

2025A&2026Q1 新兴业务持续开拓，推出员工持股计划显发展信心

公牛集团(603195)

评级:	买入	股票代码:	603195
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	74.11/40.63
目标价格:		总市值(亿)	810.85
最新收盘价:	44.85	自由流通市值(亿)	807.60
		自由流通股数(百万)	1,800.66

事件概述

公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报，2025 年公司实现营收 160.26 亿元，同比-4.78%；归母净利润 40.71 亿元，同比-4.72%；扣非后归母净利为 36.25 亿元，同比-3.13%。单季度看，2025Q4/2026Q1 公司分别实现营收 38.29/40.60 亿元，分别同比-9.44%/3.52%；归母净利润分别为 10.92/10.58 亿元，分别同比+8.23%/+8.55%；扣非后归母净利分别为 9.23/9.84 亿元，分别同比+2.33%/+15.01%。2025 年分红：拟每 10 股派发现金红利（含税）19 元。

分析判断：

► 收入端：主盘短暂承压，新兴业务持续开拓

2025 公司各项业务协同发展，（1）电连接业务稳步推进传统转换器，数码快充等产品迭代升级，加快嵌入式，电动工具等新业务孵化落地，深化五金/即时零售/电商等渠道变革创新，同时积极响应新国标升级要求，率先完成全系列四位及以上产品的超功率保护革新；2025 年实现营收 70.77 亿元，同比-7.90%；（2）智能电工照明业务，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，持续提升业务与品牌影响力。2025 年实现营收 80.98 亿元，同比-2.80%；（3）新能源业务，不断提升家用/商用充电类产品创新与客户服务能力，加速储能业务开拓。新能源业务精准挖掘个人用户痛点与智能化需求，推出“天际”“优享”系列智能化家用产品，重点培育新增长曲线，聚焦商用充电桩与储能业务加速开拓，核心突破大功率重卡产品与欧洲户储产品创新。另外渠道端推动新能源业务从 C 端向 B 端全面革新，C 端市场持续深耕，终端门店覆盖核心城市，县域及重点乡镇，截止 2025 年末全国范围内网点数量超 3 万家，B 端市场聚焦高价值场景，深化“渠道+场景”布局，重点拓展港口/矿区/工业园/物流园等核心场景。2025 年实现营收 8.22 亿元，同比+5.71%。（4）新孵化业务：积极推动数据中心，太阳能照明业务布局。数据中心业务以 PDU 产品为基础，深化与字节、腾讯等头部客户合作，推出适配 AI 算力的大功率直流 PDU、智能母线等新产品，太阳能照明业务依托五金、电商既有渠道，聚焦路灯、庭院灯品类推出创新产品实现良好增长，并积极开展海外市场机会洞察与产品预研；（5）国际化：以家装墙开、新能源储能业务为核心引擎，加速全球化布局。以家装墙开、新能源储能为核心引擎加快海外拓展，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。

► 利润端：控费优异，净利率同比提升

盈利能力方面，公司 2026Q1 毛利率 42.74% (+1.70pct)。期间费率 12.62% (-1.96pct)，其中销售费率 6.52% (-0.05pct)；管理费率 3.18% (-1.52pct)；财务费率-0.43% (+0.26pct)（系利息收入下降所致）；研发费率 3.35% (-0.65pct)。综合作用下净利率 26.10% (+1.24pct)。

► 发布员工持股计划，激活组织活力

公司发布 2026 员工持股计划，资金规模不超过 2.55 亿元，此次员工计划涉及标的股票规模约为 616.83 万股，占当前公司总股本的 0.34%。参加此次员工持股计划的人数预计为 662 人左右（不含预留份额持有人）参与对象包括多位董事/财务总监/其他骨干员工等。本持股计划分三期解锁，解锁比例分别为 40%/30%/30%，对应考

核业绩指标分别为 2026/2027/2028 年度的加权平均净资产收益率不低于 22%/20%/20%。

投资建议

公司在巩固转换器领域基础上，陆续将竞争优势复制到墙开、LED 照明、数码配件以及新能源等新业务领域，逐渐向民用电工巨头迈进。我们看好公司的后续发展。结合公司最新财报情况，我们调整 26-27 并引入 28 年盈利预测，预计 2026-2028 收入分别为 170.02/173.76 亿元（26-27 前值为 175.03/186.93 亿元），EPS 分别为 2.36/2.48/2.51 元（26-27 前值为 2.41/2.49 元）。对应 2026 年 4 月 30 日 44.85 元/股收盘价，PE 分别为 19/18/18 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

新业务拓展不及预期风险；原材料大幅涨价风险；行业竞争加剧风险；地产景气度不及预期风险；短期疫情影响。

盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	16,831	16,026	16,578	17,002	17,376
YoY (%)	7.2%	-4.8%	3.4%	2.6%	2.2%
归母净利润(百万元)	4,272	4,071	4,265	4,482	4,541
YoY (%)	10.4%	-4.7%	4.8%	5.1%	1.3%
毛利率 (%)	43.2%	43.1%	43.7%	43.9%	44.1%
每股收益 (元)	2.36	2.26	2.36	2.48	2.51
ROE	26.9%	24.2%	20.3%	17.6%	15.1%
市盈率	19.00	19.85	19.01	18.09	17.86

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话：

分析师：吴菲菲

邮箱：wuff@hx168.com.cn

SAC NO: S1120525090001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	16,026	16,578	17,002	17,376	净利润	4,076	4,269	4,486	4,545
YoY (%)	-4.8%	3.4%	2.6%	2.2%	折旧和摊销	331	394	394	417
营业成本	9,113	9,333	9,538	9,713	营运资金变动	829	-171	-913	125
营业税金及附加	154	149	153	122	经营活动现金流	4,744	4,354	3,774	5,133
销售费用	1,183	1,160	1,173	1,043	资本开支	-493	-537	-273	-427
管理费用	712	663	680	521	投资	0	-105	-105	-105
财务费用	-97	0	0	0	投资活动现金流	-2,062	-395	-87	-532
研发费用	644	663	680	521	股权募资	122	5	0	0
资产减值损失	-20	-50	-50	0	债务募资	485	-2	0	0
投资收益	391	259	290	0	筹资活动现金流	-2,799	-47	0	0
营业利润	4,959	5,128	5,388	5,456	现金净流量	-115	3,910	3,687	4,601
营业外收支	-54	-46	-47	-45					
利润总额	4,905	5,082	5,341	5,411	主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
所得税	829	813	855	866	成长能力 (%)				
净利润	4,076	4,269	4,486	4,545	营业收入增长率	-4.8%	3.4%	2.6%	2.2%
归属于母公司净利润	4,071	4,265	4,482	4,541	净利润增长率	-4.7%	4.8%	5.1%	1.3%
YoY (%)	-4.7%	4.8%	5.1%	1.3%	盈利能力 (%)				
每股收益	2.26	2.36	2.48	2.51	毛利率	43.1%	43.7%	43.9%	44.1%
					净利率	25.4%	25.7%	26.4%	26.1%
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	总资产收益率 ROA	18.0%	16.0%	14.4%	12.7%
货币资金	4,167	8,077	11,764	16,364	净资产收益率 ROE	24.2%	20.3%	17.6%	15.1%
预付款项	72	75	76	78	偿债能力 (%)				
存货	1,631	1,620	2,571	2,523	流动比率	3.47	4.35	5.17	5.96
其他流动资产	12,451	12,522	12,636	12,746	速动比率	3.13	4.01		5.47
流动资产合计	18,321	22,294	27,046	31,710	现金比率	0.79	1.58	2.25	3.08
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	25.5%	21.0%	18.2%	16.1%
固定资产	3,420	3,447	3,209	3,104	经营效率 (%)				
无形资产	322	352	382	412	总资产周转率	0.74	0.67	0.59	0.52
非流动资产合计	4,235	4,345	4,181	4,151	每股指标 (元)				
资产合计	22,556	26,638	31,227	35,862	每股收益	2.26	2.36	2.48	2.51
短期借款	550	550	550	550	每股净资产	9.29	11.64	14.12	16.63
应付账款及票据	2,455	2,333	2,385	2,428	每股经营现金流	2.62	2.41	2.09	2.84
其他流动负债	2,282	2,243	2,295	2,340	每股股利	1.90	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	5,287	5,126	5,229	5,318	估值分析				
长期借款	225	225	225	225	PE	19.85	19.01	18.09	17.86
其他长期负债	235	234	234	234	PB	4.39	3.85	3.18	2.70
非流动负债合计	461	459	459	459					
负债合计	5,748	5,586	5,689	5,777					
股本	1,808	1,808	1,808	1,808					
少数股东权益	11	15	20	24					
股东权益合计	16,809	21,053	25,539	30,084					
负债和股东权益合计	22,556	26,638	31,227	35,862					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。