



# 公牛集团（603195.SH）：业绩表现靓丽，新能源业务快速增长

2024年5月9日

推荐/维持

公牛集团

公司报告

**事件：**公司发布2023年报及2024年一季报。2023年公司营业收入156.9亿元，同比+11.5%；归母净利润38.7亿元，同比+21.4%。其中23Q4营业收入40.9亿元，同比+13.3%；归母净利润10.6亿元，同比+27.8%。2024Q1营业收入38.0亿元，同比+14.1%；归母净利润9.3亿元，同比+26.3%。

**公司继续开展渠道建设与变革，不断打磨产品，强化时尚高端品牌形象。分业务看年报：**

➤ **智能电工照明业务：**营收79.0亿元，同比+15.4%。公司从产品设计和渠道改造两方面推动套系化销售，推进品牌升级，拓展家装、工程等渠道，依托品类与渠道的拓展实现增长。**(1) 产品方面，**打造以无主灯为核心的智能用电产品生态。无主灯业务以公牛和沐光双品牌运作，公牛定位高性价比；沐光定位高端，强化智能与设计。公司顺应产品升级战略，强化产品力。墙开、LED照明新品开发上紧随智能、超薄等行业趋势；无主灯产品线强化光环境与控制体验；智能生态产品迭代创新以适配更多家庭场景。**(2) 渠道方面，**推动门店综合化、专卖化升级，以满足消费者一站式购物需求；顺应消费趋势与装企拓展合作，积极开拓工程项目业务。线上渠道持续性增长，品牌优势稳固，公司逐步利用数字化手段进行线上线下流量融合。公牛无主灯依托原有渠道销售，沐光无主灯自2023年开始自建渠道，已完成了系统性的营销网络建设工作，门店基本覆盖全国省会城市、大部分地级市以及经济发达区域。

➤ **新能源业务：**营收3.8亿元，同比+148.6%。已完成从充电到储能，从C端到B端的产品与渠道拓展，发展迅速。充电枪/桩业务发展迅速，产品线已有全面布局。C端线上稳居第三方品牌领先位置，线下渠道网点覆盖率快速提升，截至23年末已开发终端网点1.7万余家，初步建成了遍及城乡的销售服务网络。B端渠道已大幅提升拓展效率，截至23年末开发运营商客户1,500余家。储能产品已完成家庭储能和工商业储能的开发，其中家庭储能已处在海外试销验证过程。

➤ **电连接业务：**营收73.9亿元，同比+4.8%，稳健发展。公司在转换器品类上优势稳固，一方面围绕细分用电场景持续出新，推动产品系列升级，保证平均单价稳定；一方面顺应不同渠道优化产品，推进套系化销售，提升客单价。公司积极开拓东南亚新兴市场，23年通过市场调研等方式进行本土化创新。而**数码配件**坚持第三方精品战略，持续丰富渠道形态。

**积极推动国际化，打开市场空间。**国际化作为智能生态、新能源外的第三大战略，是当前公司积极筹备推动的方向。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。对于**新兴市场**公司将拓展电连接、电工照明业务。2023年公司完成了东南主要国家经销商体系的升级，同时开启对中东、南美等市场的深入调研及经销商招募，产品本地化改造积极推动中。对于**欧美市场**公司以新能源充电和家用储能业务为核心切入。公司已在德国进行试点招商和试销工作，完成了商业模式的初步验证。

**毛利率提升带动盈利能力上行。**2023年公司毛利率43.2%，同比+5.2pct，24Q1同比+5.0pct。毛利率显著提升受益于铜等原材料价格回落，以及集中采购等精

## 公司简介：

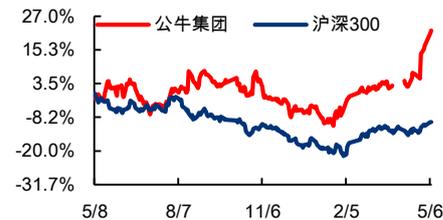
公司是国内综合型的现代整体家居一体化服务供应商。公司主要从事整体厨柜、整体衣柜、整体卫浴和定制木门等定制化整体家居产品的个性化设计、研发、生产、销售和安装服务。公司拥有国际化家居产品制造基地，以整体橱柜为龙头，带动相关产业发展，包括全屋定制、衣柜、卫浴、木门、墙饰壁纸、厨房电器、寝具等，形成多元化产业格局。

资料来源：公司公告、iFIND

## 交易数据

52周股价区间（元）	124.87-88.5
总市值（亿元）	1,113.27
流通市值（亿元）	1,108.82
总股本/流通A股（万股）	89,154/89,154
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	0.92

## 52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

## 分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

## 分析师：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080005

## 分析师：沈逸伦

010-66554044

shenyl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480523060001

益管理措施。23年销售、管理、研发费用率分别同比+1.1pct、+0.4pct、+0.1pct，24Q1分别同比+1.1pct、+0.2pct、+0.7pct，费用率的全面提升主要因无主灯、新能源两条新业务线仍处于投入期，同时国际化也在积极开拓中。综合来看，公司23年净利率24.7%，同比+2.0pct，24Q1同比+2.4pct，盈利能力提升。集中采购等措施将持续为公司降本，助力公司净利率中枢稳定高水平。长期来看，随着新业务的逐步放量，费用率有望逐步回落推动盈利能力提升。

**盈利预测与投资评级：**公司两大基石业务转换器、墙开优势稳固，今年有望稳步复苏；公司依托渠道布局和电连接技术优势拓展品类，同时积极布局海外市场，增长可期。公司过往经营业绩稳定增长，战略清晰，无主灯和新能源两大新业务市场空间巨大，海外市场亟待发掘，我们看好公牛集团未来持续稳健增长。预计公司2024-2026年归母净利润分别为44.0、48.9、56.1亿元人民币，EPS为4.9、5.5、6.3元，目前股价对应PE分别为25.3、22.8、19.8倍，我们维持“推荐”评级。

**风险提示：**地产销售下滑超预期；新业务拓展不及预期；原材料价格上涨超预期。

## 财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	14,081.37	15,694.76	17,759.64	20,197.63	23,283.90
增长率（%）	13.70%	11.46%	13.16%	13.73%	15.28%
归母净利润（百万元）	3,188.62	3,870.14	4,399.97	4,886.18	5,605.11
增长率（%）	14.68%	21.37%	13.69%	11.05%	14.71%
净资产收益率（%）	25.72%	26.79%	23.69%	21.72%	21.21%
每股收益（元）	5.32	4.36	4.94	5.48	6.29
PE	34.77	28.65	25.29	22.77	19.84
PB	6.05	7.71	5.98	4.94	4.20

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

**附表: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	13560	16348	19514	23768	28019	营业收入	14081	15695	17760	20198	23284
货币资金	4612	4744	6700	9418	12155	营业成本	8730	8914	10000	11415	13195
应收账款	227	265	316	387	510	营业税金及附加	116	133	142	162	186
其他应收款	72	11	13	15	17	营业费用	800	1070	1296	1515	1746
预付款项	50	56	72	85	98	管理费用	501	626	693	808	931
存货	1285	1421	1589	1970	2169	财务费用	-108	-109	-38	-79	-106
其他流动资产	364	110	110	110	110	研发费用	588	673	746	848	955
非流动资产合计	3090	3414	3516	3718	3883	资产减值损失	11.50	62.64	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	18.20	9.10	0.00	0.00
固定资产	1851	1982	2113	2512	2870	投资净收益	271.99	198.69	235.34	217.02	226.18
无形资产	326	335	320	306	292	加: 其他收益	132.94	253.39	193.16	223.28	208.22
其他非流动资产	77	60	80	80	80	营业利润	3814	4727	5354	5965	6807
资产总计	16650	19762	23029	27486	31902	营业外收入	3.78	2.77	3.28	3.03	3.15
流动负债合计	4086	5070	4199	4741	5232	营业外支出	63.39	193.74	128.56	161.15	144.86
短期借款	845	588	0	0	0	利润总额	3754	4536	5229	5807	6666
应付账款	1644	2057	2066	2478	2795	所得税	569	672	837	929	1066
预收款项	0	0	0	0	23	净利润	3185	3864	4392	4878	5599
一年内到期的非流	9	407	0	0	0	少数股东损益	-3	-6	-8	-8	-6
非流动负债合计	149	232	245	249	247	归属母公司净利润	3189	3870	4400	4886	5605
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						2022A
负债合计	4235	5302	4444	4991	5480	成长能力					
少数股东权益	16	14	6	-2	-8	营业收入增长	13.70%	11.46%	13.16%	13.73%	15.28%
实收资本(或股本)	601	892	890	890	890	营业利润增长	4.46%	23.94%	13.25%	11.42%	14.11%
资本公积	3864	3761	3761	3761	3761	归属于母公司净利	14.68%	21.37%	13.69%	11.05%	14.71%
未分配利润	7757	9384	13196	16860	20548	获利能力					
归属母公司股东权	12399	14446	18575	22493	26426	毛利率(%)	38.00%	43.20%	43.69%	43.49%	43.33%
负债和所有者权益	16650	19762	23029	27486	31902	净利率(%)	22.62%	24.62%	24.73%	24.15%	24.05%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	19.15%	19.58%	19.11%	17.78%	17.57%
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	ROE(%)	25.72%	26.79%	23.69%	21.72%	21.21%
经营活动现金流	3058	4827	4163	4864	5659	偿债能力					
净利润	3185	3864	4392	4878	5599	资产负债率(%)	25%	27%	19%	18%	17%
折旧摊销	250.92	269.21	192.55	222.63	263.34	流动比率	3.32	3.22	4.65	5.01	5.35
财务费用	-108	-109	-38	-79	-106	速动比率	3.00	2.94	4.27	4.60	4.94
应收账款减少	-8	-38	-52	-71	-123	营运能力					
预收账款增加	0	0	0	0	23	总资产周转率	0.88	0.86	0.83	0.80	0.78
投资活动现金流	-1746	-3434	-999	-1249	-1347	应收账款周转率	63	64	61	57	52
公允价值变动收益	0	18	9	0	0	应付账款周转率	8.42	8.48	8.61	8.89	8.83
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	272	199	235	217	226	每股收益(最新摊薄)	5.32	4.36	4.94	5.48	6.29
筹资活动现金流	-1945	-1987	-1207	-898	-1575	每股净现金流(最新)	-1.05	-0.67	2.20	3.05	3.08
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	20.63	16.20	20.88	25.28	29.71
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	290	-2	0	0	P/E	34.77	28.65	25.29	22.77	19.84
资本公积增加	-51	-103	0	0	0	P/B	6.05	7.71	5.98	4.94	4.20
现金净增加额	-634	-594	1957	2717	2737	EV/EBITDA	18.05	22.05	18.96	16.65	14.21

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	公牛集团 (603195): 23H1 经营稳健, 盈利优异, 新业务持续发力	2023-08-22
公司普通报告	公牛集团 (603195): 22 年经营稳健, 新业务开局顺利	2023-05-12

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

### 常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，现任轻工制造行业分析师，研究方向为造纸、包装、电子烟。

### 沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021年加入东兴证券研究所，轻工制造行业分析师，主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我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, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):  
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):  
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526