

分析师：欧洋君  
登记编码：S0730522100001  
ouyj@ccnew.com 021-50586769

## 电工龙头业绩稳增，新业态布局成长可期

### ——公牛集团(603195)公司点评报告

#### 证券研究报告-公司点评报告

买入(首次)

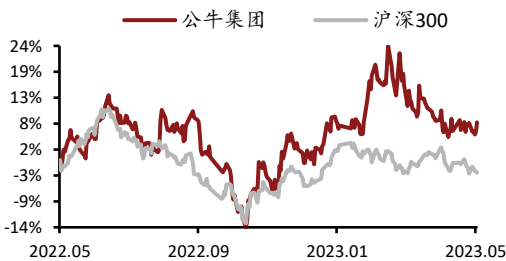
#### 市场数据(2023-05-19)

收盘价(元)	150.77
一年内最高/最低(元)	173.43/119.67
沪深 300 指数	3,944.54
市净率(倍)	6.89
流通市值(亿元)	903.29

#### 基础数据(2023-03-31)

每股净资产(元)	21.89
每股经营现金流(元)	2.39
毛利率(%)	37.15
净资产收益率_摊薄(%)	5.59
资产负债率(%)	26.24
总股本/流通股(万股)	60,107.76/59,911.76
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：聚源，中原证券

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

发布日期：2023 年 05 月 22 日

#### 核心观点：

公司聚焦消费与智能化升级，把握新能源发展以及用户需求趋势，在复杂多变的宏观环境下，其优质核心主业与创新业务齐头并进，带动整体经营稳健增长。2022 年公司共实现营业收入/归母净利润 140.81 亿元/31.89 亿元，同比+13.7%/14.68%；终端动销良好与原材料成本进一步优化下，2023Q1 业绩延续稳增态势，营收/归母净利润同比+14.14%/+14.74%，毛利率同比提升约 2.7pct。考虑到公司传统电连接主业优势稳固，智能电工与新能源业务不断加速，有望持续驱动收入与利润增长，打开长期成长空间。给予公司“买入”投资评级。

#### 投资要点：

**电工龙头稳步增长，新能源业务开局亮眼。**分业务来看，公司传统电连接主业护城河稳固，产品围绕用户需求场景不断创新下，2022 年营收规模稳健增长 4.22%至 70.51 亿元；智能电工照明业务收入 68.49 亿元，同比增长 23.39%，其中，墙开插座与 LED 照明等进一步推进新品类拓展与渠道布局，加快以无主灯为核心的智能家居生态建设；新能源业务顺利开局，全年实现营收 1.53 亿元，同比显增 638.62%，公司凭借深厚的电工领域技术及品牌优势积累，针对 B、C 端市场业务差异化布局，积极开发推出新能源车充电桩与充电桩等产品，并取得广泛好评。

**盈利能力持续改善，业务推广致营销投入增加。**受益于轨道插等中高端产品出货提升，以及原材料价格下行优化成本，公司盈利水平明显改善，2022 年综合毛利率同比增长 1.05pct 至 38.0%，其中，电连接与新能源业务毛利率同比分别提高 1.61pct 和 4.93pct，智能电工照明产品毛利率小幅下降 0.09pct。费用方面，公司 2022 年销售/管理/研发/财务费用率同比+1.16/+0.47/+0.38/-0.06pct，至 5.68%/7.73%/4.18%/-0.77%，其中，销售费用率提升主要系公司报告期内新能源与 LED 照明等业务拓展加大所致，彰显其新业态持续发展信心，期待未来成果转化驱动盈利能力不断提升。此外，公司前期通过套期保值方式一定程度上抵消了短期原材料价格走高影响，2023Q1 毛利率同比+2.68pct，盈利水平进一步提升。

**看好公司智能家居生态与新能源领域建设，业务未来有望延续中高速增长**现家装风格及用户使用偏好等趋势，智能照明、安防、卫浴等系统及产品需求逐渐增长，其中，兼具节能高效与智能化控制等特点的无主灯产品，市场渗透率近年来不断提升。公司于 2022 年推出定位专业的智能无主灯品牌“沐光”，其产品采用行业

领先的光学技术，品类覆盖轨道灯、氛围灯、灯带等，充分满足消费者不同场景式需求。目前，公司逐步加快智能家居生态系统布局，从为用户提供单一产品向提供更优场景解决方案转型，不断推进品类扩充与迭代，提升市场竞争力。另一方面，公司积极发挥品牌与技术优势，在新能源车充电产品领域份额快速提升，其充电桩、充电枪相较车企原厂产品具备较高性价比与适配率优势，未来随着产品矩阵与技术的进一步完善和升级，公司有望持续扩大在第三方品牌市场优势与份额，贡献长期收入与利润增量。

**发布员工股权激励计划，彰显长期增长信心。**公司拟向包括核心管理人员及骨干员工共计 762 人，授予 151 万股限制性股票（约占公告时公司总股本的 0.25%），授予价格为 75.75 元/股，并拟定其限售解禁期及业绩考核目标：2023/2024/2025 年营收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%。该计划的落实或将进一步增强管理层对公司经营效益的一致性，有益于提升公司治理结构以及员工积极性，同时充分彰显了公司对其经营管理稳健与未来业绩增长的信心。

#### 投资评级与盈利预测：

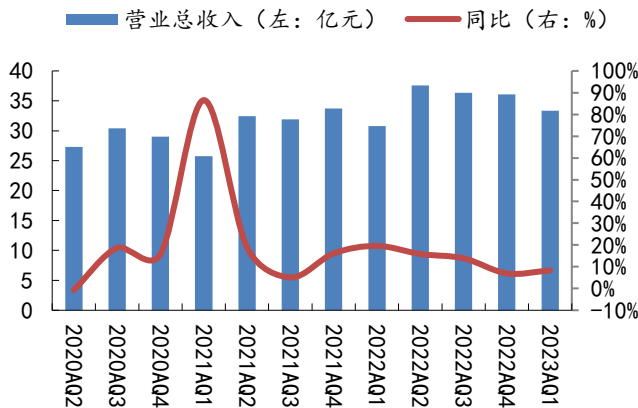
作为电工行业龙头，公司核心电连接主业护城河稳固，优势墙开与转换器等产品出货有望随地产需求复苏而稳步增长。此外，公司智能照明生态与新能源领域布局加速，B&C 端并举推进品类拓展与产品迭代，看好其业务长期增量贡献与成长空间。预计公司 2023-2025 年可实现归母净利润分别为 37.94 亿元、44.18 亿元、50.26 亿元，同比增速分别为 18.97%、16.45%、13.77%，对应 EPS 分别为 6.31、7.35、8.36 元/股，根据 5 月 19 日 150.77 元收盘价计算，对应 PE 分别为 23.8X、20.5X、18.0X。综上分析，给予公司“买入”投资评级。

**风险提示：**原材料价格持续波动；行业竞争加剧；地产需求复苏慢于预期；新品拓展不及预期。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	12,385	14,081	16,491	19,274	21,967
增长比率（%）	23.22	13.70	17.11	16.88	13.97
净利润（百万元）	2,780	3,189	3,794	4,418	5,026
增长比率（%）	20.18	14.68	18.97	16.45	13.77
每股收益(元)	4.63	5.30	6.31	7.35	8.36
市盈率(倍)	32.59	28.42	23.89	20.51	18.03

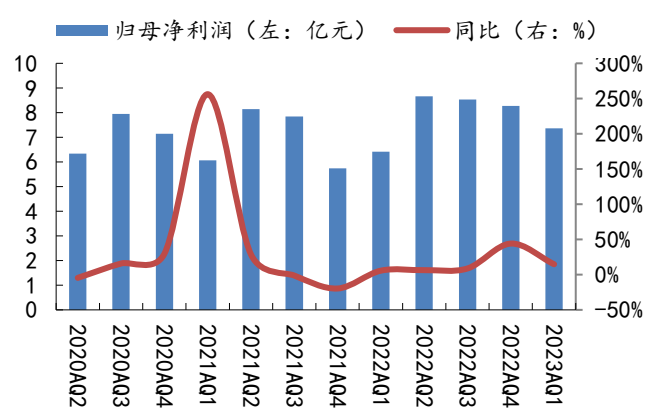
资料来源：聚源，中原证券

图 1：公司近 3 年单季度营业收入与同比增速



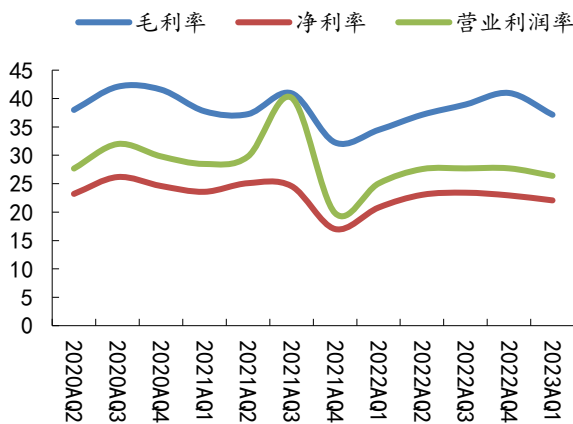
资料来源：Wind，中原证券

图 2：公司近 3 年单季度归母净利润与同比增速



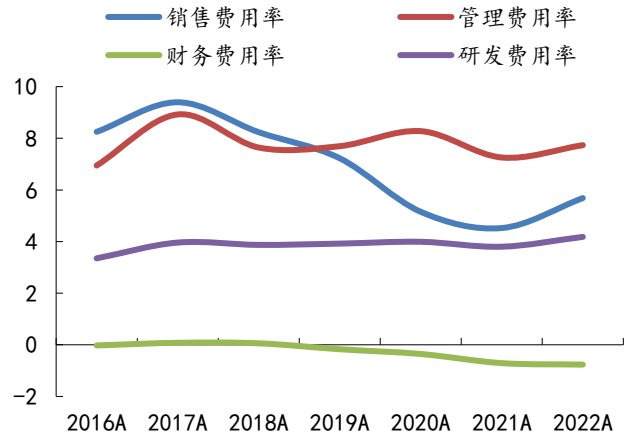
资料来源：Wind，中原证券

图 3：公司近 3 年单季度盈利水平



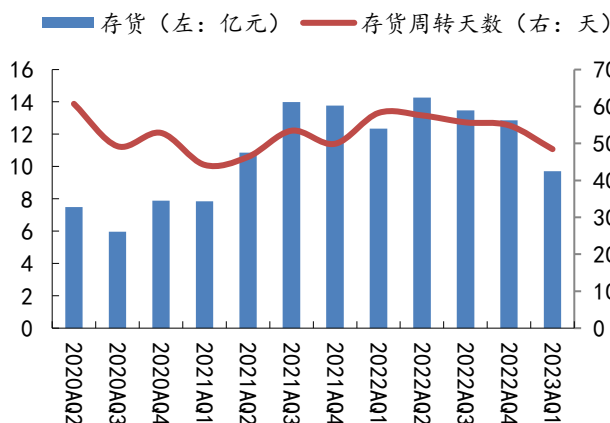
资料来源：Wind，中原证券

图 4：公司 2016-2023 年各项费用率情况



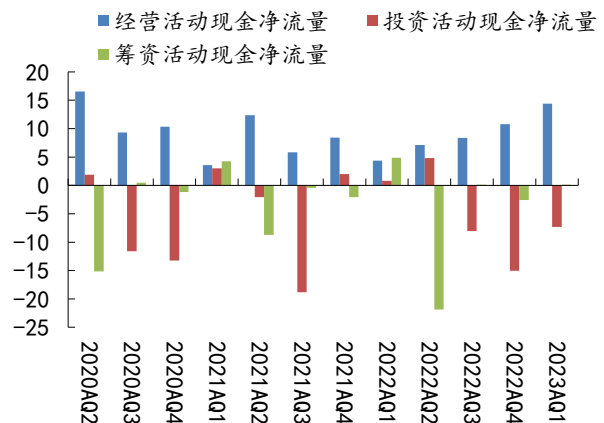
资料来源：Wind，中原证券

图 5：公司近 3 年单季度存货与周转天数



资料来源：Wind，中原证券

图 6：公司近 3 年单季度活动现金流情况



源：Wind，中原证券

## 财务报表预测和估值数据汇总

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>13,257</b>	<b>13,560</b>	<b>17,729</b>	<b>22,586</b>	<b>28,186</b>
现金	4,377	4,612	7,099	10,407	13,773
应收票据及应收账款	220	227	298	353	415
其他应收款	196	72	78	88	98
预付账款	29	50	51	59	67
存货	1,377	1,285	1,583	1,871	2,162
其他流动资产	7,058	7,315	8,620	9,807	11,671
<b>非流动资产</b>	<b>2,217</b>	<b>3,090</b>	<b>3,450</b>	<b>3,775</b>	<b>3,915</b>
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,494	1,854	2,155	2,480	2,619
无形资产	296	326	326	326	326
其他非流动资产	427	910	969	969	969
<b>资产总计</b>	<b>15,474</b>	<b>16,650</b>	<b>21,178</b>	<b>26,361</b>	<b>32,101</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,617</b>	<b>4,086</b>	<b>4,779</b>	<b>5,527</b>	<b>6,223</b>
短期借款	500	845	879	977	1,044
应付票据及应付账款	1,704	1,644	2,063	2,461	2,833
其他流动负债	2,412	1,597	1,837	2,088	2,345
<b>非流动负债</b>	<b>101</b>	<b>149</b>	<b>157</b>	<b>157</b>	<b>157</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	101	149	157	157	157
<b>负债合计</b>	<b>4,718</b>	<b>4,235</b>	<b>4,936</b>	<b>5,684</b>	<b>6,380</b>
少数股东权益	0	16	13	8	3
股本	601	601	601	601	601
资本公积	3,914	3,864	3,887	3,887	3,887
留存收益	6,314	8,059	11,867	16,307	21,356
归属母公司股东权益	10,756	12,399	16,229	20,668	25,718
<b>负债和股东权益</b>	<b>15,474</b>	<b>16,650</b>	<b>21,178</b>	<b>26,361</b>	<b>32,101</b>

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,014</b>	<b>3,058</b>	<b>4,079</b>	<b>4,823</b>	<b>5,460</b>
净利润	2,780	3,185	3,790	4,413	5,021
折旧摊销	241	265	281	368	457
财务费用	41	-31	26	28	30
投资损失	-190	-272	-297	-328	-362
营运资金变动	126	-115	283	288	258
其他经营现金流	16	25	-4	54	56
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,589</b>	<b>-1,746</b>	<b>-1,624</b>	<b>-1,585</b>	<b>-2,130</b>
资本支出	-453	-1,015	-612	-726	-628
长期投资	0	-19	-1,307	-1,187	-1,864
其他投资现金流	-1,136	-712	294	328	362
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-701</b>	<b>-1,945</b>	<b>32</b>	<b>70</b>	<b>37</b>
短期借款	0	345	34	98	67
长期借款	-160	0	0	0	0
普通股增加	1	0	0	0	0
资本公积增加	94	-51	23	0	0
其他筹资现金流	-635	-2,240	-25	-28	-30
<b>现金净增加额</b>	<b>723</b>	<b>-627</b>	<b>2,487</b>	<b>3,308</b>	<b>3,367</b>

资料来源：聚源，中原证券

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>12,385</b>	<b>14,081</b>	<b>16,491</b>	<b>19,274</b>	<b>21,967</b>
营业成本	7,809	8,730	10,175	11,815	13,419
营业税金及附加	83	116	127	148	167
营业费用	560	800	892	1,031	1,169
管理费用	428	501	610	732	846
研发费用	471	588	693	811	927
财务费用	-88	-108	-99	-72	-53
资产减值损失	-16	-12	-14	-22	-24
其他收益	391	133	140	154	165
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	190	272	297	328	362
资产处置收益	-11	-3	-4	-4	-4
<b>营业利润</b>	<b>3,651</b>	<b>3,814</b>	<b>4,511</b>	<b>5,264</b>	<b>5,992</b>
营业外收入	4	4	4	5	4
营业外支出	331	63	31	33	32
<b>利润总额</b>	<b>3,325</b>	<b>3,754</b>	<b>4,485</b>	<b>5,235</b>	<b>5,964</b>
所得税	545	569	695	822	943
<b>净利润</b>	<b>2,780</b>	<b>3,185</b>	<b>3,790</b>	<b>4,413</b>	<b>5,021</b>
少数股东损益	0	-3	-4	-4	-5
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,780</b>	<b>3,189</b>	<b>3,794</b>	<b>4,418</b>	<b>5,026</b>
EBITDA	3,634	3,702	4,667	5,532	6,368
EPS (元)	4.63	5.32	6.31	7.35	8.36

## 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	23.22	13.70	17.11	16.88	13.97
营业利润 (%)	30.28	4.46	18.28	16.67	13.83
归属母公司净利润 (%)	20.18	14.68	18.97	16.45	13.77
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	36.95	38.00	38.30	38.70	38.91
净利率 (%)	22.45	22.64	23.00	22.92	22.88
ROE (%)	25.85	25.72	23.38	21.37	19.54
ROIC (%)	23.78	21.97	21.63	20.09	18.58
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	30.49	25.44	23.31	21.56	19.87
净负债比率 (%)	43.87	34.11	30.39	27.49	24.80
流动比率	2.87	3.32	3.71	4.09	4.53
速动比率	2.32	2.90	3.29	3.67	4.11
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.89	0.88	0.87	0.81	0.75
应收账款周转率	61.43	63.14	62.88	59.20	57.18
应付账款周转率	5.23	5.22	5.49	5.22	5.07
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	4.63	5.30	6.31	7.35	8.36
每股经营现金流 (最新摊薄)	5.01	5.09	6.79	8.02	9.08
每股净资产 (最新摊薄)	17.89	20.63	27.00	34.39	42.79
<b>估值比率</b>					
P/E	32.59	28.42	23.89	20.51	18.03
P/B	8.43	7.31	5.58	4.38	3.52
EV/EBITDA	26.79	22.25	18.09	14.68	12.24

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 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。