

短期业绩承压，新业务加速成长

公牛集团 2025Q3 业绩点评

核心观点

- 业绩简述：**公司 2025 年前三季度实现营业收入 121.98 亿元，同比-3.22%，归母净利润 29.79 亿元，同比-8.72%，扣非归母净利润 27.01 亿元，同比-4.87%。其中 2025Q3 单季度实现营业收入 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 8.59 亿元，同比-8.26%。
- 短期业绩承压，经营韧性与精细化运营能力凸显。**2025 年前三季度，受房地产后期及宏观环境影响，公司营收有所承压。但从经营层面看，公司展现出强大的经营韧性：1) 业绩企稳回升：Q3 单季度营收同比降幅较 Q2 收窄 2.9pct，我们认为 Q2 为经营低点，Q3 已开始企稳回升。2) 现金流健康：前三季度经营性现金流净额达 36.21 亿元，同比大幅增长 20.12%，同时公司主动进行库存管理，自身及经销商库存水平均在三季度实现明显下降。
- 新业务多点开花，“第二增长曲线”加速。面对传统主业压力，公司坚定推进新业务孵化，成效初显。**1) 国际化战略升级。公司明确“全品出海、全球到达”，家装产品线通过“尖刀产品”（如轨道插座）和“大客户”模式在欧洲等发达市场取得突破。2) 新能源业务海内外齐发力。公司大力推动新能源业务出海，聚焦欧洲户储及小型工商业场景，并确立了独特的“安装分销”渠道模式；国内则积极拓展 B 端场景，2026 年新能源业务增速值得期待。3) 数据中心业务高速增长。依托 PDU 等既有优势，面向中小企业及商业体提供微模块等集成化产品。已与字节跳动、腾讯等头部客户建立合作关系。我们认为，公司数据中心业务有望随下游数据中心建设加速，而有所放量。

盈利预测与投资建议

- 投资建议：公司主业短期承压，新业务加速孵化打开长期空间。**我们持续看好公司凭借深厚的渠道与品牌壁垒，在新赛道、海外新市场复制成功的能力。考虑短期业绩承压，我们下调 2025-2026 盈利预测，并增加 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 40.24/42.45/44.29 亿元（原 25-26 年归母净利润预计 49.25/54.61 亿元），同比分别-6%/+6%/+4%，参考可比公司，给予公司 26 年 20xPE，目标价 47 元，维持“增持”评级。

风险提示

地产周期影响、原材料价格波动、海外及新业务拓展不及预期。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	15,695	16,831	16,837	17,614	18,403
同比增长(%)	11.5%	7.2%	0.0%	4.6%	4.5%
营业利润(百万元)	4,727	5,113	4,909	5,129	5,351
同比增长(%)	23.9%	8.2%	-4.0%	4.5%	4.3%
归属母公司净利润(百万元)	3,870	4,272	4,024	4,245	4,429
同比增长(%)	21.4%	10.4%	-5.8%	5.5%	4.3%
每股收益(元)	2.14	2.36	2.23	2.35	2.45
毛利率(%)	43.2%	43.2%	41.8%	41.7%	41.2%
净利率(%)	24.7%	25.4%	23.9%	24.1%	24.1%
净资产收益率(%)	28.8%	28.2%	24.5%	24.5%	24.4%
市盈率	20.1	18.2	19.3	18.3	17.6
市净率	5.4	4.9	4.6	4.4	4.2

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

增持（维持）

股价（2025年11月25日）	43.03元
目标价格	47元
52周最高价/最低价	54/42.53元
总股本/流通A股（万股）	180,859/180,073
A股市值（百万元）	77,824
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2025年11月27日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-1.01	-1.69	-11.33	-12.98
相对表现%	0.69	1.96	-11.8	-29.67
沪深300%	-1.7	-3.65	0.47	16.69



证券分析师

曲世强	执业证书编号：S0860525100004 qushiqiang@orientsec.com.cn 021-63326320
李汉颖	执业证书编号：S0860525100006 lihanying@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告

业绩稳健增长，海外业务增速亮眼	2024-08-30
核心业务稳健增长，新能源业务高增，盈利水平持续提升	2024-04-29

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)			市盈率		
		2025/11/25	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
萤石网络	688475	29.96	0.64	0.78	0.95	46.82	38.65	31.66
飞科电器	603868	35.58	1.05	1.37	1.58	33.85	25.89	22.58
美的集团	000333	78.70	5.01	5.81	6.35	15.69	13.55	12.40
海尔智家	600690	26.93	2.00	2.27	2.53	13.48	11.85	10.65
安孚科技	603031	36.73	0.65	1.02	1.50	56.31	35.84	24.47
		调整后平均值				25.00	20.00	18.00

数据来源：Wind、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,744	5,020	6,388	6,619	7,703	营业收入	15,695	16,831	16,837	17,614	18,403
应收票据、账款及款项融资	270	308	285	303	319	营业成本	8,914	9,552	9,792	10,268	10,817
预付账款	56	71	64	68	73	销售费用	1,070	1,369	1,179	1,233	1,196
存货	1,421	1,574	1,539	1,647	1,739	管理费用	626	732	778	705	736
其他	9,857	9,364	8,867	9,358	9,195	研发费用	673	746	613	634	662
流动资产合计	16,348	16,337	17,143	17,995	19,028	财务费用	(109)	(118)	(37)	(37)	(47)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	124	43	40	40	40
固定资产	1,982	3,222	3,530	3,717	4,024	公允价值变动收益	18	0	9	5	7
在建工程	807	317	216	195	0	投资净收益	199	549	333	300	300
无形资产	335	333	316	300	283	其他	115	57	94	53	47
其他	291	285	292	290	280	营业利润	4,727	5,113	4,909	5,129	5,351
非流动资产合计	3,414	4,157	4,354	4,502	4,587	营业外收入	3	5	2	0	0
资产总计	19,762	20,494	21,497	22,497	23,615	营业外支出	194	38	50	0	0
短期借款	588	283	572	481	445	利润总额	4,536	5,080	4,862	5,129	5,351
应付票据及应付账款	2,057	2,392	2,185	2,411	2,554	所得税	672	811	838	884	922
其他	2,425	1,713	1,563	1,698	1,686	净利润	3,864	4,269	4,024	4,245	4,429
流动负债合计	5,070	4,388	4,320	4,589	4,686	少数股东损益	(6)	(3)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	3,870	4,272	4,024	4,245	4,429
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	2.14	2.36	2.23	2.35	2.45
其他	232	231	214	230	225						
非流动负债合计	232	231	214	230	225	主要财务比率					
负债合计	5,302	4,619	4,534	4,820	4,911		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	14	9	9	9	9	成长能力					
实收资本 (或股本)	892	1,292	1,809	2,578	3,641	营业收入	11.5%	7.2%	0.0%	4.6%	4.5%
资本公积	3,595	3,098	2,768	1,999	935	营业利润	23.9%	8.2%	-4.0%	4.5%	4.3%
留存收益	9,946	11,454	12,377	13,092	14,119	归属于母公司净利润	21.4%	10.4%	-5.8%	5.5%	4.3%
其他	14	22	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	14,460	15,875	16,963	17,677	18,705	毛利率	43.2%	43.2%	41.8%	41.7%	41.2%
负债和股东权益总计	19,762	20,494	21,497	22,497	23,615	净利率	24.7%	25.4%	23.9%	24.1%	24.1%
						ROE	28.8%	28.2%	24.5%	24.5%	24.4%
						ROIC	27.4%	26.5%	23.8%	23.4%	23.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	26.8%	22.5%	21.1%	21.4%	20.8%
净利润	3,864	4,269	4,024	4,245	4,429	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	202	193	378	440	509	流动比率	3.22	3.72	3.97	3.92	4.06
财务费用	(109)	(118)	(37)	(37)	(47)	速动比率	2.94	3.36	3.61	3.56	3.69
投资损失	(199)	(549)	(333)	(300)	(300)	营运能力					
营运资金变动	716	521	(510)	255	77	应收账款周转率	63.9	59.6	57.5	59.9	59.2
其它	352	(586)	(64)	10	(7)	存货周转率	6.5	6.3	6.3	6.4	6.4
经营活动现金流	4,827	3,730	3,458	4,613	4,662	总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
资本支出	(512)	(939)	(559)	(586)	(600)	每股指标 (元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	2.14	2.36	2.23	2.35	2.45
其他	(2,922)	233	927	(256)	486	每股经营现金流	5.41	2.89	1.91	1.79	1.28
投资活动现金流	(3,434)	(706)	367	(842)	(114)	每股净资产	7.99	8.77	9.37	9.77	10.34
债权融资	398	(394)	130	45	(73)	估值比率					
股权融资	151	(97)	187	0	0	市盈率	20.1	18.2	19.3	18.3	17.6
其他	(2,537)	(3,032)	(2,775)	(3,585)	(3,391)	市净率	5.4	4.9	4.6	4.4	4.2
筹资活动现金流	(1,987)	(3,522)	(2,458)	(3,540)	(3,464)	EV/EBITDA	13.2	12.3	12.1	11.5	10.9
汇率变动影响	1	2	-0	-0	-0	EV/EBIT	13.8	12.7	13.1	12.5	12.0
现金净增加额	(593)	(496)	1,367	231	1,084						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。