



公牛集团 (603195.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

龙头经营显韧性，国际化战略值得期待 业绩简评

8月29日公司发布24年中报，24H1营收/归母净利润分别同比+10.5%/+22.9%至83.9/22.4亿元。其中24Q2营收/归母净利/扣非归母净利分别同比+7.6%/+20.6%/+6.4%至45.8/13.1/10.9亿元，整体业绩表现展现龙头经营韧性。

经营分析

主品类展现增长韧性，新能源业务延续高速发展：在地产销售及竣工下降较为明显的背景下，公司整体收入增长显现经营韧性，尤其与装修需求相关的品类经营韧性凸显，仍在逆势增长。分业务来看，24H1电连接业务收入同比+5.2%至38.7亿元，其中预计转换器品类依托对不同群体的多样化场景需求的产品满足驱动价增，仍可实现稳健增长。智能电工照明业务24H1收入同比+11.7%至42.1亿元，其中预计公司墙开业务在行业整体需求承压的情况下，依托产品创新、零售渠道深耕叠加装企业务拓展，依然实现相对较优增长，此外照明业务在无主灯品类的驱动下预计仍有稳健增长。新能源业务24H1收入同比+120.2%至2.9亿元，延续高速增长，主因线上线下协同扩张，截至报告期末，公司累计开发终端网点2.2万余家、运营商客户2200余家，为持续增长奠定坚实基础。

2Q毛利率延续提升趋势，销售费用率有所提升：公司24Q2归母净利润表现优异，主因：1)公司持续推进精益制造对冲原材料成本上涨影响；2)公司24Q2投资收益达2.3亿元(去年同期为0.4亿元)。24H1毛利率同比+2.4pct至42.9%，其中24Q2毛利率同比+0.4pct。费用率方面，24Q2销售/管理/研发费用率分别同比+1.1/+0.1/+0.5pct至8.5%/3.2%/4.2%。

核心优势稳固，盈利有望加速释放，国际化战略值得期待：公司已建立起全覆盖、多层次、立体化的营销网络并且品牌已较好占据消费者心智，两者共同奠定主品类核心优势稳固。后续转换器品类依托产品结构升级、墙开品类依托渠道进一步扩张深耕叠加产品创新扩充，均仍有望实现规模逆势增长。在此过程中，规模效应+供应链精益化将助推公司采购、制造持续降本，公司有望进入盈利加速释放期。此外，公司正积极推动全球发展战略，上半年公司在东南亚、中东、中亚等区域完善了团队配置，实现了海外销售团队常驻帮扶及人员本地化。公司海外布局思路清晰，国际化战略或将显著打开公司中长期成长空间。

盈利预测、估值与评级

预计24-26年公司EPS分别为3.47、3.93、4.46元，当前股价对应PE为19/17/15倍，维持“买入”评级。

风险提示

海外市场扩张不畅；新品类拓展不畅；原材料价格大幅上涨。

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

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

分析师：龚轶之 (执业S1130523050001)

gongyizhi@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：66.57元

相关报告：

1.《公牛集团公司点评：利润表现超预期，龙头能力持续显现》，2024.4.26

2.《公牛集团公司点评：3Q业绩彰显龙头能力，持续增长可期》，2023.10.27



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14,081	15,695	17,544	19,680	22,122
营业收入增长率	13.70%	11.46%	11.78%	12.17%	12.41%
归母净利润(百万元)	3,189	3,870	4,480	5,079	5,755
归母净利润增长率	14.68%	21.37%	15.76%	13.38%	13.30%
摊薄每股收益(元)	5.305	4.341	3.466	3.930	4.453
每股经营性现金流净额	5.02	5.28	3.53	4.23	4.86
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.72%	26.79%	29.58%	32.09%	34.25%
P/E	27.01	22.03	19.20	16.94	14.95
P/B	6.95	5.90	5.68	5.43	5.12

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)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	12,385	14,081	15,695	17,544	19,680	22,122
增长率		13.7%	11.5%	11.8%	12.2%	12.4%
主营业务成本	-7,809	-8,730	-8,914	-9,916	-11,128	-12,519
%销售收入	63.0%	62.0%	56.8%	56.5%	56.5%	56.6%
毛利	4,576	5,351	6,781	7,629	8,551	9,603
%销售收入	37.0%	38.0%	43.2%	43.5%	43.5%	43.4%
营业税金及附加	-83	-116	-133	-132	-148	-166
%销售收入	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-560	-800	-1,070	-1,263	-1,309	-1,416
%销售收入	4.5%	5.7%	6.8%	7.2%	6.7%	6.4%
管理费用	-428	-501	-626	-684	-728	-774
%销售收入	3.5%	3.6%	4.0%	3.9%	3.7%	3.5%
研发费用	-471	-588	-673	-737	-807	-907
%销售收入	3.8%	4.2%	4.3%	4.2%	4.1%	4.1%
息税前利润 (EBIT)	3,035	3,346	4,278	4,813	5,560	6,340
%销售收入	24.5%	23.8%	27.3%	27.4%	28.3%	28.7%
财务费用	88	108	109	69	81	101
%销售收入	-0.7%	-0.8%	-0.7%	-0.4%	-0.4%	-0.5%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	18	0	0	0
投资收益	190	272	199	300	250	250
%税前利润	5.7%	7.2%	4.4%	5.7%	4.2%	3.7%
营业利润	3,651	3,814	4,727	5,302	6,011	6,811
营业利润率	29.5%	27.1%	30.1%	30.2%	30.5%	30.8%
营业外收支	-326	-60	-191	0	0	0
税前利润	3,325	3,754	4,536	5,302	6,011	6,811
利润率	26.8%	26.7%	28.9%	30.2%	30.5%	30.8%
所得税	-545	-569	-672	-822	-932	-1,056
所得税率	16.4%	15.2%	14.8%	15.5%	15.5%	15.5%
净利润	2,780	3,185	3,864	4,480	5,079	5,755
少数股东损益	0	-3	-6	0	0	0
归属于母公司的净利润	2,780	3,189	3,870	4,480	5,079	5,755
净利率	22.4%	22.6%	24.7%	25.5%	25.8%	26.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,780	3,185	3,864	4,480	5,079	5,755
少数股东损益	0	-3	-6	0	0	0
非现金支出	241	265	283	288	346	411
非经营收益	-174	-320	-302	-319	-230	-238
营运资金变动	126	-115	858	118	279	352
经营活动现金净流	2,973	3,016	4,704	4,568	5,475	6,280
资本开支	-453	-1,015	-653	-720	-690	-590
投资	0	-19	0	-100	-200	-200
其他	-1,136	-712	-2,782	300	250	250
投资活动现金净流	-1,589	-1,746	-3,434	-520	-640	-540
股权募资	59	95	111	358	0	0
债权募资	496	-325	137	-338	89	-336
其他	-1,257	-1,709	-2,234	-4,165	-4,415	-4,795
筹资活动现金净流	-702	-1,939	-1,986	-4,145	-4,327	-5,131
现金净流量	682	-669	-717	-98	508	609

