

# 公牛集团 (603195.SH)

## 2023 年年报&2024 年一季报点评： 营收稳健增长，盈利能力显著提升，高分红回馈股东

买入

### 核心观点

**收入稳健增长，业绩表现亮眼，延续高分红。**2023 年公司实现营收 156.9 亿/+11.5%，归母净利润 38.7 亿/+21.4%，扣非归母净利润 37.0 亿/+27.5%；2023Q4 收入 40.9 亿/+13.3%，归母净利润 10.6 亿/+27.8%，扣非归母净利润 10.8 亿/36.5%；2024Q1 收入 38.0 亿/+14.1%，归母净利润 9.3 亿/+26.3%，扣非归母净利润 8.2 亿/+26.7%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 31 元，合计拟派发 27.6 亿，现金分红率 71.4%；同时拟每 10 股以资本公积金转增 4.5 股，转增后总股本增加至 12.9 亿股。

**传统主业优势夯实，新能源快速增长。**1) **电连接**：全年收入 73.9 亿/+4.8%，毛利率 40.9%/+6.6pct，公司持续推动产品焕新巩固优势地位，电连接业务实现稳健增长，共拥有 75 万多家五金渠道、25 万多家数码渠道售点；2) **智能电工照明**：2023 年收入 79.0 亿/+15.4%，毛利率 45.8%/+3.9pct，目前装饰渠道售点超 12 万家，沐光门店已基本覆盖省会城市、大部分地级市与经济发达区域，公司致力于打造以无主灯为核心的高端产品生态，推进旗舰店与新零售的渠道变革，实现了穿越周期的持续增长；3) **新能源业务**：2023 年收入 3.8 亿/+148.6%，毛利率 34.2%/+1.8pct，新能源产品线快速丰富，逐步建立起技术、供应链与渠道等全方位的竞争优势，实现高增长。

**结构升级&降本增效，盈利能力显著提升。**2023 年毛利率 43.2%/+5.2pct，净利率为 24.7%/+2.0pct；2024Q1 毛利率 42.2%/+5.0pct，净利率 24.5%/+2.4pct。盈利能力提升预计主因原材料价格下降、产品结构升级与采购、制造端的持续降本增效，公牛业务管理体系 BBS 已成为驱动创新增长与降本增效的强大引擎。费用端控制优异，2024Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率为 7.4%/4.2%/4.5%/-0.7%，同比+1.1pct/0.2pct/0.7pct/-0.1pct。

**发布 2024 年股权激励计划与特别人才持股计划。**股权激励计划拟授予限制性股票数量 243 万股/占比 0.27%，特别人才持股计划预计涉及标的股票不超过 32.6 万股/占比 0.04%，解锁目标均为考核年度的营收或净利润不低于前三个会计年度的均值且不低于前两个会计年度均值的 110%。

**风险提示：新业务与渠道开拓不及预期；行业竞争加剧；原材料大幅波动。**  
**投资建议：调整盈利预测，维持“买入”评级。**

公司核心品类稳居行业第一，形成强大的品牌效应和渠道布局，看好新老业务及新老渠道协同并进。调整盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 44.7/51.5/59.5 亿（前值 43.9/50.0/-亿），同比+16%/15%/15%，摊薄 EPS=5.02/5.78/6.67 元，对应 PE=23/20/18x，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14,081	15,695	18,080	20,563	23,179
(+/-%)	13.7%	11.5%	15.2%	13.7%	12.7%
归母净利润(百万元)	3189	3870	4473	5154	5949
(+/-%)	14.7%	21.4%	15.6%	15.2%	15.4%
每股收益(元)	5.30	4.34	5.02	5.78	6.67
EBIT Margin	23.8%	27.3%	28.0%	28.0%	28.7%
净资产收益率 (ROE)	25.7%	26.8%	26.8%	27.5%	28.2%
市盈率 (PE)	22.0	26.8	23.2	20.2	17.5
EV/EBITDA	20.7	24.1	20.5	17.9	15.7
市净率 (PB)	5.65	7.19	6.23	5.54	4.92

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 轻工制造·家居用品

**证券分析师：陈伟奇** 0755-81982606  
chenweiqi@guosen.com.cn  
S0980520110004

**证券分析师：王兆康** 0755-81983063  
wangzk@guosen.com.cn  
S0980520120004

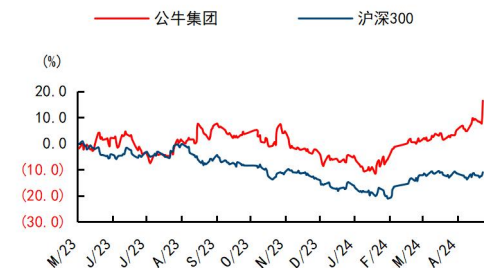
**证券分析师：邹会阳** 0755-81981518  
zouhuiyang@guosen.com.cn  
S0980523020001

**联系人：李晶** lijing29@guosen.com.cn

### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	116.50 元
总市值/流通市值	103865/103450 百万元
52 周最高价/最低价	158.50/87.78 元
近 3 个月日均成交额	145.94 百万元

### 市场走势

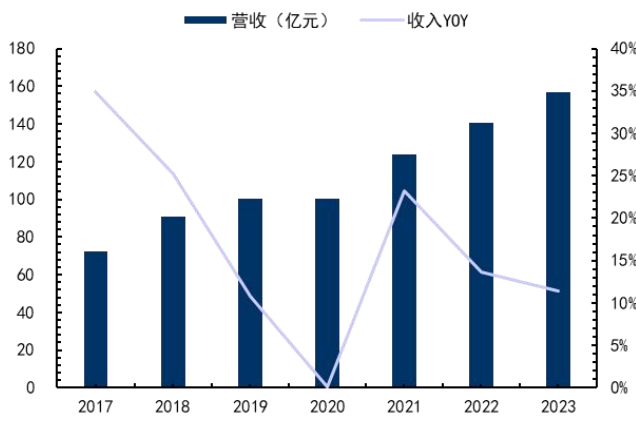


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

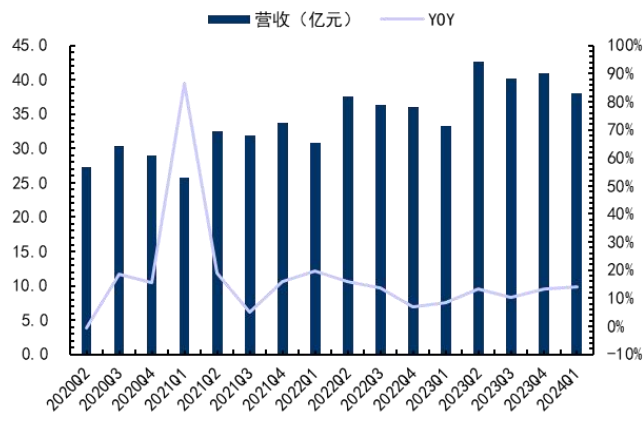
- 《公牛集团 (603195.SH) - 民用电工行业引领者，新老业务高效协同》——2024-03-12
- 《公牛集团 (603195.SH) - 业绩增长稳健毛利率同比提升，新能源产品增速快》——2023-04-28
- 《公牛集团 (603195.SH) - 民用电工行业领军者，新老业务与渠道协同并进》——2023-02-14
- 《公牛集团 (603195.SH) - 第三季度收入增长 14%，新业务和渠道拓展顺利》——2022-10-30
- 《公牛集团 (603195.SH) - 新业务新渠道拓展顺利，传统业务彰显韧性》——2022-08-22

图1：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速



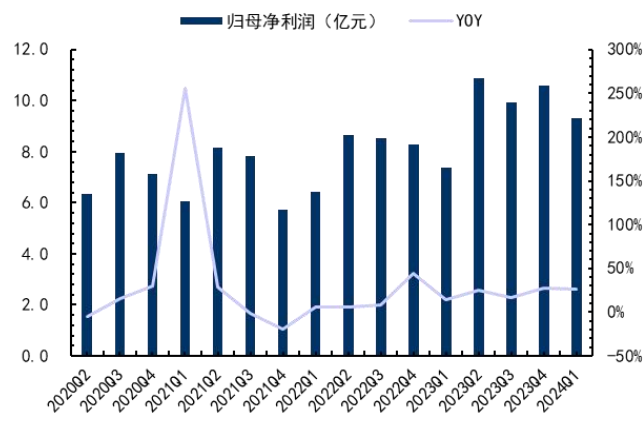
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速



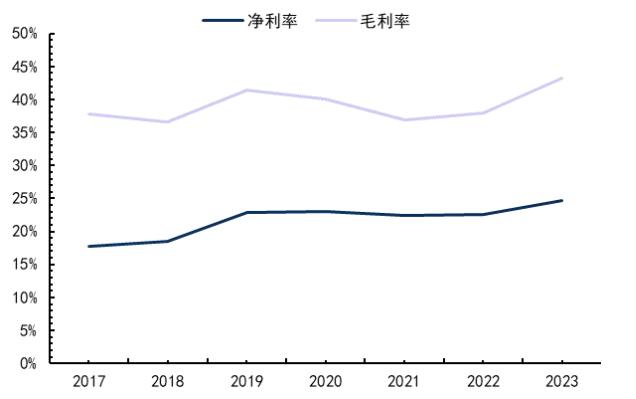
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速



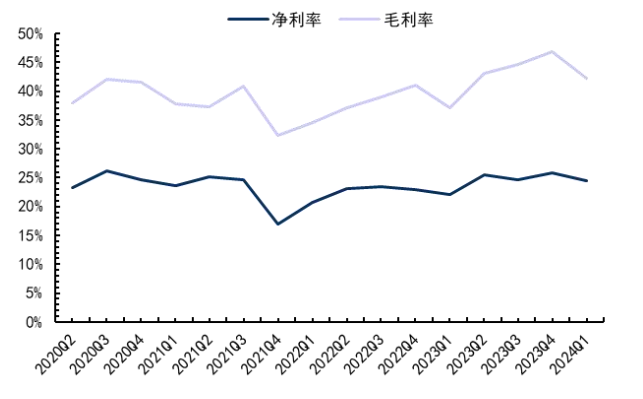
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率及净利率



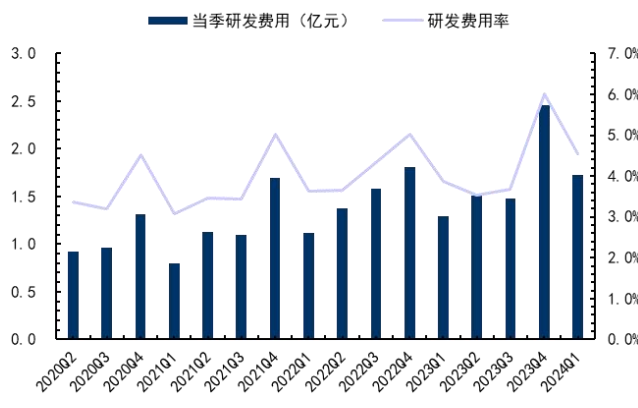
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度毛利率及净利率



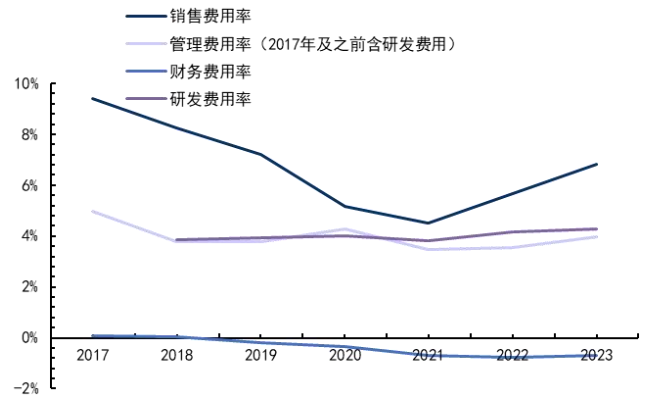
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司研发费用情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司期间费用情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE				PEG (24E)	投资评级
				22A	23A	24E	25E	22A	23A	24E	25E		
603899.SH	晨光股份	34.2	316.9	1.4	1.7	2.0	2.3	24.8	20.7	17.4	14.7	0.9	买入
603833.SH	欧派家居	61.5	374.8	4.4	5.0	5.5	6.1	14.0	12.4	11.1	10.0	1.0	买入
603515.SH	欧普照明	16.8	125.7	1.0	1.2	1.4	1.6	16.2	13.6	11.9	10.7	0.8	无评级
000541.SZ	佛山照明	5.5	74.9	0.2	0.2	0.3	0.3	32.6	29.2	21.3	17.3	0.9	买入
603195.SH	公牛集团	116.5	1,038.6	5.3	4.3	5.0	5.8	22.0	26.8	23.2	20.2	7.9	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测和整理; 注: 欧派家居、欧普照明采用 Wind 一致预期

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	4612	4744	8559	9190	11938	营业收入	14081	15695	18080	20563	23179
应收款项	299	276	396	507	496	营业成本	8730	8914	10155	11532	13002
存货净额	1285	1421	1377	1623	1888	营业税金及附加	116	133	141	168	189
其他流动资产	415	180	542	823	629	销售费用	800	1070	1229	1398	1530
<b>流动资产合计</b>	<b>13560</b>	<b>16348</b>	<b>17874</b>	<b>20034</b>	<b>23158</b>	管理费用	501	626	737	836	848
固定资产	2466	2793	3166	3326	3399	研发费用	588	673	759	864	950
无形资产及其他	326	335	322	310	298	财务费用	(108)	(109)	(133)	(159)	(200)
投资性房地产	299	287	287	287	287	投资收益	272	199	220	230	216
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(12)	(44)	(24)	(27)	(32)
<b>资产总计</b>	<b>16650</b>	<b>19762</b>	<b>21649</b>	<b>23957</b>	<b>27141</b>	其他收入	(489)	(487)	(759)	(864)	(950)
短期借款及交易性金融负债	854	995	500	300	200	营业利润	3814	4727	5387	6129	7045
应付款项	1644	2057	1982	2185	2667	营业外净收支	(60)	(191)	(105)	(65)	(45)
其他流动负债	1588	2018	2215	2438	2821	<b>利润总额</b>	<b>3754</b>	<b>4536</b>	<b>5282</b>	<b>6064</b>	<b>7000</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4086</b>	<b>5070</b>	<b>4697</b>	<b>4923</b>	<b>5687</b>	所得税费用	569	672	816	918	1059
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(3)	(6)	(7)	(8)	(9)
其他长期负债	149	232	259	282	326	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3189</b>	<b>3870</b>	<b>4473</b>	<b>5154</b>	<b>5949</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>149</b>	<b>232</b>	<b>259</b>	<b>282</b>	<b>326</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>4235</b>	<b>5302</b>	<b>4956</b>	<b>5205</b>	<b>6013</b>	净利润	3189	3870	4473	5154	5949
少数股东权益	16	14	11	8	4	资产减值准备	(5)	51	31	6	3
股东权益	12399	14446	16682	18744	21123	折旧摊销	243	261	260	321	355
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16650</b>	<b>19762</b>	<b>21649</b>	<b>23957</b>	<b>27141</b>	公允价值变动损失	12	44	24	27	32
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(108)	(109)	(133)	(159)	(200)
每股收益	5.30	4.34	5.02	5.78	6.67	营运资本变动	717	1110	(253)	(182)	851
每股红利	2.46	2.26	2.51	3.47	4.00	其它	3	(54)	(34)	(9)	(7)
每股净资产	20.63	16.20	18.71	21.02	23.69	<b>经营活动现金流</b>	<b>4159</b>	<b>5282</b>	<b>4501</b>	<b>5316</b>	<b>7183</b>
ROIC	47.84%	62.30%	74%	79%	94%	资本开支	0	(574)	(681)	(501)	(451)
ROE	26%	27%	27%	27%	28%	其它投资现金流	(1022)	(2778)	2727	(892)	(314)
毛利率	38%	43%	44%	44%	44%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1022)</b>	<b>(3352)</b>	<b>2046</b>	<b>(1393)</b>	<b>(765)</b>
EBIT Margin	24%	27%	28%	28%	29%	权益性融资	6	111	0	0	0
EBITDA Margin	25%	29%	29%	30%	30%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	14%	11%	15%	14%	13%	支付股利、利息	(1479)	(2012)	(2236)	(3092)	(3570)
净利润增长率	15%	21%	16%	15%	15%	其它融资现金流	49	2114	(495)	(200)	(100)
资产负债率	26%	27%	23%	22%	22%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(2901)</b>	<b>(1799)</b>	<b>(2732)</b>	<b>(3292)</b>	<b>(3670)</b>
股息率	1.4%	1.9%	2.2%	3.0%	3.4%	现金净变动	235	132	3815	631	2748
P/E	22.0	26.8	23.2	20.2	17.5	货币资金的期初余额	4377	4612	4744	8559	9190
P/B	5.6	7.2	6.2	5.5	4.9	货币资金的期末余额	4612	4744	8559	9190	11938
EV/EBITDA	20.7	24.1	20.5	17.9	15.7	企业自由现金流	3799	4441	3603	4531	6407
						权益自由现金流	3849	6555	3220	4466	6477

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032