



Research and  
Development Center

## 24&25Q1 民用电工板块综述：至暗时点或已过，关注红利价值

轻工制造

2025年05月07日

## 证券研究报告

## 行业研究

## 行业专题研究（普通）

### 轻工制造

投资评级 看好

上次评级 看好

姜文镪 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

# 24&25Q1 民用电工板块综述：至暗时点或已过，关注红利价值

2025年05月07日

### 本期内容提要：

- **国内地产边际企稳，板块收入降幅收窄。**2024年由于地产需求走弱，板块收入呈现“前高后低”态势，尤其24Q2-Q3面临较大压力，自2024年“924新政”推出一揽子刺激政策后(包括降低存量贷款利率、降低首付比例等)，新房市场率先企稳，24Q4民用电工板块收入端亦有所企稳，并且25Q1继续保持相对韧性。
- **龙头公司韧性更强，探索新产品&新渠道机会。**行业进入成熟阶段，具备产品及渠道等优势的龙头公司优势凸显，业绩韧性显著高于行业平均水平，并且通过产品创新或渠道整合深耕等方式进一步巩固优势地位、寻找新增长点。
- 1) 公牛集团：2024年、25Q1主营业务收入同比+7.3%、+3.3%，归母净利润同比增长10.4%、4.9%，市场承压下依然实现正增长。面对外部压力，公司电连接业务推陈出新、稳中有进，智能电工照明业务市场竞争力持续提升，并积极培育三大新增业务：①无主灯：打造“健康+智能照明”家装生态，以无主灯为核心带动生态产品销售；②新能源：国内市场占有率第一并持续扩大优势，欧洲储能家储业务积极寻找优质合作伙伴进行产品&渠道共创；③国际化：东南亚市场已进入有序发展轨道，我们预计欧洲市场25年启动业务良性循环。
- 2) 欧普照明：2024、25Q1主营业务收入同比-9.0%、-5.9%，归母净利润同比-2.3%、+16.8%。公司坚持技术创新探索智能照明生态，迭代SDL智慧光谱技术并推出欧普天境吸顶灯、致逸Pro3D纹理超薄开关、“抱抱暖”浴霸系列等产品；另一方面深耕渠道探索增量：①家居：增加场景化展示提升用户转化和经营质量，流通渠道则扩大网店覆盖；②商照：突破头部项目，重点关注商业连锁、办公、工业等重点细分市场；③电商：补充中高端产品线树立品牌形象，积极响应“以旧换新”补贴政策。④海外：聚焦欧洲、东南亚、中东重点国家，深化渠道布局并扩大智能照明场景。
- **毛利率继续承压。**盈利能力方面，由于行业整体压力加大，24Q3开始多数公司毛利率有所下滑，一方面来自于需求端走弱、另一方面消化渠道库存加大价盘压力。2024年公牛集团、欧普照明、佛山照明毛利率分别为42.8%、38.8%、17.9% (同比+0.1pct、-1.1pct、-0.3pct)。25Q1主要公司毛利率同比延续下行，或来自于24Q1高景气&高基数影响，公牛集团、欧普照明毛利率分别为41.0%、36.3% (同比-1.1pct、同比-2.2pct)。此外，由于行业整体压力加大，公牛集团增加费用投放开发新产品&新市场，24年销售费用率提升1.3pct至8.1%；欧普照明平台化及降本增效进展顺利，24年销售费用率、研发费用率分别下行0.3pct、1.1pct。25Q1公牛集团、欧普照明期间费用率分别同比-1.4pct、-2.3pct至18.6%、31.8%，其中销售费用率同比-0.85pct、-0.61pct贡献较大。
- **派息率持续提升，板块红利价值凸显。**民用电工板块由于进入成熟期叠加市场压力而增速放缓，但行业内主要公司收益质量保持稳定并积极提升分红比例回报股东。2020-2024年板块重点公司平均净现比约0.76，派息率呈现逐年提升趋势，2024年公牛集团、欧普照明分别同比+1.18pct、+6.10pct至72.6%、73.8%，红利属性进一步凸显。

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

- **投资建议:** 龙头公司业绩具韧性且维持高分红，建议关注稳健核心资产公牛集团、高股息率的欧普照明。
- **风险因素:** 下游需求不及预期风险、贸易摩擦风险、竞争加剧风险。

## 目 录

1、民用电工：至暗时点或已过，关注红利价值 .....	5
2、投资建议 .....	7
3、风险提示 .....	7

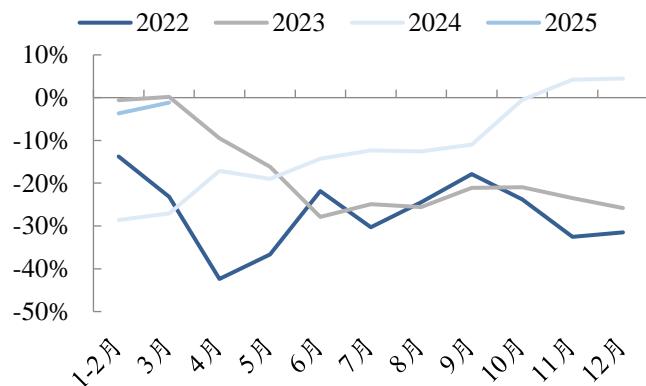
## 图 目 录

图 1：新房住宅单月销售面积同比（%） .....	5
图 2：民用电工板块单季收入增速（%） .....	5
图 3：民用电工板块主要公司收入利润情况（百万元/%） .....	5
图 4：民用电工板块主要公司盈利能力（%） .....	6
图 5：民用电工板块主要公司费用率（%） .....	6
图 6：民用电工板块主要公司营运能力（%） .....	6
图 7：民用电工板块重点公司净现比（%） .....	7
图 8：民用电工板块重点公司派息率（%） .....	7

## 1、民用电工：至暗时点或已过，关注红利价值

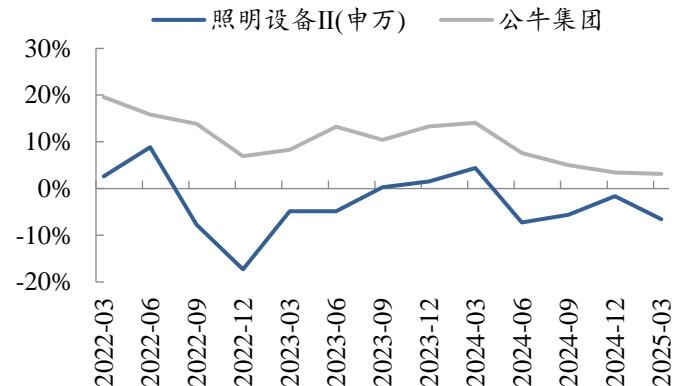
**国内地产边际企稳，板块收入降幅收窄。**2024年由于地产需求走弱，板块收入呈现“前高后低”态势，尤其24Q2-Q3面临较大压力。自2024年“924新政”推出一揽子刺激政策后（包括降低存量贷款利率、降低首付比例等），新房市场率先企稳，24Q4民用电工板块收入端亦有所企稳，并且25Q1继续保持相对韧性。**公牛集团**电连接业务推陈出新、稳中有进，智能电工照明业务市场竞争力持续提升，新能源业务快速成长，海外业务有序推进，公司经营管理能力与综合竞争优势不断增强，**公牛**品牌形象向高端、时尚、科技进一步升级，2024年、25Q1营收同比增长7.2%、3.1%，归母净利润同比增长10.4%、4.9%。**欧普照明**2024、25Q1收入同比-9.0%、-5.8%，归母净利润同比-2.3%、+16.8%，2025年计划继续提升渠道数量及经营质量，智能照明解决方案亦处于稳步增长阶段。

图 1：新房住宅单月销售面积同比（%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：民用电工板块单季收入增速（%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

**龙头公司韧性更强，探索新产品&新渠道机会。**分公司看，随着行业进入成熟阶段，具备产品及渠道等优势的龙头公司优势凸显，业绩韧性显著高于行业平均水平，并且通过产品创新或渠道整合深耕等方式进一步巩固优势地位、寻找新增长点。

**公牛集团：**2024年、25Q1主营业务收入同比+7.3%、+3.3%，归母净利润同比增长10.4%、4.9%，市场承压下依然实现正增长。面对外部压力，公司电连接业务推陈出新、稳中有进，智能电工照明业务市场竞争力持续提升，并积极培育三大新增业务：①无主灯：打造“健康+智能照明”家装生态，以无主灯为核心带动生态产品销售；②新能源：国内市场率先并持续扩大优势，欧洲储能家储业务积极寻找优质合作伙伴进行产品&渠道共创；③国际化：东南亚市场已进入有序发展轨道，我们预计欧洲市场25年启动业务良性循环。

**欧普照明：**2024、25Q1主营业务收入同比-9.0%、-5.9%，归母净利润同比-2.3%、+16.8%。公司坚持技术创新探索智能照明生态，迭代SDL智慧光谱技术并推出欧普天境吸顶灯、致逸Pro3D纹理超薄开关、“抱抱暖”浴霸系列等产品；另一方面深耕渠道探索增量：①家居：增加场景化展示提升用户转化和经营质量，流通渠道则扩大网店覆盖；②商照：突破头部项目，重点关注商业连锁、办公、工业等重点细分市场；③电商：补充中高端产品线树立品牌形象，积极响应“以旧换新”补贴政策。④海外：聚焦欧洲、东南亚、中东重点国家，深化渠道布局并扩大智能照明场景。

图 3：民用电工板块主要公司收入利润情况（百万元/%)

	2020	2021	2022	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2020	2021	2022	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1		
					营业收入(亿元)	归母净利润(亿元)	营业收入(亿元)	归母净利润(亿元)					营业收入(亿元)	归母净利润(亿元)	营业收入(亿元)	归母净利润(亿元)				
公牛集团	9,970.80	12,302.13	13,965.61	15,561.96	3,764.15	4,556.78	4,184.47	4,191.96	16,697.36	3,888.73	19,941.60	24,604.26	27,931.23	31,123.92	5,009.46	5,137.53	4,653.20	4,446.21	33,394.73	4,571.59
YOY	0.06%	23.38%	13.52%	11.43%	13.91%	7.83%	5.15%	3.45%	7.30%	3.31%	0.06%	23.38%	13.52%	11.43%	5.04%	5.04%	2.12%	-2.93%	7.30%	-8.74%
欧普照明	7,926.98	8,797.38	7,221.06	7,735.44	1,572.50	1,771.84	1,688.86	2,004.81	7,038.02	1,479.48	15,853.96	17,594.75	14,442.12	15,470.88	1,747.17	1,928.71	1,850.12	2,156.41	14,076.03	1,671.60
YOY	-4.71%	10.98%	-17.92%	7.12%	5.49%	-12.63%	-13.57%	-11.40%	-9.02%	-5.92%	-4.71%	10.98%	-17.92%	7.12%	3.04%	-12.00%	-13.24%	-10.54%	-9.02%	-4.33%
佛山照明	3,706.28	4,726.73	8,697.94	8,985.02	2,498.88	2,247.75	2,083.41	2,138.43	8,968.47	2,129.40	7,412.57	9,453.47	17,395.88	17,970.05	2,636.51	2,384.07	2,204.93	2,257.94	17,936.95	2,256.49
YOY	12.33%	27.53%	84.02%	3.30%	14.80%	-4.43%	-5.79%	-4.75%	-0.18%	-14.79%	12.33%	27.53%	84.02%	3.30%	13.40%	-4.01%	-6.72%	-8.97%	-0.18%	-14.41%
<b>营业收入(亿元)</b>																				
<b>归母净利润(亿元)</b>																				
公牛集团	2,313.43	2,780.36	3,188.62	3,870.14	929.27	1,309.47	1,024.67	1,008.80	4,272.20	974.92	2,221.82	2,632.48	2,904.15	3,703.19	817.96	1,085.44	936.05	902.36	3,741.81	855.23
YOY	0.42%	20.18%	14.68%	21.37%	26.27%	20.58%	3.36%	-4.55%	10.39%	4.91%	-0.08%	18.48%	10.32%	27.51%	26.73%	6.40%	-2.21%	-16.48%	1.04%	4.56%
欧普照明	799.97	907.48	784.11	924.07	120.89	263.83	236.62	281.63	902.97	141.17	661.24	696.25	631.98	847.91	103.31	217.52	181.32	244.27	746.43	88.08
YOY	-10.15%	13.44%	-13.59%	17.85%	23.48%	-11.72%	-9.69%	6.16%	-2.28%	16.77%	-1.57%	5.30%	-9.23%	34.17%	36.42%	-20.63%	-15.57%	-13.80%	-11.97%	-14.74%
佛山照明	316.91	250.09	230.39	290.36	83.71	108.51	58.69	195.26	446.18	64.76	276.80	150.01	221.55	274.84	76.73	102.12	38.99	-120.08	97.75	61.60
YOY	5.22%	-21.09%	-7.88%	26.03%	56.55%	-15.86%	277.93%	53.67%	-22.65%	-2.45%	-45.80%	47.69%	24.06%	28.89%	-15.51%	-21.77%	-369.17%	-64.43%	-19.72%	

资料来源：Wind，信达证券研发中心

**毛利率继续承压。**盈利能力方面，由于行业整体压力加大，24Q3 开始多数公司毛利率有所下滑，一方面来自于需求端走弱、另一方面消化渠道库存加大价盘压力。2024 年公牛集团、欧普照明、佛山照明毛利率分别为 42.8%、38.8%、17.9%（同比+0.1pct、-1.1pct、-0.3pct）。25Q1 主要公司毛利率同比延续下行，或来自于 24Q1 高景气&高基数影响，公牛集团、欧普照明毛利率分别为 41.0%、36.3%（同比-1.1pct、同比-2.2pct）。

图 4：民用电工板块主要公司盈利能力（%）

	2020	2021	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	2022	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1
毛利率																		
公牛集团	<b>39.64%</b>	<b>36.53%</b>	<b>34.47%</b>	<b>37.13%</b>	<b>38.94%</b>	<b>40.98%</b>	<b>37.49%</b>	<b>37.15%</b>	<b>43.15%</b>	<b>44.65%</b>	<b>46.77%</b>	<b>42.72%</b>	<b>42.16%</b>	<b>43.59%</b>	<b>43.47%</b>	<b>43.62%</b>	<b>42.79%</b>	<b>41.04%</b>
YOY(±)	-1.33%	-3.11%	-3.30%	-0.12%	-1.99%	8.71%	0.96%	0.62%	8.68%	7.52%	7.83%	5.23%	4.67%	6.44%	0.32%	-1.03%	0.08%	-1.12%
欧普照明	<b>37.41%</b>	<b>32.63%</b>	<b>31.41%</b>	<b>32.60%</b>	<b>37.27%</b>	<b>40.26%</b>	<b>35.29%</b>	<b>36.83%</b>	<b>39.20%</b>	<b>40.84%</b>	<b>43.20%</b>	<b>39.87%</b>	<b>38.47%</b>	<b>40.02%</b>	<b>41.95%</b>	<b>37.06%</b>	<b>38.79%</b>	<b>36.32%</b>
YOY(±)	1.13%	-4.78%	-5.90%	-5.14%	2.56%	15.35%	2.66%	4.21%	7.79%	8.24%	5.94%	4.58%	3.19%	3.19%	2.75%	-3.78%	-1.08%	-2.15%
佛山照明	<b>19.16%</b>	<b>16.17%</b>	<b>15.87%</b>	<b>18.87%</b>	<b>18.50%</b>	<b>16.78%</b>	<b>16.95%</b>	<b>17.34%</b>	<b>19.06%</b>	<b>19.59%</b>	<b>19.15%</b>	<b>18.14%</b>	<b>18.30%</b>	<b>20.38%</b>	<b>18.59%</b>	<b>16.98%</b>	<b>17.85%</b>	<b>19.59%</b>
YOY(±)	-3.24%	-2.98%	-2.17%	-0.52%	3.71%	0.30%	0.77%	1.17%	3.19%	0.72%	0.65%	1.20%	1.36%	3.04%	-0.47%	-2.61%	-0.29%	1.29%
归母净利润率																		
公牛集团	<b>23.02%</b>	<b>22.45%</b>	<b>20.80%</b>	<b>23.04%</b>	<b>23.42%</b>	<b>22.94%</b>	<b>22.62%</b>	<b>22.06%</b>	<b>25.47%</b>	<b>24.67%</b>	<b>25.77%</b>	<b>24.62%</b>	<b>24.46%</b>	<b>28.52%</b>	<b>24.31%</b>	<b>23.82%</b>	<b>25.37%</b>	<b>24.86%</b>
YOY(±)	0.07%	-0.57%	-2.78%	-2.06%	-1.17%	5.92%	1.17%	1.26%	2.43%	1.26%	2.83%	2.00%	2.40%	3.05%	-0.37%	-1.95%	0.74%	0.40%
欧普照明	<b>10.04%</b>	<b>10.29%</b>	<b>4.37%</b>	<b>11.74%</b>	<b>11.77%</b>	<b>13.63%</b>	<b>10.81%</b>	<b>6.48%</b>	<b>14.89%</b>	<b>13.33%</b>	<b>11.67%</b>	<b>11.93%</b>	<b>7.66%</b>	<b>14.86%</b>	<b>13.91%</b>	<b>13.89%</b>	<b>12.75%</b>	<b>9.49%</b>
YOY(±)	-0.63%	0.25%	-3.32%	-2.21%	3.49%	3.00%	0.52%	2.11%	3.15%	-1.96%	1.13%	1.18%	-0.03%	0.58%	2.22%	0.82%	1.83%	
佛山照明	<b>8.60%</b>	<b>5.60%</b>	<b>4.20%</b>	<b>6.24%</b>	<b>4.45%</b>	<b>1.23%</b>	<b>4.01%</b>	<b>4.16%</b>	<b>5.64%</b>	<b>4.29%</b>	<b>2.82%</b>	<b>4.25%</b>	<b>4.57%</b>	<b>6.10%</b>	<b>3.93%</b>	<b>8.67%</b>	<b>5.79%</b>	<b>4.07%</b>
YOY(±)	-0.49%	-3.00%	-1.16%	0.17%	-2.34%	-3.15%	-1.60%	-0.03%	-0.60%	-0.16%	1.60%	0.24%	0.41%	0.46%	-0.36%	5.85%	1.54%	-0.50%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

**24 年期间费用率上行。**费用率方面，因行业压力加大，公牛集团增加费用投放开发新产品&新市场，24 年销售费用率提升 1.3pct 至 8.1%；欧普照明平台化及降本增效顺利，24 年销售费用率、研发费用率分别下行 0.3pct、1.1pct。25Q1 公牛集团、欧普照明期间费用率同比-1.4pct、-2.3pct 至 18.6%、31.8%，其中销售费用率同比-0.85pct、-0.61pct 贡献较大。

图 5：民用电工板块主要公司费用率（%）

	2020	2021	2022	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1								
销售费用率																		
公牛集团	<b>5.15%</b>	<b>4.52%</b>	<b>5.68%</b>	<b>6.82%</b>	<b>7.42%</b>	<b>8.49%</b>	<b>9.19%</b>	<b>7.35%</b>	<b>8.14%</b>	<b>6.57%</b>	<b>4.29%</b>	<b>3.45%</b>	<b>3.56%</b>	<b>3.99%</b>	<b>8.73%</b>	<b>7.38%</b>	<b>7.91%</b>	<b>11.20%</b>
YOY(±)	-2.07%	-0.63%	1.16%	1.14%	1.05%	1.09%	2.75%	0.40%	1.32%	-0.85%	0.51%	-0.83%	0.10%	0.43%	0.88%	0.75%	-0.20%	0.69%
欧普照明	<b>19.91%</b>	<b>15.80%</b>	<b>15.85%</b>	<b>18.48%</b>	<b>19.15%</b>	<b>18.76%</b>	<b>19.53%</b>	<b>15.84%</b>	<b>18.20%</b>	<b>18.54%</b>	<b>3.51%</b>	<b>3.36%</b>	<b>4.43%</b>	<b>4.09%</b>	<b>10.20%</b>	<b>8.31%</b>	<b>8.80%</b>	<b>9.00%</b>
YOY(±)	0.35%	-4.11%	0.05%	2.63%	1.39%	1.71%	0.59%	-4.00%	-0.28%	-0.61%	0.49%	-0.15%	1.07%	-0.35%	-0.58%	0.67%	0.18%	-2.04%
佛山照明	<b>3.88%</b>	<b>3.57%</b>	<b>2.93%</b>	<b>3.66%</b>	<b>3.31%</b>	<b>4.08%</b>	<b>3.39%</b>	<b>4.73%</b>	<b>3.86%</b>	<b>4.02%</b>	<b>4.15%</b>	<b>4.32%</b>	<b>4.66%</b>	<b>4.75%</b>	<b>9.65%</b>	<b>10.75%</b>	<b>12.86%</b>	<b>12.80%</b>
YOY(±)	-3.36%	-0.31%	-0.64%	0.72%	0.91%	0.74%	-0.18%	-0.56%	0.21%	0.72%	-0.20%	0.17%	0.34%	0.09%	0.70%	1.02%	2.44%	1.53%
研发费用率																		
公牛集团	<b>3.99%</b>	<b>3.80%</b>	<b>4.18%</b>	<b>4.29%</b>	<b>4.54%</b>	<b>4.19%</b>	<b>3.60%</b>	<b>5.42%</b>	<b>4.43%</b>	<b>4.00%</b>	<b>-0.36%</b>	<b>-0.71%</b>	<b>-0.77%</b>	<b>-0.69%</b>	<b>-0.70%</b>	<b>-0.73%</b>	<b>-0.63%</b>	<b>-0.75%</b>
YOY(±)	0.08%	-0.19%	0.37%	0.11%	0.68%	0.65%	-0.09%	-0.60%	0.14%	-0.54%	-0.18%	-0.35%	-0.06%	0.08%	-0.05%	0.03%	0.10%	-0.12%
欧普照明	<b>3.79%</b>	<b>3.63%</b>	<b>5.08%</b>	<b>5.40%</b>	<b>5.27%</b>	<b>4.29%</b>	<b>4.52%</b>	<b>3.41%</b>	<b>4.31%</b>	<b>4.65%</b>	<b>0.43%</b>	<b>0.32%</b>	<b>-0.51%</b>	<b>-1.42%</b>	<b>-0.50%</b>	<b>-2.34%</b>	<b>-0.05%</b>	<b>-0.11%</b>
YOY(±)	-0.05%	-0.16%	1.45%	0.32%	-1.73%	0.26%	-0.78%	-2.25%	-1.09%	-0.61%	0.34%	-0.10%	-0.83%	-0.91%	-0.26%	0.31%	1.44%	0.93%
佛山照明	<b>2.91%</b>	<b>4.27%</b>	<b>5.03%</b>	<b>5.34%</b>	<b>5.17%</b>	<b>5.73%</b>	<b>7.26%</b>	<b>6.29%</b>	<b>6.06%</b>	<b>5.94%</b>	<b>-0.15%</b>	<b>0.07%</b>	<b>-0.36%</b>	<b>-0.57%</b>	<b>-0.72%</b>	<b>-0.01%</b>	<b>-1.14%</b>	<b>-0.61%</b>
YOY(±)	0.53%	1.36%	0.76%	0.31%	0.68%	0.35%	1.27%	0.81%	0.72%	0.77%	0.68%	0.22%	-0.42%	0.00%	-0.81%	0.78%	0.19%	-1.24%
管理费用率																		
公牛集团	<b>4.29%</b>	<b>3.45%</b>	<b>3.56%</b>	<b>3.99%</b>	<b>8.73%</b>	<b>7.38%</b>	<b>7.91%</b>	<b>11.20%</b>	<b>4.35%</b>	<b>8.70%</b>								
YOY(±)	-0.20%	-0.69%	0.36%	0.36%	0.36%	0.36%	0.36%	0.36%	0.36%	0.36%								
欧普照明	<b>3.51%</b>	<b>3.36%</b>	<b>4.43%</b>	<b>4.09%</b>	<b>10.20%</b>	<b>8.31%</b>	<b>8.80%</b>	<b>9.00%</b>	<b>4.73%</b>	<b>9.42%</b>								
YOY(±)	-0.18%	-0.24%	-0.24%	-0.24%	-0.24%	-0.24%	-0.24%	-0.24%	-0.24%	-0.24%								
佛山照明	<b>4.15%</b>	<b>4.32%</b>	<b>4.66%</b>	<b>4.75%</b>	<b>9.65%</b>	<b>10.75%</b>	<b>12.86%</b>	<b>12.80%</b>	<b>5.36%</b>	<b>11.17%</b>								
YOY(±)	-0.20%	-0.24%	-0.24%	-0.24%	-0.24%	-0.24%	-0.24%	-0.24%	-0.24%	-0.24%								
财务费用率																		
公牛集团	<b>3.99%</b>	<b>3.80%</b>	<b>4.18%</b>	<b>4.29%</b>	<b>4.54%</b>	<b>4.19%</b>	<b>3.60%</b>	<b>5.42%</b>	<b>4.43%</b>	<b>4.00%</b>	<b>-0.36%</b>	<b>-0.71%</b>	<b>-0.77%</b>	<b>-0.69%</b>	<b>-0.70%</b>	<b>-0.73%</b>	<b>-0.63%</b>	<b>-0.69%</b>
YOY(±)	0.08%	-0.19%	0.37%	0.11%	0.68%	0.65%	-0.09%	-0.60%	0.14%	-0.54%	-0.18%	-0.35%	-0.06%	0.08%	-0.05%	0.03%	0.10%	-0.12%
欧普照明	<b>3.79%</b>	<b>3.63%</b>	<b>5.08%</b>	<b>5.40%</b>	<b>5.27%</b>	<b>4.29%</b>	<b>4.52%</b>	<b>3.41%</b>	<b>4.31%</b>	<b>4.65%</b>	<b>0.43%</b>	<b>0.32%</b>	<b>-0.51%</b>	<b>-1.42%</b>	<b>-0.50%</b>	<b>-2.34%</b>	<b>-0.05%</b>	<b>-0.11%</b>
YOY(±)	-0.05%	-0.16%	1.45%	0.32%	-1.73%	0.26%	-0.78%	-2.25%	-1.09%	-0.61%	0.34%	-0.10%	-0.83%	-0.91%	-0.26%	0.31%	1.44%	0.93%
佛山照明	<b>2.91%</b>	<b>4.27%</b>	<b>5.03%</b>	<b>5.34%</b>	<b>5.17%</b>	<b>5.73%</b>	<b>7.26%</b>	<b>6.29%</b>	<b>6.06%</b>	<b>5.94%</b>	<b>-0.15%</b>	<b>0.07%</b>	<b>-0.36%</b>	<b>-0.57%</b>	<b>-0.72%</b>	<b>-0.01%</b>	<b>-1.14%</b>	<b>-0.61%</b>
YOY(±)	0.53%	1.36%	0.76%	0.31%	0.68%	0.35%	1.27%	0.81%	0.72%	0.77%	0.68%	0.22%	-0.42%	0.00%	-0.81%	0.78%	0.19%	-1.24%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

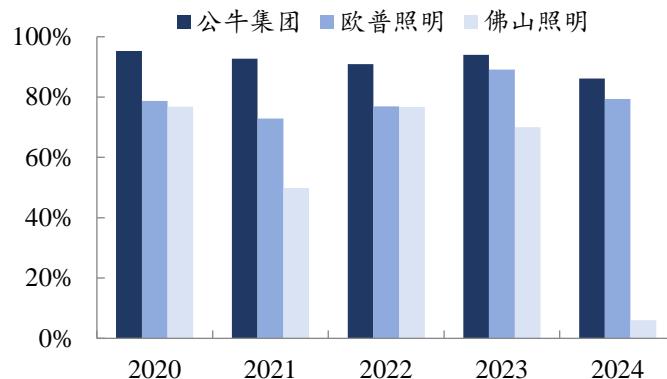
**经营效率维持稳健。**存货方面，2024 年下游需求不振导致终端销售放缓，但行业内公司存货周转天数保持相对稳健，公牛集团 56.4 天（同比+1.8 天）、欧普照明 48.1 天（同比+3.8 天）、佛山照明 97.8 天（同比-0.4 天）。25Q1 板块内重点公司存货水平依然维持良性，公牛集团、欧普照明存货周转天数 57.6 天、55.2 天，分别同比+2.3 天、+1.5 天。应收账款方面，2024 年公牛集团 6.0 天（同比+0.4 天）、欧普照明 34.5 天（同比+5.3 天），同样维持较优水平。25Q1 延续该趋势，公牛集团、欧普照明应收账款周转天数分别为 6.7 天、40.7 天，同比-0.4 天、+6.7 天。

图 6：民用电工板块主要公司营运能力（%）

	2020	2021	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	2022	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1
存货周转天数																		
公牛集团	<b>52.86</b>	<b>49.91</b>	<b>58.26</b>	<b>57.59</b>	<b>55</b>													

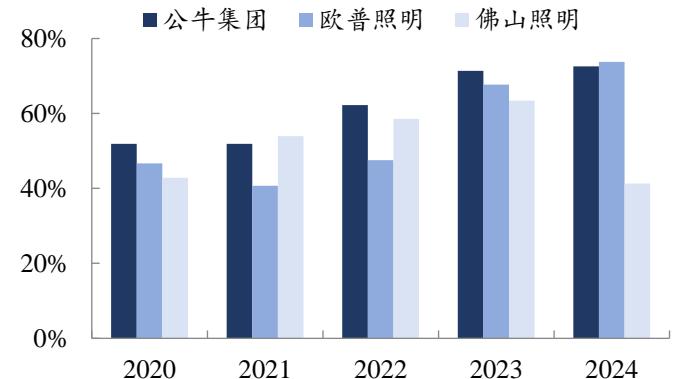
派息率持续提升，板块红利价值凸显。民用电工板块由于进入成熟期叠加市场压力而增速放缓，但行业内主要公司收益质量保持稳定并积极提升分红比例回报股东。2020-2024 年板块重点公司平均净现比约 0.76，派息率呈现逐年提升趋势，2024 年公牛集团、欧普照明分别同比+1.18pct、+6.10pct 至 72.6%、73.8%，红利属性进一步凸显。

图 7：民用电工板块重点公司净现比（%）



资料来源：Wind, 信达证券研发中心

图 8：民用电工板块重点公司派息率（%）柱状图



资料来源：Wind, 信达证券研发中心

## 2、投资建议

龙头公司业绩具韧性且维持高分红，建议关注稳健核心资产公牛集团、高股息率的欧普照明。

## 3、风险提示

- 下游需求不及预期风险：下游市场需求承压将导致公司收入增速放缓或利润下滑。
- 贸易摩擦风险：工具板块需求主要来自海外，若全球贸易摩擦加剧，可能影响公司表现。
- 竞争加剧风险：若市场竞争加剧，可能导致公司业绩受到不利影响。

## 研究团队简介

姜文镪，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。

骆峥，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、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、意见及推測仅供参考，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。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准15%以上； <b>增持：</b> 股价相对强于基准5%~15%； <b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5%之间； <b>卖出：</b> 股价相对弱于基准5%以下。	<b>看好：</b> 行业指数超越基准； <b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平； <b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。

## 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。