

2025Q1 营收稳健增长, 新能源业务表现抢眼

公牛集团(603195)

评级:	买入	股票代码:	603195
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	131.59/61.01
目标价格:		总市值(亿)	918.21
最新收盘价:	71.06	自由流通市值(亿)	914.16
		自由流通股数(百万)	1,286.46

事件概述

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报, 2024 年公司实现营收 168.31 亿元, 同比+7.24%; 归母净利润 42.72 亿元, 同比+10.39%; 扣非后归母净利为 37.42 亿元, 同比+1.04%。单季度看, 2024Q4/2025Q1 公司分别实现营收 42.27/39.22 亿元, 分别同比+3.41%/3.14%; 归母净利润分别为 10.09/9.75 亿元, 分别同比-4.55%/+4.91%; 扣非后归母净利分别为 9.02/8.55 亿元, 分别同比-16.48%/+4.56%。2024 年分红: 拟每 10 股派发现金红利(含税) 24 元, 同时每 10 股转增资本公积 4.0 股。

分析判断:

► 收入端: 主盘稳健增长, 核心业务快速发展

2024 公司各项业务协同发展, (1) 电连接业务持续围绕消费者需求进行产品创新升级, 持续巩固公司在电连接领域专业、时尚、高端的品牌形象, 2024 实现营收 76.83 亿元, 同比+4.01%; (2) 智能电工照明业务, 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, 并顺应消费习惯的变化, 积极推动全品类旗舰店和新零售模式的建设, 全面提升门店展示形态和品牌形象, 满足消费者一站式购买+体验的需要。2024 实现营收 83.31 亿元, 同比+5.42%; (3) 新能源业务, 依托多年来用电技术和品牌优势积累, 快速完成从 2C 到 2B 等多产品线和渠道布局, 2024 实现营收 7.77 亿元, 同比+104.75%。在市场布局上, 公司业务由从前几个国家拓展至东南亚整体市场, 并向中东、南美等全球新兴市场进行延申, 通过构建高价值客户开发能力, 已与泰国、印尼、墨西哥、韩国、沙特等一批本地头部企业建立了战略合作关系。

► 利润端: 降本增效, 净利率小幅提升

盈利能力方面, 公司 2025Q1 毛利率 41.04% (-1.12pct)。期间费率 14.58% (-0.87pct), 其中销售费率 6.57% (-0.85pct); 管理费 4.70% (0.51pct); 财务费率-0.69% (+0.01pct); 研发费率 4.00% (-0.54pct) 系研发投入增加所致。综合作用下净利率 24.86% (+0.40pct)。2024Q4 毛利率 43.62% (-3.15pct), 期间费率 17.80% (+0.97pct), 净利率 23.82% (-1.95pct)。

► 回购并推出股权激励计划, 彰显未来发展信心

公司拟以自有资金以不超过人民币 107 元/股(含) 价格通过集中竞价方式回购公司股份, 预计回购数量 233.64 万股~373.83 万股, 回购股份占总股本比例 0.18%~0.29%, 预计回购金额 25000 万元~40000 万元, 回购实施期限为待董事会审议通过后 12 个月。

公司推出 2025 年限制性股票激励计划草案: 拟向核心管理人员及核心骨干人员共计 671 名以 35.77 元/股价格授予 309.69 万股限制性股票, 占公司总股本 0.24%。限制性股票分 3 期解锁, 解锁比例分别为 40%、30%、30%, 对应业绩考核目标为 2025 年营收或净利润不低于 2022-2024 平均水平且不低于 2023-2024 平均水平的 110% (即 2025 年营收不低于 178.89 亿元或净利润不低于 44.73 亿元)、2026 年营收或净利润不低于 2023-2025 平均水平且不低于 2024-2025 平均水平的 110%、2027 年营收或净利润不低于 2024-2026 的平均水平且不低于 2025-2027 平均水平的 110%。

另公司推出 2025 年特别人才持股计划: 拟向多名董事、监事(董事、监事合计授予份额占本次计划的 29.43%) 和特殊引进人才及特殊贡献人才(占本次计划的 37.92%) 合计 30 人以 71.54 元/股价格授予 74.08 万

股股票，占公司总股本的 0.06%，合计认购份额不超过 5300 万份，拟募集资金总额上限为 5300 万元。本计划分 3 期解锁，解锁比例分别为 40%、30%、30%，对标业绩考核同 2025 年限制性股票激励计划。此外，公司将 2020 年特别人才持股计划存续期展期 3 年，即存续期延长至 2028 年 9 月 24 日。

投资建议

公司在巩固转换器领域基础上，陆续将竞争优势复制到墙开、LED 照明、数码配件以及新能源等新业务领域，逐渐向民用电工巨头迈进。我们看好公司的后续发展，参考公司股权激励目标，我们调整盈利预测，预计 2025-2027 收入分别为 182.10/200.75/216.61 亿元（2025-2026 前值为 179.03/204.64），EPS 分别为 3.57/3.95/4.25 元（2025-2026 前值 3.49/3.98 元）。对应 2025 年 4 月 24 日 71.06 元/股收盘价，PE 分别为 20/18/17 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

新业务拓展不及预期风险；原材料大幅涨价风险；行业竞争加剧风险；地产景气度不及预期风险；短期疫情影响。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	15,695	16,831	18,210	20,075	21,661
YoY (%)	11.5%	7.2%	8.2%	10.2%	7.9%
归母净利润(百万元)	3,870	4,272	4,616	5,108	5,491
YoY (%)	21.4%	10.4%	8.0%	10.7%	7.5%
毛利率 (%)	43.2%	43.2%	43.4%	43.4%	43.9%
每股收益 (元)	3.01	3.31	3.57	3.95	4.25
ROE	26.8%	26.9%	22.5%	19.9%	17.6%
市盈率	23.61	21.47	19.89	17.98	16.72

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	16,831	18,210	20,075	21,661	净利润	4,269	4,609	5,100	5,483
YoY (%)	7.2%	8.2%	10.2%	7.9%	折旧和摊销	278	371	395	395
营业成本	9,552	10,306	11,355	12,149	营运资金变动	-214	185	-995	254
营业税金及附加	133	142	157	162	经营活动现金流	3,730	5,016	4,321	6,226
销售费用	1,369	1,284	1,415	1,300	资本开支	-930	-586	-552	-269
管理费用	732	728	803	650	投资	-31	-5	-5	-5
财务费用	-118	0	0	0	投资活动现金流	-706	-322	-266	-274
研发费用	746	747	823	780	股权募资	120	33	0	0
资产减值损失	-40	-50	-50	-50	债务募资	-701	-3	0	0
投资收益	549	259	290	0	筹资活动现金流	-3,522	30	0	0
营业利润	5,113	5,523	6,112	6,571	现金净流量	-496	4,726	4,054	5,952
营业外收支	-33	-36	-40	-43					
利润总额	5,080	5,486	6,072	6,528	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	811	878	971	1,044	成长能力 (%)				
净利润	4,269	4,609	5,100	5,483	营业收入增长率	7.2%	8.2%	10.2%	7.9%
归属于母公司净利润	4,272	4,616	5,108	5,491	净利润增长率	10.4%	8.0%	10.7%	7.5%
YoY (%)	10.4%	8.0%	10.7%	7.5%	盈利能力 (%)				
每股收益	3.31	3.57	3.95	4.25	毛利率	43.2%	43.4%	43.4%	43.9%
					净利率	25.4%	25.3%	25.4%	25.4%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	20.8%	18.1%	16.4%	14.8%
货币资金	5,020	9,746	13,800	19,753	净资产收益率 ROE	26.9%	22.5%	19.9%	17.6%
预付款项	71	70	77	83	偿债能力 (%)				
存货	1,574	1,648	3,080	3,130	流动比率	3.72	4.50	5.10	5.82
其他流动资产	9,672	9,674	9,712	9,743	速动比率	3.32	4.11	4.47	5.23
流动资产合计	16,337	21,138	26,670	32,709	现金比率	1.14	2.08	2.64	3.52
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	22.5%	19.3%	17.5%	15.8%
固定资产	3,224	3,313	3,339	3,099	经营效率 (%)				
无形资产	333	373	423	453	总资产周转率	0.84	0.79	0.71	0.64
非流动资产合计	4,157	4,327	4,448	4,283	每股指标 (元)				
资产合计	20,494	25,465	31,118	36,992	每股收益	3.31	3.57	3.95	4.25
短期借款	283	283	283	283	每股净资产	12.28	15.89	19.86	24.11
应付账款及票据	2,392	2,169	2,473	2,700	每股经营现金流	2.89	3.88	3.34	4.82
其他流动负债	1,713	2,243	2,471	2,636	每股股利	2.40	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4,388	4,695	5,227	5,618	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	21.47	19.89	17.98	16.72
其他长期负债	231	232	232	232	PB	5.72	4.47	3.58	2.95
非流动负债合计	231	232	232	232					
负债合计	4,619	4,926	5,459	5,850					
股本	1,292	1,292	1,292	1,292					
少数股东权益	9	2	-6	-14					
股东权益合计	15,875	20,539	25,659	31,142					
负债和股东权益合计	20,494	25,465	31,118	36,992					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。