

2023年08月17日

# Q2 净利+25%，新能源与无主灯新业务持续发力

## 公牛集团(603195)

### 事件概述

公司发布2023年中报，2023H1公司实现营收75.92亿元，同比+11.03%；归母净利润18.22亿元，同比+20.83%；扣非后净利润16.66亿元，同比+21.33%。Q2单季度看，23Q2公司实现营收42.58亿元，同比+13.26%；归母净利润10.86亿元，同比+25.35%；扣非后归母净利润10.20亿元，同比+25.84%。23H1公司经营活动产生的现金流量净额为29.79亿元，同比+160.20%，主要系销售增加及支付货款减少所致。

### 分析判断：

#### ► 收入端：顺利构建新业务核心能力，持续推动渠道综合化建设

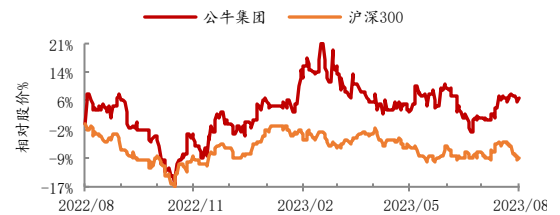
2023年上半年，公司积极拓展电连接、智能电工照明、新能源三大业务，不断推动转换器、墙壁开关插座等传统业务的产品创新和品牌升级，顺利构建新能源和智能无主灯等新业务的核心能力，“沐光”新品牌实现良好开端，海外业务布局得到系统性深化，持续提升了公司在产品、渠道、品牌、供应链等方面的综合竞争能力。分产品看，2023H1公司电连接产品、智能电工照明产品、新能源产品分别实现收入36.77、37.71、1.32亿元，同比分别+4.66%、+15.54%、+195.21%，其中：1)电连接产品作为公司的核心业务，23H1围绕场景化用电需求进行有效的产品创新；2)智能电工照明业务在报告期内加快新业务发展，其中无主灯产品线进一步迭代升级，23H1正式推出新品牌“沐光”，定位无主灯领域的专业品牌，致力于为用户提供整套系统化的灯光解决方案；3)新能源业务开展顺利，新组建了新能源事业部，对研发、生产、国内外营销等资源进行有效整合，丰富了面向更广泛客户群体和使用场景的产品矩阵，加快了核心技术能力的构建。

#### ► 利润端：23年上半年盈利能力同环比提升

盈利能力方面，公司2023H1毛利率同比提升了4.58pct至40.52%，主要系本期大宗材料价格下降所致；净利率同比提升了1.95pct至23.98%。Q2单季度公司毛利率同比提升6.01pct至43.15%，环比提升6.0pct；净利率同比提升2.43pct至25.47%，环比提升3.41pct。费用方面，2023H1，公司期间费用率为13.41%，同比提升了2.19pct。其中销售费用率为6.95%，同比上升了1.94pct。管理费用率为3.49%，同比提升0.10pct。财务费用率为-0.71%，同比提升了0.11pct。研发费

### 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：	100.97
股票代码：	603195
52周最高价/最低价：	174.97/92.26
总市值(亿)	900.43
自由流通市值(亿)	896.60
自由流通股数(百万)	887.98



分析师：徐林锋  
邮箱：xulf@hx168.com.cn  
SAC NO：S1120519080002

分析师：宋姝旺  
邮箱：songsw@hx168.com.cn  
SAC NO：S1120523070002

用率为 3.68%，同比提升了 0.03pct。销售费用率提升较多系广告费用投入、市场推广增加所致。

### 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。我们维持此前公司盈利预测，预计 2023-2025 年公司营收分别为 166.65/195.13/224.85 亿元，因股本增加摊薄 EPS 分别由 6.24/7.30/8.39 元调整至 4.21/4.92/5.65 元。对应 2023 年 8 月 17 日 100.97 元/股收盘价，PE 分别为 24.01/20.53/17.86 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)	3.12	3.58	4.21	4.92	5.65
ROE	25.8%	25.7%	22.9%	20.9%	19.2%
市盈率	32.39	28.24	24.01	20.53	17.86

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：23年上半年盈利能力同环比提升.....	5
4. 投资建议.....	6
5. 风险提示.....	6

## 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 2023 年中报，2023H1 公司实现营收 75.92 亿元，同比+11.03%；归母净利润 18.22 亿元，同比+20.83%；扣非后净利润 16.66 亿元，同比+21.33%。Q2 单季度看，23Q2 公司实现营收 42.58 亿元，同比+13.26%；归母净利润 10.86 亿元，同比+25.35%；扣非后归母净利润 10.20 亿元，同比+25.84%。23H1 公司经营活动产生的现金流量净额为 29.79 亿元，同比+160.20%，主要系销售增加及支付贷款减少所致。

## 2. 收入端：新业务核心能力顺利构建，持续推动渠道综合化建设

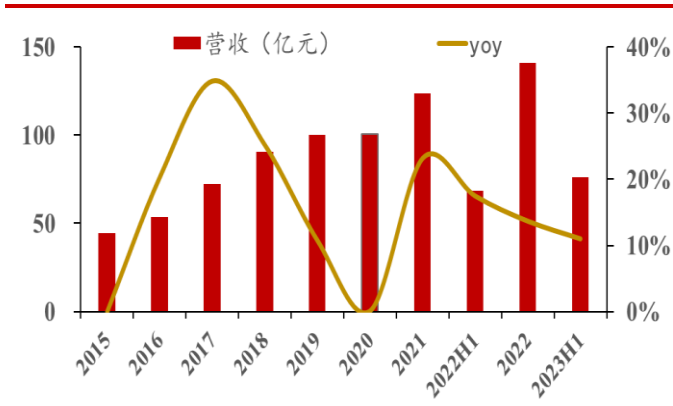
2023 年上半年，公司积极拓展电连接、智能电工照明、新能源三大业务，不断推动转换器、墙壁开关插座等传统业务的产品创新和品牌升级，顺利构建新能源和智能无主灯等新业务的核心能力，“沐光”新品牌实现良好开端，海外业务布局得到系统性深化，持续提升了公司在产品、渠道、品牌、供应链等方面的综合竞争能力。

分产品看，2023H1 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 36.77、37.71、1.32 亿元，同比分别+4.66%、+15.54%、+195.21%，其中：1) 电连接产品作为公司的核心业务，23H1 围绕场景化用电需求进行有效的产品创新；2) 智能电工照明业务在报告期内加快新业务发展，其中无主灯产品线进一步迭代升级，23H1 正式推出新品牌“沐光”，定位无主灯领域的专业品牌，致力于为用户提供整套系统化的灯光解决方案；3) 新能源业务开展顺利，新组建了新能源事业部，对研发、生产、国内外营销等资源进行有效整合，丰富了面向更广泛客户群体和使用场景的产品矩阵，加快了核心技术能力的构建。

分渠道看，2023 年上半年公司持续推动渠道综合化建设，加快新业务销售体系的核心能力构建。1) **C 端渠道**：C 端装饰渠道上半年公司积极拓展墙壁开关零售大户和工程分销商，加大集吊店、卫浴店、锁具五金店等生态品类适销新渠道的开发力度，继续全面拓展大型战略装企和区域中小装企，并展开多品类进驻，与杭州圣都、北京贝壳、沈阳方林、北京业之峰、上海聚通、上海沪佳、云南创艺等公司建立和深化合作。C 端五金渠道进一步夯实零售渠道基础，提升售点销售能力，同时拓宽工程渠道开发，提升多品类运营能力。C 端数码渠道进一步提升了手机专卖店、数码配件店等带有服务属性的终端网点覆盖率，加大力度开拓小超市、便利店等用户便捷购买的触点业态，深入挖掘积分商城及礼赠品渠道的业务空间。2) **新能源渠道方面**，截至 23 年 6 月底，共开发新能源汽贸店、汽车美容装潢店等专业分销商近万家，中小 B 端运营商客户 500 余家。3) **电商渠道建设方面**，独特的“1+专+N”矩阵店铺模式被验证有效，照明、数码、车品旗舰店已成为标杆店铺，为品类的可持续性发展提供了根据地；同时，公牛与经销商共创渠道发展的良性生态也得以不断深化。4) **B 端渠道**与华为、龙湖地产、中国铁建房地产集团、中铁四局集团、成都兴城人居等多家企业建立战略合作关系，形成了较好的商机资源储备。5) **沐光新渠道**上半年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，还开发了基于沐光门店体系的运营管理系统，在虚拟方案呈现、快速报价、客户 CRM 等方面提升终端运营效率，为业务的快速开展打下了良好的根基。

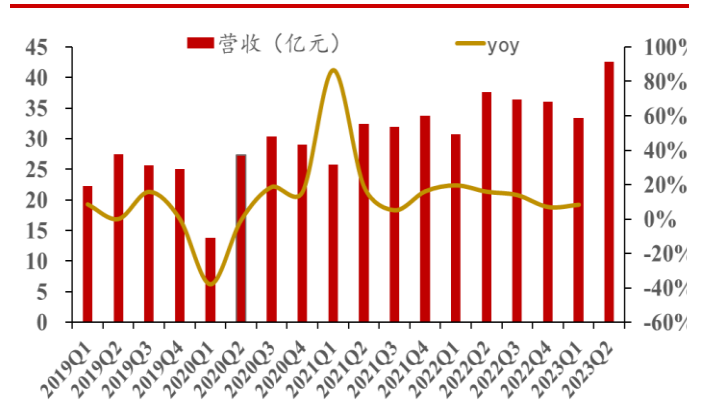
此外，公司加快海外渠道拓展，立足于东南亚新兴市场自主品牌的长远发展，组建了海外新兴事业部；同时面向欧美的新能源市场积极通过跨境电商、海外独立站进行产品销售，并逐步开拓垂直电商和线下代理商渠道。

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



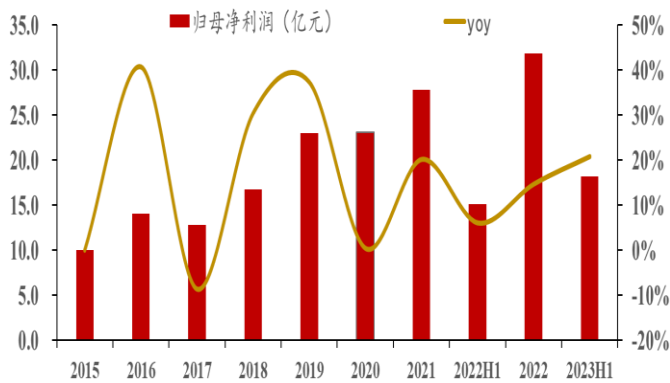
资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 3. 利润端：23 年上半年盈利能力同环比提升

盈利能力方面，公司 2023H1 毛利率同比提升了 4.58pct 至 40.52%，主要系本期大宗材料价格下降所致；净利率同比提升了 1.95pct 至 23.98%。Q2 单季度公司毛利率同比提升 6.01pct 至 43.15%，环比提升 6.0pct；净利率同比提升 2.43pct 至 25.47%，环比提升 3.41pct。

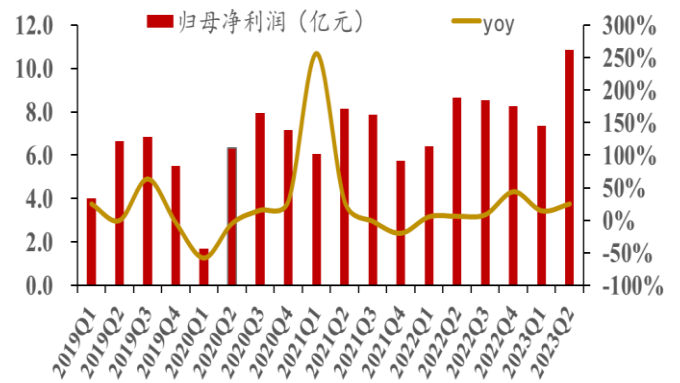
费用方面，2023H1，公司期间费用率为 13.41%，同比提升了 2.19pct。其中销售费用率为 6.95%，同比上升了 1.94 pct。管理费用率为 3.49%，同比提升 0.10pct。财务费用率为 -0.71%，同比提升了 0.11pct。研发费用率为 3.68%，同比提升了 0.03pct。销售费用率提升较多系广告费用投入、市场推广增加所致。

图 3 公司归母净利润



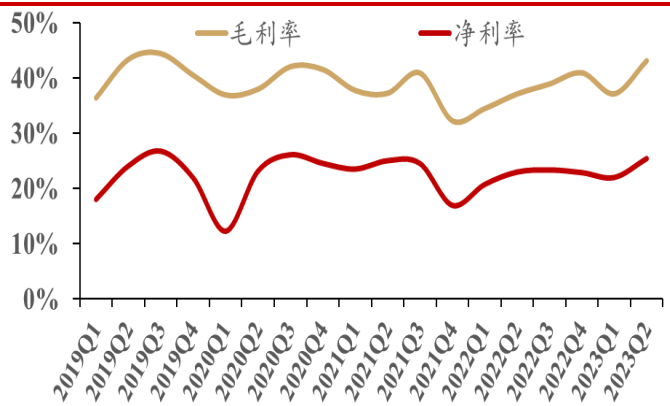
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 公司单季度归母净利润



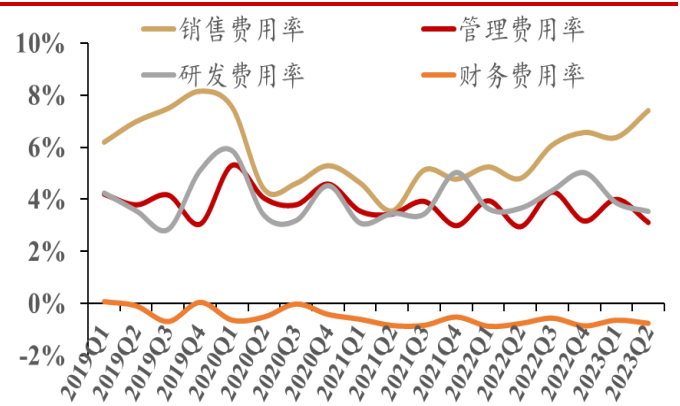
资料来源：公司公告，华西证券研究所

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. 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。我们维持此前公司盈利预测，预计 2023-2025 年公司营收分布为 166.65/195.13/224.85 亿元，因股本增加摊薄 EPS 分别由 6.24/7.30/8.39 元调整至 4.21/4.92/5.65 元。对应 2023 年 8 月 17 日 100.97 元/股收盘价，PE 分别为 24.01/20.53/17.86 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。

## 5. 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	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
利润总额	3,754	4,455	5,206	5,970	<b>成长能力 (%)</b>				
所得税	569	706	822	931	营业收入增长率	13.7%	18.3%	17.1%	15.2%
净利润	3,185	3,749	4,383	5,039	净利润增长率	14.7%	17.6%	16.9%	15.0%
归属于母公司净利润	3,189	3,750	4,385	5,042	<b>盈利能力 (%)</b>				
YoY(%)	14.7%	17.6%	16.9%	15.0%	毛利率	38.0%	37.3%	37.8%	38.2%
每股收益	3.58	4.21	4.92	5.65	净利率	22.6%	22.5%	22.5%	22.4%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	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	<b>偿债能力 (%)</b>				
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	<b>2.99</b>	<b>4.14</b>	<b>4.72</b>	<b>5.42</b>
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	<b>经营效率 (%)</b>				
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	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	16,650	20,259	25,419	31,157	每股收益	3.58	4.21	4.92	5.65
短期借款	845	0	0	0	每股净资产	13.90	18.34	23.51	29.42
应付账款及票据	1,644	2,158	2,479	2,776	每股经营现金流	3.43	4.46	5.31	6.15
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	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	28.24	24.01	20.53	17.86
其他长期负债	149	149	149	149	PB	10.30	5.51	4.30	3.43
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	892	892	892					
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。

宋妹旺：轻工行业分析师。2021年7月加入华西证券，2年从业经验。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。