

# 公牛集团（603195）：渠道优势凸显动力十足，品类扩张迸发新机

2020年05月12日

推荐/首次

公牛集团

公司报告

**渠道优势奠定民用电工龙头地位，百万网点打造核心护城河。**公牛先发优势明显，终端网点粘性较强形成渠道壁垒。配送访销模式助力渠道下沉，供货效率大幅提升；售点广告有效推动品牌传播，一定程度上建立了“排他”的垄断。同时，百万网点连接构成销售网络，形成高频、有效的市场需求反馈。**传统业务市占率有望进一步提升，盈利水平持续改善**

• **电器保有量是转换器需求核心驱动，产品安全性沉淀品牌价值。**当前转换器市场规模约为170亿。安全性是消费者的首要考虑因素，公牛严格执行高标准的质量管理体系，产品安全性行业领先，形成品牌溢价。同时，公牛注重产品研发，直击消费者使用痛点；不断提升自制率，改善盈利能力。

• **墙开差异化产品策略瞄准大众市场消费升级。**墙开市场的需求驱动主要来自于商品住宅销售以及电器保有量的不断提升。我们测算未来行业市场规模将接近400亿元。渠道优势凸显，公牛已初具龙头地位。大众市场消费升级，公司有望凭借差异化产品策略进一步提升市场占有率。

**新兴业务拓展市场空间，多元化业务快速扩张带来利润新增长**

• **LED行业集中度尚低，公司分享市场扩张红利。**LED照明市场规模已超过2000亿元。当前行业集中度仍然较低，公牛有望凭借渠道和产品差异化优势，从庞大的市场规模中取得一定份额。同时公司持续完善产品矩阵，提升公司整体LED业务竞争力。

• **围绕用电概念进入数码配件市场，业务多元化拓展市场空间。**数码配件为蚂蚁市场，公牛的品牌力及渠道经验是业务扩张的有效保障。目前公牛已开拓12万多个数码配件渠道网点，相关业务有望维持高速扩张。

**盈利预测及投资评级：**预计公司20-22年实现营收110.68/125.65/143.76亿元，EPS为4.51/5.10/5.92元，对应的PE分别为33.79x/29.91x/25.72x。首次覆盖给予公司“推荐”评级。

**风险提示：**宏观经济风险，原材料价格上涨风险，新业务拓展不及预期等。

## 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	9,065.00	10,040.44	11,067.79	12,565.07	14,376.35
增长率（%）	25.21%	10.76%	10.23%	13.53%	14.42%
归母净利润（百万元）	1,676.86	2,303.72	2,706.34	3,057.43	3,554.60
增长率（%）	30.45%	37.38%	17.48%	12.97%	16.26%
净资产收益率（%）	51.63%	41.50%	33.08%	27.58%	24.58%
每股收益（元）	3.11	4.27	4.51	5.10	5.92
PE	49.00	35.69	33.79	29.91	25.72
PB	25.34	14.82	11.18	8.25	6.32

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介：

公牛集团股份有限公司创办于1995年，公司专注于以转换器、墙壁开关插座为核心的民用电工产品的研发、生产和销售，主要包括转换器（即延长线插座、移动式插座等）、墙壁开关插座、LED照明、数码配件等电源连接和用电延伸性产品，广泛应用于家庭、办公等用电场合。

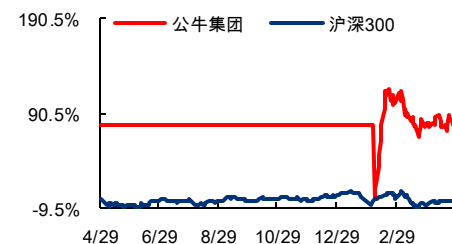
## 未来3-6个月重大事项提示：

2020-05-18 股东大会召开

## 交易数据

52周股价区间（元）	184.98-85.61
总市值（亿元）	914.4
流通市值（亿元）	91.44
总股本/流通A股（万股）	60,000/6,000
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	8.94

## 52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 分析师：张凯琳

010-66554087

zhangkl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518070001

## 研究助理：王长龙

010-66554045

wangcl@dxzq.net.cn

## 研究助理：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

## 目 录

1. 民用电工行业领导者，业务多元化产能持续扩张 .....	5
1.1 公牛集团：民用电工龙头 .....	5
1.2 产能扩张突破产能瓶颈，市占率有望持续提升 .....	7
2. 渠道为王，百万网点打造核心护城河 .....	8
2.1 经销：百万终端网点粘性强，售点广告高效助力品牌宣传 .....	9
2.1.1 广铺网点占据先发优势，精细化运营加强终端粘性 .....	9
2.1.2 管理体系扁平化，经销商把控能力强 .....	11
2.2 直销：线上渠道形成主导，线下打造新品营销试验田 .....	12
2.3 外销：加强自主品牌推广，拓展海外市场空间 .....	14
3. 传统业务有望持续扩张，多元化业务拓展市场空间 .....	15
3.1 转换器：电器保有量为需求核心驱动，产品安全性沉淀品牌价值 .....	16
3.2 墙壁开关插座：差异化产品策略瞄准大众市场消费升级 .....	18
3.3 LED 照明：扩大市场空间，渠道协同优势下实现快速追赶 .....	22
3.4 数码产品：围绕用电概念拓展业务多元化 .....	24
4. 投资建议与投资评级 .....	25
4.1 投资建议 .....	25
4.2 投资评级 .....	27
5. 风险提示 .....	27
相关报告汇总 .....	29

## 插图目录

图 1：公牛集团发展历程 .....	5
图 2：公司股权结构图 .....	5
图 3：公司营业收入及增长情况 .....	6
图 4：公司归母净利润及增长情况 .....	6
图 5：转换器、墙开插座为核心业务，新业务营收占比扩大 .....	6
图 6：公司不同产品毛利率情况 .....	6
图 7：2019 年双十一淘宝平台转换器销售额情况 .....	7
图 8：墙壁开关插座各品牌市占率情况 .....	7
图 9：公司分产品产销率情况 .....	7
图 10：公司分产品产能利用率情况 .....	7
图 11：公牛集团营销体系 .....	8
图 12：公牛集团产品销售渠道情况 .....	8
图 13：公牛集团分产品销售渠道情况 .....	9
图 14：配送访销流程图 .....	10
图 15：公牛集团配送访销送货车 .....	10
图 16：公牛集团渠道终端网点店招 .....	10

图 17：公牛集团销售费用占比与其他公司对比情况 .....	11
图 18：公牛集团经销模式运行图 .....	11
图 19：公牛集团产品销售渠道情况 .....	11
图 20：公牛集团经销商退出数量情况 .....	12
图 21：公牛集团经销商按合作年份分类情况 .....	12
图 22：公牛集团应收账款周转率（次）与可比公司对比情况 .....	12
图 23：公牛集团直销渠道销售情况 .....	13
图 24：2019 年双十一淘宝平台转换器销售额情况 .....	13
图 25：2019 年双十一淘宝平台墙壁开关销售额情况 .....	13
图 26：公牛集团渠道毛利率对比情况 .....	14
图 27：上海线下直销客户情况 .....	14
图 28：2019H1 上海线下直销分产品销售情况 .....	14
图 29：外销渠道 OEM 及自主品牌占比情况 .....	15
图 30：境外销售主要客户及收入情况 .....	15
图 31：公牛集团产品矩阵 .....	15
图 32：公牛 2019 年分产品销售情况 .....	15
图 33：小家电市场规模及增速情况 .....	16
图 34：通讯类器材零售额及增速情况 .....	16
图 35：公牛新国标产品 .....	17
图 36：公牛和小米 USB 插座对比 .....	17
图 37：普通插座施加电涌冲击波形 .....	17
图 38：公牛抗浪涌插座施加电涌冲击波形 .....	17
图 39：公牛收纳盒插座产品图 .....	18
图 40：公牛品字形转换器插座产品图 .....	18
图 41：同行业毛利率对比情况 .....	18
图 42：公司产品及配件自制率情况 .....	18
图 43：墙开市场规模及增速情况 .....	19
图 44：墙开销售渠道分类情况 .....	19
图 45：分地区墙开销售情况 .....	19
图 46：分场景墙开销售情况 .....	19
图 47：城镇家庭每百户大家电拥有量 .....	20
图 48：农村每百户大家电拥有量 .....	20
图 49：厨房家电展示图 .....	20
图 50：小家电产品展示图 .....	20
图 51：墙壁开关插座各品牌市占率情况 .....	21
图 52：公牛墙开产品图样 .....	21
图 53：2017 年公牛分产品定位业绩 .....	21
图 54：公牛白开关和装饰开关销售情况 .....	21
图 55：LED 照明市场规模迅速扩大 .....	22
图 56：LED 照明产品渗透率快速提升 .....	22

图 57：国内 LED 照明行业集中度仍然较低（2017 年） .....	22
图 58：2019 年公司 LED 产品收入与龙头公司对比 .....	22
图 59：LED 照明产品与公司传统优势产品存在渠道协同效应 .....	23
图 60：公司 LED 照明产品主打“防频闪”特性 .....	23
图 61：公司 LED 产品毛利率高于阳光照明、佛山照明 .....	24
图 62：公司 LED 灯单位成本增长幅度低于单位价格增长幅度 .....	24
图 63：目前公司 LED 产品以光源类（球泡灯、灯贴）为主 .....	24
图 64：LED 通用照明市场中商照占比较家照更高 .....	24
图 65：公司数码配件分产品营收占比 .....	25
图 66：公司借助 OEM 方式应对销量快速增长 .....	25
图 67：公牛与品胜股份数码配件毛利率对比情况 .....	25
图 68：公司数码配件渠道网点结构 .....	25

## 表格目录

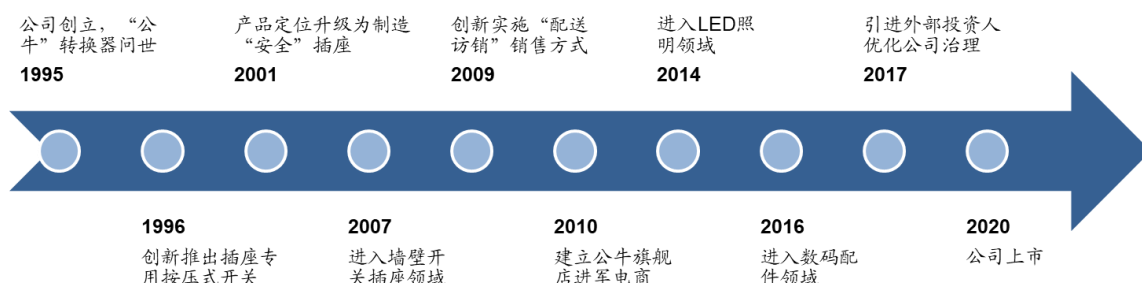
表 1：公司投资建设 6 大项目，扩充产能并强化自身竞争力 .....	7
表 2：公牛集团终端网点数量情况 .....	9
表 3：公牛集团专营专销要求情况 .....	12
表 4：研发中心项目未来研发方向 .....	15
表 5：公牛产品系列定位及应用场景情况 .....	21
表 6：公牛集团业务拆分 .....	26
表 7：可比公司估值情况（PE） .....	27

## 1. 民用电工行业领导者，业务多元化产能持续扩张

### 1.1 公牛集团：民用电工龙头

公牛集团成立于 1995 年，是我国民用电工产品龙头公司。公司核心业务为转换器、墙壁开关插座的生产销售，“公牛”已成为两大领域内的第一大品牌。2014 年，公司依托渠道和品牌优势新开拓了 LED 照明业务；2016 年，公司顺应消费电子产业发展趋势，开始培育数码配件新业务。

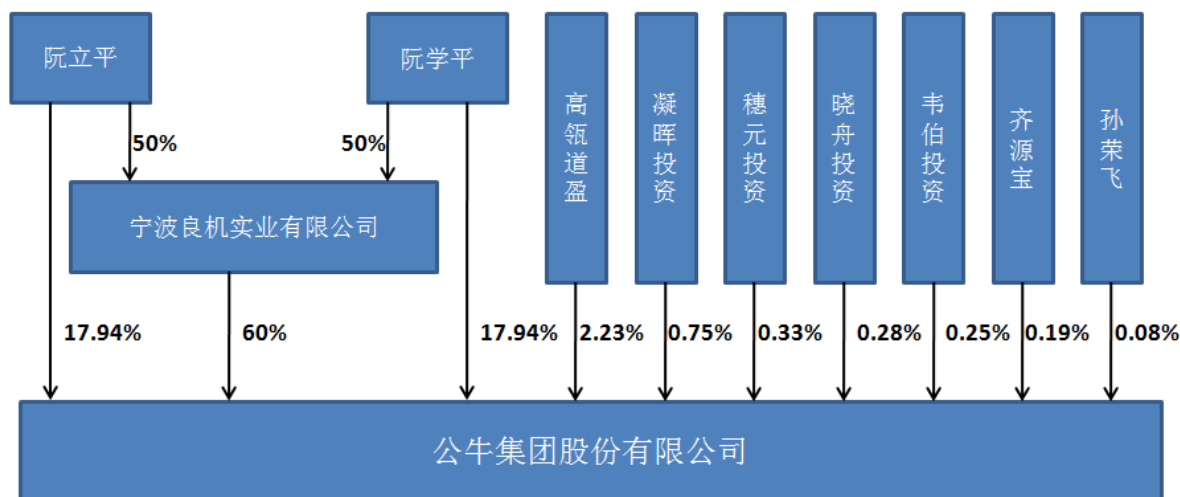
图1：公牛集团发展历程



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

公司为典型家族企业，实际控制人阮立平、阮学平兄弟共拥有 96.96%的表决权，阮氏三姐妹通过凝晖投资持有公司 0.75%的股份；2017 年公司引入外部战略投资者，优化公司治理；其中高瓴道盈持股 2.23%，为公司的第四大股东。

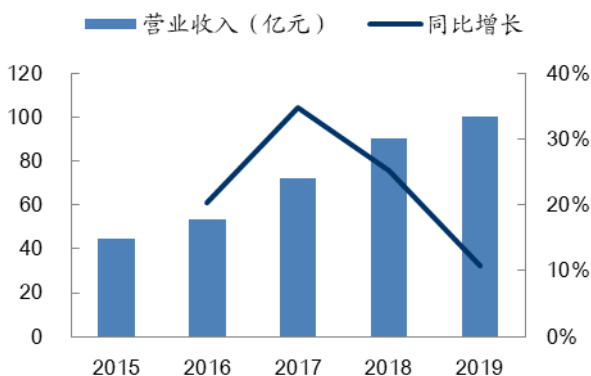
图2：公司股权结构图



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

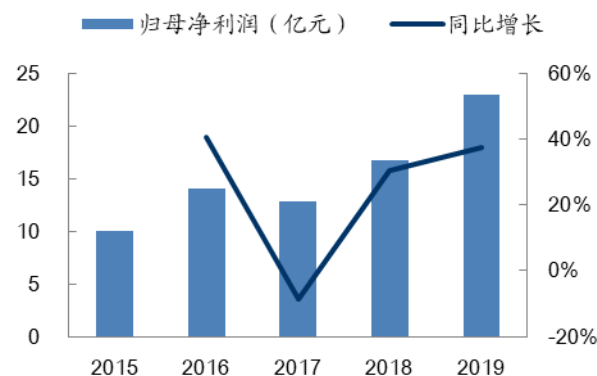
受益于核心业务的稳健增长和新兴业务的顺利扩张, 公司营业收入保持较高增速, 2015-2019 年 CAGR 为 22.50%; 受原材料价格上涨、LED 照明和数码配件产品毛利率相对较低以及新国标升级提升生产成本的影响, 归母净利润增速近年来有所波动, 但 2015-2019 年 CAGR 仍达到 23.21%。截至 2019 年, 公司转换器、墙开插座、LED 照明、数码配件营收占比为 50.33%、31.96%、9.80%、3.54%; 其中, 墙壁开关插座、LED 照明及数码配件业务占比由 2016 年的 33.04% 迅速扩大至 2019 年的 45.3%

图3: 公司营业收入及增长情况



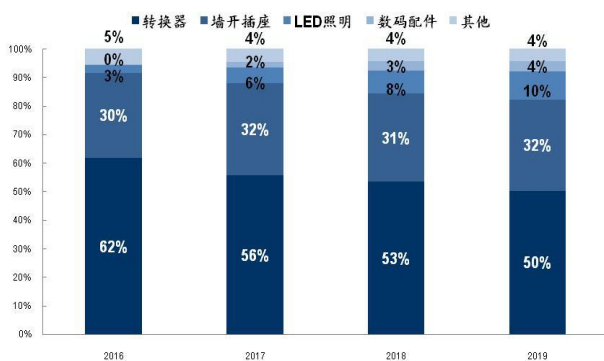
资料来源: 招股说明书, 公司公告, 东兴证券研究所

图4: 公司归母净利润及增长情况



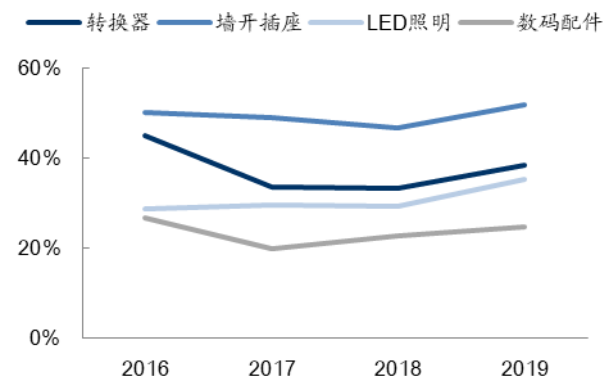
资料来源: 招股说明书, 公司公告, 东兴证券研究所

图5: 转换器、墙开插座为核心业务, 新业务营收占比扩大



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 东兴证券研究所

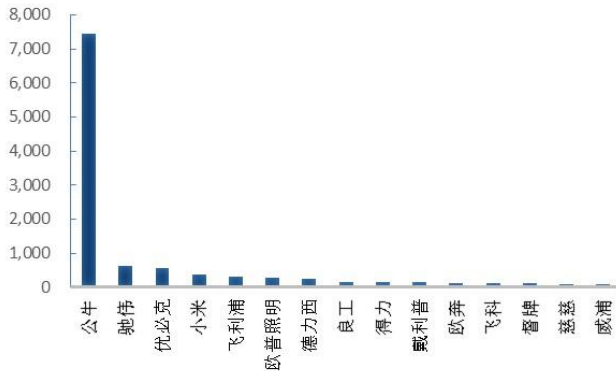
图6: 公司不同产品毛利率情况



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 东兴证券研究所

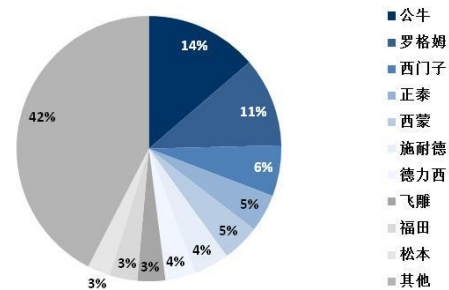
从行业格局来看, 公牛集团占据转换器和墙壁开关插座龙头地位。公司年报披露, 公牛转换器天猫线上市场占有率高达 65.27%, 2019 年双十一销售数据遥遥领先其他品牌, 是转换器行业绝对龙头, 主要竞争对手之一的小米根据收入规模推算市场占有率仅为 2.87%。公牛墙壁开关插座市占率为 13.7%, 同样排名行业第一, 外资品牌罗格姆、西门子排名二、三, 市占率分别为 10.9% 和 6.2%, 行业 CR3 仅为 30.8%。

图7: 2019 年双十一淘宝平台转换器销售额情况



资料来源: 淘数据, 东兴证券研究所

图8: 墙壁开关插座各品牌市占率情况

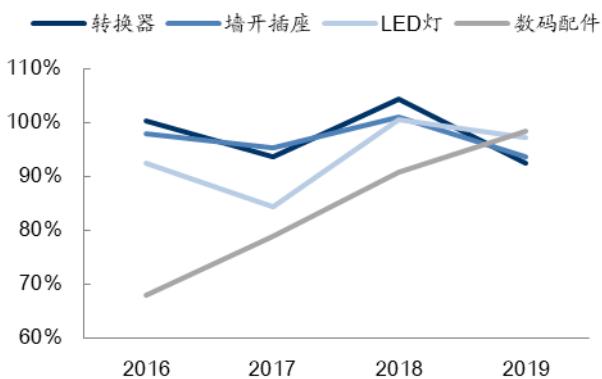


资料来源: 中国产业信息网, 东兴证券研究

## 1.2 产能扩张突破产能瓶颈, 市占率有望持续提升

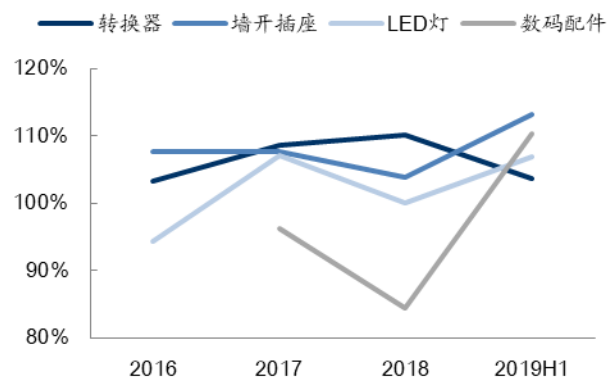
扩建产能解决“超负荷”生产, 产品市场占有率有望持续提升。由于近年的销量快速增长, 公司转换器、墙开插座和 LED 灯的产销率和产能利用率均已接近乃至突破 100%。公司通过 IPO 上市募集资金净额 35.13 亿元, 共投向 6 个规划项目。针对公司产品供不应求的局面, 募集资金将主要用于扩充墙开插座、转换器和 LED 灯的产能。预计 29.47 亿元的产能投资将在达产后带来每年 107.01 亿元的收入和 13.92 亿元的净利润。

图9: 公司分产品产销率情况



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 东兴证券研究所

图10: 公司分产品产能利用率情况



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

表1: 公司投资建设 6 大项目, 扩充产能并强化自身竞争力

项目名称	项目总投资 (亿元)	募集资金投资金额 (亿元)	项目实施进度
年产 4.1 亿套墙壁开关插座生产基地建设项目	12.05	7.55	建设期 2 年, 第三年起开始投产, 第四年完全达产
年产 4 亿套转换器自动化升级建设项目	9.99	5.99	建设期 2 年, 第三年起开始投产, 第四年完全达产
年产 1.8 亿套 LED 灯生产基地建设项目	7.44	4.44	建设期 2 年, 第三年起开始投产, 第四年完全达产
研发中心及总部基地建设项目	7.08	7.08	建设期 3 年, 课题研发与工程建设同



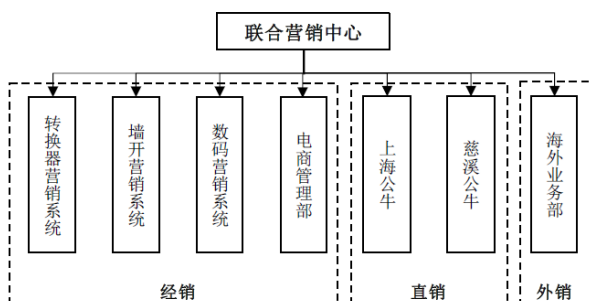
项目名称	项目总投资（亿元）	募集资金投资金额（亿元）	项目实施进度
信息化建设项目	2.40	1.60	步进行
渠道终端建设及品牌推广项目	9.91	8.47	实施期 3 年
合计	48.87	35.13	

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

## 2. 渠道为王，百万网点打造核心护城河

公牛的销售模式以经销为主、直销为辅。公司建立了覆盖全国 31 个省、直辖市及自治区的全国性销售网络；同时，公司积极拓展海外市场，加强外销渠道的发展。2018 年，公司经销/直销/外销渠道营收占比分别为 84.76%/ 13.14%/ 2.1%。

图 11：公牛集团营销体系



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图 12：公牛集团产品销售渠道情况



资料来源：招股说明书，东兴证券研究

**线下渠道优势奠定行业龙头地位。**民用电工市场属于典型的“蚂蚁市场”，需要大量的终端网点去触及市场的每个角落以实现全国覆盖，公牛集团凭借渠道端优势成长为“行业大象”。依托覆盖全国城乡的近 100 万家终端销售网点和专业的线上电商销售网络，公牛在民用电工领域形成了线下、线上协同发展的强大营销体系。尤其是线下渠道的铺设，需要大量的资金、人力以及时间投入，开发和维护的成本较高；公牛通过多年的耕耘，建立了先发优势明显、终端网点粘性较强的渠道壁垒。



**图13：公牛集团分产品销售渠道情况**


资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

## 2.1 经销：百万终端网点粘性强，售点广告高效助力品牌宣传

### 2.1.1 广铺网点占据先发优势，精细化运营加强终端粘性

公牛广铺终端网点，先发优势+开发成本打造核心护城河。由于民用电工产品具有消费者就近购买的属性，购买的便利性是消费者购买的首要考虑因素之一，因此销售网点的大面积覆盖极为重要。“牛奶怎么卖，可口可乐怎么卖，插座就怎么卖”，公牛一开始就把重点放在了分销、批发渠道的铺设上。截止 2019 年末，公牛集团在全国范围内建立了近 73 万个五金渠道网点、近 10 万个专业建材及灯饰渠道网点及 12 万多个数码配件渠道网点；终端网点高达百万，是竞争对手的十倍以上。

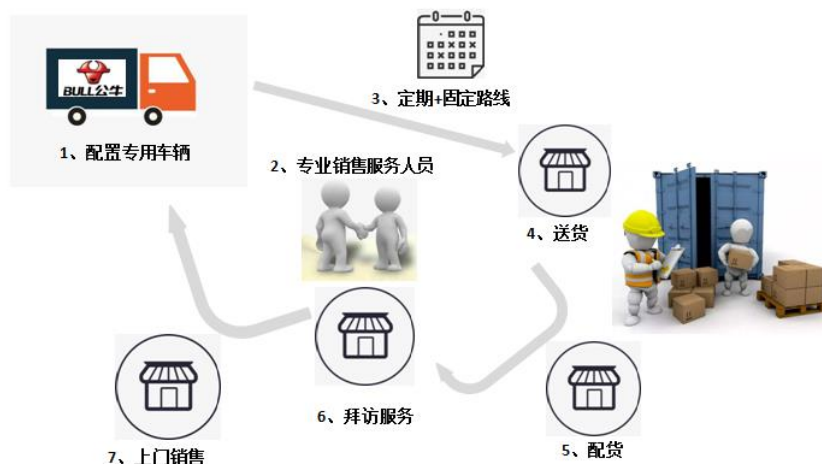
**表2：公牛集团终端网点数量情况**

	终端网点数	详细情况
转换器	73 万家	23 万家五金店、22 万家日杂店、13 万家超市、2 万家办公用品店、13 万家其他销售点
墙壁开关插座	11 万家	2 万家灯饰类网点、5 万家水电综合类网点、4 万家小五金网点
数码配件	13 万家	12 万家手机渠道、0.3 万家超市渠道、0.2 万家汽车渠道

资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

**配送访销加强终端网点粘性，助力渠道下沉。**公牛采取了配送访销的销售模式进行网点开拓和管理，配置专用车辆按照经销网点布局及既定线路，定期开展配货、送货、拜访服务及上门销售。配送访销模式一方面解决了小门店的运输成本，增加客户粘性的同时推动渠道下沉；另一方面还大幅提升了公司的供货效率，及时对终端网点补库存。公牛通过配送访销这种高频的互动模式将较为分散的终端网点连接成销售网络，可以更有效的反馈市场需求，以便公司调整产品销售策略。同时，公司会对网点的展柜、展板及展架进行支持，从而对终端产品的摆放进行指导，将公牛产品放置于醒目位置，一定程度上建立了“排他”的垄断。

图14：配送访销流程图



资料来源：东兴证券研究所

**售点广告高效推动品牌传播。**公牛从渠道终端入手，长期坚持店头招牌等售点广告品牌传播模式，公牛的绿色牌店招随处可见。由于公用电工产品购买周期相对较长，因此高频率的电视广告等宣传方式并不一定会取得显著效果。五金店等终端渠道往往规模较小，免费店招深受欢迎，推动了公牛的渠道迅速下沉至县、镇、村尾端市场，起到了更高效的宣传效果。对于消费者而言，民用电工产品同质化较高，消费者购买过程中，往往是“先寻店，再寻产品”。公牛的绿色店招是消费者进行消费决策前的最邻近以及有效的营销手段。除去店招以外，公牛还通过承担展柜、展板、展架等宣传推广物资部分费用的方式进行营销。受益于售点广告策略，公牛的销售费用占比显著低于其他可比公司。

图15：公牛集团配送访销送货车



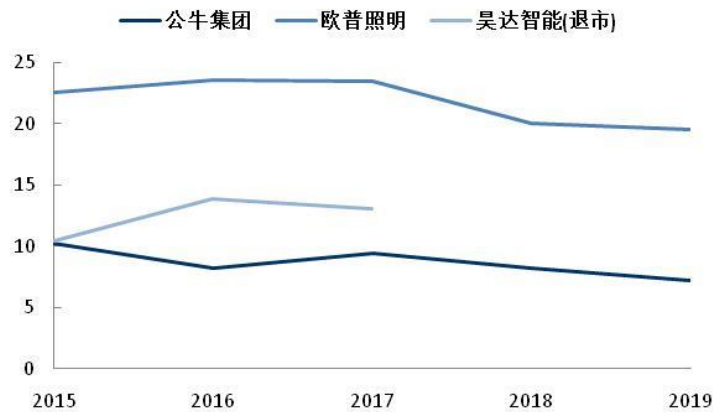
资料来源：网络整理，东兴证券研究所

图16：公牛集团渠道终端网点店招



资料来源：网络整理，东兴证券研究所

图17: 公牛集团销售费用占比与其他公司对比情况

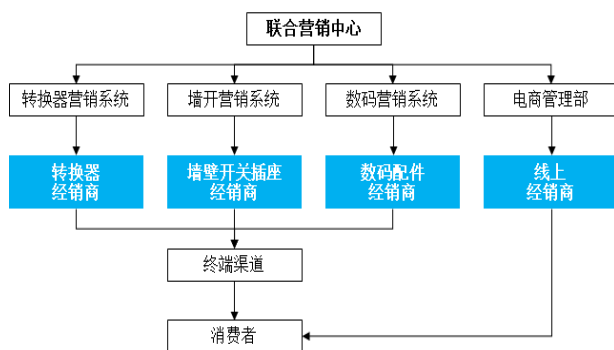


资料来源: WIND、东兴证券研究所

### 2.1.2 管理体系扁平化, 经销商把控能力强

扁平化经销管理体系, 全力推动渠道下沉。从经销体系来看, 公牛建立了扁平的经销管理体系。公司对经销商实行买断式销售, 在转换器、墙壁开关插座、数码配件体系中实行区域独家经销, 对接终端网点; 同时设立线上经销商直接对接终端消费者。自 2012 年起, 公牛推进经销单元的细分并进一步渠道下沉至县级经销单位, 形成了对县级区域的全面覆盖。在全国 3000 多个县级城市中, 有一半的市场做到了县、镇、村三级渠道全覆盖。截止 2018 年, 公司共有 2273 家经销商, 近年来呈稳定上升趋势。其中, 墙壁开关经销商数为 1525 家, 占比高达 67%; 转换器经销商、数码配件经销商和线上经销商分别为 477 家、373 家和 63 家。

图18: 公牛集团经销模式运行图



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

图19: 公牛集团产品销售渠道情况



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

公牛对于经销商的把控能力, 一方面体现在了专销专营和先款后货的管理模式, 另一方面体现在了经销商的淘汰机制。专销专营有利于企业进行统一管理, 公牛鼓励专销专营, 并对优势业务有专销专营强制要求, 有助于公司对于优势业务进行垄断; 先款后货使得公司维持了稳定的现金流水平, 应收账款周转率高达 50 次, 大幅高于同行企业。同时, 公司对经销商在销售额、网点开发、市场推广、经营规范性等方面设定了考核求, 未通过考核或违反公司合同条款的经销商将会面临淘汰, 2018 年共退出经销商 389 家。目前, 公司经销商团队较为稳定, 2015 年之前开始合作的经销商总共 1449 家, 占比高达 62%。

表3：公牛集团专营专销要求情况

渠道	具体约定
转换器经销商	要求经销商选择专营专销模式
墙壁开关插座经销商	直辖市、计划单列市、省会城市的经销商为专营专销
数码配件经销商	可自愿选择专营专销、经营竞争品或非竞争品类，选择不同经营合作模式
线上经销商	因线上经销渠道还处于开拓阶段，公司未对其是否专营专销做出要求

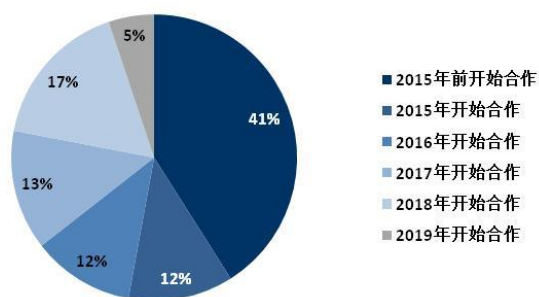
资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图20：公牛集团经销商退出数量情况



