下载日志已记录，仅供内部参考

公司研究

公司深度报告

开源证券 证券研究报告

公牛集团（603195.SH）

2026 年 09 月 11 日

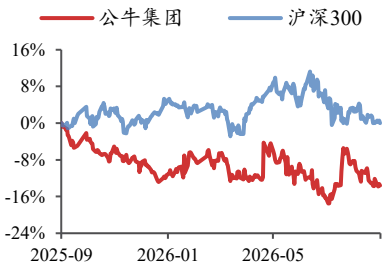
民用电工龙头，稳健高 ROE 资产+新业务成长期权

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

日期	2026/9/10
当前股价(元)	38.63
一年最高最低(元)	47.03/36.53
总市值(亿元)	696.67
流通市值(亿元)	695.40
总股本(亿股)	18.03
流通股本(亿股)	18.00
近 3 个月换手率(%)	16.75

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2025 年业绩阶段性承压，2026Q1 盈利修复超预期—公司信息更新报告》-2026.5.6

吕明（分析师）
lvming@kysec.cn
证书编号：S0790520030002

郭彬（分析师）
guobin@kysec.cn
证书编号：S0790525090002

● **2026 年业绩企稳回升，多成长曲线深化布局，维持“买入”评级**

2025 年公司营收 160.26 亿元（同比 -4.8%，下同）；归母净利润 40.71 亿元，同比下降 4.7%。业绩短期承压受宏观消费环境偏弱、地产后周期需求疲软影响，K管控与精细化运营成效持续显现，盈利质量稳健。2026H1 收入 83.94 亿元（+2.8%）、归母净利润 21.51 亿元（+4.4%），盈利能力修复节奏快于收入端。公司竞争优势在于核心品类拥有国民级品牌影响力与全国深度渠道壁垒，渠道及供应链管理能力突出；我们预期传统业务有望 2025 年见底，2026 年实现回升。未来看点在照明产品拓展、新能源充储拓展及海外市场突破。我们下调 2026-2028 年归母净利润预测至 42.10/44.44/47.40 亿元（原值 43.59/47.30/51.56 亿元），对应 EPS 分别为 2.33/2.46/2.63 元，本次下调主要系需求复苏斜率慢于预期，叠加成长业务拓展期渠道、研发投入加大，费用端小幅拖累利润；公司产品结构持续优化，毛利率仍保持稳步提升，长期成长逻辑未发生本质变化，当前股价对应 2026-2028 年 PE 分别为 16.5/15.7/14.7 倍，维持“买入”评级。

● **电连接业务：基本盘稳健，产品迭代加固壁垒**

2025 年电连接业务收入 70.77 亿元（-7.9%），占比 44.2%，毛利率达 41.1%。其中转换器业务依托高端新品推进结构升级，据我们自下而上模型测算，2025 年公司转换器业务市占率达 70.7%，凭借超 110 万家线下网点的渠道壁垒稳居行业龙头；数码快充业务完善多元场景产品矩阵，复用渠道资源协同渗透。未来公司将聚焦场景化创新，推动嵌入式用电、电动工具等新品类及海外新品放量。

● **智能电工照明：墙开稳健增长，智能照明新品不断迭代**

2025 年智能电工照明板块收入 80.98 亿元（-2.8%），占比 50.5%，毛利率达 46.3%。**分品类看，墙开同步推进国内智能化与海外拓展，**东南亚域持续推进本土化产品适配、本地组装及渠道体系建设，有望依托当地存量房翻新、新房装修需求培育业务基本盘；**LED 照明深耕健康护眼，**依托渠道复用协同销售，2026 年推出 AI 大路灯进一步完善健康照明产品矩阵；**智能无主灯卡位全屋智能照明高成长赛道，**采用公牛（高性价比）+ 沐光（高端）双品牌运作模式，借力装饰渠道快速起量。照明板块盈利稳步提升，成长动能向智能化、无主灯赛道切换。

● **新能源及新业务：充电桩从 C 端拓展至 B 端，海外充储新产品落地**

2025 年新能源业务收入 8.22 亿元（+5.7%），占比 5.1%，2021-2025 年 CAGR 达 21.9%，毛利率 29.6%。奥维云网数据显示，2026 年 1-3 月公司家用充电桩全网销额份额 41.6%，位居行业第一；业务重心转向商用大功率补能，依托 3 万+线下网点落地 B 端场景。储能业务布局国内工商储、欧洲户储赛道，第三代家用户储产品亮相意大利 Key Energy 展会；**2026 年 9 月 4 日公司收购艾伏新能源（Afore），完善“充电 + 储能 + 逆变”全场景新能源解决方案。**展望未来，公司将重点推进储能规模化落地，持续渗透充电 B 端市场，同步孵化数据中心供配电业务，以海外 GONEO 自主品牌为战略方向，推动第二成长曲线兑现。

● **风险提示：**房地产市场波动、新业务拓展不及预期、原材料价格波动风险

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	16,831	16,026	16,782	17,623	18,560
YOY(%)	7.2	-4.8	4.7	5.0	5.3
归母净利润(百万元)	4,272	4,071	4,210	4,444	4,740
YOY(%)	10.4	-4.7	3.4	5.6	6.7
毛利率(%)	43.2	43.1	43.5	43.1	42.8
净利率(%)	25.4	25.4	25.1	25.2	25.5
ROE(%)	26.9	24.3	23.9	20.2	17.7
EPS(摊薄/元)	2.37	2.26	2.33	2.46	2.63
P/E(倍)	16.3	17.1	16.5	15.7	14.7
P/B(倍)	4.4	4.1	4.0	3.2	2.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

1、 公司概况：民用电工龙头，多品类协同发展 4
1.1、 财务表现：基本盘稳固运行，新业务稳步扩容，盈利韧性较强 5
1.2、 公司治理与股东回报：股权根基稳固，注重股东回报 7
2、 电连接业务：深耕转换器主业，拓展数码快充新品类 10
2.1、 转换器业务：产品迭代丰富矩阵，全渠道壁垒持续巩固 11
2.2、 新兴电连接业务：数码配件与电动工具双线拓展，成长路径清晰 17
3、 智能电工照明：智能化趋势明确， 品类协同释放增长动能 19
3.1、 墙壁开关业务：行业格局持续优化，智能升级驱动成长 20
3.2、 LED 照明业务：健康智能引领产品升级，品类协同放大渠道优势 23
3.3、 智能无主灯：赛道高景气扩容，双品牌 + 全渠道卡位成长红利 26
4、 新能源业务：深耕充电与储能赛道，构筑第二成长曲线 28
4.1、 新能源汽车充电业务：充电赛道高景气，公牛双线布局稳增长 28
4.2、 储能业务：全球表后分布式储能高景气延续，布局海内外核心市场 31
4.3、 2026 年公司收购艾伏新能源正式签约，完善光储充一体化布局 34
5、 出海业务：双线布局，东南亚墙开与欧洲储能协同推进 35
5.1、 东南亚墙壁开关业务：本土化运营持续深化，区域成长空间广阔 35
5.2、 欧洲储能业务：细分市场短期节奏分化，长期成长空间广阔 38
6、 盈利预测与投资建议 40
7、 风险提示 43
附：财务预测摘要 44

图表目录

图 1： 公司形成了电连接、智能电工照明、新能源三大业务板块 4
图 2： 公司于 1995 年创立“公牛”品牌，于 2020 年上市 5
图 3： 2026H1 公司实现营收 83.94 亿元（同比 +2.8%） 6
图 4： 2026H1 公司实现归母净利润 21.51 亿元 6
图 5： 2025 年公司智能电工照明产品收入 80.98 亿元 6
图 6： 2025 年公司智能电工照明产品毛利率 46.3% 6
图 7： 2025 年境外实现营收 2.70 亿元（同比 +12.7%） 7
图 8： 2025 年境内毛利率达 43.5% 7
图 9： 截至 2026H1，股权结构集中稳定，阮氏兄弟为核心实控人，合计持有公司 82.29% 的股份 8
图 10： 2025 年电连接产品实现营收 70.77 亿元 11
图 11： 2025 年电连接产品单价为 12.22 元/件 11
图 12： 预计 2026 年全球排插市场规模达 149.9 亿美元 12
图 13： 贝尔金为全球排插市场龙头之一 12
图 14： 经测算，预计 2025 年公牛转换器（排插）市占率上升至 68.0% 14
图 15： 2025 年中国智能插座产量为 2.86 亿个 15
图 16： 2025 年中国智能插座需求量为 1.63 亿个 15
图 21： 2025 年，公司推出半固态移动电源、“冰立方”充电器、桌面“公牛小魔盒”等产品 18
图 24： 2025 年智能电工照明产品实现营收 80.98 亿元 20
图 25： 2025 年智能电工照明产品单价约 7.70 元/件 20
图 26： 2025 年全球墙开市场规模为 344.40 亿美元 21

下载日志已记录，仅供内部参考

图 27： 2024 年中国墙开市场规模为 277.24 亿元 21
图 28： 2025 年全球墙壁开关 CR3 为 41% 22
图 29： 2025 年中国商品住宅房交易面积达 1610.5 万m^2 22
图 30： 2025 年中国房地产新开工面积达 58770 万m^2 22
图 31： 2025 年，公牛墙壁开关业务产品端、智能化及海外市场方面持续布局 23
图 32： 2025 年全球照明行业规模达 497.53 亿美元 24
图 33： 2025 年中国照明行业规模达 647.69 亿元 24
图 34： 2025 年中国照明市场品牌 CR5 为 29.0% 24
图 35： 2026 年公司推出战略级新品公牛 AI 大路灯 25
图 36： 预估 2025 中国智能家居市场规模达约 8526 亿元 26
图 37： 预估 2025 年中国无主灯市场规模达约 502 亿元 26
图 38： 公牛智能无主灯：全品类矩阵布局，兼顾智能体验与品质光效 28
图 39： 2024 年中国新能源充电枪市场规模达 68.3 亿元 29
图 40： 2025 年中国充电基础设施达 2009.2 万台 29
图 41： 2025 年中国新能源车桩增量比下降至 1.88（同比 -0.72） 29
图 42： 据奥维数据 2026 年 1-3 月统计，公牛在京东、天猫、淘宝、抖音的充电桩合计销售份额位居行业第一，达 41.6% 30
图 43： 2025 年公司新能源汽车充电桩、充电枪产品在天猫市场线上销售排名均为第一 31
图 44： 2025 年全球新增表后电池储能装机达 20.9GW 32
图 45： 2024 年全球户用储能新增装机容量达 9.2GW 32
图 46： 2025 年中国新增表后分布式电池储能装机规模为 8.0 GW（同比 +122.2%） 33
图 47： 2025 年欧洲新增表后分布式电池储能装机规模为 3.7 GW（同比 -50.0%） 33
图 48： 2026 年 5 月欧洲月均天然气价格达 15.90 欧元 / 兆瓦时 33
图 49： 公牛集团用户侧分布式储能产品布局规划 34
图 50： 艾伏新能源核心产品覆盖商业与公用事业，住宅光伏等解决方案、一体化能源存储、智能能源、配件等 35
图 51： 预计 2026 年欧洲户储新增装机约 12-15 GWh 39
图 52： 2025 年欧洲户储（<20kWh）装机份额 CR5 为 69% 39

表 1： 公牛集团核心管理层能力出众，团队稳定且专业背景与公司战略高度契合 8
表 2： 2025 年公司限制性股票激励总数达 414.33 万股 9
表 3： 2025 年公司综合分红率达 90.5% 10
表 4： 2025 年转换器行业规模（出厂口径）约 104.11 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 3.0% 13
表 5： 2026 年 5 月浙江代理购电价差环比：单一制 22.1%，两部制 19.0% 33
表 6： 预计 2025-2028E 东南亚墙开市场规模 CAGR 达 21.1% 37
表 7： 公牛品牌墙壁开关在东南亚售价约 USD 3-30 38
表 8： 预计公司电连接产品 2026-2028 年营收增速分别为 3.5%/3.8%/4.0% 41
表 9： 前股价对应 2026-2028 年 PE 分别为 16.5/15.7/14.7 倍 42

下载日志已记录，仅供内部参考

1、 公司概况：民用电工龙头，多品类协同发展

公牛集团是国内领先的民用电工产品制造商。公司创立于 1995 年，并于 2020 年 2 月在上海证券交易所主板上市，从 "插座"（即转换器）这一细分领域开始，始终以消费者需求为导向、以产品品质为根本，不断推动功能、技术与设计的创新，开发了大批深受消费者喜爱的新产品，常年在转换器及墙壁开关插座领域市占率排名第一。早期专注于以转换器、墙壁开关插座为核心的民用电工产品的研发、生产和销售，此后凭借产品研发、渠道覆盖、品牌营销以及供应链等综合优势逐步拓展业务领域，目前已形成电连接（转换器 + 数码配件 + 电动工具插座 + 数据中心配电产品等）、智能电工照明（墙壁开关插座 + LED 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（新能源汽车充电桩 / 枪 + 家庭储能 + 工商业储能 + 便携式储能等）三大业务板块，围绕民用电工及照明领域构建了长期可持续发展的产业格局。

图1：公司形成了电连接、智能电工照明、新能源三大业务板块



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

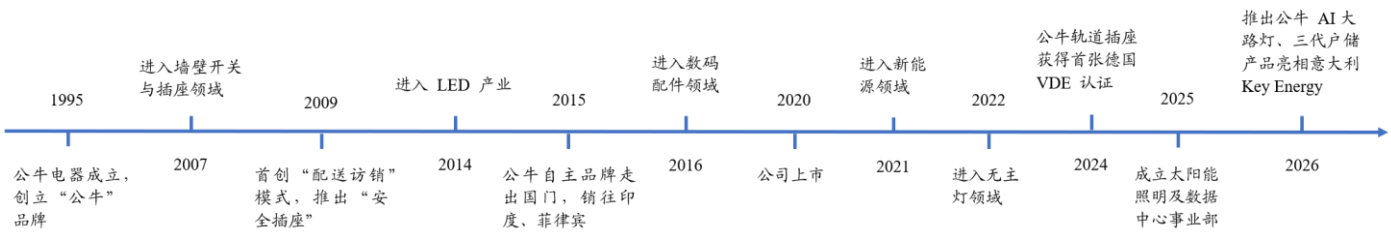
1995 年公牛电器成立并创立 "公牛" 品牌，从转换器（插座）细分赛道切入，以 "安全耐用" 的产品定位快速建立市场口碑。2007 年依托已有品牌与渠道优势，战略性进入墙壁开关插座领域，完成从单一品类到核心民用电工产品矩阵的跨越。2009 年成为发展关键节点：公司正式确立 "安全插座" 核心品牌主张，同时首创行业 "配送访销" 模式，推动经销商从 "坐商" 向 "行商" 转型，构建起覆盖全国城乡的深度分销体系，奠定了行业领先的渠道基础。2014 年起公司进入多业务协同扩张

下载日志已记录，仅供内部参考

期，先后布局 LED 照明（2014 年）与数码配件（2016 年）两大领域，持续完善电连接与照明业务的全场景覆盖。国内市场稳步发展的同时，公司于 2015 年启动国际化战略，自主品牌产品率先进入印度、菲律宾等东南亚市场。2020 年公牛集团在上海证券交易所主板上市，完成资本化关键一步，为后续产能扩建、研发升级与战略布局提供了充足资金保障。

2021 年以来，公牛围绕 "智能生态 + 新能源 + 国际化" 三大战略方向，开启新一轮增长周期。2021 年，公司正式进军新能源领域，依托深耕 30 年的电连接核心技术优势，布局新能源汽车充电桩 / 枪、家庭储能、工商业储能及便携式储能等产品，打造公司增长的第二曲线；2022 年，公司加码高端智能照明赛道，切入高速增长的无主灯领域，推动智能电工照明业务从单品销售向全屋智能照明解决方案升级；2025 年，公司分别成立太阳能照明事业部及数据中心事业部，进一步延伸照明与新能源相关赛道边界，完善业务生态布局；2026 年，公司双线推进战略落地：新能源业务加快海外市场渗透，全新出海储能产品于 3 月亮相意大利新能源展会，持续深耕欧洲储能市场；智能照明端推出公牛 AI 大路灯，将 AI 技术与健康照明深度融合，丰富智能照明产品矩阵，持续落地智能生态战略。

图2：公司于 1995 年创立“公牛”品牌，于 2020 年上市



资料来源：公司官网、开源证券研究所

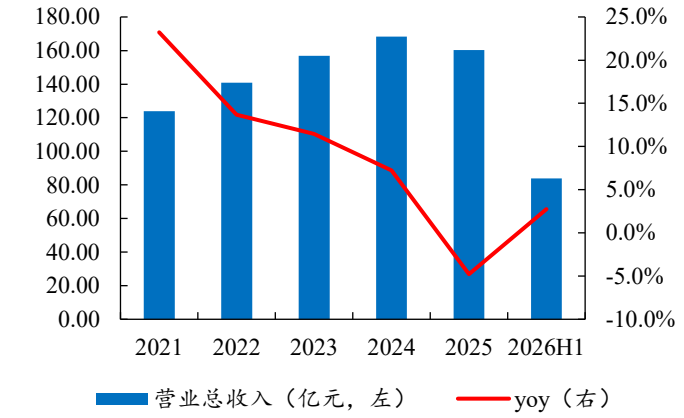
1.1、 财务表现：基本盘稳固运行，新业务稳步扩容，盈利韧性较强

2021-2025 年公司整体经营稳健，盈利表现持续跑赢收入增长。营收层面，2021-2025 年营业总收入由 123.85 亿元提升至 160.26 亿元，CAGR 为 6.7%。受消费偏弱、地产周期调整影响，2025 年营收同比回落 4.8% 至 160.26 亿元；2026H1 经营出现企稳迹象，实现营收 83.94 亿元，同比 +2.8%。

盈利端表现更为突出，2021-2025 年归母净利润从 27.80 亿元增长至 40.71 亿元，CAGR 达 10.0%，明显高于营收复合增速，反映出公司不错的成本管控与精细化运营实力。2025 年归母净利润同比下降 4.7%，降幅和营收基本相当，盈利韧性较强。2026H1 归母净利润 21.51 亿元，同比增长 4.4%，利润增速高于营收，盈利水平有所改善，支撑全年业绩修复预期。

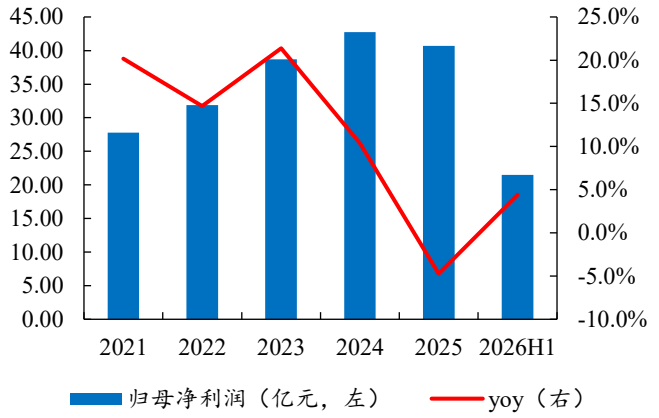
下载日志已记录，仅供内部参考

图3：2026H1 公司实现营收 83.94 亿元（同比 +2.8%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2026H1 公司实现归母净利润 21.51 亿元



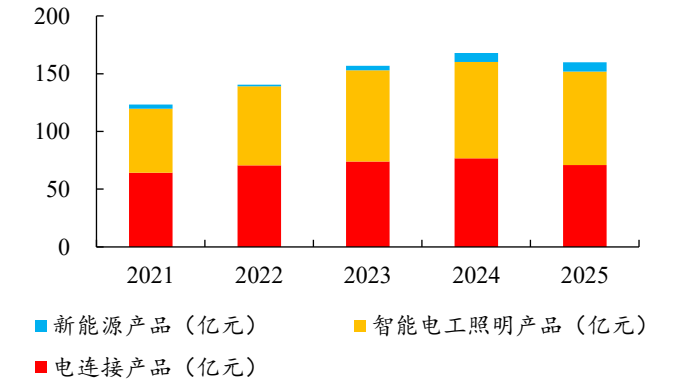
数据来源：Wind、开源证券研究所

公司营收结构持续优化。电连接业务作为公司传统基本盘，2021-2025 年营收 CAGR 为 2.5%，营收规模从 64.13 亿元增长至 70.77 亿元，营收占比从 51.8% 逐步回落至 44.2%，2025 年受行业需求疲软影响同比下滑 7.9%。盈利能力方面，电连接业务毛利率从 2021 年的 33.0% 持续修复，逐年提升至 2025 年的 41.1%，产品结构升级与供应链降本成效显著。

智能电工照明业务已成为公司第一大收入来源，2021-2025 年营收 CAGR 达 9.9%，营收规模从 55.51 亿元增长至 80.98 亿元，营收占比从 44.8% 提升至 50.5%，2025 年同比小幅下滑 2.8%。该板块是公司盈利能力较强的业务，毛利率从 2021 年的 42.0% 稳步提升至 2025 年的 46.3%，持续为公司贡献稳定的利润。

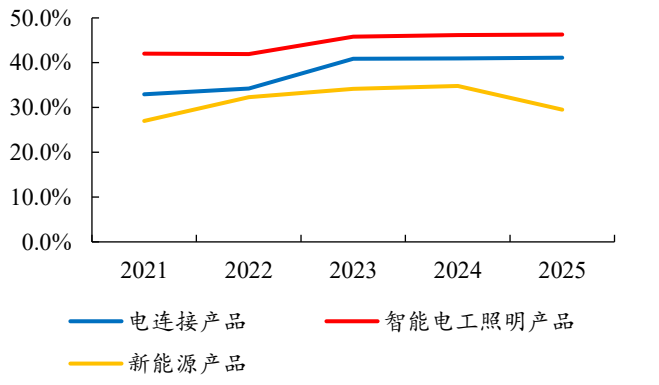
新能源业务是公司重点培育的第二增长曲线，2021-2025 年营收 CAGR 高达 21.9%，营收规模从 3.73 亿元增长至 8.22 亿元，营收占比从 3.0% 提升至 5.1%，其中 2023-2024 年分别实现 148.6%、104.7% 的高速增长，2025 年增速放缓至 5.7%。毛利率方面，新能源业务毛利率从 2021 年的 27.0% 提升至 2024 年的 34.8%，2025 年受市场竞争加剧及产品结构调整影响回落至 29.6%。

图5：2025 年公司智能电工照明产品收入 80.98 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2025 年公司智能电工照明产品毛利率 46.3%



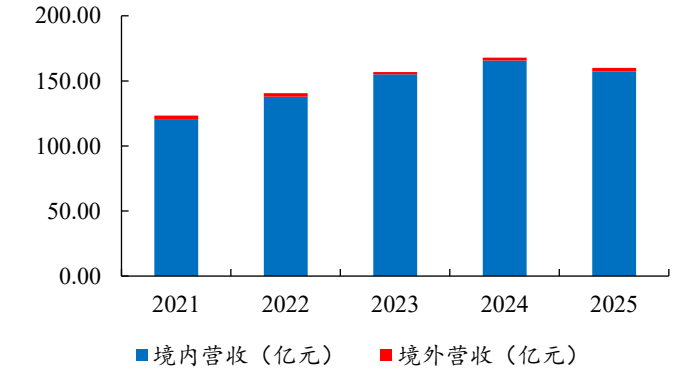
数据来源：Wind、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

境内市场是公司核心收入与利润来源，境内营收 2021-2025 年 CAGR 为 6.9%，从 120.59 亿元增长至 157.26 亿元，营收占比始终稳定在 97% 以上，2025 年受国内宏观消费环境影响同比下滑 5.0%。盈利能力方面，境内毛利率从 2021 年的 37.5% 持续修复至 2024 年的 43.7%，2025 年小幅回落 0.2 个百分点至 43.5%，整体维持较高盈利水平，核心驱动因素为产品结构升级与全价值链成本管控成效显现。

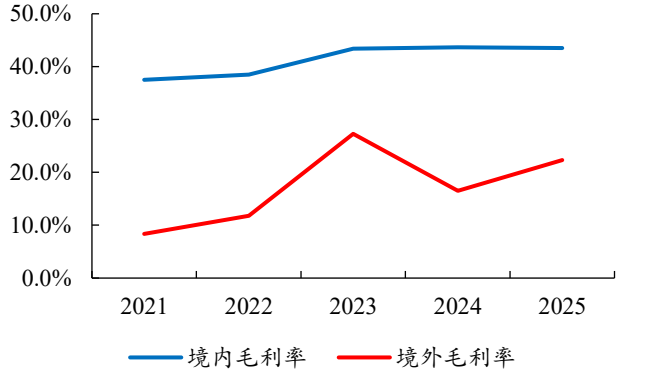
境外业务仍处于战略布局阶段，境外营收 2021-2025 年 CAGR 为-0.7%，整体规模较小且阶段性波动明显，营收规模从 2.78 亿元小幅波动至 2.70 亿元，营收占比维持在 1%-2% 区间。早期海外收入以 ODM/OEM 业务为主，因此收入呈现波动特征；公司真正意义上的自主品牌国际化布局自 2024 年启动，2023 年受海外渠道整合与产品结构调整影响出现阶段性下滑，2024-2025 年逐步恢复增长，2025 年同比增长 12.7%。毛利率方面，境外毛利率波动幅度较大，从 2021 年的 8.4% 提升至 2023 年的 27.3% 后有所回落，2025 年为 22.3%，主要受海外业务结构变化、汇率波动及渠道建设投入影响。

图7：2025 年境外实现营收 2.70 亿元（同比 +12.7%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2025 年境内毛利率达 43.5%



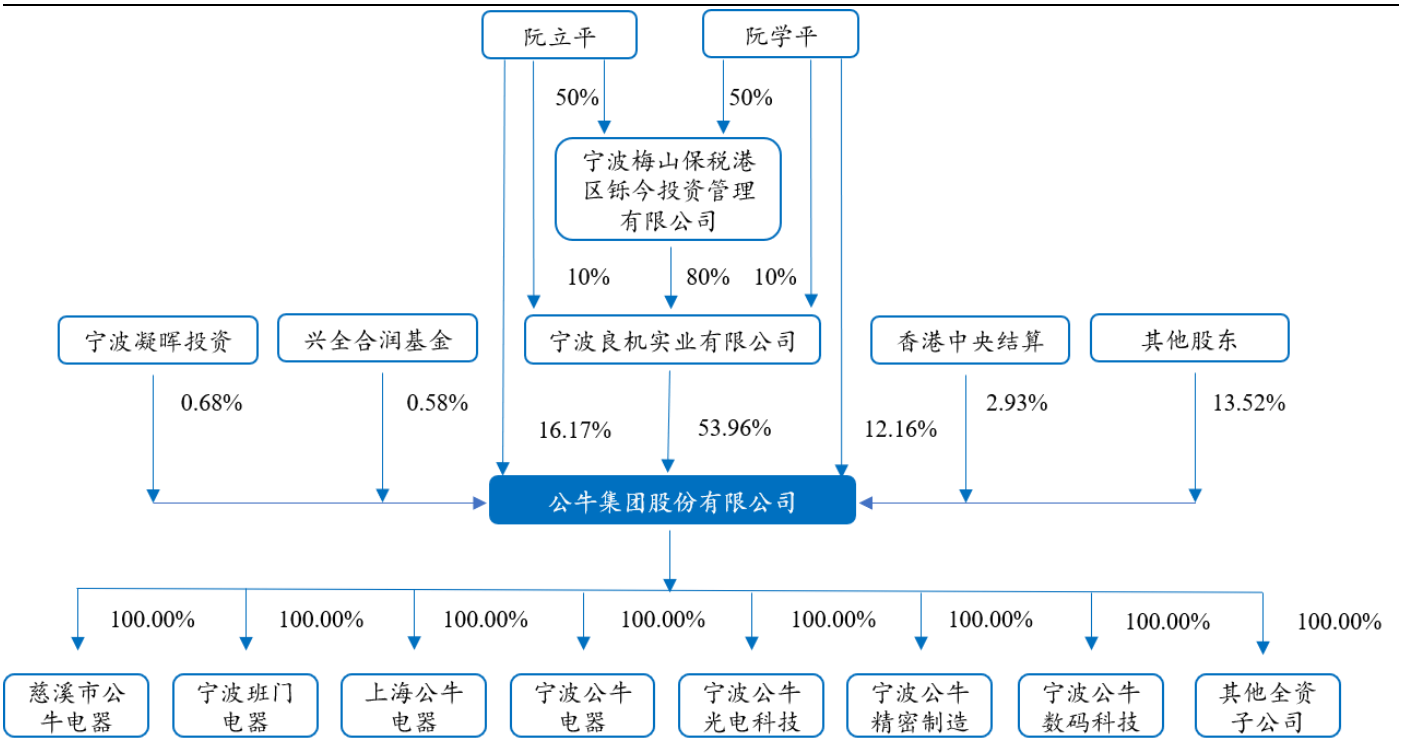
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 公司治理与股东回报：股权根基稳固，注重股东回报

公牛集团股权结构呈现实控人绝对控股、核心资产全资持有的鲜明特征，股权高度集中且长期稳定，为公司长期战略执行与经营决策效率提供了坚实保障。截至 2026H1，阮立平、阮学平兄弟通过直接持股及控制第一大股东宁波良机实业有限公司，合计持有公司 82.29% 的股份，其中阮立平直接持股 16.17%，阮学平直接持股 12.16%，是公司的实际控制人；香港中央结算有限公司（沪股通）持股 2.93%，其余公众股东合计持股 13.52%。公司对所有核心业务主体均采用 100% 全资控股模式，旗下拥有慈溪市公牛电器、宁波班门电器、上海公牛电器、宁波公牛电器、宁波公牛光电科技、宁波公牛精密制造、宁波公牛数码科技等多家全资子公司，分别覆盖电连接、智能电工照明、新能源三大业务板块的研发、生产与销售全链条，清晰的垂直一体化架构确保了集团对各业务线的控制力与资源协同效率。

下载日志已记录，仅供内部参考

图9：截至 2026H1，股权结构集中稳定，阮氏兄弟为核心实控人，合计持有公司 82.29% 的股份



数据来源：Wind、开源证券研究所

阮立平、阮学平兄弟作为公司联合创始人，自 1995 年创立以来始终保持对公司的控制权与经营权。阮立平出身工程师，早年任职于水电部杭州机械设计研究所，深耕民用电工领域三十余年，主导了公司从单一转换器品类到电连接、智能电工照明、新能源三大板块的历次战略升级，其技术出身背景也奠定了公司重产品、重品质的核心经营底色。阮学平从公司创立初期的生产经理岗位做起，全程参与并搭建了公司的供应链与生产制造体系，对制造端成本管控与效率提升有着深厚积累。

职业经理人团队均来自家电、电工行业头部企业，且职责覆盖公司当前核心战略方向。刘圣松拥有猴王集团、美的集团、奥克斯集团等多家制造企业的战略运营与财务管理履历，同时兼任财务总监、董事会秘书与国际事业部总经理，统筹公司资本运作、财务合规与全球化业务布局。周正华具备美的集团多年产品管理经验，现任新能源事业部总经理，全面负责充电桩、储能等第二增长曲线的产品研发与市场拓展。李国强曾任职于 TCL 国际电工与爱帝威国际电工，拥有二十余年电工行业营销经验，主导公司全国性渠道网络的建设与精细化运营。

表1：公牛集团核心管理层能力出众，团队稳定且专业背景与公司战略高度契合

姓名	职务	履历
阮立平	董事长、总裁	1964 年出生，本科学历，中国国籍，拥有新加坡永久居留权、香港居民身份证。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。现任公牛集团董事长、总裁，主要兼任良机实业执行董事等
阮学平	副董事长	1972 年出生，初中学历，中国国籍，拥有新加坡永久居留权、香港居民身份证。曾任慈溪公牛生产经理、公牛集团有限公司副董事长等。现任公牛集团副董事长，主要兼任慈溪公牛执行董事，良

下载日志已记录，仅供内部参考

姓名	职务	履历
		机实业监事等
刘圣松	董事、资深副总裁、董事会秘书、财务总监	1970 年出生，本科学历，工程师，中国国籍，无境外永久居留权。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，公牛集团有限公司副总裁。现任公牛集团董事、资深副总裁、国际事业部总经理、董事会秘书、财务总监，拥有上海证券交易所董事会秘书职业资格
周正华	董事、资深副总裁	1972 年出生，硕士研究生学历，中国国籍，无境外永久居留权。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。现任公牛集团董事、资深副总裁、新能源事业部总经理
李国强	资深副总裁	1967 年出生，大专学历，中国国籍，无境外永久居留权。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，公牛集团营销副总裁。现任公牛集团资深副总裁

数据来源：公司公告、开源证券研究所

股权激励方面，公司已建立常态化年度限制性股票激励机制，2024—2026 年连续推出第一类限制性股票激励计划，激励总数分别为 343.91 万股、414.33 万股、646.52 万股，激励规模逐年扩容，三年累计覆盖核心管理人员及业务骨干超 2100 人次。其中 2024 年、2025 年分别实际授予 243.00 万股、309.69 万股，授予股份均来自公司二级市场回购的 A 股普通股，彰显管理层对公司长期发展的信心。

2026 年公司推出新一期股权激励计划。2026 年公司推出最新一期股权激励计划，规模为 2.55 亿元，共 616.8 万股，公司回购股份的价格为 41.38 元/股，存续期为 60 个月。前 12/24/36 个月解锁比例 40%/30%/30%。分别对应考核指标为加权净资产收益率不低于 22%/20%/20%。既以盈利效率锚定业绩基本盘，也为新能源、智能家居等新业务拓展保留了合理弹性。

表2：2025 年公司限制性股票激励总数达 414.33 万股

	2024 年限制性股票激励计划	2025 年限制性股票激励计划	2026 年限制性股票激励计划
激励总数（万股）	343.91	414.33	646.52
当期总股本占比	0.27%	0.24%	0.36%
授予价（元/股）	34.92 元/股	23.84 元/股	39.48 元/股
覆盖人数	865 人 (核心管理人员及核心骨干)	644 人 (核心管理人员及核心骨干)	662 人 (核心管理人员及核心骨干)
考核目标	2024 年度营业收入或净利润不低于前三个会计年度（即 2021-2023 年）的平均水平且不低于前两个会计年度（即 2022-2023 年）平均水平的 110%	2025 年度营业收入或净利润不低于前三个会计年度（即 2022-2024 年）的平均水平且不低于前两个会计年度（即 2023-2024 年）平均水平的 110%	解锁绑定公司年度业绩，对应 2026-2028 年考核加权平均净资产收益率不低于 22%，2027、2028 年均不低于 20%，考核指标会剔除期间各类资本运作事项的影响

数据来源：公司公告、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

公司持续注重股东回报。公司始终坚持通过现金分红和股份回购相结合的方式回馈投资者，回报力度持续提升。2023 至 2025 年，公司每 10 股派现分别为 31 元、24 元和 19 元，派现总额逐年增长至 34.35 亿元；同时在 2025 年新增 2.5 亿元股份回购，当年合计分红金额达 36.85 亿元，综合现金分红率（含回购）提升至 90.5%，创上市以来新高。三年累计派现及回购金额达 95.5 亿元，平均综合分红率达 78.2%，充分彰显了公司充裕的现金流状况和重视股东回报的经营理念。未来公司有望维持较高的现金分红比例，持续注重投资者回报。

表3：2025 年公司综合分红率达 90.5%

	2023 年	2024 年	2025 年
每 10 股派现（含税，元）	31	24	19
每 10 股转增（股）	4.5	4.0	0
派现总额（含税，亿元）	27.64	31.01	34.35
以现金方式回购股份金额（亿元）	0.00	0.00	2.50
合计分红金额（亿元）	27.64	31.01	36.85
归母净利润（亿元）	38.70	42.72	40.71
综合分红率	71.4%	72.6%	90.5%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

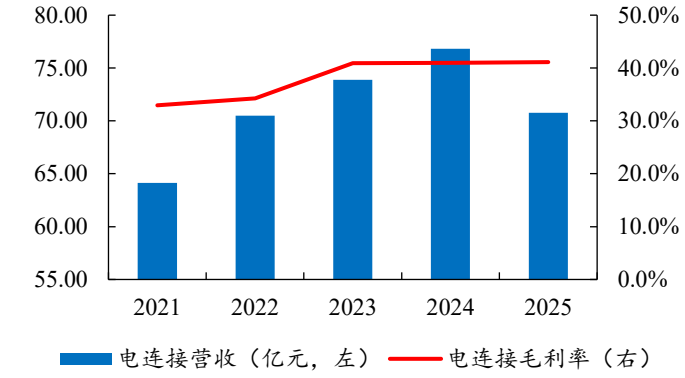
2、 电连接业务：深耕转换器主业，拓展数码快充新品类

电连接业务作为公司最核心的现金牛基本盘，以转换器（排插）、墙壁开关插座为核心产品，2021-2025 年实现营收从 64.13 亿元到 70.77 亿元的平稳过渡，五年复合年增长率为 2.5%。其中 2021-2024 年营收保持逐年稳步增长，2025 年受宏观消费环境疲软及房地产后周期需求回落影响，营收同比小幅下滑 7.9%。值得关注的是，该业务盈利能力持续提升，毛利率从 2021 年的 33.0% 稳步攀升至 2025 年的 41.1%，连续三年稳定在 40% 以上，充分体现了公司在产品结构升级、供应链精细化管理方面的深厚积累，成为支撑公司整体盈利韧性的核心支柱。

电连接产品单价呈现波动上行的长期趋势，2021 年受产品结构调整影响单价同比小幅下降 4.9% 至 12.00 元 / 件，随后 2022-2024 年逐步回升，2024 年达到 13.12 元 / 件的近年高点，同比增长 5.0%。2025 年受消费分级影响，中低端刚需产品需求占比有所提升，带动单价同比回落 6.9% 至 12.22 元 / 件，但仍高于 2021 年水平。**长期来看，**随着安全插座、智能插座等高端产品渗透率持续提升，产品单价仍有进一步上行空间。

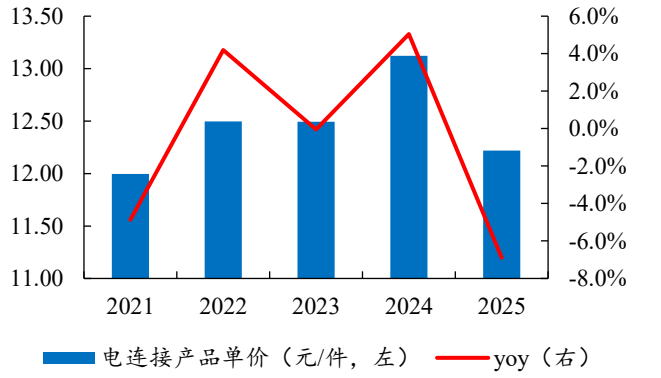
下载日志已记录，仅供内部参考

图10：2025 年电连接产品实现营收 70.77 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2025 年电连接产品单价为 12.22 元/件



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

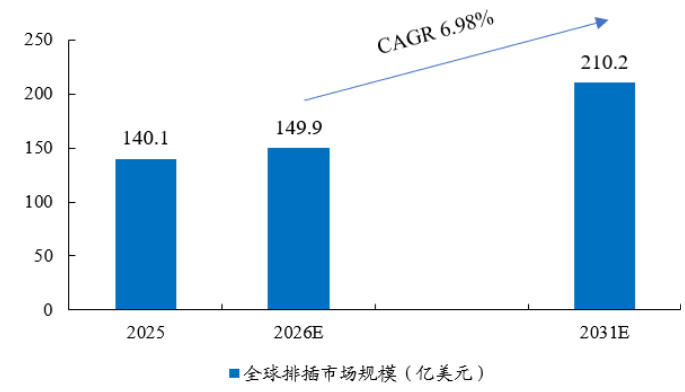
展望 2026 年，电连接业务将以产品迭代与市场拓展为核心，持续巩固竞争优势、拓展增量空间。**转换器业务**聚焦场景化创新，推动嵌入式插座、海外轨道插座等新品落地放量，同步优化产销存全链路模式，提升供应链数字化运营效能。**数码业务**依托现有核心积淀，完善线上线下一体化强弱电连接产品体系与服务生态，深化市场渗透。**电动工具业务**聚焦产品竞争力提升与市场份额扩张，积极开拓海外增量机遇，稳步推进规模化发展。

2.1、 转换器业务：产品迭代丰富矩阵，全渠道壁垒持续巩固

全球民用电源转换器（排插）市场保持稳健增长态势，据 Motor Intelligence 预测，2025 年市场规模为 140.1 亿美元，预计 2026 年将达到 149.9 亿美元，2031 年进一步增至 210.2 亿美元，2026-2031 年复合年增长率为 6.98%。**行业增长主要由多维度需求升级共同驱动：**数据中心电气化进程加速提升了智能机架式 PDU 的需求规模，智能家居普及带动具备远程控制、能耗监测功能的智能排插渗透率提升，工业物联网发展与各国能效激励政策则推动产品功能持续迭代，带动行业平均销售价格稳步上行。**竞争格局方面，**全球市场呈现多强并存的特征，主要头部品牌包括贝尔金（全球家用、防雷、智能排插领先品牌）、松下（亚太家用高端插座及排插市场）、罗格朗（全球墙插及商用布线龙头，排插为配套产品线）、立维腾（北美商用及家装插座龙头）以及哈贝尔（北美工业及商业电气设备领域），各品牌依托区域优势和产品差异化布局占据细分市场。

下载日志已记录，仅供内部参考

图12：预计 2026 年全球排插市场规模达 149.9 亿美元



数据来源：Motor Intelligence、开源证券研究所

图13：贝尔金为全球排插市场龙头之一



资料来源：Motor Intelligence

我们通过自下而上模型测算中国转换器（排插）行业规模，将需求拆分为住宅与工商业两端，结合产品更新周期与出厂均价推导市场空间。考虑到产品品质升级带动使用寿命延长，2025 年起模型将更新周期假设从 10 年调整为 15 年。测算结果显示，**行业整体增速呈逐步放缓态势，正从高速扩张阶段向平稳增长阶段过渡。**

量端层面，更新周期拉长显著重塑需求结构，工商业需求占比首次超过住宅。住宅端受人口户数增长乏力叠加更新周期延长双重影响，增长动能明显回落：2020-2025 年住宅需求 CAGR 为 -4.0%，需求占比从 2010 年的 77% 降至 2025 年的 46%。工商业端受益于市场主体持续扩容，抵消了更新周期拉长的影响，仍保持稳健增长：2020-2025 年工商业需求 CAGR 为 6.8%，需求占比从 2010 年的 23% 提升至 2025 年的 54%，成为行业第一大需求来源。整体来看，2010-2020 年转换器总需求 CAGR 为 8.8%，2020-2025 年转换器总需求 CAGR 为 0.9%，增长节奏进一步放缓。这一变化本质是产品生命周期演进的结果：早期排插产品成熟度低、耐用性差，更换周期较短，更新需求释放频次高；随着技术迭代与品质升级，产品使用寿命显著拉长，更新周期从 10 年延长至 15 年，拉低了年度更新需求规模。

价端层面，转换器出厂均价增速持续收窄，价格对规模的拉动逐步减弱。2010-2020 年行业出厂均价从 9.23 元/个提升至 17.15 元/个，其中 2010-2020 年 CAGR 为 5.0%；2020-2025 年均价上行至 16.64 元/个，CAGR 回落至 2.0%，增长动力更多来自产品结构升级而非普涨。

量价共同作用下，行业出厂口径规模增速逐步换挡。2010-2020 年中国转换器行业规模 CAGR 维持 14.3%，维持高速增长；2025 年行业规模约 104.11 亿元，2020-2025 年 CAGR 回落至 3.0%，正式进入平稳增长区间。

尽管中长期增速放缓，行业仍有三重支撑托底平稳增长：一是智能家居普及带动智能排插、快充排插等升级类产品需求释放，推动产品结构持续优化；二是工商业新兴场景不断拓展，办公、新零售、充电配套等场景支撑商用需求韧性；三是消费升级趋势下，安全、品质类产品占比提升，带动均价长期温和上行。

下载日志已记录，仅供内部参考

表4：2025 年转换器行业规模（出厂口径）约 104.11 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 3.0%

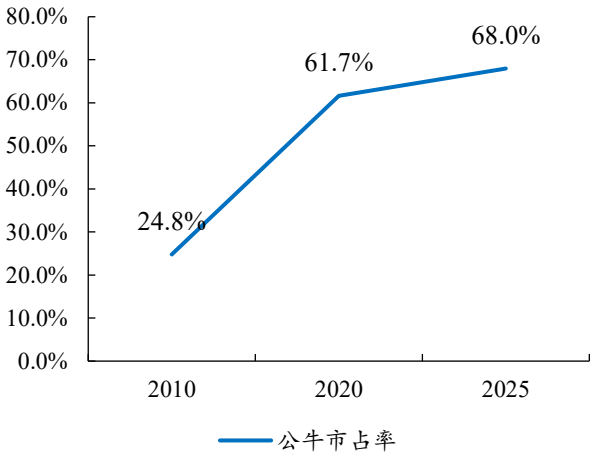
	单位	2010	2020	2025
住宅需求：				
人口数	万人	134091	141212	140489
CAGR		0.6%	0.5%	-0.1%
城镇人口	万人	66978	90220	95380
乡村人口	万人	67113	50992	45109
城镇化率		50%	64%	68%
平均家庭户规模	人/户	3.10	2.62	2.52
CAGR		-1.0%	-1.7%	-0.8%
平均家庭户口	万户	43255	53898	55750
CAGR		1.6%	2.2%	0.7%
每户转化器需求	个/户	5	7	8
新增需求	万个	3206	7450	2963
更新需求（假设更新周期 10 年）	万个	16368	28035	25907
住宅需求	万个	19574	35484	28870
CAGR		6.7%	6.1%	-4.0%
住宅需求占比		**77%**	**59%**	**46%**
工商业需求：				
市场主体实有户数	万户	4000	13840	18584
CAGR		14.9%	13.2%	6.1%
每户转化器需求	个/户	15	18	18
新增需求	万个	4500	17220	17080
更新需求（假设更新周期 10 年）	万个	1500	7000	16608
工商业需求	万个	6000	24220	33688
CAGR		19.6%	15.0%	6.8%
工商业需求占比		**23%**	**41%**	**54%**
转化器需求合计	万个	25574	59704	62559
CAGR		8.6%	8.8%	0.9%
出厂均价	元/个	9	15	17
CAGR		2.8%	5.0%	2.0%
转化器规模（出厂价）	**亿元**	**23.59**	**89.99**	**104.11**
CAGR		11.7%	14.3%	3.0%
公牛转化器收入	亿元	5.84	55.49	70.77
公牛市占率		**24.8%**	**61.7%**	**68.0%**

数据来源：Wind、国家统计局、国家工商总局、开源证券研究所（注：2010 年 CAGR 的计算区间为 2000-2010 年）

竞争格局上，公牛转换器龙头地位持续巩固，市占率持续领先。2010 年公牛转换器业务市占率为 24.8%，2020 年进一步达到 61.7%；2025 年市占率攀升至 68.0%，在行业平稳增长阶段仍保持份额提升，头部优势显著。

下载日志已记录，仅供内部参考

图14：经测算，预计 2025 年公牛转换器（排插）市占率上升至 68.0%



数据来源：Wind、国家统计局、国家工商总局、开源证券研究所

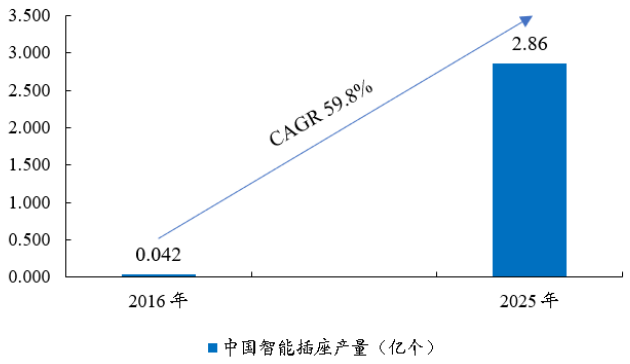
智能插座作为智能家居体系中渗透率提升较快的入口级品类，其增长潜力已成为行业核心结构性机会。智能插座内置 Wi-Fi / 蓝牙模块，可实现远程控制、定时开关、能源监测、语音交互等功能，凭借低廉的价格和即插即用的便捷性，成为普通消费者接触智能家居的首选入门产品。

根据智研咨询数据，2025 年中国智能家居行业市场规模已达 1.2 万亿元，为智能插座提供了广阔的应用场景。2025 年全球智能插座市场规模达 40.14 亿美元，同比增长 16.19%；中国市场表现更为亮眼，2025 年中国智能插座市场规模达 81.32 亿元，同比增长 31.7%，增速是传统排插市场的 5 倍以上。长期来看，中国智能插座产业已实现从无到有的跨越式发展，产量从 2016 年的 420.7 万个增长至 2025 年的 2.86 亿个，需求量从 245.8 万个增至 1.63 亿个，2016-2025 年产销复合年增长率均接近 60%，展现出极强的增长弹性。

竞争格局方面，施耐德、飞利浦等国际品牌占据高端市场，公牛集团、小米、华为、鸿雁电器等本土品牌主导大众市场。尽管行业仍面临产品同质化、价格战、生态兼容性差以及网络安全等挑战，但未来发展趋势明确：智能插座将逐步集成环境传感、红外遥控等功能，能源管理从被动监测升级为主动优化调度，连接生态从封闭平台向跨品牌互联互通转变，并向商用和工业领域拓展应用空间。随着全屋智能渗透率的持续提升，智能插座作为出货量最大的智能家居单品之一，其市场规模和战略价值将进一步凸显，长期发展前景值得重点关注。

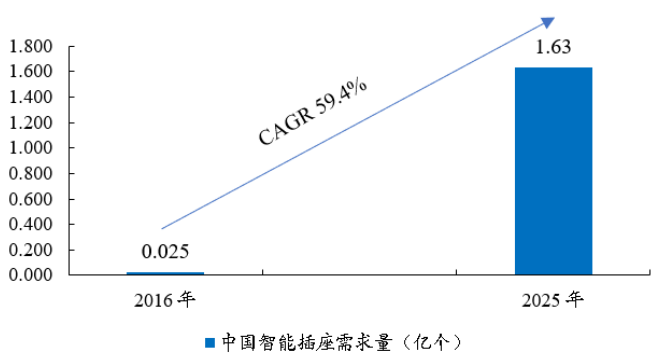
下载日志已记录，仅供内部参考

图15：2025 年中国智能插座产量为 2.86 亿个



数据来源：智研咨询、开源证券研究所

图16：2025 年中国智能插座需求量为 1.63 亿个



数据来源：智研咨询、开源证券研究所

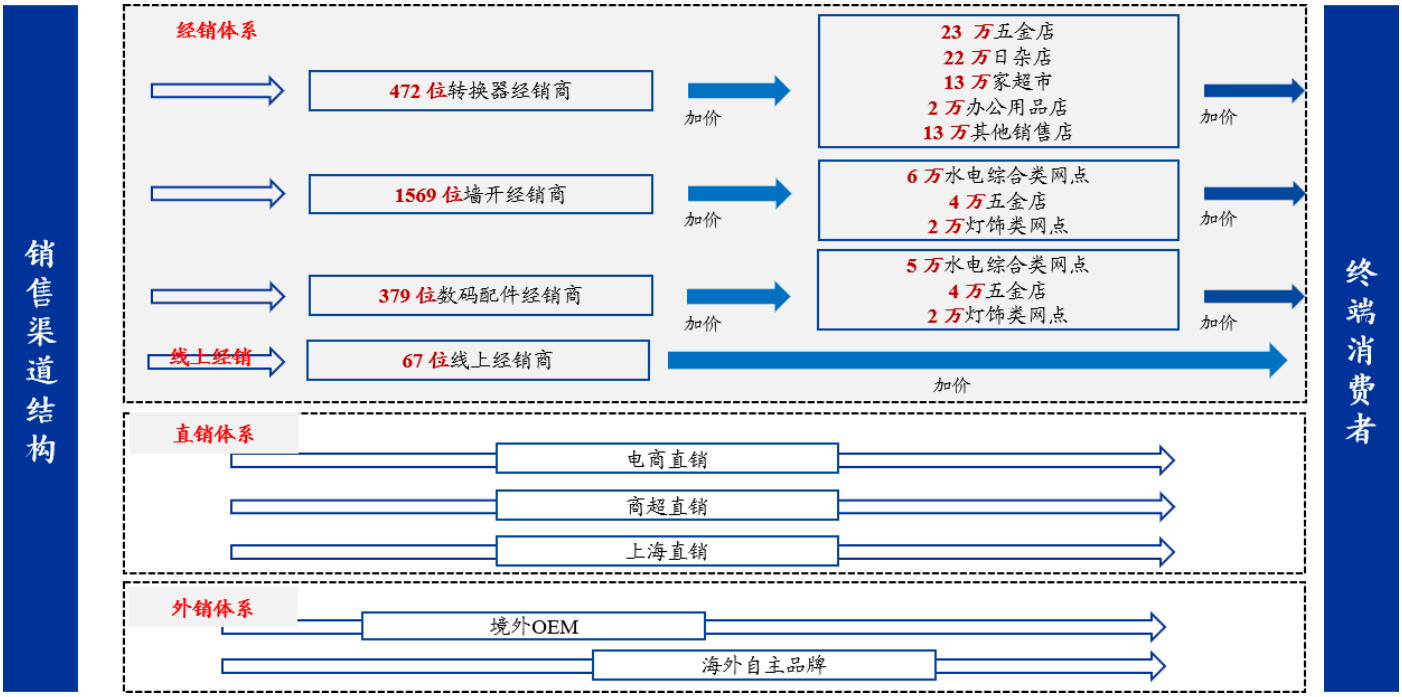
公牛转换器深耕产品迭代、渠道拓展、经销商管理三大方向，叠加供应链升级，推出高端轨道插座、快充插座等新品，持续巩固行业龙头地位。

从产品定位来看，自 1995 年创立以来，公司便从转换器细分赛道切入，始终坚持“安全用电专家”的核心定位。近年公司围绕家装、民用、出行等多元场景持续丰富产品矩阵：家装领域推出 GB7 隐嵌高端轨道插座，凭借极简一体化设计、触控智慧屏与“双纯平”保护门卡位高端装修市场；民用端升级立式数显、便携迷你插座，支持多口快充与数字化显示，兼容主流快充协议深化生态合作；出行场景推出迷你化、快充化全球旅行转换器，加入柔性伸缩线设计适配多场景使用。同时公司率先响应新国标升级要求，完成全系列产品超功率保护革新，在夯实安全壁垒的同时，推动品牌向高端、时尚、年轻化升级。

渠道端，公牛的销售渠道以经销为主，直销和外销同步配合，整体框架从招股时延续至今。**线下渠道**依托 “配送访销” 模式渗透全国城乡市场，截至 2025 年末终端网点总数超 110 万家，涵盖五金渠道(含五金店、日杂店、办公用品店、超市等)、专业装饰及灯饰渠道售点、数码配件渠道售点、新能源渠道售点及智能照明沐光品牌售点，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。2025 年公司持续推进综合售点精细化运营，对薄弱市场开展一对一帮扶，推动经销商规范化升级；其中电动工具聚焦综合五金店与品牌专卖店，高效完成 3 万家售点布局。**线上渠道方面，**公司搭建了专业的电商运营团队与线上经销商体系，全面入驻主流电商平台，建立起从新品开发到爆品打造的全链路管理能力，转换器市占率稳居行业前列，2025 年继续蝉联天猫销量第一。同时公司加快布局即时零售，通过闪电仓、闪购店实现线上下单、线下速达，精准匹配年轻群体的即时消费需求。除此之外，直销体系覆盖电商、商超等直营场景，外销业务通过境外 OEM 与海外自主品牌双轨并行，共同补齐全场景渠道布局。

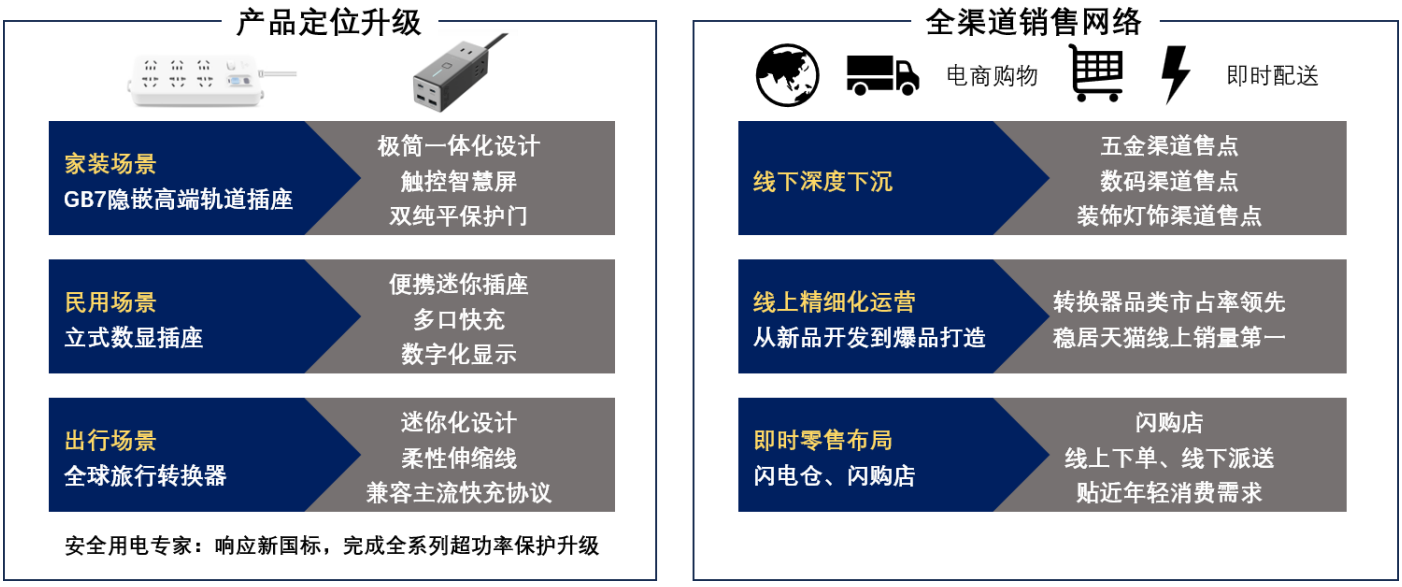
下载日志已记录，仅供内部参考

图17：公司销售渠道结构分为经销/直销/外销体系



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所（数据截至 2019 年 6 月）

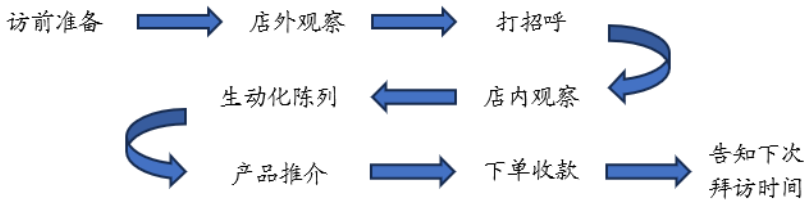
图18：截至 2025 年末终端网点覆盖五金、数码、装饰灯饰等渠道



资料来源：公司公告、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图19：配送访销：从访前准备到回访约定，构建全闭环终端访销体系

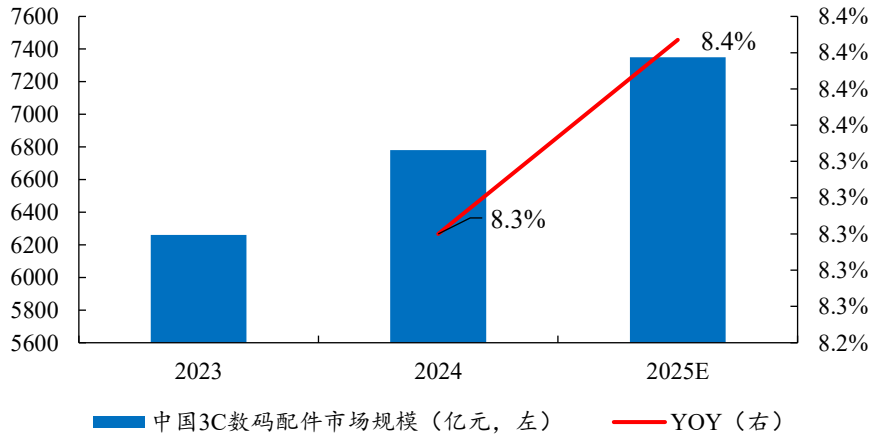


资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2.2、 新兴电连接业务：数码配件与电动工具双线拓展，成长路径清晰

中国作为全球最大的 3C 数码配件生产国和消费国，市场增长表现优于全球平均水平，据博研咨询统计及预测，2023 年中国市场规模为 6260 亿元，2024 年同比增长 8.3% 至 6780 亿元，预估 2025 年达到约 7350 亿元，同比增速维持 8.4%。**中国市场的核心优势在于拥有全球最完整的产业链体系，**从上游零部件到下游终端制造均具备较强的成本控制和快速响应能力，同时庞大的消费电子保有量为配件市场提供了坚实的需求基础。除技术进步和居民消费能力提升等共性驱动因素外，国内国潮消费趋势兴起，本土品牌凭借高性价比和贴近本土用户需求的产品设计，市场份额持续提升。**行业发展呈现鲜明的本土化特征：**可持续发展政策引导与消费者环保意识提升双重作用下，绿色低碳产品的市场接受度快速提高；依托国内成熟的智能家居生态，AIoT 集成配件的应用场景更为丰富，发展速度领先全球。未来随着国产消费电子品牌全球影响力的不断扩大，中国 3C 数码配件产业将加速向高端化、品牌化方向升级，全球市场竞争力有望进一步增强。

图20：预估 2025 年中国 3C 数码配件市场规模达到约 7350 亿元

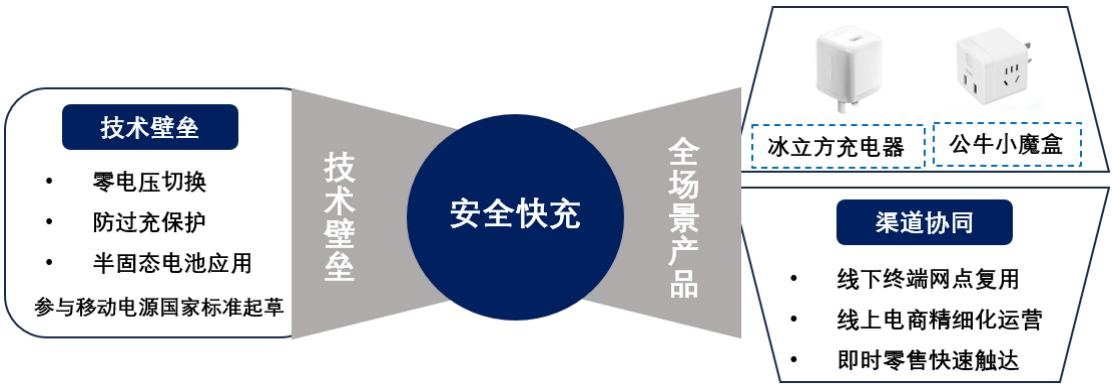


数据来源：博研咨询、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

数码快充业务是电连接板块的重要延伸，公司聚焦安全快充核心赛道，依托长期沉淀的用电安全技术持续推进产品迭代，不断丰富全场景充电产品矩阵。**技术层面，**公司凭借“零电压切换”“防过充”“半固态电池应用”等核心技术构建竞争壁垒，同时深度参与移动电源国家标准起草，夯实行业专业地位。2025 年，公司推出半固态移动电源、“冰立方”充电器、桌面“公牛小魔盒”、新一代三合一快充等多款 3C 认证产品，覆盖桌面办公、日常出行、差旅通勤等多元场景，可适配航空、高铁等特殊使用环境，为用户提供更安全、高效、智能的充电解决方案。**渠道端，**业务充分复用公司覆盖全国的线下终端网点与线上电商、即时零售体系，与传统转换器业务形成渠道协同，快速触达各类消费群体，持续扩大市场覆盖。

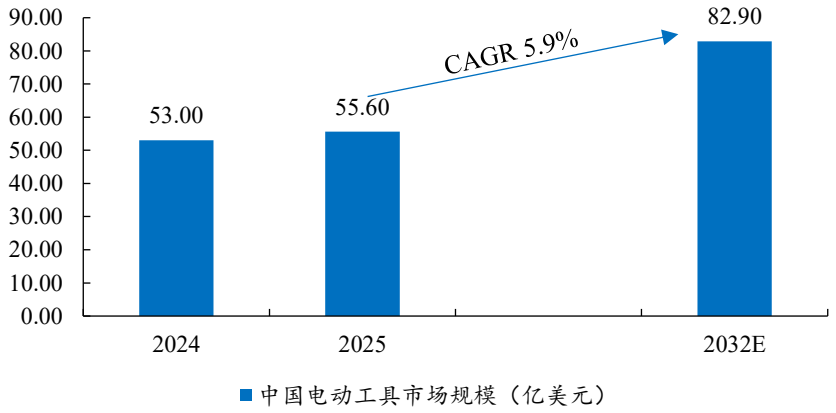
图21：2025 年，公司推出半固态移动电源、“冰立方”充电器、桌面“公牛小魔盒”等产品



资料来源：公司公告、每日经济新闻等、开源证券研究所

同时，中国电动工具市场保持稳健扩容态势。据 FORTUNE 统计数据，2024 年国内电动工具市场规模为 53.00 亿美元，2025 年同比增长 4.9%至 55.60 亿美元，行业增长节奏平稳。长期来看，受益于家装 DIY 需求持续释放、工业制造应用场景拓展，叠加锂电化、智能化产品迭代驱动，预计 2032 年市场规模将达到 82.90 亿美元，较 2025 年累计增长 49.1%，赛道长期成长空间充足。

图22：2025 年中国电动工具市场规模同比增长 4.9% 至 55.60 亿美元



数据来源：FORTUNE、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2025 年，公牛集团的电动工具业务持续稳步拓展。产品端不断丰富矩阵，在角磨、锤镐等品类上持续加码，年内推出的“小魔王”100 型角磨机、“小钢炮”16V 锂电电钻都成了爆款，凭借高效耐用、上手简单的特点收获了市场认可。同时公司继续夯实核心能力，电机、电控等关键部件都在强化自研自制，同步也在推进海外市场的本土化产品开发，全力挖掘新的增长空间。

图23：2025 年公牛推出“小钢炮” 16V 锂电电钻



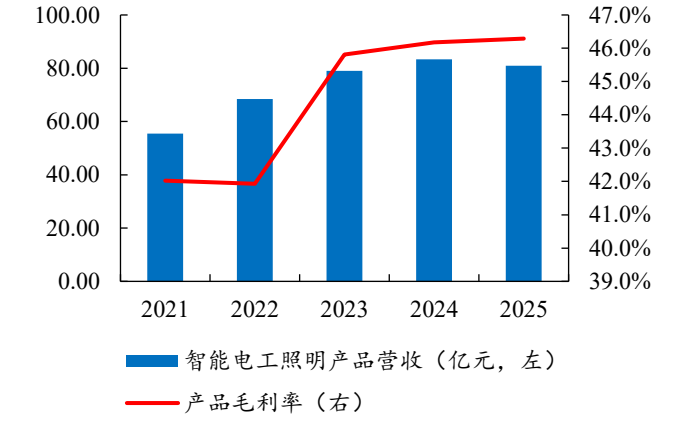
资料来源：公牛电动工具京东自营旗舰店

3、 智能电工照明：智能化趋势明确， 品类协同释放增长动能

智能电工照明是公司的核心板块，产品涵盖墙壁开关插座、LED 照明及配套智能电工品类，品牌资源高度共享，渠道实现部分复用，稳步扩张。2021-2025 年，智能电工照明营收从 55.51 亿元增至 80.98 亿元，年平均复合增速 9.9%，近年受消费环境影响规模略有回调；盈利端，毛利率从 42.0% 升至 46.3%，五年累计提升 4.3 个百分点；产品单价 2022 年触顶 9.17 元 / 件后逐步回落，2025 年为 7.70 元 / 件，同比下降 10.1%，公司加大下沉市场布局，高性价比基础款产品占比提升。

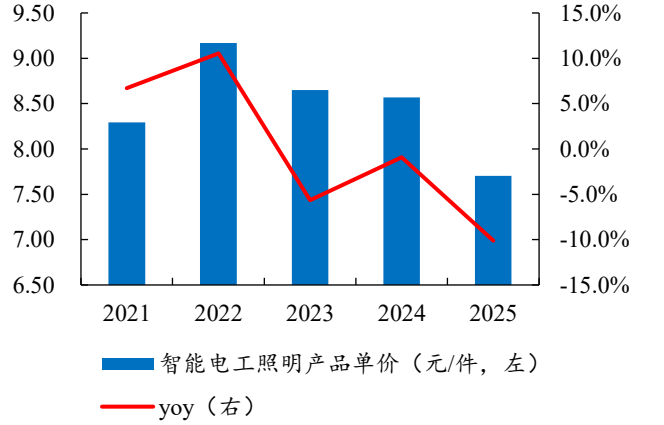
下载日志已记录，仅供内部参考

图24：2025 年智能电工照明产品实现营收 80.98 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：2025 年智能电工照明产品单价约 7.70 元/件



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

2026 年，智能电工照明业务将继续以 AI 智能与健康照明为核心方向，在产品升级、海外拓展与品类协同上持续推进，夯实差异化竞争优势。

墙壁开关业务同时发力国内智能升级与海外市场拓展，国内持续丰富智能产品系列，推动品类向高端化迭代；海外则加快完善家装类产品矩阵，适配当地市场需求，稳步打开增量空间。**照明业务**深化 AI 技术与健康光源的融合，产品端重点推动 AI 大路灯、护眼台灯等核心护眼单品放量，锚定儿童学习、家庭办公等刚需场景强化产品竞争力；场景端加快沐光 AI 智能健康照明系统的市场推广，覆盖住宅、商业等多元应用场景，在扩大业务规模的同时，进一步夯实公司在健康照明领域的品牌专业度。**生活电器等生态业务**坚持差异化产品创新，围绕家装场景打磨高价值产品，与核心品类形成渠道联动，共同带动板块稳健增长。

3.1、 墙壁开关业务：行业格局持续优化，智能升级驱动成长

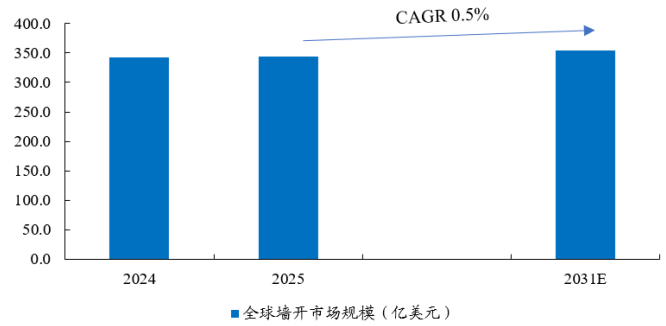
全球墙壁开关市场整体呈现 "低速稳增、智能驱动" 的格局，据 QYResearch 统计，2025 年全球墙壁开关市场规模小幅提升 0.4% 至 344.40 亿美元，预计 2031 年将达到 354.90 亿美元。**行业增长核心来自智能化升级浪潮，**根据 360 Market Updates，目前全球已有 61% 的消费者转向智能开关，52% 的新建住宅楼预装了智能开关系统，41% 的商业设施采用集中开关控制系统，可实现最高 28% 的能耗节约。**产品形态同步迭代，**触摸开关安装量较传统拨动开关增长 48%，无线开关因改造项目中可降低 32% 的重新布线成本，安装量同比增加 44%；同时行业向绿色化、耐用化发展，58% 的新住宅项目采用模块化开关，53% 的制造商布局环保材料，47% 的厂商推出使用寿命超 10 年的产品。**竞争格局相对稳定，**施耐德以 17% 的市场份额位居全球第一，西门子以 14% 的份额紧随其后，行业 51% 的投资流向智能开关制造领域的 47% 聚焦物联网开关研发。

中国墙壁开关插座市场规模稳步扩容，2020-2024 年从 228.8 亿元增长至 277.2 亿元，年复合增速达 4.9%。智能化是行业增长核心驱动力，智能墙壁开关渗透率从 15% 跃升至 52%，推动行业完成从 “基础电工刚需” 到 “智能家居核心控制节点” 的战略转型。根据中研网，2024 年墙壁开关在智能家居控制节点中占

下载日志已记录，仅供内部参考

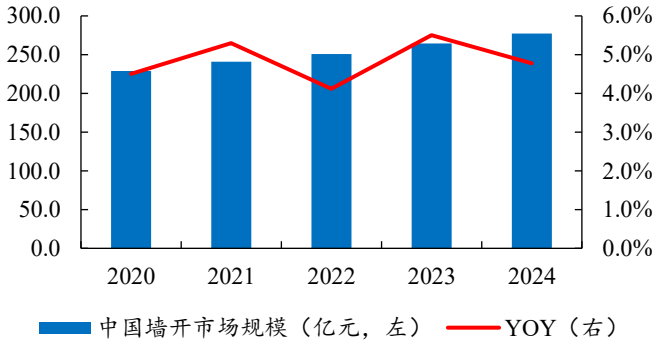
比达 37%，超越智能音箱成为第一大交互入口。技术迭代持续降低智能化门槛，5G+AIoT 融合将智能开关响应速度提升至 0.3 秒，边缘计算芯片成本下降推动硬件成本降低 60%。消费端呈现多元特征，一线城市 90 后群体中 78% 愿意为智能开关支付 30% 溢价；适老化改造催生新增量，带语音播报、大字体触控的银发专属开关销量同比增长 120%。产业链同步重构，上游无线模块出货量快速增长，中游厂商加速向全屋智能解决方案商转型，下游线上销售占比突破 35%。**中长期来看，**行业还将沿环保化、差异化、国际化方向演进，绿色低碳产品、个性化功能设计与海外市场拓展共同打开长期成长空间。

图26：2025 年全球墙开市场规模为 344.40 亿美元



数据来源：QYResearch、开源证券研究所

图27：2024 年中国墙开市场规模为 277.24 亿元

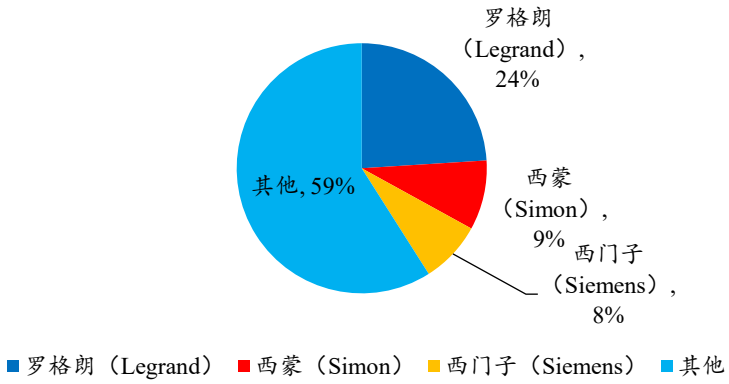


数据来源：智研瞻、中研网、智研咨询、开源证券研究所

全球墙壁开关市场整体呈现中高集中度、欧美龙头主导的竞争格局。头部企业依托长期技术积累、全品类产品矩阵与全球化渠道布局构建了较高竞争壁垒。据 Global Info Research 统计，2025 年，罗格朗（Legrand）、西蒙（Simon）、西门子（Siemens）、ABB 占据全球营收份额前四席位：罗格朗以 24% 的营收份额稳居行业首位，凭借覆盖住宅、商业、工业全场景的低压电气体系与多区域本土化运营持续领跑；西蒙、西门子分别以 9%、8% 的份额位列第二、三位，在中高端建筑配套领域具备较强品牌影响力；ABB 则在工业与基建配套场景拥有差异化优势。头部厂商普遍通过并购整合区域品牌、铺设全球经销网络巩固市场地位，在欧美成熟市场占据主导；第二梯队以施耐德电气、松下等为代表，多在细分赛道或特定区域具备核心竞争力。东南亚、拉美等新兴市场仍有大量本土中小品牌活跃，整体格局相对分散，叠加当地城镇化与基建建设红利，为具备供应链效率与高性价比优势的中国龙头企业出海提供了差异化切入空间。

下载日志已记录，仅供内部参考

图28：2025 年全球墙壁开关 CR3 为 41%

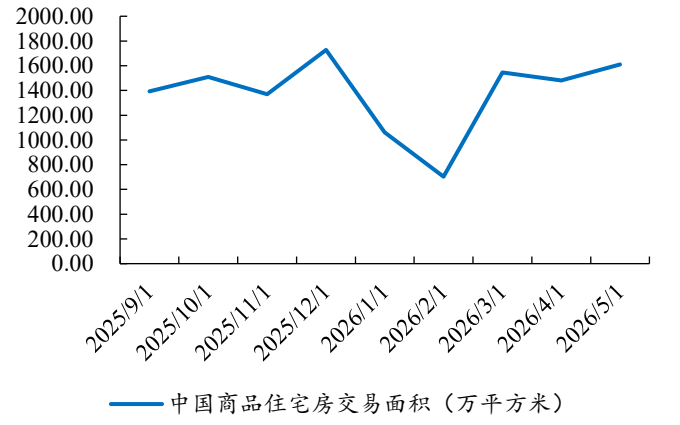


数据来源：Global Info Research、开源证券研究所

墙壁开关插座是典型的地产后周期刚需品类，需求由新房配套装修与存量房翻新改造共同驱动。**新房市场方面，供给端**下行斜率持续放缓，2025 年全国房地产新开工面积 58770 万平方米，同比下降 20.5%，降幅较 2024 年收窄 2.5 个百分点，逐步进入筑底阶段，中长期配套装修需求的下行压力边际缓解；**需求端**呈现企稳回升态势，2026 年以来市场活跃度逐步修复，2026 年 3-5 月商品住宅交易规模稳步回升，5 月成交面积达 1610.50 万平方米，已恢复至 2025 年较高水平，后续将逐步传导至竣工交付与硬装环节，带动新房配套墙开需求企稳。

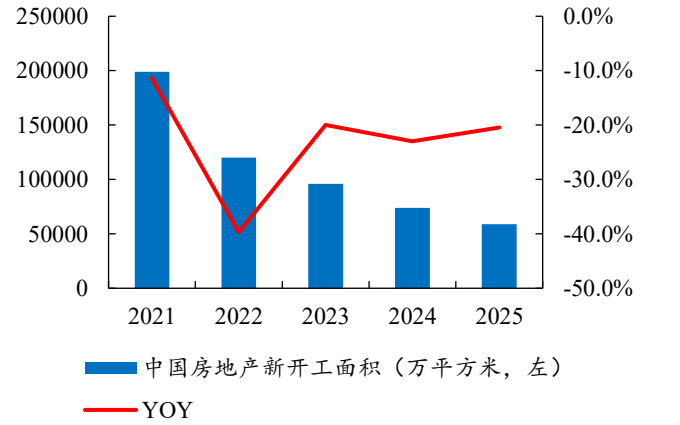
与此同时，存量房翻新已成为对冲新房周期波动的核心增长极。2025 年中国旧房改造市场规模突破 8000 亿元，其中局部翻新改造占比超 60%，增速显著高于新建商品房装修市场。进入 2026 年，全国城镇约 3.5 亿套存量住房集中进入翻新周期，开关插座更换是局部装修中的高频刚需环节，将持续为墙开业务释放稳定增量。

图29：2025 年中国商品住宅房交易面积达 1610.5 万m^2



数据来源：中指云、开源证券研究所

图30：2025 年中国房地产新开工面积达 58770 万m^2



数据来源：聚金数据、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

墙壁开关是公司智能电工照明板块的核心基本盘，整体沿着高端化、智能化、国际化三个方向推进。2025 年，**产品端**持续做高端升级，推出了亚克力拨杆、木纹拨杆等多款高端系列，其中 G70 拨杆、G68“蝶翼 III 超薄开关”还拿下了德国 iF、意大利 IDA 等国际设计大奖，精准匹配高端家装的消费需求。**智能化方面，**也同步发力，不仅补全了兼容公牛和小米双生态的智能开关产品，还创新了免 AC 组网模式，让家庭组网用起来更省心，进一步做实了开关的智能家居入口属性。**海外市场上，**公司专门搭建了适配海外的研发与供应链体系，不断丰富海外产品矩阵，稳步积累家装产品线的出海经验，为长期的国际化拓展打牢基础。

图31：2025 年，公牛墙壁开关业务产品端、智能化及海外市场方面持续布局



资料来源：公司官网、淘宝公牛官方旗舰店、开源证券研究所

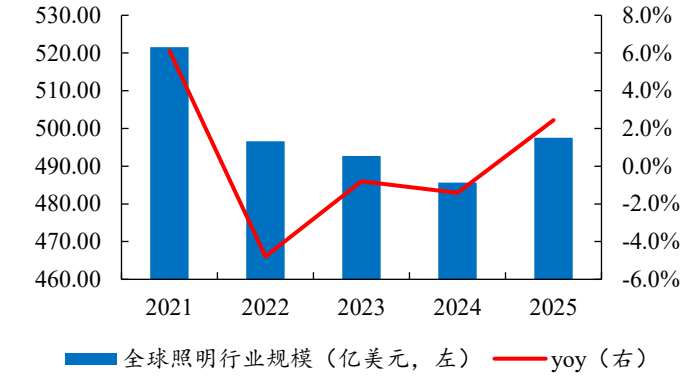
3.2、 LED 照明业务：健康智能引领产品升级，品类协同放大渠道优势

全球与中国照明行业整体处于存量调整阶段，结构性增长机会成为行业核心看点。根据欧睿国际，2021-2025 年全球照明行业复合年增长率为 -1.2%，2025 年规模回升至 497.53 亿美元，同比增长 2.4%，整体复苏节奏受欧美新建项目停滞拖累；中国市场表现相对平稳，同期复合年增长率为 -0.2%，2025 年市场规模达 647.69 亿元，同比增长 1.4%。在此背景下，**智能照明成为行业最大亮点，**TrendForce 预计 2025 年全球智能照明市场规模增长 19.2% 至 115.73 亿美元，健康照明、低空照明同步贡献核心增量，技术跨界创新与场景垂直深耕正推动行业从 "规模竞争" 向 "价值竞争" 转型。

展望 2026 年，照明行业的发展将沿着三条清晰的主线展开。其一，技术创新模式从单点突破转向系统协同，例如钙钛矿量子点与传统 LED 混合光源、LiFi 通信与照明一体化等跨技术融合方案将加速商业化落地。其二，应用场景持续向高壁垒领域拓展，航空、深海、极地等高门槛特种照明场景。其三，企业将通过本土化研发、绿色制造以及跨界协同，构建应对全球贸易壁垒的新竞争优势。在此过程中，具备技术储备与资源整合能力的头部企业将把握行业主导权，中小企业则可通过聚焦细分赛道、深耕区域市场，实现差异化发展。

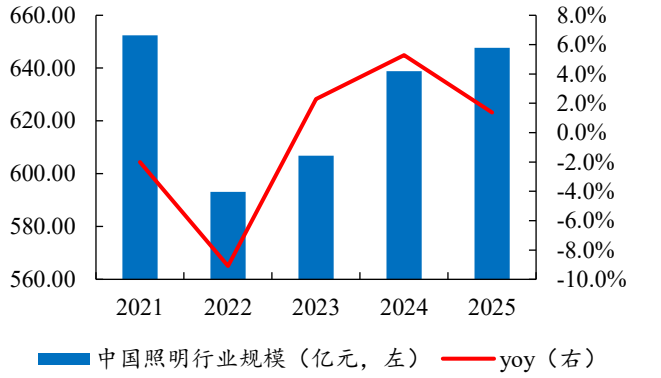
下载日志已记录，仅供内部参考

图32：2025 年全球照明行业规模达 497.53 亿美元



数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

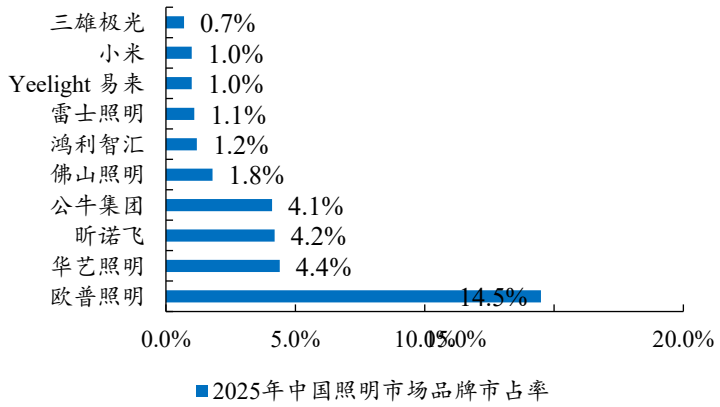
图33：2025 年中国照明行业规模达 647.69 亿元



数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

2025 年中国照明市场整体仍呈分散竞争格局，行业 CR5 为 29.0%、CR10 为 34.0%，头部品牌与大量区域中小厂商并存，市场整合仍有充足空间。其中欧普照明以 14.5%的市占率稳居行业首位，领先优势较为明显；华艺照明、昕诺飞、公牛集团分别以 4.4%、4.2%、4.1% 的份额位列第二至第四位，三者份额差距较小，第二梯队竞争态势较为胶着；佛山照明、鸿利智汇、雷士照明及小米、易来等品牌份额均在 2% 以下，依托细分赛道或差异化模式参与竞争，智能照明等新方向也为行业竞争带来新的变量。整体来看，随着居民消费品牌意识提升与产品智能化升级，行业集中度有望逐步抬升，公牛集团凭借电工业务积累的终端渠道网络与品牌认知基础，照明业务份额具备持续提升的空间。

图34：2025 年中国照明市场品牌 CR5 为 29.0%



数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

LED 照明是公牛智能电工照明业务的重要组成部分，公司围绕高效用光、舒适护眼、智能控制和多场景适配持续推进产品升级。**传统照明产品方面，**公司通过常态化迭代提升能效表现与光质体验，依托稳定的渠道网络和品牌认知巩固民用、商用及工程市场基础；**新型照明产品方面，**公司重点布局护眼照明、智能照明和健康照明方向，2026 年推出战略级新品公牛 AI 大路灯，正式宣告护眼照明进军 AI 领域。该产品搭载 AI 私人定制光配方系统，可依据使用者年龄、视力状况、身高等信息匹配专属照明光线，实现 “千人千光” 的个性化护眼体验；配备智能自动调光功能，可实时适配环境光线变化，覆盖读写、休憩、娱乐等多场景用光需求；核心采用新一代紫光护眼芯片，从光源底层还原自然光谱，达到 RG0 无蓝光危害权威标准。**研发端，**公司在深圳设立人工智能照明研究院，打造 MOSHome 智控系统与 TSIM AI 自适应调光技术，支撑全屋灯光场景无感联动，推动产品从单一照明功能向舒适化、智能化、场景化解决方案升级。

公牛 LED 照明业务的核心优势在于多品类协同与渠道复用。公司可将 LED 照明产品与墙壁开关、插座、智能控制面板等形成配套销售，依托装饰、五金及线上线下全渠道网络触达用户，有效提升单品销售效率与客单价值。与此同时，随着消费者对用眼健康、居家舒适和智能控制需求持续提升，LED 照明正逐步从 “基础配件” 向 “健康生活场景入口” 转变。AI 大路灯的落地，既是公司从 “安全用电” 向 “健康用光” 的战略延伸，也打开了产品结构持续升级、价值量稳步提升的长期成长空间。

图35：2026 年公司推出战略级新品公牛 AI 大路灯



资料来源：公司官网

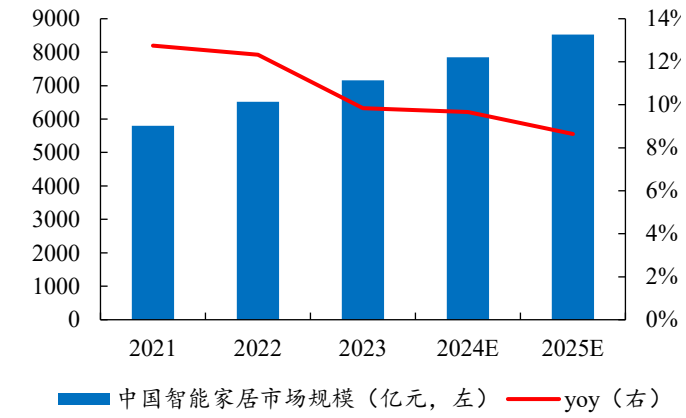
下载日志已记录，仅供内部参考

3.3、 智能无主灯：赛道高景气扩容，双品牌 + 全渠道卡位成长红利

中国智能家居市场保持稳健增长态势，据 CSHIA、中商产业研究院统计及预测，2021-2023 年中国智能家居市场规模从 5801 亿元增长至 7157 亿元，预估 2024 年、2025 年市场规模分别达到约 7848 亿元、8526 亿元，2021-2025 年复合年增长率为 10.1%。行业生态体系日趋成熟，华为全屋智能、小米米家、涂鸦智能等平台不断优化照明子系统的联动能力，显著提升了用户使用粘性，为下游智能照明及相关细分品类创造了广阔的应用空间。

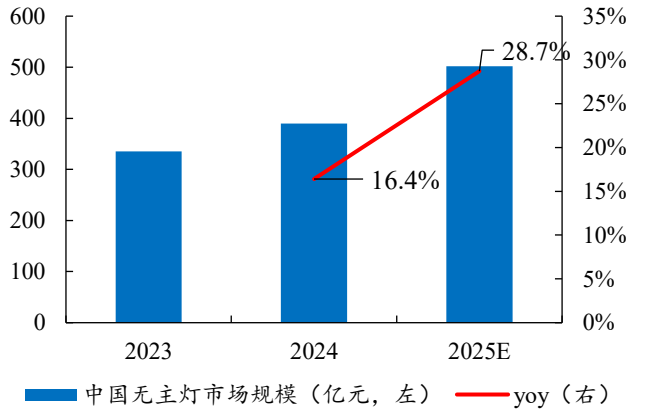
智能照明成为智能家居生态中落地较快的核心品类之一，而无主灯照明作为智能照明的核心细分赛道，凭借灵活的空间布局、节能的光源配置与深度的智能系统集成，成为近年家装领域增长较快的赛道之一。据博研智尚统计及预测，2023 年中国无主灯照明市场规模为 335 亿元，2024 年同比增长 16.4% 至 390 亿元，预估 2025 年进一步增长 28.7% 至约 502 亿元，增速显著高于智能家居整体水平。这一增长得益于多重因素的共同推动：房地产精装修趋势深化、家装消费升级以及物联网技术的广泛应用，使得一线及新一线城市高端住宅项目普遍采用无主灯设计方案，带动市场结构性升级；国家双碳战略持续推进，无主灯系统因具备按需照明、分区控制、能耗可视化等优势，更符合绿色建筑认证要求；同时供应链成本逐步下降，LED 光源、智能驱动模块及控制系统的价格在 2023、2024 年内平均降低 12%-15%，使得中端家装市场也能负担得起无主灯解决方案。**应用场景方面，**住宅领域贡献超 60% 的市场需求，磁吸轨道灯、线性灯等产品在年轻消费群体中快速普及；商业空间加速引入无主灯系统提升空间体验；办公楼宇作为智能照明核心场域，2024 年占比超 35%，多数新建甲级写字楼已将其纳入标准设计，带动 B 端市场持续扩张。

图36：预估 2025 中国智能家居市场规模达约 8526 亿元



数据来源：CSHIA、中商产业研究院整理、开源证券研究所

图37：预估 2025 年中国无主灯市场规模达约 502 亿元



数据来源：博研智尚、开源证券研究所

无主灯作为智能照明核心细分赛道，增速显著跑赢智能家居整体大盘，行业已进入快速扩容阶段。在住宅家装消费升级、商用场景持续渗透及供应链成本下探的多重驱动下，赛道成长确定性较强。公司精准卡位高景气赛道，将智能无主灯定位为照明板块的核心增长引擎，依托双品牌差异化布局、全价位产品矩阵及全渠道网络优势，有望充分享受行业扩容红利。

下载日志已记录，仅供内部参考

（1） 品牌设立：双品牌差异化运作，覆盖全层级市场

公牛品牌锚定高性价比大众市场，依托国民品牌认知快速渗透家装需求。产品端已形成覆盖筒射灯、磁吸轨道灯、灯带的完整产品矩阵，其中 P06 深防眩山丘洗墙灯凭借标志性光效精准契合家装审美需求，成为爆款单品。2024 年公司进一步推动主品牌高端时尚化升级，借助蝶翼 II 超薄开关、无叶风扇灯、护眼落地灯等新品开展全域传播，通过线上达人种草、内容平台运营，结合线下旗舰店、公牛家装节联动，持续巩固品类心智领先地位。

沐光品牌定位高端专业无主灯赛道，主打套系化智能灯光解决方案。2023 年开局阶段便联合国际灯光大师推出专业灯光套餐，大师 T200、S100 系列斩获 G-Mark 设计大奖，自研 MoS 智能控制系统实现全屋灯光场景联动。2024 年品牌围绕“全屋健康光”持续深化价值传递，通过举办灯光创新工作坊、打造智能办公光环境、落地品牌旗舰展厅，搭配内容平台专业种草与直播运营，品牌知名度与专业认可度显著提升，先后斩获金手指奖“年度影响力品牌”“十大智能灯光品牌”等多项行业荣誉。

（2）产品体系：全价位段矩阵完善，品控与智能双重夯实

产品端形成覆盖不同消费层级的完整矩阵，同时依托自研制造能力筑牢品质根基。**公牛品牌**已推出 T04、T03 Plus、P06 防眩筒射灯、S04 超窄磁吸轨道灯及多款灯带产品，其中 P06 深防眩山丘洗墙灯凭借标志性的“小山丘”装饰光型精准契合家装审美需求，成为现象级爆款单品。**沐光品牌**推出大师 T200、S100 等高端系列，在光学设计与使用体验上处于行业领先水平，获 G-Mark 设计大奖；自研沐光 MoS 智能控制系统，围绕易用性与体验感持续优化，可联动智慧屏与周边生态产品，实现全屋场景灯光智能联动。2024 年，公司推出整合柔光硬件、调光传感器与 AI 语音控制的健康光方案，并配套数字化设计验收服务，破解用户光效感知痛点，助力终端转化。**生产端，**公司实现光源 100% 产测与行业首创在线老化工艺，保障光色一致性与产品可靠性；同步推进注塑、SMT 车间建设与关键部件自制，搭建“麻雀工厂”模型，强化供应链自主可控能力。

（3） 渠道建设：存量复用 + 专属体系并行，全场景触达终端

渠道端依托原有优势底盘 + 新建专业体系双线推进，形成多元通路协同的格局。一是复用公牛传统装饰渠道优势，依托超 12 万家线下售点，将无主灯与墙开、照明等品类打包下沉至县镇市场；同时推进全品类旗舰店建设，打造以无主灯、墙开、轨道插座为核心的全屋用电解决方案，大力拓展头部装企与中小工程客户，打造前装增长新渠道。二是线上渠道持续发力，在天猫、京东等传统平台保持领先的同时，加速布局抖音、拼多多等新兴平台，通过新零售模式打通线上线下流量，提升终端运营效率。三是搭建沐光专属专业渠道，快速组建百人运营团队，形成“公司 - 经销商 - 体验店”三级架构，门店已基本覆盖全国省会、多数地级市及发达县域；配套建立“讲、学、练、带”四位一体培训体系，2023 年公司认证近 300 名营销型光效设计师，辅以数字化运营工具，全方位赋能终端门店。四是 B 端工程渠道同步拓展，深度绑定头部房企，布局保障房、教育、医院等公建领域打造标杆工程，已成为成渝、京津冀、长三角等核心经济圈重要合作商。

下载日志已记录，仅供内部参考

图38：公牛智能无主灯：全品类矩阵布局，兼顾智能体验与品质光效



资料来源：公司官网

4、 新能源业务：深耕充电与储能赛道，构筑第二成长曲线

公司传统民用电工主业保持稳健发展态势，转换器、墙壁开关插座等核心品类持续巩固行业龙头地位，稳定的经营基本盘为业务创新拓展提供了充足的现金流、技术与渠道支撑。在此基础上，公牛集团紧跟新能源产业发展趋势，积极布局新能源业务赛道，形成覆盖家用 / 商用充电设施、分布式储能的业务矩阵，着力培育第二增长曲线，推动公司在夯实主业优势的同时开拓全新成长空间。

4.1、 新能源汽车充电业务：充电赛道高景气，公牛双线布局稳增长

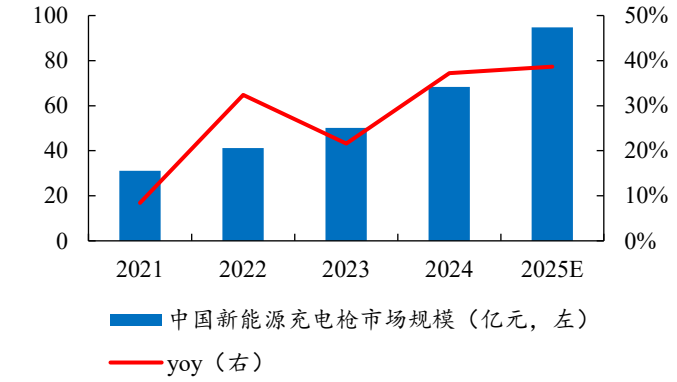
中国新能源汽车产业的高速扩容持续拉动充电基础设施赛道成长，市场规模与设施保有量同步实现高速增长。据博研咨询统计及预测，中国公共充电桩市场规模从 2021 年的 31 亿元增长至 2024 年的 68 亿元，预计 2025 年将达到 95 亿元，2021-2025 年复合年增长率为 32.1%，且增速呈逐年加快趋势，2024 年、2025 年同比增速分别达 37.2%、38.7%。**从设施保有量维度看，**据中国电动汽车充电基础设施促进联盟数据，全国充电基础设施累计数量从 2021 年的 261.7 万台快速增长至 2025 年的 2009.2 万台，五年间增长超 6.5 倍；其中随车配建私人充电桩增长亮眼，累计规模从 147 万台提升至 537.3 万台，占比升至 76.5%，成为充电网络扩容的核心驱动力。**从供需匹配节奏来看，**充电桩建设提速持续优化车桩供需关系，用户补能便捷度稳步提升。2021-2025 年，国内新能源汽车年新增量从 292 万辆增长至 1257 万辆，同期充电桩年新增规模从 93.6 万台提升至 667.0 万台，年度车桩增量比从 3.12 回落至 1.88，单台新增充电桩对应服务的新增车辆数量持续减少，公共充电资源供需矛盾得到有效缓解。

下载日志已记录，仅供内部参考

行业增长的核心驱动逻辑清晰，长期发展潜力明确：一是新能源汽车保有量持续攀升带来刚性充电需求，国家充电基础设施“三年倍增”行动方案等政策持续加码，为行业扩容提供双重支撑；二是应用场景不断拓展，充电网络从城市核心区逐步向高速公路、县域及农村地区下沉覆盖，补能场景边界持续拓宽；三是技术融合持续深化，车网互动、智能运维等新模式逐步落地，推动充电设施运营效率与服务品质同步提升。

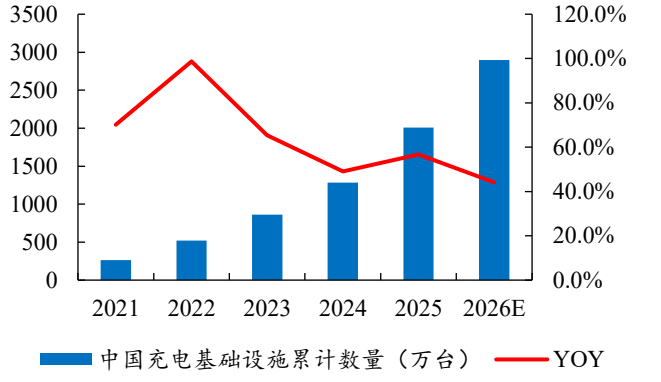
展望 2026 年，国内充电基础设施将延续稳步扩容态势，网络覆盖与服务能力进一步升级。据中国电动汽车充电基础设施促进联盟预测，2026 年全国将新增私人充电设施 741.9 万个，总保有量将达 2279 万个；新增公共充电设施 144.8 万个，其中公共直流、交流充电设施分别新增 75.9 万个、68.9 万个，公共充电设施总保有量将达到 620.7 万个。场站层面，预计全年新增公共充电场站 11.2 万座，总数将达 43.5 万座，充电网络的城乡覆盖密度、干线公路覆盖深度将持续提升，进一步匹配新能源汽车保有量增长带来的多元充电需求。

图39：2024 年中国新能源充电枪市场规模达 68.3 亿元



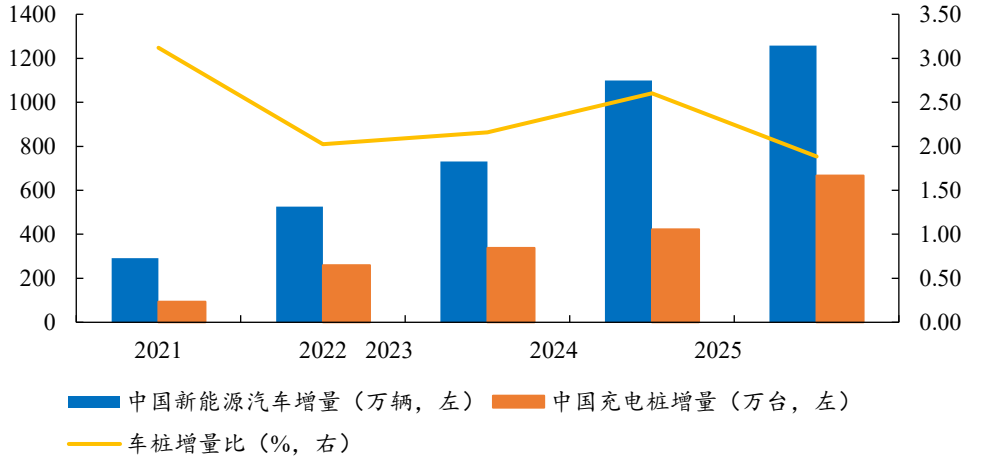
数据来源：博研咨询、开源证券研究所

图40：2025 年中国充电基础设施达 2009.2 万台



数据来源：国家能源局、中国充电联盟、开源证券研究所

图41：2025 年中国新能源车桩增量比下降至 1.88（同比 -0.72）

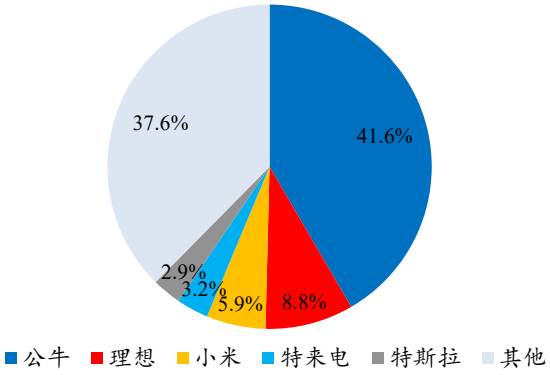


数据来源：公安部、中商产业研究院、国家能源局、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

国内充电桩线上市场头部集中特征显著。据奥维数据 2026 年 1-3 月统计，监测范围涵盖京东、天猫、淘宝等传统电商与抖音内容电商渠道，公牛以 41.6% 的销售份额位居行业第一，领先优势较为明显。理想、小米分别以 8.8%、5.9% 的份额位列第二、第三梯队；特来电、特斯拉、万帮星星充电、WATTSAVING、挚达份额集中在 2%-3% 区间，云亿兆、普诺得占比不足 2.5%。中后段市场品牌数量较多，整体竞争格局较为分散。

图42：据奥维数据 2026 年 1-3 月统计，公牛在京东、天猫、淘宝、抖音的充电桩合计销售份额位居行业第一，达 41.6%



数据来源：奥维数据、开源证券研究所

2025 年公司新能源充电业务稳步拓展，家用端巩固市场领先优势，商用端加速大功率赛道布局，通过产品创新与渠道双线发力，持续强化市场竞争力与品牌影响力。

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。公司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：“天际” 系列以 3D 曲面玻璃设计、矩阵氛围灯打造高端美学体验，搭载智慧屏显系统实现无感启充、充电实时反馈；“优享” 系列集成蓝牙智能控制，持续优化用户交互体验。根据情报通数据，2025 年公司新能源汽车充电桩、充电枪产品在天猫市场线上销售排名均为第一，线上渠道龙头地位稳固。同时作为行业首批新国标认证企业，公司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，市场认可度持续提升。

商用领域聚焦大功率补能方向加速开拓，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，进一步完善商用全功率段产品矩阵。

渠道建设方面，公司推动新能源充电业务从 C 端向 B 端全面变革创新，实现渠道布局优化与效能提升。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，截至 2025 年末，全国网点数量超 3 万家，公司同步优化咨询、购买、安装、售后全流程服务，提升产品触达效率与用户体验；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，

下载日志已记录，仅供内部参考

报告期内落地多个一体化重卡充电站标杆案例，同时加强与滴滴充电、云快充等平台的战略合作，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，进一步扩大渠道覆盖广度与品牌影响力。

图43：2025 年公司新能源汽车充电桩、充电枪产品在天猫市场线上销售排名均为第一



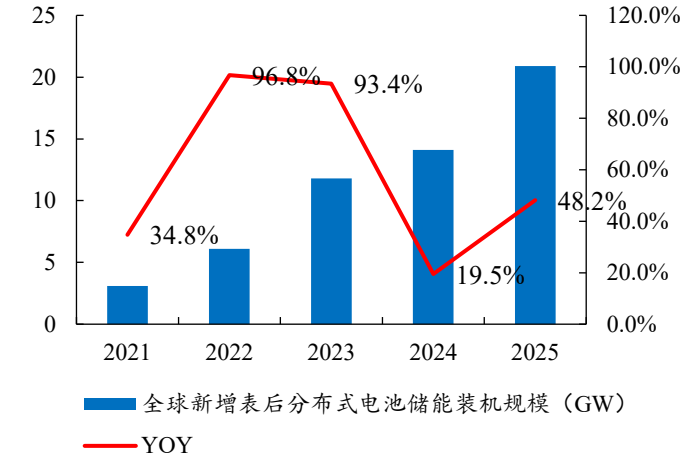
数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、 储能业务：全球表后分布式储能高景气延续，布局海内外核心市场

随着全球对可再生能源的依赖度持续提升，电力系统对灵活调节资源的需求显著增加，电池储能市场规模保持强劲增长态势。其中**表后分布式储能**作为用户侧核心赛道，增长韧性与市场化程度显著领先。据国际能源署（IEA）统计及预测，2021 年全球新增表后分布式电池储能装机规模为 3.1GW，2024 年增长至 14.1GW，2025 年进一步提升至 20.9GW，2021-2025 年复合年增长率高达 61.1%。**从年度增长节奏看，**2022-2023 年行业进入首轮快速增长阶段，同比增速分别达 96.8% 和 93.4%，这一阶段的高增长主要由俄乌冲突引发的欧洲能源危机催化、全球储能支持政策集中落地以及锂离子电池成本大幅下降共同驱动；2024 年受欧洲补贴退坡及高基数影响增速回落至 19.5%；2025 年随着产品经济性提升与新兴市场启动，同比增长 48.2%。**从应用结构看，**据 Statista 统计，2024 年全球表后分布式储能主要由户用与工商业储能构成，其中户用储能新增装机容量达 9.2GW，占表后市场的 65.2%；工商业储能新增装机容量为 3.4GW，占比 24.1%，是当前最具增长潜力的两大细分场景。同时，全球大型公用 / 电网侧储能增速表现亮眼，2021-2025 年复合年增长率达 91.9%，2023 年同比增长 163.9%，主要受益于全球新能源强制配储政策落地，充分体现了可再生能源并网对储能的刚性需求。

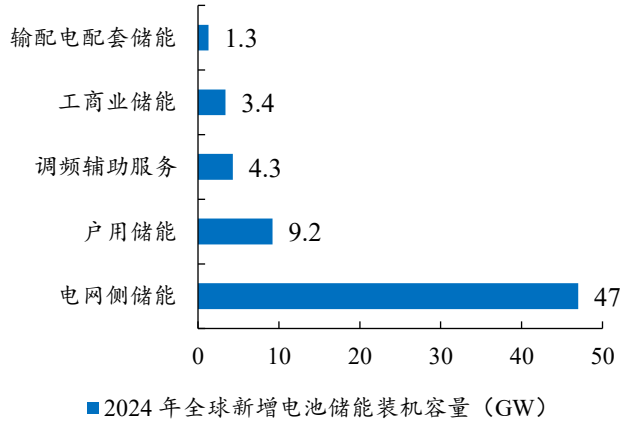
下载日志已记录，仅供内部参考

图44：2025 年全球新增表后电池储能装机达 20.9GW



数据来源：国际能源署、开源证券研究所

图45：2024 年全球户用储能新增装机容量达 9.2GW



数据来源：Statista、开源证券研究所

据国际能源署(IEA)统计，中国与欧洲储能市场均展现出极高的长期投资价值。

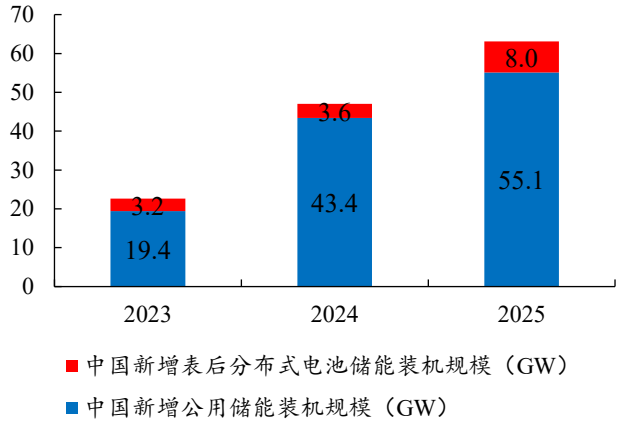
中国市场方面，公用储能保持快速增长，2023-2025 年新增装机规模从 19.4GW 增长至 55.1GW，年复合增长率达 68.5%，其中 2024 年同比增长 123.7%；而用户侧表后分布式储能正迎来市场化增长拐点，2023-2025 年复合增速达 58.1%，2025 年新增装机从 2024 年的 3.6GW 跃升至 8.0GW，同比增长 122.2%。随着国内工商业峰谷价差持续扩大、电力现货市场逐步完善以及 AI 数据中心等高可靠用电需求快速释放，中国表后储能市场已完成政策导入，进入经济性驱动的快速增长阶段，未来五年具备确定性的高增长潜力。

欧洲市场方面，公用储能持续稳步扩张，2023-2025 年新增装机规模从 2.4GW 增长至 5.7GW，年均复合增长率达 54.1%，2024 年和 2025 年同比增速分别为 70.8%和 39.0%；表后分布式储能虽因能源危机影响逐步消退，相关危机响应支持政策随之退出，欧洲居民安装意愿有所下降，出现阶段性调整，2025 年同比下降 50.0%，2023-2025 年年均复合增长率为 -26.8%，但长期增长逻辑并未动摇。欧洲户用储能整体渗透率仍处于较低水平，2026 年以来随着天然气价格回升带动电价中枢上移，英国、波兰、匈牙利等多国密集推出新一轮户储支持政策，欧洲表后储能市场有望于 2026 年下半年止跌回升，重回增长轨道。

两大市场的结构性增长机遇明确，用户侧分布式储能作为兼具市场化程度高、盈利模式清晰特点的细分赛道，已成为新能源领域最具投资价值的方向之一。公牛集团当前的储能业务布局，正是精准锚定了中国与欧洲这两个高价值市场的核心增长趋势。

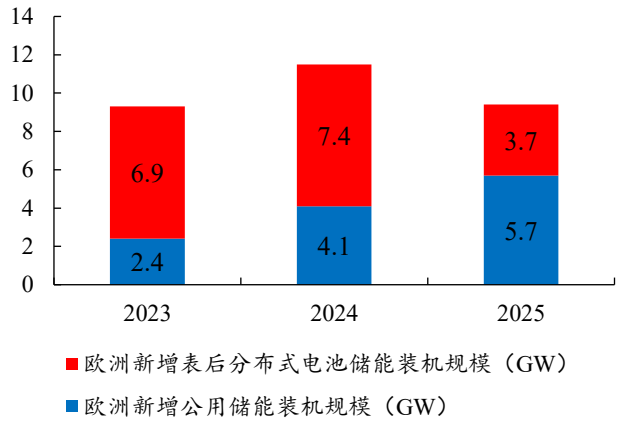
下载日志已记录，仅供内部参考

图46：2025 年中国新增表后分布式电池储能装机规模为 8.0 GW（同比 +122.2%）



数据来源：国际能源署、开源证券研究所

图47：2025 年欧洲新增表后分布式电池储能装机规模为 3.7 GW（同比 -50.0%）



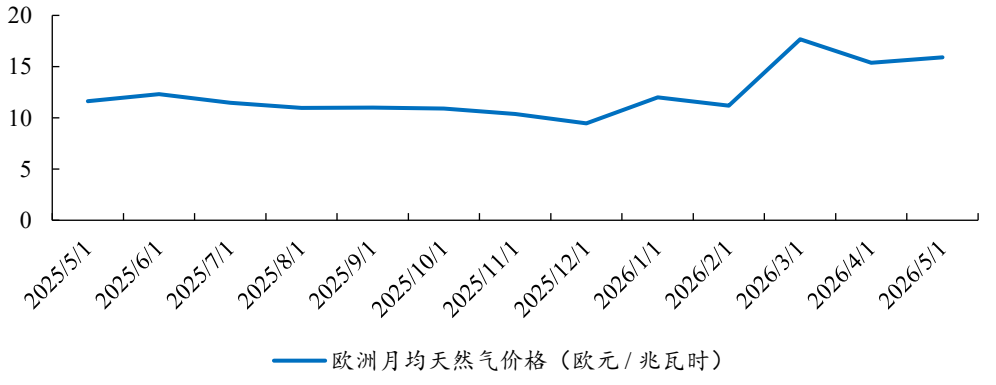
数据来源：国际能源署、开源证券研究所

表5：2026 年 5 月浙江代理购电价差环比：单一制 22.1%，两部制 19.0%

地区	分类	2026 年 4 月最大峰谷差价	2026 年 5 月最大峰谷差价	最大电价差环比
广东/珠三角五市	单一制	1.2291	1.2547	2.1%
广东/珠三角五市	两部制	1.101	1.1266	2.3%
广东/惠州市	单一制	1.183	1.2086	2.2%
广东/惠州市	两部制	1.0549	1.0805	2.4%
广东/江门市	单一制	1.2224	1.248	2.1%
广东/江门市	两部制	1.0943	1.1199	2.3%
广东东西两翼	单一制	1.0798	1.1054	2.4%
广东东西两翼	两部制	0.9518	0.9774	2.7%
浙江	单一制	0.7364	0.8995	22.1%
浙江	两部制	0.7355	0.8751	19.0%

数据来源：北极星储能网、开源证券研究所

图48：2026 年 5 月欧洲月均天然气价格达 15.90 欧元 / 兆瓦时



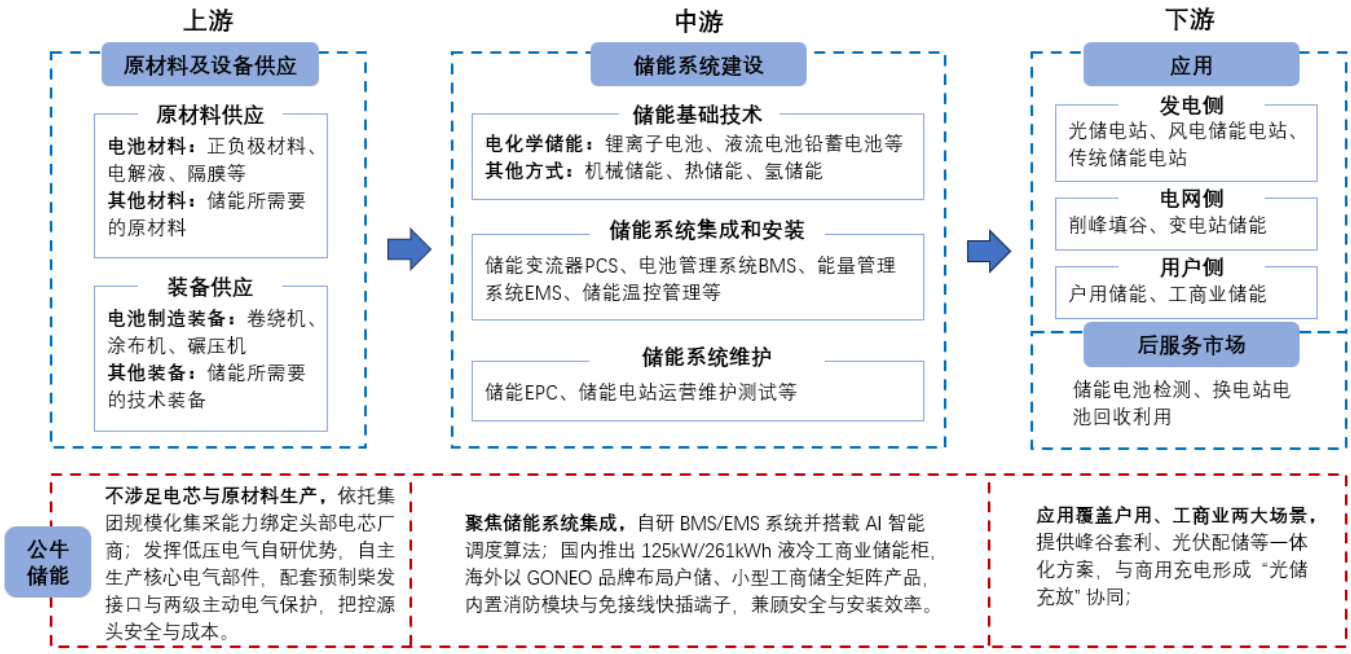
数据来源：北极星储能网、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

储能业务是公牛集团 2025 年重点培育的新能源第二增长曲线，其布局全部聚焦于分布式储能中的用户侧（表后）赛道，已形成 "国内表后分布式储能 + 欧洲户用及中小工商业储能" 的双轮驱动布局。**国内市场方面，**公司推出 125kW/261kWh 液冷储能柜，精准覆盖中小企业、产业园区、数据中心及充电桩配储等场景，可提供峰谷套利、需量管理、备用电源及光伏配储一体化解决方案，与商用充电业务形成 "光储充放" 协同效应。**海外市场方面，**作为公司 "全品出海、全球到达" 战略的核心引擎，公司聚焦能源转型加速的欧洲区域，打造了以 "可靠、易安装、AI 智能化" 为核心卖点的单相、三相户用储能及小型工商储产品，目前已进入上市准备阶段；**渠道端形成海内外协同布局：**海外市场创新采用以安装服务为核心的差异化模式，在德国、意大利等欧洲核心市场开发二十余家优质合作伙伴，并逐步向波兰等重点区域延伸，为后续规模化落地奠定坚实基础。

展望 2026 年，储能业务将成为公司新能源板块的核心发力方向。公司将持续深耕欧洲家庭与中小工商业核心场景，迭代升级高可靠、智能化的储能产品矩阵；同时进一步完善以安装服务为核心的本地化运营体系，稳步扩大欧洲市场覆盖范围与品牌影响力，推动储能业务实现规模化突破，逐步成长为公司新能源业务继家用充电之后的下一个核心增长引擎。

图49：公牛集团用户侧分布式储能产品布局规划



资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

4.3、2026 年公司收购艾伏新能源正式签约，完善光储充一体化布局

2026 年 9 月 4 日，公司收购艾伏新能源（Afore）签约仪式于浙江慈溪圆满举行，公牛集团董事长阮立平、艾伏新能源董事长陈星和出席仪式并签署合作协议，新能源业务布局再进一步。艾伏新能源是国内专注分布式光伏与储能逆变器的国家级专

下载日志已记录，仅供内部参考

精特新企业，拥有十余年自主研发制造积淀与完整自主知识产权，产品覆盖 1-60kW 单相 / 三相光伏串式逆变器、储能逆变器及一体化储能产品，全系列集成智能监控系统，适配全球多地区电网标准，业务遍及 60 余个国家和地区，深耕海外分布式光伏及储能市场，同时可提供逆变器全生命周期本地化服务支持。

本次收购可实现双向协同赋能，公司可快速补全光伏逆变、储能变流环节的产品与技术能力，完善 “充电 + 储能 + 逆变” 全场景新能源解决方案，整合标的海外渠道资源加速欧洲、东南亚等核心市场落地；艾伏新能源则可依托公司规模化制造、供应链管控及品牌优势优化成本体系，提升全球市场渗透效率。

长期来看，结合现有充电桩、电源品类的技术复用与渠道协同，公司新能源产品矩阵更趋完整，海外拓展节奏有望加快，进一步夯实新能源第二成长曲线，中长期成长确定性持续提升。

图50：艾伏新能源核心产品覆盖商业与公用事业，住宅光伏等解决方案、一体化能源存储、智能能源、配件等



资料来源：艾伏公司官网、开源证券研究所

5、 出海业务：双线布局，东南亚墙开与欧洲储能协同推进

5.1、 东南亚墙壁开关业务：本土化运营持续深化，区域成长空间广阔

公牛以家装墙开与新能源储能为海外业务双核心引擎，南亚、欧洲核心市场并辐射中东等新兴区域，同步布局国际电商，业务覆盖全球四十余个国家。公司依托自主品牌 GONEO，采用“大客户合作 + 本土运营复制”的成熟打法，推动产品适配、渠道下沉与产能配套协同落地。针对不同区域的市场特征，公司采取差异化品类切入策略：东南亚以墙壁开关为先导品类，复用国内成熟运营经验快速渗

下载日志已记录，仅供内部参考

透；欧洲以储能为核心发力品类，依托技术积累抢占高景气赛道。两大业务共同构成海外增长主线，以下先展开东南亚墙壁开关业务的具体分析。

产品端，公司构建了面向海外及 B 端客户的专属研发体系，围绕区域标准差异，针对性推出适配东南亚 118 型、印尼 86 型等规格的开关插座产品，使其更贴合当地用电环境与安装规范。这一做法在满足海外差异化需求的同时，也为海外业务的持续扩张奠定了产品基础。

渠道端，复用国内成熟运营经验，推进本土化落地。海外布局从最初少数国家拓展至覆盖东南亚全境，并持续向中东、南美等全球新兴市场延伸。目前已携手近 20 家本土头部经销商搭建东南亚多国销售网络，同时与泰国、印尼、墨西哥、韩国、沙特等地头部企业达成战略合作，构建高价值客户体系。通过招募核心经销商、派驻重点市场国家经理，实现渠道本土化运营与销售团队常驻帮扶，提升本地化销售服务能力。终端以五金建材网点为基础渗透城乡市场，派驻业务骨干常驻当地，落地动销支持、终端陈列等精细化运营动作，快速打通下沉市场。同时以品牌旗舰店树立终端标杆，提炼标准化运营方案向全渠道复制推广；同步推进经销商体系数字化、规范化升级，优化渠道层级与库存周转，打造适配新兴市场的扁平化渠道结构。

我们通过自上而下的方法测算东南亚墙壁开关市场规模，核心路径为从全球市场总量出发，先拆分出亚太区域市场，再进一步推导东南亚市场空间。墙壁开关是建筑竣工后的刚性配套产品，需求与建筑产业规模高度相关，且单位建筑产值对应的电气配套需求在亚太区域内相对稳定，因此可通过东南亚建筑产值占亚太建筑产值的比例，拆分得出当地墙壁开关的市场规模与增长趋势。

增长假设层面，根据 Pmarketresearch，2020-2025 年全球墙开市场规模从 124.81 亿美元增长至 176.00 亿美元，主要由后疫情阶段全球建筑活动修复与存量房改造需求释放驱动；我们预计 2026 年起市场增速回落至 7.9% 左右，行业逐步进入稳态运行阶段，存量更新将取代新建成为需求增长的核心来源。预计亚太地区墙开市场占全球比重从 2020 年的 17.1% 持续提升至 2028 年的 64.6%，增速显著高于全球平均，核心支撑在于亚太新兴市场城镇化与基建建设保持高景气，叠加区域制造业集群效应带动本地配套率持续提升。拆分系数方面，东南亚建筑产值占亚太比重历史稳定在 15.2%-15.5% 的区间，模型假设该占比整体保持平稳，与区域建筑产值的增速趋势相匹配，保障测算逻辑连贯合理。

测算结果显示，东南亚墙开市场正处于高速扩容阶段。2020 年市场规模为 3.25 亿美元（约合人民币 22.40 亿元），2025 年增长至 11.46 亿美元（约合人民币 81.87 亿元），预计 2028 年将达到 21.48 亿美元（约合人民币 145.47 亿元）。复合增速方面，根据 Cognitive Market Research，2021-2025 年亚太、东南亚建筑产值 CAGR 分别为 5.7%、6.1%，对应东南亚墙开市场美元口径 CAGR 约 25.9%，增长由亚太市场份额提升与单位产值配套价值增长共同驱动；预计 2025-2028 年亚太、东南亚建筑产值 CAGR 分别将达到 6.2%、5.5%，墙开市场增速逐步放缓，增长动力从新建规模扩张转向存量更新与产品价值提升。

整体来看，墙壁开关作为公司的核心主业之一，国内市场增长已逐步趋稳，东南亚市场的快速扩容将为该业务注入全新的海外增量，成为公司核心业务全球化延伸的重要增长极。

下载日志已记录，仅供内部参考

表6：预计 2025-2028E 东南亚墙开市场规模 CAGR 达 21.1%

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
全球墙开市场规模（亿美元）	149.76	157.50	176.00	189.92	204.17	219.48
YOY	1.4%	5.2%	11.7%	7.9%	7.5%	7.5%
亚太地区墙开市场规模（亿美元）	48.07	58.43	74.10	94.20	116.58	141.78
YOY	20.1%	5.2%	26.8%	27.1%	23.8%	21.6%
亚太地区墙开市场占比	32.1%	37.1%	42.1%	49.6%	57.1%	64.6%
亚太建筑产值（亿美元）	4332.4	4581.2	4844.4	5146.4	5467.2	5808.0
东南亚建筑产值（亿美元）	665.8	706.4	749.4	790.7	834.2	880.1
东南亚建筑产值占比	15.4%	15.4%	15.5%	15.4%	15.3%	15.2%
东南亚墙开市场规模（亿美元）	7.39	9.01	11.46	14.47	17.79	21.48
东南亚墙开市场规模（亿元）	52.06	64.16	81.87	97.99	120.44	145.47
YOY	26.3%	5.2%	27.6%	19.7%	22.9%	20.8%

数据来源：Pmarketresearch、Cognitive Market Research、开源证券研究所

当前东南亚墙壁开关市场由施耐德、罗格朗、松下等外资品牌主导，马来西亚 Zayon、泰国 Bluestone 等本土头部品牌也凭借本地化成本与渠道优势占据重要市场份额，各品牌凭借早期市场积累与差异化定位覆盖不同层级需求。施耐德定位中高端，产品单价覆盖 2-90 美元，在印尼、马来西亚、越南等核心市场品牌知名度领先，AvatarON、Vivace 等中端系列为市场主流产品；罗格朗聚焦高端赛道，单价 3-45 美元，主打设计属性，在高端住宅、商业建筑渠道优势突出，Belanko S 系列家装认可度较高；松下深耕本地市场多年，定位中端，单价 5-30 美元，适配当地气候的产品特性助力其在民用渠道保持高渗透率。本土品牌方面，马来西亚 Zayon 主打高性价比全品类电气产品，依托自动化生产体系与 ISO 品质认证打造坚固耐用的墙开产品，出口营收占比超 60%，在亚太市场具备广泛认可度；泰国 Bluestone 定位耐用型工程与民用市场，以超万次插拔的严苛测试保障产品寿命，凭借可靠性能与亲民价格成为当地大型基建项目的主流选择，产品远销全球 30 余个国家。

产能布局上，外资与本土品牌均已实现本地化生产。三大外资品牌中，施耐德在印尼芝卡朗设有大型制造工厂，产能同时供应本土市场与全球出口；松下本土化布局最完善，在越南、泰国、印尼均设生产据点，越南平阳基地产线扩建后规模持续提升；罗格朗以新加坡为区域总部与物流枢纽，在印尼雅加达近郊布局生产工厂，产能覆盖本地销售与区域出口。整体来看，外资本地产能多集中于核心国家，且以中高端产品线为主，部分基础款仍依赖跨区域调配。**本土品牌方面，**Zayon 总部位于吉隆坡，拥有超 250 人生产团队，重金投入自动化制造技术，产能覆盖插座、开关、断路器、接线盒等全品类；Bluestone 在曼谷近郊布局两座现代化工厂，从早期分销海外品牌发展为东南亚规模领先的电气制造商，自建产能支撑其工程级产品的稳定交付。

公牛作为入局东南亚的国产墙开龙头，锚定 3-30 美元中端价格带，主打高性价比路线。相较于外资与本土品牌的产能布局特点，公牛在东南亚搭建本地组装与技术服务能力，核心零部件依托国内供应链输出；同时针对东南亚高温高湿的气候特性优化防潮阻燃材质，在成本管控、需求响应速度与场景适配性上形成差异化优势，有望复制国内成熟运营经验逐步抢占市场份额，为主业打开全新海外增长空间。

下载日志已记录，仅供内部参考

表7：公牛品牌墙壁开关在东南亚售价约 USD 3-30

品牌	图示	产品单价	市场定位	特点
施耐德 Schneider		USD 2-90	中高端	品牌知名度区域第一，覆盖印尼、马来、越南等核心市场，中端 AvatarON, Vivace 为主流系列
罗格朗 Legrand		USD 3-45	高端	聚焦时尚设计感，高端住宅、商业建筑渠道优势强，Belanko S 为家装网红系列
松下 Panasonic		USD 5-30	中端	深耕东南亚市场多年，耐用性与性价比突出,无菌材料适配当地气候，民用渠道渗透率高
扎扬 Zayon		USD 2-20	平价	马来西亚头部电气品牌，打造高品质且兼具性价比的全品类电气产品
蓝石 Bluestone		USD 5-8	平价	泰国知名电气厂商，万次插拔严苛测试，高耐用插座畅销全球 30 国，适配基建场景.
公牛 BULL		USD 3-30	中端	主打高性价比，针对东南亚环境改良防潮阻燃材质，设立完整自建供应链

资料来源：Shopee、Lazada 等、开源证券研究所

5.2、 欧洲储能业务：细分市场短期节奏分化，长期成长空间广阔

东南亚墙壁开关的本土化布局，为公牛海外运营沉淀了可复用的渠道与经验；而欧洲储能业务，则是公司依托技术优势切入成熟市场、打造第二增长曲线的核心方向。

从市场结构来看，欧洲储能不同赛道增长节奏分化明显。据国际能源署（IEA）统计，公用事业级储能保持高速扩容，2023-2025 年新增装机从 2.4GW 增长至 5.7GW，年均复合增速达 54.1%。而表后分布式储能（主要包括户用及小型商用系统）则受能源危机影响消退、阶段性支持政策退出等因素影响，同期进入调整期，2023-2025 年年均复合增速为-26.8%。不过，随着 2026 年天然气价格回升带动电价中枢上移，叠加英国、波兰等多国推出新一轮户储支持政策，表后市场有望于下半年止跌回升，其长期增长逻辑并未动摇。

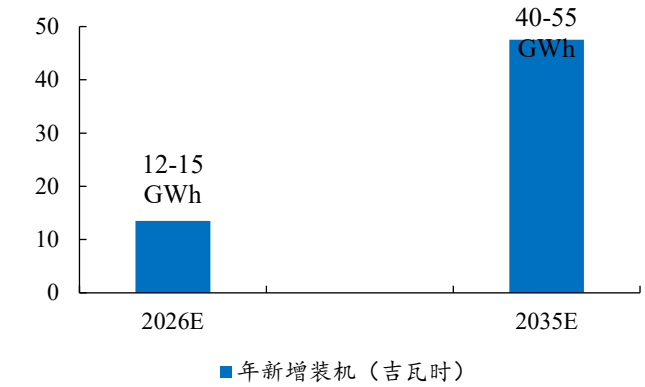
表后分布式储能（户用及小型商用领域）整体仍有望保持长期扩张态势。INDEXBOX 预计 2026 年按总安装成本口径（含硬件、软件及安装服务）欧洲户用及小型商用储能市场规模约 80-100 亿欧元，对应全年新增装机约 12-15 GWh。长期维度看，2026-2035 年该市场规模预计维持 12%-16%的复合增速，2035 年规模有望达 250-350 亿欧元，年新增装机提升至 40-55 GWh；与此同时，单套系统容量持续上行，从 2022 年的 8-10 kWh 提升至 2026 年的 12-16 kWh，主要由住宅配电扩容、居民自发自用率目标提升及热泵配套需求共同驱动。由此可见，表后分布式储能的短

下载日志已记录，仅供内部参考

期波动并不改变户用及小型商用这一主体市场的长期增长韧性，政策回暖与电价回升将为其重启增长提供有力支撑。

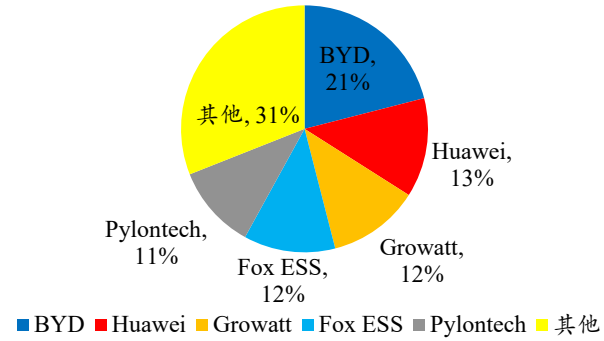
竞争格局方面，据 EUPD Research 2025 年欧洲住宅储能（<20kWh）装机份额统计，行业 CR5 约为 69%，中国厂商凭借供应链效率与产品性价比占据主导地位。比亚迪以 21% 的市占率稳居首位，华为以 13% 位列第二，古瑞瓦特、Fox ESS、派能科技分别以 12%、12%、11% 紧随其后；德国本土品牌 E3DC、Fenecon 等依托本地化服务与渠道积累也保持了稳固市场地位，整体竞争较为充分。此外，公牛集团作为跨界新入局者，2023 年下半年才进入欧洲户储市场，储能业务尚处发展初期，目前市占率相对较小。公司在欧洲市场已构建 GONEO 储能品牌本土化运营体系，储能业务持续围绕欧洲家庭场景推动产品矩阵升级，未来随着渠道布局深化与规模效应释放，有望逐步打开盈利空间。

图51：预计 2026 年欧洲户储新增装机约 12-15 GWh



数据来源：INDEXBOX、开源证券研究所

图52：2025 年欧洲户储（<20kWh）装机份额 CR5 为 69%



数据来源：EUPD Research、开源证券研究所

从德国、意大利、英国等核心国家的维度来看，

1）**德国作为欧洲最大的户储单一市场，**2025 年装机出现阶段性回落，全年同比下滑约 12%，主要受光伏装机节奏放缓、区域补贴退坡及市场重心向工商业、电网级储能转移影响；但市场长期支撑依然扎实，当前户用光伏渗透率约 20%，光储配储率已达 70%-80%，叠加动态电价全面推行、伴随 EEG 新政落地，户用光伏上网受限倒逼自发自用比例提升，同时虚拟电厂获准参与调频等电网服务，户储收益模式正从单一节省电费向多元收益拓展，叠加能源转型专项低息贷款支持，预计至 2028 年仍将占据欧洲户储新增装机的核心份额。

2）**意大利与德国共同构成户储核心基本盘，**早年依托 Superbonus 计划的 110% 税收补贴快速扩容，但未来补贴程度将降低，叠加南部电网不稳支撑需求，同时并网周期长、安装资源分散制约行业发展，当前受补贴退出影响市场短期承压，但长期住宅与工商业配套需求仍有支撑。

3）**英国是 2026 年增长弹性突出的市场，**依托总预算 150 亿英镑的“温暖家园计划”，通过低收入家庭安装补贴、热泵专项支持、低息消费贷款等多重政策推动户用光储普及；当前英国户用光伏渗透率仅约 10%，提升空间充足，有望快速崛起为欧洲第二大户储市场，2026 年新增装机预计同比增长超 200%。

下载日志已记录，仅供内部参考

4）此外，荷兰受净计量取消政策倒逼，存量光伏用户的储能配置需求将集中释放；乌克兰受电力基础设施损毁影响，户储从经济性需求转为生存刚需，中长期潜在空间较大。

展望未来，欧洲户储增长动能将向东欧、南欧新兴市场扩展，当前该区域户储适配家庭渗透率不足 5%，叠加部分国家刚需支撑与政策推动，将成为未来区域增长的重要边际增量；同时，虚拟电厂调度、可回收电池有望成为行业核心发展方向，动态电价普及与净计量退坡将持续推动户储从可选配置向家庭能源标配升级。

6、 盈利预测与投资建议

分产品拆分盈利预测的假设如下：

（1）电连接产品：2025 年受地产持续低迷、居民换新需求偏弱拖累，公司电连接产品收入同比下滑 7.9%。2026 年国内家装需求整体承压、修复力度温和，公司依托快充插座、轨道插座等高端产品迭代升级，持续优化传统品类结构，对冲行业总量弱势，带动收入增速修复至 3.5%；后续行业需求以存量换新支撑为主、增长趋于平稳，预计 2027-2028 年增速稳步提升至 3.8%、4.0%。板块整体维持低速稳健增长，营收占比持续小幅下行，符合成熟刚需品类的发展特征。

（2）智能电工照明产品：智能开关、无主灯赛道持续高景气，护眼、健康照明成为产品升级核心方向，赛道增速显著跑赢传统家装大盘。2025 年受新房竣工节奏扰动，板块收入短期小幅下滑 2.8%。公司依托无主灯双品牌布局与全渠道优势，紧抓行业智能化升级红利。预计 2026 年家装整体需求仍偏弱，行业增长由产品升级与存量换新主导，叠加无主灯业务持续放量、AI 大路灯新品落地、智能产品结构优化，板块收入增速回升至 5.0%；随业务基数抬升，2027-2028 年增速稳步提升至 5.3%、5.5%，营收占比持续提升，成为公司核心增长主力。

（3）新能源产品：公司新能源业务处于高速成长渗透期，2023-2024 年实现翻倍增长，2025 年增速阶段性回落至 5.7%。我们看好家用充电桩持续渗透，叠加欧洲户用储能产品后续落地放量，同时带动海外新能源配套订单释放，我们预计 2026 年板块增速回升至 12.5%；中长期随业务规模持续扩大，增速保持稳健上行，预计 2027-2028 年增速分别为 13.0%、13.5%，营收占比持续提升，成为公司第二成长曲线。

（4）其他业务：其他业务整体体量较小、收入波动偏弱，我们预计 2026-2028 年收入保持稳定，维持零增长态势。

分地区拆分盈利预测的假设如下：

（1）境内市场：境内市场为公司核心基本盘，2025 年受地产后周期拖累，家装需求偏弱，境内收入同比下滑 5.0%。我们认为 2026 年国内存量翻新、前装装修需求边际改善，叠加公司全品类旗舰店、新零售渠道持续赋能，我们预计境内收入增速修复至 4.5%；后续随行业复苏节奏稳步推进，预计 2027-2028 年增速逐步提升至 4.9%、5.2%，整体贴合国内家装市场复苏节奏，营收占比保持稳定、小幅下行。

（2）境外市场：公司业务覆盖全球四十余个国家，聚焦东南亚、欧洲核心市场

下载日志已记录，仅供内部参考

并辐射中东区域，同步布局国际电商。我们认为东南亚家装与欧洲户储将成为海外核心增量来源：东南亚墙开受益城镇化与居住品质升级，住宅装修需求叠加量价齐升，本土化拓展空间充足；欧洲户储渗透率仍处低位，增长动能向东欧、南欧延伸，政策与能源需求驱动下逐步向家庭能源标配演进，成长潜力明确。2025 年境外收入同比增长 12.7%，伴随两大赛道逐步放量，预计 2026 年增速提升至 15.0%；随渠道成熟与基数抬升，2027-2028 年增速稳定在 12.5%，营收占比稳步提升。

整体来看，未来三年公司各业务板块增长节奏分化清晰，传统业务稳步修复、基本盘韧性充足，智能照明、新能源等新兴业务接力高增，叠加海外市场持续拓展贡献增量。随着高成长性业务占比持续提升，公司整体产品结构与区域结构持续优化，未来成长动能充足、增长确定性较强。

表8：预计公司电连接产品 2026-2028 年营收增速分别为 3.5%/3.8%/4.0%

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	156.95	168.31	160.26	167.82	176.23	185.60
yoy	11.5%	7.2%	-4.8%	4.7%	5.0%	5.3%
归母净利润（亿元）	38.70	42.72	40.71	42.10	44.44	47.40
yoy	21.4%	10.4%	-4.7%	3.4%	5.6%	6.7%
毛利率	43.2%	43.2%	43.1%	43.5%	43.1%	42.8%
营业成本	63.0%	62.0%	56.8%	56.5%	56.9%	57.2%
净利率	24.7%	25.4%	25.4%	25.1%	25.2%	25.5%
期间费用率	14.4%	16.2%	15.2%	15.8%	15.2%	14.5%
分产品	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
电连接产品（亿元）	73.87	76.83	70.77	73.24	75.99	79.03
yoy	4.8%	4.0%	-7.9%	3.5%	3.8%	4.0%
占比	47.1%	45.7%	44.2%	43.6%	43.1%	42.6%
智能电工照明产品（亿元）	79.02	83.31	80.98	85.03	89.49	94.41
yoy	15.4%	5.4%	-2.8%	5.0%	5.3%	5.5%
占比	50.4%	49.5%	50.5%	50.7%	50.8%	50.9%
新能源产品（亿元）	3.80	7.77	8.22	9.25	10.45	11.86
yoy	148.6%	104.7%	5.7%	12.5%	13.0%	13.5%
占比	2.4%	4.6%	5.1%	5.5%	5.9%	6.4%
其他（亿元）	0.26	0.39	0.30	0.30	0.30	0.30
	-10.8%	51.5%	-22.0%	0.0%	0.0%	0.0%
分地区	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
境内（亿元）	154.94	165.52	157.26	164.41	172.44	181.37
yoy	12.3%	6.8%	-5.0%	4.5%	4.9%	5.2%
占比	98.7%	98.3%	98.1%	98.0%	97.8%	97.7%
境外（亿元）	1.75	2.39	2.70	3.10	3.49	3.93
yoy	-33.0%	36.8%	12.7%	15.0%	12.5%	12.5%
占比	1.1%	1.4%	1.7%	1.8%	2.0%	2.1%
其他（亿元）	0.26	0.39	0.30	0.30	0.30	0.30

下载日志已记录，仅供内部参考

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

我们选取正泰电器、欧普照明作为可比标的，两家均为国内电工电气与照明赛道的头部企业，与公牛集团同属地产后周期家装产业链，在墙壁开关、照明灯具、低压电气等核心品类上存在业务重叠，民用属性与业务结构匹配度较高，具备横向估值参考价值，估值对比以二者均值为基准。

从 PE 估值来看，2025-2028 年可比公司估值均值分别为 12.1 倍、11.1 倍、10.0 倍、8.9 倍，随业绩稳步增长呈逐年消化态势。公牛集团同期 PE 分别为 17.1 倍、16.5 倍、15.7 倍、14.7 倍，估值水平持续高于可比公司均值。

公牛集团的估值溢价主要源于三方面基本面差异：

（1）渠道与品牌壁垒深厚。公司在民用电工领域拥有广泛的国民品牌认知，线下售点覆盖广度与渠道精细化管控能力行业领先；成熟的渠道网络可复用至无主灯、新能源等新品类，品类协同效应显著，业绩增长的确定性高于行业平均水平。

（2）成长曲线更为多元。公司在传统电连接基本盘之外，智能无主灯、新能源充储、海外市场等新业务已进入放量阶段，多梯队成长布局清晰，长期成长空间优于业务结构相对单一的可比公司。

（3）ROE 水平和投资者回报可观。近年来公司 ROE 持续在 20% 以上水平，2026-2028 年公司股权激励考核指标为加权净资产收益率不低于 22%/20%/20%，ROE 在同业中处于前列。2025 年公司现金分红（含回购）比例为 90.5%，投资者回报较好。

我们认为当前估值溢价具备基本面支撑，并未透支长期成长价值。一方面，在行业需求偏弱的周期环境下，公司凭借强渠道壁垒与稳健经营能力，业绩确定性显著高于行业平均，确定性溢价具备合理性。另一方面，智能无主灯、新能源等新业务尚处于渗透早期，当前盈利预测仅反映部分成长预期。后续随着新业务占比持续提升、盈利贡献逐步兑现，公司有望维持当前估值溢价中枢，企业内在价值将进一步得到验证。

综上，我们下调公司 2026-2028 年盈利预测，预计营业收入分别为 167.82/176.23/185.60 亿元（原值 173.49/184.33/193.86 亿元），同比 +4.7%/+5.0%/+5.3%；归母净利润分别为 42.10/44.44/47.40 亿元（原值 43.59/47.30/51.56 亿元），同比 +3.4%/+5.6%/+6.7%，对应 EPS 分别为 2.33/2.46/2.63 元，下调主要系需求复苏斜率慢于预期，叠加成长业务拓展期渠道、研发投入加大，费用端小幅拖累利润；但公司产品结构持续优化，毛利率仍保持稳步提升，长期成长逻辑未发生本质变化。当前股价对应 2026-2028 年 PE 分别为 16.5/15.7/14.7 倍，维持“买入”评级。

表9：前股价对应 2026-2028 年 PE 分别为 16.5/15.7/14.7 倍

公司名称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				EPS（元）				PE（倍）			
		2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
正泰电器	544.12	45.01	53.96	62.21	73.24	2.09	2.51	2.90	3.41	12.1	10.1	8.7	7.4
欧普照明	112.23	9.20	9.27	9.97	10.82	1.24	1.25	1.34	1.46	12.2	12.1	11.3	10.4

下载日志已记录，仅供内部参考

公司名称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			EPS（元）				PE（倍）			
可比公司均值									12.1	11.1	10.0	8.9
公牛集团	696.67	40.71	42.10	44.44	47.40	2.26	2.33	2.46	2.63	17.1	16.5	15.7	14.7

数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 2026/9/10，正泰电器、欧普照明的盈利预测均来自 Wind 一致预期）

7、 风险提示

房地产市场波动风险

公司传统电连接及智能电工照明业务与房地产装修周期高度相关，新房交付及二手房翻新节奏直接影响产品需求。若未来房地产市场未能企稳回升，公司核心业务增长仍将承压。

新业务拓展不及预期风险

新能源充电、智能无主灯等新业务虽保持增长，但整体体量较小，且面临专业厂商及跨界玩家的激烈竞争。若市场推广进度或产品竞争力不及预期，将影响公司长期增长动能。

原材料价格波动风险

铜材、塑料等大宗商品是公司主要原材料，其价格波动对生产成本影响较大。若未来原材料价格出现大幅上涨，而公司成本传导能力有限，将对毛利率及盈利能力造成不利影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	16337	18321	18557	24249	28325
现金	5020	4167	4364	9861	13878
应收票据及应收账款	300	308	264	341	301
其他应收款	14	11	15	12	17
预付账款	71	72	78	80	86
存货	1574	1631	1703	1823	1910
其他流动资产	9358	12133	12133	12133	12133
非流动资产	4157	4235	4062	3895	3728
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3227	3428	3275	3123	2976
无形资产	333	322	311	301	287
其他非流动资产	597	485	476	470	466
资产总计	20494	22556	22618	28144	32053
流动负债	4388	5287	4628	5759	4975
短期借款	283	550	597	564	508
应付票据及应付账款	2392	2455	1848	2793	2190
其他流动负债	1713	2282	2183	2401	2278
非流动负债	231	461	414	366	319
长期借款	0	225	178	131	83
其他非流动负债	231	235	235	235	235
负债合计	4619	5748	5042	6125	5294
少数股东权益	9	11	9	8	8
股本	1292	1808	1803	1803	1803
资本公积	3284	2666	2666	2666	2666
留存收益	11454	12424	13538	14640	15778
归属母公司股东权益	15866	16798	17568	22012	26752
负债和股东权益	20494	22556	22618	28144	32053

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3730	4744	3325	5209	3580
净利润	4269	4076	4208	4443	4740
折旧摊销	262	314	331	347	364
财务费用	-118	-97	-87	-178	-321
投资损失	-549	-391	-353	-373	-416
营运资金变动	-337	799	-804	941	-814
其他经营现金流	203	43	30	29	28
投资活动现金流	-706	-2062	193	191	219
资本支出	939	500	158	181	197
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	232	-1562	351	372	416
筹资活动现金流	-3522	-2799	-3365	141	217
短期借款	-306	267	47	-33	-56
长期借款	0	225	-47	-47	-48
普通股增加	401	516	-5	0	0
资本公积增加	-476	-618	0	0	0
其他筹资现金流	-3141	-3189	-3360	221	321
现金净增加额	-496	-115	153	5541	4017

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	16831	16026	16782	17623	18560
营业成本	9552	9113	9482	10027	10616
营业税金及附加	133	154	151	162	170
营业费用	1369	1183	1281	1331	1407
管理费用	732	712	741	780	820
研发费用	746	644	710	748	785
财务费用	-118	-97	-87	-178	-321
资产减值损失	-40	-20	0	0	0
其他收益	189	273	212	232	226
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	549	391	353	373	416
资产处置收益	2	0	-2	-1	-0
营业利润	5113	4959	5039	5328	5698
营业外收入	5	3	4	4	4
营业外支出	38	57	51	53	52
利润总额	5080	4905	4992	5279	5650
所得税	811	829	784	837	910
净利润	4269	4076	4208	4443	4740
少数股东损益	-3	6	-2	-1	-0
归属母公司净利润	4272	4071	4210	4444	4740
EBITDA	5209	5142	5239	5456	5696
EPS(元)	2.37	2.26	2.33	2.46	2.63

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	7.2	-4.8	4.7	5.0	5.3
营业利润(%)	8.2	-3.0	1.6	5.7	6.9
归属于母公司净利润(%)	10.4	-4.7	3.4	5.6	6.7
获利能力					
毛利率(%)	43.2	43.1	43.5	43.1	42.8
净利率(%)	25.4	25.4	25.1	25.2	25.5
ROE(%)	26.9	24.3	23.9	20.2	17.7
ROIC(%)	25.5	22.6	22.3	18.8	16.2
偿债能力					
资产负债率(%)	22.5	25.5	22.3	21.8	16.5
净负债比率(%)	-28.8	-19.3	-19.4	-40.8	-49.0
流动比率	3.7	3.5	4.0	4.2	5.7
速动比率	3.3	3.1	3.6	3.9	5.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
应收账款周转率	59.6	52.8	58.8	58.3	57.9
应付账款周转率	4.3	3.8	4.4	4.3	4.3
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	2.37	2.26	2.33	2.46	2.63
每股经营现金流(最新摊薄)	2.07	2.63	1.84	2.89	1.99
每股净资产(最新摊薄)	8.80	9.31	9.74	12.21	14.84
估值比率					
P/E	16.3	17.1	16.5	15.7	14.7
P/B	4.4	4.1	4.0	3.2	2.6
EV/EBITDA	10.7	10.6	10.3	8.9	7.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

下载日志已记录，仅供内部参考

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn