

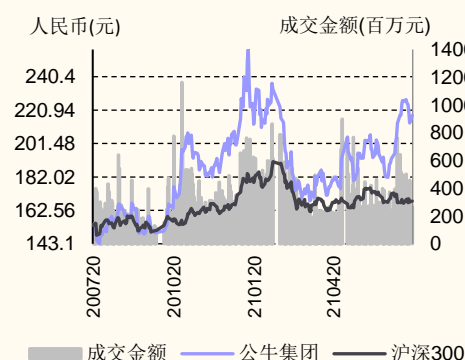
**公牛集团 (603195.SH) 增持 (维持评级)****公司深度研究**

市场价格 (人民币): 217.90 元

目标价格 (人民币): 244.80 元

**市场数据 (人民币)**

总股本(亿股)	6.01
已上市流通 A 股(亿股)	0.76
总市值(亿元)	1,310.04
年内股价最高最低(元)	256.21/143.10
沪深 300 指数	5113
上证指数	3539

**相关报告**

1. 《公牛集团中报点评-修内功，走远路，二季度营收环比改善明显》，2020.8.19

姜浩

分析师 SAC 执业编号: S1130520040003  
jianghao@gjzq.com.cn

zhangyangman@gjzq.com.cn

**核心稳固，笃行致远****公司基本情况 (人民币)**

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,040	10,051	12,033	14,037	16,001
营业收入增长率	10.76%	0.11%	19.71%	16.66%	13.99%
归母净利润(百万元)	2,304	2,313	3,041	3,591	4,161
归母净利润增长率	37.38%	0.42%	31.43%	18.10%	15.87%
摊薄每股收益(元)	4.266	3.852	5.057	5.973	6.920
每股经营性现金流净额	4.25	5.68	5.06	6.54	7.50
ROE(归属母公司)(摊薄)	41.50%	25.32%	28.35%	28.51%	28.27%
P/E	0.00	53.30	43.09	36.48	31.49
P/B	0.00	13.49	12.21	10.40	8.90

来源: 公司年报、国金证券研究所

**投资逻辑**

- **发展方向越发清晰，核心壁垒依然稳固：**以转换器业务起家的公牛，早已在民用电工行业中打上“王者”标签，近年来市场开始对其转换器业务的未来增长显露担忧，但我们认为公司其实早已对未来展开布局，并且随着新品类运营的越发成熟，现已正式明确未来发力方向，将在电连接、智能电工照明、数码配件三大赛道上持续深耕，从而形成长期可持续发展的产业布局。我们认为公牛“安全”的品牌形象与渠道扩展已形成良性循环，共同构筑公司核心壁垒，并且在多品类发展中也逐渐得以延续。这一良性循环将成为公司业务持续增长的重要内在驱动力，壁垒的持续夯实将确保公司“走远路”的成功。此外，公司于 2021 年 4 月再次推出股权激励计划，持续推出激励计划将充分挖掘公司发展潜力且绑定核心团队利益，为公司踏上新征程保驾护航。
- **电连接：转换器业务依然“现金牛”，新能源充电设备开启新成长。**公司传统转换器业务依托公牛核心壁垒的稳固，规模仍可跟随行业扩容稳步增长，并且我们认为规模效应带来成本优化或适当重构与渠道利润的分成，利润弹性依然可期，整体来看，转换器业务未来依然将是公司最稳定的“现金牛”业务。此外，随着新能源充电品类的开拓，公司电连接业务成长性将再次打开，根据我们测算预计 2025 年充电枪/桩市场规模将分别达 130/1211 亿元，公牛品牌形象契合品类需求痛点，先发优势明显，有望取得快速发展。
- **多品类扩张的中长期高度可期：**我们认为公司除电连接以外的其余品类拓展不仅可对公司短期增长做出贡献，基于内外两方面因素我们认为中长期也将有望达到公司在转换器领域的高度。（1）外部环境：智能电工照明和数码配件行业空间巨大，总计规模约近 4000 亿，并且目前市场分散、格局未定，为公牛入局降低了难度；（2）内部优势：从品牌与渠道来看，转换器业务树立的安全、优质的品牌形象契合新品类拓展所需，并且公司拥有强大的线下渠道网络，由于拓展的品类均处于泛民用电工领域，渠道资源可以进行无缝嫁接。从生产端来看，公司依托转换器业务积累了原材料采购成本优势叠加大规模制造优势，可让新品类的成本进入更多渠道时依然具备竞争优势。

**投资建议**

- 我们预计 2021-2023 年公司的 EPS 为 5.06 元/5.97 元/6.92 元，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 43x/36x/31x，给予公司 2022 年合理估值 41 倍，对应目标价为 244.8 元，维持“增持”评级。

**风险提示**

- B 端渠道扩张不畅；新品类拓展不畅；原材料价格大幅上涨。

## 投资要件

### ■ 关键假设

1) 电连接业务：由于电连接是公司核心业务，且由于渠道+品牌持续夯实壁垒，我们预计电连接业务的销量仍有望略超行业增长，并且新能源充电产品将有望快速增长，整体预计 2021-2023 年电连接品类销量将分别+9%/+7.5%/+5%，此外由于消费升级叠加品类结构优化，单价未来有望因此抬升，预计 2021-2023 年单价将分别+7%/+6%/+5%。预计 2021-2023 年电连接业务总营收分别为 64.8/73.8/81.4 亿元，同比+16.7%/+14.0%/+10.3%。成本方面，电连接与其他业务原材料相近，大规模采购及制造带来成本优势，并且我们认为公司有望重构与渠道的利润分成，推动公司盈利能力进一步提升，整体我们预计 2021-2023 年电连接业务毛利率分别为 40.3%/40.8%/41.4%。

2) 智能电工照明业务：由于公司智能电工产品优质且具备与电连接业务品牌、渠道的协同效应，我们预计智能电工照明业务销量有望因此抬升，预计 2021-2023 年销量+18%/+15%/+14%。预计 2021-2023 年智能电工照明业务总营收分别为 50.2/60.1/70.9 亿元，同比+23.9%/+19.6%/+18.0%。毛利率方面，由于 LED 业务占比的提升将会拉低整体智能电工照明业务毛利率，但由于大规模采购带来成本优势，且自制率提升，规模效应显现后有望对冲结构影响，我们预计 2021-2023 年智能电工照明业务毛利率分别为 43.4%/43.5%/43.7%。

3) 数码配件业务：我们预计 2021-2023 年数码配件业务营收为 5.3/6.5/7.7 亿元，同比+27.2%/+21.8%/+19.6%。随着数码配件业务规模的持续扩大，规模效应有望显现，我们预计 2021-2023 年数码配件业务毛利率为 23.8%/24.9%/25.6%。

4) 销售费用率预测：由于公司多品类布局加速推进，预计未来销售费用将有一定程度提升，我们预计 2021-2023 年销售费用率为 5.0%/5.1%/5.1%。

5) 管理费用率预测：随着公司规模效应逐渐显现，我们预计未来管理费用率稳中有降，预计 2021-2023 年管理费用率为 4.1%/4.0%/3.9%。

6) 研发费用率预测：研发是公司持续提升核心竞争力的重要保障，公司将持续发力新品类，预计公司研发费用率仍将维持较高水平。我们预计 2021-2023 年研发费用率为 4%/3.9%/3.9%。

### ■ 我们区别于市场的观点

1. 目前市场认为公牛核心的转换器业务增长空间有限，但我们认为一方面作为一项现金流优异且仍可有稳定增长的业务，其价值依然较高；另外一方面，由于目前公司给予的渠道利润远超竞品，我们认为公司完全可以在目前已占据较多消费者心智的情况下进行利润分成的重构，从而公司将进一步打开此项业务的利润空间。

2. 公司在电连接赛道上，已经培育出新的成长品类—新能源汽车充电设备，根据我们测算预计 2025 年充电枪/桩市场规模将分别达 130/1211 亿元，公牛在今年 6 月已在电商平台推出充电枪品类，由于“安全”的品牌形象十分契合该品类消费者需求，未来有望在这一细分领域快速增长。

3. 目前市场对于公司智能电工照明、数码配件品类发展空间存疑，但我们认为这些品类除了可在一定程度上依托原有转换器巨大的渠道网络快速铺货且拥有一定的品牌形象加持外，公司的原材料采购与大规模制造将体现出成本优势，从而复制转换器业务的打法逐步扩大市场份额。

### ■ 股价上涨的催化因素

- 1.转换器业务超预期增长；
- 2.新品类拓展速度超出预期；
- 3.B 端渠道扩张速度超出预期；
- 4.海外销售渠道正式打开。

### ■ 估值和目标价格

我们预计 2021-2023 年公司的 EPS 为 5.06 元/5.97 元/6.92 元，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 43x/36x/31x，给予公司 2022 年合理估值 41 倍，对应目标价为 244.8 元，维持“增持”评级。

### ■ 投资风险

B 端渠道扩张不畅；新品类拓展不达预期；原材料价格大幅上涨。

## 内容目录

投资要件 .....	2
1、发展方向越发清晰，核心壁垒依然稳固 .....	7
1.1 品类扩张早已开启，发展方向越发清晰 .....	7
1.2 核心壁垒稳固构建“走远路”主逻辑 .....	8
1.3 持续推出激励计划，为新征程保驾护航 .....	11
2、从财务指标看公牛之优质 .....	11
3、电连接业务：转换器依旧“现金牛”，新能源充电开启新成长 .....	14
3.1 转换器属典型“现金牛”业务，高利润弹性依然可期 .....	14
3.2 新能源充电市场前景广阔，公牛先发优势明显 .....	17
4、多品类扩张的中长期高度可期 .....	20
4.1 外部：行业空间大且格局未定，后来者可居上 .....	20
4.2 内部：渠道协同+成本优势为各品类拓展赋能 .....	22
5、盈利预测与投资建议 .....	25
5.1 盈利预测 .....	25
5.2 投资建议及估值 .....	25
6、风险提示 .....	26

## 图表目录

图表 1：公司营收逐步增长 .....	7
图表 2：2021H1 归母净利润预期高增 .....	7
图表 3：2007 年已开始扩张品类 .....	8
图表 4：核心业务转换器收入增速稳健 .....	8
图表 5：多品类开始共同发力 .....	8
图表 6：不同品类业务收入占比（%） .....	8
图表 7：不同种类业务毛利率（%） .....	8
图表 8：品牌+渠道逐步夯实壁垒 .....	9
图表 9：2020 年公牛转换器业务市占率（测算） .....	9
图表 10：各项业务精准定位 .....	9
图表 11：公牛插座小细节体现高品质 .....	9
图表 12：终端网点数量领先 .....	10
图表 13：经销营收稳健增长 .....	10
图表 14：2020 年终端网点分布情况 .....	10
图表 15：公牛各产品渠道加价倍数高于家电品类 .....	10
图表 16：专门化渠道管理助力绑定公司与渠道 .....	10
图表 17：各业务单一经销商营收持续增长（百万元） .....	11



图表 18: 单个终端网点平均销售 (万元)	11
图表 19: 历次股权激励方案	11
图表 20: 同业公司净资产收益率变化	12
图表 21: 同业公司销售净利率对比	12
图表 22: 同业公司资产周转率对比	12
图表 23: 同业公司资产负债率对比	12
图表 24: 同业公司存货周转天数对比	12
图表 25: 同业公司应收账款周转天数对比	13
图表 26: 同业公司应付账款周转天数对比	13
图表 27: 同业公司对经销商的主要信用政策对比	13
图表 28: 同业公司净营运周期对比 (单位: 天)	14
图表 29: 同业公司净利润现金含量	14
图表 30: 2020 年转换器市场规模及公牛份额测算	15
图表 31: 公牛转换器业务实现量价同增	15
图表 32: 2013-2020 家电保有量快速增长 (件/百户)	15
图表 33: 小家电市场规模快速增长	16
图表 34: 小家电品类及保有量 (件/百户)	16
图表 35: 转换器渠道加价率高于同行	16
图表 36: 公牛转换器经销商人均创收高于竞争对手	16
图表 37: 公司和渠道利润弹性测算	17
图表 38: 充电枪、充电桩未来市场规模 (测算)	18
图表 39: 新能源汽车新车销售大多不配备充电枪	18
图表 40: 各店铺产品线上渠道销量占比	19
图表 41: 公牛在便携充电枪市场中具有价格优势	19
图表 42: 公牛充电枪继续主打“安全”	19
图表 43: 充电枪淘宝月销量排行榜	19
图表 44: 内外合力助推多品类中长期发力	20
图表 45: 中国墙壁开关插座市场规模情况 (亿元)	20
图表 46: 墙壁开关插座市场集中度低	20
图表 47: 中国照明产业链各子行业市场产值规模 (亿元)	21
图表 48: 2018 年 LED 照明主要企业市占率	21
图表 49: 智能门锁市场规模情况 (亿元)	21
图表 50: 智能门锁品牌众多	21
图表 51: 数码配件市场规模 (亿元) 及同比增速	21
图表 52: 数码配件行业集中度仍较低	21
图表 53: 民用电工产品产业链	22
图表 54: 转换器与多品类渠道协同	22
图表 55: 2016-2019 年公牛集团墙壁开关单位成本明细	23
图表 56: 公牛与同业墙壁开关成本对比 (元)	23

图表 57: 公牛 LED 单位成本具备优势 (元) .....	23
图表 58: 公牛 LED 毛利率处行业较高 .....	23
图表 59: 各品类原材料对比.....	23
图表 60: 公牛供应商实力强劲.....	23
图表 61: 公牛成本占比 (%) .....	24
图表 62: 公牛前五大供应商采购占营业成本比 (%) .....	24
图表 63: 公牛主要原材料采购占总采购比.....	24
图表 64: 公牛主要原材料采购单价比市价低 (元/千克) .....	24
图表 65: OEM 采购占总成本比 .....	24
图表 66: 公牛各产品自制率 (%) .....	24
图表 67: 业务拆分及收入预测.....	25
图表 68: 可比公司估值比较 (市盈率法) .....	26

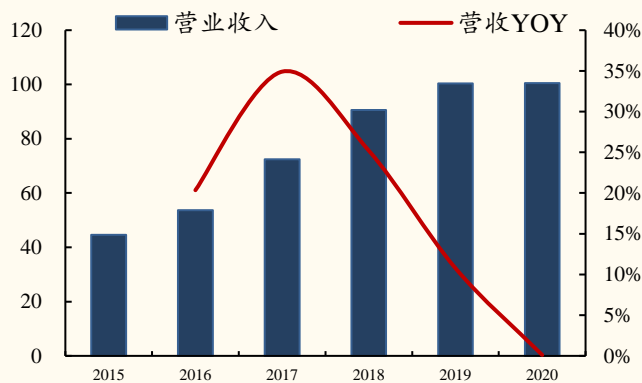
## 1、发展方向越发清晰，核心壁垒依然稳固

以转换器业务起家的公牛，早已在民用电工行业中打上“王者”标签，近年来市场开始对其转换器业务的未来增长显露担忧，但我们认为公司其实早已对未来展开布局，并且随着新品类运营的越发成熟，现已正式明确未来发力方向，将在电连接、智能电工照明、数码配件三大赛道上持续深耕，从而形成长期可持续发展的产业布局。我们认为公牛“安全”的品牌形象与渠道扩展已形成良性循环，共同构筑公司核心壁垒，并且在多品类发展中也逐渐得以延续。这一良性循环将成为公司业务持续增长的重要内在驱动力，壁垒的持续夯实将确保公司“走远路”的成功。此外，公司于2021年4月再次推出股权激励计划，持续推出激励计划将充分挖掘公司发展潜力且绑定核心团队利益，为公司踏上新征程保驾护航。

### 1.1 品类扩张早已开启，发展方向越发清晰

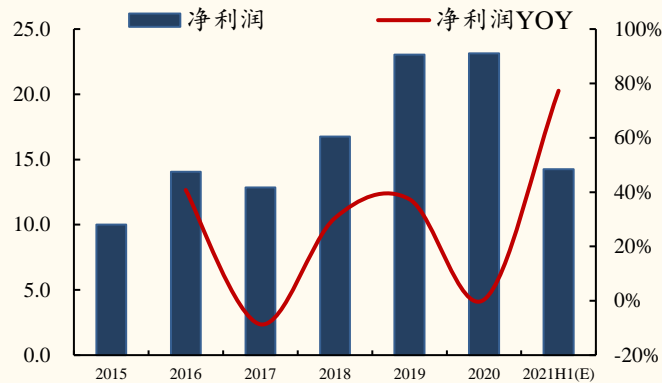
近年来，公司营收和归母净利润实现快速增长，2020年营收和归母净利润分别为100.5/23.1亿元，CAGR5达17.7%/18.3%。并且疫情之后，2021H1业务快速复苏，根据中报预增公告，公司归母净利润将增加61.74%到92.85%，主要受大宗原材料价格上涨影响，行业产品售价整体提升；但公司全价值链精益运营水平不断提升促进了成本的有效管控，相较于竞品更好地克服了大宗原材料价格上涨的不利影响，推动了公司盈利明显提升。

图表 1：公司营收逐步增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：2021H1 归母净利润预期高增

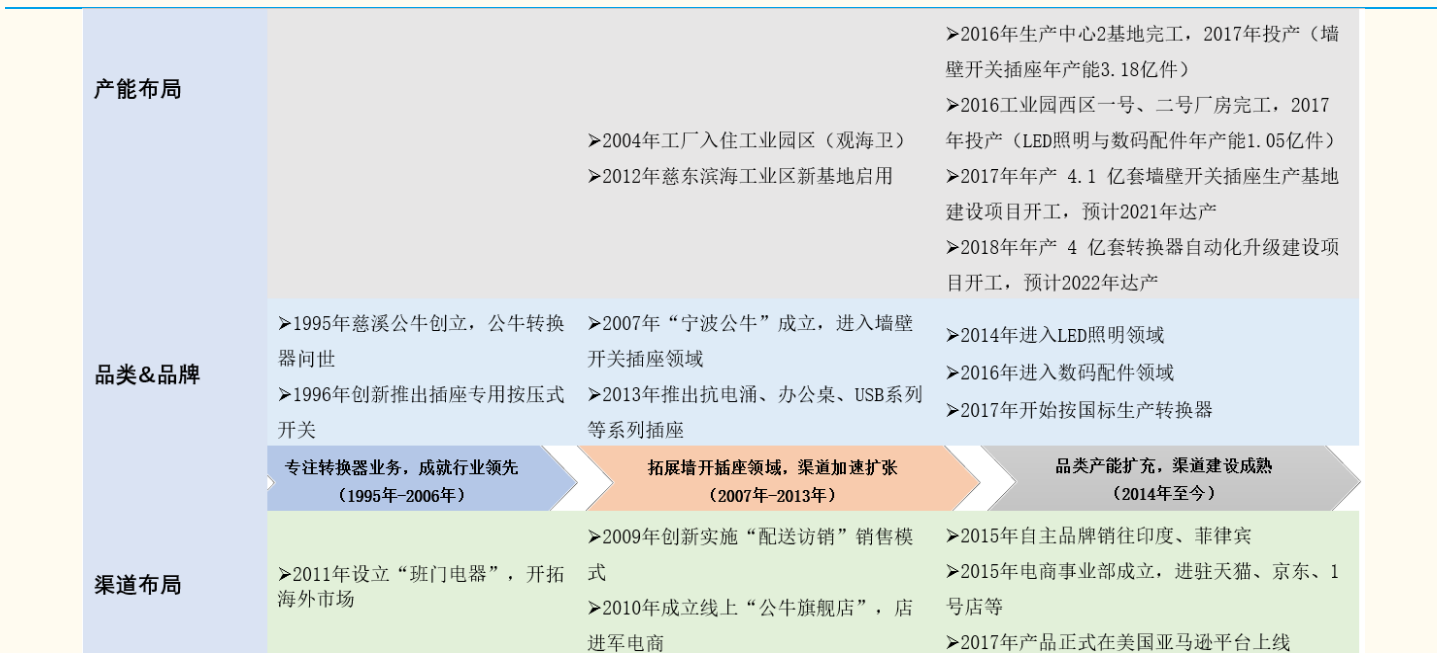


来源：公司公告，国金证券研究所（注：2021H1 净利润根据预增区间中间值）

通过复盘公司 25 年来的发展历程，可清晰发现公司在深耕转换器业务的同时，2007 年已开始进入墙开领域，前期主要采用 OEM 方式生产，此后随着产能释放，更多转向自制，墙开业务 2020 年营收已达 29.5 亿元。2014 年开始公司又逐步进军 LED、数码配件等领域，2020 年 LED/数码配件营收已分别达 7.7/4.2 亿元。

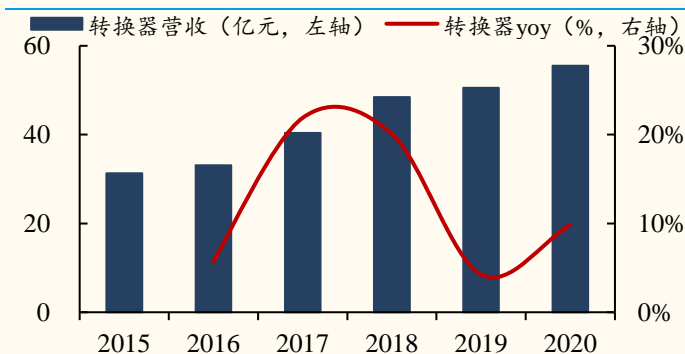
虽然转换器收入占比仍超 50%，仍为核心，但近年来占比稳步减少，智能电工照明、数码配件板块已逐渐开始驱动规模增长，且墙开业务毛利率相较转换器更高，LED、数码配件毛利率也正处于逐步提升趋势中。整体来看，公司发展方向越发清晰，多品类发力下规模增长可期的同时，盈利能力有望进一步提升。

图表 3: 2007 年已开始扩张品类



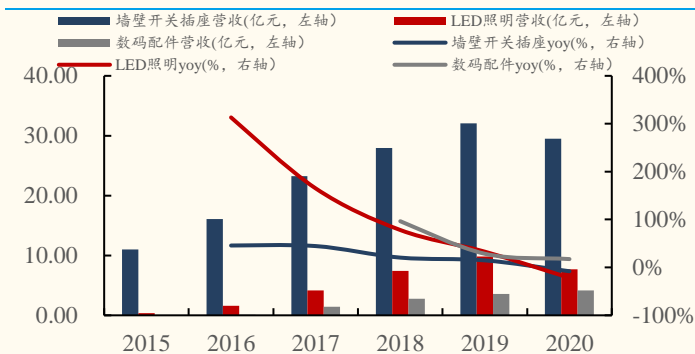
来源：招股说明书、国金证券研究所

图表 4: 核心业务转换器收入增速稳健



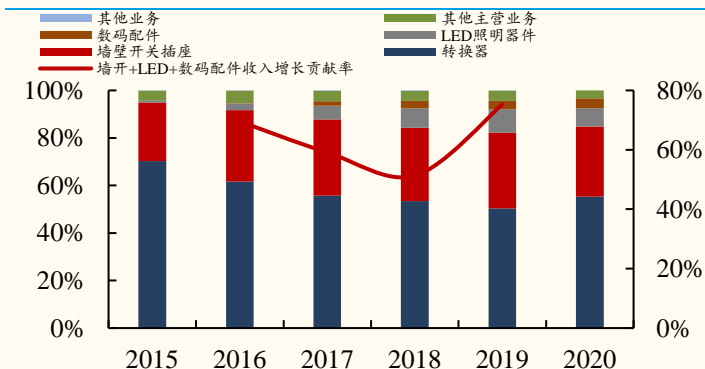
来源：Wind，国金证券研究所，注：2020 年包含全部电连接业务收入

图表 5: 多品类开始共同发力



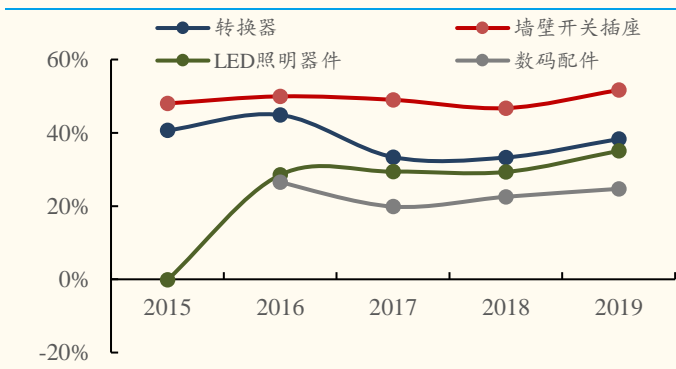
来源：Wind，国金证券研究所

图表 6: 不同品类业务收入占比 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 7: 不同种类业务毛利率 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

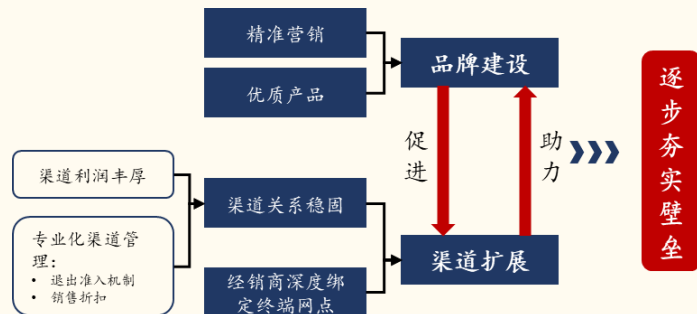
## 1.2 核心壁垒稳固构建“走远路”主逻辑

公司坚持以质取胜，在坚守产品质量的同时，通过营销将高质量与安全塑造成公司标签，建立了公牛的品牌优势，并以此获得品牌溢价，基于此可给予经销渠道丰厚利润，加速渠道扩张，树立了同行较难复制的营销渠道壁垒，经测算，2020 年公牛核心业务转换器市占率已达 54.6%。公牛“安全”的品牌形象与渠



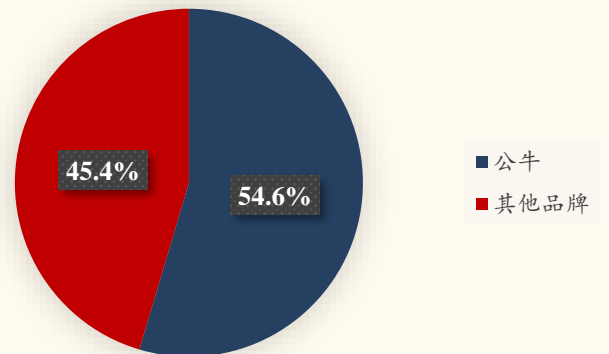
道扩展形成良性循环，共同构筑公司核心壁垒，并且在多品类发展中得以延续，成为公司业务持续增长的重要内在驱动力，这种壁垒的持续夯实是公司“走远路”的主逻辑。

图表 8：品牌+渠道逐步夯实壁垒



来源：国金证券研究所

图表 9：2020 年公牛转换器业务市占率（测算）

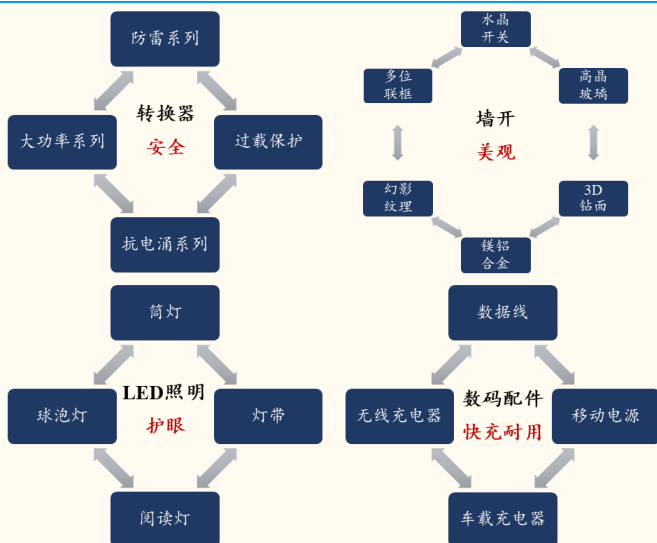


来源：国金证券研究所测算

### 1.2.1 精准营销定位+优质产品延续良好口碑，品牌形象深入人心

公司将高质量与安全塑造成公司产品的独有标签的同时，近年来对新增产品线的细分定位也依旧精准。凭借安全可靠的产品品质在消费者心中塑造优质口碑与品牌形象，使得“公牛”品牌在转换器行业中顺利突围。由于公司新增产品线依然关乎用电安全，并且随着公司在对细分品类进一步精准营销定位后，公牛的优质品牌形象在更多品类上得以延续，从而消费者愿意继续支付品牌溢价，品牌壁垒依然稳固。

图表 10：各项业务精准定位



来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：公牛插座小细节体现高品质

	公牛	小米	公牛优势
电源线规格	53RVV	52RVV	耐压值更高，达 500V
电源线直径	6.8mm	6mm	
电源线绝缘层厚度	2mm	1.8mm	防止触电和意外发生
插座外壳厚度	2mm	1.8mm	外壳坚固耐用
电路设计	双 IC 设计 组成同步 整流电路	单路 IC 设计	电路更安全，稳定性更高，且焊点更加牢固可靠

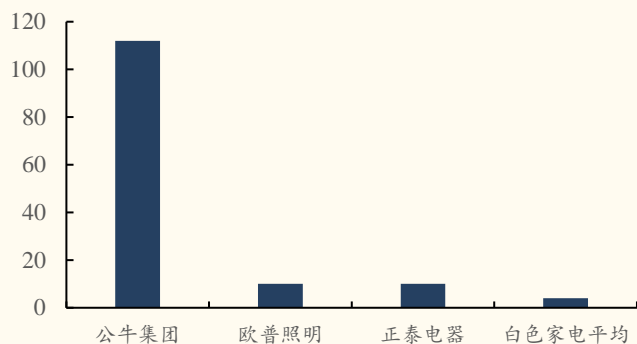
来源：PChome，国金证券研究所

### 1.2.2 渠道覆盖面进一步扩大，高利润+优管控延续强渠道粘性

#### ➢ 线下渠道覆盖进一步加密

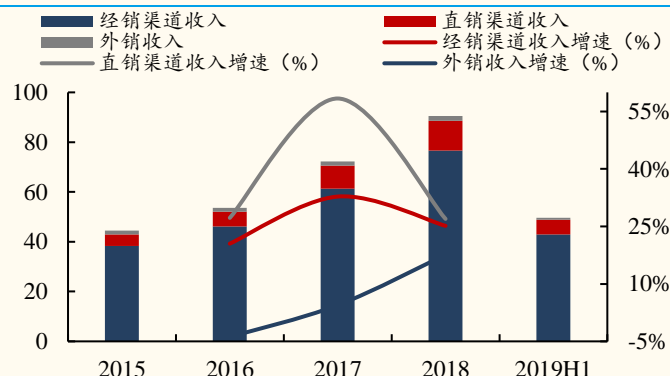
2020 年底，公司在各品类经销商的基础上，已在全国范围内建立了 75 万多个五金渠道网点、近 12 万个专业建材及灯饰渠道网点及 25 万个数码配件渠道网点，进一步扩大较同业公司欧普照明、正泰电器的终端网点优势，并且也明显领先白电企业的终端网点数。渠道深度下沉、终端覆盖面广是公司高市占率的基石，也是竞品短时间无法企及，更是长期难以打破的壁垒。

图表 12: 终端网点数量领先



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 13: 经销营收稳健增长



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 14: 2020 年终端网点分布情况

转换器终端网点 (万家)		墙壁开关插座终端网点 (万家)		数码配件终端网点 (万家)	
五金店	23	灯饰类网点	2	手机店	12
日杂店	22	水电综合类网点	5	超市	0.3
超市	13	五金店	4	汽车渠道	0.2
办公用户	2				
其他	13				
新增	2	新增	1	新增	12.5
合计	75	合计	12	合计	25
单个网点平均销售	1.48 万元	单个网点平均销售	4.92 万元	单个网点平均销售	0.33 万元

来源: 公司公告, 国金证券研究所

### ➤ 强渠道粘性延续

**原因一: 渠道利润空间依然较大。**依托高质量产品和精准定位营销, 优质品牌形象为产品带来品牌溢价, 同时依托优异的成本管控, 拉大整体利润空间, 并且更多让利渠道。近年来成本端扰动较大, 但公司依然较好的保证了渠道利润, 在终端零售价接近的情况下, 公牛转换器渠道加价率高达 2.25 倍而小米转换器仅 1.3 倍。

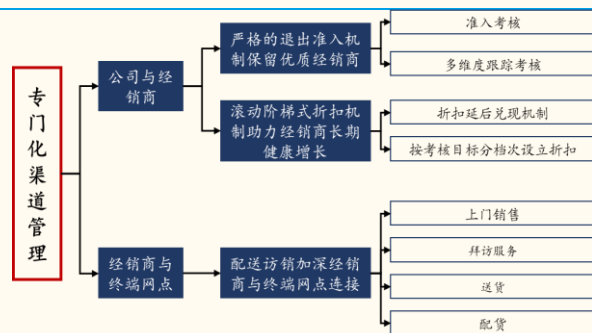
**原因二: 专业化渠道管理持续绑定优质经销商和终端网点。**(1) 公司采用严格的准入退出与考核机制和滚动阶梯式折扣机制, 激发经销商主动性, 同时持续对经销商重新洗牌, 保留优质经销商, 有效助力经销商长期健康增长。(2) 通过借鉴快消品销售模式, 公司在民用电工领域内创新性地推行线下“配送访销”, 该模式有效覆盖公牛 112 万个终端销售网点, 使得经销商与网点之间深度连接。专业化的渠道管理可持续筛选优质经销商, 并且随着渠道管理的持续优化, 单一经销商和网点收入稳步提升, 逐渐加深公司与优质经销商和终端网点的绑定关系。

图表 15: 公牛各产品渠道加价倍数高于家电品类

品类	成本	出厂价	零售价	渠道加价倍数
公牛转换器	8.91	13.39	30.17	2.25
公牛墙壁开关插座	3.24	6.11	11.29	1.85
公牛 LED 照明	5.78	8.63	11.83	1.37
公牛数码配件	8.15	10.47	35.32	3.37
小米转换器	30.23	37.66	49	1.3
空调	-	-	-	1.25-1.35
冰洗	-	-	-	1.2-1.3
厨电	-	-	-	2-3
小家电	-	-	-	1.6-2

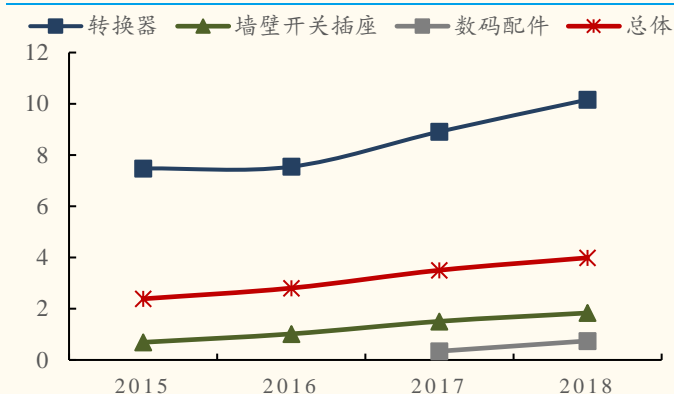
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 16: 专门化渠道管理助力绑定公司与渠道



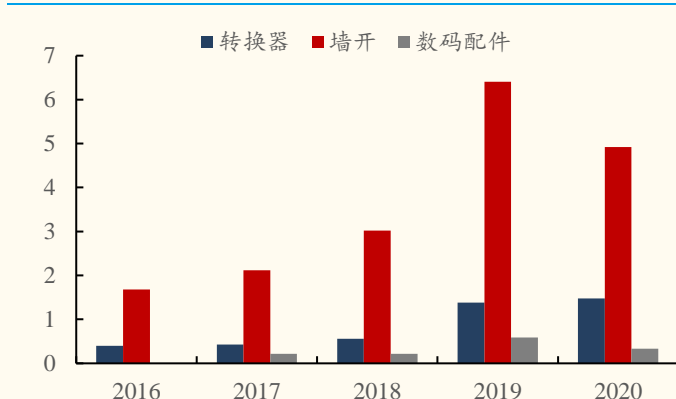
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 17: 各业务单一经销商营收持续增长 (百万元)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 18: 单个终端网点平均销售 (万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 1.3 持续推出激励计划, 为新征程保驾护航

2021 年 4 月公司再次推出股票激励计划, 并于同年 6 月以 88.15 元/股的价格向 523 位核心骨干及高管授予 66.84 万股 (占总股本的 0.1%) 限制性股票, 并分三期设置解锁目标。公司上市前后通过循序推进的多次股权激励计划, 逐渐加码, 深度绑定核心团队与公司利益, 一方面彰显公司对未来长远发展充满信心, 另一方面也为公司的持续发展夯实基础。

图表 19: 历次股权激励方案

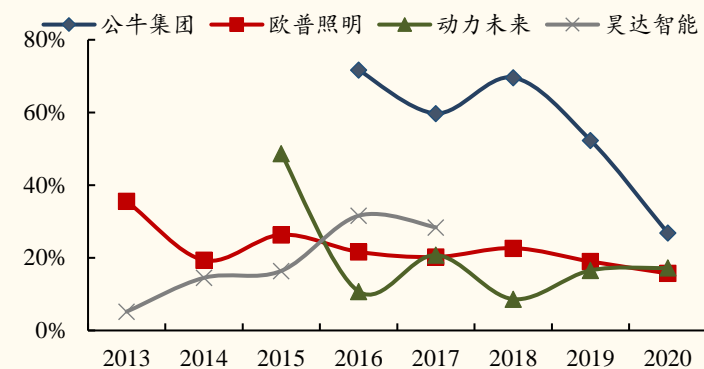
时间	激励计划	对象	初始标的股票数量	解锁条件
2017.12	员工持股平台	公司高管、技术人员等共计 28 人	178.74 万股, 占总股本 0.3%	
2020.4	限制性股票激励计划草案	核心高层管理人员 (包含董事、高管)、其他高层管理人员及核心骨干, 共计 452 人	62.89 万股, 占总股本 0.1%	公司业绩考核 (3 个解除限售期, 2020-2022 年收入或净利润分别不低于前三年平均水平) + 个人绩效考核
2020.4	特别人才持股计划草案	监事、特殊引进人才、特殊贡献人才; 总人数不超过 23 人, 其中监事 3 人, 特殊引进人才不超过 10 人、特殊贡献人才不超过 10 人	30 万股, 占总股本 0.05%	公司业绩考核 (4 个解除限售期, 2020-2023 年收入或净利润分别不低于前三年平均水平) + 个人绩效考核
2021.4	2021 年限制性股票激励计划草案	核心高层管理人员 (包含董事、高级管理人员)、其他高层管理人员及核心骨干, 共计 547 人	69.27 万股, 占总股本 0.1%	公司业绩考核 (3 个解除限售期, 2021-2023 年收入或净利润分别不低于前三年平均水平且不低于前两年的平均水平的 110%) + 个人绩效考核

来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 2、从财务指标看公牛之优质

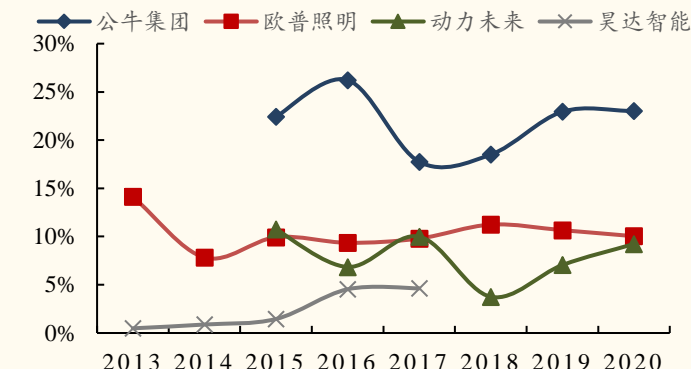
公牛集团的净资产收益率持续远高于同行业公司, 2020 年达 26.9%。公司 ROE 相对于同行的领先地位主要是由于净利率与资产周转速度明显优于同行。净利率方面, 公司依托有效的成本控制以及品牌溢价, 历年来净利率水平平均基本处于 17% 以上, 远高于同行。资产周转率方面, 除昊达智能由于轻资产运营外, 公牛在同行中也一直保持领先水平。

图表 20: 同业公司净资产收益率变化



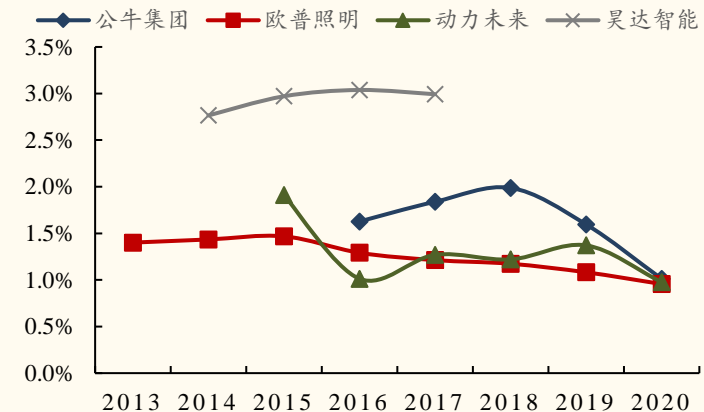
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 21: 同业公司销售净利率对比



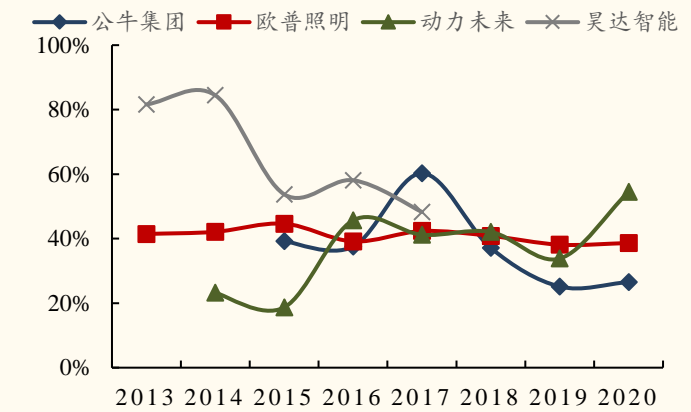
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 22: 同业公司资产周转率对比



来源: Wind, 国金证券研究所

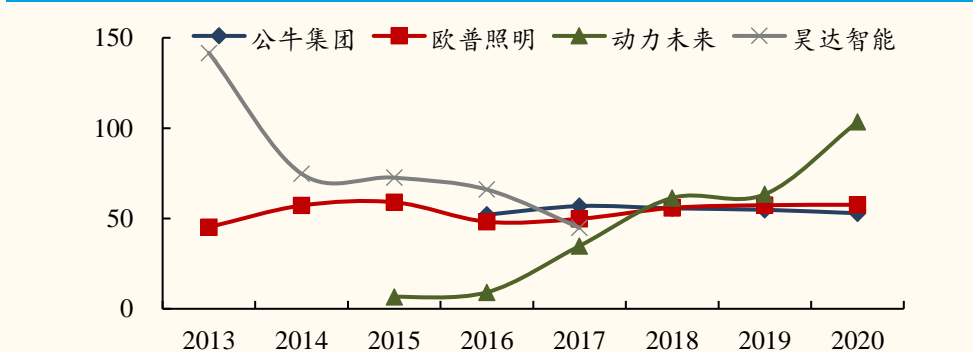
图表 23: 同业公司资产负债率对比



来源: Wind, 国金证券研究所

公牛存货管控优异,近年来存货周转天数稳中有降,而其余同业竞争公司存货周转天数均有一定程度上升,整体存货周转速度慢于公牛。

图表 24: 同业公司存货周转天数对比



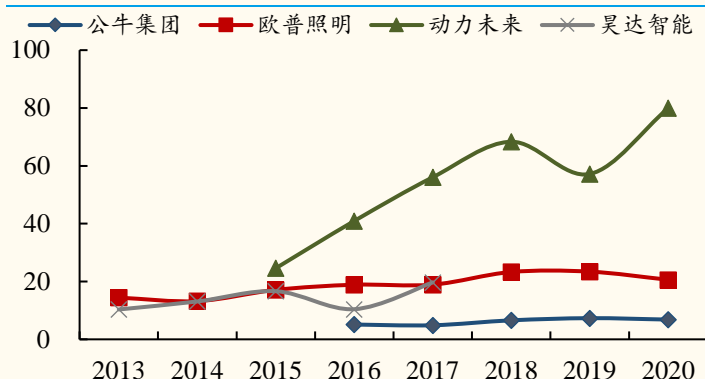
来源: Wind, 国金证券研究所

公牛集团的应收账款周转天数要显著低于其他公司,主要由于公司对于经销渠道均采用“先款后货”的模式,且通过对比,公牛相较于其余品牌对于经销商信用政策落实更彻底,也验证其经销商乃至终端动销较为顺畅。

公司与主要供应商的结算周期一般在 2 个月左右,但因票据时滞、付款安排等因素,实际付款周期通常在 2-3 个月,从应付账款周转天数来看,近两年来稳定在 73-74 天。虽然欧普照明和动力未来的应付账款周转天数相对更高,但我们认为基于公牛的采购体量,其也完全可以进一步拉长付款账期,占据上游供

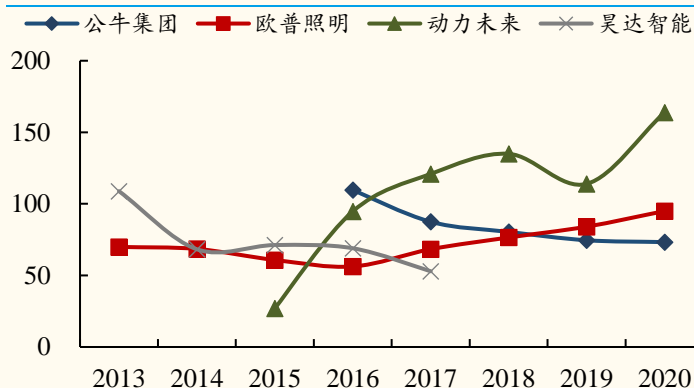
应商现金流。然而公牛付款周期之所以较为稳定，且相对较快，一方面是由于其对下游收款较快，现金周转较好，使其有能力去更快付款，另一方面适当加快付款，使其与上游供应商合作关系更为健康，甚至可协商更优采购价格。

图表 25: 同业公司应收账款周转天数对比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 26: 同业公司应付账款周转天数对比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 27: 同业公司对经销商的主要信用政策对比

公司	主营产品	销售模式	针对经销商的主要信用政策
公牛	主营转换器和智能电工照明产品等	线下渠道销售模式以经销为主、直销为辅；线上渠道直销+经销模式	仅对少部分经销商授予少量信用额度，单一经销商的上限额度为其年销售收入的 6.67%，信用政策较为严格。
欧普照明	照明灯具为主	境内为主，境外为辅；经销为主、直销为辅	国内经销一般采用先款后货的操作方式，仅对少部分资信实力优异的经销商给予一定商业信用，信用账期最长为 3 个月；对于境外经销商，公司根据信用等级评估，可为之提供短期授信或长期循环授信。
昊达智能	主营延长线插线板、电源转换器、智能家居等产品	线上销售比例较大，线上销售主要依托于电商平台；线下多与经销商合作	与重要客户之间贸易条款以信用交易为主，信用期为 15 天至 90 天不等，其中第一大客户收款期为 90 天
动力未来	主要产品为电源转换器、USB 数据线等	主要通过小米渠道销售	与小米有特定的分步收款协议

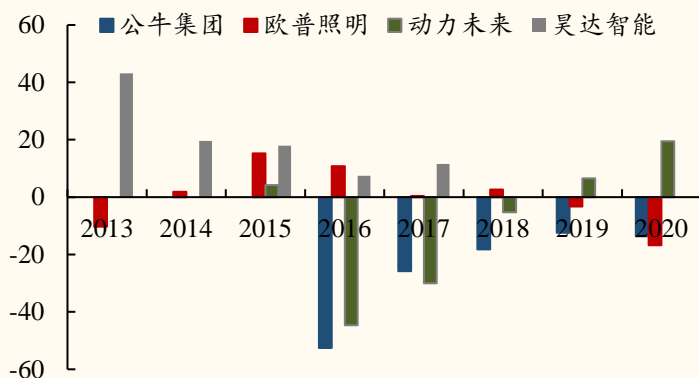
来源: 招股说明书, 国金证券研究所

近年来，公牛集团的净营运天数始终为负，2020 年的净营运天数为-13.6 天，整体显现公司对上下游的资金掌控能力更强。公司销售规模扩大并不会加大公司运营资金压力。与同行对比，可看出公牛集团的运营能力、渠道控制能力较同行也有明显优势。

基于公司对上下游掌控能力及存货管控力较强，公司净利润现金含量历年来基本均大于 100%，且与同行对比，公牛净利润现金含量更为稳定，公司整体回款能力优异。



图表 28: 同业公司净营运周期对比 (单位: 天)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 29: 同业公司净利润现金含量



来源: Wind, 国金证券研究所

### 3、电连接业务: 转换器依旧“现金牛”，新能源充电开启新成长

公司具备稳定高市占率的转换器业务已逐渐成为典型的“现金牛”业务，对于该传统业务我们认为依托公牛核心壁垒的稳固，从规模角度看仍可跟随行业扩容稳步增长，而从利润角度来看，我们认为规模效应带来的成本下降或适当重构与渠道利润的分成，利润弹性依然可期。此外，随着新能源充电品类的开拓，公司电连接业务成长性将再次打开，根据我们测算预计 2025 年充电桩/桩市场规模将分别达 130/1211 亿元，公牛品牌形象契合品类需求痛点，先发优势明显，有望取得快速发展。

#### 3.1 转换器属典型“现金牛”业务，高利润弹性依然可期

公司具备稳定高市占率的转换器业务已逐渐成为典型的“现金牛”业务，在稳定获取现金流的基础上可更好支撑其余业务扩张资金所需。从规模角度看，不可否认转换器市场已进入成熟阶段，但家电保有量的提升带动转换器量增叠加消费升级带动价增，共同作用仍可驱动市场继续稳步扩容，我们认为核心壁垒稳固的转换器业务规模由此可继续获得稳定增长。从利润角度看，我们认为公司有望通过重构与渠道利润的分成，在保障渠道利润体量增长的情况下，通过适当降低渠道加价率可明显提升公司边际盈利水平，利润弹性可期。

##### 3.1.1 行业地位稳固，规模可继续稳步增长

根据测算预计 2020 年转换器市场需求约 8.2 亿个，总市场规模（以终端价口径）为 226.7 亿元，并根据公牛历史渠道加价率来推算，预计 2020 年公牛转换器市场份额超 50%。由于核心壁垒的持续夯实，公牛在转换器领域的地位已经较难撼动，预计此后公司转换器业务仍将可跟随行业扩容而获取规模的稳定增长。

测算基于如下假设：

(1) 根据招股说明书出厂价并且考虑中间环节经销商和终端销售网点的利润，并结合线上线下实际调研情况，估测全市场的终端零售平均售价为 25-30 元/个，所以假设预测转换器终端售价为 27.5 元。

(2) 转换器需求由家庭、办公场景等用电场合，其中家庭场景主要考虑存量替换需求，我们假设每户家庭转换器使用量为 4 件。假设插座替换周期类似于家电产品为 6.5 年左右，即更新率为 15.4%；办公使用较家庭场景使用电器设备较多，假设每个市场主体 13 件左右，更新率为 20%，从而计算整体需求。

转换器总需求=家庭需求量+办公场景需求量+办公新增需求量

图表 30: 2020 年转换器市场规模及公牛份额测算

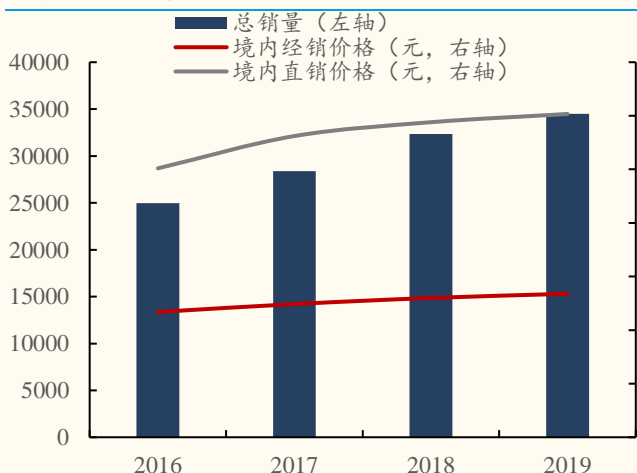
家庭存量需求量	城镇		农村	
	城镇总人口 (万人)	90199	农村总人口 (万人)	50979
	城镇户人口 (人/户)	2.62	农村户人口 (人/户)	2.62
	城镇户数(万户)	34427	农村户数(万户)	19458
	家庭户数合计 (万户)			53885
	转换器使用量	4.00	转换器更新比例	15.40%
	转换器需求量 (万件)			33193
市场主体存量需求量	存量市场主体 (万户)			12340
	转换器使用量	13	转换器更新比例	20.00%
	转换器需求量 (万件)			32083
市场主体新增需求量	增量市场主体 (万户)			1320
	转换器使用量	13	转换器更新比例	1
	转换器需求量 (万件)			17154
转换器需求量合计 (万件)		82429		
终端售价 (元/件)		27.50		
公牛转换器规模 (出厂价计,亿元)		51-55		
公牛转换器规模 (终端价计,亿元)		114.8-123.8		
市场总规模 (亿元)		226.7		
公牛市场份额 (终端价计)		50.6%-54.6%		

来源: Wind、《中国家庭发展报告》、国金证券研究所

备注: 户人口定义: 2020 人口普查平均每户人口数

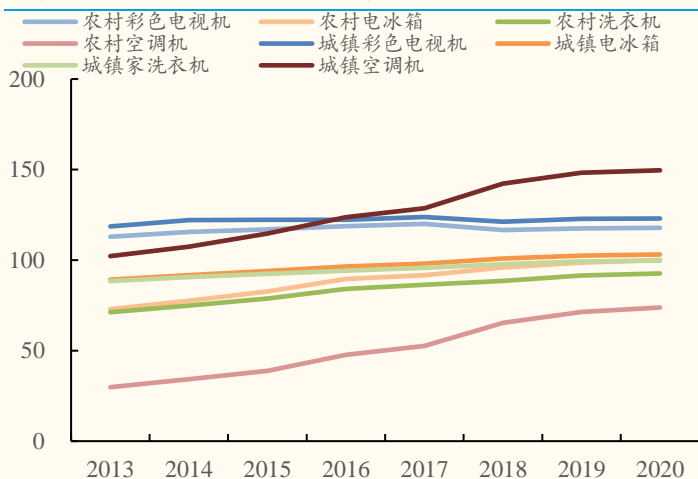
行业“量”“价”同增，驱动市场规模增长。(1)“量”增：转换器下游需求主要来源于家电品类日益丰富的电源连接需求。据前瞻产业研究院数据，2012 年中国小家电行业市场规模仅为 1673 亿元，到 2020 年市场规模已达 4536 亿元，8 年复合增长率高达 13.3%。此外，与发达国家对比来看，随着人均可支配收入继续提升，我国小家电品类及保有量仍有较大提升空间，从而驱动电连接产品的需求增长。(2)“价”增：随着消费升级，消费者对于拥有高附加值的转换器需求也正逐步提升，并且消费者对转化器的价格敏感性相对较低。公牛近年来持续推出功能魔方、立式插线板等高附加值插线板产品，在继续推动价格上行的同时，销量并未受损。行业确有望依靠高附加值产品带动单价提升，进一步驱动市场规模扩大。

图表 31: 公牛转换器业务实现量价同增



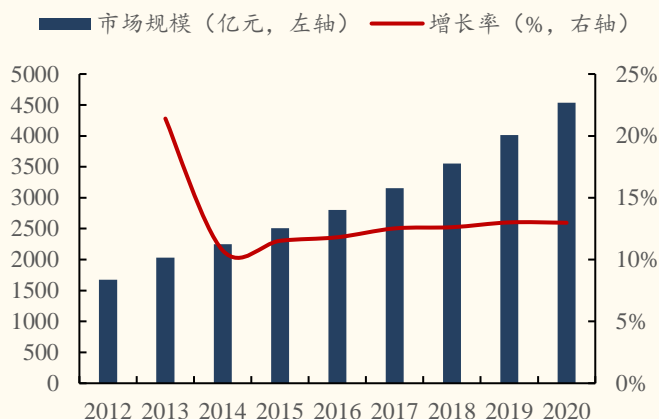
来源: 招股说明书, 公司年报, 国金证券研究所

图表 32: 2013-2020 家电保有量快速增长 (件/百户)



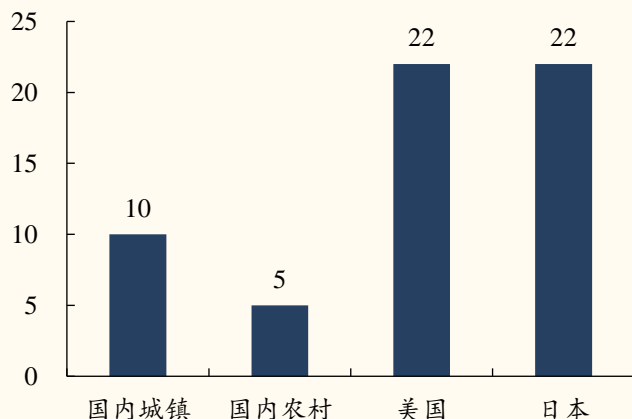
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 33: 小家电市场规模快速增长



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 34: 小家电品类及保有量 (件/百户)



来源: Wind, 国金证券研究所

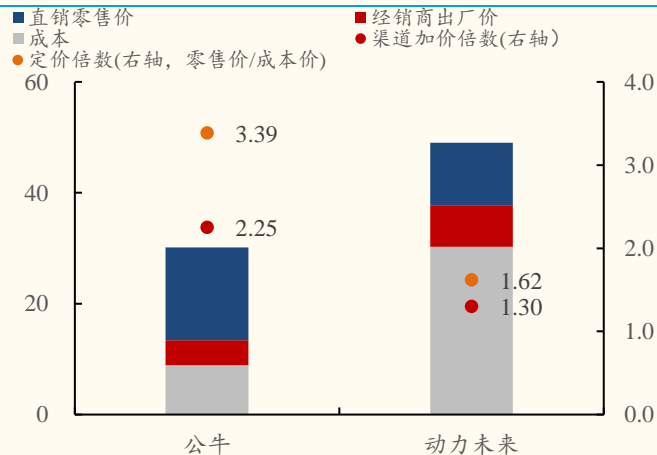
### 3.1.2 利润分成有望重构，驱动盈利水平提升

公司渠道已深度下沉，也已占据较多消费者心智，转换器业务已树立强大壁垒从而使公司已具备适当降低渠道加价率的能力，实现公司利润水平的边际明显提升。

**渠道利润:** 公牛渠道加价倍数约为同行的 1.7 倍，小幅降低不会降低渠道稳定性；且随着零售价未来稳步提升，在零售价增长的情况下削弱渠道加价倍数，对渠道盈利并不具备负向影响，反而将直接提升渠道盈利水平。

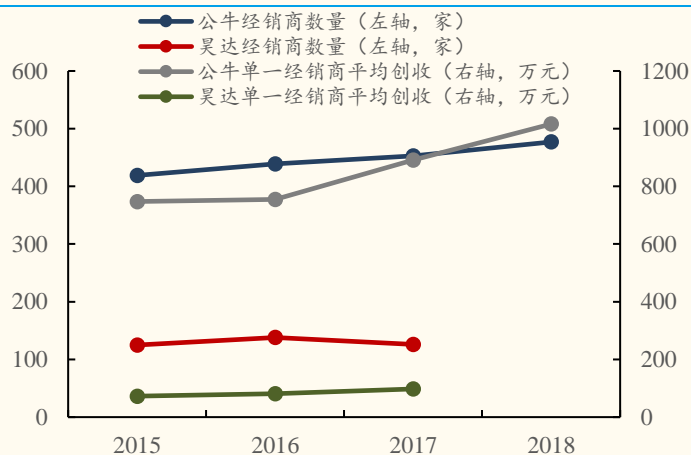
**公司利润:** 一方面未来行业扩张带来销量增长和零售价提升会提高公司整体利润水平；另一方面渠道加价率降低，渠道利润部分转移至公司使得公司盈利水平进一步提升。

图表 35: 转换器渠道加价率高于同行



来源: 招股说明书, 动力未来招股说明书, 国金证券研究所

图表 36: 公牛转换器经销商人均创收高于竞争对手



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 37: 公司和渠道利润弹性测算

	销量 加价倍数	零售价不变						零售价提升 5%					
		0%	1%	5%	10%	20%	30%	0%	1%	5%	10%	20%	30%
公司毛利	0%	0.00%	1.00%	5.00%	10.00%	20.00%	30.00%	14.94%	16.09%	20.69%	26.44%	37.93%	49.43%
	-1%	3.02%	4.05%	8.17%	13.32%	23.62%	33.92%	18.11%	19.30%	24.02%	29.93%	41.74%	53.55%
	-2%	6.10%	7.16%	11.40%	16.71%	27.32%	37.93%	21.35%	22.56%	27.42%	33.48%	45.62%	57.75%
	-5%	15.73%	16.89%	21.52%	27.30%	38.88%	50.45%	31.46%	32.78%	38.03%	44.61%	57.75%	70.90%
	-10%	33.21%	34.54%	39.87%	46.53%	59.85%	73.17%	49.81%	51.31%	57.30%	64.80%	79.78%	94.76%
渠道毛利	0%	0.00%	1.00%	5.00%	10.00%	20.00%	30.00%	5.00%	6.05%	10.25%	15.50%	26.00%	36.50%
	-1%	-0.81%	0.19%	4.15%	9.11%	19.03%	28.95%	4.15%	5.20%	9.36%	14.57%	24.98%	35.40%
	-2%	-1.63%	-0.64%	3.29%	8.21%	18.05%	27.88%	3.29%	4.32%	8.45%	13.62%	23.95%	34.28%
	-5%	-4.20%	-3.24%	0.59%	5.38%	14.96%	24.54%	0.59%	1.60%	5.62%	10.65%	20.71%	30.77%
	-10%	-8.87%	-7.96%	-4.31%	0.25%	9.36%	18.47%	-4.31%	-3.35%	0.47%	5.26%	14.83%	24.40%

来源: 国金证券研究所

### 3.2 新能源充电市场前景广阔, 公牛先发优势明显

依托新能源汽车景气度持续提升, 我国新能源充电设备(充电枪、充电桩)市场空间持续扩大, 且根据对主流车企充电设备赠送政策汇总, 可以推断充电枪市场需求来源仍然偏 C 端为主, 为新能源充电品牌商快速发展打下坚实基础。此外从格局来看, 目前各品牌仍处于起步阶段, 销售渠道以电商为主, 整体格局暂未明晰, 公牛 6 月在电商正式推出充电枪且预计三季度有望进一步推出充电桩, 我们认为其有望凭借插座构建的“安全”品牌形象和规模优势逐步提升市场份额。

#### 3.2.1 充电设备市场空间持续扩容

2021H1 市场保有量为 603 万辆新能源汽车, 同比增长 44.6%, 我们预计随着市场对新能源汽车的接受度提升叠加政府各项补贴政策, 新能源汽车渗透率将持续提升。我们预计充电桩和充电枪市场规模将随着新能源市场扩张而逐步增大, 预计 2025 年充电枪/桩市场规模将分别达 129.7/1211.1 亿元。

测算基于如下假设:

(1) 根据 2017 年 5 月份的《汽车产业中长期发展规划》, 到 2025 年新能源汽车产销水平将达到 700 万辆。据此我们预计 2025 年新能源汽车保有量将达 2808.3 万辆。

(2) 一般乘用车对便携性充电枪需求更高, 因此我们假设 2025 年乘用车车枪比将为 1:1.2, 商用车车枪比将维持 1:0.5。此外工信部发布的《新能源汽车而产业规划(2021-2035)》征求意见稿提出 2030 年车桩比的建设目标是 1:1, 预计 2025 年车桩比将逐渐减少至 2:1。

(3) 根据上市公司相关数据, 我们推测直流充电桩市场平均价格约为 0.4 元/W, 同时根据近几年国网招标充电桩单价的下降趋势, 我们假设未来几年直流充电桩平均价格将以 0.03 元/W 的速度下降; 直流充电桩平均功率水平在 100kW 左右, 且近两年新增直流充电桩平均功率逐年增大。



图表 38: 充电桩、充电枪未来市场规模 (测算)

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新增乘用车 (万辆)	124.6	224.3	314.0	439.6	571.5	685.8
yoy		80%	40%	40%	30%	20%
新增商用车 (万辆)	12.1	13.3	14.6	16.1	17.7	19.5
yoy		10%	10%	10%	10%	10%
乘用车保有量 (万辆)	392.0	616.3	930.3	1369.9	1941.3	2627.1
商用车保有量 (万辆)	100.0	113.3	128.0	144.1	161.8	181.3
总保有量 (万辆)	492.0	729.6	1058.2	1513.9	2103.1	2808.3
乘用车车枪比	1:1	1:1.1	1:1.1	1:1.1	1:1.1	1:1.2
乘用车充电枪数量 (万辆)	392.0	647.1	976.8	1506.8	2135.5	3152.5
商用车车枪比	1:0.5	1:0.5	1:0.5	1:0.5	1:0.5	1:0.5
商用充电枪数量 (万辆)	50.0	56.7	64.0	72.0	80.9	90.6
充电枪成本价格 (元/个)	400.0	400.0	400.0	400.0	400.0	400.0
充电枪市场规模 (亿元)	17.7	28.1	41.6	63.2	88.7	129.7
车桩比	2.9:1	2.7:1	2.5:1	2.3:1	2.1:1	2:1
车桩数量(万)	168.1	270.2	423.3	658.2	1001.5	1404.2
交流占比	70%	72%	72%	74%	75%	75%
交流充电桩数量(万)	117.7	194.6	304.8	487.1	751.1	1053.1
直流占比	30%	28%	28%	26%	25%	25%
直流充电桩数量(万)	50.4	75.7	118.5	171.1	250.4	351.0
交流价格(元/个)	1500	1500	1500	1500	1500	1500
直流价格(元/个)	40000	40700	37400	35650	33600	30000
功率 (kW)	100	110	110	115	120	120
功率单价 (元/W)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
充电桩市场规模 (亿元)	219.4	337.1	489.0	683.2	953.9	1211.1

来源: Wind, 充电联盟, 国金证券研究所

随着新能源汽车保有量持续提升, 消费者对新能源汽车的快速便捷充电需求也在持续扩张, 由于多数新能源汽车销售时不配备便携式充电枪, 或者只配备低功率充电枪, 因此 C 端快充便携式充电枪消费需求占比更大, 市场空间广阔。

图表 39: 新能源汽车新车销售大多不配备充电枪

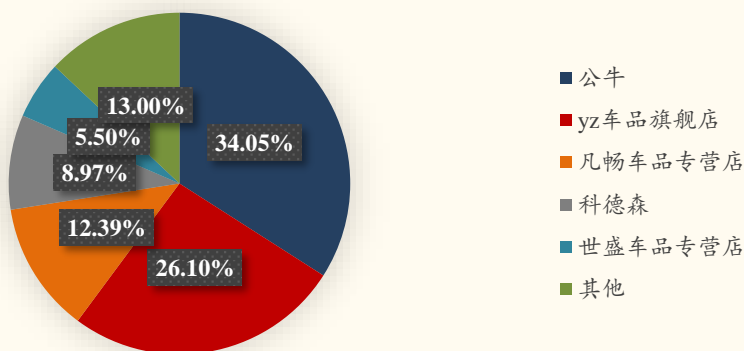
汽车品牌	新车配件赠送情况	是否赠送充电枪
特斯拉	不配备充电桩或充电枪	×
小鹏	配备充电桩	×
蔚来	配备充电桩	×
比亚迪	配备低电流充电枪 (8A), 部分配备充电桩	√
理想	配备充电桩	×

来源: 公司官网, 国金证券研究所

目前便携式充电枪市场争夺仍处起步阶段。线上渠道销售充电枪主要有以下三类店铺: 充电枪专营品牌店铺、汽车用品专营店以及民用电工龙头公牛专卖店。自 2021 年 6 月公牛便携式充电枪在淘宝上架以来, 近 30 天公牛充电枪在全网销量排名第一。便携式充电枪市场空间快速扩容的情况下, 市场争夺仍处起步阶段, 但公牛已逐步显示出其在该品类的潜力。



图表 40: 各店铺产品线上渠道销量占比



来源: 淘数据, 国金证券研究所整理

### 3.2.2 优质品牌形象+性价比助力, 公牛先发优势明显

新能源充电设备与转换器同属电连接业务, 充电枪品类特性与转换器类似, 安全仍会是消费者的首要需求, 因此公司有望凭借转换器业务搭建的“安全”品牌形象, 更快占据消费者心智, 逐渐奠定自身在新能源充电市场的先发优势。

同时, 对比相同规格的其他品牌便携式充电枪的价格和品质, 考虑到公牛更具品牌力, 综合来看其更具性价比, 并且我们认为其性价比并不是以牺牲渠道或公司利润而来, 而是基于原有插座等品类的规模体量带来的供应链协同所致, 这将其夯实在新能源充电市场的竞争力且进一步提升市场份额奠定基础。

图表 41: 公牛在便携充电枪市场中具有价格优势

品牌名称	价格 (长度为 5m)	额定电流
公牛	779	13A
一拓	559-1880 (不同车型)	13A/16A/32A
科德森	1399	16A
PRTDT	1280	16A/32A
乐凡	699-2599 (不同车型)	16A
普乐固	799	16A
西比亚	1299	16A

来源: 淘宝, 国金证券研究所

图表 42: 公牛充电枪继续主打“安全”



来源: 淘宝, 国金证券研究所

图表 43: 充电枪淘宝月销量排行榜

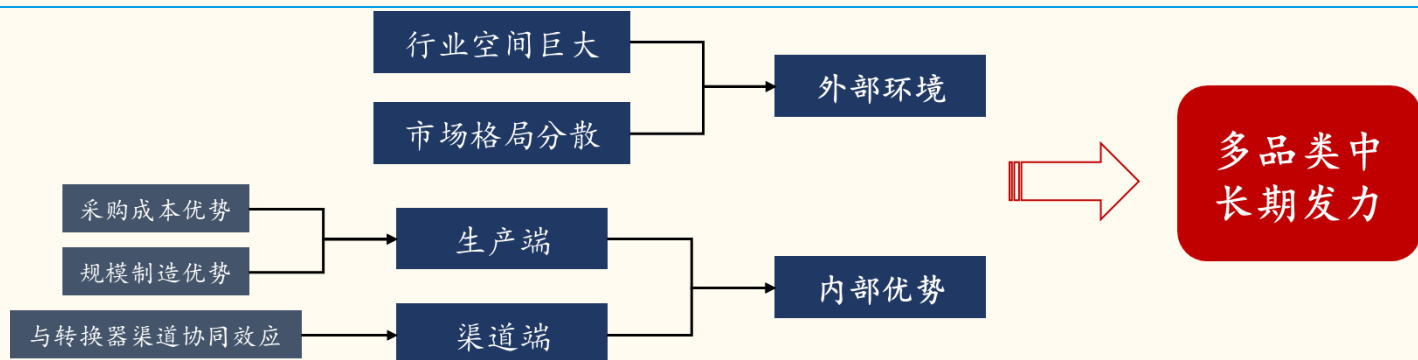


来源: 淘数据, 国金证券研究所

#### 4、多品类扩张的中长期高度可期

我们认为公司除转换器以外的其余品类拓展不仅可对公司短期增长做出贡献，中长期来看也将有望达到公司在转换器领域的高度，支撑公司中长期增长。主要由于：（1）外部环境：智能电工照明和数码配件行业空间巨大，并且目前市场份额仍较为分散，为公牛入局降低了难度；（2）内部优势：从品牌与渠道来看，转换器业务树立的安全、优质的品牌形象契合新品类拓展所需，并且公司拥有强大的线下渠道网络，由于拓展的品类均处于民用电工领域，渠道也将有较强的协同效应。公司依托转换器业务积累了原材料采购成本优势叠加大规模制造优势，可快速让新品类的成本具备竞争优势，进而一方面可进一步保证渠道利润空间，另一方面也可让公司进军更为看重成本的 B 端渠道时更具竞争优势。

图表 44：内外合力助推多品类中长期发力



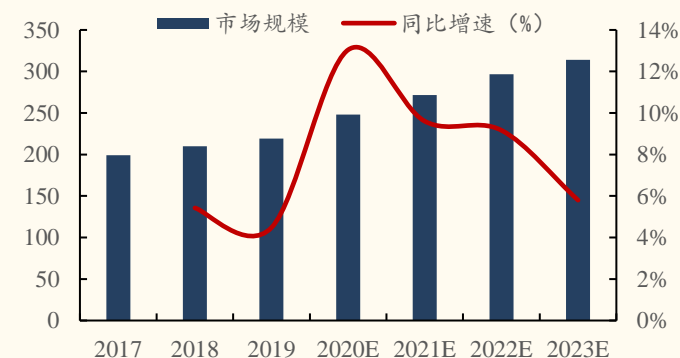
来源：国金证券研究所

##### 4.1 外部：行业空间大且格局未定，后来者可居上

整体来看目前民用电工行业除转换器外，其余品类均仍处于无序竞争状态，并且这些品类的行业空间均较大，空间大+格局未定的行业环境为公牛新进入各品类降低难度，也使其将更多品类进一步做大做强奠定基础。

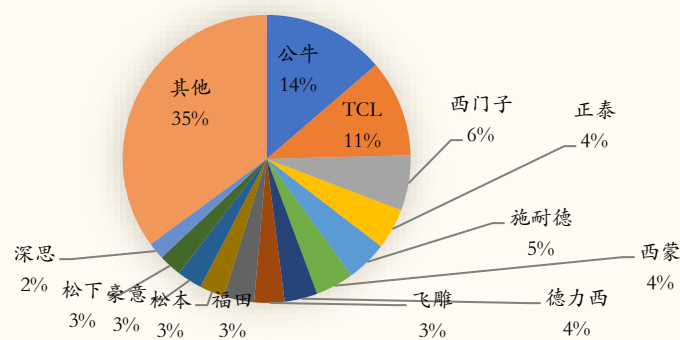
**墙开插座：**家用电器保有量的扩大和小家电功能逐渐细分驱动墙壁开关需求持续增加，2020 年墙开市场规模预计已达 248 亿元，但目前墙开市场海内外品牌仍处于竞争激烈阶段，份额仍然相对分散，格局仍然未定。

图表 45：中国墙壁开关插座市场规模情况（亿元）



来源：中研普华产业研究院，Wind，国金证券研究所

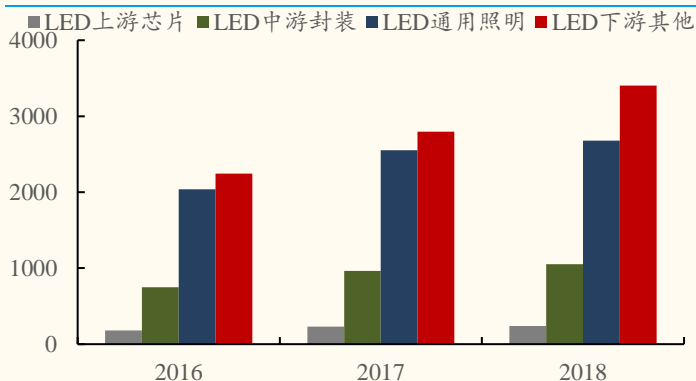
图表 46：墙壁开关插座市场集中度低



来源：华经产业研究院，国金证券研究所

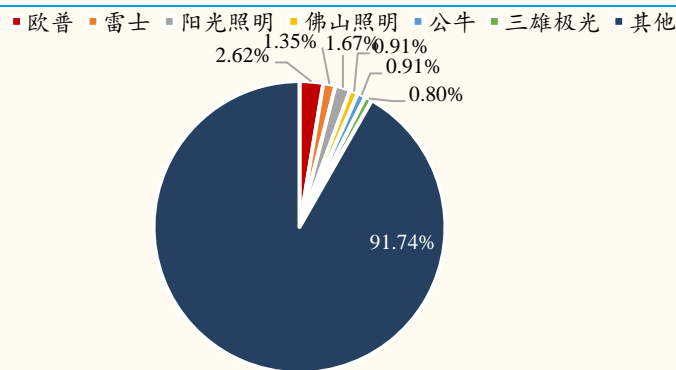
**LED 照明：**随着市场渗透率提升，政策支持叠加 LED 照明技术的成熟，LED 照明市场规模快速增长，但由于 LED 本身产品技术壁垒低，销售渠道分散，导致市场集中度不高，格局仍未最终定型。

图表 47: 中国照明产业链各子行业市场产值规模 (亿元)



来源: CSA, Wind, 国金证券研究所

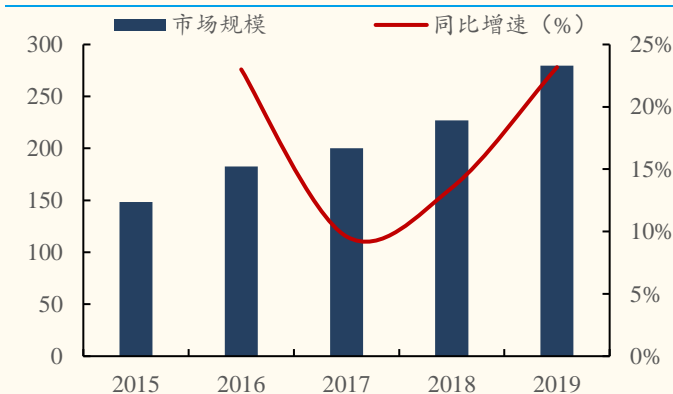
图表 48: 2018 年 LED 照明主要企业市占率



来源: 前瞻产业研究院, 国金证券研究所

**智能门锁:** 中国智能门锁市场渗透率较低, 增长空间巨大, 近年来整体市场规模加速增长, 2020 年预计已超 280 亿元, 目前专业品牌、跨界巨头和互联网品牌纷纷进入, 市场争夺刚刚开始。

图表 49: 智能门锁市场规模情况 (亿元)



来源: 全国锁具行业信息中心, 国金证券研究所

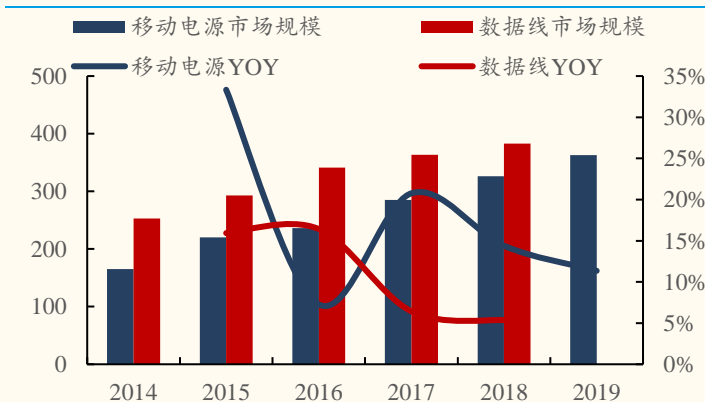
图表 50: 智能门锁品牌众多



来源: 华经产业研究院, 国金证券研究所

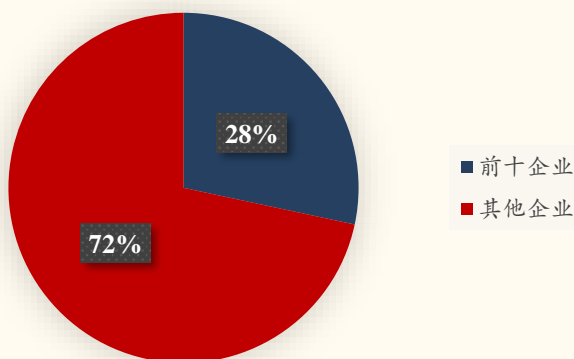
**数码配件:** 数码配件领域产品众多, 涵盖移动电源、数据线、充电器等, 市场空间广阔, 仅移动电源、数据线在中国的市场规模均已超 360 亿元, 此外, 随着 5G 的迅速发展, 数码配件的市场需求将有望继续扩大。整体来看, 中国数码配件行业依然处于快速扩容阶段, 并且行业仍未显现绝对龙头。

图表 51: 数码配件市场规模 (亿元) 及同比增速



来源: iiMedia Research, 前瞻产业研究院, 国金证券研究所

图表 52: 数码配件行业集中度仍较低

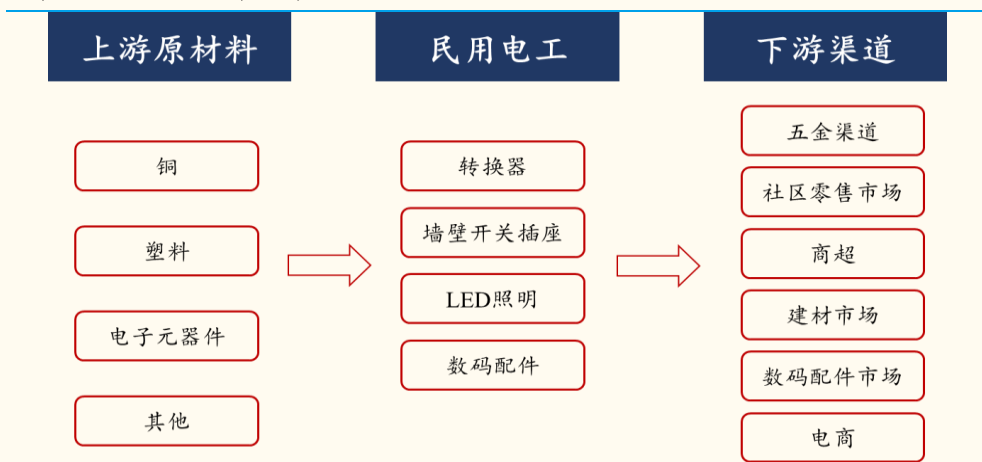


来源: 博研咨询, 国金证券研究所

#### 4.2 内部：渠道协同+成本优势为各品类拓展赋能

公司依托转换器建立的渠道优势与成本优势可较好为其余品类发展赋能，快速提升竞争力。从品牌与渠道来看，转换器业务树立的安全、优质的品牌形象契合新品类拓展所需，并且公司拥有强大的线下渠道网络，由于拓展的品类均处于泛民用电工领域，渠道也将有较强的协同效应。从生产端来看，公司依托转换器业务积累了原材料采购成本优势叠加大规模制造优势，可快速让新品类的成本具备竞争优势，进而一方面可进一步保证渠道利润空间，另一方面也可让公司进军更为看重成本的B端渠道时更具竞争优势。

图表 53：民用电工产品产业链

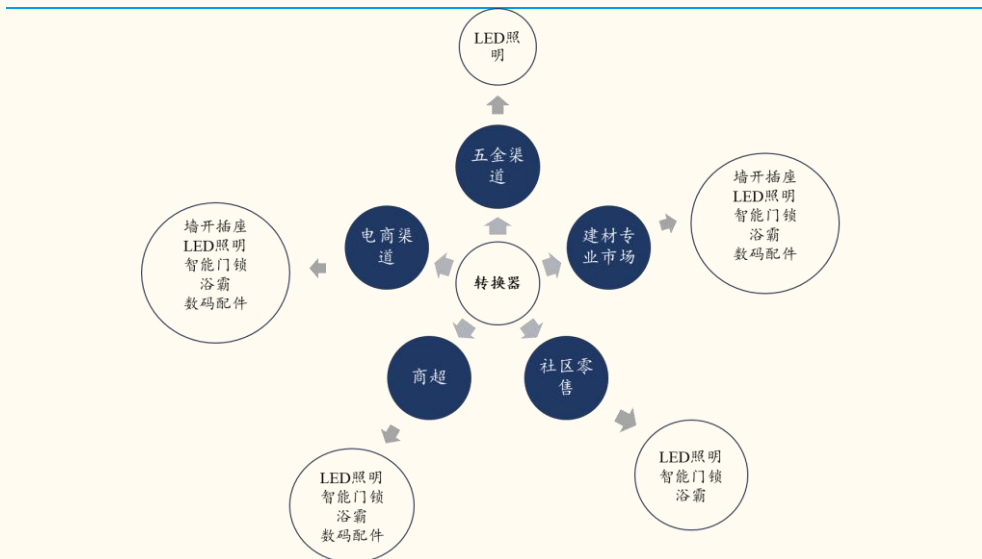


来源：产业信息网，国金证券研究所

##### 4.2.1 渠道协同、品牌赋能为多品类发展助力

公司旗下各项业务的渠道和转换器业务渠道均有一定程度重合，转换器业务的深度下沉渠道为其他业务的渠道拓展打下坚实基础，助力各品类产品快速推广和销售，提升产品知名度和市场占有率。同时，公司在转换器业务的高质量定位和品牌形象也为各品类产品的品质营销和形象赋能，契合消费者对民用电工行业的安全可靠的需求。

图表 54：转换器与多品类渠道协同



来源：招股说明书，国金证券研究所

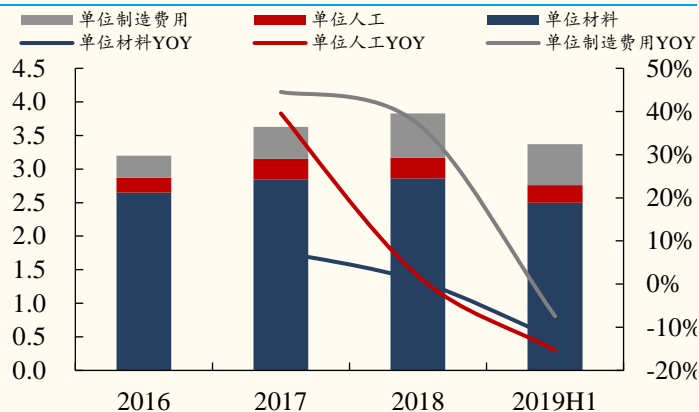
##### 4.2.2 原材料相近+自制率提升突出成本优势

在制造端，公牛各品类原材料相近且与供应商合作稳定，大规模采购使其和竞争对手相比具有采购成本优势。此外，公牛借力 OEM 实现新品类的快速上市，上市之后根据市场需要进行自制产能规划，提升自制率，进一步降低成本。



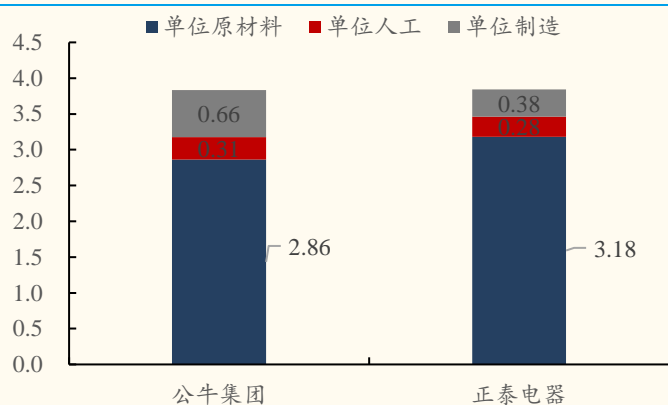
墙开和 LED 照明业务均具备成本优势。公司墙开业务与同业相比，由于单位材料成本的优势使得整体单位成本较低，展现出强规模效应带来的成本优势。2015-2019 年公司 LED 业务的单位成本在同业中较低，虽有产品价格定位的缘故，但毛利率也处于行业较高水平，成本优势带来的利润优势依然凸显。

图表 55: 2016-2019 年公牛集团墙壁开关单位成本明细



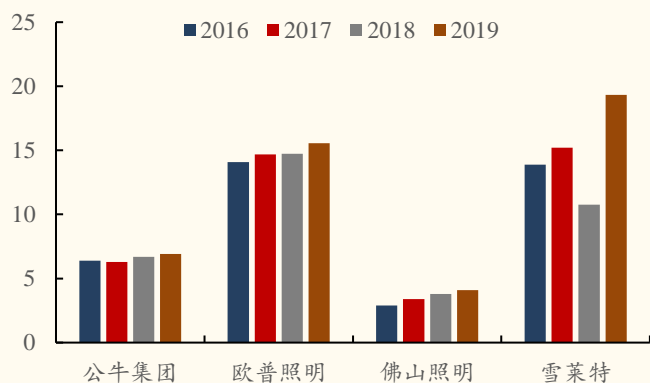
来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 56: 公牛与同业墙壁开关成本对比（元）



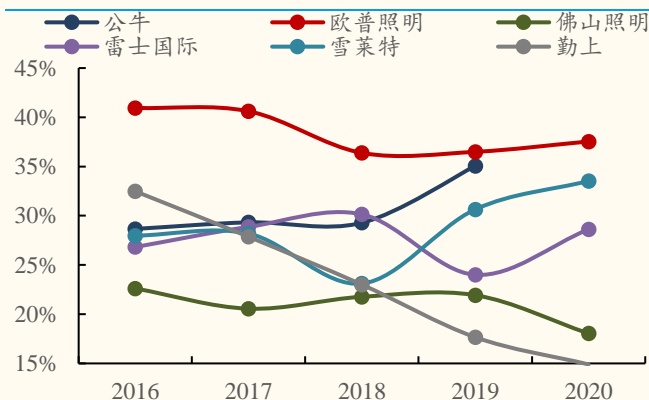
来源：招股说明书，正泰年报，国金证券研究所

图表 57: 公牛 LED 单位成本具备优势（元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 58: 公牛 LED 毛利率处行业较高



来源：Wind，国金证券研究所

### （1）原材料相近，大规模采购具有成本优势

公牛其它品类业务主要原材料和转换器相近，并且公司原材料占总成本超 80%，对毛利率影响较大。为维持原材料整体采购成本的稳定，公牛与塑料、铜材等关键性原材料供应商建立了长期、稳定的战略合作关系。近年来前五大供应商采购占比维持在 20%以上，持续大规模采购有利于公牛在供应链端维持较高议价能力。

图表 59: 各品类原材料对比

品类	所属行业	原材料
转换器	民用电工	铜，塑料，电子元器件
墙壁开关	民用电工	铜，塑料，电子元器件
LED 照明	民用电工	铜，塑料，电子元器件
智能门锁	民用电工	铜，塑料，电子元器件
浴霸	民用电工	铜，塑料，电子元器件
数码配件	消费电子	铜，塑料，电子元器件

来源：国金证券研究所

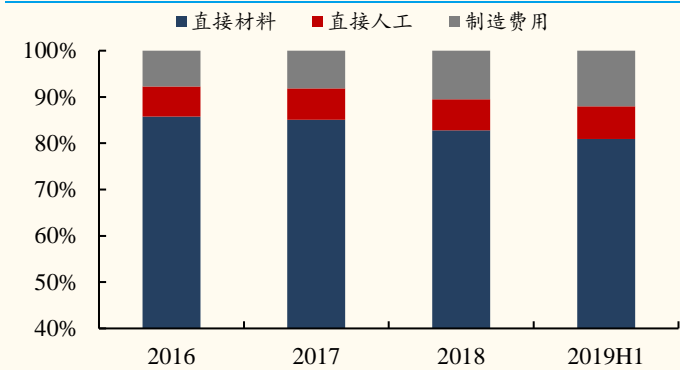
图表 60: 公牛供应商实力强劲

原材料	供应商	企业介绍
PC	科思创聚合物（中国）有限公司	科思创系原德国拜耳旗下材料科技业务，2015 年成为独立公司，是全球领先的高级聚合物和高性能塑料生产商
PC、PP 和 ABS	金发科技股份有限公司	上海证券交易所上市公司，证券代码：600143
PC 和 PA66	南京立汉化学有限公司	成立于 1994 年，国内首批成立的工程塑料改性企业之一
铜材	宁波金田铜业（集团）股份有限公司	全国中小企业股份转让系统挂牌公司，证券代码：834178

来源：招股说明书，国金证券研究所

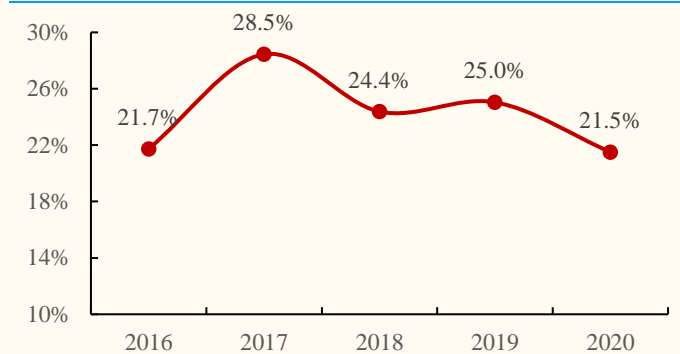


图表 61: 公牛成本占比 (%)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

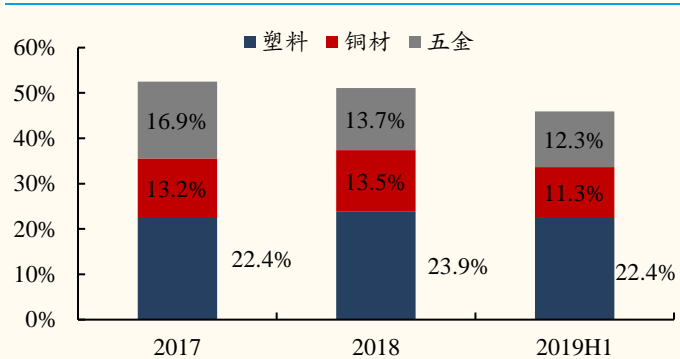
图表 62: 公牛前五大供应商采购占营业成本比 (%)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

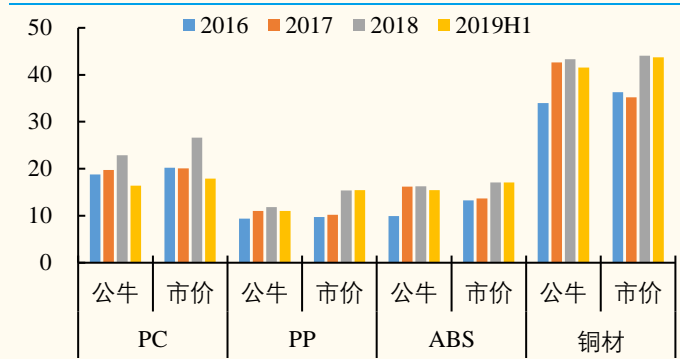
塑料、铜材与五金等主要原材料采购具备明显优势。公司主要原材料采购额占总体采购金额比例稳步下降, 虽然铜材、塑料等原材料市价确有下降, 但主要仍是由于随着采购规模扩大与采购模式成熟, 公牛开始拥有采购成本优势。公牛主要原材料采购单价均可低于市场价, 以 2019 年上半年为例, 公牛 PC、PP、ABS、铜材相比市场主流价具有 8.1%/28.6%/9.6%/5.0%的采购优势。

图表 63: 公牛主要原材料采购占总采购比



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 64: 公牛主要原材料采购单价比市价低 (元/千克)

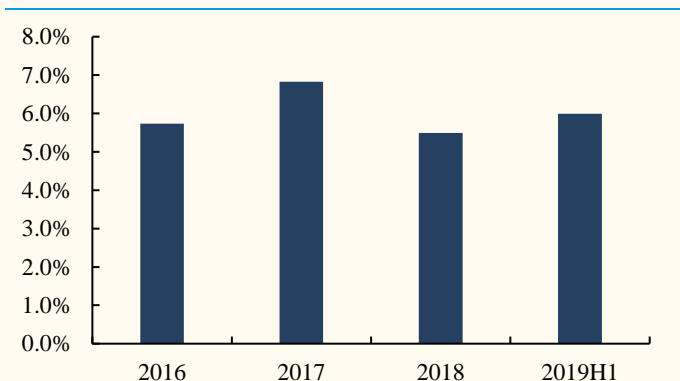


来源: Wind, 国金证券研究所

## (2) 借力 OEM 补充产能+助力新品上市, 高自制率+强规模效应降成本

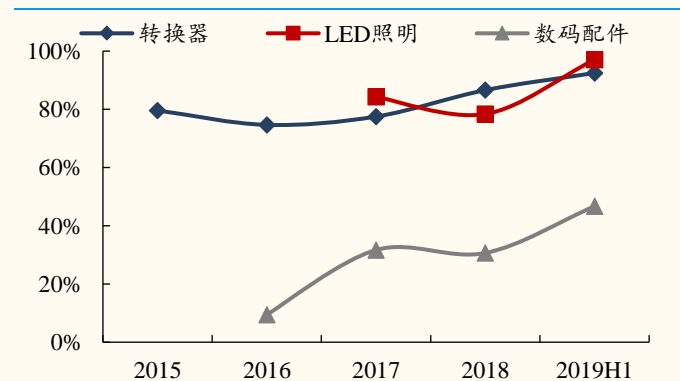
自制率持续提升, 逐步形成规模效应降本。公牛在灯带、数据线、车充、移动电源等新领域, 借力 OEM 实现新品类的快速上市。在市场开拓后期根据市场需要和厂房建设情况进行自制产能规划, 如数据线、移动电源等数码配件产品已大幅提升了自制率, 转换器/LED/数码配件自制率从 17 年 77.5%/84.3%/31.7% 上升至 19 年 92.5%/97.1%/46.7%; 未来随着产能逐步扩张以及数字化、自动化的推进, 自制率有望进一步提升, 公牛有望在产业链中把控更多利润环节, 从而获取成本与利润优势。

图表 65: OEM 采购占总成本比



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 66: 公牛各产品自制率 (%)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

## 5、盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测

#### ■ 核心假设

1) 电连接业务: 由于电连接是公司核心业务, 且由于渠道+品牌持续夯实壁垒, 我们预计电连接业务的销量仍有望略超行业增长, 并且新能源充电产品将有望快速增长, 整体预计 2021-2023 年电连接品类销量将分别+9%/+7.5%/+5%, 此外由于消费升级叠加品类结构优化, 单价未来有望因此抬升, 预计 2021-2023 年单价将分别+7%/+6%/+5%。预计 2021-2023 年电连接业务总营收分别为 64.8/73.8/81.4 亿元, 同比+16.7%/+14.0%/+10.3%。成本方面, 电连接与其他业务原材料相近, 大规模采购及制造带来成本优势, 并且我们认为公司有望重构与渠道的利润分成, 推动公司盈利能力进一步提升, 整体我们预计 2021-2023 年电连接业务毛利率分别为 40.3%/40.8%/41.4%。

2) 智能电工照明业务: 由于公司智能电工产品优质且具备与电连接业务品牌、渠道的协同效应, 我们预计智能电工照明业务销量有望因此抬升, 预计 2021-2023 年销量+18%/+15%/+14%。预计 2021-2023 年智能电工照明业务总营收分别为 50.2/60.1/70.9 亿元, 同比+23.9%/+19.6%/+18.0%。毛利率方面, 由于 LED 业务占比的提升将会拉低整体智能电工照明业务毛利率, 但由于大规模采购带来成本优势, 且自制率提升, 规模效应显现后有望对冲结构影响, 我们预计 2021-2023 年智能电工照明业务毛利率分别为 43.4%/43.5%/43.7%。

3) 数码配件业务: 我们预计 2021-2023 年数码配件业务营收为 5.3/6.5/7.7 亿元, 同比+27.2%/+21.8%/+19.6%。随着数码配件业务规模的持续扩大, 规模效应有望显现, 我们预计 2021-2023 年数码配件业务毛利率为 23.8%/24.9%/25.6%。

图表 67: 业务拆分及收入预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总收入 (百万元)	10,040.44	10,051.13	12,032.69	14,036.81	16,001.15
电连接	5248.61	5548.84	6477.54	7381.16	8137.73
智能电工照明	4,423.16	4,054.71	5,023.79	6,008.45	7,089.37
数码配件	357.04	417.73	531.36	647.19	774.04
同比增速	10.76%	0.11%	19.71%	16.66%	13.99%
电连接		5.72%	16.74%	13.95%	10.25%
智能电工照明		-8.33%	23.90%	19.60%	17.99%
数码配件		17.00%	27.20%	21.80%	19.60%
毛利率	41.41%	40.12%	40.86%	41.26%	41.65%
电连接		37.93%	40.27%	40.84%	41.40%
智能电工照明		46.82%	43.15%	43.53%	43.69%
数码配件		24.70%	23.83%	24.92%	25.64%

来源: 公司年报, 国金证券研究所

4) 销售费用率预测: 由于公司多品类布局加速推进, 预计未来销售费用将有一定程度提升, 我们预计 2021-2023 年销售费用率为 5.0%/5.1%/5.1%。

5) 管理费用率预测: 随着公司规模效应逐渐显现, 我们预计未来管理费用率稳中有降, 预计 2021-2023 年管理费用率为 4.1%/4.0%/3.9%。

6) 研发费用率预测: 研发是公司持续提升核心竞争力的重要保障, 公司将持续发力新品类, 预计公司研发费用率仍将维持较高水平。我们预计 2021-2023 年研发费用率为 4%/3.9%/3.9%。

### 5.2 投资建议及估值

我们按照市盈率相对估值法以及结合公司自身的成长性, 给予公司合理估值。选取同属电工电器行业的正泰电器, 有照明布局的欧普照明, 渠道布局也较为广阔的晨光文具、飞科电器, 以及也进入拓品类阶段的苏泊尔作为可比公司, 2022 年可比公司估值中位数为 23.0 倍。由于公牛集团核心壁垒稳固, 依托渠道、品牌协同与成本优势, 公司多品类拓展有望成功, 我们给予公牛集团 2022

年合理估值水平 41 倍，对应目标价 244.8 元，给予“增持”评级。

图表 68：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
可比公司								
603515.SH	欧普照明	25.42	1.3	1.53	1.7	19.6	16.6	15.0
601877.SH	正泰电器	32.39	2.29	2.7	3.17	14.1	12.0	10.2
600885.SH	飞科电器	42	1.66	1.82	2.02	25.3	23.1	20.8
002706.SZ	晨光文具	84.36	1.67	2.04	2.47	50.5	41.4	34.2
002032.SZ	苏泊尔	64.45	2.59	2.93	3.32	24.9	22.0	19.4
中位数						24.9	22.0	19.4
平均数						26.9	23.0	19.9
603195.SH	公牛集团	217.90	5.06	5.97	6.92	43.1	36.5	31.5

## 6、风险提示

1、B 端渠道扩张不畅：B 端渠道与现有优势渠道的重合度相对较低，渠道布局低于预期将影响预期收入；

2、品类拓展不达预期：公司品类扩张由于市场竞争、消费偏好变化等不确定性因素，存在不达预期风险；

3、原材料价格大幅上涨：公司原材料采购成本占比较高，若未来原材料采购价格大幅上涨，将不利于公司的成本控制，进而影响公司业绩。

### 附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	9,065	10,040	10,051	12,033	14,037	16,001
增长率		10.8%	0.1%	19.7%	16.7%	14.0%
主营业务成本	-5,745	-5,882	-6,019	-7,116	-8,246	-9,336
%销售收入	63.4%	58.6%	59.9%	59.1%	58.7%	58.3%
毛利	3,320	4,158	4,033	4,917	5,791	6,665
%销售收入	36.6%	41.4%	40.1%	40.9%	41.3%	41.7%
营业税金及附加	-69	-75	-80	-90	-105	-120
%销售收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-747	-725	-518	-602	-716	-816
%销售收入	8.2%	7.2%	5.2%	5.0%	5.1%	5.1%
管理费用	-342	-379	-431	-493	-561	-624
%销售收入	3.8%	3.8%	4.3%	4.1%	4.0%	3.9%
研发费用	-351	-393	-401	-481	-547	-616
%销售收入	3.9%	3.9%	4.0%	4.0%	3.9%	3.9%
息税前利润 (EBIT)	1,812	2,585	2,602	3,250	3,861	4,489
%销售收入	20.0%	25.7%	25.9%	27.0%	27.5%	28.1%
财务费用	-5	17	36	64	114	153
%销售收入	0.1%	-0.2%	-0.4%	-0.5%	-0.8%	-1.0%
资产减值损失	-2	1	14	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	97	106	52	120	100	100
%税前利润	5.0%	3.9%	1.9%	3.4%	2.4%	2.1%
营业利润	1,960	2,769	2,803	3,565	4,205	4,872
营业利润率	21.6%	27.6%	27.9%	29.6%	30.0%	30.4%
营业外收支	-8	-74	-48	0	0	0
税前利润	1,951	2,695	2,755	3,565	4,205	4,872
利润率	21.5%	26.8%	27.4%	29.6%	30.0%	30.4%
所得税	-275	-391	-441	-524	-614	-711
所得税率	14.1%	14.5%	16.0%	14.7%	14.6%	14.6%
净利润	1,677	2,304	2,313	3,041	3,591	4,161
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,677	2,304	2,313	3,041	3,591	4,161
净利率	18.5%	22.9%	23.0%	25.3%	25.6%	26.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,677	2,304	2,313	3,041	3,591	4,161
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	166	195	220	202	234	273
非经营收益	-58	-95	-47	-139	-100	-100
营运资金变动	128	-109	923	-61	208	175
经营活动现金净流	1,913	2,295	3,409	3,043	3,933	4,509
资本开支	-473	-442	-417	-290	-350	-450
投资	-10	0	10	-100	-100	-100
其他	-798	-1,350	-3,843	120	100	100
投资活动现金净流	-1,281	-1,792	-4,250	-270	-350	-450
股权募资	0	0	3,567	67	75	44
债权募资	-340	0	657	-460	-50	-50
其他	-143	-3	-2,301	-1,542	-1,795	-2,080
筹资活动现金净流	-482	-3	1,923	-1,935	-1,771	-2,086
现金净流量	150	499	1,082	838	1,812	1,972

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	218	734	3,753	4,590	6,403	8,375
应收款项	242	224	310	330	365	416
存货	812	979	788	1,033	1,175	1,330
其他流动资产	2,252	3,704	5,667	5,483	5,590	5,696
流动资产	3,524	5,641	10,518	11,436	13,533	15,818
%总资产	68.2%	76.1%	84.6%	84.9%	86.3%	87.1%
长期投资	10	10	0	0	0	0
固定资产	1,274	1,391	1,460	1,568	1,645	1,786
%总资产	24.7%	18.8%	11.7%	11.6%	10.5%	9.8%
无形资产	306	310	303	343	381	418
非流动资产	1,641	1,775	1,920	2,041	2,157	2,334
%总资产	31.8%	23.9%	15.4%	15.1%	13.7%	12.9%
资产总计	5,164	7,417	12,438	13,477	15,689	18,151
短期借款	0	0	500	200	150	100
应付款项	1,473	1,373	1,505	1,661	1,925	2,186
其他流动负债	409	457	1,059	824	951	1,078
流动负债	1,882	1,830	3,064	2,684	3,026	3,364
长期贷款	0	0	160	0	0	0
其他长期负债	34	36	76	68	68	68
负债	1,917	1,865	3,300	2,752	3,094	3,432
普通股股东权益	3,248	5,551	9,137	10,725	12,595	14,719
其中：股本	540	540	601	601	601	601
未分配利润	2,310	4,398	4,432	5,952	7,747	9,828
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	5,164	7,417	12,438	13,477	15,689	18,151

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	3.105	4.266	3.852	5.057	5.973	6.920
每股净资产	6.014	10.280	15.213	17.839	20.949	24.482
每股经营现金净流	3.543	4.249	5.676	5.062	6.542	7.499
每股股利	0.000	3.800	2.000	2.529	2.986	3.460
回报率						
净资产收益率	51.63%	41.50%	25.32%	28.35%	28.51%	28.27%
总资产收益率	32.47%	31.06%	18.60%	22.56%	22.89%	22.92%
投入资本收益率	47.44%	39.57%	22.20%	25.28%	25.79%	25.80%
增长率						
主营业务收入增长率	25.21%	10.76%	0.11%	19.71%	16.66%	13.99%
EBIT 增长率	33.83%	42.64%	0.69%	24.89%	18.79%	16.27%
净利润增长率	30.45%	37.38%	0.42%	31.43%	18.10%	15.87%
总资产增长率	30.52%	43.62%	67.70%	8.36%	16.41%	15.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.7	7.4	6.9	8.0	7.5	7.5
存货周转天数	56.4	55.6	53.6	53.0	52.0	52.0
应付账款周转天数	81.5	75.6	74.3	73.0	73.0	73.0
固定资产周转天数	48.4	41.9	42.9	36.1	30.4	27.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-6.71%	-28.65%	-65.48%	-68.82%	-74.18%	-77.89%
EBIT 利息保障倍数	346.9	-149.7	-72.8	-50.5	-33.9	-29.3
资产负债率	37.11%	25.15%	26.53%	20.42%	19.72%	18.91%

来源：公司年报、国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	15	19	35	48
增持	1	6	7	19	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.20	1.29	1.27	1.35	1.00

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-04-28	增持	153.95	170.00 ~ 170.00
2	2020-08-19	增持	168.00	N/A

来源：国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

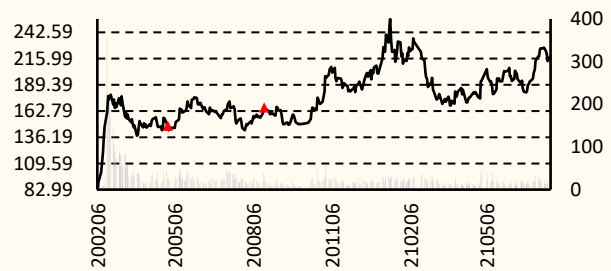
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

人民币(元)

历史推荐与股价

成交量



### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；  
中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。



## 特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用;非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

### 上海

电话: 021-60753903  
 传真: 021-61038200  
 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn  
 邮编: 201204  
 地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号  
 紫竹国际大厦 7 楼

### 北京

电话: 010-66216979  
 传真: 010-66216793  
 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn  
 邮编: 100053  
 地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

### 深圳

电话: 0755-83831378  
 传真: 0755-83830558  
 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn  
 邮编: 518000  
 地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号  
 嘉里建设广场 T3-2402