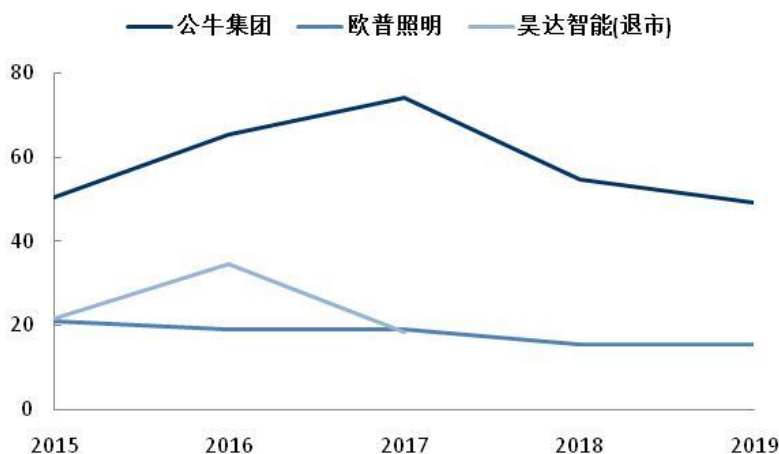
资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图21：公牛集团经销商按合作年份分类情况



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

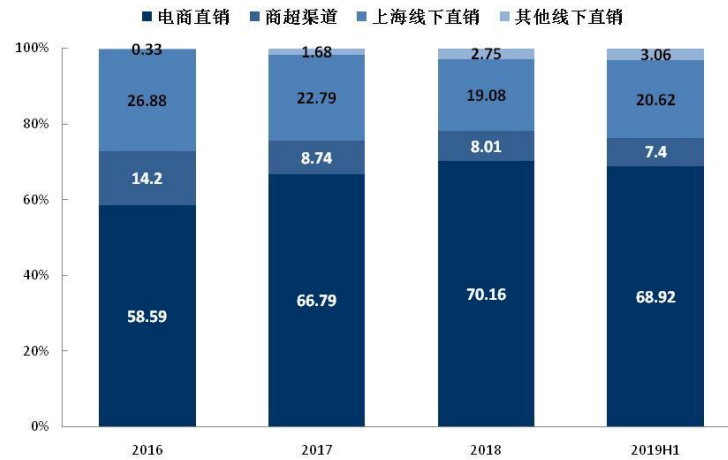
图22：公牛集团营收账款周转率（次）与可比公司对比情况



资料来源：WIND、东兴证券研究所

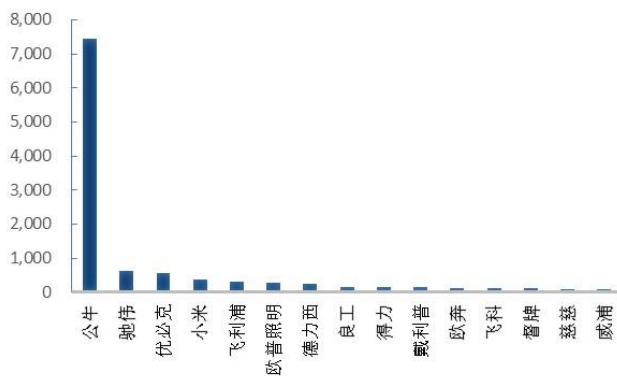
## 2.2 直销：线上渠道形成主导，线下打造新品营销试验田

**电商渠道持续扩张，主导直销体系。**公牛的直销渠道包括电商直销和线下直销。为适应渠道的多元化发展，公司积极拓展电商渠道，电商直销占比约为 70%，近年来呈现逐步提升趋势；线下直销占比约为 30%，其中上海线下直销占主要部分，商超线下直销比例不到 10%。

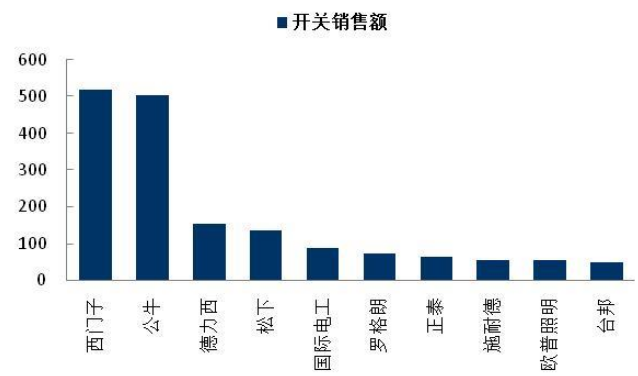
**图23: 公牛集团直销渠道销售情况**


资料来源: 招股说明书、东兴证券研究所

◆ **电商: 电商渠道布局全面, 公牛占据先发优势。**公牛在2010年就建立了专门的电商运营管理团队, 通过官方直营和经销相结合的方式, 推进电商渠道发展。目前公司已经全面入驻天猫、淘宝、京东、唯品会等电商平台, 开拓了数十家线上授权经销商, 实现了电商销售的快速增长。2019年转换器、墙壁开关插座天猫市场占有率分别高达65.27%、28.06%。情报通数据显示, 2019年度公司转换器、墙壁开关插座天猫市场占有率均为第一。公牛的电商保持了较高的毛利率, 基本维持在55%-60%的水平之间, 高于线下直销、境外直销及经销的毛利率水平。

**图24: 2019年双十一淘宝平台转换器销售额情况**


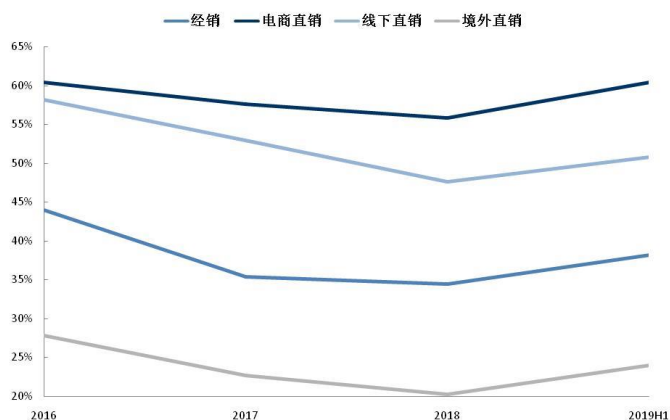
资料来源: 淘数据, 东兴证券研究所

**图25: 2019年双十一淘宝平台墙壁开关销售额情况**


资料来源: 淘数据, 东兴证券研究所



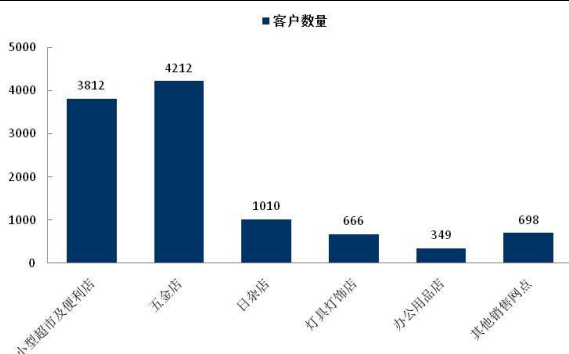
图26：公牛集团渠道毛利率对比情况



资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

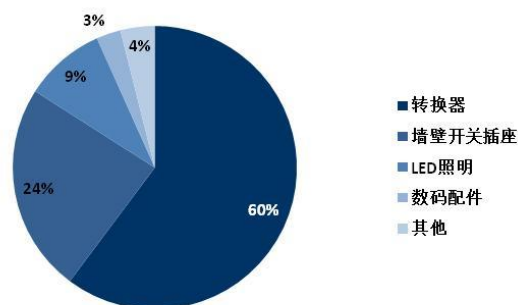
- ◆ **商超渠道：**公司的商超渠道主要客户为家乐福、大润发、沃尔玛、麦德龙等全国连锁超市。
- ◆ **上海线下直销：**借鉴上海地区销售经验，LED 业务有望扩张。公牛在上海区域采取线下直销的业务模式，将上海地区作为产品展示和销售示范窗口，并作为新品首发上市、营销新模式试行的试验基地。当前，公牛在上海地区拥有销售客户 10747 家，客户主要为小型超市及便利店、五金店。从 2019H1 上海线下直销的销售情况来看，LED 照明销售占比大幅提升至 9.26%。公牛有望借鉴 LED 在上海地区的销售经验，在全国范围内推广 LED 业务。

图27：上海线下直销客户情况



资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

图28：2019H1 上海线下直销分产品销售情况



资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

## 2.3 外销：加强自主品牌推广，拓展海外市场空间

公牛推进海外市场自主品牌推广。当前公牛的外销主要以境外 OEM 为主，产品销售给境外品牌厂商或其贸易商。同时，公牛也加强了自主品牌业务的海外市场拓展。2018 年公牛境外 OEM 销售实现 1.71 亿元，境外销售占比 90.44%，境外自主品牌销售实现 0.18 亿元，境外销售占比 9.56%。

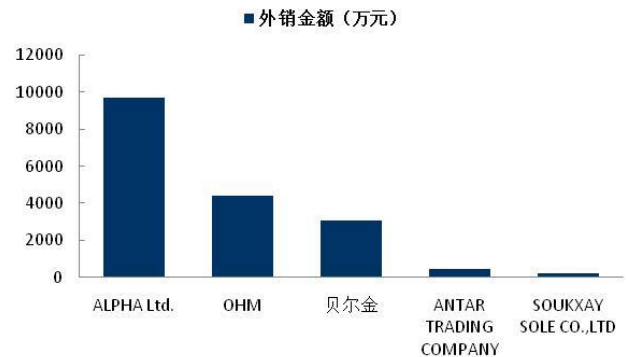
- ◆ **OEM：**目前公司合作的国外品牌有贝尔金、罗格朗、OHM 和施耐德等国际知名品牌，产品销售覆盖了日本、美国、欧洲、东南亚等多个国家和地区；大部分境外 OEM 客户签署了长期有效框架合同，销售情况较为稳定。

◆ **自主品牌:** 公司于 2015 年起, 逐步在东南亚、印度、中东等国家和地区铺设销售渠道, 覆盖五金店、商超、百货日杂等销售网点; 与境外经销商签署海外营销商协议, 每年一签。公司有望借助国内渠道铺设经验, 迅速扩张海外市场。

图29: 外销渠道 OEM 及自主品牌占比情况



图30: 境外销售主要客户及收入情况



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

### 3. 传统业务有望持续扩张, 多元化业务拓展市场空间

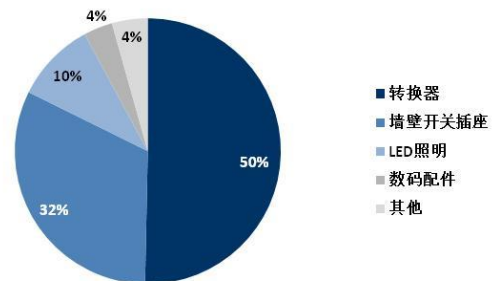
**产品矩阵不断扩张, 重研发推动产品创新。**凭借渠道端的巨大优势, 公牛建立了转换器、墙壁开关插座、LED照明及数码配件为主的四大业务矩阵, 不断丰富产品种类, 2019 年四大业务营收占比分别为 50.33%、31.96%、9.80%、3.54%; 同时, 公司推进研发中心建设, 打造四大业务为主的产业技术优势, 进一步强化产品竞争力。

图31: 公牛集团产品矩阵



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

图32: 公牛 2019 年分产品销售情况



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

表4: 研发中心项目未来研发方向

产业	研发方向	研发项目
转换器产品升级	精品化、高端化、智能化	新型高弹性锡青铜项目、新型保护门研究与应用、基础转换器产品线丰富、USB插座产品线丰富、新型WiFi插座、新型防雷技术研究与应用、新型PP项目等
墙壁开关插座产	装饰开关、智能开	大客户定制产品项目、曲面玻璃装饰开关系列产品开发、陶瓷开关材料和工艺项目、



产业	研发方向	研发项目
品升级	关、大客户定制	金属漆及连框装饰开关系列产品开发、金属面板装饰开关系列产品开发、金属质感免喷涂注塑材料开发项目、组合灯控技术研究、新型迭代电子开关研究项目等
LED 照明产品升级	灯控一体化、护眼技术	自然光谱研究，光学材料研究，医学光谱研究，配光研究，防频闪，护眼灯具多品种研发等
数码配件产品升级	充电技术升级	移动电源产品线升级、车载充电器产品线丰富、无线充电技术、多平台手机快充兼容技术、快充兼容技术研发
智能家居产品及解决方案	智能化、系统化	WiFi 路由器项目（含升级）、APP 控制、轻触、遥控、音控、组合灯控产品、智能单品项目、延长线智能模组产品线、其他类智能电子产品线丰富、智能化、人性化灯具研究应用

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

### 3.1 转换器：电器保有量为需求核心驱动，产品安全性沉淀品牌价值

**转换器快消品属性强，家电及电子产品保有量为需求核心驱动。**由于转换器单价较低、购买频次相对较高，具备一定的快消品属性；作为电器的附属产品，核心驱动为家电及电子产品保有率的不断提升。近年来我国小家电市场发展迅速，市场规模由 2013 年的 2031 亿元增长至 2018 年的 3553 亿元，复合增速高达 12%；从通讯器材类限额以上零售额来看，2019 年零售额高达 4839 亿元，2010-2019 年复合增速高达 22%。家电及电子产品市场的蓬勃发展直接推动了转换器的相关需求，当前转换器对应市场规模约为 170 亿。

图33：小家电市场规模及增速情况

图34：通讯类器材零售额及增速情况



资料来源：WIND，东兴证券研究所

资料来源：WIND，东兴证券研究所

**转换器行业绝对龙头，新老国标转换+应对小米新品冲击凸显公司龙头实力。**

新国标于 2015 年 10 月发布，在 2017 年 4 月实施，过渡期至 2018 年 8 月，对转换器提出了增加保护门、加粗电源线、提升材料阻燃性、3C 认证四项新要求。公牛于 2017 年 4 月即开始全面按照新国标生产产品，快速及时的推出了大量的新国标产品，有效的推动了相关业务销量增长。同时新国标增加了产品的生产成本，提升了行业门槛。

从行业格局来看，公牛集团为行业绝对龙头，天猫线上市场占有率高达 65.27%，主要竞争对手之一的小米市场占有率仅约为 2.87%。2015 年小米推出了首款带有 USB 接口的插线板，定价 49 元，当月销量就突破 100 万只，全年销量突破 300 万只。产品的设计历时 15 个月，仅外形设计就耗时 7 个月。而公牛仅用 4 个月就

推出了同款对标产品，定价 48 元正面对阵小米新品。同时，公牛真正做到了成本把控。公牛销售给经销商的平均售价约为 15 元，48 元的终端售价为经销商保留了较高的例如空间；而小米的生产成本约为 30 元，相比之下利润空间有限。公牛通过龙头公司的绝对实力，化解了小米的新品冲击。

图35：公牛新国标产品



资料来源：网络整理，东兴证券研究所

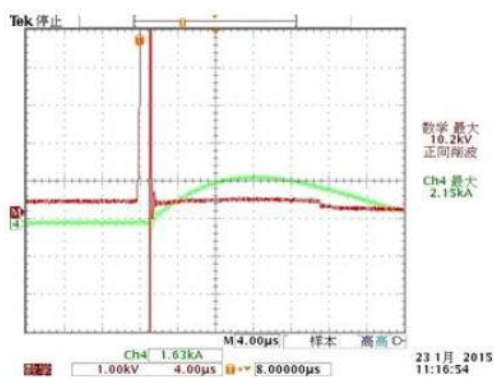
图36：公牛和小米 USB 插座对比



资料来源：网络整理，东兴证券研究所

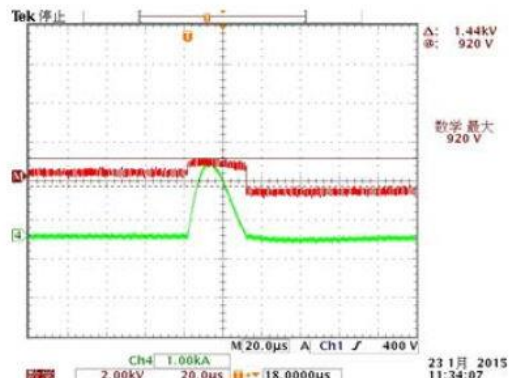
**产品安全性沉淀品牌价值。**对于转换器的购买，安全性一定是消费者的首要考虑因素。转换器作为公牛的起家业务，经过多年的积累建立了绝对的品牌力，打造了“安全”插座的品牌形象，其中最关键的点在于公牛抓住了消费者的核心需求。公牛从原材料选用环节开始，再到采购、研发、生产、检测、售后服务等环节，严格执行高标准的质量管理体系。早在 2003 年公牛就投资 1000 万元建成国际上最具权威的安全实验与鉴定机构。公司研发出了三重防雷、抗电磁干扰、低阻低热、自锁式防脱、真接地插销折叠等技术。目前，公司配备了约 700 名质检专职人员、2000 台实验及产线自动化检测设备、7 个高标准检测实验室，为产品质量管控提供坚实的资源保障。

图37：普通插座施加电涌冲击波形



资料来源：太平洋家居网，东兴证券研究所

图38：公牛抗浪涌插座施加电涌冲击波形



资料来源：太平洋家居网，东兴证券研究所

**产品设计直击消费者使用痛点。**除去安全性，产品的使用便捷性及购买的便利性同样是消费者考虑的主要因素。公牛的渠道较好的解决了购买的便利性；产品设计方面，公牛业内首创家具收纳盒插座、品字形转换器、旅行转换器等，直击消费者使用痛点。

图39：公牛收纳盒插座产品图



资料来源：网络整理，东兴证券研究所

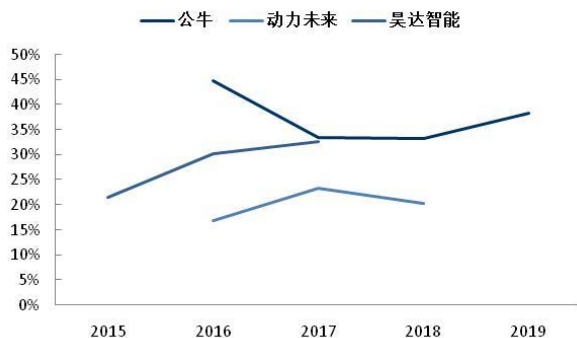
图40：公牛品字形转换器插座产品图



资料来源：网络整理，东兴证券研究所

产品及配件自制率提升，盈利水平有望持续改善。从盈利水平来看，公牛转换器业务毛利率维持行业领先水平。2019 年毛利率高达 38.29%，整体水平远高于其他竞争者。2017 年毛利率下调主要是受原材料价格上涨以及新国标升级导致产品成本增加，公司选择非同比例提价的竞争策略，维持了销售量的较高增速。随着产品及配件自制率的提升，产品毛利率有望进一步上行。由于转换器原材料成本占比较高，公牛积极提升精密五金配件自制率，购置了大批注塑、五金设备，自 2017 年起，公司零配件自制率大幅提升。同时，公司有计划的扩大产能来提升产品的自制率。目前，由于产能受限，转换器 OEM 数量占总产量的比例为 13.41%。

图41：同行业毛利率对比情况



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图42：公司产品及配件自制率情况



资料来源：招股说明说，东兴证券研究所

### 3.2 墙壁开关插座：差异化产品策略瞄准大众市场消费升级

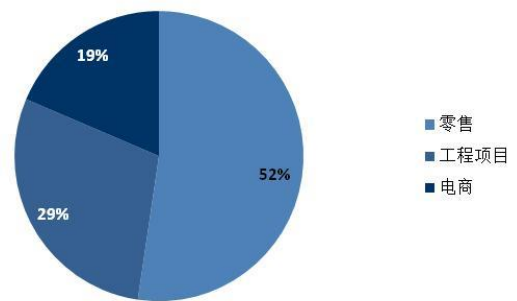
墙壁开关插座为地产后周期产品，销售模式以零售为主。从市场规模来看，2017 年中国墙壁开关插座市场规模为 184.07 亿元，同比增速 16.5%。墙开市场规模的高增速一方面受益于 16-17 年房地产销售增速相对较高，一方面受益于网络渠道的兴起，线上销售增速明显。18-19 年受宏观经济环境以及房地产政策影响，墙开产品销售增速有所放缓。

◆ 从生产区域来看，中国的墙壁开关插座产业基地主要分布在北京地区、长三角地区和珠三角区域。从消费区域来看，墙开产品主要销往华东、华南、华北地区，销售占比分别为 25.2%、22.3%和 19.9%；近年来随着华中、华南地区的快速发展，墙开需求增长迅速。

- ◆ 从使用场景来看, 墙壁开关插座主要应用在建筑领域, 其中住宅、商用建筑是墙开的主要应用场景, 销售占比分别为 35.3%、33.3%。公用建筑、商超销售占比分别为 14.1%和 8.1%。
- ◆ 从销售渠道来看, 墙壁开关的销售渠道分为零售、工程项目以及电商渠道。零售市场主要企业有公牛、正泰等, 以发达的零售网络为特点; 工程项目渠道主要企业有施耐德、西门子、罗格朗等外资品牌, 通过与房地产商签订入围协议, 由房地产商集中采购; 电商渠道为近年来新兴渠道, 各大品牌均有布局。

图43: 墙开市场规模及增速情况

图44: 墙开销售渠道分类情况

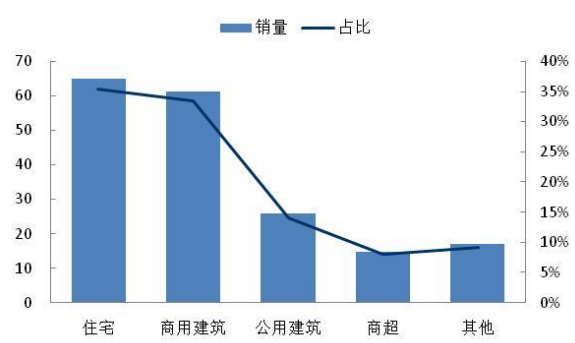
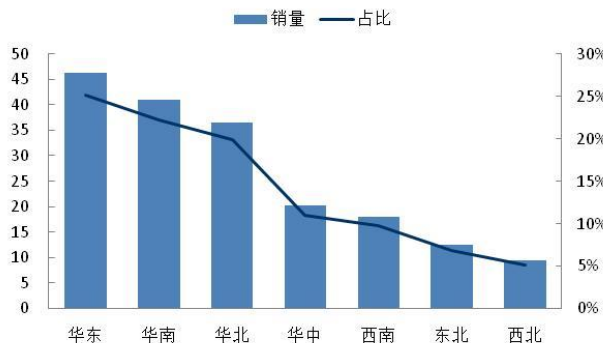


资料来源: 格物致胜, 东兴证券研究所

资料来源: 格物致胜, 东兴证券研究所

图45: 分地区墙开销售情况

图46: 分场景墙开销售情况



资料来源: 格物致胜, 东兴证券研究所

资料来源: 格物致胜, 东兴证券研究所

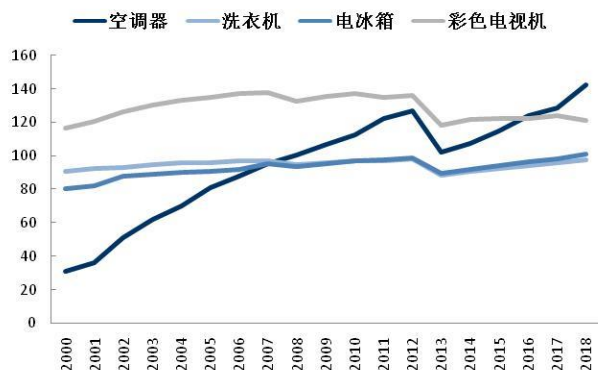
未来墙壁开关插座市场的需求驱动主要来自于商品住宅的需求稳定以及家电等产品的保有率不断提升。

- ◆ 房地产方面, 根据人口、城镇化率以及人均住宅面积等指标的测算, 我们判断未来十年住宅年均销售面积大约为 12 亿平方米, 按照 3 口之家来计算, 约为 1300 万套住宅。按照白色低端 1200 元/套, 彩色中端 2000 元/套, 高端 3000 元/套来计算, 对应市场规模分别为 156 亿、260 亿、390 亿元。商用建筑由于近年来写字楼的空置率提升以及星级酒店的产能过剩, 相关需求驱动或将放缓。而随着新基建项目对公用建筑的带动作用 and 大型商超向三四线城市的下沉, 将有效带动相关墙开产品需求。
- ◆ 家电产品方面, 大家电保有率持续提升, 稳定的支撑了墙壁开关插座的市场需求。目前我国小家电市场增长迅速, 但保有量水平偏低, 渗透率提升空间较大, 同样将会有有效的驱动墙壁开关插座需求持续增长。仅



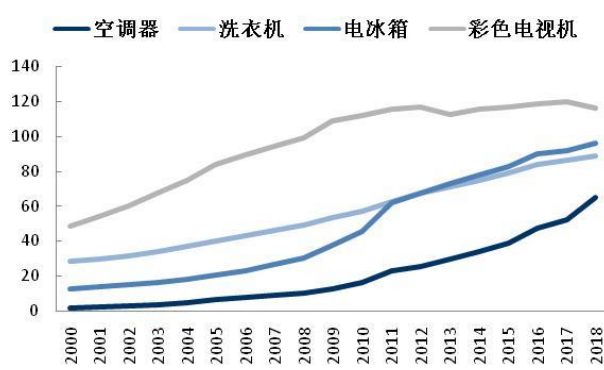
从厨房的使用场景来看，家电的使用大幅提升了区域内墙开需求数量。同时，电子产品使用量的增长也将带动 USB 墙壁开关插座的销量增长。

图47：城镇家庭每百户大家电拥有量



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图48：农村每百户大家电拥有量



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图49：厨房家电展示图



资料来源：网络整理，东兴证券研究所

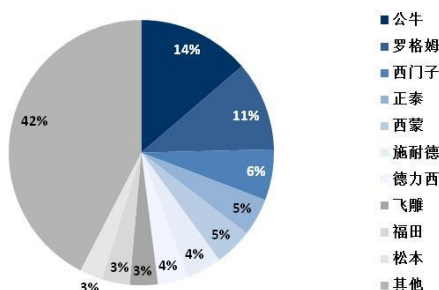
图50：小家电产品展示图



资料来源：网络整理，东兴证券研究所

**渠道优势凸显，公牛初具龙头地位。**从行业格局来看，墙壁开关插座的市场参与者众多，目前从业企业已达2000家；墙开企业规模普遍较小且产品同质化严重，是典型的蚂蚁市场。目前，墙壁开关插座市场集中度较低，以西门子、施耐德、罗格朗等为代表的国际品牌迅速切入国内市场，形成了国内品牌和国际品牌并存的局面。2018年，公牛墙壁开关插座市占率达到13.7%，排名行业第一，罗格姆、西门子市占率分别为10.9%和6.2%，CR3仅为30.8%。由于零售+线上渠道在墙开销售中占比高达70%，公牛凭借渠道优势，初具龙头地位；公司墙开经销商数为1525家，共有11万家墙开终端网点，2019年天猫平台墙开市占率高达28%。当前，公牛产销率及产能利用率的“超负荷”运转反映了公司渠道强大的消化能力，未来公司持续扩大产能，市占率有望进一步提升。

图51：墙壁开关插座各品牌市占率情况



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

图52：公牛墙开产品图样



资料来源：招股说明书，东兴证券研究

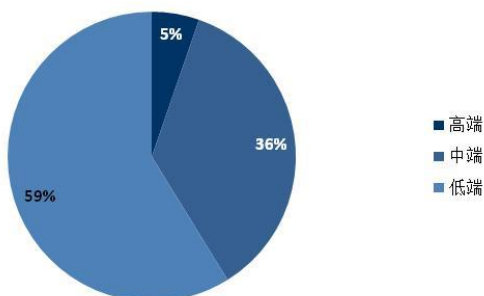
装饰开关定位大众市场消费升级，市占率有望持续提升。公牛的大部分墙壁开关产品定位中低端，由于销售网络深入到各级县、镇、村，主要面对二三线城市的终端消费者，因此产品以大众需求为主。低端/终端/高端产品的销售业绩占比分别为 58.8%/35.9%/5.3%。受消费升级影响，消费者越来越重视房屋整体的装修风格，墙壁开关插座匹配装修风格成为家装关注重点之一，对墙开的设计感和装饰感的需求持续提升。公牛也较早的对产品进行了调整，开发了多个装饰开关系列，将“高端产品”带入大众家庭。公司的装饰开关在 2017 年的销售数量和销售额都实现翻倍增长；并在 2019H1 超过白开关收入。随着消费者对墙壁开关插座关注度的提升，装饰化、电子化、智能化或将是行业发展的方向。公牛有望凭借产品设计优势与技术研发优势持续扩张市场份额，行业集中度有望进一步提升。

表5：公牛产品系列定位及应用场景情况

定位	应用	系列
低端	住宅	G01、G04、G05、G06、G07、G08、G09
中端	酒店、写字楼等装修用	G10、G11、G19
	酒店、公寓、住宅	G18、G28、卧室专用、客厅专用、厨房专用、书房专用
高端	酒店、别墅、公寓、住宅	G20、G22、GD1、GD3、GD5

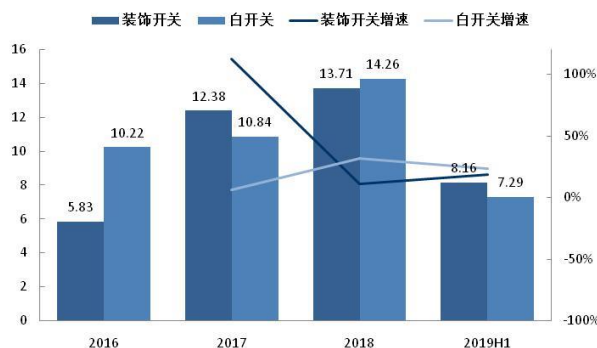
资料来源：格物致胜，东兴证券研究所

图53：2017 年公牛分产品定位业绩



资料来源：格物致胜，东兴证券研究所

图54：公牛白开关和装饰开关销售情况



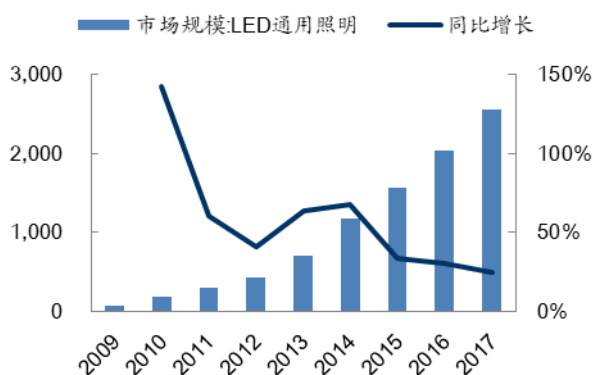
资料来源：招股说明书，东兴证券研究

公牛有望凭借差异化产品策略，进一步提升盈利水平。差异化产品策略定位大众市场消费升级，产品加入更多装饰元素，价格稳步提升，盈利水平有望持续改善。当前，墙开行业整体维持了较高的毛利率水平，整体市场毛利率高于 40%。其中，国际品牌毛利率水平普遍高于国内品牌。主要是因为以罗格姆、西门子等为代表的国际品牌，产品定位以中高端为主，产品设计元素突出，品牌溢价较高；国内品牌产品颜色、设计相对简单，产品定价较低。随着公司产品策略的改变，产品盈利水平不断改善，2019 年公牛墙开毛利率高达 51.65%。

### 3.3 LED 照明：扩大市场空间，渠道协同优势下实现快速追赶

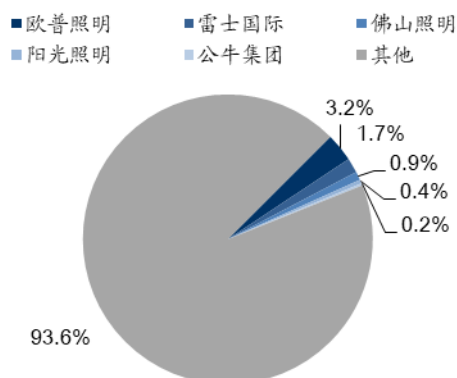
行业集中度尚低，公司凭借渠道及产品差异化优势分一杯羹。随着政府补贴助力 LED 芯片成本下降，叠加限制白炽灯进口及销售政策的出台，2012 年以来我国 LED 照明渗透率加速提升，2017 年 LED 照明市场规模已超过 2000 亿元；预计 2020 年渗透率将进一步上升至接近 80%。当前行业集中度仍然较低，2017 年 CR4 仅为 6.19%。公牛有望凭借渠道和产品差异化优势，从庞大的市场规模中取得一定份额。2019 年公司 LED 板块营收 9.83 亿元，同比增长 32.82%。

图55：LED 照明市场规模迅速扩大



资料来源：Wind，东兴证券研究所

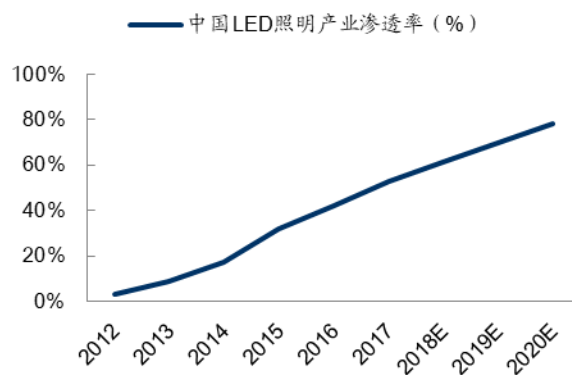
图57：国内 LED 照明行业集中度仍然较低（2017 年）



注：按照各公司内销比例估算 LED 产品内销收入；假设欧普照明 LED 产品收入占比 85%；假设雷士国际 LED 销售收入占比与 2018 年相同。

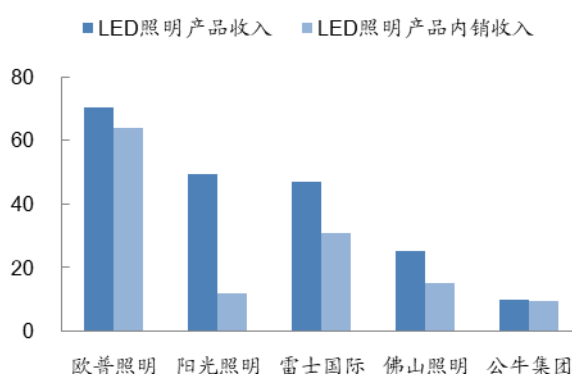
资料来源：Wind，公司公告，招股说明书，东兴证券研究所

图56：LED 照明产品渗透率快速提升



资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

图58：2019 年公司 LED 产品收入与龙头公司对比



注：按照各公司内销比例估算 LED 产品内销收入；假设欧普照明的 LED 照明产品收入占比 85%；假设雷士国际 LED 销售收入占比与 2018 年相同。

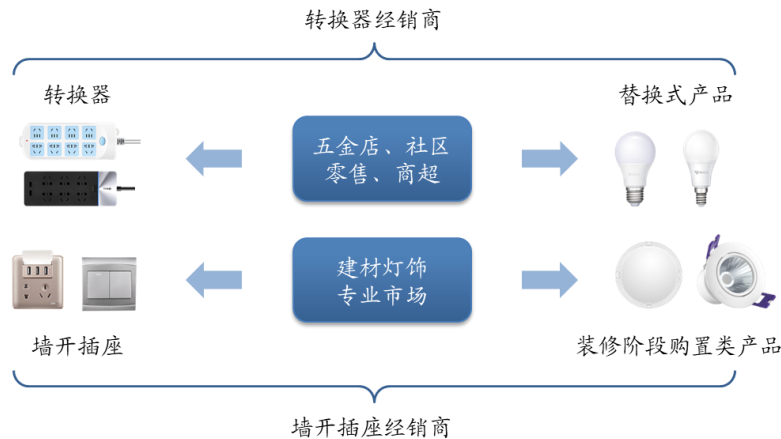
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

线下渠道协同优势明显。公司 LED 照明业务与传统优势业务有着特有的渠道间协同效应：（1）替换式产品（如球泡灯）的常见销售渠道为五金店、社区零售市场等，与转换器相重合；公司利用自身在五金渠道的强



大壁垒，由转换器经销商兼营 LED 产品销售；（2）装修阶段购置类产品（如筒灯、灯带等）在装修顺序上位于墙开插座之后，公司的墙开插座经销商同步销售 LED 灯具，可以发挥品类间引流的作用。

图59：LED 照明产品与公司传统优势产品存在渠道协同效应



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

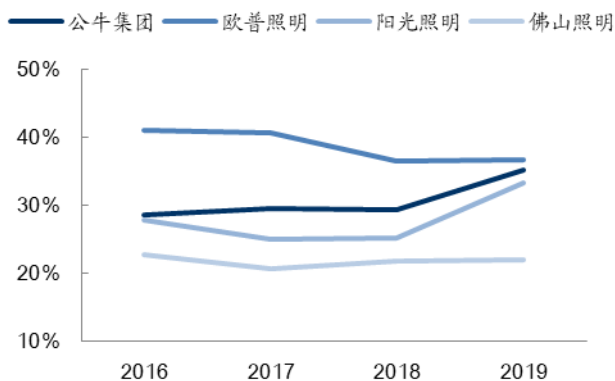
定位“爱眼”产品获差异化优势，产品盈利水平不断提升。公牛以“爱眼”作为产品定位，强调灯具“防频闪”“防蓝光”的功能特性。“爱眼”的产品定位类似于过往公司转换器产品以“安全”为招牌的策略，抓住消费者关心的细分功能进行突破，有利于树立品牌形象。当前公司 LED 产品盈利水平持续提升，优于阳光照明和佛山照明等头部企业。一方面，公牛 LED 产品均为自主品牌，另一方面，“爱眼”定位提升产品溢价。2019 年公司 LED 产品单位价格提升 9.32%，而单位成本仅上升 0.48%，产品毛利率同比上升至 35.06%。

图60：公司 LED 照明产品主打“防频闪”特性



资料来源：京东公牛家装自营旗舰店，东兴证券研究所

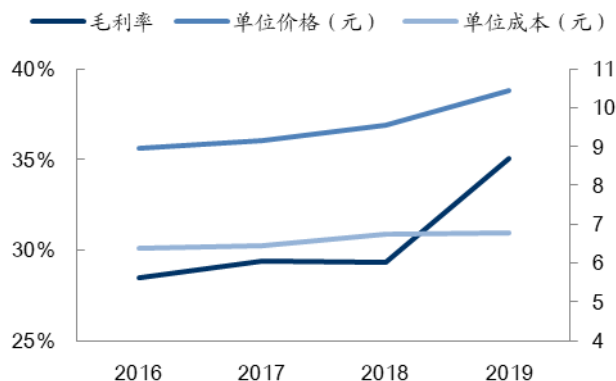
图61：公司 LED 产品毛利率高于阳光照明、佛山照明



注：因数据披露有限，欧普照明所使用的是公司整体毛利率

资料来源：公司公告，招股说明书，东兴证券研究所

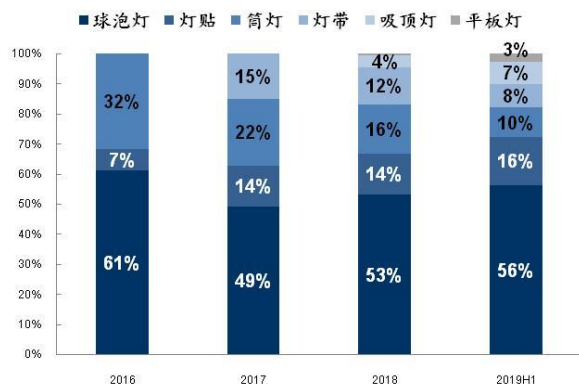
图62：公司 LED 灯单位成本增长幅度低于单位价格增长幅度



资料来源：招股说明书，公司公告，东兴证券研究所

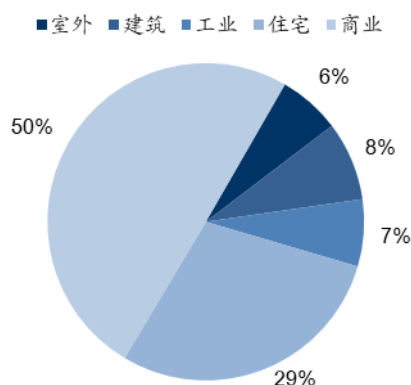
**完善产品矩阵，提升公司整体 LED 业务竞争力。**目前公司 LED 照明业务对光源类产品（球泡灯、灯贴）依赖仍然较重，灯具产品中吸顶灯占比较低，且缺少装饰灯产品；同时相比于专业灯企，公司对专业卖场灯具大店的开发仍然较弱。公司持续丰富灯具产品体系，增强整体照明解决方案能力，2019 年公司新品上市共计 49 款，其中吸顶灯产品 31 款，迅速填补公司吸顶灯产品空缺。此外，随着公司未来在工程渠道发力，LED 照明产品亦有机会借助墙开插座领域的优势，进一步打开商照市场空间。

图63：目前公司 LED 产品以光源类（球泡灯、灯贴）为主



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图64：LED 通用照明市场中商照占比较家照更高

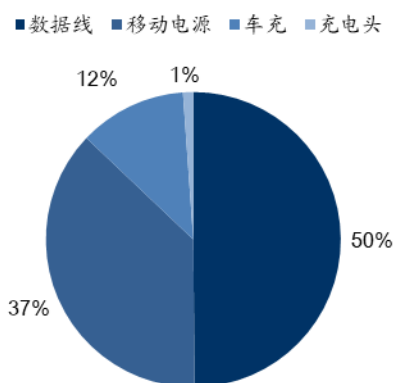


资料来源：Technavio，东兴证券研究所

### 3.4 数码产品：围绕用电概念拓展业务多元化

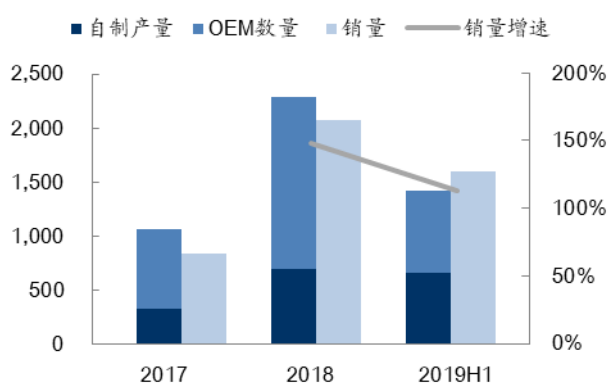
**公司围绕产品用电概念进行业务拓展。**随着 3C 产品的广泛普及，用于充电的数码配件也迎来了市场扩容。公司于 2016 年切入尚无明显优势企业的数码配件领域，销售产品主要包括数据线、移动电源、车充和充电头等。公司借助 OEM 快速上市新品，同时产品定位主流消费，销量增长迅速。公司数码配件毛利率水平类似品胜股份 2015 年前的水平，主要由于市场开拓初期公司以低毛利策略扩张，同时 OEM 比例尚且较高。

图65：公司数码配件分产品营收占比



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

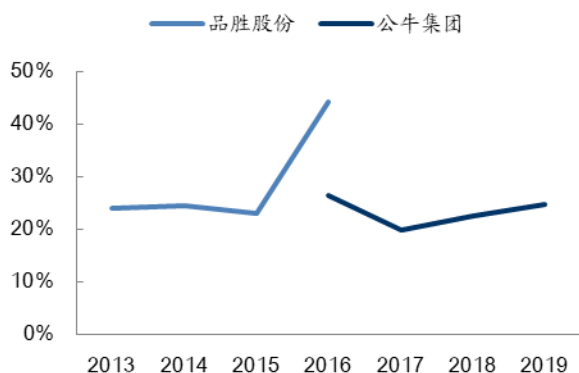
图66：公司借助 OEM 方式应对销量快速增长



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

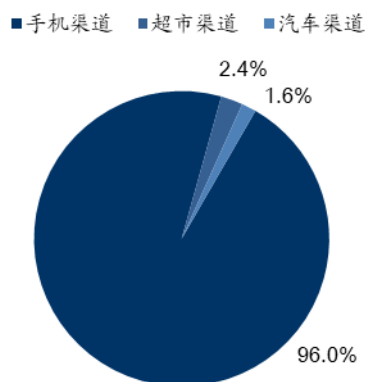
**借鉴配送访销经验，迅速拓展数码配件渠道网点。**数码配件线下渠道和公司传统渠道重合度较低。公司沿用转换器经销商“配送访销”的成功经验，目前已开拓 12 万多个数码配件渠道网点。其中手机渠道约 12 万家（主要为手机店、手机配件店、手机维修店），超市渠道约 0.3 万家，汽车渠道约 0.2 万家（主要为汽车用品店、汽车美容店和汽车销售店）。

图67：公牛与品胜股份数码配件毛利率对比情况



资料来源：招股说明书，公开转让说明书，公司公告，东兴证券研究所

图68：公司数码配件渠道网点结构



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

## 4. 投资建议与投资评级

### 4.1 投资建议

**线下渠道优势奠定民用电工龙头地位，百万网点打造核心护城河。**民用电工市场属于典型的“蚂蚁市场”，具有消费者就近购买的属性，需要大量的终端网点去触及市场的每个角落以实现全国覆盖，公牛集团凭借渠道端优势成长为“行业大象”。线下渠道的铺设，需要大量的资金、人力以及时间投入，开发和维护的成本较高，公牛建立了先发优势明显、终端网点粘性较强的渠道壁垒。公牛的百万网点将分散的终端网点连接成销售网络，高频、有效的反馈市场需求。公司实施配送访销制度助力渠道下沉，加强终端网点粘性。同时，售点广告策略有效的推动品牌传播，一定程度上建立了“排他”的垄断。对于消费者而言，民用电工产品同质化较高，消费者购买过程中，往往是先寻店，再寻产品。公牛的绿色店招是消费者进行消费决策前的最邻

近以及有效的营销手段。

#### ➤ 转换器、墙开插座传统业务市占率有望进一步提升，盈利水平持续改善

电器保有量为转换器需求核心驱动，产品安全性沉淀品牌价值。当前转换器市场规模约为 170 亿，作为电器的附属产品，核心驱动为家电及电子产品保有率的不断提升。对于转换器的购买，安全性一定是消费者的首要考虑因素。公牛从原材料选用环节开始，再到采购、研发、生产、检测、售后服务等环节，严格执行高标准的质量管理体系。公司研发出了三重防雷、抗电磁干扰、低阻低热、自锁式防脱、真接地插销折叠等技术，通过安全性沉淀品牌价值。产品的使用便捷性及购买的便利性同样是消费者考虑的主要因素。公牛的渠道较好的解决了购买的便利性；产品设计方面，公牛业内首创家具收纳盒插座、品字形转换器、旅行转换器等，直击消费者使用痛点。同时公牛注重产品研发，不断提升自制率，改善盈利能力。

差异化产品策略定位大众市场消费升级。墙壁开关插座为地产后周期产品，市场的需求驱动主要来自于商品住宅的需求稳定以及电器的保有率不断提升。我们测算未来行业市场规模将接近 400 亿元。墙壁开关插座的市场参与者众多且产品同质化严重，是典型的蚂蚁市场。渠道优势凸显，公牛初具龙头地位。产品瞄准大众市场消费升级，公司有望凭借差异化产品策略进一步提升市场占有率。

#### ➤ LED、数码配件新兴业务拓展市场空间，多元化业务快速扩张带来利润新增长

LED 行业集中度尚低，公司分享市场扩张红利。LED 照明市场规模已超过 2000 亿元；预计 2020 年渗透率将进一步上升至 80%。当前行业集中度仍然较低，2017 年 CR4 仅为 6.19%。公牛有望凭借渠道和产品差异化优势，从庞大的市场规模中取得一定份额。公牛以“爱眼”作为产品定位，获差异化优势，产品盈利水平不断提升。同时公司持续完善产品矩阵，提升公司整体 LED 业务竞争力。2019 年公司新上市吸顶灯产品 31 款，迅速填补公司吸顶灯产品空缺。

拓展市场空间，围绕用电概念进入数码配件市场。数码配件行业同样对应千亿市场且尚无龙头，公司以低毛利策略抢占市场份额。借鉴配送访销经验，迅速拓展数码配件渠道网点，目前已开拓 12 万多个数码配件渠道网点。

表6：公牛集团业务拆分

		2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	(亿元)	53.66	72.40	90.65	100.40	110.68	125.65	143.76
yoy	(%)		34.91%	25.21%	10.76%	10.23%	13.53%	14.42%
<b>转换器-盈利情况</b>								
营业收入	(亿元)	33.12	40.37	48.47	50.53	52.06	54.42	56.90
yoy	(%)		21.91%	20.06%	4.24%	3.02%	4.55%	4.55%
销售量	(亿件)	2.60	2.94	3.35	3.45	3.50	3.60	3.71
yoy	(%)		13.04%	13.94%	2.81%	1.50%	3.00%	3.00%
单位价格	(元/件)	12.72	13.72	14.45	14.65	14.87	15.09	15.32
yoy	(%)		7.84%	5.37%	1.39%	1.50%	1.50%	1.50%
<b>墙开插座-盈利情况</b>								
营业收入	(亿元)	16.06	23.22	27.97	32.09	36.62	44.38	53.79
yoy	(%)		44.62%	20.46%	14.72%	14.13%	21.20%	21.20%
销售量	(亿件)	2.51	3.27	3.89	4.50	5.08	6.10	7.32

yoy	(%)		29.85%	19.05%	15.68%	13.00%	20.00%	20.00%
单位价格	(元/件)	6.38	7.11	7.19	7.14	7.21	7.28	7.35
yoy	(%)		11.37%	1.18%	-0.83%	1.00%	1.00%	1.00%
<b>LED 照明-盈利情况</b>								
营业收入	(亿元)	1.57	4.16	7.41	9.84	12.75	15.83	19.66
yoy	(%)		164.18%	78.21%	32.82%	29.60%	24.20%	24.20%
销售量	(亿件)	0.18	0.45	0.78	0.94	1.13	1.30	1.50
yoy	(%)		158.42%	70.83%	21.46%	20.00%	15.00%	15.00%
单位价格	(元/件)	8.94	9.14	9.54	10.43	11.26	12.16	13.14
yoy	(%)		2.23%	4.32%	9.35%	8.00%	8.00%	8.00%
<b>数码配件-盈利情况</b>								
营业收入	(亿元)	0.08	1.41	2.77	3.56	4.64	6.17	8.33
yoy	(%)		1776.39%	96.51%	28.39%	30.50%	33.00%	35.00%
销售量	(亿件)	0.00	0.08	0.21	0.31	0.45	0.63	0.86
yoy	(%)		1648.49%	148.07%	50.13%	45.00%	40.00%	35.00%
单位价格	(元/件)	15.67	16.82	13.32	11.39	10.25	9.74	9.74
yoy	(%)		7.32%	-20.79%	-14.48%	-10.00%	-5.00%	0.00%

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

## 4.2 投资评级

预计公司 2020-2022 年实现营收 110.68/125.65/143.76 亿元, 同比+10.23%/13.53%/14.42%, 实现归母净利润 27.06/30.57/35.54 亿元, 同比+17.47%/12.96%/16.26%, EPS 为 4.51/5.10/5.92 元, 对应的 PE 分别为 33.79x/29.91x/25.72x。首次覆盖给予公司“推荐”评级。

我们选取了欧普照明、晨光文具、海天味业作为可比公司。受地产后周期影响, 欧普照明估值自 18 年以来有所下滑, 目前处于历史低位, 随着竣工数据回暖, 估值有望修复; 晨光文具和海天味业均为行业绝对龙头, 领先地位明显; 同时, 晨光、海天与公牛集团类似, 渠道优势构成核心护城河, 市场愿意给予较高的估值溢价; 且晨光和海天的产品消费确定性强, 不存在周期影响。因此我们认为, 公牛集团 25-50 倍的估值区间较为合理。

表7: 可比公司估值情况 (PE)

	2019	2020E	2021E	2022E
欧普照明	23.20	20.40	17.84	15.87
晨光文具	47.00	39.87	32.19	26.16
海天味业	64.20	55.90	47.32	40.27
平均值	44.80	38.72	32.45	27.43

资料来源: WIND 一致预期, 东兴证券研究所 (选取 2020 年 5 月 8 日股价计算 PE)

## 5. 风险提示

宏观经济变动风险, 原材料价格上涨风险, 新业务拓展不及预期等。



附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产合计</b>	3524	5641	8258	11292	14823	<b>营业收入</b>	9065	10040	11068	12565	14376
货币资金	218	734	3738	5749	8078	<b>营业成本</b>	5745	5882	6272	7132	8101
应收账款	211	197	212	241	276	营业税金及附加	69	75	77	88	101
其他应收款	31	27	30	34	39	营业费用	747	725	830	942	1078
预付款项	20	26	33	40	48	管理费用	342	379	418	475	543
存货	812	979	859	977	1110	财务费用	5	-17	-22	-48	-69
其他流动资产	2231	2821	3386	4251	5273	研发费用	351	393	421	477	546
<b>非流动资产合计</b>	1641	1775	1840	1888	1934	资产减值损失	-1.57	-1.37	10.00	10.00	10.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	-0.15	0.00	0.00	0.00
固定资产	1203	1153	1061	969	877	投资净收益	97.27	106.18	101.73	103.95	102.84
无形资产	306	310	297	284	272	加:其他收益	57.33	66.18	66.18	66.18	66.18
其他非流动资产	10	12	11	12	11	<b>营业利润</b>	1960	2769	3225	3654	4231
<b>资产总计</b>	5164	7417	10098	13180	16757	营业外收入	4.96	4.62	4.79	4.70	4.75
<b>流动负债合计</b>	1882	1830	1879	2057	2257	营业外支出	13.41	78.39	45.90	62.14	54.02
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	1951	2695	3184	3597	4182
应付账款	1273	1164	1203	1368	1554	所得税	275	391	478	540	627
预收款项	125	130	141	154	168	<b>净利润</b>	1677	2304	2706	3057	3555
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>非流动负债合计</b>	34	36	37	36	37	归属母公司净利润	1677	2304	2706	3057	3555
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>负债合计</b>	1917	1865	1916	2093	2293	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	25.21%	10.76%	10.23%	13.53%	14.42%
实收资本(或股本)	540	540	600	600	600	营业利润增长	28.02%	41.27%	16.48%	13.31%	15.78%
资本公积	310	310	310	310	310	归属于母公司净利润增长	30.45%	37.38%	17.48%	12.97%	16.26%
未分配利润	2310	4398	6834	9586	12785	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	3248	5551	8182	11087	14464	毛利率(%)	36.63%	41.41%	43.33%	43.24%	43.65%
<b>负债和所有者权益</b>	5164	7417	10098	13180	16757	净利率(%)	18.50%	22.94%	24.45%	24.33%	24.73%
<b>现金流量表</b>			单位:百万元			总资产净利润(%)	32.47%	31.06%	26.80%	23.20%	21.21%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	51.63%	41.50%	33.08%	27.58%	24.58%
<b>经营活动现金流</b>	1910	2297	2293	2178	2499	<b>偿债能力</b>					
净利润	1677	2304	2706	3057	3555	资产负债率(%)	37%	25%	19%	16%	14%
折旧摊销	164.58	196.59	110.89	110.07	109.30	流动比率	1.87	3.08	4.39	5.49	6.57
财务费用	5	-17	-22	-48	-69	速动比率	1.44	2.55	3.94	5.02	6.08
应收帐款减少	-92	14	-15	-29	-35	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	-46	5	11	13	14	总资产周转率	1.99	1.60	1.26	1.08	0.96
<b>投资活动现金流</b>	-1281	-1792	764	-62	-62	应收账款周转率	55	49	54	55	56
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.06	8.24	9.35	9.78	9.84
长期投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	97	106	102	104	103	每股收益(最新摊薄)	3.11	4.27	4.51	5.10	5.92
<b>筹资活动现金流</b>	-484	-5	-53	-105	-109	每股净现金流(最新摊薄)	0.27	0.93	5.01	3.35	3.88
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.01	10.28	13.64	18.48	24.11
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	60	0	0	P/E	49.00	35.69	33.79	29.91	25.72
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	25.34	14.82	11.18	8.25	6.32
<b>现金净增加额</b>	145	500	3004	2011	2329	EV/EBITDA	38.54	27.67	26.47	23.05	19.52

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
产业报告	LED 照明产业：在集中走向繁荣	2019-05-13

资料来源：东兴证券研究所



## 分析师简介

### 张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016年1月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于旅餐饮旅游、免税及教育领域研究。

## 研究助理简介

### 研究助理：王长龙

美国南加州大学经济学硕士，本科毕业于西安交通大学，2018年加入东兴证券研究所，从事策略&轻工制造研究。

### 研究助理：常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F