

精耕细作，经营韧性与精细化运营能力凸显

公牛集团 2025 年报及 2026Q1 季报点评

核心观点

- 业绩简述:** 公司 2025 年实现营业收入 160.26 亿元，同比-4.78%，归母净利润 40.71 亿元，同比-4.72%；其中 2025Q4 实现营业收入 38.29 亿元，同比-9.44%，归母净利润 10.92 亿元，同比+8.23%。26Q1 实现营业收入 40.6 亿元，同比+3.52%，归母净利润 10.58 亿元，同比+8.55%。
- 精耕细作，经营韧性与精细化运营能力凸显。** 公司 2025 年电连接产品/智能电工照明产品/新能源产品收入分别为 70.77 亿元/80.98 亿元/8.22 亿元，同比分别为-7.90%/-2.80%/+5.71%。其中智能电工照明增长韧性突出，主要墙开、照明业务在地产竣工弱势运行的负面影响下，仅略有下滑，毛利率逆势微升至 46.29%，受益于 AI 健康照明系统“沐光”全栈自研，强化无主灯品牌高端化与生态兼容优势；新能源布局加速但短期承压，全球化与技术协同并进，虽毛利率下滑至 29.55%（我们预计因储能业务原材料上涨与产能爬坡），但已构建 GONEO 储能品牌欧洲本地化运营体系，后续增长势能充沛。26Q1 收入增速转正，单季度合同负债 14.42 亿元，较期初+143%，预计下游提货较为积极，公司预收款增多导致。
- 费用管控合理，数字化提效成果显著。** 公司 2025 年销售、管理、研发、财务费用率分别为 7.38%、4.45%、4.02%、-0.6%，同比-0.75、+0.1、-0.41、+0.1pct；26Q1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 6.52%、3.18%、3.35%、-0.43%，同比-0.05、-1.52、-0.65、+0.26pct。公司依托 BBS 体系进行数字化提效，成果显著，综合费用率有所下降。

盈利预测与投资建议

- 投资建议:** 公司新业务加速孵化打开长期空间，数字化提效成果显著，维持高盈利护城河。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，我们维持 2026-2027 年盈利预测，并增加 2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 42.45/44.29/46.14 亿元，同比分别+4.3%/+4.3%/+4.2%，参考可比公司，给予公司 26 年 24xPE，目标价 56.4 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

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	16,831	16,026	17,614	18,403	19,170
同比增长(%)	7.2%	-4.8%	9.9%	4.5%	4.2%
营业利润(百万元)	5,113	4,959	5,127	5,354	5,559
同比增长(%)	8.2%	-3.0%	3.4%	4.4%	3.8%
归属母公司净利润(百万元)	4,272	4,071	4,245	4,429	4,614
同比增长(%)	10.4%	-4.7%	4.3%	4.3%	4.2%
每股收益(元)	2.36	2.25	2.35	2.45	2.55
毛利率(%)	43.2%	43.1%	42.9%	42.8%	42.7%
净利率(%)	25.4%	25.4%	24.1%	24.1%	24.1%
净资产收益率(%)	28.2%	24.9%	22.4%	19.9%	18.3%
市盈率	19.0	19.9	19.1	18.3	17.6
市净率	5.1	4.8	3.8	3.5	3.0

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（2026年04月30日）	44.85 元
目标价格	56.4 元
52 周最高价/最低价	51.22/40.63 元
总股本/流通 A 股（万股）	180,791/180,066
A 股市值（百万元）	81,085
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2026 年 05 月 03 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	8.02	8.83	7.35	-8.88
相对表现%	7.58	1.81	5.2	-36.38
沪深 300%	0.44	7.02	2.15	27.5



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

短期业绩承压，新业务加速成长：公牛集团 2025Q3 业绩点评	2025-11-27
业绩稳健增长，海外业务增速亮眼	2024-08-30

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		
		2026/4/30	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
萤石网络	688475	31.18	0.72	0.87	1.02	43.34	35.89	30.47
飞科电器	603868	34.50	1.18	1.41	1.54	29.35	24.48	22.35
美的集团	000333	81.10	5.78	6.19	6.71	14.04	13.11	12.09
海尔智家	600690	21.53	2.09	2.24	2.44	10.33	9.63	8.84
安孚科技	603031	41.50	0.60	1.20	1.42	68.65	34.50	29.20
		调整后平均值					24.00	21.00

