

2023年08月20日

公牛集团（603195.SH）

公司快报

新品迭代、渠道升级，业绩表现靓丽

事件：公司发布 2023 年半年报。根据公告，23H1 公司实现营业收入 75.92 亿元，同比增长 11.03%，实现归母净利润 18.22 亿元，同比增长 20.83%，实现扣非后归母净利润 16.66 亿元，同比增长 21.33%；单季度来看，23Q2 公司实现营业收入 42.58 亿元，同比增长 13.26%，实现归母净利润 10.86 亿元，同比增长 25.35%，实现扣非后归母净利润 10.20 亿元，同比增长 25.84%。

投资要点

◆ **新品迭代加速、渠道升级拓新，驱动业绩稳健增长。**分业务来看，上半年电连接/智能电工照明/新能源实现收入 36.77/37.71/1.31 亿元，同比+4.66%/+15.54%/195.21%，其中根据情报通数据，23H1 公司转换器、墙壁开关插座产品在天猫市场线上销售排名均为第一。整体上半年公司各项业务均实现较好增长，主要得益于以下原因：

➢ **（1）产品端持续创新升级。**其中，转换器依托渠道延展+满足细分用电场景需求两大方向持续完善产品布局，数码配件发力大功率快充领域，墙开紧抓行业智能、超薄等趋势加速布局高端、智能产品，LED 照明坚持“护眼”定位，围绕场景化用户需求持续进行产品延展升级，此外公司还针对智能无主灯方向推出新品牌“沐光”，旗下产品斩获 G-Mark 等多项国际设计大奖，并搭配自研 MOS 系统降低调试难度，产品体验显著升级。新能源业务方面，公司新组建新能源事业部，有效整合各项资源，核心技术能力构建加速，产品不断打磨、丰富，据公告披露，23H1 公司充电桩、桩产品销售在线上渠道第三方品牌中保持领先地位，与此同时储能特别是便携式储能产品线亦实现有效拓宽；

➢ **（2）渠道持续综合化，新业务销售体系核心能力加速构建。**公司全渠道协同互补、持续强化，上半年 **C 端装饰渠道**专卖化、综合化持续深化，无主灯专区网点持续开展，同时深挖零售渠道，积极开拓墙开零售大户和工程分销商，全面拓展大型战略装企和区域中小装企；**C 端五金优势**持续强化，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**进一步升级手机专卖店、数码配件点等终端网点覆盖率等，终端经营质量亦有所提升；**新能源渠道**自去年组建以来快速发展，截止 23 年 6 月底，公司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。除此之外，公司上半年新设立线下无主灯业务渠道——**沐光渠道**，并创新式建立了“运营中心+体验店”营销模式，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；**B 端**持续拓宽加深与国内优质地产和总包工装企业的战略合作，上半年与华为、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、并与泰康、保利、中建等优质地产公司继续稳固合作；**电商渠道**建立有效的“1+N”矩阵店铺模式，持续推进全品类、全平台数字化营销策略；**海外方面**加快渠道建设，组建海外新兴事业部，加快本土化经销商体系建设，同时欧美地区积极通过跨境电商、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；

家电 | 照明电工 III

增持-B(首次)

投资评级

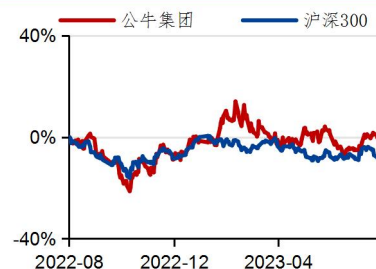
股价(2023-08-18)

107.60 元

交易数据

总市值（百万元）	95,956.03
流通市值（百万元）	95,546.83
总股本（百万股）	891.78
流通股本（百万股）	887.98
12 个月价格区间	166.70/93.49

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	14.58	12.04	14.2
绝对收益	12.85	7.97	5.36

分析师

吴东炬

 SAC 执业证书编号：S0910523070002
 wudongju@huajinsec.cn

相关报告

- **（3）持续推进精益化、自动化、流程与数字化能力建设，强化竞争优势。**精益改善方面，上半年转换器工厂借助于产线利用率改善、库存缩减等方式，坪效有效提升，LED 灯饰工厂开展小型柔性线体的全面复制，综合生产效率持续提升，模塑工厂借主 VOC 等精益工具，模具开发效率持续提升，等等；与此同时，公司自动化升级改造、供应链数字化建设方面亦取得多项成果，业务管理体系 BBS 不断深化、赋能经营，公司经营能力和效率持续提升；
- **（4）加速公牛品牌时尚化、高端化升级，塑造沐光新品牌心智。**上半年持续深耕品牌建设，依托明星推荐、达人种草等新媒体资源整合，并通过线上线下终端以及官网、新媒体等各个消费触点实现渠道形象的同步迭代更新，持续强化公牛品牌认知；沐光品牌携手知名首席灯光顾问发布全套全屋灯光方案及智能控制系统等配套系列产品，有效提升品牌知名度，与此同时借助全方位的品牌推广和渠道端具有辨识度的视觉传递，品牌影响力持续提升。
- ◆ **降本提效成效显著，盈利能力显著提升。**23H1/Q2 公司毛利率为 40.52%/43.15%，同比提升 4.58pct/6.01pct，预计主要得益于产品结构优化、供应链降本及大宗物料价格回落等。23Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.40%/3.10%/3.53%/-0.76%，同比+2.59pct/+0.16pct/-0.12pct/+0.01pct，其中销售费用率明显提升，主要源于市场推广投入、广告费投入增加；净利润端，23H1/23Q2 公司净利率 23.98%/25.47%，同比+1.95pct/+2.43pct。23H1/Q2 经营性净现金流为 29.79/15.40 亿元，较去年同期分别增长 160.2%/117%，主要得益于销售增加及支付货款减少。
- ◆ **投资建议：**公司主营电连接、智能电工照明、新能源三大业务，在转换器、墙壁开关插座等领域具备较高的行业地位，基本盘经营稳健，凭借着强大的研发实力、渠道网络和品牌影响力，公司 LED 照明、无主灯、新能源等业务拓展顺利、前景乐观，未来有望成为业绩增长的重要驱动。预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 159.17/181.94/210.23 亿元，同比增长 13.0%/14.3%/15.6%，归母净利润 37.66/43.43/50.78 亿元，同比增长 18.1%/15.3%/16.9%，对应 EPS 分别为 4.22/4.87/5.69 元，首次覆盖，给予“增持-B”评级。
- ◆ **风险提示：**市场需求不及预期，原材料价格不利波动，行业竞争加剧等。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,385	14,081	15,917	18,194	21,023
YoY(%)	23.2	13.7	13.0	14.3	15.6
净利润(百万元)	2,780	3,189	3,766	4,343	5,078
YoY(%)	20.2	14.7	18.1	15.3	16.9
毛利率(%)	37.0	38.0	40.2	40.4	40.5
EPS(摊薄/元)	3.12	3.58	4.22	4.87	5.69
ROE(%)	25.8	25.7	26.5	27.2	27.2
P/E(倍)	34.5	30.1	25.5	22.1	18.9
P/B(倍)	8.9	7.7	6.8	6.0	5.1
净利率(%)	22.4	22.6	23.7	23.9	24.2

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测

分业务来看：

- (1) 电连接业务：包括转化器、电工胶带、线盘、耦合器、数码配件等。电连接行业发展已较为成熟，市场需求受益于消费升级、细分场景丰富等有望实现稳健增长，公司作为民用电工龙头，凭借着强大的品牌力、产品力和完善的渠道网络，市场份额有望进一步提升，预计 2023-2025 年电连接业务收入增速分别为 6%、5%、5%，毛利率分别为 36.5%、36.6%、36.8%。
- (2) 智能电工照明业务：包括墙壁开关插座、LED 照明、断路器、浴霸、智能门锁、智能晾衣机、智能窗帘机等智能生态产品。其中优势业务墙开持续强化高端化布局，构建阶梯产品组合以满足消费者多样需求，龙头地位稳固。公司紧跟行业趋势，着力发展以无主灯为核心的智能生态，并发布沐光品牌完善品牌、渠道布局，依托于强大的研发实力和渠道营销优势，无主灯业务未来有望持续放量，推动智能电工照明业务较快增长，预计 2023-2025 年智能电工照明业务收入增速分别为 16%、15%、15%，毛利率分别为 44.0%、44.3%、44.5%。
- (3) 新能源业务：包括新能源充电桩/桩、便携式储能等产品。新能源充电设备、储能市场前景广阔，公司依托于品牌、渠道、供应链、研发等综合优势加码布局相关产品，持续完善产品矩阵，同时线下 B、C 端渠道并举，业务实现快速放量，预计 2023-2025 年新能源业务收入增速分别为 210%、150%、90%，毛利率分别为 35.0%、35.5%、35.8%。

表 1：公司业绩拆分及盈利预测（百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
电连接	6765.21	7050.72	7473.76	7847.45	8239.83
YOY%		4.2%	6.0%	5.0%	5.0%
毛利率%	32.6%	34.3%	36.5%	36.6%	36.8%
智能电工照明	5550.98	6849.34	7945.23	9137.01	10507.57
YOY%	36.9%	23.4%	16.0%	15.0%	15.0%
毛利率%	42.0%	41.9%	44.0%	44.3%	44.5%
新能源	20.68	152.71	473.41	1183.35	2248.71
YOY%		638.6%	210.0%	150.0%	90.0%
毛利率%	27.4%	32.3%	35.0%	35.5%	35.8%
其他业务	48.05	28.60	24.31	25.53	26.80
YOY%	61.0%	-40.5%	-15.0%	5.0%	5.0%
毛利率%	63.0%	54.0%	10.0%	10.5%	10.8%
营业收入	12384.92	14081.37	15916.72	18193.53	21022.91
YOY%	23.2%	13.7%	13.0%	14.3%	15.6%
毛利率%	37.0%	38.0%	40.2%	40.4%	40.5%

资料来源：wind，华金证券研究所

注：公司 22 年产品分类口径发生变动，21 年已与 22 年口径调整一致

二、可比公司估值

公司主营电连接、智能电工照明、新能源三大业务，为便于对比分析，我们选取业务内容相似/商业模式接近的上市公司欧普照明（照明灯具为主）、晨光股份（商业模式相似）和正泰电器（低压电器和光伏双主业）作为可比公司，进行估值对比。受益于消费升级、需求场景细分，电连接、智能电工照明市场需求有望稳健增长，公司转换器、墙开业务稳居龙头、优势突出，随着后续产品不断迭代创新，市场份额有望进一步提升，同时公司积极布局无主灯、新能源等高景气赛道，依托原有的品牌、渠道、技术、研发、供应链等综合优势，快速推进业务发展，长期增长动能充足。

表 2：可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	TTM	2023E	2024E	2025E
603515	欧普照明	143.09	7.84	9.20	10.44	11.63	17.30	15.34	13.52	12.13
603899	晨光股份	402.51	12.82	17.66	21.33	25.34	29.95	22.73	18.82	15.84
601877	正泰电器	560.71	40.23	51.82	60.89	71.86	11.94	10.68	9.09	7.70
	平均	-	20.30	26.23	30.89	36.28	19.73	16.25	13.81	11.89
603195	公牛集团	900.43	31.89	37.66	43.43	50.78	27.39	25.48	22.10	18.90

资料来源：wind，华金证券研究所（可比公司数据来自 wind 一致预期，截止日期 2023 年 8 月 18 日）

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	13257	13560	15814	17806	21149
现金	4377	4612	6332	8325	11003
应收票据及应收账款	220	227	278	299	368
预付账款	29	50	39	62	55
存货	1377	1285	1619	1690	2124
其他流动资产	7254	7386	7545	7430	7599
非流动资产	2217	3090	3127	3172	3256
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1494	1854	1977	2092	2221
无形资产	296	326	327	312	298
其他非流动资产	427	910	823	768	737
资产总计	15474	16650	18941	20978	24405
流动负债	4617	4086	4592	4851	5559
短期借款	500	845	845	845	845
应付票据及应付账款	1704	1644	2009	2152	2644
其他流动负债	2412	1597	1738	1853	2070
非流动负债	101	149	150	151	152
长期借款	0	0	0	1	2
其他非流动负债	101	149	149	149	149
负债合计	4718	4235	4742	5002	5711
少数股东权益	0	16	16	14	12
股本	601	601	892	892	892
资本公积	3914	3864	3575	3575	3575
留存收益	6314	8059	9423	11271	13360
归属母公司股东权益	10756	12399	14183	15962	18682
负债和股东权益	15474	16650	18941	20978	24405

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3014	3058	3754	4591	5048
净利润	2780	3185	3765	4341	5076
折旧摊销	230	251	262	307	357
财务费用	-88	-108	-98	-150	-231
投资损失	-190	-272	-155	-167	-196
营运资金变动	82	-192	-19	261	41
其他经营现金流	200	194	0	0	0
投资活动现金流	-1589	-1746	-143	-185	-245
筹资活动现金流	-701	-1945	-1891	-2413	-2125

每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)	3.12	3.58	4.22	4.87	5.69
每股经营现金流(最新摊薄)	3.38	3.43	4.21	5.15	5.66
每股净资产(最新摊薄)	12.06	13.90	15.90	17.90	20.95

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	12385	14081	15917	18194	21023
营业成本	7809	8730	9525	10851	12507
营业税金及附加	83	116	121	139	158
营业费用	560	800	860	964	1114
管理费用	428	501	509	564	652
研发费用	471	588	541	655	778
财务费用	-88	-108	-98	-150	-231
资产减值损失	-41	-42	-31	-44	-56
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	190	272	155	167	196
营业利润	3651	3814	4583	5294	6185
营业外收入	4	4	4	4	4
营业外支出	331	63	131	144	167
利润总额	3325	3754	4456	5154	6021
所得税	545	569	692	813	946
税后利润	2780	3185	3765	4341	5076
少数股东损益	0	-3	-1	-1	-2
归属母公司净利润	2780	3189	3766	4343	5078
EBITDA	3454	3918	4605	5292	6140

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	23.2	13.7	13.0	14.3	15.6
营业利润(%)	30.3	4.5	20.2	15.5	16.8
归属于母公司净利润(%)	20.2	14.7	18.1	15.3	16.9
获利能力					
毛利率(%)	37.0	38.0	40.2	40.4	40.5
净利率(%)	22.4	22.6	23.7	23.9	24.2
ROE(%)	25.8	25.7	26.5	27.2	27.2
ROIC(%)	22.5	23.4	24.4	24.9	24.9
偿债能力					
资产负债率(%)	30.5	25.4	25.0	23.8	23.4
流动比率	2.9	3.3	3.4	3.7	3.8
速动比率	2.3	2.9	3.0	3.2	3.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	61.3	63.0	63.0	63.0	63.0
应付账款周转率	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2
估值比率					
P/E	34.5	30.1	25.5	22.1	18.9
P/B	8.9	7.7	6.8	6.0	5.1
EV/EBITDA	25.2	21.8	18.1	15.4	12.9

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

吴东炬声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn