

公牛集团 (603195)

 证券研究报告
2026年05月02日

价格传导有力，盈利逆势提升

事件：

2025年，公司实现营业收入160.3亿元（同比-4.8%，下同），归母净利润40.7亿元（-4.7%），扣非归母净利润36.2亿元（-3.1%）。单2025Q4看，公司实现营业收入38.3亿元（-9.4%），归母净利润10.92亿元（+8.2%），扣非归母净利润9.23亿元（+2.3%）。2026Q1，公司实现营业收入40.6亿元（同比+3.5%，下同），归母净利润10.6亿元（+8.5%），扣非归母净利润9.8亿元（+15.0%）。

2025年公司现金分红34.35亿元，公司股利支付率连年提升。同时，公司发布2026年员工持股计划，考核目标为2026/2027/2028年加权平均净资产收益率不低于22%/20%/20%（2023/2024/2025年的ROE为29%/28%/25%）。

点评：

收入逐步回暖，动销健康运行。受新房竣工及工商业活动影响，国内相关行业需求有所波动，公司收入略有承压，2025年分板块看：1）公司电连接业务收入70.8亿元，同比-7.9%；2）智能电工照明收入81.0亿元，同比-2.8%；3）新能源产品收入8.2亿元，同比+5.7%。结合半年度数据来看，电连接下半年增速弱于上半年，智能电工照明增速均匀，25H2新能源业务增速换挡明显——预计主要受国内新能源车行业增速回落等因素影响。在原材料涨价背景下，公司一季度以来实施产品提价，对26Q1收入形成较好支撑转为增势。26Q1季度末公司合同负债金额达到14.4亿元，同环比均实现翻倍，公司后续增长可期。

多重利好拉动盈利提升。2025年公司毛利率43.1%（-0.1pct），预计主要受业务结构调整（相对低毛利率的业务如新能源等占比提升）以及新能源产品毛利率走弱（-5.3pct）影响。期间费用率同比优化1pct至15.2%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为7.4%/4.4%/4.0%/-0.6%，同比分别-0.8/+0.1/-0.4/+0.1pct，综合影响下2025年归母净利润率为25.4%，保持平稳。2025Q4毛利率46.4%（+2.8pct），期间费用率16.8%（-1pct），叠加其他收益和投资净收益同比多出约1亿元显著增厚当期利润，多重利好因素影响下25Q4实现归母净利润率28.5%（+4.7pct）。2026Q1，毛利率42.7%（+1.7pct），预计受到产品提价影响，期间费用率同比优化2pct至12.6%，归母净利润率为26.1%（+1.2pct）。

积极推动数据中心、太阳能照明业务布局。2025年上半年，公司依托PDU（电源分配单元）积极向数据中心业务布局。目前已与字节跳动、腾讯等客户形成了较好的合作关系，大功率直流PDU、高功率小母线等系列新产品受到了广泛好评，微模块等趋势性新产品也快速开发。凭借在照明及新能源领域积累的平台化研发和产品能力，公司积极布局太阳能照明业务，通过不断深化的用户需求洞察，围绕庭院、工厂、乡镇道路照明等场景，推出了“一体化路灯头”等高性能产品。

投资建议：公司作为电工龙头，长期发展逻辑清晰——优势品类墙插插座、转换器稳健成长穿越周期，龙头地位夯实；新能源+无主灯业务跨越式增长；国际化战略长坡厚雪。我们持续看好公牛在民用电工领域的龙头地位以及入局新赛道、新市场的成长性，预计26-28年归母净利润43.8/46.4/50.0亿元，对应动态PE分别为18.5x/17.5x/16.2x，维持“买入”评级。

风险提示：业务发展、渠道开拓不达预期的风险；原材料价格上涨的风险；房地产市场波动的风险；市场竞争加剧的风险。

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	44.85元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,807.91
流通A股股本(百万股)	1,800.66
A股总市值(百万元)	81,084.74
流通A股市值(百万元)	80,759.79
每股净资产(元)	9.85
资产负债率(%)	26.86
一年内最高/最低(元)	74.11/40.63

作者

周嘉乐	分析师
SAC 执业证书编号：S1110525060005	
zhoujiale@tfzq.com	
宗艳	分析师
SAC 执业证书编号：S1110522070002	
zongyan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《公牛集团-季报点评-短期调整，蓄势待发》2025-11-03
- 《公牛集团-半年报点评-Q2收入承压，盈利高位波动》2025-08-31
- 《公牛集团-年报点评报告-穿越周期，韧性增长》2025-04-25

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	16,830.54	16,026.31	17,071.21	17,961.90	19,212.42
增长率(%)	7.24	(4.78)	6.52	5.22	6.96
EBITDA(百万元)	5,895.02	5,570.93	5,359.62	5,691.73	6,125.20
归属母公司净利润(百万元)	4,272.20	4,070.63	4,376.11	4,643.03	4,995.95
增长率(%)	10.39	(4.72)	7.50	6.10	7.60
EPS(元/股)	3.31	2.25	2.42	2.57	2.76
市盈率(P/E)	13.57	19.92	18.53	17.46	16.23
市净率(P/B)	3.65	4.83	3.33	2.27	1.57
市销率(P/S)	3.44	5.06	4.75	4.51	4.22
EV/EBITDA	12.99	10.42	11.00	8.24	5.21

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	5,020.38	4,167.32	12,539.44	24,150.41	38,578.41	营业收入	16,830.54	16,026.31	17,071.21	17,961.90	19,212.42
应收票据及应收账款	300.15	307.54	339.27	341.29	386.65	营业成本	9,551.81	9,113.19	9,622.00	10,088.10	10,755.86
预付账款	71.04	72.06	59.13	84.32	71.84	营业税金及附加	133.18	153.53	163.54	172.07	184.05
存货	1,573.67	1,630.83	1,476.29	1,846.32	1,752.99	销售费用	1,369.41	1,183.48	1,243.57	1,297.67	1,380.33
其他	9,372.15	12,143.45	10,484.04	10,663.49	11,098.07	管理费用	732.05	712.38	724.68	751.71	800.20
流动资产合计	16,337.39	18,321.19	24,898.17	37,085.83	51,887.95	研发费用	745.51	643.96	668.88	698.39	741.25
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(118.17)	(96.69)	(80.80)	(85.01)	(90.93)
固定资产	3,224.30	3,419.72	3,622.11	3,798.41	3,948.63	资产/信用减值损失	(43.06)	(21.14)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
在建工程	316.73	174.05	286.85	415.35	543.85	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	332.78	321.85	322.47	322.48	321.87	投资净收益	549.16	391.06	360.00	360.00	370.00
其他	282.82	319.43	288.32	272.41	275.88	其他	190.60	272.83	230.15	240.18	250.22
非流动资产合计	4,156.64	4,235.05	4,519.75	4,808.65	5,090.22	营业利润	5,113.46	4,959.21	5,299.50	5,619.15	6,041.87
资产总计	20,494.03	22,556.24	29,417.92	41,894.48	56,978.17	营业外收入	4.81	3.28	3.93	4.72	5.67
短期借款	282.66	550.02	680.40	510.30	382.70	营业外支出	37.81	57.11	50.00	50.00	50.00
应付票据及应付账款	2,392.05	2,455.40	2,075.81	2,862.59	2,487.96	利润总额	5,080.46	4,905.38	5,253.43	5,573.87	5,997.54
其他	1,713.48	2,281.64	1,901.28	2,372.72	2,072.36	所得税	811.28	829.08	877.32	930.84	1,001.59
流动负债合计	4,388.19	5,287.06	4,657.49	5,745.61	4,943.02	净利润	4,269.18	4,076.30	4,376.11	4,643.03	4,995.95
长期借款	0.00	225.13	200.00	200.00	200.00	少数股东损益	(3.03)	5.67	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	4,272.20	4,070.63	4,376.11	4,643.03	4,995.95
其他	230.87	235.49	232.70	233.02	233.74	每股收益(元)	3.31	2.25	2.42	2.57	2.76
非流动负债合计	230.87	460.62	432.70	433.02	433.74						
负债合计	4,619.05	5,747.67	5,090.19	6,178.63	5,376.76	主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	8.86	10.95	10.95	10.95	10.95	成长能力					
股本	1,292.16	1,807.97	1,807.91	1,807.91	1,807.91	营业收入	7.24%	-4.78%	6.52%	5.22%	6.96%
资本公积	3,284.40	2,666.40	2,671.57	2,671.57	2,671.57	营业利润	8.17%	-3.02%	6.86%	6.03%	7.52%
留存收益	11,454.38	12,423.83	19,976.54	31,360.31	47,235.89	归属于母公司净利润	10.39%	-4.72%	7.50%	6.10%	7.60%
其他	(164.83)	(100.59)	(139.25)	(134.89)	(124.91)	获利能力					
股东权益合计	15,874.98	16,808.57	24,327.73	35,715.85	51,601.42	毛利率	43.25%	43.14%	43.64%	43.84%	44.02%
负债和股东权益总计	20,494.03	22,556.24	29,417.92	41,894.48	56,978.17	净利率	25.38%	25.40%	25.63%	25.85%	26.00%
						ROE	26.93%	24.23%	18.00%	13.00%	9.68%
						ROIC	601.22%	244.50%	412.47%	210.30%	324.93%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	资产负债率	22.54%	25.48%	17.30%	14.75%	9.44%
净利润	4,269.18	4,076.30	4,376.11	4,643.03	4,995.95	净负债率	-29.76%	-20.10%	-47.33%	-65.47%	-73.49%
折旧摊销	262.33	313.60	331.07	357.78	384.48	流动比率	3.72	3.47	5.35	6.45	10.50
财务费用	(95.61)	(90.00)	(80.80)	(85.01)	(90.93)	速动比率	3.36	3.16	5.03	6.13	10.14
投资损失	(549.16)	(391.06)	(360.00)	(360.00)	(370.00)	营运能力					
营运资金变动	(317.65)	875.82	(791.22)	987.18	(626.57)	应收账款周转率	59.59	52.75	52.79	52.79	52.79
其它	161.26	(40.96)	0.00	0.00	0.00	存货周转率	11.24	10.00	10.99	10.81	10.68
经营活动现金流	3,730.35	4,743.69	3,475.17	5,542.97	4,292.93	总资产周转率	0.84	0.74	0.66	0.50	0.39
资本支出	1,008.88	333.35	649.67	662.26	661.87	每股指标(元)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	3.31	2.25	2.42	2.57	2.76
其他	(1,715.19)	(2,395.61)	787.06	(1,166.78)	(1,394.36)	每股经营现金流	2.89	2.62	1.92	3.07	2.37
投资活动现金流	(706.31)	(2,062.25)	1,436.74	(504.52)	(732.50)	每股净资产	12.28	9.29	13.45	19.75	28.54
债权融资	(581.31)	589.40	317.16	(172.57)	(22.05)	估值比率					
股权融资	(3,189.42)	(37.95)	3,143.05	6,745.09	10,889.62	市盈率	13.57	19.92	18.53	17.46	16.23
其他	248.42	(3,350.33)	0.00	0.00	0.00	市净率	3.65	4.83	3.33	2.27	1.57
筹资活动现金流	(3,522.31)	(2,798.88)	3,460.22	6,572.52	10,867.57	EV/EBITDA	12.99	10.42	11.00	8.24	5.21
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	13.59	11.01	11.73	8.79	5.56
现金净增加额	(498.27)	(117.44)	8,372.12	11,610.97	14,428.00						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com