开源证券

轻工制造/家居用品

公牛集团（603195.SH）

2023 年 11 月 02 日

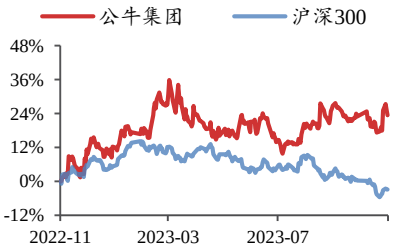
2023Q3 业绩稳健，长期看好主业稳健+新业务/新渠道贡献增量

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2023/11/1
当前股价(元)	104.06
一年最高最低(元)	174.97/92.26
总市值(亿元)	927.92
流通市值(亿元)	924.03
总股本(亿股)	8.92
流通股本(亿股)	8.88
近 3 个月换手率(%)	7.95

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2023Q2 营收稳健，供应链降本驱动利润超预期增长 —公司信息更新报告》-2023.8.18

《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

吕明（分析师） lvming@kysec.cn 证书编号：S0790520030002

周嘉乐（分析师） zhoujiale@kysec.cn 证书编号：S0790522030002

林文隆（联系人） linwenlong@kysec.cn 证书编号：S0790122070043

● 2023Q3 业绩稳健，各品类渠道拓展及深化持续，维持“买入”评级

2023Q1-Q3 公司实现营收 116.07 亿元（+10.81%），归母净利润 28.13 亿元（+19.13%），扣非归母净利润 26.23 亿元（+24.17%）。2023Q3 营收 40.14 亿元（+10.4%），归母净利润 9.91 亿元（+16.13%），扣非归母净利润 9.57 亿元（+29.42%），非经常性损益主要来自于营业外收支净额以及委托投资收益差异。长期看好主业稳健+新能源业务以及海外渠道发展，我们维持盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 37.84/43.59/49.73 亿元，对应 EPS 为 4.24/4.89/5.58 元，当前股价对应 PE 分别为 23.5/20.4/17.8 倍，维持“买入”评级。

● 内部精益降本+采购降本带动 2023Q3 毛利率以及利润率提升

2023Q1-Q3 公司毛利率 41.95%（+4.97pct），2023Q3 毛利率 44.65%（+5.71pct），内部精益/采购降本+原材料成本红利带动毛利率延续较大幅度提升趋势。费用端，2023Q1-Q3 销售/管理/研发/财务费用率同比分别+1.4/+0.1/-0.2/+0pct。单季度来看 2023Q3 销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.4/+0.2/-0.7/-0.2pct，销售费用率增加主要系新品类和渠道拓展投入，整体费用率管控良好。综合影响下 2023Q3 公司归母净利率 24.69%（+1.2pct），扣非净利率 23.84%（+3.5pct）。

● 电连接以及智能电工主业经营稳健，新能源业务渠道拓展顺利

（1）电连接业务持续创新升级，以轨道插座为代表的创新升级产品驱动均价提升，单季度预计延续 H1 增长趋势。（2）2023Q3 智能电工照明业务预计延续 H1 增长趋势，一方面装饰渠道持续推进旗舰店和综合化门店建设带动店效提升，另一方面无主灯渠道拓展稳步推进。（3）2023Q3 新能源业务预计实现翻倍左右增长，一方面得益于线上充电枪业务延续亮眼表现，另一方面线下 B 端运营商和零售经销商拓展顺利，4S 店等网点以及中小运营商持续拓展。**展望后续，**继续看好结构升级+渠道深化下主业稳健增长，以及新能源国内外市场贡献增量。

● 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)	31.9	27.8	23.5	20.4	17.8
P/B(倍)	8.3	7.2	5.5	4.6	3.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	13257	13560	15705	18849	22894
现金	4377	4612	6532	9721	13245
应收票据及应收账款	220	227	0	0	0
其他应收款	196	72	231	115	278
预付账款	29	50	39	62	53
存货	1377	1285	1589	1636	2004
其他流动资产	7058	7315	7315	7315	7315
非流动资产	2217	3090	3128	3170	3200
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1498	1854	1978	2091	2174
无形资产	296	326	327	312	298
其他非流动资产	424	910	823	767	728
资产总计	15474	16650	18834	22019	26093
流动负债	4617	4086	2488	2549	2625
短期借款	500	845	845	845	845
应付票据及应付账款	1704	1644	0	0	0
其他流动负债	2412	1597	1642	1704	1779
非流动负债	101	149	150	151	151
长期借款	0	0	1	1	1
其他非流动负债	101	149	149	149	149
负债合计	4718	4235	2638	2700	2775
少数股东权益	0	16	13	8	4
股本	601	601	601	601	601
资本公积	3914	3864	3864	3864	3864
留存收益	6314	8059	11840	16195	21164
归属母公司股东权益	10756	12399	16183	19310	23315
负债和股东权益	15474	16650	18834	22019	26093

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	12385	14081	15926	18177	20622
营业成本	7809	8730	9425	10575	11936
营业税金及附加	83	116	132	135	152
营业费用	560	800	1199	1454	1681
管理费用	428	501	573	636	701
研发费用	471	588	669	763	866
财务费用	-88	-108	-118	-135	-153
资产减值损失	-16	-12	6	7	7
其他收益	391	133	237	185	211
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	190	272	213	239	250
资产处置收益	-11	-3	-4	-4	-5
营业利润	3651	3814	4506	5185	5915
营业外收入	4	4	3	3	3
营业外支出	331	63	27	24	28
利润总额	3325	3754	4482	5163	5890
所得税	545	569	701	808	922
净利润	2780	3185	3781	4355	4968
少数股东损益	0	-3	-4	-4	-5
归属母公司净利润	2780	3189	3784	4359	4973
EBITDA	3454	3918	4632	5282	5955
EPS(元)	3.12	3.58	4.24	4.89	5.58

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3014	3058	1900	4400	4479
净利润	2780	3185	3781	4355	4968
折旧摊销	230	251	262	306	354
财务费用	-88	-108	-118	-135	-153
投资损失	-190	-272	-213	-239	-250
营运资金变动	82	-192	-1825	96	-459
其他经营现金流	200	194	14	16	18
投资活动现金流	-1589	-1746	-91	-114	-139
资本支出	475	1019	299	348	384
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-1114	-727	209	235	245
筹资活动现金流	-701	-1945	110	-1097	-816
短期借款	0	345	0	0	0
长期借款	-160	0	1	1	0
普通股增加	1	-0	0	0	0
资本公积增加	94	-51	0	0	0
其他筹资现金流	-635	-2240	109	-1098	-816
现金净增加额	723	-627	1920	3190	3524

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	23.2	13.7	13.1	14.1	13.5
营业利润(%)	30.3	4.5	18.1	15.1	14.1
归属于母公司净利润(%)	20.2	14.7	18.7	15.2	14.1
获利能力					
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
ROIC(%)	168.5	182.6	103.5	119.9	118.7
偿债能力					
资产负债率(%)	30.5	25.4	14.0	12.3	10.6
净负债比率(%)	-29.3	-29.6	-34.6	-45.5	-52.8
流动比率	2.9	3.3	6.3	7.4	8.7
速动比率	2.3	2.9	5.5	6.6	7.8
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	61.4	63.1	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.2	5.2	11.5	0.0	0.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	3.12	3.58	4.24	4.89	5.58
每股经营现金流(最新摊薄)	3.38	3.43	2.13	4.93	5.02
每股净资产(最新摊薄)	12.06	13.90	18.15	21.65	26.14
估值比率					
P/E	31.9	27.8	23.5	20.4	17.8
P/B	8.3	7.2	5.5	4.6	3.8
EV/EBITDA	14.7	12.6	10.2	8.4	6.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

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