

# 25H1 传统主业承压，积极推动新业务布局

## 核心观点

25Q2 公司营业收入、归母净利润分别同比-7.37%、-17.16%，高基数下短期承压，预估电连接、智能电工照明业务均有不同程度下滑。25H1 公司电连接业务、智能电工照明业务、新能源业务同比分别-5.4%、-2.8%、+33.5%。后续展望：1) 公司将继续深化核心主要电连接和 LED 业务的产品升级和渠道深化布局；2) 无主灯、新能源充电桩/桩等业务空间广阔，3) 海外市场提供增量部分，公司积极推动数据中心、太阳能照明业务布局。

## 事件

公司发布 2025 年半年报：25H1 公司实现营收 81.68 亿元/-2.6%，归母净利润 20.60 亿元/-8.0%，扣非归母净利润 18.42 亿元/-3.2%，基本 EPS 为 1.14 元/-8.06%，ROE（加权）为 12.19%/-2.17pct。

## 简评

**高基数下 25Q2 营收和利润短期承压。**25Q2 公司实现营收 42.46 亿元/-7.37%，预估主要受新地产影响以及消费疲软，传统电连接、智能电工照明等业务有所下滑。25Q2 归母净利润 10.85 亿元/-17.16%，扣非归母净利润 9.87 亿元/-9.05%。25Q2 公司毛利率为 43.51%/-0.08pct，基本保持稳定。费用端，25Q2 销售、管理、研发、财务费用率分别为 7.03%/-1.46pct、4.88%/+1.68pct、3.04%/-1.15pct、-0.72%/+0.01pct。销售费用率降低主因市场推广费、广告费有所减少；管理费用率提升主要系工资、折旧及摊销增加所致。25Q2 净利率为 25.55%/-3.02pct、扣非归母净利润率 23.25%/-0.43pct，二者差异主要系 24Q2 的 2.2 亿元投资收益等影响。

**25H1 核心主业电连接、智能电工照明业务有所下滑，核心品类市占率继续提升。**受到消费疲软以及地产后周期对家装需求的影响，公司传统核心业务电连接和智能电工照明收入出现小幅下滑，25H1 电连接业务营收 36.62 亿元/-5.37%，公司持续迭代创新，加快新品类拓展，25H1 进一步丰富了电动工具角磨、锤镐等产品线布局。25H1 智能电工照明业务营收 40.94 亿元/-2.78%，公司以 AI 智能+健康照明构建产品竞争优势，推动渠道管理变革和服务能力建设。

## 公牛集团 (603195.SH)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

马王杰

mawangjie@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070002

发布日期：2025 年 09 月 02 日

当前股价：47.14 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1 个月           | 3 个月          | 12 个月         |
|----------------|---------------|---------------|
| -1.36/-8.59    | -34.00/-49.51 | -28.12/-64.08 |
| 12 月最高/最低价 (元) |               | 83.26/46.92   |
| 总股本 (万股)       |               | 180,858.77    |
| 流通 A 股 (万股)    |               | 180,072.82    |
| 总市值 (亿元)       |               | 852.57        |
| 流通市值 (亿元)      |               | 848.86        |
| 近 3 月日均成交量 (万) |               | 390.41        |
| 主要股东           |               |               |
| 宁波良机实业有限公司     |               | 53.82%        |

股价表现



相关研究报告

【中信建投轻工纺服及教育】公牛集团 (603195):24 年新业务快速增长，25Q1 平稳开局

**新能源业务高速增长,积极推动数据中心、太阳能照明业务布局。**25H1 公司新能源营收 3.86 亿元/+33.52%。公司在新能源 C 端市场优势显著,充电桩、充电枪产品在天猫市场线上销售排名均为第一。B 端产品方面,公司重点推进高功率重卡充电全套解决方案的开发。除此之外,公司聚焦 AI 和新能源赛道细分机会,结合公牛现有优势,正在积极推动数据中心、太阳能照明业务布局。

