

公司研究

Q2 业绩收入承压，新能源业务延续增长

——公牛集团（603195.SH）2025 年半年报业绩点评

增持（维持）

当前价：47.09 元

作者

分析师：洪吉然

执业证书编号：S0930521070002

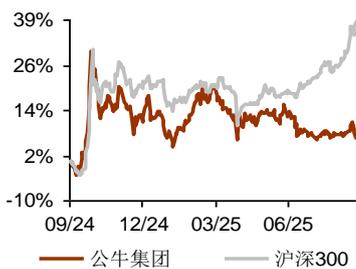
021-52523793

hongjiran@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	18.09
总市值(亿元):	851.67
一年最低/最高(元):	42.16/63.27
近3月换手率:	14.39%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-11.49	-22.84	-32.02
绝对	-0.36	-5.40	6.53

资料来源：Wind

要点

事件：

公司发布 2025 年半年报：2025 年上半年实现营业收入 81.7 亿元，YoY-2.6%；归母净利润 20.6 亿元，YoY-8.0%；扣非归母净利润 18.4 亿元，YoY-3.2%。25Q2 公司实现营业收入 42.5 亿元，YoY-7.4%；归母净利润 10.8 亿元，YoY-17.2%；扣非归母净利润 9.9 亿元，YoY-9.1%。公司公告 4 月 24 日起未来 12 个月拟回购股份 2.5-4.0 亿元，截至 7 月末已累计回购股份 497.2 万股，回购金额 2.5 亿元。

点评：

传统业务短期承压，新能源业务增势良好。2025 年上半年公司电连接产品/智能电工照明业务/新能源业务分别实现收入 36.6/40.9/3.9 亿元，同比 -5.4%/-2.8%/+33.5%。电连接产品中，转换器业务聚焦高端时尚方向推动产品升级，针对细分场景开发专业配套产品，2025 年上半年推出多开关、带快充、线性轨道等产品进一步丰富产品矩阵；智能电工业务实现市占率进一步提升，2025 年上半年上市“蝶翼 III 超薄开关”、拨杆开关、“全屋 WiFi 插座”等新品，积极推动全品类旗舰店和新零售模式建设；新能源业务 2025 年上半年推出“天际”、“微星”系列充电桩新品，强化商用领域桩产品布局，提升交付、安装、运维全方位的客户服务能力，储能业务持续推动以欧洲家庭储能为核心的产品矩阵升级，加速海外业务拓展。此外，2025 年上半年公司依托原有技术产品优势，新孵化数据中心、太阳能照明业务，为长期发展探索新的增长动能。

Q2 毛利率企稳，毛销差同比提升。25H1 公司毛利率 42.3%，同比-0.6pcts；25Q2 毛利率 43.5%，同比-0.1pcts，25H1 公司毛利率短期承压，推测主要系产品销售结构小幅下滑所致。25H1 公司毛销差同比+0.6pcts，25Q2 毛销差同比+1.4pcts。公司 25H1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比-1.2/+1.1/-0.8/+0.01pcts，25Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别同比-1.5/+1.7/-1.1/+0.01pcts，25H1 销售费用率优化主要系市场推广费、广告费投入同比下滑所致，管理费用率增加主要系工资、折旧及摊销增加所致。资产负债表方面，25H1 末公司自有现金（货币资金+交易性金融资产+衍生金融资产+其他流动资产-短期借款-长期借款-应付债券）为 130.0 亿元，占同期末总资产的 64.4%，经营安全垫充分。现金流方面，25H1 公司经营性净现金流 23.8 亿元，同比+0.7%，25Q2 经营性净现金流 9.7 亿元，同比+14.6%，公司现金创造能力维持良好水平。

盈利预测、估值与评级：长期来看，公司保持民用电工龙头地位，在巩固转换器领域优势的基础上，积极拓展新能源等新的业务领域。但鉴于地产销售持续疲软叠加地产竣工进入下行期，公司电工照明业务的增长会有一些的压力，下调公司 25-26 年归母净利润预测至 42/45 亿元（较前次预测分别下调 11%/15%），新增 27 年归母净利润预测为 49 亿元，现价对应 PE 分别为 20、19、18 倍，维持“增持”评级。

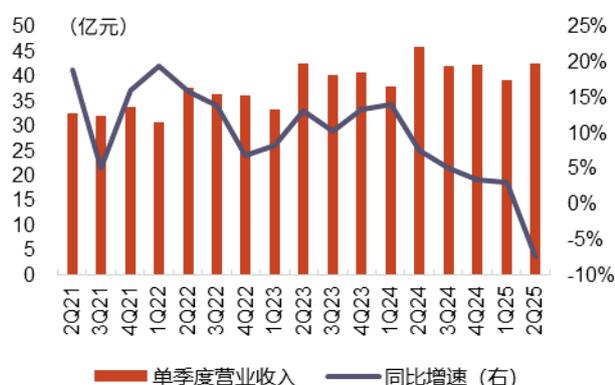
风险提示：地产竣工下行超预期，原材料价格上行超预期。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	15,695	16,831	17,236	18,278	19,450
营业收入增长率	11.46%	7.24%	2.41%	6.05%	6.41%
归母净利润 (百万元)	3,870	4,272	4,218	4,514	4,865
归母净利润增长率	21.37%	10.39%	-1.28%	7.03%	7.77%
EPS (元)	4.34	3.31	2.33	2.50	2.69
ROE (归属母公司) (摊薄)	26.79%	26.93%	24.83%	24.46%	24.26%
P/E	33	29	20	19	18
P/B	2.9	3.8	5.0	4.6	4.2

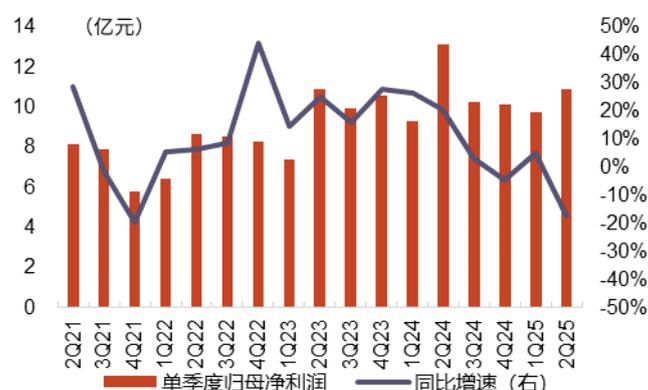
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2025-09-01 注: 23-24 年公司总股本分别为 8.92、12.92 亿股, 截至 2025-09-01 公司总股本为 18.09 亿股, 预计 25-27 年公司总股本为 18.09 亿股

图 1: 公司单季度营业收入及同比



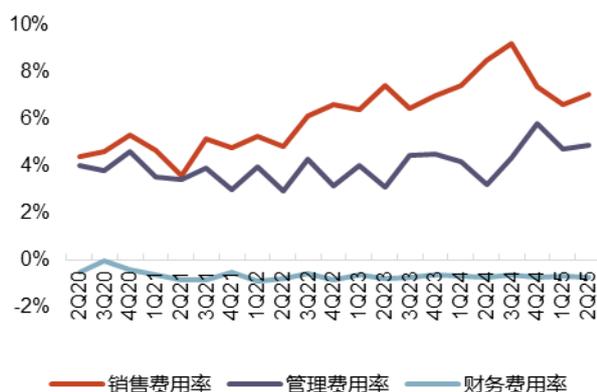
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 2: 公司单季度归母净利润及同比



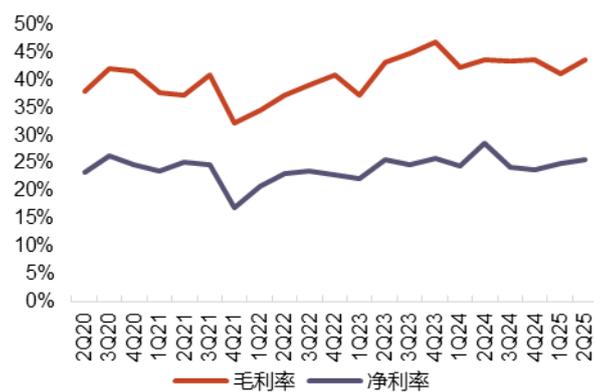
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 3: 公司单季度三费率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 4: 公司单季度毛利率及净利率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	15,695	16,831	17,236	18,278	19,450
营业成本	8,914	9,552	9,770	10,345	10,906
折旧和摊销	261	262	260	319	371
税金及附加	133	133	138	155	165
销售费用	1,070	1,369	1,379	1,462	1,556
管理费用	626	732	741	786	836
研发费用	673	746	741	786	836
财务费用	-109	-118	10	-21	-44
投资收益	199	549	374	462	418
营业利润	4,727	5,113	5,030	5,398	5,805
利润总额	4,536	5,080	4,985	5,353	5,760
所得税	672	811	767	839	895
净利润	3,864	4,269	4,218	4,514	4,865
少数股东损益	-6	-3	0	0	0
归属母公司净利润	3,870	4,272	4,218	4,514	4,865
EPS(元)	4.34	3.31	2.33	2.50	2.69

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,827	3,730	4,174	4,694	5,091
净利润	3,870	4,272	4,218	4,514	4,865
折旧摊销	261	262	260	319	371
净营运资金增加	-668	433	33	-130	-83
其他	1,365	-1,236	-336	-9	-62
投资活动产生现金流	-3,434	-706	924	-213	-32
净资本支出	-653	-930	-600	-600	-400
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-2,782	224	1,524	387	368
融资活动现金流	-1,987	-3,522	-3,391	-2,977	-3,175
股本变化	290	401	516	0	0
债务净变化	141	-699	-296	0	0
无息负债变化	926	17	94	516	471
净现金流	-593	-496	1,707	1,503	1,884

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	43.2%	43.2%	43.3%	43.4%	43.9%
EBITDA 率	31.0%	28.5%	28.3%	28.7%	29.4%
EBIT 率	29.3%	26.9%	26.8%	27.0%	27.5%
税前净利润率	28.9%	30.2%	28.9%	29.3%	29.6%
归母净利润率	24.7%	25.4%	24.5%	24.7%	25.0%
ROA	19.6%	20.8%	19.7%	19.3%	19.1%
ROE (摊薄)	26.8%	26.9%	24.8%	24.5%	24.3%
经营性 ROIC	95.1%	71.9%	68.4%	70.9%	77.7%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	27%	23%	21%	21%	21%
流动比率	3.22	3.72	4.04	3.98	4.04
速动比率	2.94	3.36	3.65	3.61	3.68
归母权益/有息债务	14.51	53.63	-	-	-
有形资产/有息债务	19.31	67.47	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	19,762	20,494	21,408	23,399	25,468
货币资金	4,744	5,020	6,727	8,230	10,114
交易性金融资产	9,727	9,215	8,000	8,000	8,000
应收账款	265	300	299	318	336
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	11	14	14	15	16
存货	1,421	1,574	1,610	1,720	1,805
其他流动资产	115	133	133	133	133
流动资产合计	16,348	16,337	16,855	18,494	20,485
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,982	1,153	1,367	1,543	1,548
在建工程	807	238	313	370	367
无形资产	335	333	326	315	308
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	60	2,197	2,197	2,197	2,197
非流动资产合计	3,414	4,157	4,553	4,905	4,984
总负债	5,302	4,619	4,417	4,933	5,405
短期借款	588	283	0	0	0
应付账款	2,057	2,392	2,350	2,540	2,650
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	774	672	753	962	1,196
流动负债合计	5,070	4,388	4,172	4,647	5,071
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	155	159	175	217	264
非流动负债合计	232	231	245	287	334
股东权益	14,460	15,875	16,991	18,465	20,064
股本	892	1,292	1,809	1,809	1,809
公积金	4,323	3,930	3,672	3,672	3,672
未分配利润	9,384	10,808	11,666	13,140	14,739
归属母公司权益	14,446	15,866	16,983	18,456	20,055
少数股东权益	14	9	9	9	9

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	6.82%	8.14%	8.00%	8.00%	8.00%
管理费用率	3.99%	4.35%	4.30%	4.30%	4.30%
财务费用率	-0.69%	-0.70%	0.06%	-0.11%	-0.23%
研发费用率	4.29%	4.43%	4.30%	4.30%	4.30%
所得税率	15%	16%	15%	16%	16%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	3.10	2.40	1.68	1.81	1.94
每股经营现金流	5.41	2.89	2.31	2.60	2.81
每股净资产	16.20	12.28	9.39	10.20	11.09
每股销售收入	17.60	13.03	9.53	10.11	10.75

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	33	29	20	19	18
PB	2.9	3.8	5.0	4.6	4.2
EV/EBITDA	6.5	10.5	15.2	13.8	12.4
股息率	6.6%	5.1%	3.6%	3.8%	4.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP