

公牛集团 (603195.SH) 2023Q2 营收稳健，供应链降本驱动利润超预期增长

2023年08月18日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

lvming@kysec.cn

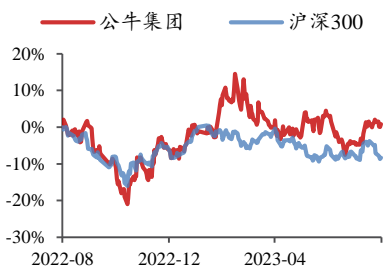
zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2023/8/17
当前股价(元)	100.97
一年最高最低(元)	174.97/92.26
总市值(亿元)	900.43
流通市值(亿元)	896.60
总股本(亿股)	8.92
流通股本(亿股)	8.88
近3个月换手率(%)	6.79

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《盈利能力延续提升趋势，新业务渠道体系趋于完善——公司信息更新报告》-2023.5.4

《2022Q4 业绩迎恢复性增长，看好成本回落以及渠道体系完善下 2023 年业绩增长和新品类放量——公司信息更新报告》-2023.4.10

《墙开受益线下及地产回暖，新业务进入放量阶段，建议关注 2023 年业绩向上修复弹性——公司信息更新报告》-2023.2.16

● 2023Q2 营收稳健，供应链降本带动利润率提升，维持“买入”评级

2023H1 公司实现营收 75.92 亿元(+11.03%)，归母净利润 18.22 亿元(+20.83%)，扣非归母净利润 16.66 亿元(+21.33%)。2023Q2 实现营收 42.58 亿元(+13.26%)，归母净利润 10.86 亿元(+25.35%)，扣非归母净利润 10.2 亿元(+25.84%)。考虑到内部供应链精益降本，我们上调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 37.84/43.59/49.73 亿元(原值为 37.10/42.74/49.43 亿元)，对应 EPS 为 4.24/4.89/5.58 元，当前股价对应 PE 分别为 23.8/20.7/18.1 倍，维持“买入”评级。

● 新能源规模快速增长、渠道建设稳步推进，智能电工照明业务增长稳健

分业务：(1) 2023H1 电连接业务(含数码配件)实现营收 36.77 亿元(+4.66%)，期内孵化电动工具新业务。(2) 2023H1 智能电工照明业务实现营收 37.71 亿元(+15.54%)。(3) 2023H1 新能源业务实现营收 1.31 亿元(+195.21%)，交流充电方面针对畅销车型推出专属新品，直流充电方面开始与第三方运营平台合作。**分渠道：**(1) 装饰渠道持续推进公牛全品类旗舰店和专卖区建设。(2) 五金渠道拓宽工程渠道开发。(3) 新能源渠道，截至 2023H1 期末开发新能源汽贸店、汽车美容装潢店等专业分销商近万家，中小 B 端运营商 500 余家。(4) 沐光无主灯基本完成对全国主要省会城市和经济发达城市的经销商覆盖。(6) 海外渠道，2023H1 组建海外新兴事业部，转换器为核心搭建东南亚本土经销体系。欧美以新能源为核心，通过跨境电商销售并逐步开拓线下代理渠道，产品获较好反馈。

● 原材料成本回落+供应链精益降本带动 2023Q2 毛利率以及利润率提升

2023H1 公司毛利率为 40.52% (+4.59pct)，2023Q2 毛利率 43.15% (+6pct)，毛利率提升系原材料成本回落+供应链精益降本。费用端，期间费用率 13.27% (+2.64pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.4%/3.1%/3.53%/-0.76%，同比分别+2.59pct/+0.16pct/-0.12pct/+0.01pct，销售费用率增加主系市场营销推广增加。2023Q2 公司净利率 25.5% (+2.46pct)，扣非净利率 23.96% (+2.4pct)。

● 风险提示：新品销售不及预期；渠道开拓不及预期；地产销售持续疲软等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,385	14,081	15,926	18,177	20,622
YOY(%)	23.2	13.7	13.1	14.1	13.5
归母净利润(百万元)	2,780	3,189	3,784	4,359	4,973
YOY(%)	20.2	14.7	18.7	15.2	14.1
毛利率(%)	37.0	38.0	40.8	41.8	42.1
净利率(%)	22.4	22.6	23.7	24.0	24.1
ROE(%)	25.8	25.7	23.3	22.5	21.3
EPS(摊薄/元)	3.12	3.58	4.24	4.89	5.58
P/E(倍)	32.4	28.2	23.8	20.7	18.1
P/B(倍)	8.4	7.3	5.6	4.7	3.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2023Q2 营收增长稳健，供应链精益降本带动利润提升	3
2、 原材料成本回落+供应链精益降本带动毛利率提升	4
3、 盈利预测与投资建议	5
4、 风险提示	5
附：财务预测摘要	6

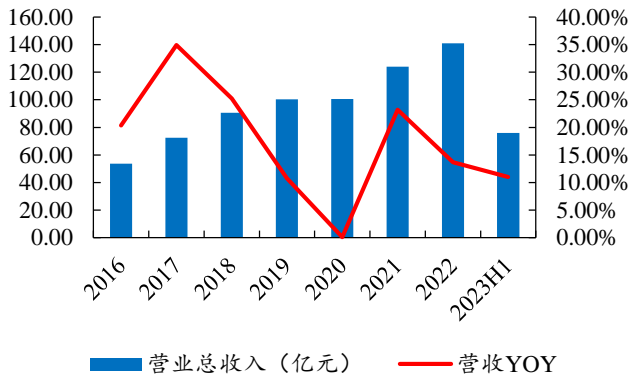
图表目录

图 1： 2023H1 公司实现营收 75.92 亿元（+11.03%）	3
图 2： 2023H1 公司实现归母净利润 18.22 亿元（+20.83%）	3
图 3： 2023Q2 实现营收 42.58 亿元（+13.26%）	3
图 4： 2023Q2 实现归母净利润 10.86 亿元（+25.35%）	3
图 5： 2023H1 公司整体毛利率为 40.52%（+4.58pct）	5
图 6： 2023Q2 公司净利率 25.5%（+2.46pct）	5
图 7： 2023H1 销售费用率提升主系品牌推广等增加所致	5
图 8： 2023Q2 销售/管理/研发费用率有所提升	5
表 1： 2023H1 新能源业务快速增长，电连接业务增长稳健	4

1、2023Q2 营收增长稳健，供应链精益降本带动利润提升

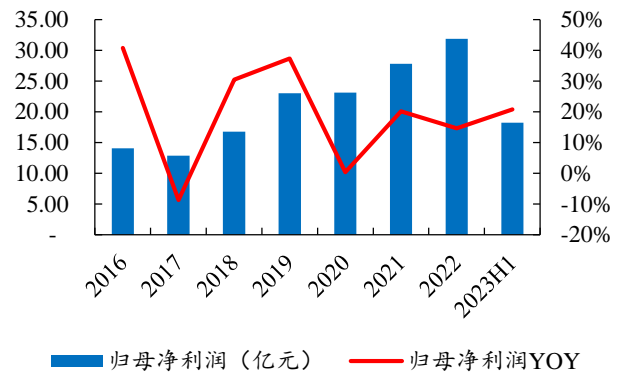
2023H1 公司实现营收 75.92 亿元(+11.03%)，归母净利润 18.22 亿元(+20.83%)，扣非归母净利润 16.66 亿元(+21.33%)。单季度来看 2023Q2 实现营收 42.58 亿元(+13.26%)，归母净利润 10.86 亿元(+25.35%)，扣非归母净利润 10.2 亿元(+25.84%)。2023Q2 营收增速环比提升，前期经销商订单逐步释放，2023H1 期末合同负债 6.65 亿元，较 2023Q1 期末减少 23%。

图1：2023H1 公司实现营收 75.92 亿元 (+11.03%)



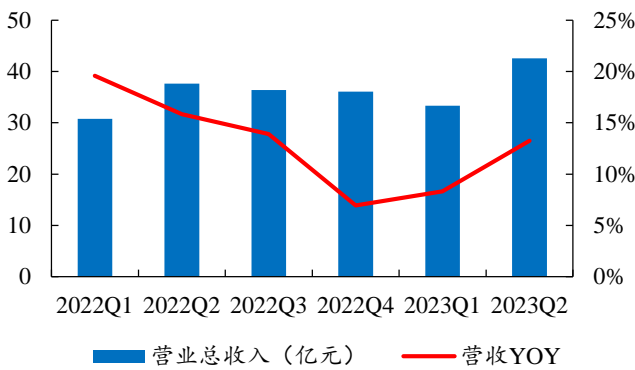
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023H1 公司实现归母净利润 18.22 亿元(+20.83%)



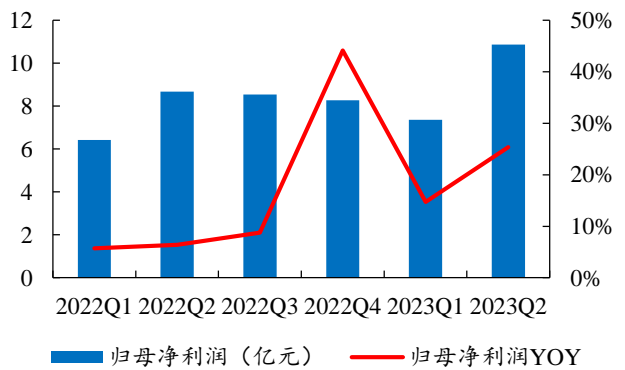
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023Q2 实现营收 42.58 亿元 (+13.26%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023Q2 实现归母净利润 10.86 亿元 (+25.35%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

收入按产品拆分：新能源业务快速增长，电连接业务增长稳健

(1) 2023H1 电连接业务（含数码配件）实现营收 36.77 亿元 (+4.66%)，其中轨道插座系列产品已针对性覆盖装饰、B 端多个渠道，同时期内孵化电动工具新业务。

(2) 2023H1 智能电工照明业务实现营收 37.71 亿元 (+15.54%)，墙开方面秉持装饰化路线，LED 照明方面基础光源发力家居、商业、工业工程等领域。

(3) 2023H1 新能源业务实现营收 1.31 亿元 (+195.21%)，交流充电方面针对畅销车型推出专属新品，直流充电方面开始与第三方运营平台合作，此外逐步加快供应链核心零部件与大功率群充产品的自研自制进程。

表1：2023H1 新能源业务快速增长，电连接业务增长稳健

	2020		2021		2022		2023H1	
	收入	YoY	收入	YoY	收入	YoY	收入	YoY
电连接业务	55.49	5.69%	64.13	15.58%	70.51	4.22%	36.77	4.66%
智能电工照明业务	40.55	-8.34%	55.51	36.90%	68.49	23.39%	37.71	15.54%
其中：墙开	29.52	-8.00%	38.24	29.55%				
LED 照明	7.70	-21.72%	10.67	38.53%				
其他	3.33	44.01%	6.60	98.17%				
数码配件业务	4.18	17.48%	3.73	-10.79%	-	-	-	-
新能源业务					1.53	638.62%	1.31	195.21%

数据来源：公司公告、开源证券研究所（2022 年以及 2023H1 电连接业务含数码配件业务，同时独立新能源业务）

分渠道：新能源和沐光无主灯专业渠道建设稳步推进，组建海外新兴事业部发力东南亚等市场

(1) 装饰渠道，持续推进公牛全品类旗舰店和专卖区建设，此外继续开展无主灯专区网店建设，以及积极拓展墙开零售大户和工程分销商。

(2) 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。

(3) 新能源渠道，截至 2023H1 期末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 500 余家。

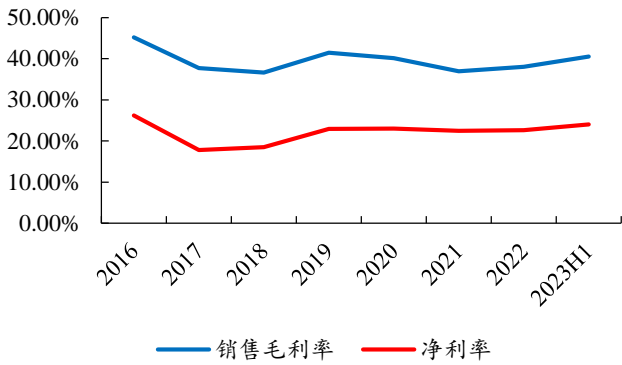
(4) 沐光无主灯专业渠道，2023H1 基本完成对全国主要省会城市和经济发达城市的经销商覆盖。

(5) B 端渠道，墙开、LED 照明为核心聚焦优质地产和装企等项目。

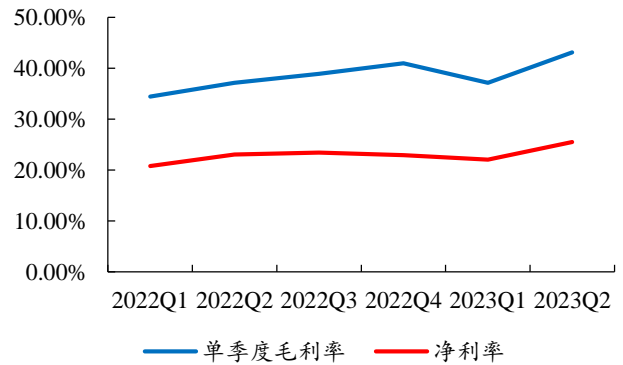
(6) 海外渠道，2023H1 组建海外新兴事业部，转换器为核心搭建东南亚本土经销体系。欧美以新能源为核心，通过跨境电商销售并逐步开拓线下代理渠道，产品获较好反馈。

2、原材料成本回落+供应链精益降本带动毛利率提升

(1) **盈利能力**：2023H1 公司整体毛利率为 40.52% (+4.58pct)，其中 2023Q2 公司毛利率 43.15%(+6pct)，毛利率提升系原材料成本回落+供应链精益降本。2023H1 公司净利率为 22.05% (-2.37pct)，2023Q2 公司净利率 25.5% (+2.46pct)，扣非净利率 23.96% (+2.4pct)。

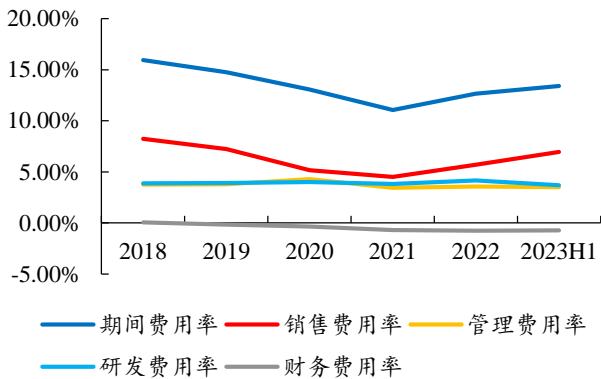
图5：2023H1 公司整体毛利率为 40.52% (+4.58pct)


数据来源：公司公告、开源证券研究所

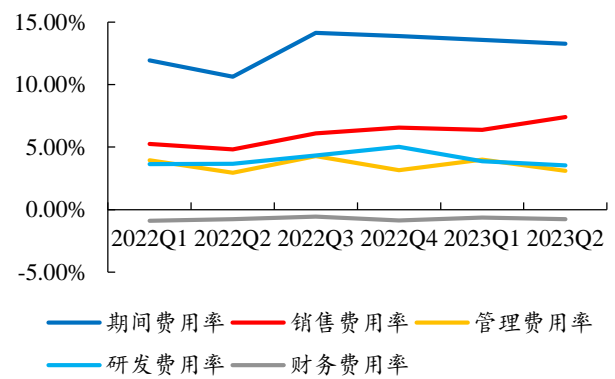
图6：2023Q2 公司净利率 25.5% (+2.46pct)


数据来源：公司公告、开源证券研究所

(2) 费用端：2023H1 公司期间费用率 13.27% (+2.64pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.4%/3.1%/3.53%/-0.76%，同比分别 +2.59pct/+0.16pct/-0.12pct/+0.01pct，销售费用率增加主系市场营销推广增加，管理费用率增加主要系人员工资增加以及股权激励费用增加所致。

图7：2023H1 销售费用率提升主系品牌推广等增加所致


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2023Q2 销售/管理/研发费用率有所提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

2023H1 公司实现营收 75.92 亿元(+11.03%)，归母净利润 18.22 亿元(+20.83%)，扣非归母净利润 16.66 亿元 (+21.33%)。2023Q2 实现营收 42.58 亿元 (+13.26%)，归母净利润 10.86 亿元 (+25.35%)，扣非归母净利润 10.2 亿元 (+25.84%)。考虑到内部供应链精益降本，我们上调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 37.84/43.59/49.73 亿元（原值为 37.10/42.74/49.43 亿元），对应 EPS 为 4.24/4.89/5.58 元，当前股价对应 PE 分别为 23.8/20.7/18.1 倍，维持“买入”评级。

4、风险提示

新品销售不及预期；渠道开拓不及预期；行业竞争风险加剧等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn