

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

公牛集团 (603195)

投资评级

上次评级

姜文锬 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

龚轶之 新消费行业分析师

执业编号: S1500525030005

邮箱: gongyizhi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

公牛集团：坚持创新驱动，主业壁垒深厚，探索增量市场

2025 年 04 月 25 日

事件: 公司集团发布 2024 年及 2025 年一季报。2024 年公司实现收入 168.31 亿元 (同比+7.2%)，归母净利润 42.72 亿元 (同比+10.4%)，扣非归母净利润 37.42 亿元 (同比+1.0%)；25Q1 公司实现收入 39.22 亿元 (同比+3.1%)，归母净利润 9.75 亿元 (同比+4.9%)，扣非归母净利润 8.55 亿元 (同比+4.6%)。公司聚焦“智能生态、新能源、国际化”三大战略方向，以创新和渠道驱动成长，继续保持行业龙头地位。

电连接：转换器推陈出新挖掘需求，数码&电动工具贡献增量。2024 年电连接业务收入 76.83 亿元，同比增长 4.01%；毛利率 40.97%，同比增长 0.08pct。转换器产品持续创新升级，推出“零缝超薄轨道”轨道插座、针对年轻群体的“Z 时代系列”以及针对东南亚市场的本土化新品，巩固高品质形象。立体数显“小电舱”等快充产品以及电动工具产品实现突破，有效打开增量市场，新品快速渗透。

智能电工照明：积极推动旗舰店建设，打造智能家居生态。2024 年智能电工照明业务收入 83.31 亿元，同比增长 5.42%；毛利率 46.18%，同比增长 0.37pct。墙开业务围绕高端化创新推出“蝶翼超薄”、“乐动拨杆”系列产品，LED 照明以护眼健康光为核心完善产品矩阵巩固市场认知，智能无主灯则推出领先的分布式 AI 语音控制系统。以智能无主灯为核心，公司积极打造全屋用电生态，预计仍有广阔发展空间。渠道端全品类旗舰店+新零售有效推动套系化销售和全触点引流能力，沐光无主灯门店运营效能大幅提升，预计将支撑全屋生态加速成长。

新能源：综合竞争力持续提升，巩固行业领先优势。2024 年新能源业务收入 7.77 亿元，同比增长 104.75%；毛利率 34.81%，同比增长 0.65pct。公司已完成产品+渠道布局，综合竞争力突出：1) 产品端：家充领域“无极”系列树立行业标杆，“天际”系列即将上市；快充&储能领域继续发挥全栈自研优势，构建多层次产品矩阵。；2) 渠道端：C 端累计开发终端网点 2.5 万余家、B 端累计开发运营商客户超 3000 家。目前公司充电品类已实现主流电商平台市占率显著领先，预计随着新能源汽车行业高速发展将成为公司重要增长极。

国际化：产品共创+渠道共建，构建本土经营能力。2024 年境外业务收入 2.39 亿元，同比增长 36.75%；毛利率 16.49%，同比下降 10.80pct。公司积极构建全球化版图，以精细化渠道管理推动商业模式创新，寻找优质合作伙伴：1) 新兴市场：开发符合本土需求产品同时扩充渠道，已覆盖东南亚并向中东、南美延伸，与本地头部企业建立合作。2) 欧洲市场：持续丰富家庭储能、充电桩产品线同时积极向轨道插座、风扇灯、智能照明等多品类拓展。

盈利能力保持稳定，经营稳健性突出。2024 年公司毛利率 43.25% (同比

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

+0.05pct)，归母净利率为 25.38%（同比+0.72pct），保持相对稳定。费用率方面，2024 年期间费用率为 16.21%（同比+1.80pct），其中销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 8.14%/4.35%/4.43%（同比+1.32pct/+0.36pct/+0.14pct）。公司经营稳健性依旧，截至 2025 年一季度公司存货周转天数 57.59 天（同比+2.26 天）、应收账款周转天数 6.68 天（同比-0.38 天）、应付账款周转天数 86.37 天（同比+7.45 天）

现金流保持充沛，积极分红回馈股东。2024 年公司经营性现金流为 37.30 亿元（同比-10.97 亿元），现金流保持充沛。现金分红+回购合计 34.26 亿元，派息率提升至 80.2%，持续回馈股东。

盈利预测：我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 46.6/52.0/58.4 亿元，同比增长 9.2%/11.5%/12.3%，对应 PE 为 19.7X/17.7X/15.7X。

风险因素：下游消费需求放缓、新业务推广不及预期、市场竞争加剧。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	15,695	16,831	18,442	20,320	22,580
增长率 YoY %	11.5%	7.2%	9.6%	10.2%	11.1%
归属母公司净利润(百万元)	3,870	4,272	4,665	5,200	5,838
增长率 YoY%	21.4%	10.4%	9.2%	11.5%	12.3%
毛利率%	43.2%	43.2%	43.3%	43.4%	43.5%
净资产收益率ROE%	26.8%	26.9%	27.2%	28.0%	28.9%
EPS(摊薄)(元)	3.00	3.31	3.61	4.02	4.52
市盈率 P/E(倍)	23.73	21.49	19.68	17.66	15.73
市净率 P/B(倍)	6.36	5.79	5.35	4.94	4.55

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 4 月 24 日收盘价

资产负债表			单位:百万元		
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	16,348	16,337	17,917	19,530	21,173
货币资金	4,744	5,020	6,299	7,540	8,735
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	265	300	308	315	323
预付账款	56	71	75	81	87
存货	1,421	1,574	1,655	1,751	1,865
其他	9,862	9,372	9,580	9,844	10,164
非流动资产	3,414	4,157	4,338	4,647	5,062
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产（合计）	1,986	3,224	3,186	3,210	3,286
无形资产	335	333	352	375	401
其他	1,093	600	800	1,063	1,375
资产总计	19,762	20,494	22,255	24,178	26,235
流动负债	5,070	4,388	4,868	5,366	5,825
短期借款	588	283	393	513	513
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	2,057	2,392	2,586	2,779	3,013
其他	2,425	1,713	1,889	2,075	2,299
非流动负债	232	231	232	232	232
长期借款	0	0	0	0	0
其他	232	231	232	232	232
负债合计	5,302	4,619	5,100	5,598	6,057
少数股东权益	14	9	8	7	6
归属母公司股东权益	14,446	15,866	17,147	18,572	20,173
负债和股东权益	19,762	20,494	22,255	24,178	26,235

重要财务指标			单位:百万元		
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	15,695	16,831	18,442	20,320	22,580
同比（%）	11.5%	7.2%	9.6%	10.2%	11.1%
归属母公司净利润	3,870	4,272	4,665	5,200	5,838
同比（%）	21.4%	10.4%	9.2%	11.5%	12.3%
毛利率（%）	43.2%	43.2%	43.3%	43.4%	43.5%
ROE%	26.8%	26.9%	27.2%	28.0%	28.9%
EPS (摊薄)(元)	3.00	3.31	3.61	4.02	4.52
P/E	23.73	21.49	19.68	17.66	15.73
P/B	6.36	5.79	5.35	4.94	4.55
EV/EBITDA	17.22	18.14	14.83	13.14	11.55

利润表			单位:百万元		
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	15,695	16,831	18,442	20,320	22,580
营业成本	8,914	9,552	10,462	11,500	12,763
营业税金及附加	133	133	148	163	181
销售费用	1,070	1,369	1,438	1,565	1,716
管理费用	626	732	793	843	903
研发费用	673	746	793	874	971
财务费用	-109	-118	-63	-79	-95
减值损失合计	-63	-40	-32	-42	-52
投资净收益	199	549	516	569	632
其他	205	188	208	226	248
营业利润	4,727	5,113	5,564	6,207	6,970
营业外收支	-191	-33	-45	-54	-63
利润总额	4,536	5,080	5,519	6,153	6,907
所得税	672	811	856	954	1,071
净利润	3,864	4,269	4,664	5,199	5,837
少数股东损益	-6	-3	-1	-1	-1
归属母公司净利润	3,870	4,272	4,665	5,200	5,838
EBITDA	4,735	4,743	5,794	6,453	7,241
EPS (当年)(元)	3.01	3.31	3.61	4.02	4.52

现金流量表			单位:百万元		
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,827	3,730	4,822	5,337	6,026
净利润	3,864	4,269	4,664	5,199	5,837
折旧摊销	283	278	338	379	429
财务费用	-64	-96	12	16	18
投资损失	-199	-549	-516	-569	-632
营运资金变	858	-214	230	198	237
其它	85	42	94	114	138
投资活动现金流	-3,434	-706	-254	-425	-575
资本支出	-653	-930	-568	-732	-896
长期投资	0	-31	-202	-252	-302
其他	-2,782	255	517	559	622
筹资活动现金流	-1,987	-3,522	-3,291	-3,671	-4,256
吸收投资	111	120	0	0	0
借款	-257	-306	110	120	0
支付利息或股息	-2,012	-2,779	-3,398	-3,791	-4,256
现金流净增加额	-593	-496	1,279	1,241	1,195

研究团队简介

姜文锬，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖家居、个护、宠物、智能眼镜、潮玩、包装等赛道。

骆崢，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年左右消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究所，主要覆盖 IP 零售、母婴、电商、美护等赛道。

龚轶之，CFA，毕业于伦敦政治经济学院。曾就职于国金证券研究所，4 年消费行业研究经验，跟随团队在水晶球、金麒麟、Wind 金牌分析师等评选中获得佳绩。主要覆盖民用电工、文具、电动工具、照明、智能家居赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。