**投资建议:**基于地产后周期疲软等因素影响,,下调盈利预测,预计 2025-2027 年公司营收 169.9、179.5、190.5 亿元(前值 178.2、188.5、199.0 亿元),同比+0.9%、+5.7%、+6.1%,预计归母净利润为 42.8、45.6、48.5 亿元(前值 45.2、48.6、52.0 亿元),同比+0.2%、+6.5%、+6.3%,对应 PE 为 19.9X、18.7X、17.6X,维持“买入”评级。

**风险提示:**1) 市场竞争加剧的风险:民用电工领域市场竞争充分,参与者既有国内的众多企业,又有国际知名品牌,同时其中的转换器、墙壁开关插座等产品作为未来智能家居的重要控制入口,也吸引了许多实力雄厚的新企业加入竞争行列。未来,民用电工及照明行业预计将保持较为激烈的竞争状态,市场竞争格局的演变存在不确定性,如公司不能适应新的竞争形势,不能巩固和扩大原有竞争优势,将会面临市场份额损失的风险。2) 新业务发展不达预期的风险:在巩固和扩大原有竞争优势的同时,公司围绕电动汽车充电场景、家庭装修场景,开拓了充电枪/桩、无主灯、断路器、浴霸、智能门锁、智能晾衣机、智能窗帘机等新兴业务,但考虑到相关领域发展趋势、市场竞争、消费偏好变化等不确定性因素,不排除未来新业务存在发展不达预期的可能性。3) 原材料价格上涨对于业绩影响的风险:公司生产所需要的原材料主要为铜材、塑料、组件、五金件、包材、电子件等,原材料采购价格与铜材、塑料等大宗商品价格存在一定相关性。原材料的采购价格对公司主营业务成本存在较大影响。

**资产负债表(百万元)**

| 会计年度           | 2023A         | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>16,348</b> | <b>16,337</b> | <b>17,448</b> | <b>19,397</b> | <b>21,438</b> |
| 现金             | 4,744         | 5,020         | 7,703         | 9,622         | 11,629        |
| 应收票据及应收账款合计    | 270           | 308           | 293           | 309           | 328           |
| 其他应收款          | 11            | 14            | 38            | 40            | 42            |
| 预付账款           | 56            | 71            | 64            | 68            | 72            |
| 存货             | 1,421         | 1,574         | 0             | 0             | 0             |
| 其他流动资产         | 9,845         | 9,350         | 9,351         | 9,358         | 9,366         |
| <b>非流动资产</b>   | <b>3,414</b>  | <b>4,157</b>  | <b>3,565</b>  | <b>2,965</b>  | <b>2,375</b>  |
| 长期投资           | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 固定资产           | 2,005         | 3,256         | 2,790         | 2,316         | 1,834         |
| 无形资产           | 335           | 333           | 277           | 222           | 166           |
| 其他非流动资产        | 1,075         | 568           | 497           | 427           | 374           |
| <b>资产总计</b>    | <b>19,762</b> | <b>20,494</b> | <b>21,013</b> | <b>22,362</b> | <b>23,813</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>5,070</b>  | <b>4,388</b>  | <b>3,846</b>  | <b>4,064</b>  | <b>4,311</b>  |
| 短期借款           | 588           | 283           | 0             | 0             | 0             |
| 应付票据及应付账款合计    | 2,057         | 2,392         | 2,155         | 2,277         | 2,415         |
| 其他流动负债         | 2,425         | 1,713         | 1,691         | 1,787         | 1,896         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>232</b>    | <b>231</b>    | <b>226</b>    | <b>221</b>    | <b>216</b>    |
| 长期借款           | 5             | 19            | 14            | 9             | 4             |
| 其他非流动负债        | 227           | 212           | 212           | 212           | 212           |
| <b>负债合计</b>    | <b>5,302</b>  | <b>4,619</b>  | <b>4,071</b>  | <b>4,284</b>  | <b>4,527</b>  |
| 少数股东权益         | 14            | 9             | 6             | 3             | -1            |
| 股本             | 892           | 1,292         | 1,292         | 1,292         | 1,292         |
| 资本公积           | 3,761         | 3,284         | 3,284         | 3,284         | 3,284         |
| 留存收益           | 9,794         | 11,290        | 12,359        | 13,498        | 14,710        |
| 归属母公司股东权益      | 14,446        | 15,866        | 16,936        | 18,075        | 19,286        |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>19,762</b> | <b>20,494</b> | <b>21,013</b> | <b>22,362</b> | <b>23,813</b> |

**现金流量表(百万元)**

| 会计年度           | 2023A         | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>4,827</b>  | <b>3,730</b>  | <b>5,648</b>  | <b>4,777</b>  | <b>5,058</b>  |
| 净利润            | 3,864         | 4,269         | 4,277         | 4,553         | 4,841         |
| 折旧摊销           | 283           | 278           | 592           | 600           | 590           |
| 财务费用           | -109          | -118          | -72           | -104          | -127          |
| 投资损失           | -199          | -549          | -580          | -580          | -580          |
| 营运资金变动         | 767           | -337          | 1,312         | 188           | 214           |
| 其他经营现金流        | 220           | 188           | 120           | 120           | 120           |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-3,434</b> | <b>-706</b>   | <b>460</b>    | <b>460</b>    | <b>460</b>    |
| 资本支出           | 573           | 953           | 0             | 0             | 0             |
| 长期投资           | 0             | -31           | 0             | 0             | 0             |
| 其他投资现金流        | -4,008        | -1,628        | 460           | 460           | 460           |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-1,987</b> | <b>-3,522</b> | <b>-3,426</b> | <b>-3,318</b> | <b>-3,511</b> |
| 短期借款           | -257          | -306          | -283          | 0             | 0             |
| 长期借款           | 0             | 14            | -5            | -5            | -5            |
| 其他筹资现金流        | -1,730        | -3,231        | -3,138        | -3,313        | -3,506        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>-593</b>   | <b>-496</b>   | <b>2,682</b>  | <b>1,919</b>  | <b>2,007</b>  |

**利润表(百万元)**

| 会计年度            | 2023A         | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>15,695</b> | <b>16,831</b> | <b>16,986</b> | <b>17,949</b> | <b>19,046</b> |
| 营业成本            | 8,914         | 9,552         | 9,655         | 10,203        | 10,825        |
| 营业税金及附加         | 133           | 133           | 134           | 142           | 151           |
| 销售费用            | 1,070         | 1,369         | 1,359         | 1,400         | 1,467         |
| 管理费用            | 626           | 732           | 781           | 808           | 838           |
| 研发费用            | 673           | 746           | 730           | 772           | 819           |
| 财务费用            | -109          | -118          | -72           | -104          | -127          |
| 资产减值损失          | -63           | -40           | -40           | -43           | -45           |
| 信用减值损失          | -61           | -3            | -3            | -3            | -3            |
| 其他收益            | 253           | 189           | 192           | 192           | 192           |
| 公允价值变动收益        | 18            | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 投资净收益           | 199           | 549           | 580           | 580           | 580           |
| 资产处置收益          | -5            | 2             | -2            | -2            | -2            |
| <b>营业利润</b>     | <b>4,727</b>  | <b>5,113</b>  | <b>5,123</b>  | <b>5,452</b>  | <b>5,795</b>  |
| 营业外收入           | 3             | 5             | 4             | 4             | 4             |
| 营业外支出           | 194           | 38            | 38            | 38            | 38            |
| <b>利润总额</b>     | <b>4,536</b>  | <b>5,080</b>  | <b>5,089</b>  | <b>5,418</b>  | <b>5,761</b>  |
| 所得税             | 672           | 811           | 813           | 865           | 920           |
| <b>净利润</b>      | <b>3,864</b>  | <b>4,269</b>  | <b>4,277</b>  | <b>4,553</b>  | <b>4,841</b>  |
| 少数股东损益          | -6            | -3            | -3            | -3            | -3            |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>3,870</b>  | <b>4,272</b>  | <b>4,280</b>  | <b>4,556</b>  | <b>4,845</b>  |
| EBITDA          | 4,711         | 5,240         | 5,609         | 5,914         | 6,224         |
| EPS (元)         | 2.14          | 2.36          | 2.37          | 2.52          | 2.68          |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 营业收入 (%)        | 11.46  | 7.24   | 0.93   | 5.67   | 6.11   |
| 营业利润 (%)        | 23.94  | 8.17   | 0.19   | 6.42   | 6.30   |
| 归属于母公司净利润 (%)   | 21.37  | 10.39  | 0.17   | 6.46   | 6.34   |
| <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 毛利率 (%)         | 43.20  | 43.25  | 43.16  | 43.16  | 43.17  |
| 净利率 (%)         | 24.66  | 25.38  | 25.19  | 25.38  | 25.44  |
| ROE (%)         | 26.79  | 26.93  | 25.27  | 25.21  | 25.12  |
| ROIC (%)        | 126.20 | 195.96 | 117.67 | 260.80 | 461.25 |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 资产负债率 (%)       | 26.83  | 22.54  | 19.38  | 19.16  | 19.01  |
| 净负债比率 (%)       | -28.70 | -29.73 | -45.39 | -53.18 | -60.28 |
| 流动比率            | 3.22   | 3.72   | 4.54   | 4.77   | 4.97   |
| 速动比率            | 2.91   | 3.32   | 4.49   | 4.72   | 4.92   |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 总资产周转率          | 0.79   | 0.82   | 0.81   | 0.80   | 0.80   |
| 应收账款周转率         | 58.10  | 54.60  | 58.02  | 58.02  | 58.02  |
| 应付账款周转率         | 4.33   | 3.99   | 4.48   | 4.48   | 4.48   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |        |
| 每股收益 (最新摊薄)     | 2.14   | 2.36   | 2.37   | 2.52   | 2.68   |
| 每股经营现金流 (最新摊薄)  | 2.67   | 2.06   | 3.12   | 2.64   | 2.80   |
| 每股净资产 (最新摊薄)    | 7.99   | 8.77   | 9.36   | 9.99   | 10.66  |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |        |
| P/E             | 22.01  | 19.93  | 19.90  | 18.69  | 17.58  |
| P/B             | 5.90   | 5.37   | 5.03   | 4.71   | 4.42   |
| EV/EBITDA       | 15.49  | 14.98  | 12.47  | 11.52  | 10.64  |

数据来源: wind, 中信建投证券

## 分析师介绍

### 叶乐

中信建投证券纺服轻工及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024年“金牛奖”纺服行业最佳分析师，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺服第4、家居第5，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

### 黄杨璐

纺服轻工&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，2021年加入中信建投证券研究发展部，专注于黄金珠宝、医美个护、教育人力、运动服饰、家居等消费服务产业研究。

### 马王杰

中信建投证券家电和农业行业首席分析师，上海交通大学管理学硕士。研究扎实，观点鲜明。家电领域重点覆盖白电、黑电、小家电、清洁电器、两轮车、摩托车、电动园林工具。曾获上证报最佳分析师，Wind 金牌金牌分析师，新浪金麒麟菁英分析师等

## 评级说明

| 投资评级标准                                                                                                                                                  |      | 评级   | 说明            |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对涨幅 15% 以上   |
|                                                                                                                                                         |      | 增持   | 相对涨幅 5%—15%   |
|                                                                                                                                                         |      | 中性   | 相对涨幅-5%—5%之间  |
|                                                                                                                                                         |      | 减持   | 相对跌幅 5%—15%   |
|                                                                                                                                                         |      | 卖出   | 相对跌幅 15% 以上   |
|                                                                                                                                                         | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10% 以上   |
|                                                                                                                                                         |      | 中性   | 相对涨幅-10-10%之间 |
|                                                                                                                                                         |      | 弱于大市 | 相对跌幅 10% 以上   |

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投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，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。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。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。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

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。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇  
 处广电金融中心 35 楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

### 中信建投（国际）

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：（852）3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk