



公牛集团 (603195.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

3Q 业绩彰显龙头能力，持续成长可期

业绩简评

2023年10月26日公司披露三季报，23Q1-3实现营收116.1亿元，同比增长10.8%；实现归母净利28.1亿元，同比增长19.1%。其中3Q营收同比+10.4%至40.1亿元，归母净利/扣非归母净利分别同比16.1%/29.4%至9.9/9.6亿元，3Q利润表现优异。

经营分析

3Q 收入增长具韧性，新品类拓展顺利：在外部经营环境较为艰难的情况，公司3Q整体收入增长显现韧性。分业务来看，3Q电连接业务预计稳健增长，收入同比增长约4-5%，产品结构持续优化。墙开业务方面，在超薄开关等新品贡献下，预计3Q收入仍可实现近10%增长，增长韧性凸显。照明业务方面，无主灯品类的新品牌“沐光”开始有所贡献，预计整体无主灯品类收入延续高速增长，此外，除无主灯以外的照明业务预计3Q仍可同比实现约20%增长。新能源业务方面，依托产品矩阵完善+线下营销网络快速扩张，预计前三季度收入已破2亿元，并且预计3Q收入环比进一步增长。

3Q 毛利率延续改善趋势，新品牌推广致费用率提升：公司23Q1-3毛利率同比+5.0pct至42.0%，其中3Q毛利率同比+5.7pct至44.7%，预计一方面由于原材料成本下降，另一方面由于公司持续聚焦精益化、自动化、数字化建设，降本增效成果进一步显现。费用率方面，公司3Q销售费用率、管理费用率、研发费用率分别同比+0.4/+0.2/-0.7pct至6.4%/4.4%/3.7%，销售费用率提升预计主因无主灯新品牌沐光处于品牌建设及渠道推广阶段，宣传费用及渠道费用投放增加所致。

新品类正迎快速发展期，海外市场扩张值得期待：公司在核心优势稳固的同时，持续推进品牌时尚化、高端化，并且持续推动渠道综合化建设，共同助推新品类发展。目前，新能源业务方面，线上渠道已占据充电桩/桩品类的份额前列，线下渠道方面，专业分销商和中小B运营商快速扩充。无主灯业务方面，“沐光”新品牌发展正处标杆门店打造阶段，后续有望加速。整体来看，公司新品类发展越发顺利，持续增长可期，并且今年以来公司逐步加大对海外业务的重视，团队调整基本到位，后续海外市场贡献可期。

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4.24、4.87、5.61元，当前股价对应PE为23/20/18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

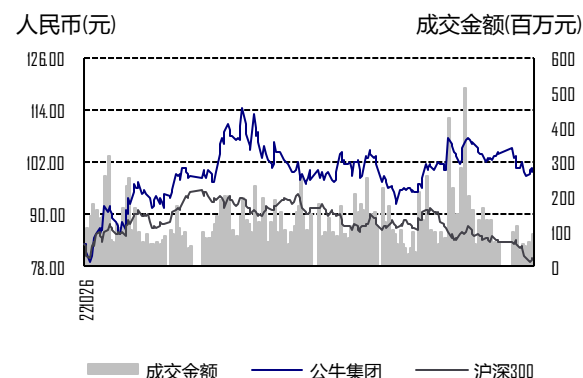
分析师：尹新悦 (执业S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：99.54元

相关报告：

- 《公牛集团公司点评：2Q盈利表现优异，新业务推进顺利》，2023.8.18
- 《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



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	16,032	18,485	21,320
营业收入增长率	23.22%	13.70%	13.86%	15.30%	15.34%
归母净利润(百万元)	2,780	3,189	3,783	4,346	5,005
归母净利润增长率	20.18%	14.68%	18.65%	14.88%	15.17%
摊薄每股收益(元)	4.625	5.305	4.243	4.874	5.613
每股经营性现金流净额	4.95	5.02	4.50	5.13	6.05
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.85%	25.72%	25.84%	25.60%	25.64%
P/E	36.17	27.01	23.46	20.42	17.73
P/B	9.35	6.95	6.06	5.23	4.55

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
主营业务收入	10,051	12,385	14,081	16,032	18,485	21,320
增长率		23.2%	13.7%	13.9%	15.3%	15.3%
主营业务成本	-6,019	-7,809	-8,730	-9,819	-11,210	-12,845
%销售收入	59.9%	63.0%	62.0%	61.2%	60.6%	60.2%
毛利	4,033	4,576	5,351	6,213	7,274	8,475
%销售收入	40.1%	37.0%	38.0%	38.8%	39.4%	39.8%
营业税金及附加	-80	-83	-116	-120	-139	-160
%销售收入	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-518	-560	-800	-882	-1,035	-1,215
%销售收入	5.2%	4.5%	5.7%	5.5%	5.6%	5.7%
管理费用	-431	-428	-501	-561	-665	-778
%销售收入	4.3%	3.5%	3.6%	3.5%	3.6%	3.7%
研发费用	-401	-471	-588	-641	-776	-906
%销售收入	4.0%	3.8%	4.2%	4.0%	4.2%	4.3%
息税前利润 (EBIT)	2,602	3,035	3,346	4,009	4,659	5,415
%销售收入	25.9%	24.5%	23.8%	25.0%	25.2%	25.4%
财务费用	36	88	108	74	128	169
%销售收入	-0.4%	-0.7%	-0.8%	-0.5%	-0.7%	-0.8%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	52	190	272	260	245	240
%税前利润	1.9%	5.7%	7.2%	5.8%	4.7%	4.0%
营业利润	2,803	3,651	3,814	4,493	5,162	5,945
营业利润率	27.9%	29.5%	27.1%	28.0%	27.9%	27.9%
营业外收支	-48	-326	-60	0	0	0
税前利润	2,755	3,325	3,754	4,493	5,162	5,945
利润率	27.4%	26.8%	26.7%	28.0%	27.9%	27.9%
所得税	-441	-545	-569	-710	-816	-939
所得税率	16.0%	16.4%	15.2%	15.8%	15.8%	15.8%
净利润	2,313	2,780	3,185	3,783	4,346	5,005
少数股东损益	0	0	-3	0	0	0
归属于母公司的净利润	2,313	2,780	3,189	3,783	4,346	5,005
净利率	23.0%	22.4%	22.6%	23.6%	23.5%	23.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,313	2,780	3,185	3,783	4,346	5,005
少数股东损益	0	0	-3	0	0	0
非现金支出	234	241	265	293	371	442
非经营收益	-47	-174	-320	-193	-242	-239
营运资金变动	923	126	-115	131	102	185
经营活动现金净流	3,423	2,973	3,016	4,014	4,577	5,393
资本开支	-417	-453	-1,015	-953	-880	-780
投资	10	0	-19	-300	-200	-200
其他	-3,843	-1,136	-712	260	245	240
投资活动现金净流	-4,250	-1,589	-1,746	-993	-835	-740
股权募资	3,567	59	95	351	164	44
债权募资	657	496	-325	-585	-54	-50
其他	-2,301	-1,257	-1,709	-1,922	-2,176	-2,504
筹资活动现金净流	1,923	-702	-1,939	-2,156	-2,066	-2,510
现金净流量	1,096	682	-669	865	1,676	2,143

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,753	4,377	4,612	5,474	7,146	9,285
应收款项	310	417	300	461	496	543
存货	788	1,377	1,285	1,291	1,382	1,443
其他流动资产	5,667	7,086	7,363	7,809	8,017	8,227
流动资产	10,518	13,257	13,560	15,035	17,041	19,498
%总资产	84.6%	85.7%	81.4%	80.2%	80.1%	81.0%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	1,461	1,692	2,466	3,086	3,531	3,808
%总资产	11.7%	10.9%	14.8%	16.5%	16.6%	15.8%
无形资产	303	314	391	480	545	608
非流动资产	1,921	2,217	3,090	3,718	4,232	4,576
%总资产	15.4%	14.3%	18.6%	19.8%	19.9%	19.0%
资产总计	12,439	15,474	16,650	18,753	21,274	24,073
短期借款	500	1,174	854	254	200	150
应付款项	1,505	2,135	2,090	2,237	2,329	2,463
其他流动负债	1,059	1,307	1,141	1,439	1,583	1,751
流动负债	3,064	4,617	4,086	3,930	4,112	4,364
长期贷款	160	0	0	0	0	0
其他长期负债	76	101	149	166	167	168
负债	3,300	4,718	4,235	4,095	4,279	4,532
普通股股东权益	9,137	10,756	12,399	14,641	16,978	19,525
其中：股本	601	601	601	892	892	892
未分配利润	4,432	6,011	7,757	9,648	11,821	14,324
少数股东权益	0	0	16	16	16	16
负债股东权益合计	12,438	15,474	16,650	18,753	21,274	24,073

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	3.852	4.625	5.305	4.243	4.874	5.613
每股净资产	15.213	17.891	20.628	16.419	19.040	21.896
每股经营现金净流	5.699	4.946	5.018	4.501	5.132	6.047
每股股利	0.000	3.800	2.000	2.121	2.437	2.806
回报率						
净资产收益率	25.32%	25.85%	25.72%	25.84%	25.60%	25.64%
总资产收益率	18.60%	17.97%	19.15%	20.17%	20.43%	20.79%
投入资本收益率	22.20%	21.18%	21.31%	22.56%	22.75%	23.10%
增长率						
主营业务收入增长率	0.11%	23.22%	13.70%	13.86%	15.30%	15.34%
EBIT 增长率	0.69%	16.61%	10.26%	19.80%	16.21%	16.24%
净利润增长率	0.42%	20.18%	14.68%	18.65%	14.88%	15.17%
总资产增长率	67.70%	24.41%	7.60%	12.63%	13.44%	13.16%
资产管理能力						
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	49.5	46.8	41.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-65.48%	-84.91%	-86.24%	-85.07%	-84.71%	-85.89%
EBIT 利息保障倍数	-72.8	-34.5	-31.0	-54.0	-36.4	-32.0
资产负债率	26.53%	30.49%	25.44%	21.84%	20.11%	18.83%

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	2021-10-29	增持	156.30	N/A
2	2022-04-12	买入	127.30	N/A
3	2022-04-26	买入	126.32	N/A
4	2022-08-17	买入	141.99	N/A
5	2022-10-28	买入	125.86	N/A
6	2022-12-31	买入	143.26	179.40~179.40
7	2023-08-18	买入	100.97	N/A

来源：国金证券研究所

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



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。



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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究