

公牛集团（603195.SH）

日积跬步，犇赴千里

买入（首次评级）

投资要点：

➤ 民用电工龙头韧性突出，ROE 考核彰显高质量发展信心。

公司成立于 1995 年，是一家专注于电连接、智能电工照明和新能源领域的民用电工平台型企业，以“为客户提供安全舒适的用电体验”为使命，秉承“专业专注、只做第一、走远路”的发展理念，在产品、运营、渠道等方面构建了坚实优势。26Q1 公司营收 40.6 亿元同比+3.5%，归母净利 10.6 亿元同比+8.5% 边际企稳修复，25 年在外部扰动下仍实现 25.4% 净利率、24.9% ROE，保持经营韧性。26 年新一期员工持股计划突出 ROE 考核，反映公司对未来盈利质量、资产效率、资本纪律和长期回报的信心。

➤ 产品和渠道打造竞争壁垒，“公牛”品牌效应加持，扩品类逻辑顺畅。

1) **产品力**：公司制造端垂直一体化、核心品类全供应链自制，推动数字化、自动化确保成本领先，研发费用率多年维持在 4% 左右。在坚持产品高品质的同时，公司对产品和技术持续迭代创新，近年来开发出大师轨道插座、蝶翼超薄开关、无叶风扇灯、“小电舱”插座、安全充电桩、智能无主灯等一系列广受消费者欢迎的新产品。2) **渠道力**：公司以线下经销为基本盘，渠道创新配送访销带动经销商从坐商转变为行商，店招模式覆盖全国 110 万家终端，形成难以复制的线下营销网络。基于强大制造和渠道壁垒，公司的品类扩张路径依托已有产品&渠道经验优势复用、择优有序布局：一方面，参考电商市占率，目前核心品类插座、墙开市场份额预计分别达 50%+、约 40%（20 年插座全渠道份额达约 70%），高市占、高盈利、持续迭代创新筑牢根基；另一方面，新品类如智能照明、新能源近年持续发展，26 年公司加快数据中心与太阳能照明业务布局、培育未来增长动能。

➤ 智能生态、新能源、国际化，构建下一个 30 年核心发展引擎。

公司新业务瞄准景气趋势、结合自身优势有序扩张，支撑迈向“国际民用电工行业领导者”的愿景。1) **智能生态**：公司把握 LED 普及、智能照明大势，通过 AI 健康照明、智能无主灯等产品革新构建差异化竞争力，并以全品类旗舰店引领装饰品类新零售变革。当前我国照明行业集中度低，目前公牛品牌市占率约中个位数，通过产品革新+渠道升级的抓手，未来份额有望提升。2) **新能源**：公司 21 年布局新能源，25 年板块营收达 8.2 亿元、4 年 CAGR 约 151%。以 C 端充电优势为基础，瞄准电动重卡等供需缺口较大的大功率 B 端市场，在产品、项目合作端持续突破；储能业务重点开拓欧洲市场，通过直接对接安装服务商的渠道深耕模式打造差异化，有望厚积薄发。3) **国际化**：25 年公司海外收入 2.7 亿元、营收占比 1.7%，主要来自聚焦东南亚等地的家装墙开、欧洲储能的新能源业务。目前海外业务已覆盖全球超四十个国家，稳扎稳打逐步积累品牌力、渠道能力，未来发展可期。

➤ 盈利预测与投资建议

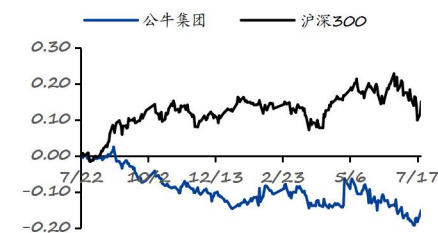
我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 43.1 亿元、45.7 亿元、48.4 亿元，增速分别为 5.8%、6.1%、5.9%。我们认为，公司传统主业高市占、高盈利稳健有韧性，第二成长曲线行业景气较高，公司优势能力复用有望有序驱动增长。目前公司股价对应 26 年 PE 16X，与可比公司均值类似、估值处于历史低位，26 年对应盈利预测及 25 年分红比例股息率约 5.2%，首次覆盖给予“买入”评级。

➤ **风险提示**：宏观经济风险，市场竞争加剧，新业务拓展不及预期，原材料价格波动

基本数据

日期	2026-07-21
收盘价:	38.79 元
总股本/流通股本(百万股)	1,803.45/1,800.16
流通 A 股市值(百万元)	69,828.34
每股净资产(元)	9.85
资产负债率(%)	26.86
一年内最高/最低价(元)	49.90/36.53

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	李含稚(S0210524060005)
lh30597@hfzq.com.cn	
分析师:	李宏鹏(S0210524050017)
lhp30568@hfzq.com.cn	

相关报告



财务数据和估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	16,831	16,026	16,948	17,839	18,780
增长率	7%	-5%	6%	5%	5%
净利润（百万元）	4,272	4,071	4,307	4,570	4,839
增长率	10%	-5%	6%	6%	6%
EPS（元/股）	2.37	2.26	2.39	2.53	2.68
市盈率（P/E）	16.4	17.2	16.2	15.3	14.5
市净率（P/B）	4.4	4.2	4.0	3.8	3.6

数据来源：公司公告、华福证券研究所



正文目录

1 公牛集团：民用电工龙头，业务边界持续拓展	5
1.1 公司简介：围绕用电布局三大业务	5
1.2 财务概况：业绩稳健，ROE 考核彰显高质量发现信心	8
2 守正创新，传统核心业务筑牢长期护城河	11
2.1 产品力：制造垂直一体化，持续创新技术迭代	11
2.2 渠道力：百万终端深度触达，多元渠道立体融合	14
2.3 强大竞争壁垒加持下，拓品类逻辑顺畅	16
3 拥抱变革，新业务新市场打开成长空间	22
3.1 智能生态：产品革新&渠道升级，打造智能生态	22
3.2 新能源：充电&储能双线布局，B 端与海外市场前景广阔	28
4 盈利预测与投资建议	35
4.1 盈利预测	35
4.2 投资建议	36
5 风险提示	38

图表目录

图表 1：三大业务领域主要产品示意图	5
图表 2：主要发展历程	6
图表 3：截止 2026/7/9 公司股权结构图	7
图表 4：公司主要管理层情况	7
图表 5：公司营收及同比增速	8
图表 6：公司分产品收入及同比增速	8
图表 7：毛利率与净利率	9
图表 8：分产品毛利率	9
图表 9：归母净利润及同比增速	9
图表 10：期间费用率	9
图表 11：公司加权 ROE 水平	10
图表 12：公司 ROE 杜邦分析	10
图表 13：公司转换器、墙开自产率高	11
图表 14：公司逐步实现核心部件自制	11
图表 15：民用电工成本结构/营收占比	12
图表 16：主要原材料采购构成（截止 1H19）	12
图表 17：人均创收及同比增速	13
图表 18：人均创利及同比增速	13
图表 19：公司两大主要品类渠道布局示意图	14
图表 20：各类终端网点数量	15
图表 21：业务模式以经销为主	15
图表 22：合作多年经销商占比较高	15
图表 23：合作年限较长的经销商毛利率水平较高	16
图表 24：公司给予渠道充分利润空间（1H19）	16
图表 25：公司品类持续拓展，形成三大业务板块	17
图表 26：插座市场规模趋于稳定	18
图表 27：我国城镇居民电器保有量保持较高水平	18
图表 28：2022 年排插下游市场需求结构	18
图表 29：公司转换器/电连接营收及同比增速	18
图表 30：公司电商平台接线板份额显著领先	19
图表 31：公司电商平台插座份额显著领先	19
图表 32：公司电连接品类持续创新	19
图表 33：墙壁开关插座市场规模趋于稳定	20
图表 34：我国二手房交易有所企稳	20



图表 35: 2018 年墙开市场竞争格局	20
图表 36: 公司墙开营收及同比增速	20
图表 37: 公司电商平台开关份额显著领先	21
图表 38: 公司墙开业务分产品类型结构	21
图表 39: 公司不断推出创新高端化墙开	21
图表 40: 公司 LED 照明营收及增速	22
图表 41: 我国 LED 照明渗透率达到较高水平	22
图表 42: 我国家用智能照明市场规模及占比	23
图表 43: 我国家用智能照明从单品向解决方案迭代	23
图表 44: 智能灯具单品单价较高	23
图表 45: 智能照明系统是全屋智能花费重要组成	23
图表 46: 我国照明零售市场规模及增速	24
图表 47: 我国零售照明品牌销售额份额	24
图表 48: 我国光源、灯饰零售规模基本相当	24
图表 49: 公司 LED 照明分产品类型收入结构	24
图表 50: 公司 AI 大路灯示意图	25
图表 51: 公司 LED 照明品类示意图	25
图表 52: 公牛智能无主灯产品系列	25
图表 53: 沐光 AI 智能调光科技示意图	26
图表 54: 公牛旗舰店数量持续扩容	27
图表 55: 公牛旗舰店示意图	27
图表 56: 我国新能源汽车销售量及增速	28
图表 57: 我国新能源汽车保有量及占比	28
图表 58: 我国新能源汽车桩比	29
图表 59: 我国新能源车充电私桩、公桩数量	29
图表 60: 我国直流公桩数量及公共直流桩占比	29
图表 61: 2025 年我国公共桩运营商份额	29
图表 62: 我国新能源重卡销量快速增长	30
图表 63: 截止 25 年 3 月我国公桩功率分布情况	30
图表 64: 公司新能源业务发展历程	31
图表 65: 公司新能源业务营收及增速	31
图表 66: 公司新能源国内渠道累计开拓数量	31
图表 67: 公司线上汽车充电销售额份额领先	32
图表 68: 公司是首批通过新国标认证的充电桩品牌	32
图表 69: 公司 C 端新能源充电产品示意图	32
图表 70: 公司兆瓦超充示意图	33
图表 71: 25 年欧洲储能新增装机容量快速增长	34
图表 72: 公牛国际官网储能产品示意图	34
图表 73: 公司业绩拆分预测表	35
图表 74: 公司分红比例提升	36
图表 75: 公司估值水平处于历史较低区间	36
图表 76: 可比公司估值表	37
图表 77: 财务预测摘要	39

1 公牛集团：民用电工龙头，业务边界持续拓展

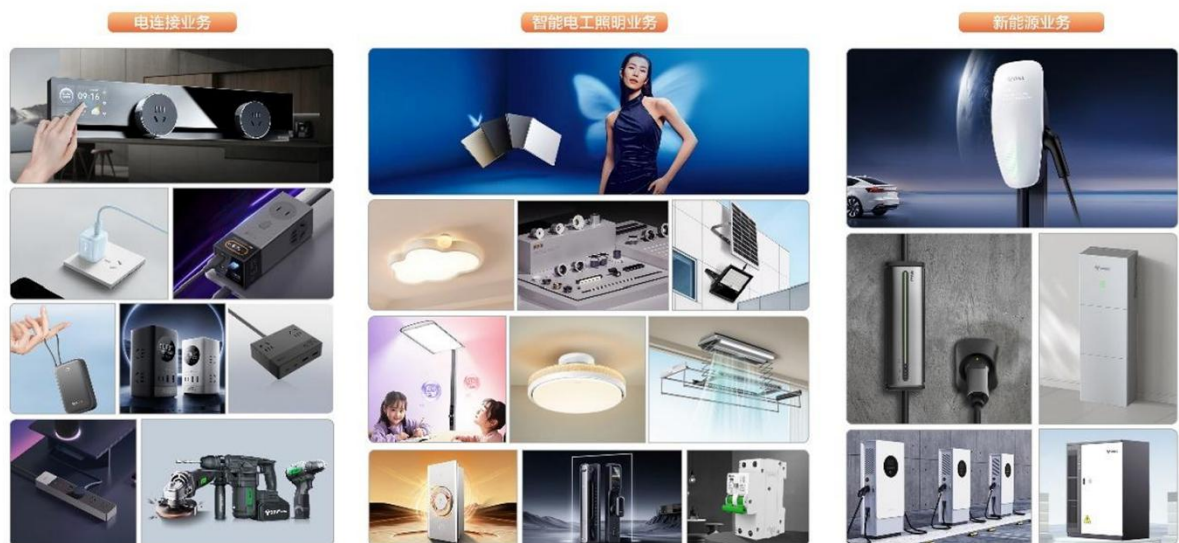
1.1 公司简介：围绕用电布局三大业务

公司成立于 1995 年，是一家专注于电连接、智能电工照明和新能源领域的民用电工企业。公司以“成为国际民用电工行业领导者”为愿景，以“为客户提供安全舒适的用电体验”为使命，秉承“专业专注、只做第一、走远路”的发展理念，不断实现功能、技术与设计的创新，近年来开发出大师轨道插座、蝶翼超薄开关、无叶风扇灯、“小电舱”插座、安全充电桩、智能无主灯等一系列广受消费者欢迎的新产品。

公司在多年发展过程中逐步形成电连接、智能电工照明、新能源三大业务板块。

其中，电连接产品主要为转换器（即插座）、数码配件、电动工具等，智能电工照明产品主要包括墙壁开关插座、LED 照明（含智能照明）、安全断路器、智能浴霸、智能晾衣机、智能门锁、智能窗帘机等，新能源产品主要为新能源汽车充电桩/枪、家庭储能、工商业储能、户外便携式储能等。近年来，公司加速推动智能生态、新能源用电和国际化业务发展，以创新为灵魂，凭借产品研发、营销、供应链及品牌方面的领先优势，持续构筑产品力、营销力、运营力等综合竞争优势。

图表 1：三大业务领域主要产品示意图



数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司坚持以消费者需求为导向、以产品品质为根本，早期从“插座”这一细分领域开始做到行业第一，逐步拓展至墙开并在墙开领域也实现市占率第一，数码配件、照明、生活电器、新能源、电动工具等领域，经过 30 年的发展，公司围绕民用电工及照明领域形成了长期可持续发展的产业布局，“安全用电专家”的品牌形象深入人心。

发展历程主要可分为三大阶段：

1995 年-2006 年：公司以插座起家，核心品类初步奠定了公司的渠道、产品护城

河，并实现国内插座市占率第一；

2007年-2020年：品类与渠道扩张期，公司从插座切入墙开、照明领域，并成功跻身墙开领域头部；

2021年至今：公司以持续创新为核心驱动力，紧随行业发展景气趋势，聚焦于智能生态+新能源+国际化的战略，新业务基于公司已有的组织能力优势、渠道品牌优势、产品研发优势，有望打造第二成长曲线，引领公司迈向“国际民用电工行业领导者”的愿景征程。

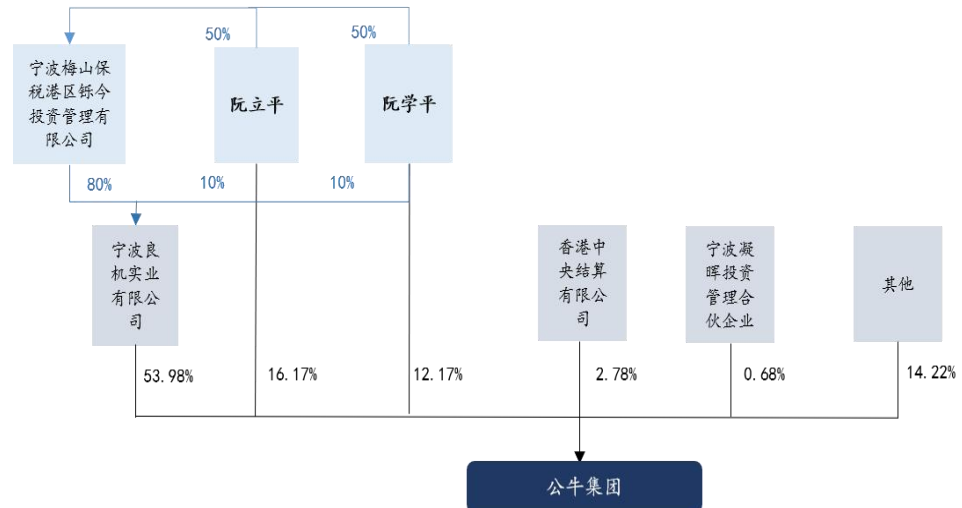
图表 2: 主要发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，华福证券研究所

实际控制人为阮立平、阮学平。公司第一大股东为宁波良机实业有限公司，阮立平、阮学平直接和间接合计持有公司约 82% 股权，是公司实际控制人，二人也是一致行动人；阮立平、阮学平通过宁波凝晖投资管理合伙企业（有限合伙）间接持有公司 0.68% 的表决权，二人共同控制的宁波梅山保税港区铄今投资管理有限公司为公司股东宁波凝晖投资管理合伙企业（有限合伙）的执行事务合伙人。

图表 3： 截止 2026/7/9 公司股权结构图



数据来源：公司公告，ifind，华福证券研究所

董事长阮立平先生于 1984 年毕业于武汉水利电力大学（现并入武汉大学），所学专业为工程机械或相关工科方向，毕业后被分配至水电部杭州机械研究所担任工程师，从事产品研发与设计工作。1995 年阮立平与弟弟阮学平共同创办公牛电器时，将技术能力应用于插座产品改进，例如首创带按钮开关的插座，显著提升安全性与耐用性。公牛早期产品强调“用不坏”，其技术基础源于阮立平先生对材料、工艺和电路设计的深入理解，甚至亲自参与组装与测试。

图表 4： 公司主要管理层情况

姓名	职务	出生年份	简介
阮立平	董事长、总裁	1964	曾任水电部杭州机械设计研究所工程师，公牛集团有限公司董事长兼总裁等。现任公牛集团股份有限公司董事长，总裁，浙江省十三届人大代表，主要兼任宁波公牛电器有限公司执行董事兼总经理，宁波公牛光电科技有限公司执行董事兼总经理，宁波公牛数码科技有限公司执行董事兼总经理，宁波良机实业有限公司执行董事等。
阮学平	副董事长	1972	曾任慈溪市公牛电器有限公司生产经理，公牛集团有限公司副董事长等。现任公牛集团股份有限公司副董事长，主要兼任慈溪市公牛电器有限公司执行董事，上海公牛电器有限公司总经理，宁波良机实业有限公司监事等。
刘圣松	财务总监、董事会秘书、国际事业部总经理	1970	曾任猴王集团科学技术部主任助理，美的集团股份有限公司高级经理，奥克斯集团有限公司战略运营总监、事业部副总经理，江西正邦科技股份有限公司总裁助理、事业部总经理。任公牛集团股份有限公司副总裁，董事，董事会秘书，武汉长盈通光电技术股份有限公司董事。
周正华	墙开事业部总经理	1972	曾任中山嘉华电子(集团)有限公司进料品质控制(IQC)技术员,合一集团有限公司质量控制(QC)主管,美的集团股份有限公司产品公司总经理,公牛集团有限公司副总裁.现任公牛集团股份有限公司董事,副总裁,墙开事业部总经理。
谢维伟	新能源电连接事业部总经理	1979	曾任赫比上海家用电器有限公司运营经理，戴尔（中国）研发中心全球运营经理，摩托罗拉（中国）有限公司供应链开发经理，伟创力精密制造有限公司运营总监，公牛集团董事、集团副总裁兼转换器事业部及新能源事业部总经理。现任公牛集团股份有限公司职工代表董事、集团副总裁兼墙开事业部总经理。
李国强	资深副总裁	1967	曾任 TCL 国际电工(惠州)有限公司区域经理,爱帝威国际电工(惠州)有限公司营销总监,公牛集团有限公司营销副总裁.现任公牛集团股份有限公司副总裁兼 B 端事业部总经理。

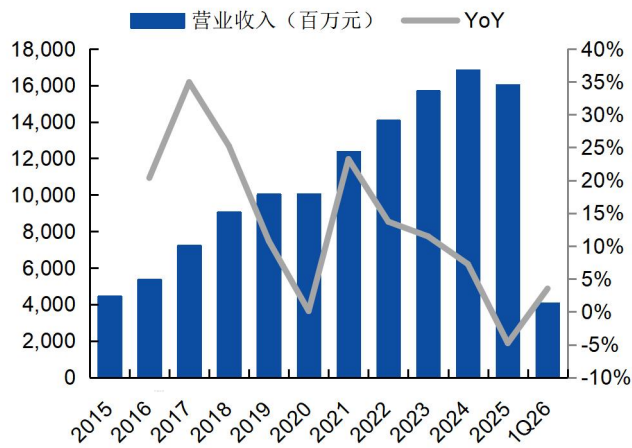
数据来源：公司公告，华福证券研究所



1.2 财务概况：业绩稳健，ROE 考核彰显高质量发现信心

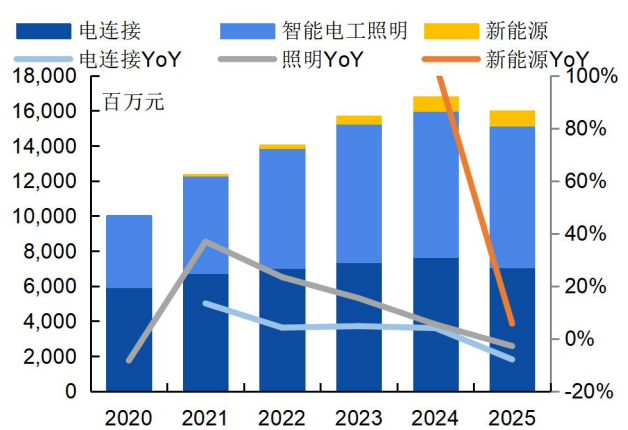
Q1 营收企稳，行业承压下保持经营韧性。2025 年公司实现营收约 160 亿元，同比-4.8%，主要由于国内宏观承压；其中电连接、智能电工照明、新能源板块分别实现营收 70.8 亿元、81 亿元、8.2 亿元，分别同比-7.9%、-2.8%、+5.7%。其中电连接板块以产品迭代创新筑牢基本盘，加快嵌入式、电动工具等新业务孵化落地。智能电工照明在行业环境下行承压、市场竞争日趋激烈，公司以 AI 智能与健康照明为核心抓手，深化装饰渠道、沐光渠道模式革新，依托多品类协同集成的独特优势对冲市场不确定性。新能源业务重点开拓商用大功率充电与储能新赛道。26Q1 公司营收企稳，实现营收 40.6 亿元同比+3.5%。

图表 5：公司营收及同比增速



数据来源：公司公告，ifind，华福证券研究所

图表 6：公司分产品收入及同比增速

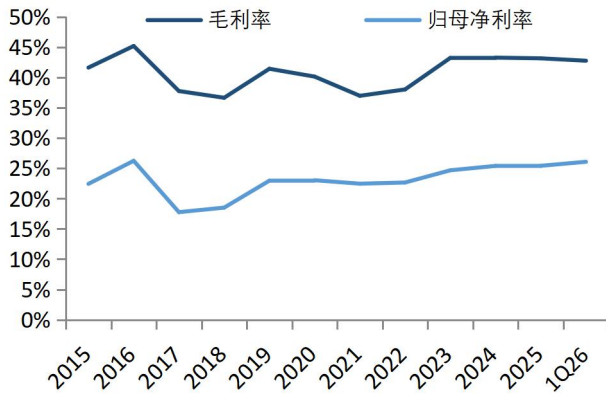


数据来源：公司公告，华福证券研究所

毛利率与费用稳定，盈利能力保持较高水平。近年来尽管宏观环境有所承压，但公司盈利能力保持较好水平，公司核心业务筑牢根基通过精细化管控，盈利能力与现金流持续健康。2025 年公司实现毛利率 43.1%同比基本持平，分产品来看电连接、智能电工照明毛利率分别为 41.1%、46.3%，分别同比+0.2pct、+0.1pct，新能源毛利率为 29.5%同比-5.3pct，预计主要为产品结构等影响。净利润方面，25 年公司实现归母净利润 40.7 亿元同比-4.7%降幅小于营收增速，26Q1 公司归母净利润 10.6 亿元同比+8.5%企稳修复。费率方面，近年来公司销售费率有所提升，其他费率基本保持稳定，25 年公司销售、管理、研发、财务费率分别为 7.4%、4.4%、4%、-0.6%，分别同比-0.8pct、+0.1pct、-0.4pct、+0.1pct，25 年销售费率下降主要为市场推广费、广告费下降。

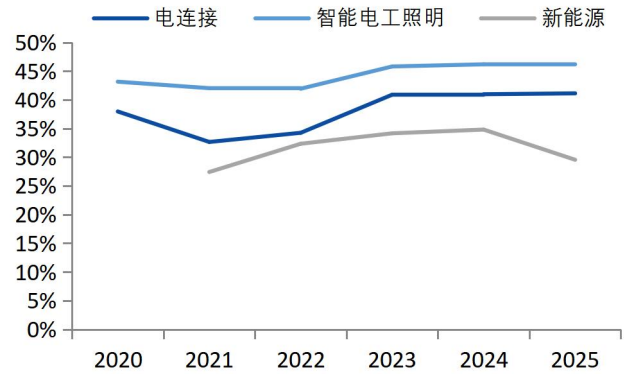


图表 7: 毛利率与净利率



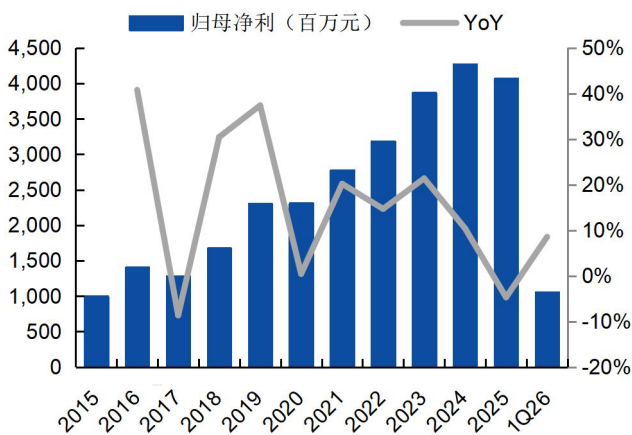
数据来源：公司公告，ifind，华福证券研究所

图表 8: 分产品毛利率



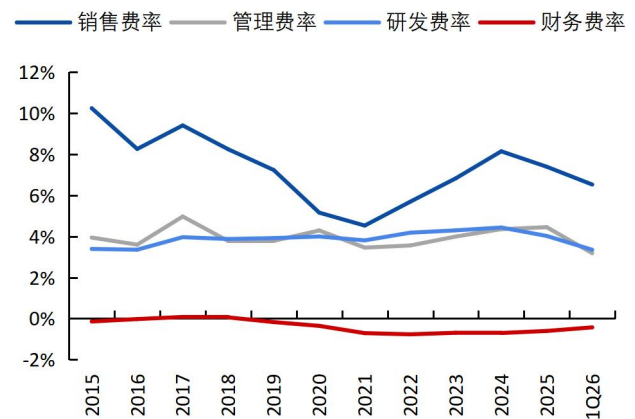
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 9: 归母净利润及同比增速



数据来源：公司公告，ifind，华福证券研究所

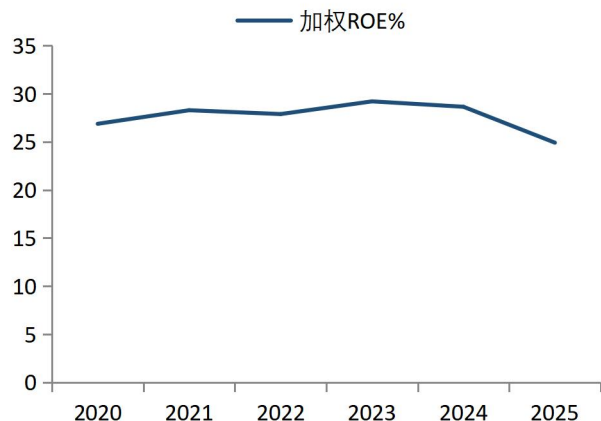
图表 10: 期间费用率



数据来源：公司公告，ifind，华福证券研究所

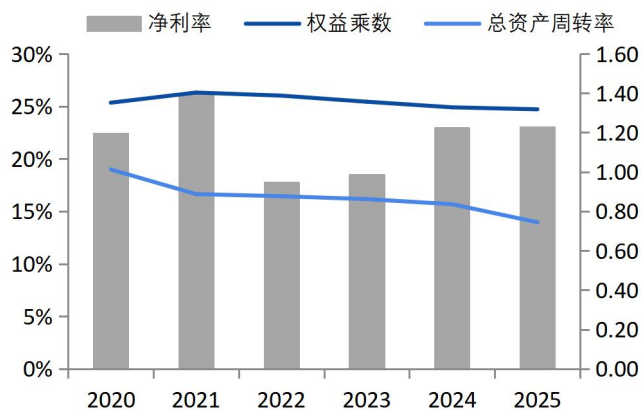
公司最新激励考核导向 ROE，体现长期经营质量信心。2026 年 4 月公司公告新一期员工持股计划草案，业绩考核维度由原先收入/利润指标转变为考核 ROE 指标，考核条件 2026-2028 年各年度的的加权平均净资产收益率分别不低于 22%、20%、20%。2020 年公司上市以来，加权 ROE 水平基本保持在 25%及以上，长期保持较高的经营质量。公司以 ROE 为考核的激励反映了公司以质量为先的经营导向，体现了公司对盈利质量、资产效率、资本纪律和长期回报具有较强信心。

图表 11: 公司加权 ROE 水平



数据来源：公司公告，ifind，华福证券研究所

图表 12: 公司 ROE 杜邦分析



数据来源：公司公告，ifind，华福证券研究所



2 守正创新，传统核心业务筑牢长期护城河

公司以产品和渠道壁垒打造核心竞争力。1) **产品力**：公司制造端垂直一体化，核心品类全供应链自制，推动数字化、自动化确保成本领先，研发费用率多年维持在4%左右。同时，以先进的公牛管理体系（BBS）为底座，对内降本增效、对外支撑业务多元协同增长。2) **渠道力**：公司以线下经销为基本盘，经销商合作稳定、利润空间足，覆盖全国110万家终端形成难以复制的线下营销网络。

基于强大制造和渠道壁垒，公司的品类扩张路径依托已有产品&渠道经验优势复用、择优有序布局：一方面，参考电商份额，公司目前核心品类插座、墙开市场份额预计分别达50%+、约40%，高市占、高盈利、持续迭代创新筑牢根基；另一方面，新品类如智能照明、新能源近年持续发展，26年公司加快数据中心与太阳能照明业务布局、培育未来增长动能。

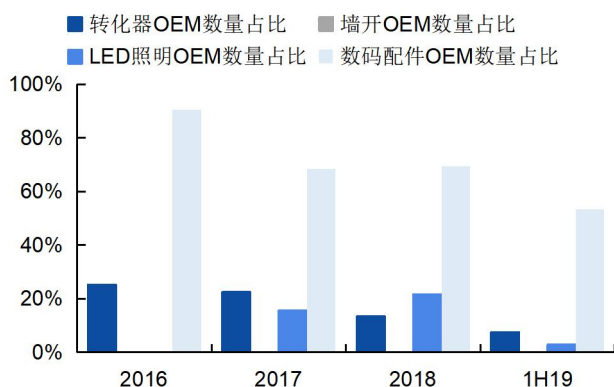
2.1 产品力：制造垂直一体化，持续创新技术迭代

公司以产品为核心，深度整合上游供应链环节，掌握关键零部件及核心工艺技术，建立了从基础原材料到成品的垂直一体化供应链体系。公司的垂直一体化制造能力是供应链的核心竞争优势，在核心零部件方面，公司设有专门的模具、五金、电子、喷涂等配套工厂，为公司多元化的产品配套设计、开发、制造各类高精度模具，实现了注塑生产自动化、模塑一体化，精密电子元器件的自研自给。

核心品类转换器、墙开整体自制率较高，且核心部件也逐步实现自制。公司在核心品类电连接品类的生产制造领域形成了完备的、垂直一体化的供应链布局，从铜、塑料粒子等原材料加工开始即进入到自制环节。

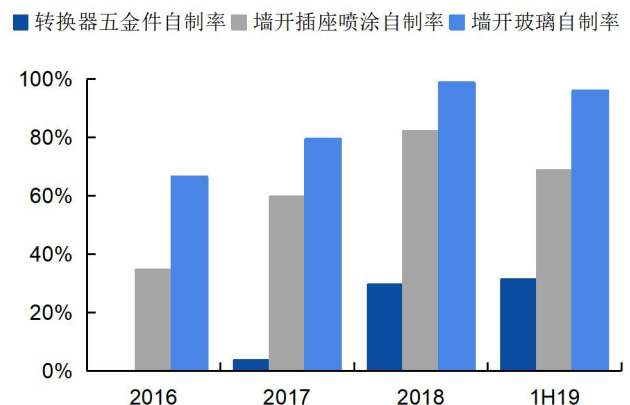
2018年以来公司营业成本主要构成中，直接材料、直接人工、制造费用等项目与收入比值均呈现波动下降趋势，体现了在自动化、数字化等赋能之下公司生产与供应链端效率的释放。

图表 13: 公司转换器、墙开自产率高



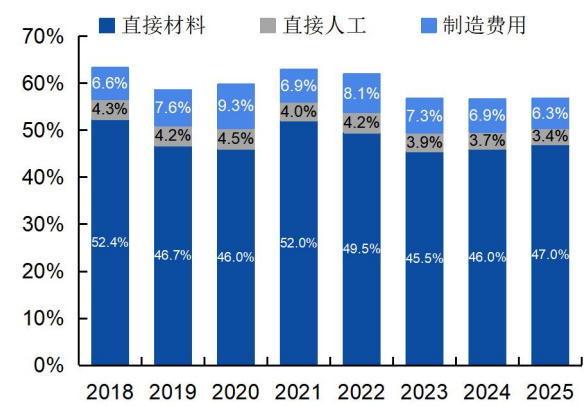
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 14: 公司逐步实现核心部件自制



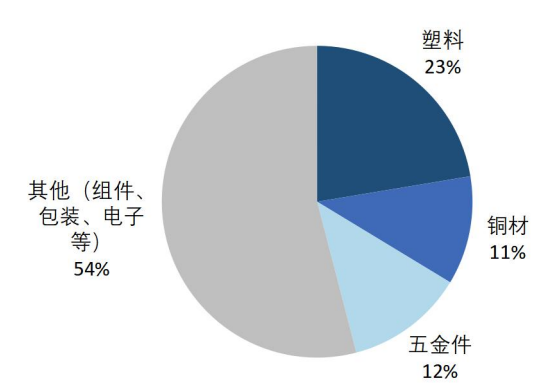
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 15: 民用电工成本结构/营收占比



数据来源：公司公告，ifind，华福证券研究所

图表 16: 主要原材料采购构成（截止 1H19）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

在供应链方面，公司持续推动供应链水平提升，包括数字化、柔性自动化、AI 技术等举措的应用实施。2025 年公司聚焦产销协同升级、数据直连两大核心变革，稳步搭建“集团—事业部—部件—供应商”四级产销协同（PSI）、逐步打破渠道信息壁垒，超越传统“以销定产”，推动产销体系向更高效、更精准的协同模式深度转型；同时，公司正迭代升级 APS 自动排产等信息化平台，推行需求拉动式生产方法论，持续优化库存周转与物流效能。

当前，AI 技术已全面融入运营各环节，公司专门组建智能 AI 研究院与流程与数字化中心，分别聚焦 AI 产业化规划与轻量化 AI 工具开发应用，在制造端的检测、物流等环节应用 AI 视觉与传感技术，在渠道服务端推出垂直领域智能 AI 设计软件，同时在智能客服、人力资源、创意设计和品牌推广等领域引入 AI 工具，有效优化生产效率、提升客户体验，以技术创新为运营效率提升注入强劲动力。

在运营组织建设方面，公牛业务管理体系（BBS）是驱动公司经营提效的核心方法论。近几年，公牛深入学习世界先进的企业管理方法，建立了公牛业务体系致力于打造公牛业务管理体系（BBS），将精益管理的不同方法和工具引入供应链、研发、营销等多领域，推进企业改善运营管理。对内实现降本增效、推动组织变革，对外实现业务创新增长、落实战略目标。

在流程建设上，基于 PD（战略规划与部署）优先事项、KPI（关键绩效指标）及 VSM（价值流图分析），聚焦业务核心问题并通过增长模型（精益商品企划、BPD 爆品改善、精益营销等工具）的导入及内化，赋能业务成长；工具开发上，通过改善项目持续沉淀公牛最佳实践，围绕增长、精益、领导力和基石四大平台持续优化 BBS 工具体系；人才培养上，基于公牛领导力模型与业务需求，促进不同职类、不同层级的管理和技术人才 BBS 能力快速提升与迁移，实现战略有效落地，赋能各业务持续打赢。



经过近几年不断深化的管理变革，公牛业务管理体系（BBS）已从降本增效的管理工具进化为驱动创新增长与组织协同的方法论，也是公司多元发展的组织底座。公司在多品类、多渠道、多市场布局的稳步推进，亦得益于高效率的管理体系在内外协同上的有效赋能。

图表 17: 人均创收及同比增速



数据来源：公司公告，ifind，华福证券研究所

图表 18: 人均创利及同比增速



数据来源：公司公告，ifind，华福证券研究所

2.2 渠道力：百万终端深度触达，多元渠道立体融合

渠道全覆盖、多层次、立体化。公司采用“经销为主、直销为辅”的售模式，主要由于民用电工属于价格相对较低的民用消费品，终端网点规模小、数量多、分布广，同时也能够充分发挥经销商覆盖面更广的优势，更有效开拓和巩固网点、实现市场精耕细作。公司自创立以来，与包括经销商在内的各方逐步形成了较为成熟、稳定的长期合作关系，有效地支持了公司“配送访销”（即一种使用专车并沿规划好的固定路线，定期对终端网点进行配货、送货、拜访服务和上门销售的销售方法）、售点推广等战略变革创新，推动了公司与经销商伙伴共同、持续的发展。

随着消费者习惯的变化，公司亦前瞻性布局了专业化的电商直销业务运营团队和具有较强实力的线上经销商体系，通过线上直销&经销模式覆盖各主流电商平台，拥有数十家线上授权经销商。2025 年公司转换器、墙壁开关插座、新能源汽车充电桩、新能源汽车充电枪产品在天猫市场线上销售排名均为第一。

图表 19: 公司两大主要品类渠道布局示意图



数据来源：公司公告，华福证券研究所

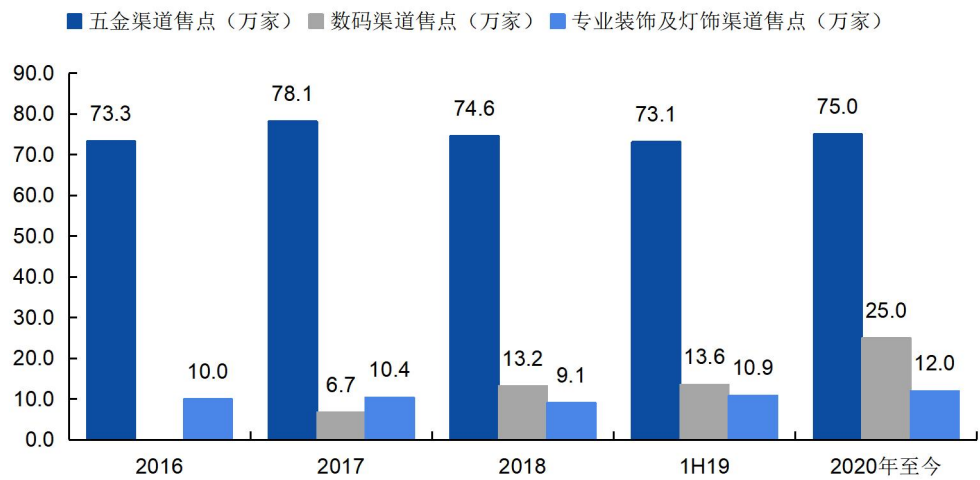
经销模式下公司充分绑定经销商，核心品类专营专销。在经销模式下，公司建立了扁平化经销体系。公司经销体系包括转换器、墙壁开关插座、数码配件三大线下经销体系和线上经销体系，在三大线下体系内实行分区域独家经销，并根据年度目标及达成情况给予经销商销售额折扣、市场开发折扣、市场推广折扣等。公司原则上鼓励专营专销，其中核心产品转换器经销体系全面实现专营专销，墙开经销体系大部分为专营专销。

目前公司在全国范围内建立起了由超过 110 万家终端组成的销售网络，包括了 75 万多家五金渠道售点（含五金店、日杂店、办公用品店、超市等）、12 万多家



专业装饰及灯饰渠道售点及 25 万多家数码配件渠道售点，这些渠道将销售网点拓展到城乡的门店、卖场、专业市场等各种场所，形成了较难复制的线下营销网络。

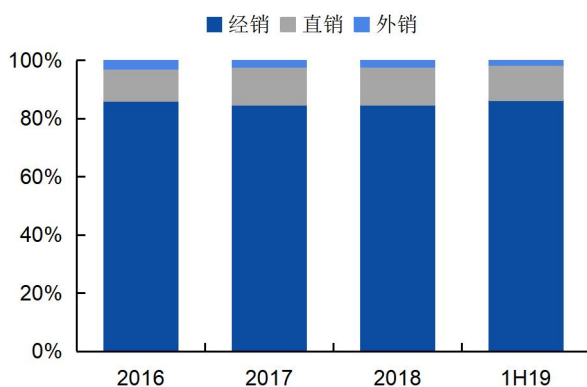
图表 20: 各类终端网点数量



数据来源：公司公告，华福证券研究所

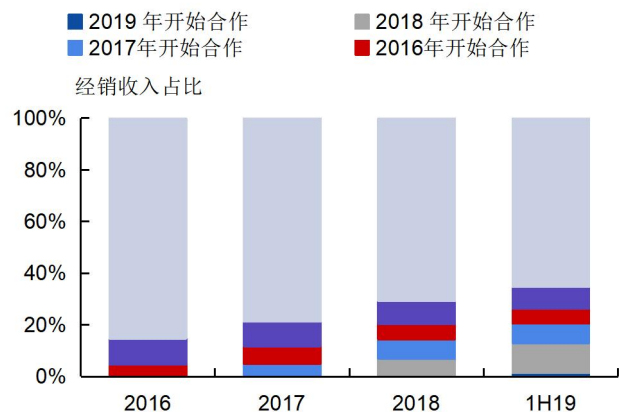
公司经销商稳定，盈利能力强。公司自 2012 年开始推进经销单元的细分及进一步下沉至县级经销区域，并基本形成了公司经销渠道对县级区域的较为全面的覆盖，公司核心产品转换器和墙开业务的经销网络在 2015 年之前即已相对成型，因此营收结构中 2015 年之前开始合作的经销商销售占比较高。同时，公司经销商的盈利水平较好，2015-1H19 经销商毛利率水平基本在 35%左右，截止 1H19 核心品类转换器、墙开渠道加价倍数（直销价格/经销价格）分别为 2.25、1.85，在竞争相对激烈的民用电工产品中，公司通过自身的供应链与组织管理优势、经销商服务优势、成本控制优势，给予渠道较为充足的利润空间，确保了经销基本盘的长期稳健发展。

图表 21: 业务模式以经销为主

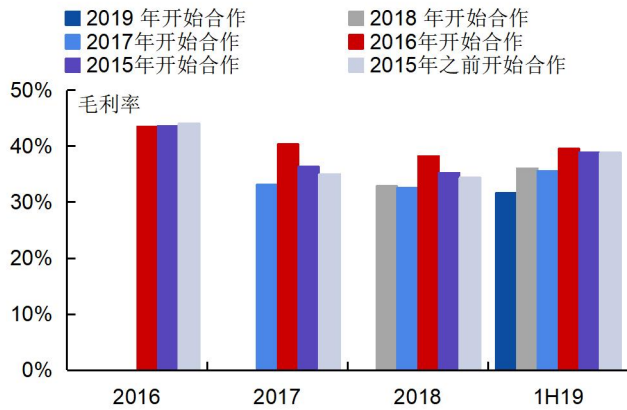


数据来源：公司公告，华福证券研究所

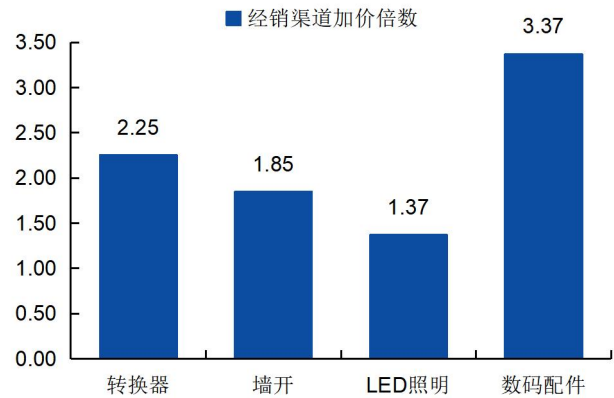
图表 22: 合作多年经销商占比较高



数据来源：公司公告，华福证券研究所

**图表 23: 合作年限较长的经销商毛利率水平较高**

数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 24: 公司给予渠道充分利润空间（1H19）

数据来源：公司公告，华福证券研究所

2.3 强大竞争壁垒加持下，拓品类逻辑顺畅

通过有序拓品扩大业务版图，公司组织能力经市场检验。公司的业绩增长伴随着持续的品类扩张，公司的扩品类并非盲目进入新市场，而是一方面紧随行业景气趋势，另一方面依托已有的产品&渠道经验优势复用、择优有序布局。目前，公司已形成转换器、墙开的成熟优势品类，无主灯、智能家居生态、新能源等的潜力成长品类，以渠道、供应链、组织管理能力为基石驱动集团有序增长。

1995 年公司品牌创立之初，核心品类插座便确立了“制造用不坏的插座”战略定位，开启了中国民用电工行业的品质革命，1996 年在行业首创了按钮式开关插座保护使用者的安全，经过 5 年多的发展，插座市场占有率已达全国第一。在渠道方面，公司在给予经销商充分利润空间的同时，以专营专销、销售体系扁平化深度绑定经销商，并以“配送访销”将全国小而散的五金渠道网点连接成网，并长期坚持以“店招”等售点广告为核心的品牌传播模式，在转换器产品领域树立了同行较难复制的营销渠道壁垒和品牌优势。

2007 年在我国地产红利的带动下建筑装饰行业景气，公司把握行业发展机遇，将品类横向扩展至墙开并取得成功。在产品端，公司主打区别于功能开关的“装饰开关”进行差异化竞争；在渠道端，凭借过去在五金渠道积累的经验，公司新拓展了建材装饰渠道，到 2015 年公司墙开的市场份额已跃居墙开行业首位。

2014 年公司开始布局 LED 照明，品类的发展同样抓住了 LED 取代白炽灯的红利。在产品端，公司的 LED 照明打造了“护眼”的差异化定位，精准把握消费者对视力健康日益重视的需求变化；在渠道端，公司借助转换器渠道对替换型产品（如球泡灯）的带动和墙开渠道对装修阶段购置类产品（如筒灯、灯带）的带动，在公司已有成熟渠道上加大 LED 产品的推广力度，有力促进了产品销售的增长。

2018 年公司孵化生态业务安全断路器、暖阳阳浴霸、安全智能锁、晾衣机、静音智能窗帘等智能家居产品；2022 年公司进入无主灯领域，推出智能无主灯产品，

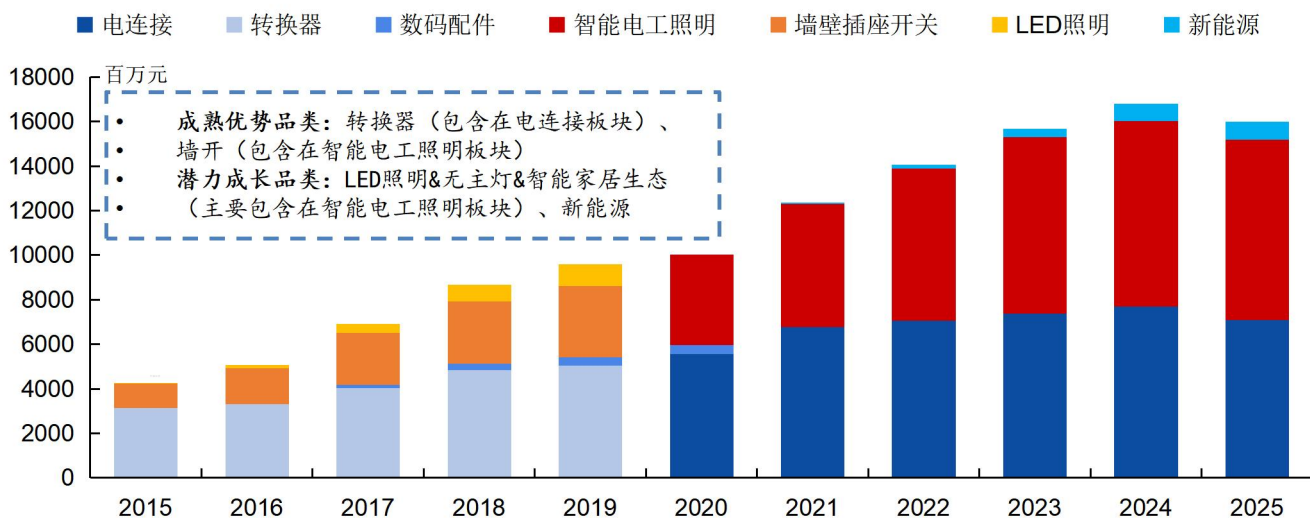


并成立高端品牌“沐光”，智能电工照明的业务版图向着全屋智能生态整合迭代。

2021 年公司紧抓新能源发展趋势，成功推出新能源充电桩等电连接产品，并快速完成从交流到直流、从慢充到快充、从单桩到群充、从充电到储能、从 To C 到 To B 等产品线和渠道的布局；同时布局储能产品，力争在全球快速发展的储能市场中建立独有的竞争优势。

2026 年，为顺应行业发展趋势，公司将加快数据中心与太阳能照明两大新业务布局，培育未来增长动能。数据中心业务在巩固配电品类现有优势的基础上，持续探索 AI 基础设施场景化应用，通过产品创新与渠道能力建设，构建未来核心竞争优势；太阳能照明业务将立足用户核心需求，持续迭代丰富产品线，积极开发差异化创新产品，同步挖掘海外市场发展机会，推动新业务稳步起步、逐步实现突破。

图表 25: 公司品类持续拓展，形成三大业务板块



数据来源：公司公告，华福证券研究所

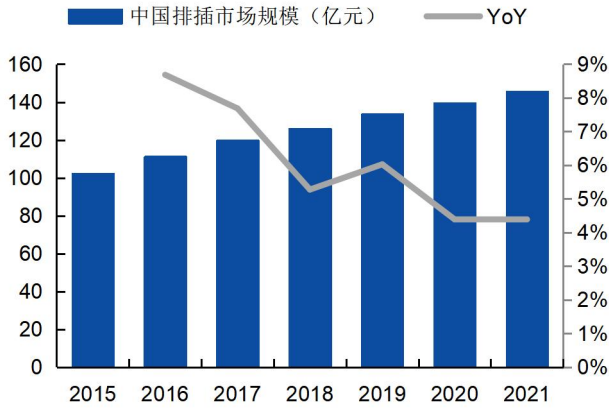
在已有优势品类中，公司持续创新迭代，确保品类的市场引领地位。

➤ 转换器/电连接：成熟优势品类，聚焦产品升级

随着我国居民消费水平提高，家用电器、小家电、手机等保有量保持较高的水平，为家庭对转换器、墙壁开关插座等电源连接产品的需求奠定了稳定的基本盘。我国以排插为核心的电连接产品已进入产业发展的成熟期，据智研咨询，2021 年我国排插市场规模 145.71 亿元，近年来行业规模保持中个位数增长。

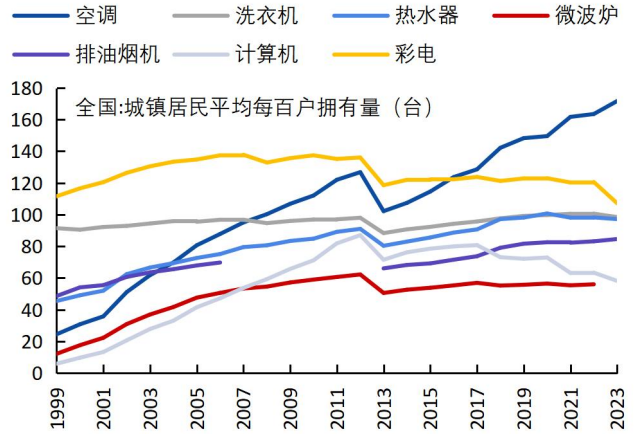


图表 26: 插座市场规模趋于稳定



数据来源: 智研咨询, 华福证券研究所

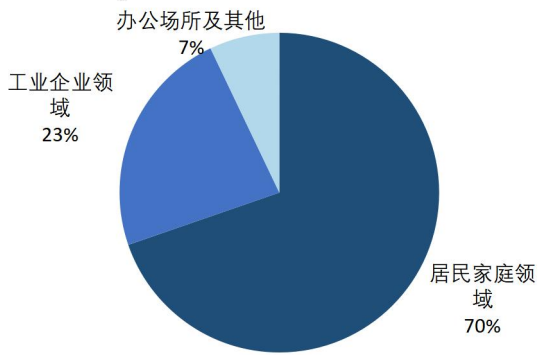
图表 27: 我国城镇居民电器保有量保持较高水平



数据来源: ifind, 华福证券研究所

公司转换器的市场占有率在 2007 年已达 66%，预计近年份额亦保持 60% 水平。在高市占率的同时，由于行业需求约 70% 在居民家庭领域，公司的电连接品类也是居民消费、经济基本面的反映。25 年电连接板块实现营收 70.77 亿元同比-7.9%，主要受到工商业活动偏弱、终端消费影响短期销售有所承压。公司通过积极拓展趋势性新业务，包括推动嵌入式与电动工具品类，有效地支撑了电连接业务稳健的发展状态。

图表 28: 2022 年排插下游市场需求结构



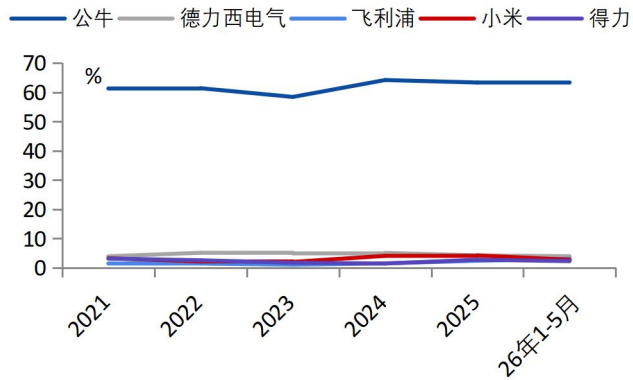
数据来源: 智研咨询, 华福证券研究所

图表 29: 公司转换器/电连接营收及同比增速



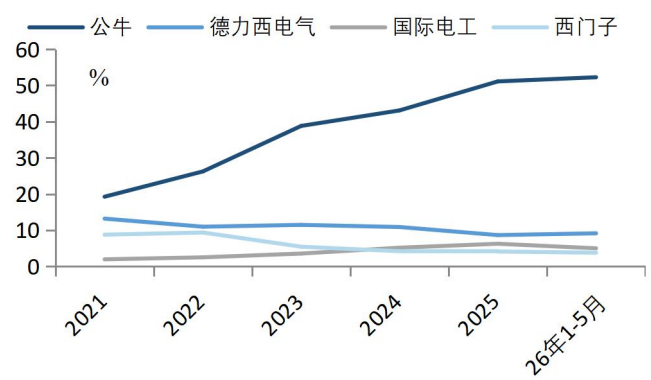
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 30: 公司电商平台接线板份额显著领先



数据来源: 久谦中台, 华福证券研究所

图表 31: 公司电商平台插座份额显著领先



数据来源: 久谦中台, 华福证券研究所

公司在转换器领域不断推陈出新，创新引领行业。公司持续推出轨道插座、嵌入式插座、迷你快充插座、全球旅行转换器、PDU 机柜插座等新品，推动传统转换器由标准化低价产品升级为“安全+颜值+快充+场景化”的产品。

在场景化方面，公司专门成立了嵌入式业务部门，顺应家具电器化趋势以嵌入式插座、轨道插座、嵌入式灯条为核心，深度布局家居、办公两大场景。在家居端，公司与头部定制橱柜品牌合作，推动产品从单一单品向空间全套解决方案升级；在办公端嵌入式插座采用隐藏轨道、磁吸技术，支持独立过载保护及手机 APP 远程控制为显著优化了企业的办公环境与便利性。

在工业领域，公司深耕工业配电，推出 PDU、母线、工业连接器等一系列适用于数据中心的产品，为客户提供数据中心末端智能配电综合解决方案，复用了公司在电连接产品、安全可靠、渠道组织和研发制造上的底层能力。

长期来看，公司在电连接领域保持深耕与创新，在弱周期的背景下公司经营韧性与抗风险能力强，更有利于龙头份额提升。

图表 32: 公司电连接品类持续创新



数据来源: 公司官网, 华福证券研究所



电动工具品类协同五金优势渠道稳步发展。公司电动工具业务紧跟客户群体年轻化、专业化的趋势，聚焦建筑装修、制造工厂“工匠”用户，致力于提供高效、耐用、舒适、专业的工具解决方案。在产品端，公司已推出了角磨类、锤镐类、枪钻类、紧固类及切割类五大产品系列，推出“小魔王”100 型角磨机、“小钢炮”16V 锂电电钻等爆款产品受到市场积极反馈。在供应链端，电动工具工厂核心零部件的自制能力与供应链水平不断提升。在渠道端，电动工具聚焦综合五金店与品牌专卖店，截止 25 年已完成了 3 万家售点覆盖。未来电动工具品类也将向着成为行业标杆品牌的方向快速发展。

➤ 墙开：高端化、智能化、国际化并进

开关插座的需求和房地产的发展有一定相关性，近年来我国住宅竣工、商品住宅销售有所承压，但近年来二手房交易企稳对墙开类产品的需求也有一定支撑。据智研咨询，预计我国开关插座市场规模 2021 年达约 241 亿元。

图表 33: 墙壁开关插座市场规模趋于稳定



数据来源：智研咨询，MIRDatabase，华福证券研究所

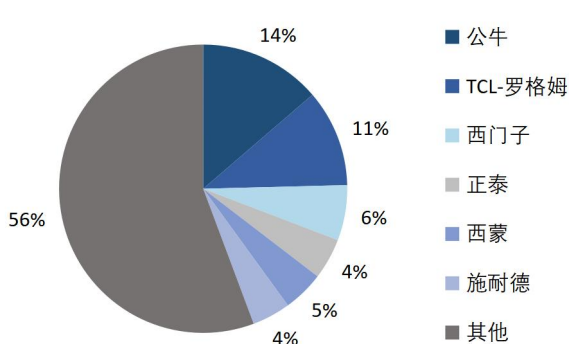
图表 34: 我国二手房交易有所企稳



数据来源：ifind，华福证券研究所（样本城市：北京、深圳、青岛、杭州、苏州、厦门、扬州、佛山）

墙开业务是公司从传统电连接延伸而来的成功案例，也是其品类扩张方法论的最佳验证。根据华经情报网 2018 年公司墙壁开关插座市占率约 13.7%，近年来公司墙开份额持续提升，外资品牌份额下降，根据公司招股书，2018 年墙壁开关插座天猫市占率 26.08% 位居头部，25 年公司电商平台的开关品类市占率提升至 40% 以上。

图表 35: 2018 年墙开市场竞争格局



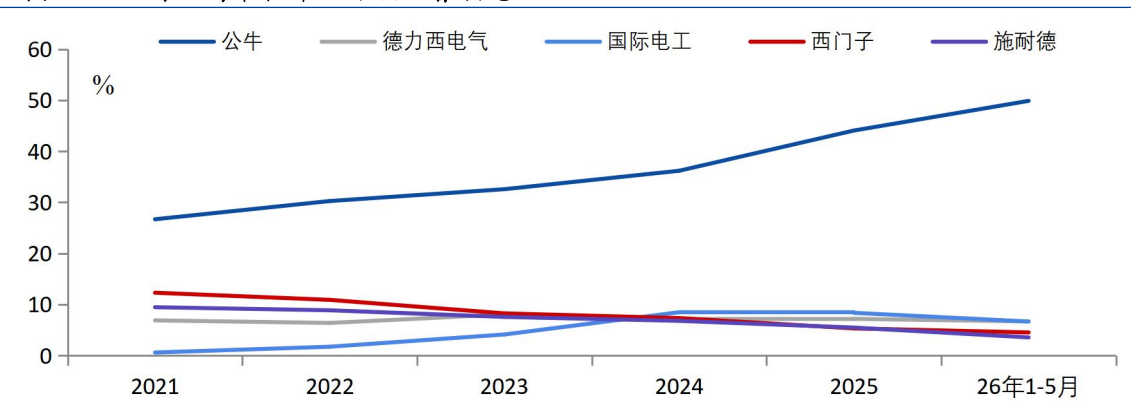
数据来源：搜狐网，华经情报网，华福证券研究所

图表 36: 公司墙开营收及同比增速



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 37: 公司电商平台开关份额显著领先

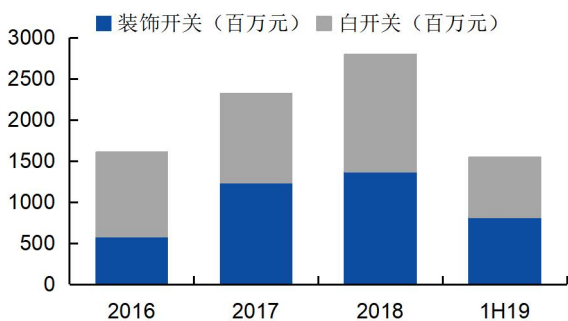


数据来源: 久谦, 华福证券研究所

公司墙开业务创立之初便定位于主打差异化的装饰开关, 并搭建了一套专业的建材及灯饰渠道网点, 目前已覆盖约 12 万家专业装饰渠道, 并把握整装趋势与头部家装公司合作扩大 B 端覆盖。在已有的领先优势基础上, 近年来公司在墙开业务的产品端和渠道端持续迭代更新: 1) 产品端, 公司以常态化产品迭代创新筑牢发展根基, 持续放大品类竞争优势, 推出蝶翼超薄系列、乐动拨杆系列、智能开关、“纯平隐形”开关插座等产品, 推进产品系列高端化。融入装饰设计的高端、智能产品普遍高于普通白开关约 10 元左右电商零售价。

2) 渠道端, C 端装饰渠道全面推动全品类旗舰店+新零售建设, 电商完成了全平台全品类家装旗舰店的升级, 建立了新零售业务链路的标准化运营能力, 同时 B 端加深与头部家装公司合作拓展增量业务。国际化方面, 公司为家装产品线搭建专属海外研发与供应链体系, 丰富海外产品系列, 积累出海经验。当前家装墙开业务出海以大客户模式为核心驱动, 稳步实现本土化产品创新与市场布局的双线突破, 业务辐射东南亚、东亚、欧洲、拉美、中东等多个核心区域。

图表 38: 公司墙开业务分产品类型结构



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 39: 公司不断推出创新高端化墙开



数据来源: 公司官网, 天猫, 华福证券研究所



3 拥抱变革，新业务新市场打开成长空间

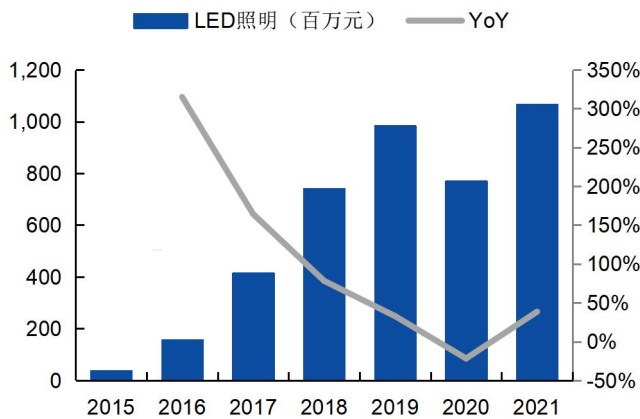
近年公司围绕智能生态与新能源两大核心赛道，全力打造第二增长曲线，同时以全面国际化战略拓宽全球业务版图，为下一个三十年的长远发展，构建更具韧性、更可持续的核心发展引擎。

3.1 智能生态：产品革新&渠道升级，打造智能生态

从LED普及到智能照明，公司照明业务发展紧扣行业趋势。公司的照明业务始于2014年，最初主推LED照明，品类额发展抓住了LED取代白炽灯的红利，并聚焦打造了“爱眼”的差异化定位。LED灯具有其他灯具无可比拟的优点如体积小、高亮度低热量、环保、可控性强等，已广泛应用在各照明领域中。目前我国LED照明产品渗透率达约70%-80%，已实现较高的普及度。

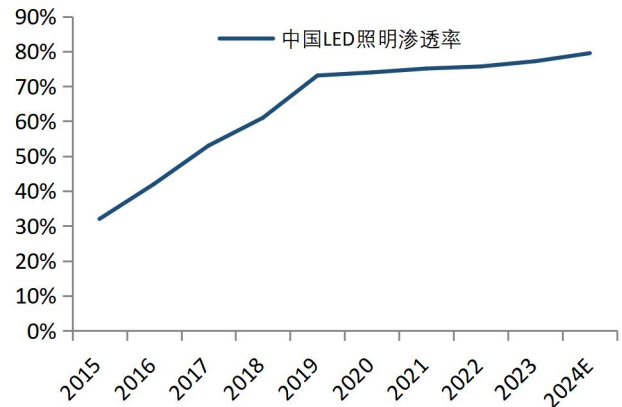
2015-2019年公司LED照明收入在行业渗透率快速提升、自身产品与渠道优势的双重带动下实现较快增长，2021年LED照明收入约10.67亿元。

图表 40: 公司 LED 照明营收及增速



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 41: 我国 LED 照明渗透率达到较高水平



数据来源：中商产业研究院，前瞻产业研究院，，深圳市电子商会，华福证券研究所

随着LED照明技术的普及，消费者对光效和光质量更加关注，智能化成为照明行业下一阶段的变革方向，并从单品逐步进化为全屋智能照明整套解决方案。现有的家用智能解决方案包括单品智能，多品智能和全屋智能三种类型。其中单品智能主要依托于Wifi协议，通过控制单个灯具的开关，亮度，色温等实现智能化。而多品和全屋智能则引入了更多的通信协议，Wifi联动Zigbee和蓝牙mesh，可以同时控制多种灯具，实现不同场景下的模式转换。

据36Kr转引艾瑞咨询，2023年预计我国家用智能照明市场规模达约100亿元，在家用照明产品中的占比也在不断提升。

图表 42: 我国家用智能照明市场规模及占比



数据来源: 36Kr, 艾瑞咨询, 华福证券研究所

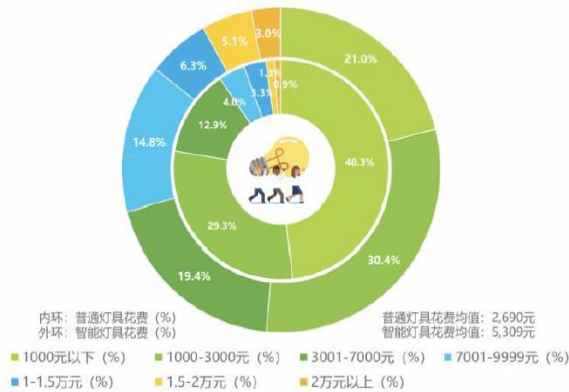
图表 43: 我国家用智能照明从单品向解决方案迭代



数据来源: 36Kr, 艾瑞咨询, 华福证券研究所

同时, 智能照明系统也是全屋智能家居花费的重要部分。据 36Kr 转引艾瑞咨询, 若仅看单品灯具, 智能灯具的平均花费大约为普通灯具的 2 倍, 消费者花费在 3000 元以上的比例明显比普通灯具更高。而整体智能照明系统而言, 系统本身的花费也是比较重要的组成部分, 含灯具的智能照明系统在全屋智能家居中的花费占比约为 23%。对于全屋智能品牌来说, 智能照明是全屋智能领域重要的切入抓手。

图表 44: 智能灯具单品单价较高



数据来源: 36Kr, 艾瑞咨询, 华福证券研究所

图表 45: 智能照明系统是全屋智能花费重要组成

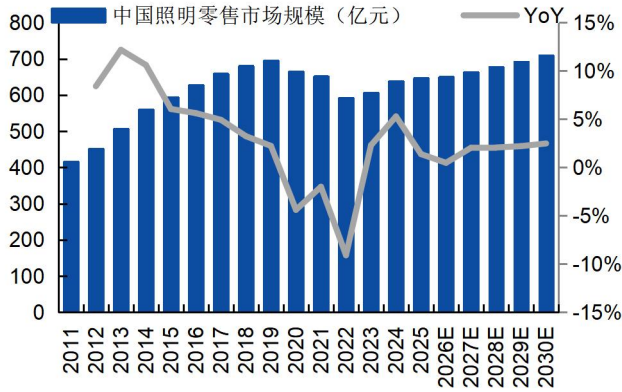
对于全屋智能消费者 (包含电器和家电), 智能照明系统 (包含灯具) 在全屋智能家居中的花费占比



数据来源: 36Kr, 艾瑞咨询, 华福证券研究所

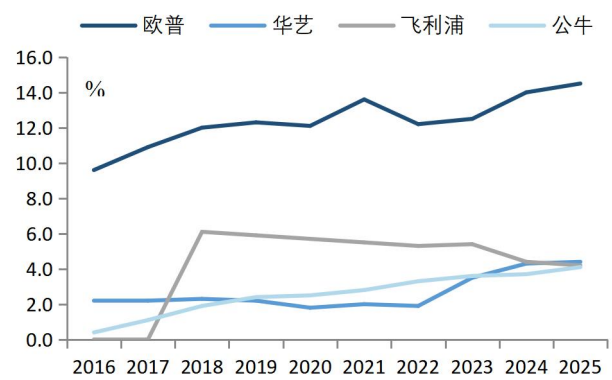
目前我国照明行业集中度仍较低, 公司积极把握行业趋势份额有望提升。根据欧睿, 2025 年我国照明零售市场规模约 648 亿元, 预计 25-30 年行业零售额增速 CAGR 约 2%, 行业大盘预计保持稳定增长。从主要品牌市占率看, 行业格局较为分散, 但近年来主流品牌的市占率总体呈持续提升的态势, 目前公司的品牌市占率约中个位数, 公司在照明领域跟随行业发展趋势, 通过产品革新+渠道升级的抓手, 未来在照明市场的份额仍有望继续提升。

图表 46: 我国照明零售市场规模及增速



数据来源：欧睿，华福证券研究所

图表 47: 我国零售照明品牌销售额份额



数据来源：欧睿，华福证券研究所

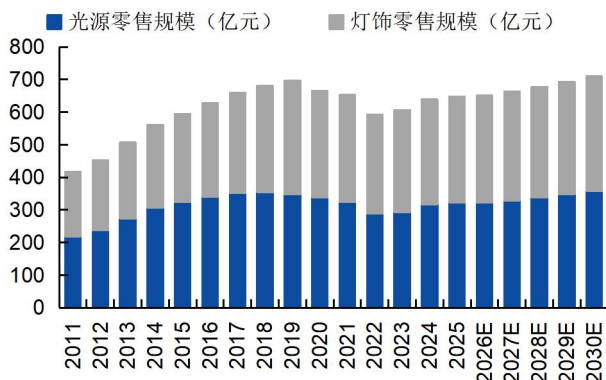
➤ 产品革新: AI 健康照明、智能无主灯构建差异化竞争力

14 年公司年进入 LED 照明领域后，不断丰富 LED 照明产品线，从单一的球泡灯开始，不断推动光源（球泡、灯贴）、灯具（筒灯、灯带、吸顶灯等）等产品陆续快速上市，产品矩阵从基础光源向装饰灯不断丰富。近年来装饰行业有所承压，市场竞争日趋激烈，但公司以 AI 智能与健康照明为核心抓手，打造出了护眼灯、智能无主灯等大单品，逆势构建起产品竞争力。

在基础光源方面，公司主要围绕着多场景、产品创新不断迭代，形成阶梯化矩阵式产品布局，涵盖家庭、工业、办公、酒店、医院、超市、百货、商业连锁等应用领域，25 年公司光源业务持续强化商业、工业领域竞争力，海外 SKU 数量大幅提升。在灯饰方面，公司则聚焦核心的护眼技术，打造了护眼落地灯、双光谱儿童灯等一系列差异化单品，实现了公司从“安全用电”到“健康用光”的品牌战略跃迁。

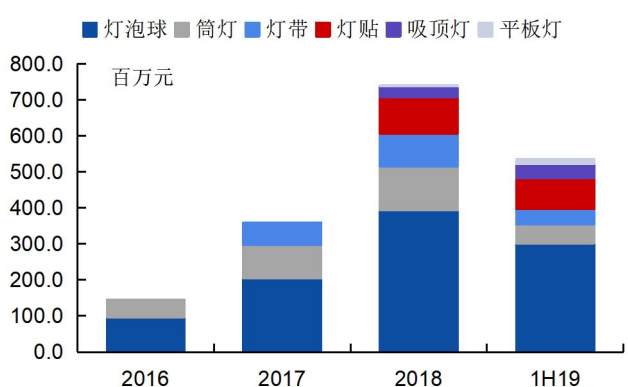
26 年公司推出了“公牛 AI 大路灯”新品，通过 AI 技术实现“千人千光”的个性化护眼，智能自动调光系统，实时感知环境光变化，适配读写、休憩、娱乐等不同场景和时段；同时，产品搭载了新一代紫光护眼芯片，从光源底层还原自然光谱，达到 RG0 无蓝光危害标准。

图表 48: 我国光源、灯饰零售规模基本相当



数据来源：欧睿，华福证券研究所

图表 49: 公司 LED 照明分产品类型收入结构



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 50: 公司 AI 大路灯示意图



数据来源：新浪财经，华福证券研究所

图表 51: 公司 LED 照明品类示意图



数据来源：公司官网，华福证券研究所

随着智能照明的发展与消费者对家居空间审美追求的提升，原本主要应用在商业空间的筒射灯、线条灯被广泛应用到家居空间中，“见光不见灯”的无主灯快速地进入家庭装修的环境。据古镇灯饰网，截止至 2022 年我国无主灯市场容量已超百亿元，3 年 CAGR 超过 50%。

2022 年公司进入无主灯领域，推出了智能无主灯产品，并成立了专注于无主灯的高端品牌“沐光”，形成了公牛+沐光的无主灯双品牌布局，推动了无主灯业务的快速发展。

公牛品牌无主灯聚焦高性价比产品定位，2023 年推出 T04、T03 Plus、P06 防眩筒射灯系列、S04 超窄磁吸轨道灯系列及高显指 COB 柔光灯带、SMD 高亮灯带等多款品质好、性价比高的产品系列。其中 P06 深防眩山丘洗墙灯，以高清饱满的“小山丘”装饰光型很快受到市场认可，是产品定义到用户需求满足的成功范例。在渠道方面，2022 年公司适时在装饰渠道开展公牛无主灯核心网点建设，取得良好的市场反馈。

图表 52: 公牛智能无主灯产品系列



数据来源：公司官网，华福证券研究所

沐光品牌无主灯致力于为消费者提供套系化智能灯光解决方案。2023 年沐光无主灯联合国际灯光大师推出专业灯光套餐，涵盖筒射灯、轨道灯、灯带、氛围灯、沐光 MoS 系统等 多类产品，大师 T200、S100 系列在设计、体验、光学平台均处



于领先行业水平，一经面世即摘得 G-Mark 大奖。自研的沐光 MoS 系统聚焦用户对灯光的核心需求，围绕大众化、优质体验等维度持续优化迭代用户体验，与智慧屏和周边系列生态产品共同实现家居场景的联动，为用户带来舒适的智能家居体验。

2024 年，智能无主灯业务聚焦“全屋健康光”战略定位，营造健康、智能、舒适的家居用光环境。公司推出的健康光产品方案连接了柔光照明硬件、自适应调光传感器、以及自主研制行业领先的分布式 AI 语音控制系统。同时，公司推出了健康光数字化设计验收服务，通过健康光照参数定义、智能终端设备应用，有效解决了消费者认知层面痛点，助力销售转化与客户价值提升。

在渠道方面，2023 年沐光开始从 0 到 1 建设品牌无主灯渠道，经过一年半左右时间已在全国 260 多个城市开出 300 多家专业无主灯体验馆。在供应链方面，26 年 6 月公司智能照明研发制造产业园投产，规划年产值超 20 亿元，作为公司旗下沐光 AI 智能健康照明技术研发、智能制造、产品落地等的重要载体，进一步巩固了公司在无主灯领域的综合优势。

图表 53: 沐光 AI 智能调光科技示意图



数据来源：沐光官网，华福证券研究所

➤ 渠道升级：全品类旗舰店引领新零售变革

在公司智能电工照明板块的产品中，基础光源类产品由于消费特点与转换器类似，主要借助公司的超 75 万个五金渠道终端铺开；而墙开、装饰灯、智能家居等产品因聚焦用户家庭装修的前装环节，共享公司约 12 万个 C 端装饰渠道终端。历史上照明品类的成功发展，离不开公司核心品类渠道端积累的优势沉淀。

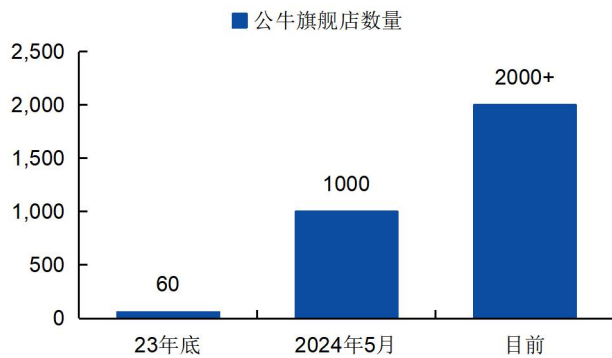
随着家居装饰行业向着一站式购齐、多品类有机集成的“大家居”方向发展，公司在装饰渠道端也持续迭代升级，从 1.0 阶段的专卖区、2.0 阶段的店中店、3.0 阶段专卖店，迭代至目前门店超百平的 4.0 旗舰店形态。

4.0 线下门店采取全品类大店型，在产品端，门店集成展示了墙开、护眼照明、

智控无主灯、生活电器、轨道插、台灯、智能门锁七大品类，门店内亦配有灯饰展示套间和无主灯体验套间，通过智能开关联动增强消费者多品类使用场景体验。在营销端，旗舰店亦将直播、种草等线上流量引入线下，为经销体系赋能。

2023 年底公司 4.0 旗舰店约 60 家，升级后的旗舰店门店业绩较之前提升约 36%。24 年 5 月公司旗舰店数量达 1000 家。根据公司官网旗舰店查询系统，截止目前公司旗舰店数量已超 2000 家。

图表 54: 公牛旗舰店数量持续扩容



数据来源：公司官网，华福证券研究所

图表 55: 公牛旗舰店示意图



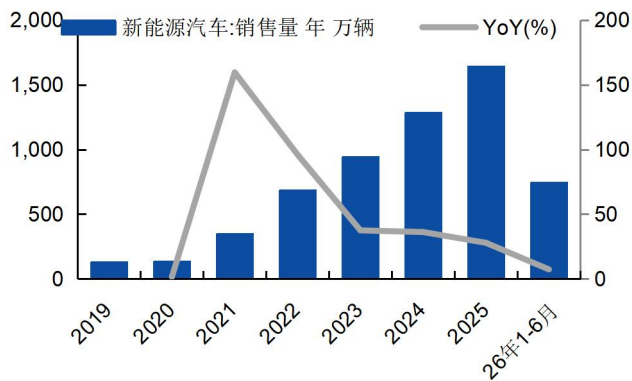
数据来源：公司官网，华福证券研究所



3.2 新能源：充电&储能双线布局，B端与海外市场前景广阔

2025 年我国新能源汽车销售量约 1644 万辆同比增长 27.8%，截至 2025 年底全国新能源汽车保有量达 4397 万辆，占汽车总量的 12.01%。伴随新能源汽车的高速发展，充电基础设施建设需要同步推进，根据国务院发布《关于进一步构建高质量充电基础设施体系的指导意见》，目标到 2030 年，基本建成覆盖广泛、规模适度、结构合理、功能完善的高质量充电基础设施体系，有力支撑新能源汽车产业发展。

图表 56: 我国新能源汽车销售量及增速



数据来源: ifind, 华福证券研究所

图表 57: 我国新能源汽车保有量及占比



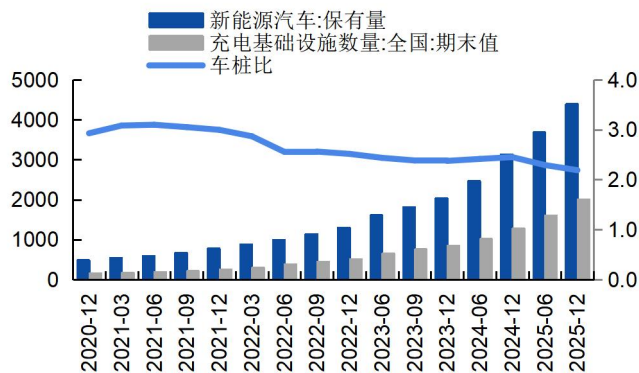
数据来源: ifind, 华福证券研究所

C 端私桩总量占比高，但大功率快充 B 端发展空间大。从当前我国整体车桩比看，25 年我国新能源汽车保有量达 4397 万辆，充电桩保有量约 2009 万台，车桩比约 2.2，充电桩供给尚未匹配需求，若仅以公桩测算车桩比则供需缺口更大。在充电桩的结构层面，私人桩作为随车配套设施占据总量的 75%以上，产品形态以交流慢充为主，安装灵活、用电要求较低、造价较为便宜，适合家用、地下车库等家用场景。除了三方家用充电品牌外，各新能源车企在车辆购置时亦有充电用品的搭配销售，但从车企角度看，把桩捆绑在车上销售增加了成本，还涉及售后服务，分散车企精力，未来专业品牌开发的家用桩仍可能是发展趋势。

目前我国的公共桩发展速度低于私桩，公共桩类似于油车加油站，一般以直流快充为最佳，要求的电网负荷较大、造价与施工成本高，适用于运营车充电站、高速公路服务区等对充电效率要求高的场景。

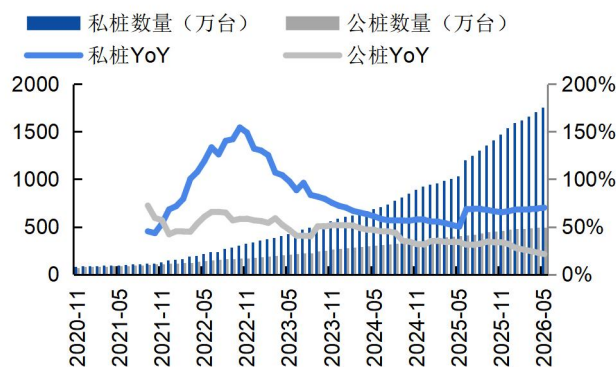


图表 58: 我国新能源汽车桩比



数据来源: ifind, 华福证券研究所

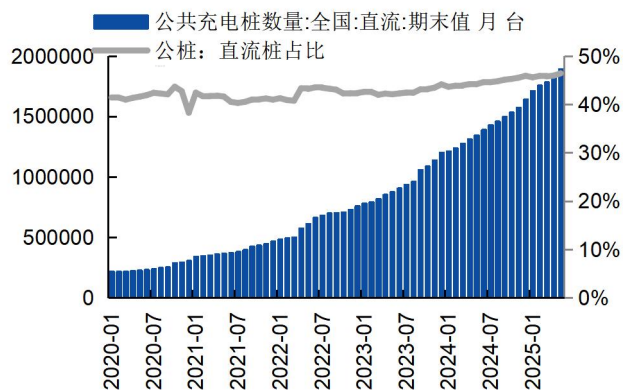
图表 59: 我国新能源车充电私桩、公桩数量



数据来源: ifind, 华福证券研究所

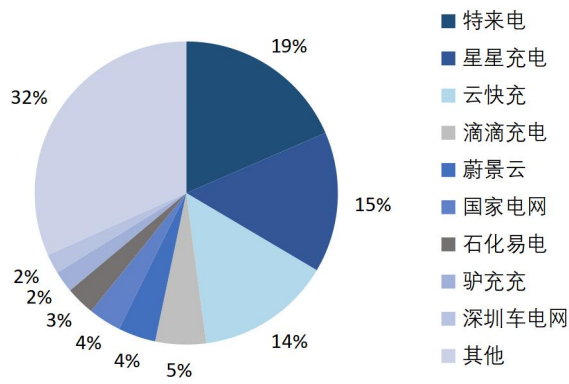
目前我国的公共桩运营商包括了特来电、星星充电、云快充、国家电网等全国性龙头运营商，同时各类中小运营商快速进入市场，通常专注于某个城市或某个特定场景（如小区、商场），通过提供差异化的服务。目前我国的公共桩中，快充直流桩占比约 45%，随着用户对充电效率要求的不断提高以及 800V 高压平台车型的普及，大功率直流快充桩正成为行业发展的重点方向，市场呈现出“直流替代交流，超充替代普通直流”的发展趋势。

图表 60: 我国直流公桩数量及公共直流桩占比



数据来源: ifind, 华福证券研究所

图表 61: 2025 年我国公共桩运营商份额



数据来源: 中国石化新闻网, 华福证券研究所

重卡电动化加速，配套充电设施供需缺口大。2026 年 6 月，交通运输部、国家发改委、工信部等十一部门联合印发的《推动新能源重卡规模化应用实施方案》，到 2030 年规划全国新能源重卡保有量突破 160 万辆，占总保有量 20%左右，重卡充换电站约 3000 座，高速公路新能源重卡货运量占比 18%。2025 年电动重卡销售量达 23.11 万辆，同比增速达 182%，纯电重卡保有量达 94 万辆；26 年 1-6 月，国内新能源重卡累计销量达 14 万辆，同比增约 77%。

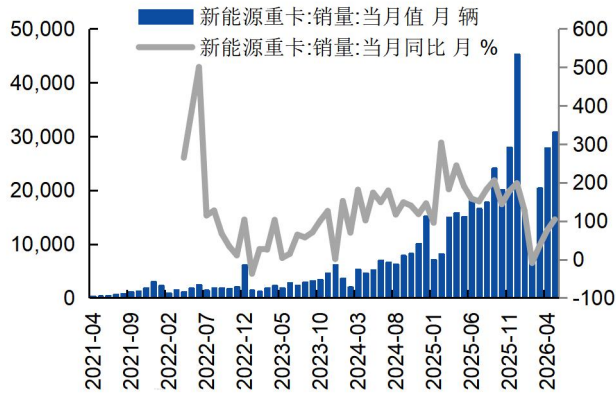
随着新能源重卡销售量的快速增长，存在补能基础设施跟不上重卡大功率的现状，截止 25 年初高功率段($\geq 240\text{kW}$)公桩数量合计占比仅为 6.7%。根据港湾电气，行业通用配套标准为车桩比 3:1，现有重卡专用直流充电桩存量缺口，现有设备仅能



覆盖不足4成车辆补能需求，2025年国内重卡充电桩市场规模接近百亿元，2026年伴随大功率设备批量落地、高速干线场站集中开工，全年市场规模预计突破190亿元，年复合增速维持35%以上；从细分设备结构看，240kW及以下中功率风冷桩占据园区、车队自建市场，占比约6成；300kW至600kW液冷快充、兆瓦级超充设备增速快，在高速、港口公共场站渗透率持续提升。

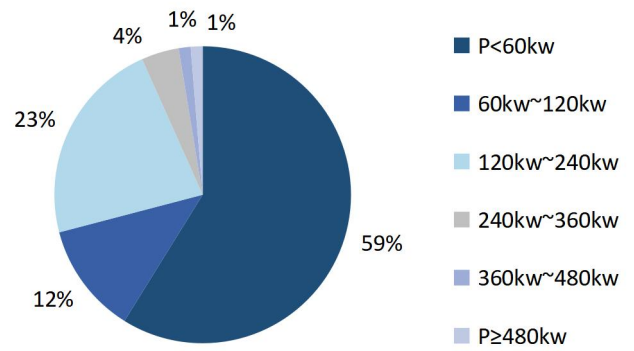
在技术层面，液冷超充等技术成熟带动大功率充电设施发展。传统240kW风冷设备仅适配夜间长时间补能，无法满足干线物流周转需求。未来随着大功率、轻量化液冷设备普及，单桩峰值功率覆盖300kW~1200kW，大容量重卡电池可在10~15分钟补充八成电量，实现接近燃油车的补能效率。同时高压群充、模块化功率分配技术逐步落地，多台车辆同步充电时动态调配输出功率，降低电网峰值负荷。

图表 62：我国新能源重卡销量快速增长



数据来源：ifind，华福证券研究所

图表 63：截止 25 年 3 月我国公桩功率分布情况



数据来源：智通财经，充电联盟，华福证券研究所

➤ 公司新能源车充电已实现 C 端领先，加快 B 端商用发展。

2021 年在政策与技术支持下，我国新能源汽车进入加速发展阶段，公司紧跟行业发展趋势，推出了面向 C 端车主的新能源充电枪、充电桩产品，并率先在电商销售，新业务取得良好开局，后续在线上平台公司 C 端新能源充电产品持续保持份额领先地位。

22 年公司开始组建新能源渠道，依托公司已有的线下网点开发优势，实现快速线下招商，组建起了新能源汽贸店、汽车美容装潢店等专业分销商的 C 端线下渠道，在公司优秀的经销组织能力下，C 端网点数量在后续几年取得快速发展。

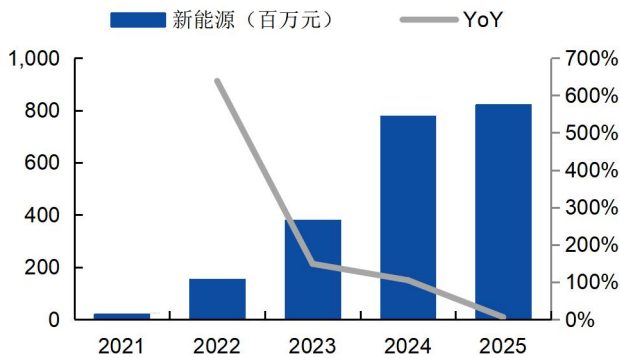
公司新能源充电的产品与渠道同步拓展至以直流快充为主的 B 端市场，积极响应国家关于公共领域新能源汽车充电基础设施建设的政策引导，重点拓展港口、矿区、工业园、物流园等核心场景，25 年已落地多个光储充放一体化重卡充电场站标杆案例；同时加强与滴滴充电、云快充等平台战略合作，深化与地方政府、物流企业及电网企业的协同联动，推动商用充电项目规模化落地。

图表 64: 公司新能源业务发展历程



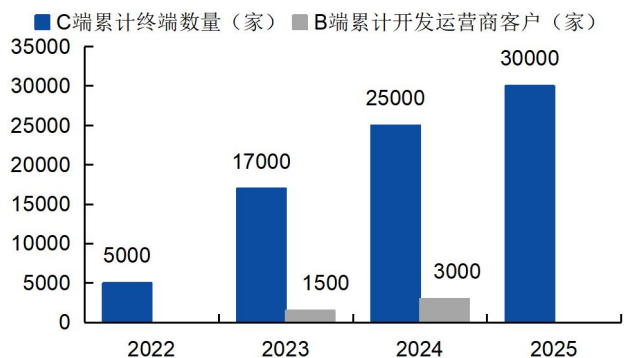
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 65: 公司新能源业务营收及增速



数据来源：公司公告，华福证券研究所

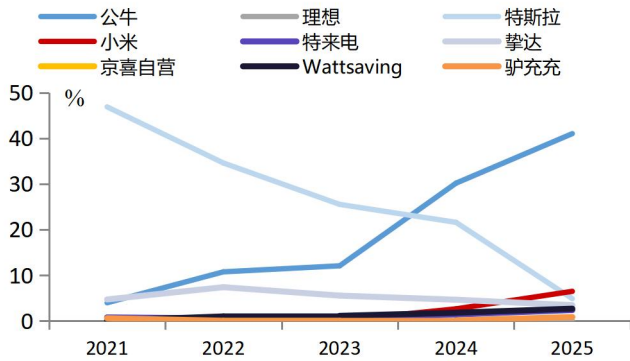
图表 66: 公司新能源国内渠道累计开拓数量



数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司 C 端充电线上份额领先，产品线完整。公司的家用充电桩作为公司新能源领域的核心布局品类，凭借持续的产品创新，牢牢稳固市场优势，在线上汽车充电份额排名第一。同时，作为行业首批新国标认证企业，公司已率先完成全系产品迭代，在漏电保护、短路保护、过温保护等六方面进行设计升级，进一步提升了产品的安全性与兼容性，巩固了安全用电专家的品牌力。目前公司 C 端产品已布局了交流/直流充电桩、充电枪等多款产品，主流重点功率覆盖 7kw/11kw/21kw，适配绝大部分主流新能源车型，满足用户主要场景的充电需求。

图表 67: 公司线上汽车充电销售额份额领先



数据来源: 久谦中台, 华福证券研究所

图表 68: 公司是首批通过新国标认证的充电桩品牌



数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

图表 69: 公司 C 端新能源充电产品示意图

系列	天际	无极	乐享	小直流
功率	7/21kw	7/11/21kw	7/21kw	7/20kw
电流	交流	交流	交流	直流
示意图				

数据来源: 天猫, 华福证券研究所

公司 B 端产品实现大功率布局突破, 商用场景值得期待。25 年公司完善重卡补能等大功率方案布局, 优化核心硬件架构与软件协议, 推出 400kW 大功率单体充电桩, 同时加速落地 1 级能效标准的 600kW 大功率单体桩、3MW 分体式群充系列产品, 完善商用产品矩阵。在技术层面, 公司进一步构建全栈自研能力, 成功攻克 PDU (功率分配单元)、CCU (充电控制单元)、充电模块等核心控制器件的技术难题, 实现了关键部件的自主可控, 为直流桩的整体性能提升奠定了坚实基础。

26 年 5 月公司兆瓦超充亮相上海充换电展, 核心主推 1.92MW~3MW 兆瓦超充, 全系通过 3C 认证, 且凭借三大核心技术创新, 率先打破行业瓶颈获得 1 级能效认证。创新 3MW 一体功率集成, 支持最大 24 路枪线同时输出、单车 6 枪同充, 可自主识别单枪/多枪同充, 搭配宽电压输出能力, 兼容市场主流大电流协议, 适配 300A/400A 风冷枪线、600A 液冷枪线 (标配 7 米枪线, 可选配悬臂), 适配大型充电站、物流园区、高速服务区等高频补能场景。

图表 70: 公司兆瓦超充示意图



数据来源：中国网商务频道，华福证券研究所

➤ 储能重点开拓欧洲市场，以安装服务商切入深度精耕

在欧洲市场，自 2021 年以来欧盟的电池储能规模快速增长，25 年欧盟新增装机容量 27.1GWh，同比+45%，总容量达到了约 77.3 GWh。其中 25 年户储新增装机容量 9.8GWh，受电价回落和补贴政策缩减的影响户储增量同比-6%，年内新增装机的增量主要来自公用事业级/电网侧储能。欧洲户储增量增速有所下降，但仍是持续扩容的市场。

面对未来能源结构变革，公司顺势进入了尚处于发展初期的储能行业。在产品端，公司依托国内在该领域的产品创新与供应链优势，在能源供给相对紧张、未来市场空间广阔的欧洲区域，推动面向家庭、中小工商业场景的智慧能源系统业务，通过欧洲本地化运营与深度布局，推进单相、三相家储及小型工商储产品创新与本土化验证，目前新一代产品正处于上市准备阶段。

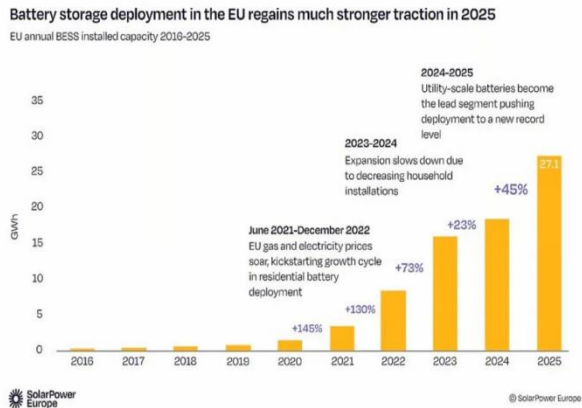
在渠道端，公司于 2023 年下半年开始进入欧洲市场，进入市场初期，欧洲户储存在库存积压，且产品价格不断下探、行业竞争白热化的情况，但公司在渠道端一开始便区别于其他厂商对接批发商的模式，而是跳过批发商、直接对接安装服务商，虽然开拓渠道、培育团队速度相对更慢，但在欧洲市场精细化的打法使得公司与安装服务商产生更强的粘性。

在国内市场，目前我国工商业储能仍处于发展早期阶段，商业模式以峰谷价差套利为主，对政策的依赖性较强，我国工商业储能行业市场规模从 2019 年的 5.82 亿元增长至 2025 年的 209.8 亿元，CAGR 高达 82%；25 年中国工商业储能新增装机 4800MW，同比增长 49.88%；累计装机 10520MW，同比增长 83.92%。随着政策红利持续释放、市场机制不断完善以及储能技术加速成熟，我国工商业储能市场有望持续快速增长。

公司在国内推出面向工商业体的用户侧储能系统业务，包含了 125kW/261kWh

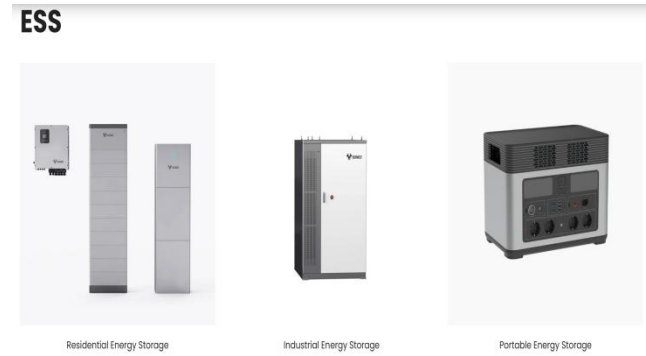
液冷储能柜等产品，精准匹配中小企业、园区、数据中心、充电桩配储等场景，能够实现峰谷套利、需量管理、备用电源、光伏配储等功能，为用户提供灵活的智慧能源解决方案。

图表 71: 25 年欧洲储能新增装机容量快速增长



数据来源：储能世界，SolarPower Europe，华福证券研究所

图表 72: 公牛国际官网储能产品示意图



数据来源：公司官网，华福证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对 2026-2028 年业绩做出以下假设：

(1) 公司电连接产品主要包括转换器、数码配件、电动工具、数据中心配电相关产品。基于前文对电连接产品行业情况、公司所处行业地位的分析，我们判断公司电连接基本盘稳定，依托电动工具、数据中心配电等品类导入，预计板块营收 26-28 年保持 5%左右增长。

(2) 公司智能电工照明产品主要包括墙开、LED 照明、智能家居等智能生态产品，其中墙开基本盘稳定并以国际化拓展增量，智能生态等产品所处的智能家居行业景气相对较高，预计板块营收 26-28 年保持 5-6%左右增长。

(3) 公司新能源产品主要包括新能源充电枪/桩、储能等产品，新能源赛道结构性景气，充电产品依托供需缺口较大的 B 端拓展有望较快发展，储能面向欧洲市场有望有序拓展，预计板块营收 26-28 年保持 10%左右增长。

(4) 毛利率与期间费用：公司凭借产品、渠道与品牌优势，历年毛利率稳健，尽管部分新业务处于培育期，但考虑到公司以确保整体盈利稳定性的前提下有序扩张，随着销售规模扩大与组织效能提升，预计 26-28 年公司毛利率平稳略增，主要期间费用率平稳略降。

综上，我们预计公司 2026-2028 年收入分别为 169.5 亿元、178.4 亿元、187.8 亿元，增速分别为 5.8%、5.3%、5.3%；归母净利润分别为 43.1 亿元、45.7 亿元、48.4 亿元，增速分别为 5.8%、6.1%、5.9%。

图表 73：公司业绩拆分预测表

百万元	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	15,695	16,831	16,026	16,948	17,839	18,780
YoY	11.5%	7.2%	-4.8%	5.8%	5.3%	5.3%
电连接产品	7,387	7,683	7,077	7,430	7,802	8,192
YoY	4.8%	4.0%	-7.9%	5.0%	5.0%	5.0%
智能电工照明产品	7,902	8,331	8,098	8,584	9,013	9,463
YoY	15.4%	5.4%	-2.8%	6.0%	5.0%	5.0%
新能源	380	777	822	904	994	1,094
YoY	148.6%	104.7%	5.7%	10.0%	10.0%	10.0%
营业成本	8,914	9,552	9,113	9,620	10,115	10,637
毛利率	43.2%	43.2%	43.1%	43.2%	43.3%	43.4%
销售费用	1,070	1,369	1,183	1,245	1,301	1,351



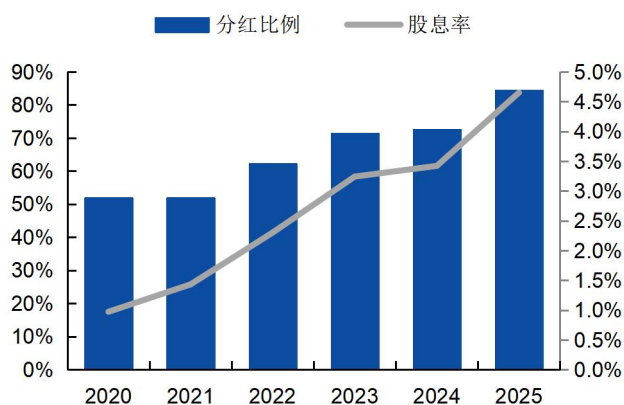
销售费用率	6.8%	8.1%	7.4%	7.3%	7.3%	7.2%
管理费用	626	732	712	736	766	788
管理费用率	4.0%	4.3%	4.4%	4.3%	4.3%	4.2%
研发费用	673	746	644	681	717	755
研发费用率	4.3%	4.4%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
财务费用	-109	-118	-97	-82	-77	-92
财务费用率	-0.7%	-0.7%	-0.6%	-0.5%	-0.4%	-0.5%
归母净利润	3,870	4,272	4,071	4,307	4,570	4,839
YoY	21.4%	10.4%	-4.7%	5.8%	6.1%	5.9%
净利率	24.7%	25.4%	25.4%	25.4%	25.6%	25.8%

数据来源：公司公告，ifind，华福证券研究所

4.2 投资建议

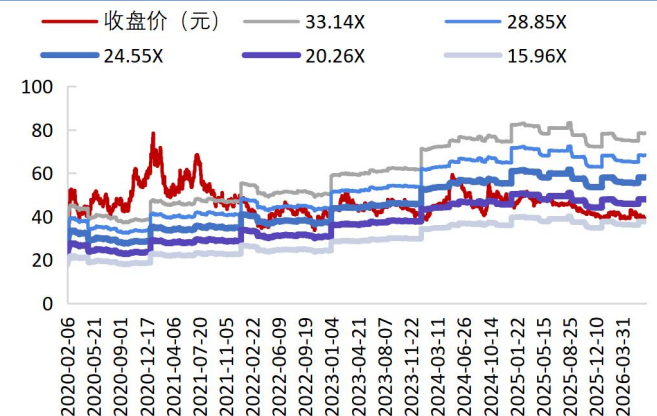
我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 43.1 亿元、45.7 亿元、48.4 亿元，增速分别为 5.8%、6.1%、5.9%。我们认为，公司传统主业高市占、高盈利稳健有韧性，第二成长曲线行业景气较高，通过公司综合优势能力复用有望有序驱动增长。目前公司股价对应 26 年 PE 16X，与可比公司均值相似、估值处于历史低位，26 年对应盈利预测及 25 年分红比例股息率约 5.2%，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 74：公司分红比例提升



数据来源：ifind，华福证券研究所

图表 75：公司估值水平处于历史较低区间



数据来源：ifind，华福证券研究所

图表 76: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价（元）	归母净利润（亿元）					PE（倍）			
		2026/7/21	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	
603515.SH	欧普照明	17.26	9.2	9.8	10.5	11.1	13.9	13.1	12.3	11.5	
000541.SZ	佛山照明	4.93	4.5	2.8	3.2	3.6	14.7	23.4	20.8	18.5	
603551.SH	奥普科技	9.14	3.0	3.0	3.3	3.7	11.8	11.7	10.8	9.6	
平均值							13.5	16.0	14.6	13.2	
603195.SH	公牛集团	38.79	40.7	43.1	45.7	48.4	17.2	16.2	15.3	14.5	

数据来源: ifind, 华福证券研究所 (公牛集团盈利预测为华福证券研究所预测, 其他可比公司盈利预测为 ifind 一致预期)



5 风险提示

宏观经济风险：国内外政治经济环境正在发生深刻变化，公司主要产品为民用消费品，广泛应用于家庭、办公等用电场合。经济周期性波动将直接影响消费者的实际可支配收入水平、消费者收入结构以及消费者信心指数，进而影响消费者对包括电连接、智能电工照明产品在内的消费品的需求。如国内宏观经济出现增速放缓或下滑，会导致居民可支配收入和消费能力的下降，将降低消费者对公司产品的需求和购买能力，从而影响到公司的业务发展和业绩增长。

市场竞争加剧：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。

新业务拓展不及预期：在巩固和扩大原有竞争优势的同时，公司围绕新能源用电存储场景、家庭装修场景，开拓了充电枪/桩、储能、智能照明、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。

原材料价格波动：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。若未来原材料采购价格大幅上涨或发生大幅波动，将不利于公司的成本控制，进而影响公司业绩。

图表 77: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	4,167	4,928	4,638	6,129	营业收入	16,026	16,948	17,839	18,780
应收票据及账款	308	324	340	359	营业成本	9,113	9,620	10,115	10,637
预付账款	72	144	152	160	税金及附加	154	153	161	169
存货	1,631	1,563	3,424	2,247	销售费用	1,183	1,245	1,301	1,351
合同资产	0	0	0	0	管理费用	712	736	766	788
其他流动资产	12,143	12,247	12,257	12,267	研发费用	644	681	717	755
流动资产合计	18,321	19,205	20,811	21,161	财务费用	-97	-82	-77	-92
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-1	-1	-1	-1
固定资产	3,411	3,528	3,695	3,907	资产减值损失	-20	-30	-33	-37
在建工程	174	174	174	174	公允价值变动收益	0	6	2	3
无形资产	322	303	280	260	投资收益	391	380	440	450
商誉	0	0	0	0	其他收益	273	270	270	270
其他非流动资产	328	334	340	345	营业利润	4,959	5,219	5,534	5,857
非流动资产合计	4,235	4,339	4,489	4,686	营业外收入	3	3	3	3
资产合计	22,556	23,544	25,300	25,847	营业外支出	57	57	57	57
短期借款	550	550	1,180	550	利润总额	4,905	5,166	5,481	5,803
应付票据及账款	2,455	2,592	2,725	2,866	所得税	829	852	904	957
预收款项	0	0	0	0	净利润	4,076	4,313	4,576	4,845
合同负债	593	627	660	694	少数股东损益	6	6	6	7
其他应付款	829	829	829	829	归属母公司净利润	4,071	4,307	4,570	4,839
其他流动负债	860	875	892	905	EPS（按最新股本摊薄）	2.26	2.39	2.53	2.68
流动负债合计	5,287	5,472	6,286	5,845					
长期借款	225	225	225	225					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	235	235	235	235					
非流动负债合计	461	461	461	461					
负债合计	5,748	5,933	6,747	6,305					
归属母公司所有者权益	16,798	17,595	18,530	19,512					
少数股东权益	11	17	23	30					
所有者权益合计	16,809	17,612	18,553	19,542					
负债和股东权益	22,556	23,544	25,300	25,847					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	4,744	4,170	2,688	5,985	成长能力				
现金收益	4,293	4,564	4,841	5,108	营业收入增长率	-4.8%	5.8%	5.3%	5.3%
存货影响	-57	68	-1,861	1,177	EBIT 增长率	-3.1%	5.7%	6.3%	5.7%
经营性应收影响	12	-58	9	11	归母公司净利润增长率	-4.7%	5.8%	6.1%	5.9%
经营性应付影响	253	137	133	141	获利能力				
其他影响	243	-541	-434	-452	毛利率	43.1%	43.2%	43.3%	43.4%
投资活动现金流	-2,062	-51	-50	-100	净利率	25.4%	25.4%	25.7%	25.8%
资本支出	-349	-431	-487	-547	ROE	24.2%	24.5%	24.6%	24.8%
股权投资	0	0	0	0	ROIC	88.7%	81.7%	69.5%	70.2%
其他长期资产变化	-1,713	380	436	447	偿债能力				
融资活动现金流	-2,799	-3,358	-2,928	-4,394	资产负债率	25.5%	25.2%	26.7%	24.4%
借款增加	493	0	630	-630	流动比率	3.5	3.5	3.3	3.6
股利及利息支付	-3,109	-3,673	-3,906	-4,132	速动比率	3.2	3.2	2.8	3.2
股东融资	122	-5	0	0	营运能力				
其他影响	-305	319	348	368	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7

每股指标(元)					估值比率				
每股收益	2.26	2.39	2.53	2.68	P/E	17	16	15	14
每股经营现金流	2.63	2.31	1.49	3.32	P/B	4	4	4	4
每股净资产	9.31	9.76	10.27	10.82	EV/EBITDA	42	40	37	35

数据来源：公司报告、华福证券研究所



分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

一般声明

华福证券股份有限公司（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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn