

产品拓新+品牌出海，构建业绩新增量

2025 年 10 月 31 日

核心观点

- 事件：**2025 年前 9 月公司实现营收 121.98 亿元，同比-3.2%，归母净利润 29.79 亿元，同比-8.7%，受投资收益减少影响。扣非归母净利润 27.0 亿元，同比-4.9%；其中单 25Q3 实现营收 40.30 亿元，同比-4.44%，归母净利润 9.19 亿元，同比-10.29%，扣非归母净利润 8.6 亿元，同比-8.3%。
- 积极打造智能健康照明生态，产品升级构建传统业务新增量：**墙开、电连接等传统领域受地产下行压力影响暂时承压，公司积极推动产品功能升级和创新，通过隐形轨道插、WiFi 墙壁路由器等新品为传统业务注入活力，同时积极推动国际化，部分抵消内需负面影响；智能电工照明领域，公司以 AI 智能+健康照明构建产品竞争优势，沐光品牌持续推新；新能源业务领域，公司充电桩业务在国内市占率持续上升，Q3 重卡充电产品上市取得新突破。
- 内需承压背景下，品牌出海打造第二增长曲线：**公司自 2024 年开始大力推行品牌出海，2025 年海外业务已覆盖从东南亚到欧洲、中东、拉美等地区的 40 多个国家，出海品类从转换器、墙开等延伸至包括新能源产品在内的全品类产品，欧洲储能业务亦进入示范验证阶段。当前公司海外大客户已初步形成可复制的发展模式，伴随大客户数量增加，公司海外业务有望快速成长。
- 业绩短期承压，但运营能力依然稳健。**25 年前 9 月公司毛利率 42.1%，同比-1.0pct；管理费用率和销售费用率分别为 4.7%/7.0%，同比分别+0.9pct/-1.4pct。25 年前 9 月公司净利率 24.4%，同比-1.5pct；其中单 25Q3 净利率 22.81%，同比-1.49pct。公司 2025 年前 9 月经营性现金流净额 36.21 亿元，同比增长+20.1%；单 Q3 经营性现金流同比+90.2%，收入承压背景下，现金流表现仍优异，体现了公司强劲的现金回笼能力与供应链议价优势。
- 投资建议：**公司持续深化渠道布局，并以用户需求为核心不断创新产品，无主灯、新能源等新业务快速发展，海外业务稳步扩展。考虑下游需求暂时承压，调整公司 25-27 年 EPS 至 2.20/2.39/2.56 元；10 月 30 日收盘价 43.7 元对应 PE 分别为 20/18/17X，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**新业务拓展不及预期的风险，市场竞争加剧的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	16,831	16,575	17,527	18,067
收入增长率%	7.24	-1.52	5.74	3.08
归母净利润(百万元)	4,272	3,976	4,327	4,638
利润增长率%	10.39	-6.92	8.83	7.17
分红率%	72.59	73.12	73.37	74.03
毛利率%	43.25	42.50	42.80	43.30
摊薄 EPS(元)	2.36	2.20	2.39	2.56
PE	18.50	19.88	18.27	17.05
PB	4.98	4.95	4.49	4.13
PS	4.70	4.77	4.51	4.38

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公牛集团（股票代码：603195）

推荐 维持评级

分析师

陈柏儒

☎：010-80926000

✉：chenbairu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521080001

何伟

☎：

✉：hewei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525010001

韩勉

☎：010-80927653

✉：hanmian_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525080001

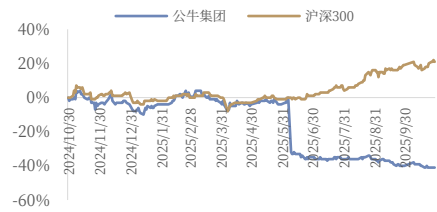
市场数据

2025 年 10 月 30 日

股票代码	603195
A 股收盘价(元)	43.71
上证指数	3,986.90
总股本(万股)	180,859
实际流通 A 股(万股)	180,073
流通 A 股市值(亿元)	787

相对沪深 300 表现图

2025 年 10 月 30 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河轻工】公司点评_轻工行业_公牛集团：业绩短期承压，看好长期多元生态新动能
- 【银河轻工】公司点评_轻工行业_公牛集团：收入稳中有进，多元生态布局持续扩容
- 【银河轻工】公司点评_轻工行业_公牛集团：收入稳健增长，产品生态布局持续丰富

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	16,337	16,891	19,733	21,470
现金	5,020	4,965	6,758	8,022
应收账款	300	281	302	313
其它应收款	14	37	22	26
预付账款	71	62	68	71
存货	1,574	1,460	1,561	1,605
其他	9,358	10,088	11,022	11,433
非流动资产	4,157	3,479	2,441	2,048
长期投资	0	0	0	0
固定资产	3,224	2,669	1,754	1,466
无形资产	333	346	351	352
其他	600	464	336	230
资产总计	20,494	20,370	22,175	23,518
流动负债	4,388	4,189	4,322	4,138
短期借款	283	210	-2	-198
应付账款	2,392	2,127	2,354	2,419
其他	1,713	1,853	1,970	1,918
非流动负债	231	212	231	239
长期借款	0	0	0	0
其他	231	212	231	239
负债总计	4,619	4,402	4,553	4,377
少数股东权益	9	6	3	1
归属母公司股东权益	15,866	15,962	17,619	19,140
负债和股东权益	20,494	20,370	22,175	23,518

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,730	4,558	4,839	4,771
净利润	4,269	3,974	4,324	4,635
折旧摊销	278	472	425	438
财务费用	-96	9	4	-4
投资损失	-549	-357	-390	-460
营运资金变动	-337	3	70	-85
其他	165	457	406	246
投资活动现金流	-706	-633	-172	-203
资本支出	-930	114	570	-84
长期投资	-31	-1,098	-1,125	-571
其他	255	351	383	452
筹资活动现金流	-3,522	-3,224	-3,120	-3,391
短期借款	-306	-73	-212	-197
长期借款	0	0	0	0
其他	-3,217	-3,152	-2,909	-3,194
现金净增加额	-496	701	1,546	1,177

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	16,831	16,575	17,527	18,067
营业成本	9,552	9,531	10,026	10,244
税金及附加	133	136	144	146
销售费用	1,369	1,193	1,227	1,265
管理费用	732	721	762	786
研发费用	746	729	771	795
财务费用	-118	-93	-96	-140
资产减值损失	-40	-38	-48	-43
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益及其他	737	505	549	636
营业利润	5,113	4,825	5,194	5,564
营业外收入	5	4	4	4
营业外支出	38	98	50	50
利润总额	5,080	4,730	5,148	5,518
所得税	811	757	824	883
净利润	4,269	3,974	4,324	4,635
少数股东损益	-3	-3	-3	-2
归属母公司净利润	4,272	3,976	4,327	4,638
EBITDA	5,240	5,109	5,477	5,816
EPS（元）	2.36	2.20	2.39	2.56

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	7.2%	-1.5%	5.7%	3.1%
营业利润增长率	8.2%	-5.6%	7.7%	7.1%
归母净利润增长率	10.4%	-6.9%	8.8%	7.2%
毛利率	43.2%	42.5%	42.8%	43.3%
净利率	25.4%	24.0%	24.7%	25.7%
ROE	26.9%	24.9%	24.6%	24.2%
ROIC	25.8%	24.0%	24.0%	23.8%
资产负债率	22.5%	21.6%	20.5%	18.6%
净资产负债率	29.1%	27.6%	25.8%	22.9%
流动比率	3.72	4.03	4.57	5.19
速动比率	3.32	3.72	4.28	4.92
总资产周转率	0.84	0.81	0.82	0.79
应收账款周转率	59.59	57.07	60.19	58.78
应付账款周转率	4.29	4.22	4.48	4.29
每股收益	2.36	2.20	2.39	2.56
每股经营现金流	2.06	2.52	2.68	2.64
每股净资产	8.77	8.83	9.74	10.58
P/E	18.50	19.88	18.27	17.05
P/B	4.98	4.95	4.49	4.13
EV/EBITDA	14.19	14.55	13.21	12.19
PS	4.70	4.77	4.51	4.38

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

陈柏儒，轻工行业首席分析师，北京交通大学技术经济硕士，14 年行业分析师经验、10 年轻工制造行业分析师经验。

何伟，研究所副所长，大消费组长。上海交通大学理学硕士。2009-2011 入职光大证券研究所担任家电分析师；2012-2024 入职中国国际金融股份有限公司担任家电首席分析师、董事总经理；2025 年加入中国银河证券研究院。

韩勉，轻工行业分析师，浙江大学本硕，2023 年加入中国银河证券研究院，从事轻工行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅 10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
公司评级	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn