

联合研究 | 公司点评 | 公牛集团 (603195.SH)

公牛集团 2024A&2025Q1 点评： 经营韧性穿越周期，持续开拓新业务

报告要点

公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报。2024 年实现营收/归母净利润/扣非净利润 168.31/42.72/37.42 亿元，同增 7%/10%/1%；其中 2024Q4 实现营收/归母净利润/扣非净利润 42.27/10.09/9.02 亿元，同比+3%/-5%/-16%。2025Q1 实现营收/归母净利润/扣非净利润 39.22/9.75/8.55 亿元，同比+3%/+5%/+5%。

分析师及联系人



蔡方羿

SAC: S0490516060001
SFC: BUW463



陈亮

SAC: S0490517070017
SFC: BUW408



曹海花

SAC: S0490522030001



米雁翔

SAC: S0490520070002

公牛集团 (603195.SH)

公牛集团 2024A&2025Q1 点评： 经营韧性穿越周期，持续开拓新业务

联合研究 | 公司点评

投资评级 买入 | 维持

事件描述

公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报。2024 年实现营收/归母净利润/扣非净利润 168.31/42.72/37.42 亿元，同增 7%/10%/1%；其中 2024Q4 实现营收/归母净利润/扣非净利润 42.27/10.09/9.02 亿元，同比+3%/-5%/-16%。2025Q1 实现营收/归母净利润/扣非净利润 39.22/9.75/8.55 亿元，同比+3%/+5%/+5%。

事件评论

- **传统业务增速放缓，但仍超越行业。**2024Q4&2025Q1 收入均同增 3%，增幅收窄但优于行业。2024 年电连接业务/智能电工照明/新能源业务分别同比+4.0%/+5.4%/+104.7%，其中 2024H2 分业务看：**1) 电连接业务：**2024H2 同增 2.8%，内销增长得益于细分场景推动与新品上市，新品类电动工具大规模上市为电连接业务发展提供有力支撑；出海方向保持稳定增长。**2) 智能电工照明：**行业整体下滑背景下，产销两端创新助力全年逆势增长 5.4%（2024H2 同比基本持平），公司通过打造高端产品生态、推进旗舰店增长+新零售变革实现稳健表现。**3) 新能源业务：**2024H2 同比接近翻倍增长，公司快速丰富产品线，在技术、供应链、渠道等方面建立全方位的综合竞争优势，实现跨越式增长。
- **毛利率小幅下降，2025Q1 控费显效。**2024Q4/2025Q1 公司毛利率同降 3.1/1.1pcts，估计主因原材料均价同比上涨及产品均价略降。2024Q4 销售/管理/研发/财务费用率同比+0.4/+1.3/-0.6/-0.1pcts，销售费用率提升主因公司持续投入市场推广等；管理费用率提升主因工资薪酬、股权激励费用增加。2025Q1 销售/管理/研发/财务费用率同比-0.8/+0.5/-0.5/+0.01pct，归母/扣非净利率同比+0.4/+0.3pct 至 24.9%/21.8%，盈利水平环比改善。
- **传统业务行业格局优，公司通过持续的产品迭代创新，渠道变革（综合化、专卖化）和拓品类，实现超越行业的增长和优秀盈利的确定性，同时新业务持续开拓，未来战略将坚定智能生态、新能源、国际化三大方向：****1) 智能生态：**倾向以健康+智能照明为核心的家装生态建设，今年计划推出基于健康标准的产品，旗舰店会延续开店趋势；**2) 新能源：**国内继续提高市占率、由领先变领导，今年计划加强 TOB 产品创新、服务能力和运维能力支持创新。截至 2024 年底，公司终端网点全年新增约 8000 家至 2.5 万家，运营商客户全年新增约 1500 家至超 3000 家。**3) 国际化：**推进新兴市场与欧洲市场布局。新兴市场通过寻找优质伙伴加强关系、做好产品控制，并拓展中东、中欧、东欧、美洲等地区，今年希望实现较好双位数增长；欧洲市场预计将实现家庭储能突破、加快充电业务拓展。
- 公司发布新一轮股权激励计划（针对 671 名核心管理人员及骨干）及特别人才持股计划（针对董监高、特殊人才约 30 人），并计划以自有资金 2.5-4.0 亿元回购 0.18%-0.29% 股份用于激励，彰显公司长期发展信心。
- **盈利预测与估值：**预计 2025-2027 年实现归母净利润 46.0/50.5/55.7 亿元，对应 PE 20/18/17X，2024 年分红比例为 72.6%，股息率为 3.3%。

风险提示

- 1、新业务开拓大幅不及预期；
- 2、地产销售及竣工不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	72.02
总股本(万股)	129,216
流通A股/B股(万股)	128,646/0
每股净资产(元)	13.06
近12月最高/最低价(元)	131.59/61.01

注：股价为 2025 年 4 月 25 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《公牛集团 2024Q3 点评：增长彰显韧性，新业务稳步推进》2024-11-03
- 《公牛集团 2024H1 点评：α 优势延续，新渠道新业务稳步推进》2024-09-03
- 《何以成就公牛？夯基石，走远路，启新程》2024-08-15



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

1、**新业务开拓大幅不及预期。**公司近年来新战略业务较多，新能源充电桩/桩，无主灯业务和出海业务等，这些业务成为了公司长期增长的驱动力之一；若后续新业务开拓明显不及预期，将使得公司未来增速中枢下调。

2、**地产销售及竣工不及预期。**智能电工照明是公司的第二大主营业务，该业务与地产销售及竣工景气度具备一定相关性。若地产销售及竣工大幅低预期，公司收入面临一定增长压力。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	16831	18122	19875	21961	货币资金	5020	10073	14448	19636
营业成本	9552	10264	11273	12457	交易性金融资产	9215	9215	9215	9215
毛利	7279	7858	8603	9503	应收账款	300	314	350	384
%营业收入	43%	43%	43%	43%	存货	1574	1664	1842	2027
营业税金及附加	133	143	157	174	预付账款	71	71	81	87
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	157	157	159	161
销售费用	1369	1395	1530	1691	流动资产合计	16337	21494	26095	31510
%营业收入	8%	8%	8%	8%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	732	743	815	878	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	4%	4%	4%	4%	固定资产合计	3224	3910	4872	5696
研发费用	746	761	835	922	无形资产	333	336	337	339
%营业收入	4%	4%	4%	4%	商誉	0	0	0	0
财务费用	-118	-126	-136	-139	递延所得税资产	167	167	167	167
%营业收入	-1%	-1%	-1%	-1%	其他非流动资产	433	233	183	153
加: 资产减值损失	-40	-34	0	0	资产总计	20494	26139	31654	37865
信用减值损失	-3	-40	-5	-5	短期贷款	283	900	1000	1100
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	2392	2469	2767	3028
投资收益	549	290	298	307	预收账款	0	0	0	0
营业利润	5113	5410	5933	6544	应付职工薪酬	380	437	465	522
%营业收入	30%	30%	30%	30%	应交税费	393	391	447	484
营业外收支	-33	0	0	0	其他流动负债	940	1236	1227	1421
利润总额	5080	5410	5933	6544	流动负债合计	4388	5435	5906	6555
%营业收入	30%	30%	30%	30%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	811	812	890	982	应付债券	0	0	0	0
净利润	4269	4599	5043	5562	递延所得税负债	53	53	53	53
归属于母公司所有者的净利润	4272	4602	5047	5566	其他非流动负债	178	178	178	178
少数股东损益	-3	-3	-4	-4	负债合计	4619	5666	6137	6786
EPS (元)	3.31	3.56	3.91	4.31	归属于母公司所有者权益	15866	20468	25515	31081
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	9	6	2	-2
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	15875	20474	25517	31079
经营活动现金流净额	3730	4833	5093	5779	负债及股东权益	20494	26139	31654	37865
取得投资收益收回现金	541	290	298	307	基本指标				
长期股权投资	0	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-1236	-882	-1156	-1019	每股收益	3.31	3.56	3.91	4.31
其他	-11	200	50	30	每股经营现金流	2.89	3.74	3.94	4.47
投资活动现金流净额	-706	-392	-808	-681	市盈率	21.24	20.22	18.44	16.72
债券融资	0	0	0	0	市净率	5.72	4.55	3.65	2.99
股权融资	120	0	0	0	EV/EBITDA	18.81	16.76	14.59	12.36
银行贷款增加 (减少)	-306	617	100	100	总资产收益率	20.8%	17.6%	15.9%	14.7%
筹资成本	-2779	-6	-10	-11	净资产收益率	26.9%	22.5%	19.8%	17.9%
其他	-558	0	0	0	净利率	25.4%	25.4%	25.4%	25.3%
筹资活动现金流净额	-3522	611	91	90	资产负债率	22.5%	21.7%	19.4%	17.9%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-498	5052	4375	5187	总资产周转率	0.82	0.69	0.63	0.58

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。