816	5.546
每股净资产	15.213	17.891	20.628	16.393	18.985	21.807
每股经营现金净流	5.699	4.946	5.018	4.505	5.110	6.032
每股股利	0.000	3.800	2.000	2.096	2.408	2.773
<b>回报率</b>						
净资产收益率	25.32%	25.85%	25.72%	25.57%	25.37%	25.43%
总资产收益率	18.60%	17.97%	19.15%	19.80%	20.16%	20.53%
投入资本收益率	22.20%	21.18%	21.31%	22.34%	22.75%	23.07%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	0.11%	23.22%	13.70%	15.38%	15.30%	15.34%
EBIT 增长率	0.69%	16.61%	10.26%	19.49%	16.47%	15.95%
净利润增长率	0.42%	20.18%	14.68%	17.24%	14.88%	15.17%
总资产增长率	67.70%	24.41%	7.60%	13.41%	12.80%	13.09%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	6.9	5.9	5.8	5.5	5.3	5.0
存货周转天数	53.6	50.6	55.7	48.0	45.0	41.0
应付账款周转天数	74.3	69.8	69.9	65.0	58.0	53.0
固定资产周转天数	42.9	44.0	48.1	48.8	46.2	41.3
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-65.48%	-84.91%	-86.24%	-85.22%	-84.83%	-86.01%
EBIT 利息保障倍数	-72.8	-34.5	-31.0	-55.5	-37.1	-32.1
资产负债率	26.53%	30.49%	25.44%	22.50%	20.44%	19.20%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-08-18	增持	175.60	N/A
2	2021-09-27	增持	161.55	N/A
3	2021-10-29	增持	156.30	N/A
4	2022-04-12	买入	127.30	N/A
5	2022-04-26	买入	126.32	N/A
6	2022-08-17	买入	141.99	N/A
7	2022-10-28	买入	125.86	N/A
8	2022-12-31	买入	143.26	179.40~179.40

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

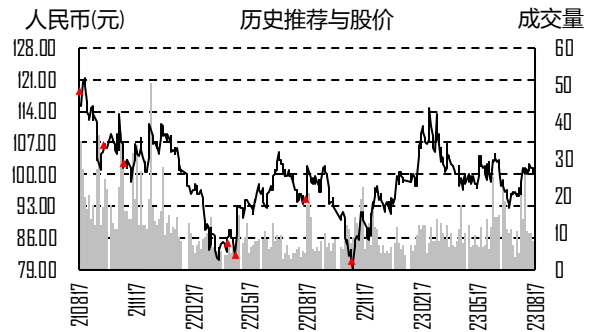
- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持





**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究