

## 公司研究

## 精益管理带动盈利能力提升，分红率提升超预期

——公牛集团（603195.SH）2025 年报和 2026 年一季报业绩点评

## 要点

**事件：公司发布 2025&26Q1 业绩，26Q1 业绩超预期；2025 年分红率提升。**2025 年收入 160.26 亿元，同比-4.8%，归母净利润 40.71 亿元，同比-4.7%，扣非归母净利润 36.25 亿元，同比-3.1%；其中 25Q4 收入 38.29 亿元，同比-9.4%，归母净利润 10.92 亿元，同比+8.2%，扣非归母净利润 9.23 亿元，同比+2.3%。26Q1 收入 40.60 亿元，同比+3.5%，归母净利润 10.58 亿元，同比+8.5%，扣非归母净利润 9.84 亿元，同比+15.0%。2025 年分红率 84.39%，同比+11.8pct。

## 点评：

**内部精益管理带动毛利率修复，期间费用率整体回落。**25Q4/26Q1 公司毛利率分别为 46.39%/42.74%，同比+2.8/+1.7pct，主要系公司持续通过 BBS 精益管理提质增效，并通过套保和提价组合，部分对冲原材料涨价。25Q4 销售/管理/研发/财务费用率为 8.61%/3.53%/5.24%/-0.54%，同比+1.3/-2.3/-0.2/+0.2pct，26Q1 销售/管理/研发/财务费用率为 6.52%/3.18%/3.35%/-0.43%，同比-0.1/-1.5/-0.7/+0.3pct，公司注重费用投放效率，期间费用率整体回落。

**电连接：2025 年增长承压，新品类贡献增量。**2025 年收入 70.77 亿元，同比-8%，25Q2 以来增速承压，26Q1 有所修复。2025 年核心品类插座量减价增，主要系终端需求承压，公司推出高价值新品拉升均价。坚持产品结构升级、品类拓展和渠道复用思路，新业务电动工具、数据中心配件等贡献增量。

**智能电工照明：产品推新力度提升，期待后续收入增长提速。**2025 年收入 80.98 亿元，同比-3%。2026 年公司发力照明，AI+智能照明产品端上保持领先，拓展大路灯、太阳能照明等新应用场景，期待后续增长提速。

**新能源：布局重心向商用侧转移，阶段性收入增速回落。**2025 年收入 8.22 亿元，同比+6%，增速较 2024 年回落，主要系 TOC 消费侧充电市场景气度下行，竞争加剧。公司提前布局商用侧重卡超充产品，聚焦港口、矿区、工业园、物流园等高价值场景，后续增速有望回升。

**盈利预测、估值与评级：民用电工领域标杆企业，考虑到原材料涨价压力和地产下行扰动仍然存在，我们小幅下调 2026-2027 年归母净利润预测至 42.54/44.15 亿元（较前次预测下调 5.8%/9.2%），新增 2028 年归母净利润预测为 46.69 亿元，2026-2028 年同比为 4.5%/3.8%/5.8%，当前市值对应的 PE 为 18/17/16 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等。**

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	16,831	16,026	17,337	18,073	18,951
营业收入增长率	7.24%	-4.78%	8.18%	4.24%	4.86%
归母净利润（百万元）	4,272	4,071	4,254	4,415	4,669
归母净利润增长率	10.39%	-4.72%	4.50%	3.79%	5.77%
EPS（元）	3.31	2.25	2.35	2.44	2.58
ROE（归属母公司）（摊薄）	26.93%	24.23%	24.15%	23.92%	24.05%
P/E	13	18	18	17	16
P/B	3.4	4.4	4.2	4.0	3.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-29；注：公司 2024 年末、2025 年末、最新总股本分别为 1292.16、1807.97、1807.91 百万股

## 增持（维持）

当前价：41.34 元

## 作者

分析师：洪吉然

执业证书编号：S0930521070002

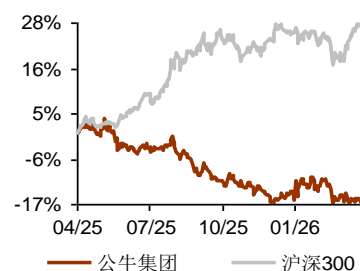
021-52523793

hongjiran@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	18.08
总市值(亿元)	747.39
一年最低/最高(元)	40.63/51.22
近 3 月换手率	8.23%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.77	-3.26	-43.59
绝对	0.32	-1.05	-16.01

资料来源：Wind

## 相关研报

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（2025-09-02）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	16,831	16,026	17,337	18,073	18,951
营业成本	9,552	9,113	9,971	10,351	10,849
折旧和摊销	269	322	238	280	322
税金及附加	133	154	147	154	161
销售费用	1,369	1,183	1,283	1,337	1,402
管理费用	732	712	763	795	834
研发费用	746	644	693	723	758
财务费用	-118	-97	12	-2	-10
投资收益	549	391	470	431	450
营业利润	5,113	4,959	5,223	5,392	5,697
利润总额	5,080	4,905	5,091	5,298	5,596
所得税	811	829	837	883	926
净利润	4,269	4,076	4,254	4,415	4,670
少数股东损益	-3	6	0	0	0
归属母公司净利润	4,272	4,071	4,254	4,415	4,669
EPS(元)	3.31	2.25	2.35	2.44	2.58

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3,730	4,744	4,341	4,469	4,746
净利润	4,272	4,071	4,254	4,415	4,669
折旧摊销	269	322	238	280	322
净营运资金增加	490	-839	-9	-49	-28
其他	-1,300	1,190	-142	-177	-218
投资活动产生现金流	-706	-2,062	-181	-255	-12
净资本支出	-930	-493	-650	-650	-450
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	224	-1,569	469	395	438
融资活动现金流	-3,522	-2,799	-3,943	-3,541	-3,662
股本变化	401	516	0	0	0
债务净变化	-699	493	-549	1	2
无息负债变化	17	636	500	395	370
净现金流	-496	-115	216	673	1,072

## 主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	43.2%	43.1%	42.5%	42.7%	42.8%
EBITDA 率	28.5%	30.1%	28.5%	29.1%	29.3%
EBIT 率	26.9%	28.2%	27.1%	27.5%	27.6%
税前净利润率	30.2%	30.6%	29.4%	29.3%	29.5%
归母净利润率	25.4%	25.4%	24.5%	24.4%	24.6%
ROA	20.8%	18.1%	18.2%	18.0%	18.0%
ROE (摊薄)	26.9%	24.2%	24.1%	23.9%	24.0%
经营性 ROIC	62.0%	69.9%	68.3%	68.1%	70.5%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	23%	25%	24%	25%	25%
流动比率	3.72	3.47	3.59	3.50	3.50
速动比率	3.36	3.16	3.26	3.17	3.17
归母权益/有息债务	53.63	21.30	73.44	76.48	79.92
有形资产/有息债务	67.47	27.86	94.64	99.05	103.71

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	20,494	22,556	23,327	24,565	25,898
货币资金	5,020	4,167	4,384	5,057	6,129
交易性金融资产	9,215	12,056	12,056	12,056	12,056
应收账款	300	307	321	334	348
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	14	11	13	13	14
存货	1,574	1,631	1,730	1,842	1,907
其他流动资产	133	64	64	64	64
流动资产合计	16,337	18,321	18,645	19,447	20,602
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	3,222	3,411	3,542	3,690	3,749
在建工程	317	174	401	570	608
无形资产	333	322	337	346	359
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	49	27	27	27	27
非流动资产合计	4,157	4,235	4,682	5,118	5,296
总负债	4,619	5,748	5,699	6,096	6,468
短期借款	283	550	0	0	0
应付账款	2,392	2,455	2,592	2,740	2,846
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	672	870	1,132	1,279	1,454
流动负债合计	4,388	5,287	5,194	5,557	5,889
长期借款	0	225	225	225	225
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	159	140	192	221	257
非流动负债合计	231	461	505	539	579
股东权益	15,875	16,809	17,627	18,469	19,430
股本	1,292	1,808	1,808	1,808	1,808
公积金	3,930	3,537	3,570	3,570	3,570
未分配利润	10,808	11,554	12,339	13,180	14,141
归属母公司权益	15,866	16,798	17,616	18,458	19,419
少数股东权益	9	11	11	11	12

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	8.14%	7.38%	7.40%	7.40%	7.40%
管理费用率	4.35%	4.45%	4.40%	4.40%	4.40%
财务费用率	-0.70%	-0.60%	0.07%	-0.01%	-0.05%
研发费用率	4.43%	4.02%	4.00%	4.00%	4.00%
所得税率	16%	17%	16%	17%	17%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	2.40	1.90	1.98	2.05	2.17
每股经营现金流	2.89	2.62	2.40	2.47	2.62
每股净资产	12.28	9.29	9.74	10.21	10.74
每股销售收入	13.03	8.86	9.59	10.00	10.48

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	13	18	18	17	16
PB	3.4	4.4	4.2	4.0	3.8
EV/EBITDA	9.1	13.1	12.7	11.9	11.1
股息率	5.8%	4.6%	4.8%	5.0%	5.2%

## 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。
<b>基准指数说明：</b>		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

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 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  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