

公牛集团 (603195.SH)

营收利润稳健增长，新能源业务成长性突出

24年公司实现营收同比+7.24%，归母净利润同比+10.39%，稳健增长；25Q1营收同比+3.14%，归母净利润同比+4.91%，受国内地产及消费环境较弱有所降速。其中，24年新能源业务持续高增、24年及25Q1盈利能力基本稳健，25年推出股权激励机制，增强员工积极性。预计25-27年归母净利润分别为46.7亿元、51.0亿元、56.4亿元，25年对应PE为19.7x，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 公司发布2024年报和2025Q1季报。2024年公司实现营业总收入168.31亿元，同比增长7.24%；实现归母净利润42.72亿元，同比增长10.39%。其中，2024Q4单季营业总收入42.27亿元，同比增长3.41%；归母净利润10.09亿元，同比-4.55%。2025Q1实现营业收入39.22亿元，同比增长3.14%；实现归母净利润9.75亿元，同比增长4.91%。

□ 传统业务优势明显，新能源业务快速扩张。分产品看，24年电连接/智能电工照明/新能源产品收入分别同比+4.01%/+5.42%/+104.75%至76.8/83.3/7.8亿元。具体来看：

1) 电连接：24年产品产量同比-3.70%，销量同比-0.98%，主要系电连接产品库存量较去年同期小幅度下降。

2) 智能电工照明产品：24年产量同比+33.96%，销量+6.41%，主要系年年底备库，造成库存量较去年同期增长。其中，(1)墙开业务：保持领先优势，持续推出蝶翼超薄、乐动拨杆系列进行高端化升级。(2)LED照明业务：以护眼健康光为核心，完善产品矩阵，提升品牌认可度。(3)智能无主灯业务：连接领先的分布式AI语音控制系统，旨在打造全屋用电生态，预计仍有广阔发展空间。

3) 新能源产品：24年产量同比+109.68%，销量同比119.27%，主要系新能源产品销售增长势头良好。2025Q1电连接和智能电工照明将继续稳定增长，新能源业务保持扩张增长势头。公司已基本完成“产品+渠道”双轮驱动布局：(1)产品端：公司打造差异化产品矩阵，“无极”系列树立行业标杆，“天际”系列新品即将上市，进一步丰富高端产品线。(2)渠道端：公司C端累计开发终端网点2.5万多家，B端累计开发运营商客户3000多家。目前，公司充电品类在主流电商平台市占率处于领先地位，终端认知度与购买转化持续提升。

□ 国际化出海：产品共创与渠道协同并进，推动本土化运营能力提升。24年境外业务收入2.39亿元(同比+36.75%)；毛利率16.49%(同比-10.80pct)。

1) 新兴市场：在东南亚围绕客户需求打造“插头”“基础款”等多样化系列产品，并向中东、南美等进军，与本地头部企业达成战略合作。

2) 发达国家：在欧洲市场深化家庭储能、智能照明等产品类拓展，设立多个海外办事处，提升本土化销售能力。

强烈推荐 (维持)

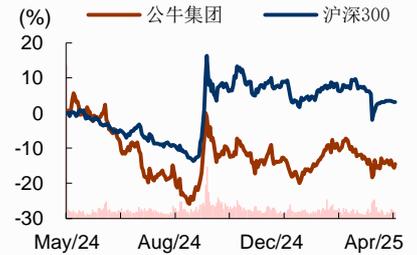
消费品/家电
目标估值：NA
当前股价：71.22元

基础数据

总股本(百万股)	1292
已上市流通股(百万股)	1286
总市值(十亿元)	92.0
流通市值(十亿元)	91.6
每股净资产(MRQ)	13.1
ROE(TTM)	25.6
资产负债率	22.9%
主要股东	宁波良机实业有限公司
主要股东持股比例	53.81%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	-4	-10
相对表现	1	-1	-15



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《公牛集团(603195)一收入稳健增长，盈利表现亮眼》2024-09-02
- 《公牛集团(603195)一收入持续稳健增长，盈利能力持续提升》2023-10-27
- 《公牛集团(603195)一传统业务稳健，新业务高增，渠道拓展顺利》2023-08-19

刘丽 S1090517080006

✉ liuli14@cmschina.com.cn

史晋星 S1090522010003

✉ shijinxing@cmschina.com.cn

王月 S1090523080003

✉ wangyue20@cmschina.com.cn

□ 盈利能力稳健，销售费用率略微承压

1) 毛利率来看，24 年公司整体盈利能力保持稳定,毛利率 43.25%(同比+0.05pct)，其中，24Q4 毛利率 43.62%(同比-3.15pct)。25Q1 公司毛利率为 41.04%(同比-1.12pct)。分产品看，24 年电连接、智能电工照明、新能源毛利率分别为 40.97%、46.18%、34.81%，同比分别+ 0.08pct、0.37pct、0.65pct。

2) 费用端来看，24 年公司销售/管理/研发/财务费用率为 8.14%/4.35%/4.43%/-0.7%，同比+1.32/+0.36/+0.14/-0.01pct；24Q4 销售/管理/研发/财务费用率为 7.35%/5.78%/5.42%/-0.75%，同比+0.4/+1.3/-0.6/-0.12pct；25Q1 销售/管理/研发/财务费用率为 6.57%/4.7%/4%/-0.69%，同比-0.85/+0.51/-0.54/+0.01pct；

3) 净利率来看，24 年公司归母净利率 25.38%，同比+0.72pct，其中，24Q4 净利率 23.82%，同比-1.95pct。25Q1 净利率 24.86%，同比+0.4pct。

□ 现金流表现稳健，公司经营稳健。2024 年经营性现金流 37.30 亿元，虽同比-10.97 亿元，但整体现金流仍维持充沛。25Q1 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）。

□ 推出股权激励机制，增强员工积极性。1) 限制性股票激励计划：公司拟以 35.77 元/股的价格授予 306.69 万股，覆盖核心管理层及业务骨干共计 671 人；2) 特别人才持股计划：公司拟以 71.54 元/股回购 74.08 万股普通股，对公司特别人才设立持股计划。两项股权激励计划均分三期解锁，三期业绩考核目标为：25、26、27 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%。

□ 盈利预测：由于 24 年宏观需求偏弱，叠加地产需求较弱，因此下调盈利预测。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 46.7 亿元、51.0 亿元、56.4 亿元，同比分别+9%、+9%、+11%，25 年对应 PE 为 19.7x，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：新业务发展不达预期，新渠道开拓不达预期，原材料价格大幅波动。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	15695	16831	18443	20260	22810
同比增长	11%	7%	10%	10%	13%
营业利润(百万元)	4727	5113	5598	6116	6780
同比增长	24%	8%	9%	9%	11%
归母净利润(百万元)	3870	4272	4670	5096	5641
同比增长	21%	10%	9%	9%	11%
每股收益(元)	3.00	3.31	3.61	3.94	4.37
PE	23.8	21.5	19.7	18.1	16.3
PB	6.4	5.8	5.3	4.8	4.4

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	16348	16337	17038	17949	19419
现金	4744	5020	5510	6200	7348
交易性投资	9735	9225	9225	9225	9225
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	265	300	329	361	407
其它应收款	11	14	16	17	19
存货	1421	1574	1734	1900	2142
其他	172	204	224	246	277
非流动资产	3414	4157	5199	6110	6906
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1986	3224	4307	5254	6082
无形资产商誉	335	333	300	270	243
其他	1093	600	592	587	582
资产总计	19762	20494	22237	24059	26325
流动负债	5070	4388	4565	4798	5248
短期借款	588	283	200	150	188
应付账款	2057	2392	2636	2888	3256
预收账款	528	254	280	307	346
其他	1897	1459	1449	1453	1458
长期负债	232	231	231	231	231
长期借款	0	0	0	0	0
其他	232	231	231	231	231
负债合计	5302	4619	4796	5029	5479
股本	892	1292	1292	1292	1292
资本公积金	3595	3098	3098	3098	3098
留存收益	9960	11476	13045	14638	16458
少数股东权益	14	9	6	2	(2)
归属于母公司所有者权益	14446	15866	17435	19028	20848
负债及权益合计	19762	20494	22237	24059	26325

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4827	3730	4409	4955	5638
净利润	3864	4269	4667	5092	5637
折旧摊销	269	262	445	576	691
财务费用	(64)	(96)	(27)	(36)	(44)
投资收益	(199)	(549)	(738)	(738)	(738)
营运资金变动	983	(156)	63	61	92
其它	(26)	(0)	0	0	0
投资活动现金流	(3434)	(706)	(749)	(749)	(749)
资本支出	(655)	(939)	(1487)	(1487)	(1487)
其他投资	(2779)	232	738	738	738
筹资活动现金流	(1987)	(3522)	(3170)	(3516)	(3740)
借款变动	(330)	(798)	(96)	(50)	38
普通股增加	290	401	0	0	0
资本公积增加	(139)	(497)	0	0	0
股利分配	(1984)	(2764)	(3101)	(3503)	(3822)
其他	175	136	27	36	44
现金净增加额	(594)	(498)	490	689	1149

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	15695	16831	18443	20260	22810
营业成本	8914	9552	10525	11532	13003
营业税金及附加	133	133	146	160	180
营业费用	1070	1369	1291	1418	1597
管理费用	626	732	802	881	992
研发费用	673	746	817	897	1010
财务费用	(109)	(118)	(27)	(36)	(44)
资产减值损失	(129)	(42)	(30)	(30)	(30)
公允价值变动收益	18	0	0	0	0
其他收益	253	189	189	189	189
投资收益	199	549	549	549	549
营业利润	4727	5113	5598	6116	6780
营业外收入	3	5	5	5	5
营业外支出	194	38	38	38	38
利润总额	4536	5080	5565	6083	6747
所得税	672	811	898	991	1110
少数股东损益	(6)	(3)	(3)	(4)	(4)
归属于母公司净利润	3870	4272	4670	5096	5641

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	11%	7%	10%	10%	13%
营业利润	24%	8%	9%	9%	11%
归母净利润	21%	10%	9%	9%	11%
获利能力					
毛利率	43.2%	43.2%	42.9%	43.1%	43.0%
净利率	24.7%	25.4%	25.3%	25.2%	24.7%
ROE	28.8%	28.2%	28.0%	27.9%	28.3%
ROIC	27.2%	25.9%	27.1%	27.1%	27.5%
偿债能力					
资产负债率	26.8%	22.5%	21.6%	20.9%	20.8%
净负债比率	5.0%	1.4%	0.9%	0.6%	0.7%
流动比率	3.2	3.7	3.7	3.7	3.7
速动比率	2.9	3.4	3.4	3.3	3.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
存货周转率	6.6	6.4	6.4	6.3	6.4
应收账款周转率	63.9	59.6	58.6	58.7	59.4
应付账款周转率	4.8	4.3	4.2	4.2	4.2
每股资料(元)					
EPS	3.00	3.31	3.61	3.94	4.37
每股经营净现金	3.74	2.89	3.41	3.83	4.36
每股净资产	11.18	12.28	13.49	14.73	16.13
每股股利	2.14	2.40	2.71	2.96	3.27
估值比率					
PE	23.8	21.5	19.7	18.1	16.3
PB	6.4	5.8	5.3	4.8	4.4
EV/EBITDA	18.5	17.2	15.0	13.5	12.1

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。