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,377	4,612	4,744	4,643	5,147	5,752
应收款项	417	300	282	312	340	364
存货	1,377	1,285	1,421	1,304	1,372	1,406
其他流动资产	7,086	7,363	9,901	10,045	10,252	10,460
流动资产	13,257	13,560	16,348	16,305	17,111	17,982
%总资产	85.7%	81.4%	82.7%	80.8%	80.2%	80.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	1,692	2,466	2,793	3,217	3,535	3,690
%总资产	10.9%	14.8%	14.1%	15.9%	16.6%	16.5%
无形资产	314	391	358	396	424	450
非流动资产	2,217	3,090	3,414	3,881	4,230	4,414
%总资产	14.3%	18.6%	17.3%	19.2%	19.8%	19.7%
资产总计	15,474	16,650	19,762	20,186	21,341	22,396
短期借款	1,174	854	995	655	743	407
应付款项	2,135	2,090	2,762	2,695	2,985	3,285
其他流动负债	1,307	1,141	1,313	1,456	1,546	1,665
流动负债	4,617	4,086	5,070	4,805	5,275	5,357
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	101	149	232	219	221	222
负债	4,718	4,235	5,302	5,024	5,496	5,579
普通股股东权益	10,756	12,399	14,446	15,147	15,831	16,803
其中：股本	601	601	892	1,293	1,293	1,293
未分配利润	6,011	7,757	9,384	9,727	10,411	11,383
少数股东权益	0	16	14	14	14	14
负债股东权益合计	15,474	16,650	19,762	20,186	21,341	22,396

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	4.625	5.305	4.341	3.466	3.930	4.453
每股净资产	17.891	20.628	16.203	11.719	12.249	13.001
每股经营现金净流	4.946	5.018	5.276	3.533	4.235	4.858
每股股利	0.000	3.300	3.100	3.200	3.400	3.700
回报率						
净资产收益率	25.85%	25.72%	26.79%	29.58%	32.09%	34.25%
总资产收益率	17.97%	19.15%	19.58%	22.19%	23.80%	25.70%
投入资本收益率	21.18%	21.31%	23.47%	25.63%	28.24%	31.01%
增长率						
主营业务收入增长率	23.22%	13.70%	11.46%	11.78%	12.17%	12.41%
EBIT 增长率	16.61%	10.26%	27.84%	12.51%	15.52%	14.03%
净利润增长率	20.18%	14.68%	21.37%	15.76%	13.38%	13.30%
总资产增长率	24.41%	7.60%	18.69%	2.14%	5.72%	4.94%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.9	5.8	5.7	5.5	5.3	5.0
存货周转天数	50.6	55.7	55.4	48.0	45.0	41.0
应付账款周转天数	69.8	69.9	75.8	76.0	75.0	73.0
固定资产周转天数	44.0	48.1	46.2	43.9	42.3	39.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-84.91%	-86.24%	-93.25%	-91.18%	-91.13%	-92.64%
EBIT 利息保障倍数	-34.5	-31.0	-39.4	-69.7	-68.4	-62.9
资产负债率	30.49%	25.44%	26.83%	24.89%	25.75%	24.91%

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
买入	1	5	15	25	62
增持	0	2	8	10	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.29	1.35	1.29	1.00

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	2022-10-28	买入	125.86	N/A
2	2022-12-31	买入	143.26	179.40~179.40
3	2023-08-18	买入	100.97	N/A
4	2023-10-27	买入	99.54	N/A
5	2024-04-26	买入	107.75	N/A

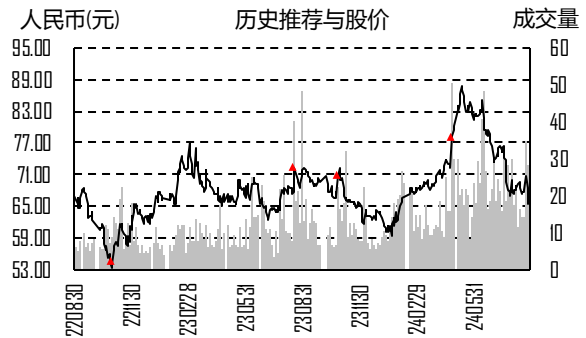
来源：国金证券研究所

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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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