

2026 年 08 月 03 日

公牛集团 (603195. SH)

——民用电工领军者，新业务有望开启第二增长曲线

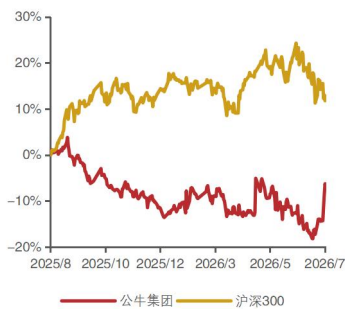
投资评级： 买入（首次）

证券分析师

符超然
SAC: S1350525050004
fuchaoran@huayuanstock.com
周宸宇
SAC: S1350526050001
zhouchenyu@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026 年 07 月 31 日

收盘价 (元)	41.73
一年内最高/最低 (元)	49.90/36.53
总市值 (百万元)	75,257.80
流通市值 (百万元)	75,120.82
总股本 (百万股)	1,803.45
资产负债率 (%)	26.86
每股净资产 (元/股)	9.85

资料来源：聚源数据

投资要点：

- 公司为民用电工领军者，传统与新兴业务双轮驱动。**公牛集团深耕民用电工领域 30 载，凭借“安全”品牌心智与“配送访销”渠道模式，筑牢电连接等主业护城河。2020 年上市以来，公司战略转型提速：品类端，从转换器延伸至充电桩、无主灯等高景气赛道；国际化布局践行“全品出海、全球到达”战略，渠道覆盖欧美及新兴市场，自主品牌出海不断深化。当前公司形成电连接、智能电工照明、新能源三大主业，电连接、智能照明传统业务稳步发展，新能源业务加速成长，2021–2025 年营收 CAGR 达 151.1%，有望为公司开启第二增长曲线。
- 渠道、成本、品牌竞争优势强，高利润×高周转铸就优异 ROE。**公司具备三重竞争优势：1) 渠道端，独创配送访销模式高效管理超百万家线下终端网点，且新零售时代密集网点可转化为前置仓提升配送时效，运营效率及客群触达范围行业领先。2) 成本端，民用电工行业原材料为主要成本，公司通过产品高度自制叠加 BBS 管理体系助力成本管控，25 年毛利率为 43.1%，领先可比公司。3) 品牌端，借电视广告时代红利塑造“公牛=安全”心智，赋予产品溢价能力，近年转换器、墙开等品类天猫线上销售排名第一，品牌力成功复用至新能源、无主灯等新品类。在竞争优势驱动下，公司 2025 年毛销差为 35.8%、现金循环周期为–25.6 天，助推同期 ROE 达 24.2%，均领先可比公司。
- 新能源+智能照明+国际化新业务空间广阔，第二增长曲线有望加速兑现。**1) 新能源：私人充电桩需求随新能源车保有量攀升有望持续放量，B 端重卡超充及兆瓦级群充电受国家政策刺激，C、B 端双轮驱动下收入有望快速增长。2) 智能照明：中国智能照明行业市场份额正向头部集中，公司依托 LED 照明等传统业务及无主灯新业务稳固市场份额，2025 年公司国内照明业务市占率提升至 4.1%（较 2020 年+1.6pct）。3) 国际化：公司践行“全品出海、全球到达”战略，欧美与新兴市场并举，25 年海外毛利率 22.3%（较 2019 年提升 11.0pct），伴随品牌出海深化、品类放量，境外业务营收规模与盈利能力有望快速提升。
- 盈利预测与评级：**我们预计 2026–2028 年营业收入分别为 170.6 亿元/180.8 亿元/191.6 亿元，同比分别增长 6.4%/6.0%/6.0%；归母净利润分别为 43.4 亿元/46.0 亿元/48.8 亿元，同比分别增长 6.5%/6.2%/6.1%。我们选取同属民用电工赛道的正泰电器、欧普照明及佛山照明为可比公司。考虑到公司在民用电工赛道的品牌、成本及渠道能力领先，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示。**地产持续下行风险；新业务拓展不及预期；原材料价格上涨风险；汇率风险。

盈利预测与估值 (人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	16,831	16,026	17,060	18,078	19,157
同比增长率 (%)	7.24%	–4.78%	6.45%	5.97%	5.97%
归母净利润 (百万元)	4,272	4,071	4,335	4,602	4,884
同比增长率 (%)	10.39%	–4.72%	6.51%	6.15%	6.12%
每股收益 (元/股)	2.37	2.26	2.40	2.55	2.71
ROE (%)	26.93%	24.23%	24.31%	24.31%	24.30%
市盈率 (P/E)	17.62	18.49	17.36	16.35	15.41

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计 2026–2028 年营业收入分别为 170.6 亿元/180.8 亿元/191.6 亿元，同比分别增长 6.4%/6.0%/6.0%；归母净利润分别为 43.4 亿元/46.0 亿元/48.8 亿元，同比分别增长 6.5%/6.2%/6.1%。我们选取同属民用电工赛道的正泰电器、欧普照明及佛山照明为可比公司。考虑到公司在民用电工赛道的品牌、成本及渠道能力领先，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

1) 电连接：随国内消费环境逐步企稳，转换器终端需求有望修复，轨道插座等高单价新品有望贡献增量，毛利率预计小幅提升。预计 26–28 年收入增速分别为 5%/4%/4%；预计 26–28 年毛利率分别为 41%/41%/42%；

2) 智能电工照明：传统业务墙开份额持续提升，LED 照明及无主灯作为战略新方向有望贡献增量，伴随高毛利新业务营收占比上行，整体毛利率有望改善。因此预计 26–28 年收入增速分别为 6%/6%/6%；预计 26–28 年毛利率分别为 47%/47%/47%；

3) 新能源：私人充电桩业务快速增长，国内重卡超充+海外储能有望驱动新能源业务 2026 年起重新提速，预计新能源业务营收及毛利率均有较大增长潜力。预计 26–28 年收入增速分别为 23%/20%/17%；预计 26–28 年毛利率分别为 32%/33%/34%。

投资逻辑要点

1) 竞争优势足：a.渠道：配送访销模式较难复刻，助公司高效运营百万终端网点，触达广泛且高密度的客群；b.成本：产品自产率高叠加 BBS 管理体系，助公司降低产品生产成本；c.品牌：在安全为上的民用电工赛道构筑安全的消费者心智，品牌溢价能力强；

2) ROE 领先：a.利润率：公司品牌力或支撑产品溢价空间，利润率行业领先；b.周转效率：配送访销体系助公司维持良性的存货及应收账款周转天数，效率领先行业；

3) 新业务放量：新能源、智能照明（无主灯）及国际化新业务空间广阔，有望为公司打开第二增长极。

核心风险提示

地产持续下行风险；新业务拓展不及预期；原材料价格上涨风险；汇率风险。

目录

1. 民用电工领军者，业务与市场快速拓展	6
1.1. 从转换器到新能源，公司业务持续拓展	6
1.2. 电连接及智能电工照明为传统主业，新能源业务快速发展	6
1.3. 财务分析：19 年来营收利润呈增长趋势，25 年增速放缓系地产行业拖累	7
2. 独特的渠道体系以及成本、品牌优势，铸就高 ROE	8
2.1. 渠道：首创配送访销模式，渠道高效运营驱动周转率提升	8
2.2. 成本：公司成本优势来自自有工厂及 BBS 管理体系	10
2.3. 品牌：“公牛=安全”心智构筑溢价与品类复用能力	12
2.4. 考核目标调整为 ROE，股东回报优异	13
3. 新能源+智能照明+国际化，有望打开公司第二增长曲线	14
3.1. 新能源：从 C 端到 B 端，新能源业务空间广阔	14
3.2. 智能照明：传统业务基本盘稳固，新业务有望打开增长空间	15
3.3. 国际化：践行“全品出海、全球到达”，境外业务质效双升	17
4. 盈利预测与评级	17
4.1. 业务拆分与预测	17
4.2. 可比公司	18
4.3. 投资建议	19
5. 风险提示	19

图表目录

图表 1： 公司发展历程	6
图表 2： 2025 年智能电工照明业务营收占比达 50.6%	7
图表 3： 2025 年智能电工照明业务毛利率达 46.3%	7
图表 4： 2025 年公司境内市场营收占比为 98.3%	7
图表 5： 26Q1 公司营收同比+3.5%	8
图表 6： 26Q1 公司归母净利润同比+8.5%	8
图表 7： 26Q1 公司销售费用率为 6.5%	8
图表 8： 26Q1 公司毛利率为 42.7%	8
图表 9： 公司经销模式扁平化	9
图表 10： 公司经销体系工作流程	9
图表 11： 2025 年公牛集团应收账款周转天数为 6.8 天	9
图表 12： 2025 年公牛集团现金循环周期为-25.6 天	9
图表 13： 公司各业务的经销拓展模式及交易方式	10
图表 14： 在所选地址和时点样本中即时配送平台上公牛产品配送距离、送达时间更短	10
图表 15： 2025 年公牛集团直接材料成本占总成本比例为 82.7%	11
图表 16： 公司各品类自制率情况	11
图表 17： 2025 年公牛集团毛利率为 43.1%	12
图表 18： 2025 年公牛集团人均创利为 29.0 万元	12
图表 19： 2026 年天猫“618”期间公司多个品类销售额位居前列	12
图表 20： 2025 年公牛集团 ROE 为 24.2%	13
图表 21： 2025 年公牛集团扣非归母净利率为 22.6%	13
图表 22： 2025 年公牛集团管理、销售及研发费率为 18.3%	13
图表 23： 2025 年公牛集团毛销差为 35.8%	13
图表 24： 2025 年公牛集团股利支付率为 84.4%	14
图表 25： 2025 年全国私人充电桩数量占比达 76.5%	14
图表 26： 2020-2025 年全国私人充电桩数量 CAGR 为 77%	14
图表 27： 2025 年全国私人充电桩车桩比达 2.9	15
图表 28： 公司充电桩产品	15
图表 29： 预计 2030 年中国新能源重卡保有量达 160 万辆	15

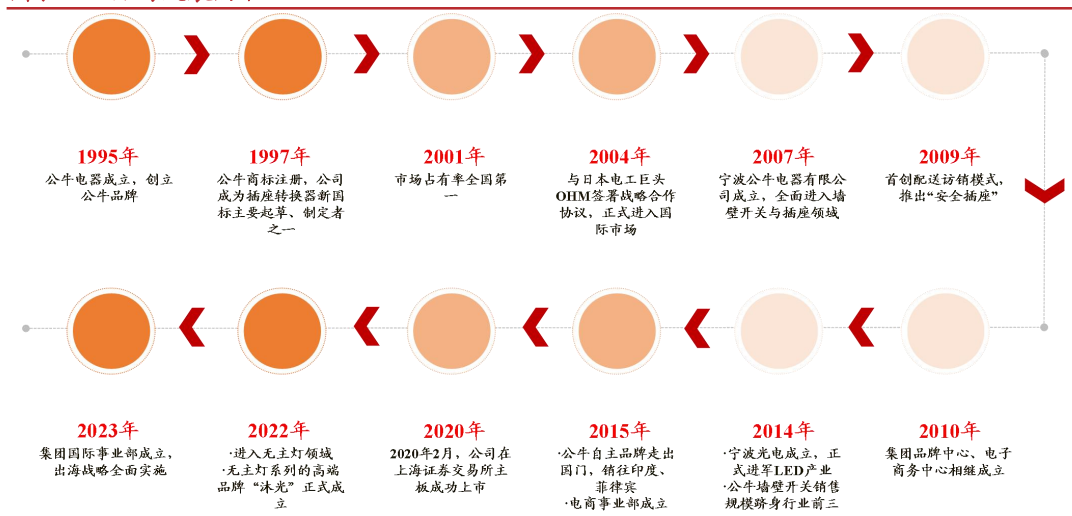
图表 30: 预计 2030 年中国新能源重卡充电桩达 6.1 万个	15
图表 31: 2016–2025 年中国照明灯具市场规模 CAGR 为 0.3%	16
图表 32: 2016–2025 年中国 LED 灯市场规模 CAGR 为 3.6%	16
图表 33: 中国照明市场集中度	16
图表 34: 公牛集团国内照明业务市占率	16
图表 35: 预计 2023–2027 年无主灯照明市场规模 CAGR 为 27.4%	17
图表 36: 2016–2025 年公司境外业务营收 CAGR 为 6.4%	17
图表 37: 2025 年公司境外业务毛利率为 22.3%	17
图表 38: 公牛集团收入毛利拆分	18
图表 39: 可比公司估值表	19

1. 民用电工领军者，业务与市场快速拓展

1.1. 从转换器到新能源，公司业务持续拓展

公牛集团是民用电工领军者。据公司官网，公司成立于 1995 年，以转换器品类起家，以“为客户提供安全舒适的用电体验”为使命，持续拓展业务至墙开、LED 照明、无主灯及新能源等领域，2020 年在上交所主板上市。2009 年公司首创“配送访销”渠道模式，深度下沉国内市场；2015 年启动自主品牌出海，2023 年成立国际事业部，出海战略全面提速。目前公司持续聚焦电连接、智能电工照明及新能源三大主业，海内外市场协同布局。

图表 1：公司发展历程

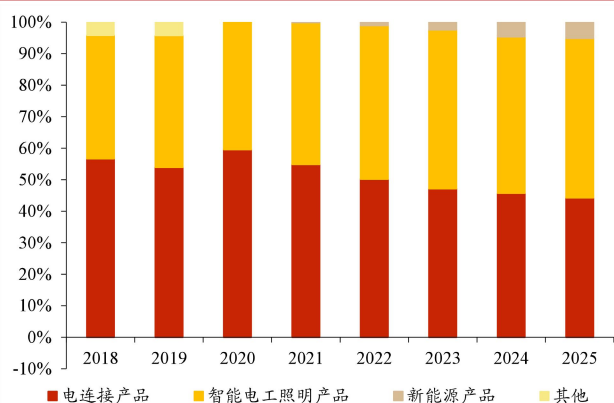


资料来源：公司官网，Wind，华源证券研究所

1.2. 电连接及智能电工照明为传统主业，新能源业务快速发展

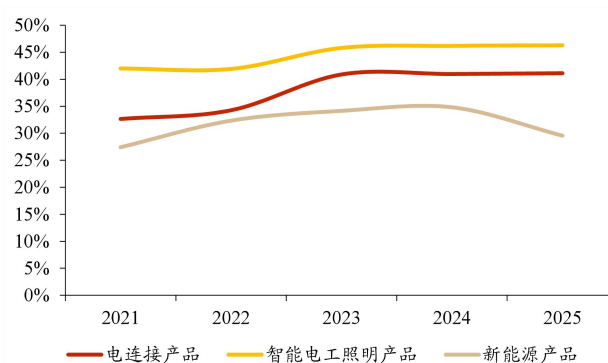
业务拆分：智能电工照明主业近年营收稳健增长，2025 年营收占比达 50.6%。据公司公告，主营业务中，智能电工照明业务占比最高，2025 年营收占比达 50.6%，2021–2025 年营收 CAGR 为+9.9%；其次为电连接业务，2025 年营收占比达 44.2%，2021–2025 年营收 CAGR 为+1.1%；再次为新能源业务，2025 年营收占比达 5.1%，2021–2025 年营收 CAGR 为+151.1%。分地区看，公司业务主要布局于境内，近年境内营收占比维持 98%左右。

图表 2：2025 年智能电工照明业务营收占比达 50.6%



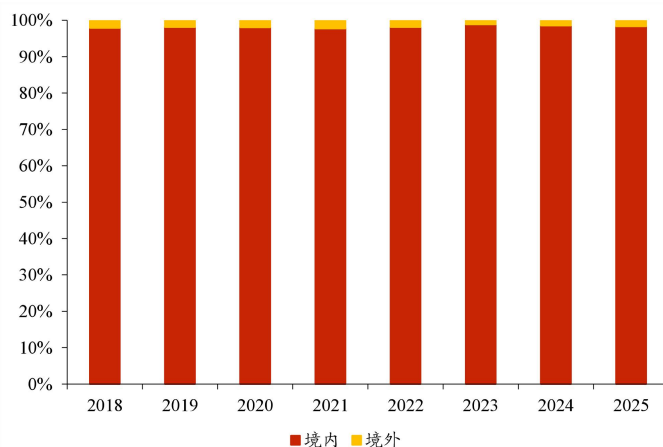
资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所（单位：%）

图表 3：2025 年智能电工照明业务毛利率达 46.3%



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所（单位：%）

图表 4：2025 年公司境内市场营收占比为 98.3%

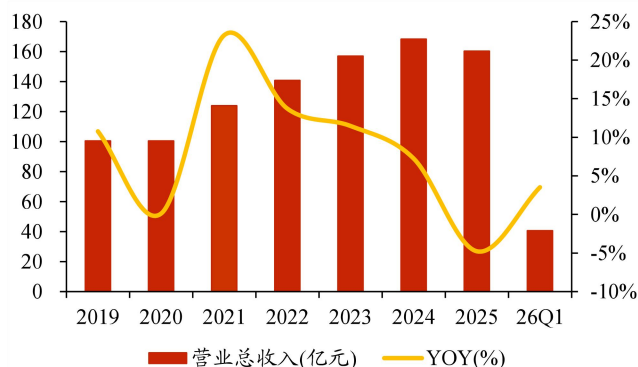


资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所（单位：%）

1.3. 财务分析：19 年来营收利润呈增长趋势，25 年增速放缓系地产行业拖累

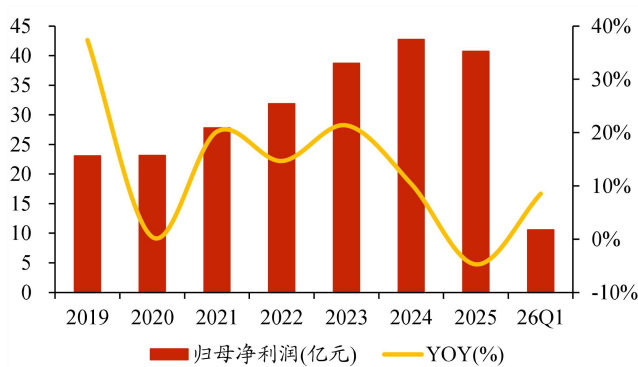
24–25 年营收增速有所放缓。2025 年公司实现收入 160.3 亿元（YOY-4.8%），归母净利润 40.7 亿元（YOY-4.7%），扣非归母净利润 36.2 亿元（YOY-3.1%）。26Q1 实现收入 40.6 亿元（YOY+3.5%），归母净利润 10.6 亿元（YOY+8.5%），扣非归母净利润 9.8 亿元（YOY+15.0%）。近年来公司营收增速有所放缓，主要系传统主业受地产增速放缓等因素拖累，新能源产品等新业务仍在快速成长过程中。

图表 5：26Q1 公司营收同比+3.5%



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

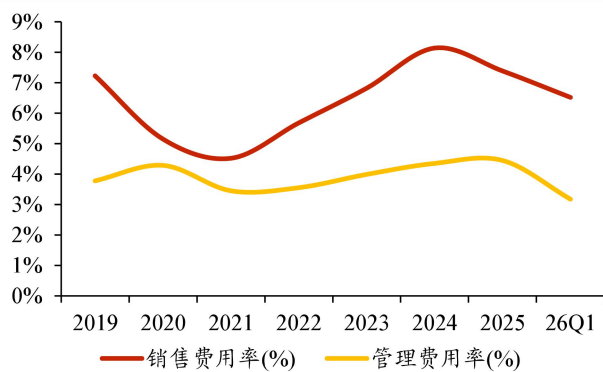
图表 6：26Q1 公司归母净利润同比+8.5%



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

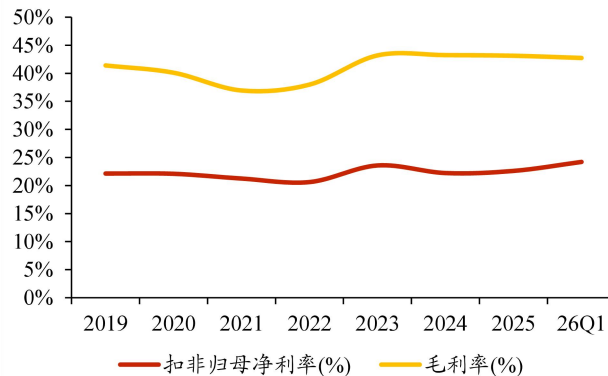
公司毛利率及扣非归母净利率稳步提升。2019 年至 2025 年，公司毛利率及扣非归母净利率分别提升 1.7pct/0.5pct；26Q1 公司毛利率为 42.7%（YOY+1.7pct）、扣非归母净利率为 24.2%（YOY+2.4pct）。据公司公告，公司利润率提升主要驱动力为：（1）高毛利率业务营收占比提升。我们认为，公司智能照明业务市场份额提升及无主灯业务的成功布局，推动毛利率较高的智能电工照明业务 25 年营收占比增至 50.6%（较 2021 年+5.6pct）；（2）期间费率控制良好，2025 年公司销售费率同比-0.8pct，我们认为主要系公司长期借配送访销、BBS 及产能一体化体系赋能供应链，运营效率持续优化。

图表 7：26Q1 公司销售费用率为 6.5%



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

图表 8：26Q1 公司毛利率为 42.7%



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

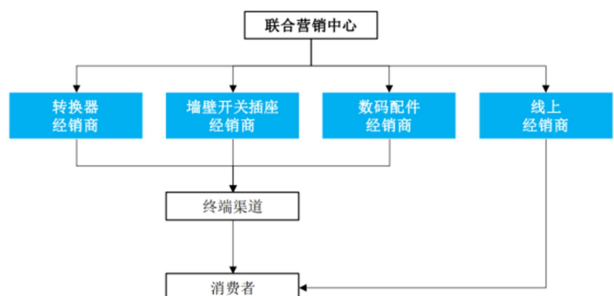
2. 独特的渠道体系以及成本、品牌优势，铸就高 ROE

2.1. 渠道：首创配送访销模式，渠道高效运营驱动周转率提升

在传统线下渠道时代，公司构建了完善的配送访销体系，百万终端铸就线下壁垒。公牛集团核心产品为低价民用消费品，终端网点小而散，由此构建“经销为主、直销为辅”的运营体系，配送访销为该体系的内核：专车沿固定路线定期配货、送货、拜访及销售。据公司公告，配送访销模式的优势为：1）兼顾效率与深耕，依托经销商定期拜访终端，在覆盖海量终端的同时实时掌握经营动态，截至 2025 年，公司覆盖终端超 110 万家；2）标准化流程降低拓新

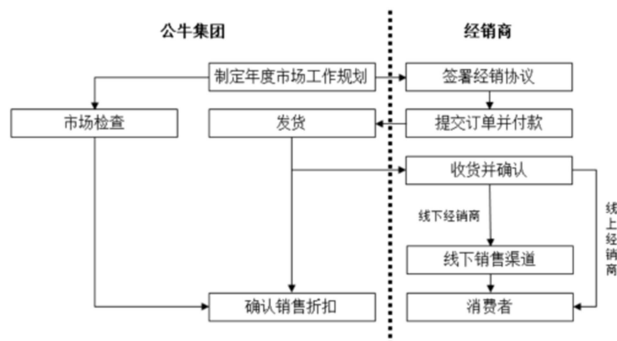
门槛，执行“拜访八步骤”流程或助新晋经销商快速学习并达到公司标准；3）扁平化的经销体系减少了渠道层级，可将更多利润留在经销商，其毛利率可达 30%–40%（2016–2019 年上半年），有效强化合作黏性。

图表 9：公司经销模式扁平化



资料来源：公司公告，华源证券研究所

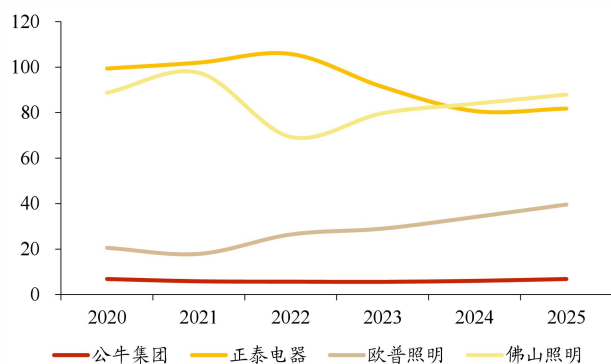
图表 10：公司经销体系工作流程



资料来源：公司公告，华源证券研究所

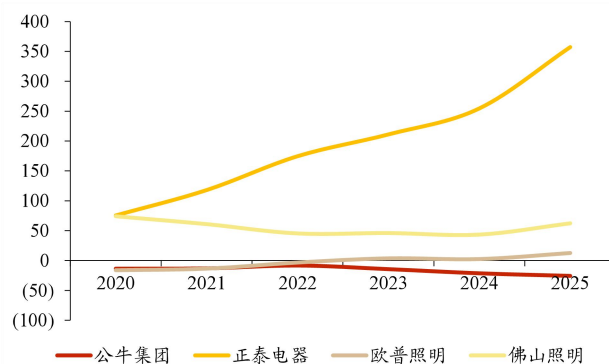
“先款后货”+“信息直达”，配送访销助公司提升周转率。据公司公告，配送访销模式从两方面助公司提升周转率：1）资金端：公司与经销商采用“先款后货”的结算模式，因此，公司整体回款情况良性、应收账款周转天数业内较低；2）存货端：我们认为，“拜访八步骤”中“店内观察”等环节，助公司通过经销商实时掌握 110 万家终端网点库存信息，精准排产，存货周转效率达行业较高水平。凭借高效的渠道运营，公司实现了低应收账款周转天数、低存货周转天数，2025 年现金循环周期为-25.6 天，领先可比公司。

图表 11：2025 年公牛集团应收账款周转天数为 6.8 天



资料来源：Wind，华源证券研究所（单位：天）

图表 12：2025 年公牛集团现金循环周期为-25.6 天



资料来源：Wind，华源证券研究所（单位：天）

图表 13：公司各业务的经销拓展模式及交易方式

经销体系	转换器	墙壁开关插座	数码配件
经销商对终端网点的开拓方式	采用配送访销的方式进行拜访，同时采用拜访八步骤的方式进行开拓售点；	采用业务、送货分开模式，业务员负责谈业务拉订单，仓库负责配送，同时采用拜访八步骤的方式进行开拓售点	运用配送访销模式，优先开发区域内有影响力网点，带动整个区域网点开发，持续提升覆盖率
经销商对终端网点的交易方式	主要采用现款现结的批发/零售交易方式	主要采用现款现结的批发/零售交易方式	个体网点主要为现款结算，连锁网点主要采用账期支付

资料来源：公司公告，华源证券研究所

在即时零售时代，渠道密度即壁垒，公司众多网点可转化为前置仓，继续占据渠道优势。公司核心品类为低价民用消费品（如转换器），该品类具有即时性、就近性消费特征：1）传统渠道阶段，公司依托品牌心智、配送访销模式及丰富 SKU，历经多年积累超 110 万个终端网点（截至 2025 年），对客群覆盖面广、渗透率高；2）新零售阶段，顺应消费者对配送时效的新增需求，我们认为，公司接入即时零售平台，终端网点可转化为即时零售前置仓，以“线上下单、就近履约”模式缩短配送时长，将线下渠道覆盖密度转化为即时履约能力，而非新业态下的资产冗余，充分发挥渠道密度优势。

图表 14：在所选地址和时点样本中即时配送平台上公牛产品配送距离、送达时间更短

公牛 ×	小米 ×	得力 ×
距离优先 销量 速度 大部分用户选择以下店铺，点击显示全部 日吉五金暖通建材店 月售6 起送¥20 配送¥5 4元购物爆红包 支持预订 开发票 公牛独立开关 1.8米线4位， ¥44.8 预估价 21分钟 1.4km	距离优先 销量 速度 大部分用户选择以下商品，点击显示全部 零购超市(南泉北路店) 月售4000+ 起送¥22 免配送费 4.9分 近期234人好评 小米米家插线板 20W快充版 ¥63.0 预估价 33分钟 2.6km	距离优先 销量 速度 大部分用户选择以下商品，点击显示全部 得力大功率插座1.8米（2组3孔） 不带USB 3孔 ¥27 预估价 ¥44.3 已售1 ¥27 最高24 / 4元购物爆红包 / 68减5 30分钟 2.1km
品牌 便利蜂(汤臣商务中心大厦店) 月售89 起送¥20 满25免配送费 5.0分 「汤臣中心」周边优质商家 公牛1.8米拖线板转换器 ¥30.3 预估价 22分钟 1.7km	品牌 世纪精品超市(复兴东路店) 月售9999+ 起送¥49 配送¥12 4.9分 近期572人好评 小米插线板3口USB 2A快 ¥38.0 预估价 43分钟 3.0km	品牌 得力大功率插座1.8米（2组3孔） 不带USB 3孔 ¥27 预估价 ¥44.3 已售1 ¥27 最高24 / 4元购物爆红包 / 68减5 30分钟 2.1km
品牌 惠邻百佳超市(陆家嘴店) 月售9999+ 起送¥22 免配送费 4.8分 「全季酒店」周边优质商家 近期566人好评 公牛1.8米拖线板转换器 ¥30.3 预估价 30分钟 1.8km	品牌 世纪精品超市(黄浦店) 月售9999+ 起送¥49 配送¥15 4.7分 总计2410人收藏 小米插线板3口USB 2A快 ¥38.0 预估价 51分钟 4.7km	品牌 得力大功率插座1.8米（2组3孔） 不带USB 3孔 ¥27 预估价 ¥44.3 已售1 ¥27 最高24 / 4元购物爆红包 / 68减5 30分钟 2.1km

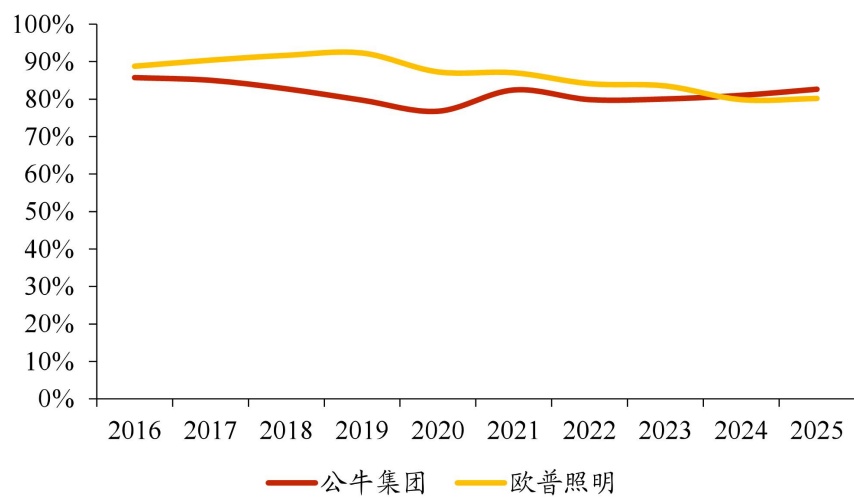
资料来源：淘宝闪购 APP，华源证券研究所（注：配送地址以上海市震旦国际大厦为例）

2.2. 成本：公司成本优势来自自有工厂及 BBS 管理体系

原材料成本占比超 80%，自制构筑成本护城河。民用电工行业原材料为主要成本项，2025 年公牛集团/欧普照明原材料成本占比分别达 82.7%/80.2%。其中，公牛集团供应链战略为核心品类自制为主、新拓品类先 OEM 后自制：截至 19H1，转换器注塑件/转换器五金件/墙开喷涂/墙开玻璃自制率分别达 79.9%/31.5%/68.9%/96.1%；截至 2024 年，电连接品类已实现

从原材料到成品的全链条垂直一体化生产。我们认为，在原材料成本占比高的行业中，更高的自制率代表更好的供应链掌控能力，可有效管控成本、提升盈利韧性。

图表 15：2025 年公牛集团直接材料成本占总成本比例为 82.7%



资料来源：各公司公告，华源证券研究所

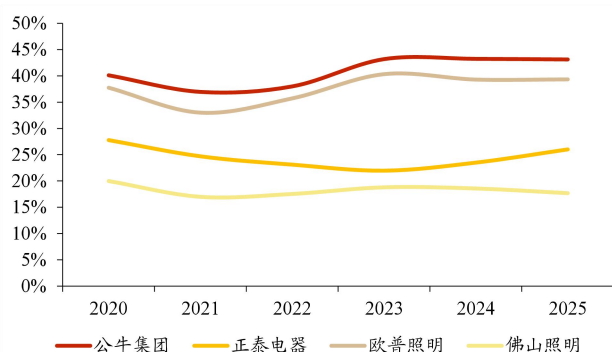
图表 16：公司各品类自制率情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-6 月
转换器注塑件自制率	5.9%	58.8%	76.5%	79.9%
转换器五金件自制率	0.0%	3.7%	29.7%	31.5%
墙壁开关插座喷涂自制率	34.8%	59.8%	82.3%	68.9%
墙壁开关插座玻璃自制率	66.7%	79.6%	98.9%	96.1%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

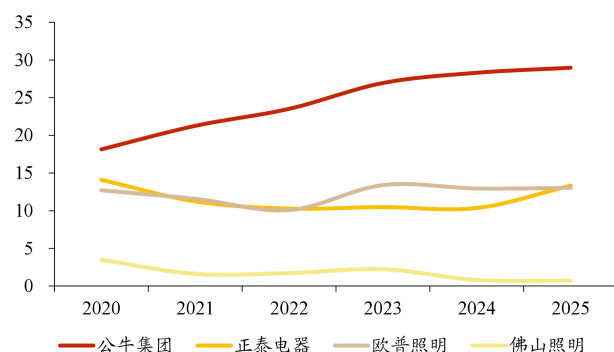
BBS 体系提升运营效率，助公司降本增效。据公牛人微信公众号，公司 2018 年对标丹纳赫 DBS 搭建 BBS 精益管理体系，覆盖营销、采购、研发、生产至渠道与供应链全价值链，核心在于将业务标准化、流程化，降低运营波动，提升可复制性。我们认为，BBS 体系的价值体现在：1）公司原材料成本占比高，精益管控生产环节有助公司控制成本；2）公司业务涉及电连接、智能照明、新能源等多领域，BBS 为新品类扩张提供可复制的管理基础，降低操作成本。2025 年，公司毛利率为 43.1%、人均创利 29.0 万元，均领先可比公司，成本管理优秀。

图表 17：2025 年公牛集团毛利率为 43.1%



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 18：2025 年公牛集团人均创利为 29.0 万元



资料来源：Wind，华源证券研究所（单位：万元）（注：以扣非归母净利润测算）

2.3. 品牌：“公牛=安全”心智构筑溢价与品类复用能力

把握流量集中时代的红利，建立“公牛=安全”的品牌心智，快速占据市场主导并保持领先。早期国内转换器市场白牌泛滥，质量问题频发，公牛抓住电视广告时代红利，通过央视广告投放成功将品牌与“安全”深度绑定。因转换器直接关系用电安全，消费者愿意为“安全”支付溢价，公牛由此获得了品牌溢价能力。公司成功将“安全”的品牌心智复用于其他品类，在多个品类中市占率领先。据公司公告，截至 2025 年报，公司转换器、墙开插座等产品天猫线上销售排名第一；另据天下网商，2026 年“618”期间，公司在天猫电工五金、灯具光源、轨道插座三个细分赛道销售额分列第一、第五、第一。

图表 19：2026 年天猫“618”期间公司多个品类销售额位居前列

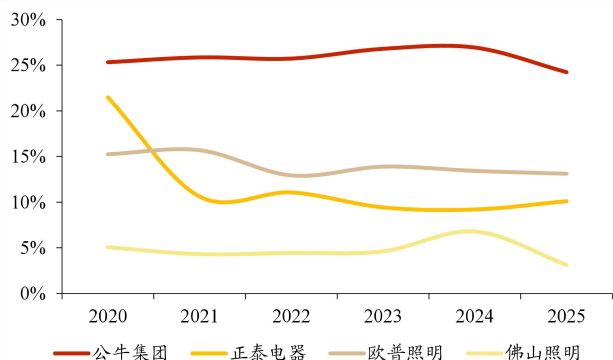


资料来源：天下网商微信公众号，华源证券研究所

品牌力+行业深耕筑高竞争壁垒，高利润率支撑高 ROE。据 Wind，2025 年公牛集团 ROE 为 24.2%，其中，扣非归母净利率为 22.6%，领先可比公司。我们认为利润率领先主因：1）品牌力支撑溢价：公司成功塑造“公牛=安全”品牌形象，同类产品享有溢价能力，毛利率行业较优；2）规模化降费率：公司长期深耕转换器、墙开等细分赛道，竞争壁垒深厚，运营效率

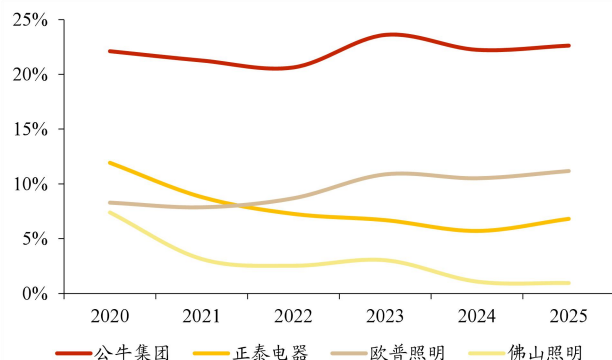
持续提升，销售、管理及研发费率均处可比公司低位，25 年毛销差较可比公司+13.8pct 或以上。

图表 20：2025 年公牛集团 ROE 为 24.2%



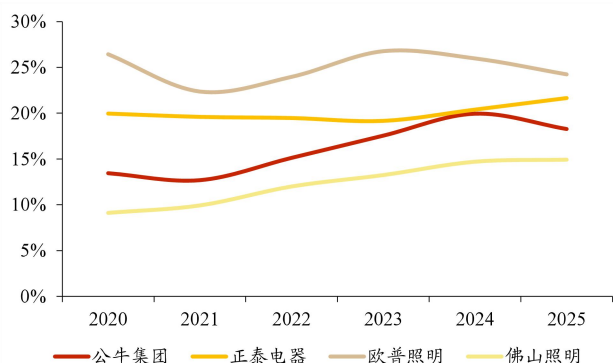
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 21：2025 年公牛集团扣非归母净利润率为 22.6%



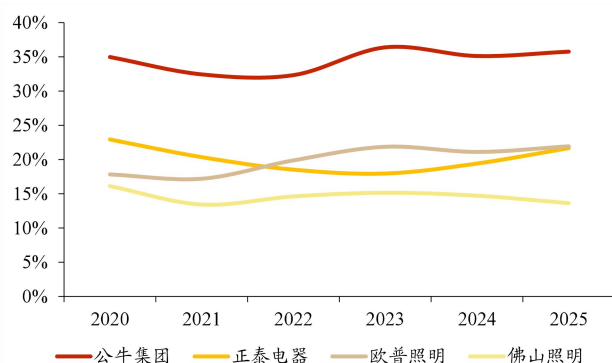
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 22：2025 年公牛集团管理、销售及研发费率为 18.3%



资料来源：Wind，华源证券研究所（单位：%）（注：以公司“管理+销售+研发”三费合计/营收测算）

图表 23：2025 年公牛集团毛销差为 35.8%

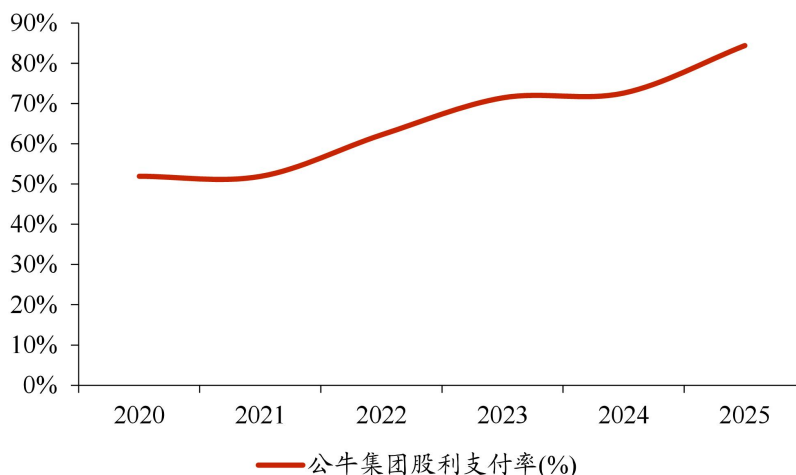


资料来源：Wind，华源证券研究所（单位：%）

2.4. 考核目标调整为 ROE，股东回报优异

股权激励锚定 ROE，高分红双轮驱动长期价值。据公司投资者关系活动记录公告，因外部经营环境波动较大，公司调整 2026 年股权激励计划，新目标以 ROE 为核心考核指标，旨在保障长期高质量稳健发展，ROE 有望维持优异水平。此外，2025 年公司股利支付率达 84.4%，在充沛资金储备支撑下，高分红既提升股东回报，又从分母端（净资产）助力 ROE 保持高位。

图表 24：2025 年公牛集团股利支付率为 84.4%



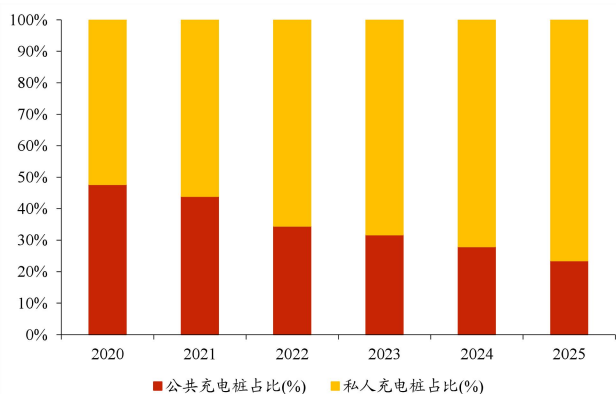
资料来源：Wind，华源证券研究所

3. 新能源+智能照明+国际化，有望打开公司第二增长曲线

3.1. 新能源：从 C 端到 B 端，新能源业务空间广阔

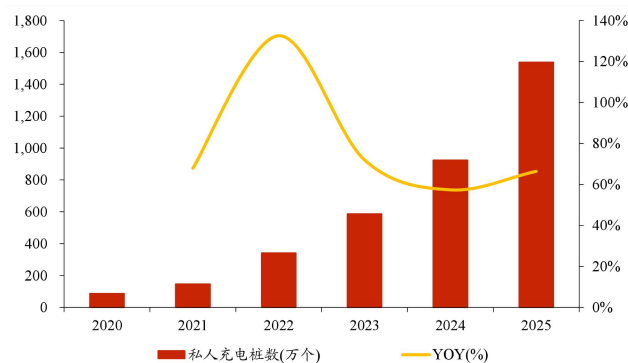
C 端：全国私人充电桩快速扩容，公司产品完备增长空间广阔。随全国新能源汽车保有量提升，充电桩市场规模快速扩容。据中国充电联盟微信公众号，截至 2025 年底全国充电桩总数达 2009.2 万个，2020-2025 年 CAGR 为 64.4%；其中，2025 年私人充电桩占比达 76.5%（较 2020 年提升 24.3pct），2025 年私人充电桩车桩比为 2.9（较 2020 年降低 2.8），反映消费者对便捷充电体验的需求持续释放。公司层面，据公司公告，2025 年公司充电桩/枪产品天猫线上销售额市占率第一。我们认为，公司复用“安全”品牌心智切入私人桩赛道，已建立显著先发优势，叠加私人桩市场高增红利，C 端业务收入有望快速增长。

图表 25：2025 年全国私人充电桩数量占比达 76.5%



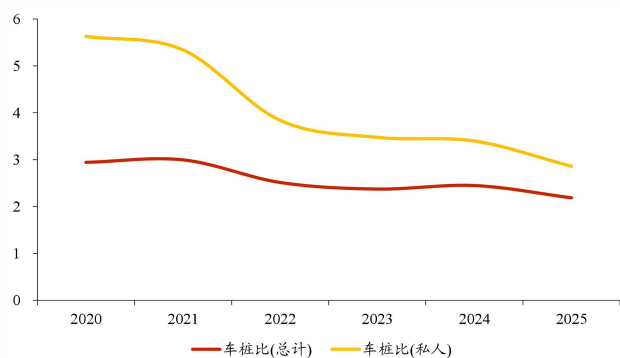
资料来源：中国充电联盟微信公众号，华源证券研究所

图表 26：2020-2025 年全国私人充电桩数量 CAGR 为 77%



资料来源：中国充电联盟微信公众号，华源证券研究所

图表 27：2025 年全国私人充电桩车桩比达 2.9



资料来源：中国充电联盟微信公众号，Wind，华源证券研究所

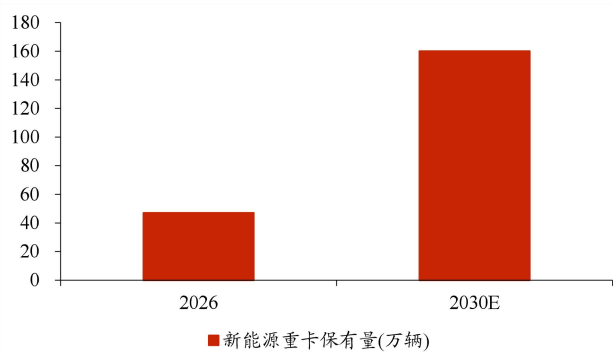
图表 28：公司充电桩产品



资料来源：公司官网，华源证券研究所

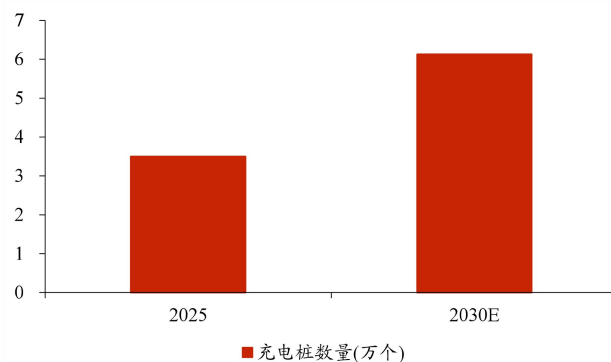
B 端：公司加速 B 端业务布局，政策驱动重卡超充规模放量。据绿色重卡微信公众号，交通部等多部委于 2026 年联合印发《推动新能源重卡规模化应用实施方案》，预计到 2030 年新能源重卡保有量达 160 万辆，较 26 年 4 月底新增 113 万辆左右；同期规划新建重卡充换电站 3000 座、充电桩 2.6 万个（按站桩比 8.8 测算），较 25 年 7 月底数据均增长 75%。公司加快重卡超充布局，于 2025 年推出 400kW 重卡超充桩，并于 2026 年 5 月获得行业首张 1 级能效认证，具备行业领先的技术储备。我们认为，公司产品力优异，叠加重卡超充基建进入政策催化周期，B 端业务有望快速放量。

图表 29：预计 2030 年中国新能源重卡保有量达 160 万辆



资料来源：绿色重卡微信公众号，华源证券研究所（2026 年数据截至 2026 年 4 月底）

图表 30：预计 2030 年中国新能源重卡充电桩达 6.1 万个



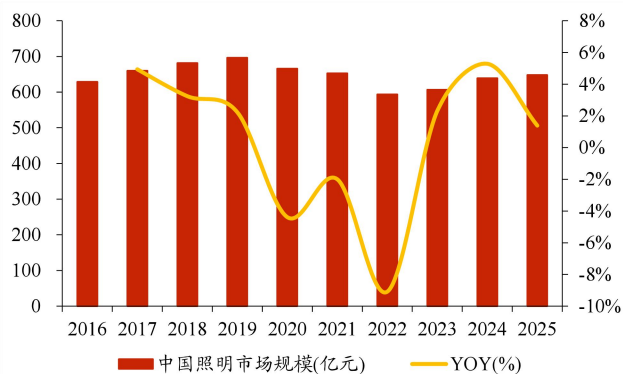
资料来源：绿色重卡微信公众号，国际充换电网，华源证券研究所（2030 年充电桩数量按站桩比 8.8 测算，2025 年数据截至 2025 年 7 月底）

3.2. 智能照明：传统业务基本盘稳固，新业务有望打开增长空间

公司传统照明业务基本盘稳固，市占率小幅提升。据欧睿，2025 年全球/中国照明市场规模分别为 497.5 亿美元/647.7 亿元，2016–2025 年 CAGR 分别+0.5%/+0.3%，整体增长平缓；LED 灯市场存在结构性机会，同期全球/中国 LED 灯市场规模为 196.3 亿美元/299.6 亿元，2016–2025 年 CAGR 分别+9.0%/+3.6%。公司为中国照明行业主要企业，据欧睿，2025

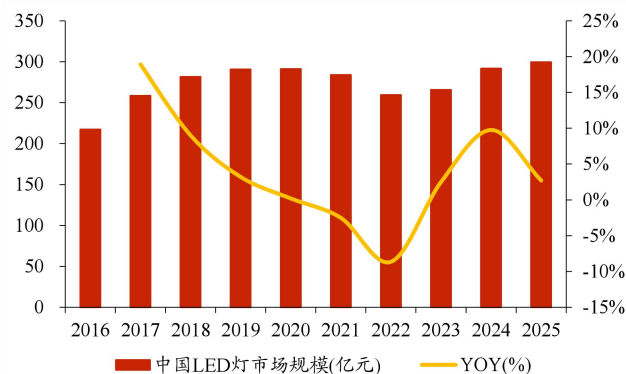
年公司在中国照明市场/LED 灯市场的市占率分别为 4.1%（第四名）/2.9%（第三名），较 2020 年分别提升 1.6pct/1.0pct。我们认为，公牛“安全”品牌心智驱动市占率持续提升，伴随传统照明市场规模平稳增长，公司传统照明业务基本盘稳固。

图表 31：2016-2025 年中国照明灯具市场规模 CAGR 为 0.3%



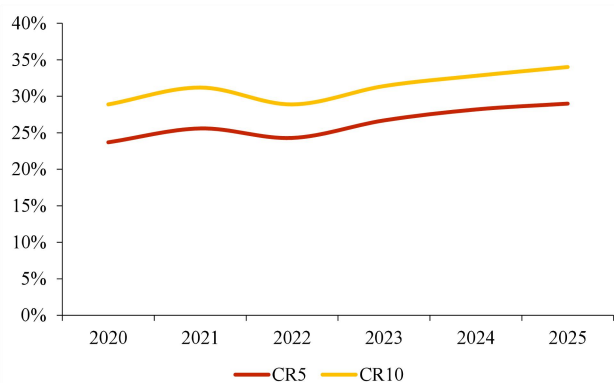
资料来源：欧睿，华源证券研究所

图表 32：2016-2025 年中国 LED 灯市场规模 CAGR 为 3.6%



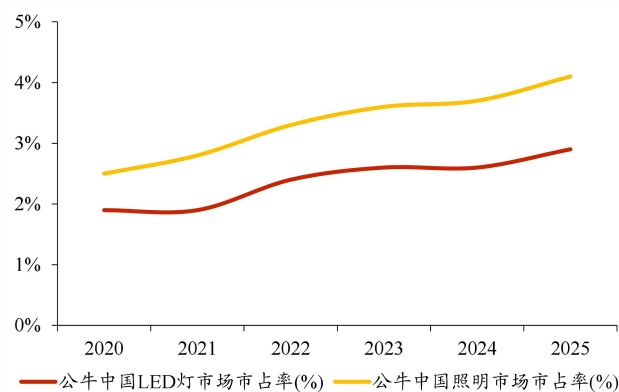
资料来源：欧睿，华源证券研究所

图表 33：中国照明市场集中度



资料来源：欧睿，华源证券研究所（单位：%）

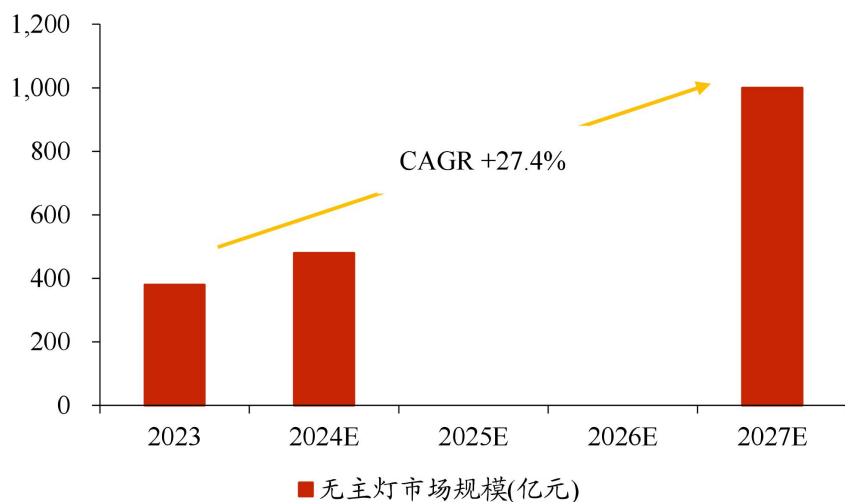
图表 34：公牛集团国内照明业务市占率



资料来源：欧睿，华源证券研究所

双品牌卡位无主灯高增赛道，有望打开第二增长曲线。据中建云商微信公众号，无主灯照明市场正从“小众”走向“普及”，2023 年市场规模约 380 亿元，预计 2027 年将突破 1000 亿元，CAGR 达 27.4%，处于快速渗透期。公牛采用“主品牌+沐光”双品牌差异化运营：主品牌聚焦高性价比产品，以品质与价格优势满足大众市场需求；沐光品牌定位套系化智能灯光产品，已联合设计师推出专业灯光套餐，多款产品在设计、体验及光学平台方面行业领先，满足消费者智能化、健康化用灯需求。我们认为，公司无主灯业务尚处发展初期，伴随市场需求快速释放，收入有望进入高速增长通道。

图表 35：预计 2023-2027 年无主灯照明市场规模 CAGR 为 27.4%

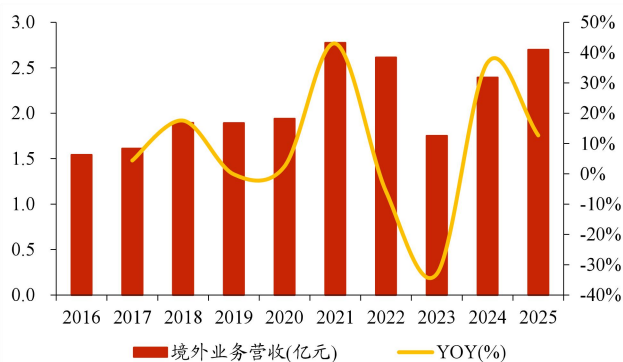


资料来源：中建云商微信公众号，华源证券研究所

3.3. 国际化：践行“全品出海、全球到达”，境外业务质效双升

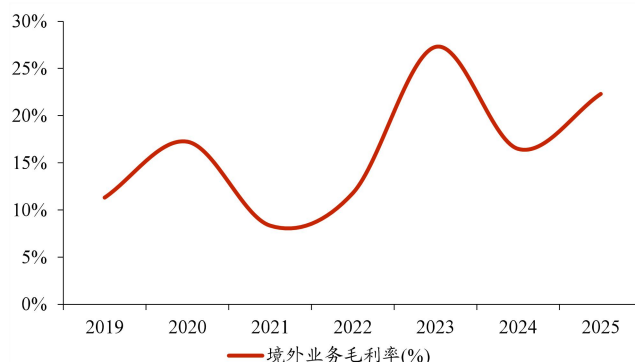
国际化战略起步，业务布局与盈利能力同步进阶。据公司公告，2025 年境外营收达 2.7 亿元，2016-2025 年 CAGR 为 6.4%；境外业务毛利率升至 22.3%，较 2019 年提升 11.0pct，实现质效双升。公司执行“全品出海、全球到达”战略，品类覆盖墙开、新能源储能等高景气方向，聚焦东南亚、欧洲等重点区域；国际电商渠道已入驻亚马逊、OTTO 等主流平台，公司披露自有品牌“GONEO”海外推广持续推进。我们认为，公司国际化尚处起步期，伴随品牌出海深化，境外业务利润率有望持续上行，国际业务有望成为公司未来核心增长引擎。

图表 36：2016-2025 年公司境外业务营收 CAGR 为 6.4%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 37：2025 年公司境外业务毛利率为 22.3%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1. 业务拆分与预测

业务拆分：

1) 电连接: 随国内消费环境逐步企稳, 转换器终端需求有望修复, 轨道插座等高单价新品有望贡献增量, 毛利率预计小幅提升;

2) 智能电工照明: 传统业务墙开份额持续提升, LED 照明及无主灯作为战略新方向有望贡献增量, 伴随高毛利新业务放量, 整体毛利率有望改善;

3) 新能源: 私人充电桩业务快速增长, 国内重卡超充+海外储能有望驱动新能源业务 2026 年起重新提速, 预计新能源业务营收及毛利率均有较大增长潜力。

盈利预测: 公司为国内民用电工领军者, 转换器、墙开等传统业务稳健, 无主灯、新能源、海外市场等增量加速拓展, 业绩有望维持稳健增长。预计 2026–2028 年营业收入分别为 170.6 亿元/180.8 亿元/191.6 亿元, 同比分别增长 6.4%/6.0%/6.0%; 归母净利润分别为 43.4 亿元/46.0 亿元/48.8 亿元, 同比分别增长 6.5%/6.2%/6.1%。

图表 38: 公牛集团收入毛利拆分

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(亿元)	168.3	160.3	170.6	180.8	191.6
YOY(%)	7.2%	-4.8%	6.4%	6.0%	6.0%
营业成本(亿元)	95.5	91.1	96.5	101.9	107.5
毛利率(%)	43.2%	43.1%	43.4%	43.7%	43.9%
归母净利润(亿元)	42.7	40.7	43.4	46.0	48.8
YOY(%)	10.4%	-4.7%	6.5%	6.2%	6.1%
收入拆分					
I. 电连接					
收入(亿元)	76.8	70.8	74.3	77.3	80.6
YOY(%)	4%	-8%	5%	4%	4%
毛利率(%)	41%	41%	41%	41%	42%
II. 智能电工照明					
收入(亿元)	83.3	81.0	85.8	91.0	96.5
YOY(%)	5%	-3%	6%	6%	6%
毛利率(%)	46%	46%	47%	47%	47%
III. 新能源					
收入(亿元)	7.8	8.2	10.1	12.1	14.1
YOY(%)	105%	6%	23%	20%	17%
毛利率(%)	35%	30%	32%	33%	34%
IV. 其他					
收入(亿元)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
YOY(%)	51%	-22%	0%	0%	0%
毛利率(%)	33%	40%	40%	40%	40%

资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

4.2. 可比公司

可比公司: 1) **正泰电器**, 国内低压电器行业龙头, 拥有 20+个海外制造基地, 业务覆盖全球 140 个国家和地区, 具备低压电器、光伏、储能等业务; 2) **欧普照明**, 国内集研发、生产、销售、服务于一体的综合照明企业, 采用经销+直销结合的运营模式, 构建覆盖家居、

商用、电商、海外的全渠道销售网络；**3）佛山照明**，国内全 LED 产业链布局的照明企业，业务涵盖上游芯片制造、中游 LED 封装及下游 LED 应用，国内覆盖家用、商用、电商全渠道，海外已拓展 120 多个国家及地区。

图表 39：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价（元）		EPS（元/股）				PE		
		2026-7-31	25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E
603195.SH	公牛集团	41.7	2.3	2.4	2.6	2.7	18.5	17.4	16.4	15.4
可比公司										
601877.SH	正泰电器	25.2	2.1	2.5	2.9	3.4	12.1	10.0	8.6	7.3
603515.SH	欧普照明	17.4	1.2	1.3	1.4	1.5	14.0	13.2	12.3	11.6
000541.SZ	佛山照明	5.0	0.1	0.2	0.2	0.2	35.9	27.9	23.9	21.8
可比公司 PE 均值							20.6	17.0	14.9	13.6

资料来源：Wind，华源证券研究所 注：可比公司数据为 Wind 一致预期，公牛集团盈利预测数据来源华源证券研究

4.3. 投资建议

投资逻辑：1）主业竞争优势稳固：a.渠道：配送访销模式较难复刻，助公司高效运营百万终端网点，触达广泛且高密度的客群；b.成本：提前布局自有产能、产能一体化升级，叠加 BBS 管理体系，助公司降低产品生产成本；c.品牌：在安全为上的民用电工赛道构筑安全的消费者心智，品牌溢价能力强；**2）新业务潜力大，有望保持 ROE 领先：**a.利润率：公司产品力或支撑产品溢价空间，利润率行业领先；b.周转效率：配送访销体系助公司维持良性的存货及应收账款周转天数，效率领先行业；**3）新业务放量：**新能源、智能照明（无主灯）及国际化新业务空间广阔，有望为公司打开第二增长极。

投资建议：考虑到公司在民用电工赛道的品牌、成本及渠道能力领先，首次覆盖给予“买入”评级。

5. 风险提示

地产持续下行风险。墙开为地产后周期品类，若地产修复节奏慢于预期，将拖累墙开业务增速及整体盈利表现。

新业务拓展不及预期。无主灯市场竞争加剧、东南亚渠道建设迟缓、新能源海外市场政策变化等，均可能导致新业务拓展节奏慢于预期。

原材料价格上涨风险。铜、PC 塑料为公司主要原材料，若价格持续上涨，可能对毛利率产生短期压力。

汇率风险。国际化业务占比提升后，汇率波动将对海外收入产生一定影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	4,167	4,505	5,711	6,972
应收票据及账款	327	318	337	357
预付账款	72	70	74	79
其他应收款	11	13	14	14
存货	1,631	1,619	1,708	1,802
其他流动资产	12,113	12,166	12,172	12,178
流动资产总计	18,321	18,691	20,016	21,403
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,445	3,371	3,429	3,392
在建工程	174	237	155	160
无形资产	322	325	348	379
长期待摊费用	38	37	18	18
其他非流动资产	256	271	276	281
非流动资产合计	4,235	4,241	4,226	4,230
资产总计	22,556	22,932	24,242	25,632
短期借款	550	0	0	0
应付票据及账款	2,455	2,415	2,548	2,688
其他流动负债	2,282	2,261	2,388	2,522
流动负债合计	5,287	4,676	4,936	5,210
长期借款	237	190	142	95
其他非流动负债	223	223	223	223
非流动负债合计	461	413	365	318
负债合计	5,748	5,089	5,302	5,528
股本	1,808	1,803	1,803	1,803
资本公积	2,666	2,671	2,671	2,671
留存收益	12,323	13,358	14,457	15,623
归属母公司权益	16,798	17,833	18,931	20,097
少数股东权益	11	10	9	7
股东权益合计	16,809	17,842	18,940	20,104
负债和股东权益合计	22,556	22,932	24,242	25,632

现金流量表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	4,076	3,797	4,075	4,368
折旧与摊销	331	359	400	401
财务费用	-97	7	-10	-16
投资损失	-391	-440	-430	-420
营运资金变动	799	-93	141	148
其他经营现金流	25	647	632	617
经营性现金净流量	4,744	4,277	4,809	5,098
投资性现金净流量	-2,062	-35	-61	-87
筹资性现金净流量	-2,799	-3,905	-3,542	-3,749
现金流量净额	-115	337	1,206	1,261

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	16,026	17,060	18,078	19,157
营业成本	9,113	9,654	10,186	10,745
税金及附加	154	136	148	161
销售费用	1,183	1,233	1,320	1,408
管理费用	712	717	759	805
研发费用	644	682	718	755
财务费用	-97	7	-10	-16
资产减值损失	-20	-43	-46	-49
信用减值损失	-1	-24	-25	-26
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	391	440	430	420
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	-1	-1	-1
其他收益	273	300	295	290
营业利润	4,959	5,302	5,609	5,933
营业外收入	3	4	4	4
营业外支出	57	96	96	96
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	4,905	5,209	5,517	5,841
所得税	829	875	916	958
净利润	4,076	4,334	4,601	4,883
少数股东损益	6	-1	-1	-1
归属母公司股东净利润	4,071	4,335	4,602	4,884
EPS(元)	2.26	2.40	2.55	2.71

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	-4.78%	6.45%	5.97%	5.97%
营业利润增长率	-3.02%	6.91%	5.80%	5.77%
归母净利润增长率	-4.72%	6.51%	6.15%	6.12%
经营现金流增长率	27.16%	-9.84%	12.44%	6.01%
盈利能力				
毛利率	43.14%	43.41%	43.65%	43.91%
净利率	25.44%	25.41%	25.45%	25.49%
ROE	24.23%	24.31%	24.31%	24.30%
ROA	18.05%	18.91%	18.99%	19.05%
估值倍数				
P/E	18.49	17.36	16.35	15.41
P/S	4.70	4.41	4.16	3.93
P/B	4.48	4.22	3.98	3.74
股息率	4.56%	4.39%	4.66%	4.94%
EV/EBITDA	12	11	10	9

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。