

# 26Q1 营收重回增长，盈利能力继续提升

公牛集团 (603195.SH)

## 核心观点

25 年公司营收、归母净利润同比-4.78%、-4.72%，公司电连接、智能电工照明受地产与消费环境拖累，新能源业务逆势增长；海外市场拓展顺利，成为重要增量；25 年公司盈利能力保持韧性。26Q1 公司营收、归母净利润同比+3.52%、+8.55%，系公司基于原材料涨价下调价，带动下游积极提货。

后续展望：1) 精益管理与产品升级驱动传统业务企稳回升；2) 新能源（充电/储能）、无主灯、数据中心等新业务打开成长空间；3) 海外市场（东南亚、欧洲）持续发力，贡献长期增量。且公司 26 年员工持股计划考核目标从增速切为加权 ROE 绝对值，后续将保持高质量发展。

## 事件

**公司发布 2025 年年报：**2025 年公司实现营收 160.26 亿元/-4.78%，归母净利润 40.71 亿元/-4.72%，扣非归母净利润 36.25 亿元/-3.13%，基本 EPS 为 2.26 元/-4.24%，ROE（加权）为 24.91%/-3.73pct。拟向全体股东每股派发现金红利 1.90 元（含税），公司 2025 年度累计现金分红和回购金额合计对应分红率为 90.53%。

**公司发布 2026 年一季报：**2026 年 Q1 实现营业收入 40.60 亿元/+3.52%，归母净利润 10.58 亿元/+8.55%，扣非归母净利润 9.84 亿元/+15.01%，基本 EPS 为 0.59 元/+9.26%，ROE（加权）为 6.1%/+0.15pct。

## 简评

26Q1 营收重回正增长、盈利能力提升，合同负债表现亮眼。2026 年 Q1 实现营业收入 40.60 亿元/+3.52%，重回正增长，主要系公司基于原材料涨价下调价，带动下游积极提货，截至 26 年 3 月底，公司合同负债金额为 14.42 亿元（25 年底为 5.93 亿元），26Q1 经营活动净现金流 17 亿元/+20.3%。26Q1 归母净利润 10.58 亿元/+8.55%、扣非归母净利润 9.84 亿元/+15.01%，得益于公司降本提效，2026Q1 公司毛利率 42.74%/+1.7pct，2026Q1 销售、管理、研发、财务费率为 6.52%、3.18%、3.35%、-0.43%，同比 -0.05、-1.52、-0.65、+0.26pct；公司 2026Q1 净利率为 26.10%/+1.24pct，盈利能力继续提升。

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

马王杰

mawangjie@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070002

发布日期：2026 年 05 月 05 日

当前股价：44.85 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1 个月           | 3 个月      | 12 个月         |
|----------------|-----------|---------------|
| 8.83/4.02      | 7.35/7.49 | -36.20/-61.32 |
| 12 月最高/最低价 (元) |           | 74.07/40.83   |
| 总股本 (万股)       |           | 180,790.95    |
| 流通 A 股 (万股)    |           | 180,066.43    |
| 总市值 (亿元)       |           | 810.85        |
| 流通市值 (亿元)      |           | 807.60        |
| 近 3 月日均成交量 (万) |           | 288.09        |
| 主要股东           |           |               |
| 宁波良机实业有限公司     |           | 53.84%        |

股价表现



相关研究报告

【中信建投轻工纺织及服务】公牛集团 (603195):Q3 业绩短期承压，新业务开拓顺利

**25 年传统业务承压,积极拓展新能源和海外等新业务。**2025 年公司实现营收 160.26 亿元/-4.78%,其中:

1) 分业务: 2025 年公司电连接、智能电工照明、新能源产品营收为 70.77、80.98、8.22 亿元,分别同比-7.90%、+2.80%、+5.71%。传统业务承压主要系经济波动以及地产下行影响,公司在电连接与转换器业务积极推进产品创新、渠道新业态渗透、电动工具等新品类延伸;智能电工与照明业务以 AI 智能+健康照明构建产品竞争力,充分发挥多品类集成优势;新能源国内业务受行业下行影响,商用领域落地重卡充电桩及兆瓦级群充设备,欧洲储能产品进入上市准备阶段。

2) 分市场: 2025 年公司境内、境外营收为 157.26、2.70 亿元,分别同比-4.99%、+12.68%,公司海外业务以家装墙开、新能源储能业务为核心引擎,聚焦东南亚、欧洲等重点区域,同步发力国际电商,业务覆盖全球超四十个国家。

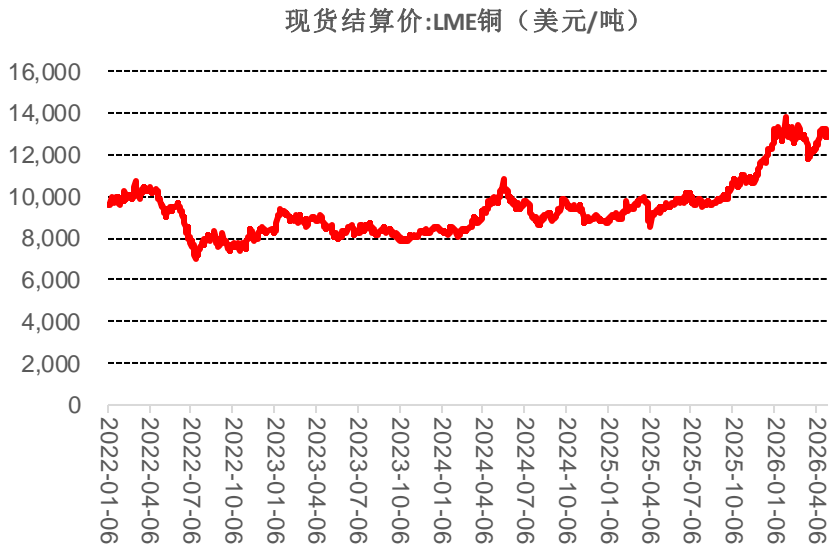
**盈利能力保持韧性,费用管控良好。**25 年公司毛利率为 43.14%/-0.11pct,电连接、智能电工照明、新能源产品毛利率为 41.12%、46.29%、29.55%,同比分别+0.15、+0.11、-5.26pct。25 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 7.38%/-0.75pct、4.45%/+0.10pct、4.02%/-0.41pct、-0.60%/+0.10pct,25 年净利率为 25.44%/+0.07pct,盈利能力继续保持韧性。

**推出股份回购方案,26 年员工持股计划考核目标从增速切为加权 ROE 绝对值。**公司计划以不超过 62 元/股从二级市场回购股份,回购金额 2-4 亿元(回购股份占比约 0.18%-0.36%),回购股份用于股权激励/员工持股计划。同时公司推出 2026 年员工持股计划,该计划的资金规模不超过 2.55 亿元,662 名员工(含董监高 4 人)参与股票规模约 616.8 万股(占当前股本的 0.34%),股票来源为回购专用账户回购的股份,回购价格为 41.38 元/股。员工持股计划分三期解锁(40%、30%、30%比例解锁),业绩考核目标从原本的营收利润增速考核转变为 ROE 指标,此次考核为:2026-28 年每年的加权平均净资产收益率均不低于 20%。毛利率分别为 41.12%/46.29%/29.55%,同比分别+0.15pct/+0.11pct/-5.26pct。

**投资建议:** 预计 2026-2028 年公司营收 165.9、171.4、176.6 亿元,同比+3.5%、+3.3%、+3.0%,预计归母净利润为 42.2、43.7、45.3 亿元,同比+3.7%、+3.5%、+3.6%,对应 PE 为 19.2X、18.6X、17.9X,维持“买入”评级。

**风险提示:** 1) 市场竞争加剧的风险:民用电工领域市场竞争充分,参与者既有国内的众多企业,又有国际知名品牌,同时其中的转换器、墙壁开关插座等产品作为未来智能家居的重要控制入口,也吸引了许多实力雄厚的新企业加入竞争行列。未来,民用电工及照明行业预计将保持较为激烈的竞争状态,市场竞争格局的演变存在不确定性,如公司不能适应新的竞争形势,不能巩固和扩大原有竞争优势,将会面临市场份额损失的风险。2) 新业务发展不达预期的风险:在巩固和扩大原有竞争优势的同时,公司围绕电动汽车充电场景、家庭装修场景,开拓了充电枪/桩、无主灯、断路器、浴霸、智能门锁、智能晾衣机、智能窗帘机等新兴业务,但考虑到相关领域发展趋势、市场竞争、消费偏好变化等不确定性因素,不排除未来新业务存在发展不达预期的可能性。3) 原材料价格上涨对于业绩影响的风险:公司生产所需要的原材料主要为铜材、塑料、组件、五金件、包材、电子件等,原材料采购价格与铜材、塑料等大宗商品价格存在一定相关性。原材料的采购价格对公司主营业务成本存在较大影响。

图 1:公司主要原材料价格变化



数据来源: wind, 中信建投证券

表 1:公牛集团主要业务原材料构成

| 原材料成本构成（2020 年招股书口径） |  |
|----------------------|--|
| 转换器                  | 产品材料成本中铜的占比平均达 50%左右，改性 PP 占比约 10-15%。                     |
| 墙开                   | 改性 PC（占材料成本比约 40-50%）和五金件（以铜为主，还包括铁等其他材料，占材料成本比约 20-30%左右） |

资料来源: wind, 中信建投证券

**资产负债表(百万元)**

| 会计年度           | 2024A         | 2025A         | 2026E         | 2027E         | 2028E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>16,337</b> | <b>18,321</b> | <b>19,224</b> | <b>21,034</b> | <b>22,861</b> |
| 现金             | 5,020         | 4,167         | 5,086         | 6,829         | 8,593         |
| 应收票据及应收账款合计    | 308           | 327           | 309           | 320           | 329           |
| 其他应收款          | 14            | 11            | 12            | 13            | 13            |
| 预付账款           | 71            | 72            | 68            | 70            | 72            |
| 存货             | 1,574         | 1,631         | 1,584         | 1,636         | 1,684         |
| 其他流动资产         | 9,350         | 12,113        | 12,164        | 12,167        | 12,170        |
| <b>非流动资产</b>   | <b>4,157</b>  | <b>4,235</b>  | <b>3,618</b>  | <b>2,997</b>  | <b>2,390</b>  |
| 长期投资           | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 固定资产           | 3,256         | 3,445         | 2,930         | 2,410         | 1,886         |
| 无形资产           | 333           | 322           | 268           | 215           | 161           |
| 其他非流动资产        | 568           | 468           | 420           | 372           | 343           |
| <b>资产总计</b>    | <b>20,494</b> | <b>22,556</b> | <b>22,842</b> | <b>24,031</b> | <b>25,251</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>4,388</b>  | <b>5,287</b>  | <b>4,574</b>  | <b>4,723</b>  | <b>4,862</b>  |
| 短期借款           | 283           | 550           | 0             | 0             | 0             |
| 应付票据及应付账款合计    | 2,392         | 2,455         | 2,364         | 2,441         | 2,512         |
| 其他流动负债         | 1,713         | 2,282         | 2,210         | 2,282         | 2,349         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>231</b>    | <b>461</b>    | <b>400</b>    | <b>343</b>    | <b>288</b>    |
| 长期借款           | 19            | 237           | 177           | 119           | 64            |
| 其他非流动负债        | 212           | 223           | 223           | 223           | 223           |
| <b>负债合计</b>    | <b>4,619</b>  | <b>5,748</b>  | <b>4,974</b>  | <b>5,066</b>  | <b>5,150</b>  |
| 少数股东权益         | 9             | 11            | 15            | 20            | 24            |
| 股本             | 1,292         | 1,808         | 1,808         | 1,808         | 1,808         |
| 资本公积           | 3,284         | 2,666         | 2,666         | 2,666         | 2,666         |
| 留存收益           | 11,290        | 12,323        | 13,379        | 14,471        | 15,603        |
| 归属母公司股东权益      | 15,866        | 16,798        | 17,853        | 18,945        | 20,077        |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>20,494</b> | <b>22,556</b> | <b>22,842</b> | <b>24,031</b> | <b>25,251</b> |

**现金流量表(百万元)**

| 会计年度           | 2024A         | 2025A         | 2026E         | 2027E         | 2028E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>3,730</b>  | <b>4,744</b>  | <b>4,314</b>  | <b>4,663</b>  | <b>4,770</b>  |
| 净利润            | 4,269         | 4,076         | 4,225         | 4,375         | 4,531         |
| 折旧摊销           | 278           | 331           | 617           | 622           | 607           |
| 财务费用           | -118          | -97           | -49           | -83           | -112          |
| 投资损失           | -549          | -391          | -430          | -430          | -430          |
| 营运资金变动         | -337          | 799           | -147          | 82            | 75            |
| 其他经营现金流        | 188           | 25            | 98            | 98            | 98            |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-706</b>   | <b>-2,062</b> | <b>332</b>    | <b>332</b>    | <b>332</b>    |
| 资本支出           | 953           | 489           | 0             | 0             | 0             |
| 长期投资           | -31           | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 其他投资现金流        | -1,628        | -2,551        | 332           | 332           | 332           |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-3,522</b> | <b>-2,799</b> | <b>-3,728</b> | <b>-3,252</b> | <b>-3,338</b> |
| 短期借款           | -306          | 267           | -550          | 0             | 0             |
| 长期借款           | 14            | 219           | -60           | -58           | -55           |
| 其他筹资现金流        | -3,231        | -3,285        | -3,117        | -3,195        | -3,283        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>-496</b>   | <b>-115</b>   | <b>919</b>    | <b>1,743</b>  | <b>1,764</b>  |

**利润表(百万元)**

| 会计年度            | 2024A         | 2025A         | 2026E         | 2027E         | 2028E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>16,831</b> | <b>16,026</b> | <b>16,593</b> | <b>17,136</b> | <b>17,657</b> |
| 营业成本            | 9,552         | 9,113         | 9,447         | 9,757         | 10,042        |
| 营业税金及附加         | 133           | 154           | 159           | 164           | 169           |
| 销售费用            | 1,369         | 1,183         | 1,203         | 1,242         | 1,271         |
| 管理费用            | 732           | 712           | 730           | 754           | 777           |
| 研发费用            | 746           | 644           | 664           | 685           | 706           |
| 财务费用            | -118          | -97           | -49           | -83           | -112          |
| 资产减值损失          | -40           | -20           | -17           | -17           | -18           |
| 信用减值损失          | -3            | -1            | -3            | -3            | -4            |
| 其他收益            | 189           | 273           | 238           | 238           | 238           |
| 公允价值变动收益        | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 投资净收益           | 549           | 391           | 430           | 430           | 430           |
| 资产处置收益          | 2             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>营业利润</b>     | <b>5,113</b>  | <b>4,959</b>  | <b>5,087</b>  | <b>5,264</b>  | <b>5,451</b>  |
| 营业外收入           | 5             | 3             | 4             | 4             | 4             |
| 营业外支出           | 38            | 57            | 60            | 60            | 60            |
| <b>利润总额</b>     | <b>5,080</b>  | <b>4,905</b>  | <b>5,030</b>  | <b>5,208</b>  | <b>5,394</b>  |
| 所得税             | 811           | 829           | 805           | 833           | 863           |
| <b>净利润</b>      | <b>4,269</b>  | <b>4,076</b>  | <b>4,225</b>  | <b>4,375</b>  | <b>4,531</b>  |
| 少数股东损益          | -3            | 6             | 4             | 4             | 5             |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>4,272</b>  | <b>4,071</b>  | <b>4,221</b>  | <b>4,370</b>  | <b>4,527</b>  |
| EBITDA          | 5,240         | 5,140         | 5,599         | 5,746         | 5,889         |
| EPS (元)         | 2.36          | 2.25          | 2.33          | 2.42          | 2.50          |

**主要财务比率**

| 会计年度           | 2024A  | 2025A  | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 营业收入(%)        | 7.24   | -4.78  | 3.53   | 3.27   | 3.04   |
| 营业利润(%)        | 8.17   | -3.02  | 2.57   | 3.49   | 3.54   |
| 归属于母公司净利润(%)   | 10.39  | -4.72  | 3.70   | 3.53   | 3.58   |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 毛利率(%)         | 43.25  | 43.14  | 43.06  | 43.06  | 43.13  |
| 净利率(%)         | 25.38  | 25.40  | 25.44  | 25.50  | 25.64  |
| ROE(%)         | 26.93  | 24.23  | 23.64  | 23.07  | 22.55  |
| ROIC(%)        | 195.96 | 112.05 | 143.14 | 171.03 | 236.42 |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 资产负债率(%)       | 22.54  | 25.48  | 21.78  | 21.08  | 20.39  |
| 净负债比率(%)       | -29.73 | -20.11 | -27.47 | -35.38 | -42.43 |
| 流动比率           | 3.72   | 3.47   | 4.20   | 4.45   | 4.70   |
| 速动比率           | 3.32   | 3.13   | 3.82   | 4.07   | 4.32   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 0.82   | 0.71   | 0.73   | 0.71   | 0.70   |
| 应收账款周转率        | 54.60  | 48.99  | 53.63  | 53.63  | 53.63  |
| 应付账款周转率        | 3.99   | 3.71   | 4.00   | 4.00   | 4.00   |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |        |
| 每股收益(最新摊薄)     | 2.36   | 2.25   | 2.33   | 2.42   | 2.50   |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 2.06   | 2.62   | 2.39   | 2.58   | 2.64   |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 8.78   | 9.29   | 9.87   | 10.48  | 11.11  |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |        |
| P/E            | 18.98  | 19.92  | 19.21  | 18.55  | 17.91  |
| P/B            | 5.11   | 4.83   | 4.54   | 4.28   | 4.04   |
| EV/EBITDA      | 14.98  | 11.67  | 11.75  | 11.14  | 10.57  |

数据来源: wind, 中信建投

## 分析师介绍

### 叶乐

纺织服装及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2025年、2024年“金牛奖”纺织服饰行业最佳分析师，2025年“金麒麟”轻工和纺织服装行业最佳分析师，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺织、轻工、黄金珠宝、教育、医美个护、IP潮玩等消费产业研究。

### 黄杨璐

纺织服装&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，2021年加入中信建投证券研究发展部，专注于黄金珠宝、医美个护、教育人力、运动服饰、家居等消费服务产业研究。

### 马王杰

中信建投证券家电和农业行业首席分析师，上海交通大学管理学硕士。研究扎实，观点鲜明。家电领域重点覆盖白电、黑电、小家电、清洁电器、两轮车、摩托车、电动园林工具。曾获证券时报新财富最佳分析师入围、上证报最佳分析师，Wind金牌金牌分析师，新浪金麒麟最佳分析师等

**评级说明**

| 投资评级标准   |      | 评级   | 说明            |
|--|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对涨幅 15%以上    |
|  |      | 增持   | 相对涨幅 5%—15%   |
|  |      | 中性   | 相对涨幅-5%—5%之间  |
|  |      | 减持   | 相对跌幅 5%—15%   |
|  |      | 卖出   | 相对跌幅 15%以上    |
|  | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上    |
|  |      | 中性   | 相对涨幅-10-10%之间 |
|  |      | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上    |

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：（852）3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk