

公牛集团 (603195 CH, 买入, 目标价: RMB50.00)

买入

持有

卖出

精进主业并拓展新业务

目标价: RMB50.00 当前股价: RMB42.92

股价上行/下行空间 +16%

52 周最高/最低价 (RMB) 55.81/42.53

市值 (US\$mn) 10,978

当前发行数量(百万股) 1,809

三个月平均日交易额 (US\$mn) 22

流通盘占比 (%) 100

主要股东 (%)

宁波良机实业有限公司 54

按 2025 年 12 月 5 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (RMB)	50.00	61.08	-18%
2025E EPS (RMB)	2.33	N/A	N/A
2026E EPS (RMB)	2.48	N/A	N/A
2027E EPS (RMB)	2.63	N/A	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

- 3Q25 依然承压;
- 公牛在精进主业的同时, 也继续拓展新业务/新市场;
- 维持买入评级, 下调目标价 18%至 50.00 元, 对应 20 倍 2026 年 P/E。

3Q25 依然承压: 根据公牛 9M25 公告, 1) 营收/归母净利润分别同比下滑 3.2%/8.7%至 122.0/ 29.8 亿元, 其中 3Q2 营收/归母净利润分别同比下滑 4.4%/10.3%至 40.3/ 9.2 亿元。2) 9M25 毛利率同比下降 1.0ppt 至 42.1%, 销售费用率同比下降 1.4 ppts 至 7.0%, 管理费用率同比增加 0.9ppt 至 4.7%, 研发费用率同比降低 0.5ppt 至 3.6%, 财务收入占比降低 0.1ppt 至 -0.6%, 归母净利率同比降低 1.5ppts 至 24.4%。3) 存货周转天数同比增加 1 天至 52 天, 应收/应付账款周转天数分别同比增加 1/7 天至 7/ 85 天, 净营业周期同比改善 5 天至 -26 天。

精进主业的同时, 也继续拓展新业务/新市场: 1) 在行业下行的压力下, 公牛在国内加大断路器、电动工具等新品的研发和开拓, 墙开则聚焦智能化策略持续迭代, 而个人充电桩业务则从之前的主推线下转变为全渠道发展。公牛也组建专门团队, 重点开拓重卡等领域充电桩客户。2) 于海外市场, 公牛目前已针对家装业务的大客户形成从挖掘到合作洽谈, 以及联合市场开发等环节的完善流程, 公司预计今年家装自有品牌营收破亿。公司规划三年内实现主要品类的全球覆盖, 结合自身对产品的理解和当地客户的需求进行产品研发, 尤其轨道插座和电动工具等海外需求较强的类目。3) 同时, 公司也在优化海外业务的管理模式, 从之前的“在国内完成大客户开拓后, 再派遣国家经理以提供当地销售服务”转变为更本土化的“根据三年渗透目标, 配备区域负责人和国家负责人以负责招商、运营以及服务等工作”, 进一步提高海外业务的经营效率。4) 对于储能业务, 公牛将顺应海外户储和工/商储的边界逐渐模糊的趋势布局产品, 1H26 将有更多 SKU 上市。

盈利预测与估值: 维持买入评级, 下调目标价 18%至 50.00 元, 对应 20 倍 2026 年 P/E: 我们预计公牛 2025-27 年营收分别同比 -1.5%/ +6.0%/ +5.7%至 165.8/ 175.7/ 185.7 亿元; 预计 2025-27 年归母净利润分别同比 -1.2%/+6.2%/+6.1%至 42.2/44.8/ 47.6 亿元。我们给予公牛 20 倍 2026 年 P/E, 对应新目标价为 50.00 元, 较旧目标价下调 18%, 较目前股价仍有 16%的上升空间。**风险提示:** 新品拓展不利; 原材料价格上涨; 宏观经济下行。

研究团队

姜雪峰, 分析师

证书编号: S1680519070001

电话: +86 21 6015 6632

电邮地址: xfjiang@huaxingsec.com

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	15,695	16,831	16,578	17,573	18,574
息税前利润 (RMBmn)	4,428	4,962	4,864	5,166	5,477
归母净利润 (RMBmn)	3,870	4,272	4,223	4,484	4,756
每股收益 (RMB)	4.34	3.31	2.33	2.48	2.63
市盈率 (x)	11.5	15.7	18.4	17.3	16.3

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: Wind, 华兴证券预测

盈利预测与估值

我们预计公牛 2025-27 年营收分别同比-1.5%/ +6.0%/ +5.7%至 165.8/ 175.7/ 185.7 亿元；预计 2025-27 年归母净利润分别同比-1.2%/+6.2%/+6.1%至 42.2/44.8/ 47.6 亿元。我们给予公牛 20 倍 2026 年 P/E，对应新目标价为 50.00 元，较旧目标价下调 18%，较目前股价仍有 16%的上升空间。

图表 1: 盈利预测调整表

百万元	调整前			调整后			变动百分比		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	19,437	N/A	N/A	16,578	17,573	18,574	-14.7%	N/A	N/A
销售费用	1,361	N/A	N/A	1,117	1,184	1,251	-17.9%	N/A	N/A
销售费用率	7.0%	N/A	N/A	6.7%	6.7%	6.7%	-0.3ppt	N/A	N/A
管理费用	681	N/A	N/A	779	826	873	14.4%	N/A	N/A
管理费用率	3.5%	N/A	N/A	4.7%	4.7%	4.7%	1.2ppts	N/A	N/A
研发费用	797	N/A	N/A	696	738	780	-12.6%	N/A	N/A
研发费用率	4.1%	N/A	N/A	4.2%	4.2%	4.2%	0.1ppt	N/A	N/A
归母净利润	4,630	N/A	N/A	4,223	4,484	4,756	-8.8%	N/A	N/A
归母净利率	23.8%	N/A	N/A	25.5%	25.5%	25.6%	1.7ppts	N/A	N/A

资料来源：公司公告，华兴证券

风险提示

可能造成公司股价波动的风险如下：

新品类业务拓展不达预期：公牛不断推进品类多元化发展，如果未来电动工具、充电桩或储能等新品类发展不及预期，可能对公司营收造成负面影响。

原材料价格波动风险：公牛旗下业务所需主要原材料为铜、PP、ABS 等，其价格波动将会直接影响公司生产成本，从而影响盈利能力。

宏观经济下行：宏观经济下行可能导致人均可支配收入降低，对公司业务或有一定影响。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
营收	16,831	16,578	17,573	18,574
营业收入	16,831	16,578	17,573	18,574
营业成本	(9,552)	(9,558)	(10,131)	(10,709)
毛利润	7,279	7,020	7,442	7,866
管理及销售费用	(2,847)	(2,592)	(2,748)	(2,904)
息税前利润	4,962	4,864	5,166	5,477
息税折旧及摊销前利润	5,225	5,183	5,514	5,867
利息收入	136	117	122	130
利息支出	(18)	(13)	(13)	(13)
税前利润	5,080	4,968	5,275	5,595
所得税	(811)	(745)	(791)	(839)
净利润	4,272	4,223	4,484	4,756
基本每股收益 (RMB)	3.31	2.33	2.48	2.63

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	16,337	16,692	17,601	18,615
货币资金	5,020	5,133	5,917	6,806
应收账款	300	296	313	331
存货	1,574	1,581	1,683	1,786
其他流动资产	9,443	9,682	9,687	9,692
非流动资产	4,157	4,922	5,676	6,407
固定资产	3,222	3,265	3,493	3,834
无形资产	333	332	333	335
商誉	0	0	0	0
其他	49	49	49	49
资产	20,494	21,614	23,276	25,022
流动负债	4,388	4,387	4,630	4,875
短期借款	283	283	283	283
预收账款	254	250	265	281
应付账款	2,392	2,394	2,537	2,682
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	231	231	231	231
负债	4,619	4,618	4,861	5,106
股份	1,292	1,809	1,809	1,809
资本公积	3,284	2,768	2,768	2,768
未分配利润	10,808	11,343	12,313	13,338
归属于母公司所有者权益	15,866	16,988	18,406	19,907
少数股东权益	9	9	9	9
负债及所有者权益	20,494	21,614	23,276	25,022

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	4,272	4,223	4,484	4,756
折旧摊销	262	319	349	390
利息（收入）/支出	(118)	(104)	(109)	(118)
其他非现金科目	(509)	(320)	(342)	(369)
其他	(18)	(239)	0	0
营运资本变动	(159)	(4)	115	116
经营活动产生的现金流量	3,730	3,875	4,497	4,774
资本支出	(939)	(1,063)	(1,084)	(1,105)
收购及投资	(31)	0	0	0
处置固定资产及投资	0	0	1	2
其他	264	298	327	357
投资活动产生的现金流量	(706)	(765)	(757)	(748)
股利支出	(2,764)	(3,101)	(3,065)	(3,255)
债务筹集（偿还）	(699)	0	0	0
发行（回购）股份	120	0	0	0
其他	(179)	104	109	118
筹资活动产生的现金流量	(3,522)	(2,997)	(2,956)	(3,137)
现金及现金等价物净增加额	(496)	113	784	889
自由现金流	3,335	3,386	3,771	4,056

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	7.2	(1.5)	6.0	5.7
毛利润	7.3	(3.5)	6.0	5.7
息税折旧及摊销前利润	11.2	(0.8)	6.4	6.4
净利润	10.4	(1.2)	6.2	6.1
稀释每股调整收益	(23.8)	(29.4)	6.2	6.1
盈利率 (%)				
毛利率	43.2	42.3	42.3	42.3
息税折旧摊销前利润率	31.0	31.3	31.4	31.6
息税前利润率	29.5	29.3	29.4	29.5
净利率	25.4	25.5	25.5	25.6
净资产收益率	26.9	24.9	24.4	23.9
总资产收益率	20.8	19.5	19.3	19.0
流动资产比率 (x)				
流动比率	3.7	3.8	3.8	3.8
速动比率	3.4	3.4	3.4	3.5
估值比率 (x)				
市盈率	15.7	18.4	17.3	16.3
市净率	4.2	4.6	4.2	3.9
市销率	4.6	4.7	4.4	4.2

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。