

分析师：龙羽洁
登记编码：S0730523120001
longyj@ccnew.com 0371-65585753

传统业务稳健发展，新能源业务快速增长

——公牛集团(603195)23 年报及 24Q1 季报点评

证券研究报告-年报点评

增持(首次)

市场数据(2024-04-29)

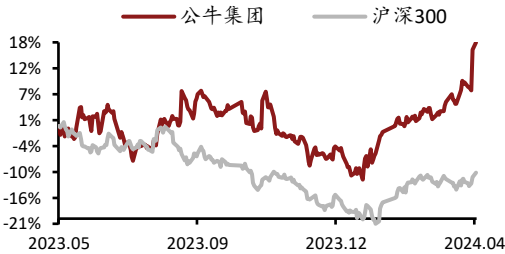
发布日期：2024 年 04 月 30 日

收盘价(元)	118.12
一年内最高/最低(元)	157.59/88.50
沪深 300 指数	3,623.91
市净率(倍)	6.83
流通市值(亿元)	1,048.88

基础数据(2024-03-31)

每股净资产(元)	17.29
每股经营现金流(元)	1.70
毛利率(%)	42.16
净资产收益率_摊薄(%)	6.03
资产负债率(%)	27.53
总股本/流通股(万股)	89,154.09/88,798.17
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

联系人：马焱琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

事件：

公司发布 2023 年年度报告及 2024 年一季度报告。2023 年全年实现营业收入 156.95 亿元，同比增长 11.46%，实现归母净利润 38.70 亿元，同比增长 21.37%，扣非归母净利润 37.03 亿元，同比增长 27.51%；经营活动产生的现金流量净额 48.27 亿元，同比增长 57.86%；基本每股收益 4.36 元，同比增长 21.45%；加权平均净资产收益率 29.20%，同比+1.32pct；拟向全体股东每 10 股派发现金红利 31 元(含税)，股利支付率达 71.41%，分红总额 27.64 亿元。

2024 年一季度，公司实现营业收入 38.03 亿元，同比增长 14.06%，归母净利润 9.29 亿元，同比增长 26.27%，扣非归母净利润 8.18 亿元，同比增长 26.73%。

投资要点：

● 电连接产品销量、收入稳健增长，盈利能力提升显著。

2023 年公司电连接业务秉承“安全用电专家”的定位，围绕消费者需求持续推动产品焕新，强化公牛时尚、高端的品牌新形象，全年实现收入 73.87 亿元，同比增长 4.77%，主营业务成本 43.67 亿元，同比下降 5.81%，毛利率 40.89%，同比+6.64pct。**产品端：**转换器完成了轨道插座、高颜值插座、全球旅行转换器、Z 世代系列插座等深受用户喜爱的产品系列升级。针对细分市场痛点需求、数据中心配电、工厂生产以及电工人群推出新产品，进一步夯实了公司的行业领先地位。数码配件方面针对小体积插座、桌面用电、快充和无线充电等场景上市了一系列创新产品，极大地提升了充电体验。**渠道端：**公司具有传统优势的线下五金渠道、数码渠道，以及电商渠道，目前拥有 75 万多家五金渠道售点、25 万多家数码渠道售点，广泛布局的终端网点能够及时便捷地为消费者提供优质的产品和服务。

● 智能电工照明业务穿越周期，收入实现双位数增长。

2023 年公司致力于打造以智能无主灯为核心的智能前装用电产品生态，包括了墙壁开关插座、LED 照明、浴霸、断路器、智能门锁、智能晾衣机等全屋前装产品，推进线下旗舰店+线上引流的新零售模式变革，满足消费者一站式购买+体验的需要，克服了房地产行业深度调整的挑战，实现了穿越周期的持续增长；全年实现收入 79.02 亿元，同比增长 15.37%，主营业务成本 42.83 亿元，同比增长 7.67%，毛利率 45.81%，同比+3.88pct。**产品端：**墙壁开关产品顺应品牌升级战略和消费者对家居美学的追求，推出蝶翼家族超薄开关、奶油风开关插座、玻璃开关插座等。LED 照明产品坚持“护眼”定位，围绕“防蓝光”、“无可视频闪”、“全光谱”、“高显指”、“防眩光”、“舒适色温”

等方向开展技术创新。智能无主灯产品以公牛和沐光双品牌运作，2023年是“沐光”无主灯品牌的开局之年，引起了行业广泛关注。**渠道端：**通过公司具有传统优势的线下装饰渠道以及线上电商渠道销售，目前拥有超过12万家的装饰渠道售点，公司积极顺应消费趋势向家装公司等方向拓展，大力推动门店综合化、专卖化升级，更好地服务于前装环节一站式购买需求。

● **大力发展新能源业务，实现快速增长。**

新能源业务凭借多年来用电技术和品牌优势的积累，快速完成了从交流到直流、从慢充到快充、从单桩到群充、从充电到储能、从To C到To B等产品线和渠道的布局，实现了快速增长，全年实现收入3.80亿元，同比增长148.64%，主营业务成本2.50亿元，同比增长141.97%，毛利率34.15%，同比+1.82pct。**产品端：**新能源汽车充电桩业务围绕电动汽车全面场景化充放电体验，不断完善产品布局，持续挖掘和个性化创新。储能业务先后布局了针对欧洲市场的家庭储能以及针对国内市场的工商业储能。**渠道端：**大力拓展国内线下新能源充电桩市场，持续提升全国范围内的网点数量与覆盖率，C端渠道重点拓展新能源汽贸店、汽车美容装潢店等专业分销商，累计开发终端网点1.7万余家，初步建成了遍及城乡的销售服务网络，B端渠道重点围绕覆盖机关事业单位、企业、物业、充电场站等场景的客户开发，累计开发运营商客户1500余家，同时已与铁塔集团、国家电网、吉利远程、赛力斯等公司开展了战略合作。

● **公司加大新业务、市场和产品投入，同时降本效果显著，盈利能力保持增长。**

2023年公司毛利率为43.20%，同比+5.20pct；净利率为24.62%，同比+2.00pct，主要得益于产品迭代、采购降本、工艺降本等环节的持续优化。期间费用方面，2023年公司期间费用率14.41%，同比+1.76pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为6.82%、3.99%、4.29%、-0.69%，分别同比+1.14、+0.43、+0.11、+0.08pct，销售费用增加主要由于广告费、业务推广费等投入增长，管理费用增加主要由于人员工资及股权激励费用增长，研发费用增加由于公司加大了研发投入。

● **加快推动国际化，全面起航海外市场。**

2023年公司成立了国际事业部，组建了德国、印尼等海外子公司，加快推动组织和团队的本土化，快速整合内外部资源，全面起航海外市场。顺应东南亚等国家发展的新周期，率先完成了东南亚主要国家经销商体系的升级工作，通过本土市场调研、消费者洞察等方式，围绕东南亚市场策划并上市多款本土化创新产品。同时开启了对中东、南美等新兴市场更深入的调研以及经销商招募。面对欧美市场新能源发展的新周期，公司以新能源充电和家用储能业务为核心快速切入，在产品、渠道方面实现布局。

● **发布2024年股票激励计划，彰显未来发展信心。**

公司发布新一轮激励计划，将对核心管理人员及骨干共计888人授予限制性股票激励，拟授予的限制性股票数量为243万股，解禁条件为2024-2026年当年营业收入或净利润不低于前三个会计年度的平均水平且不低于前两个会计年度平均水平的110%。

● 首次覆盖，给予公司“增持”评级。

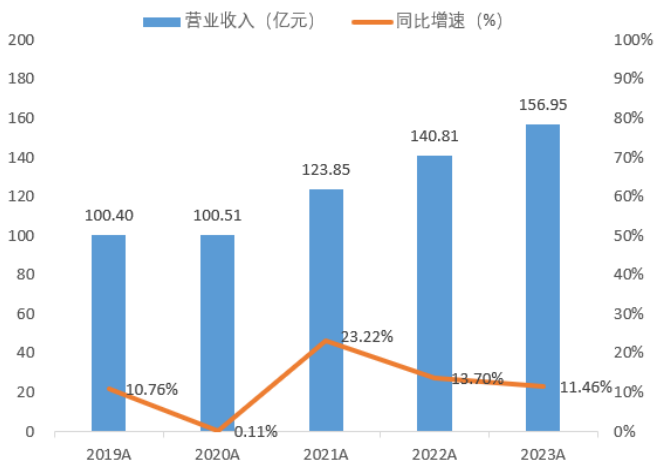
公司是民用电工行业龙头企业，自创立以来始终坚持以消费者需求为导向，以产品品质为根本，从“插座”（即转换器）这一细分领域开始，不断推动功能、技术与设计的创新，开发出了大批受消费者喜爱的产品，并逐步拓展形成了电连接、智能电工照明、新能源三大业务板块，“公牛”已成为一个家喻户晓的公众品牌。未来公司仍将加速推动智能生态、新能源用电和国际化业务发展，建立“技术领先、只为客户、数智驱动、全球突破”四轮驱动的战略能力，持续构筑综合竞争优势。首次覆盖，给予公司“增持”评级。预计2024年、2025年、2026年公司可实现归母净利润分别为44.78亿元、50.11亿元、56.58亿元，对应EPS分别为5.02元、5.62元、6.35元，按4月29日118.12元/股收盘价计算，对应PE分别为23.52倍、21.01倍、18.61倍。

风险提示：新业务不达预期的风险；渠道和市场开拓不达预期的风险；原材料价格大幅波动的风险；行业竞争加剧的风险。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	14,081	15,695	17,974	20,510	23,289
增长比率（%）	13.70	11.46	14.53	14.10	13.55
净利润（百万元）	3,189	3,870	4,478	5,011	5,658
增长比率（%）	14.69	21.37	15.71	11.91	12.90
每股收益(元)	3.58	4.34	5.02	5.62	6.35
市盈率(倍)	33.03	27.21	23.52	21.01	18.61

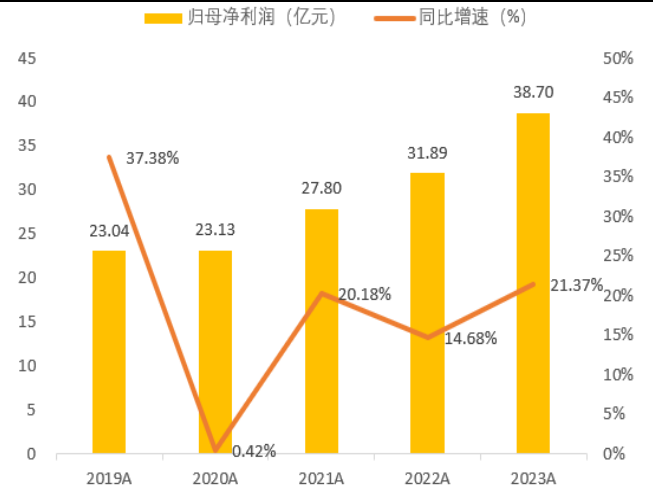
资料来源：中原证券研究所，聚源，携宁

图 1：公司营业收入及同比增速



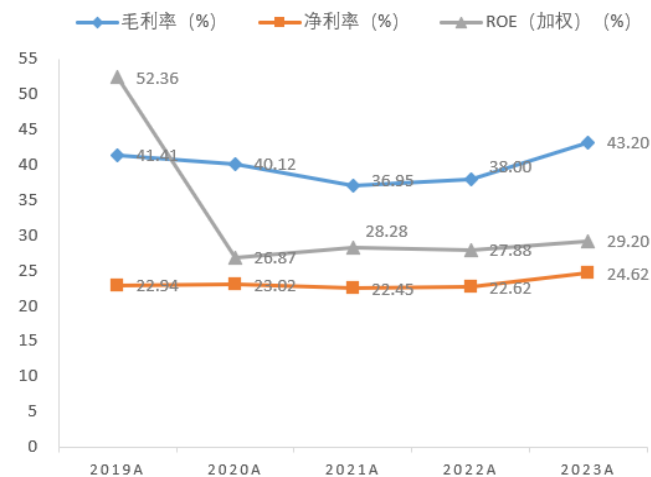
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 2：公司归母净利润及同比增速



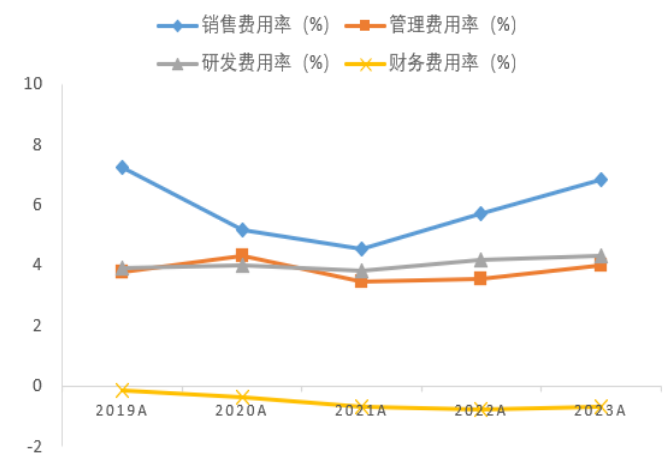
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 3：公司盈利能力



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 4：公司期间费用



资料来源：Wind，中原证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	13,560	16,348	18,034	20,320	23,137
现金	4,612	4,744	4,753	5,336	6,402
应收票据及应收账款	227	265	261	262	270
其他应收款	72	11	10	11	13
预付账款	50	56	67	78	89
存货	1,285	1,421	1,619	1,832	2,087
其他流动资产	7,315	9,851	11,324	12,800	14,276
非流动资产	3,092	3,414	3,792	4,169	4,495
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,854	1,986	2,135	2,249	2,329
无形资产	326	335	349	364	377
其他非流动资产	912	1,093	1,308	1,556	1,789
资产总计	16,652	19,762	21,826	24,489	27,632
流动负债	4,086	5,070	5,383	6,040	6,732
短期借款	845	588	575	540	475
应付票据及应付账款	1,644	2,057	2,223	2,574	2,965
其他流动负债	1,597	2,425	2,585	2,926	3,292
非流动负债	151	232	233	233	233
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	151	232	233	233	233
负债合计	4,237	5,302	5,616	6,273	6,965
少数股东权益	16	14	10	4	-3
股本	601	892	892	892	892
资本公积	3,864	3,761	3,786	3,786	3,786
留存收益	8,059	9,946	11,661	13,672	16,130
归属母公司股东权益	12,399	14,446	16,200	18,212	20,670
负债和股东权益	16,652	19,762	21,826	24,489	27,632

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,058	4,827	4,739	5,622	6,272
净利润	3,186	3,864	4,473	5,005	5,651
折旧摊销	265	283	285	306	328
财务费用	-31	-64	23	22	20
投资损失	-272	-199	-275	-310	-344
营运资金变动	-115	858	94	435	451
其他经营现金流	25	85	139	163	165
投资活动现金流	-1,746	-3,434	-1,972	-1,982	-1,920
资本支出	-1,015	-653	-778	-786	-759
长期投资	-19	0	-1,505	-1,505	-1,505
其他投资现金流	-712	-2,782	311	310	344
筹资活动现金流	-1,945	-1,987	-2,758	-3,057	-3,285
短期借款	345	-257	-14	-35	-65
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	290	0	0	0
资本公积增加	-51	-103	25	0	0
其他筹资现金流	-2,240	-1,918	-2,770	-3,022	-3,220
现金净增加额	-627	-593	9	583	1,066

资料来源：中原证券研究所，聚源，携宁

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	14,081	15,695	17,974	20,510	23,289
营业成本	8,730	8,914	10,363	11,945	13,617
营业税金及附加	116	133	153	174	198
营业费用	800	1,070	1,222	1,395	1,584
管理费用	501	626	719	820	932
研发费用	588	673	773	882	1,001
财务费用	-108	-109	-119	-120	-140
资产减值损失	-12	-63	-20	-19	-19
其他收益	133	253	288	328	373
公允价值变动收益	0	18	0	0	0
投资净收益	272	199	275	310	344
资产处置收益	-3	-5	-7	-7	-9
营业利润	3,814	4,727	5,360	5,986	6,745
营业外收入	4	3	3	3	3
营业外支出	63	194	100	100	100
利润总额	3,754	4,536	5,263	5,889	6,648
所得税	569	672	789	883	997
净利润	3,186	3,864	4,473	5,005	5,651
少数股东损益	-3	-6	-5	-6	-7
归属母公司净利润	3,189	3,870	4,478	5,011	5,658
EBITDA	3,702	4,735	5,429	6,074	6,836
EPS (元)	3.58	4.34	5.02	5.62	6.35

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	13.70	11.46	14.53	14.10	13.55
营业利润 (%)	4.46	23.94	13.37	11.68	12.69
归属母公司净利润 (%)	14.69	21.37	15.71	11.91	12.90
获利能力					
毛利率 (%)	38.00	43.20	42.35	41.76	41.53
净利率 (%)	22.64	24.66	24.91	24.43	24.29
ROE (%)	25.72	26.79	27.64	27.52	27.37
ROIC (%)	21.97	24.53	25.42	25.58	25.67
偿债能力					
资产负债率 (%)	25.44	26.83	25.73	25.62	25.21
净负债比率 (%)	34.12	36.66	34.65	34.44	33.70
流动比率	3.32	3.22	3.35	3.36	3.44
速动比率	2.90	2.91	3.02	3.04	3.11
营运能力					
总资产周转率	0.88	0.86	0.86	0.89	0.89
应收账款周转率	63.14	63.86	68.36	78.38	87.55
应付账款周转率	5.22	4.82	4.84	4.98	4.92
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	3.58	4.34	5.02	5.62	6.35
每股经营现金流 (最新摊薄)	3.43	5.41	5.32	6.31	7.03
每股净资产 (最新摊薄)	13.91	16.20	18.17	20.43	23.18
估值比率					
P/E	33.03	27.21	23.52	21.01	18.61
P/B	8.49	7.29	6.50	5.78	5.09
EV/EBITDA	22.25	17.22	18.70	16.62	14.60

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。