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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	5,020	4,167	10,419	12,697	16,234	营业收入	16,831	16,026	17,614	18,403	19,170
应收票据、账款及款项融资	308	327	316	337	355	营业成本	9,552	9,113	10,060	10,527	10,985
预付账款	71	72	72	79	82	销售费用	1,369	1,183	1,321	1,380	1,438
存货	1,574	1,631	1,687	1,795	1,894	管理费用	732	712	793	828	863
其他	9,364	12,124	10,439	10,636	11,064	研发费用	746	644	705	736	767
流动资产合计	16,337	18,321	22,934	25,543	29,628	财务费用	(118)	(97)	(40)	(83)	(114)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	43	21	(4)	0	0
固定资产	3,222	3,411	3,276	3,062	2,810	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	317	174	78	39	23	投资净收益	549	391	300	300	300
无形资产	333	322	306	290	274	其他	57	119	48	40	28
其他	285	328	299	288	284	营业利润	5,113	4,959	5,127	5,354	5,559
非流动资产合计	4,157	4,235	3,958	3,678	3,390	营业外收入	5	3	0	0	0
资产总计	20,494	22,556	26,893	29,222	33,019	营业外支出	38	57	12	18	0
短期借款	283	550	474	435	486	利润总额	5,080	4,905	5,115	5,336	5,559
应付票据及应付账款	2,392	2,455	2,517	2,702	2,843	所得税	811	829	869	907	945
其他	1,713	2,282	2,290	2,203	2,318	净利润	4,269	4,076	4,245	4,429	4,614
流动负债合计	4,388	5,287	5,280	5,340	5,648	少数股东损益	(3)	6	0	0	0
长期借款	0	225	225	225	225	归属于母公司净利润	4,272	4,071	4,245	4,429	4,614
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.36	2.25	2.35	2.45	2.55
其他	231	235	233	231	233						
非流动负债合计	231	461	458	456	458	主要财务比率					
负债合计	4,619	5,748	5,738	5,796	6,106		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	9	11	11	11	11	成长能力					
实收资本(或股本)	1,292	1,808	1,808	1,808	1,808	营业收入	7.2%	-4.8%	9.9%	4.5%	4.2%
资本公积	3,098	2,495	2,666	2,666	2,666	营业利润	8.2%	-3.0%	3.4%	4.4%	3.8%
留存收益	11,454	12,424	16,669	18,940	22,427	归属于母公司净利润	10.4%	-4.7%	4.3%	4.3%	4.2%
其他	22	71	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	15,875	16,809	21,154	23,425	26,913	毛利率	43.2%	43.1%	42.9%	42.8%	42.7%
负债和股东权益总计	20,494	22,556	26,893	29,222	33,019	净利率	25.4%	25.4%	24.1%	24.1%	24.1%
						ROE	28.2%	24.9%	22.4%	19.9%	18.3%
						ROIC	26.5%	23.9%	21.3%	19.0%	17.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	22.5%	25.5%	21.3%	19.8%	18.5%
净利润	4,269	4,076	4,245	4,429	4,614	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	193	249	377	396	413	流动比率	3.72	3.47	4.34	4.78	5.25
财务费用	(118)	(97)	(40)	(83)	(114)	速动比率	3.36	3.16	4.02	4.45	4.91
投资损失	(549)	(391)	(300)	(300)	(300)	营运能力					
营运资金变动	(118)	446	(146)	56	134	应收账款周转率	59.6	52.8	56.5	56.3	55.4
其它	54	460	(60)	0	(5)	存货周转率	6.3	5.7	6.1	6.0	6.0
经营活动现金流	3,730	4,744	4,076	4,498	4,742	总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
资本支出	(939)	(264)	(114)	(117)	(118)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	2.36	2.25	2.35	2.45	2.55
其他	233	(1,798)	2,024	98	(140)	每股经营现金流	2.89	2.62	2.25	2.49	2.62
投资活动现金流	(706)	(2,062)	1,910	(19)	(258)	每股净资产	8.78	9.29	11.69	12.95	14.88
债权融资	(394)	225	131	(87)	15	估值比率					
股权融资	(97)	(87)	171	0	0	市盈率	19.0	19.9	19.1	18.3	17.6
其他	(3,032)	(2,938)	(37)	(2,113)	(961)	市净率	5.1	4.8	3.8	3.5	3.0
筹资活动现金流	(3,522)	(2,799)	266	(2,201)	(947)	EV/EBITDA	12.4	12.6	11.7	11.3	11.0
汇率变动影响	2	2	-0	-0	-0	EV/EBIT	12.8	13.2	12.6	12.2	11.8
现金净增加额	(496)	(115)	6,252	2,278	3,537						

资料来源：东方证券研究所

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。

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。