

603195.SH

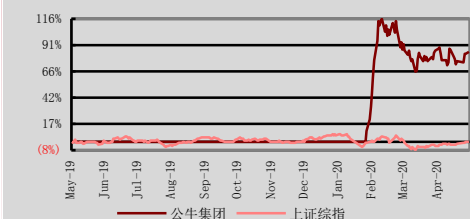
增持

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 158.69

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	85.4	(0.4)	39.3	0.0
相对上证指数	91.5	(3.9)	39.5	1.5

发行股数(百万)	600
流通股(%)	0
总市值(人民币 百万)	95,214
3 个月日均交易额(人民币 百万)	891
净负债比率(%) (2020E)	净现金
主要股东(%)	
宁波良机实业有限公司	54

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2020 年 5 月 11 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造

杨志威

(8621)20328510

zhiwei1.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515060001

刘凯娜

(8621)20328510

kaina.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519050001

公牛集团

护城河坚厚全面, 多品类协同驱动

公司是民用电工龙头企业, 转换器市占率过半, 墙壁开关插座市占率位居第一, LED 照明器件与数码配件业务持续高速增长。受量价齐升、结构优化、渗透加速、集中度提升等驱动, 各行业成长性可持续, 叠加坚厚的渠道、品牌、生产护城河, 公司未来成长可期。

支撑评级的要点

- **转换器龙头多元化布局, 行业成长性可持续。**公司是国内转换器龙头企业, 目前转换器、墙壁开关、LED 照明、数码配件及其他业务占比约为 5:3:1:1, 多元化布局已现端倪。1) **转换器:**消费升级下, 用电设备品类与保有量持续增加, 驱动替换与新增需求, 又因行业标准趋严, 产品结构优化, 均价缓慢上涨, 量价齐升, 共推行业成长; 2) **墙壁开关插座:**房地产等建筑业带动新增需求, 老旧电力电气更新确保替换需求, 低集中度 (CR3=30.8%, CR10=57.6%) 提供企业成长空间; 3) **LED 照明与数码配件:**共同特征包括行业规模大 (超千亿)、增速高、集中度低 (CR3 < 7%), 监管规范有望加速出清, 具备竞争力者可享受行业高增长与集中度提升红利。
- **公司护城河坚厚全面。**1) **渠道:**扁平化架构与品牌溢价孕育高经销商盈利水平, 高毛利转化高动力, 助渠道质量持续优化 (年销售额 100 万元以上的经销商数量占比由 16 年的 35.2% 升至 18 年的 50.8%, MAT2019 插线板天猫淘宝销售额市占率 66.2%), 十几年配送访销与多业务渠道协同, 扩张下沉领先 (2019H1 终端网点 97 万余家), 消费者附近购买的特征使得公司线下渠道优势难以撼动; 2) **品牌:**安全敏感度高与单价低的产品属性使转换器品牌溢价接受度高, 数十万家售点广告与多年营销积累使“公牛”专业安全品牌形象深入人心, 两相结合, 公司品牌壁垒稳固; 3) **生产:**高成品与零配件自制率及强规模效应打造公司成本优势。
- **以护城河为基石, 多品类协同驱动成长。**公司各项业务在渠道与品牌上具备较强协同性, 借助已有的渠道、品牌、生产护城河, 公司转换器业务有望受益于消费升级量价齐升; 墙壁开关插座业务将受以工程为主的渠道拓展及专业系统性产品开发驱动; LED 照明受行业高增长与公司产品结构优化驱动; 数码配件有望享受行业高增长与市场出清红利。

估值

- 公司是民用电工龙头, 转换器业务居首, 多品类协同拓展, 具备渠道、品牌、生产护城河, 驱动力充足, 我们预计 2020-2022 年 EPS 为 4.10、4.89、5.72 元, 同比增长 6.8%、19.2%、17.0%, 对应当前股价 PE38.7X, 首次覆盖给予 **增持**评级。

评级面临的主要风险

- 经济不景气; 地产调控升级; 工程渠道拓展不达预期; 新业务拓展低于预期; 原材料价格大幅上涨。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	9,065	10,040	10,915	12,880	15,046
变动(%)	n.a.	11	9	18	17
净利润(人民币 百万)	1,677	2,304	2,460	2,931	3,430
全面摊薄每股收益(人民币)	2.795	3.840	4.100	4.886	5.717
变动(%)	n.a.	37.4	6.8	19.2	17.0
全面摊薄市盈率(倍)	56.8	41.3	38.7	32.5	27.8
价格/每股现金流量(倍)	49.8	41.4	40.1	32.6	33.1
每股现金流量(人民币)	3.18	3.83	3.96	4.86	4.79
企业价值/息税折旧前利润(倍)	44.9	32.3	30.1	25.2	21.4
每股股息(人民币)	0.000	3.420	1.640	2.102	3.280
股息率(%)	n.a.	2.2	1.0	1.3	2.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

转换器居首，多品类延伸	5
多业务成长性强，协同性高	9
转换器：销量与均价双增，成长性可持续	9
墙壁开关插座：集中度有待提升	11
新兴业务：LED 照明器件、数码配件	13
护城河坚厚全面，多品类协同驱动	16
高经销商盈利与广网点布局筑造渠道护城河	16
高品牌认知与强安全特性筑造品牌护城河	20
高自制率与强规模效应筑造生产护城河	22
多品类协同驱动	23
盈利预测	26
风险提示	27

图表目录

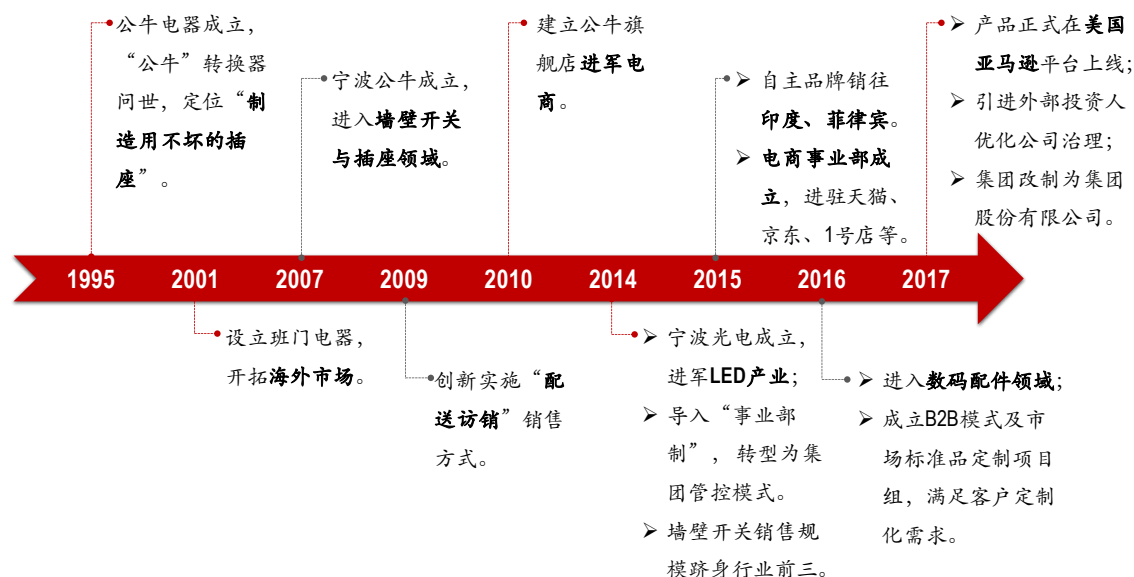
股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公牛集团发展历程.....	5
图表 2. 公牛集团主营产品一览.....	6
图表 3. 公牛集团股权集中度高.....	7
图表 4. 公司业绩保持较高增速.....	7
图表 5. 公司新兴业务营收占比持续提升.....	7
图表 6. 公司盈利水平持续提升.....	8
图表 7. 公司期间费用率呈下降趋势.....	8
图表 8. 转换器市场规模影响因素.....	9
图表 9. 我国转换器市场规模测算.....	10
图表 10. 公司转换器主要竞品.....	10
图表 11. 我国主要转换器品牌价格对比一览.....	10
图表 12. 公司插线板营收显著领先.....	11
图表 13. 公司插线板营收稳增长.....	11
图表 14. 2017 年公司插线板终端销售规模市占率领先.....	11
图表 15. 公司插线板毛利率处于行业较高水平.....	11
图表 16. 我国墙壁开关插座出厂端市场规模稳增长.....	12
图表 17. 2018 年公牛墙壁开关插座出厂端市占率位居第一.....	12
图表 18. 公司墙壁开关插座主要竞品.....	12
图表 19. 我国主要墙壁开关插座品牌价格对比一览.....	13
图表 20. 全球 LED 照明市场规模保持双位数增长.....	13
图表 21. 我国 LED 通用照明市场规模持续增长.....	13
图表 22. 公司 LED 照明市场份额持续提升.....	14
图表 23. 我国 LED 照明市场集中度较低.....	14
图表 24. 全球智能手机、无线耳机、无线音响新增数据线出厂端市场规模测算.....	14
图表 25. 全球智能手机、无线耳机、无线音响数据线规模.....	15
图表 26. 全球移动电源市场规模持续增长.....	15
图表 27. 公司核心竞争力架构图.....	16
图表 28. 公司维持扁平化经销运营模式.....	17
图表 29. 公司经销环节加价率测算.....	17
图表 30. 公司经销环节毛利率测算.....	17

图表 31. 公司各类渠道经销商专营要求.....	18
图表 32. 公司经销商数量稳增长.....	18
图表 33. 公司经销商渠道终端网点数量较为稳定.....	18
图表 34. 公司各品类终端网点细分渠道分布情况.....	19
图表 35. 2019H1 同类公司渠道对比.....	19
图表 36. 公司单个经销商覆盖网点数较为稳定.....	20
图表 37. 公司单个经销商网点平均销售额持续攀升.....	20
图表 38. 公司年度销售额最高区间的经销商数量增长最快.....	20
图表 39. 公司年度销售额 100 万元以上的经销商数量占比持续提升.....	20
图表 40. 公牛携手甄子丹推广插座用电安全.....	21
图表 41. 公牛以售点广告为传播核心.....	21
图表 42. 公司转换器单价持续提升.....	21
图表 43. 2019 年我国 N95 医用口罩产量市场份额分布.....	21
图表 44. 公司产能利用率已在高位.....	22
图表 45. 公司 OEM 产量占比持续下降.....	22
图表 46. 公司募投项目规划.....	22
图表 47. 公司零配件自制率持续提升.....	23
图表 48. 公司主要产品直接材料占成本比例呈下降趋势.....	23
图表 49. 小米第一款插线板.....	23
图表 50. 公司对标小米推出的插线板.....	23
图表 51. 小米与公牛插线板业务博弈.....	24
图表 52. 2019-2022E 年公司收入拆分及预测 (万元).....	26
损益表(人民币 百万).....	28
资产负债表(人民币 百万).....	28
现金流量表(人民币 百万).....	28
主要比率 (%).....	28

转换器居首，多品类延伸

公司成立于 1995 年，最初主营转换器的研发、生产与销售，定位为“制造用不坏的插座”。2001 年，公司设立班门电器开拓海外市场；2007 年公司进入墙壁开关插座领域；2014 年，公司涉足 LED 照明器件产业；2016 年，公司覆盖数码配件产品。

























图表1. 公牛集团发展历程



资料来源：公司官网，招股说明书，中银证券

多品类鲜明定位，业绩驱动力充足。迄今，公司已形成转换器与墙壁开关插座为主的传统业务，及 LED 照明与数码配件为主的新兴业务架构，拥有“安全插座”、“装饰开关”、“爱眼 LED 灯”、“数码精品”等鲜明的品类定位，成为我国民用电工龙头企业。

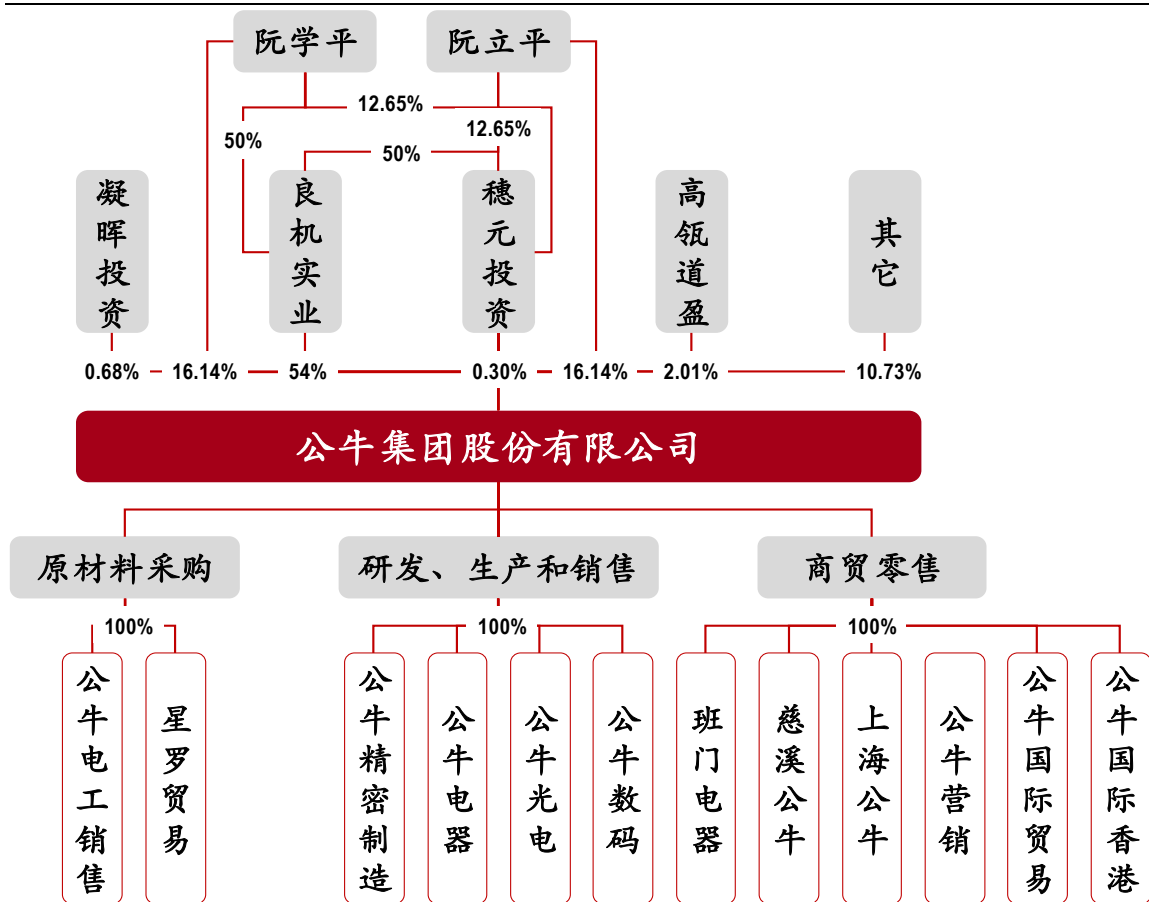
图表2. 公牛集团主营产品一览

品类	产品	系列	图示
传统业务	插线板	防雷系列（9 款单品）	
		过载保护系列（9 款单品）	
	大功率系列（5 款单品）		
	基础有线系列（25 款单品）		
	工程系列（3 款单品）		
转换器	高端插座	抗电涌锡类（6 款单品）	  
智能 WiFi 系列（3 款单品）			
旅行转换器系列（11 款单品）			
定时器系列（4 款单品）			
变压器系列（4 款单品）			
漏电保护系列（2 款单品）			
一转多系列（12 款单品）			
USB 插座	魔方系列（7 款单品）	 	
	桌面 USB 插座系列（7 款单品）		
	小白 USB 插座系列（4 款单品）		
	防过充系列（2 款单品）		
墙壁开关	白开关/装饰开关	多位标识系列（4 款单品）	      
		G29 水晶开关系列（12 款精品）	
		G28 多位连框系列（22 款精品）	
		G22 高晶玻璃系列（64 款精品）	
		G20 3D 钻面系列（36 款精品）	
		G19 铝镁合金系列（31 款精品）	
		G18 幻影纹理系列（40 款精品）	
LED 照明器件	爱眼 LED 照明光源	阅读灯（1 款单品）	     
		筒灯（4 款单品）	
		蝶形灯（3 款单品）	
		射灯（3 款单品）	
		灯带（1 款单品）	
		球泡（5 款单品）	
数码配件	数码配件	车充（4 款单品）	   
		数据线（7 款单品）	
		移动电源（3 款单品）	
		USB 充电器（3 款单品）	

资料来源：公司官网，中银证券

股权高度集中，决策高效统一。2020 年 2 月 6 日，公司于上交所上市，实际控制人阮学平、阮立平先生是兄弟关系，皆直接持有公司 16.14%股份，并通过良机实业、穗元投资间接持有公司 27.00%、0.04%股份，两人合计持有公司 86.36%股份，股权高度集中，有利于决策的高效统一，提升管理运营效率。

图表3. 公牛集团股权集中度高

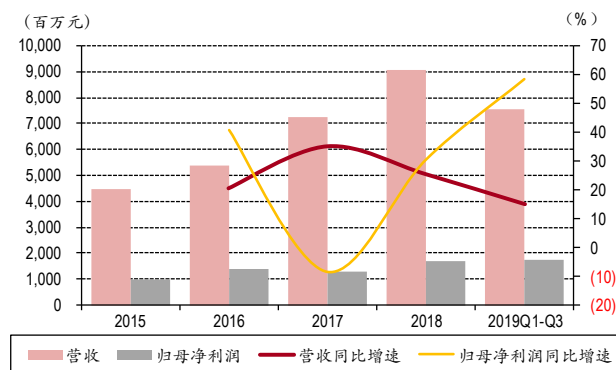


资料来源：万得，中银证券

业务多元化高增长。2015-2018年，公司营收CAGR为26.7%，归母净利润CAGR为18.8%，2019年前三季度，公司营收同比增长14.9%至75.3亿元，归母净利润同比增长58.5%至17.5亿元，维持高增长态势。其中，LED照明器件、数码配件等新兴业务在2015-2018年间的营收CAGR高达199.4%，助营收占比由2015年的0.9%提升至2019Q1-Q3的14.3%，拓展迅速。

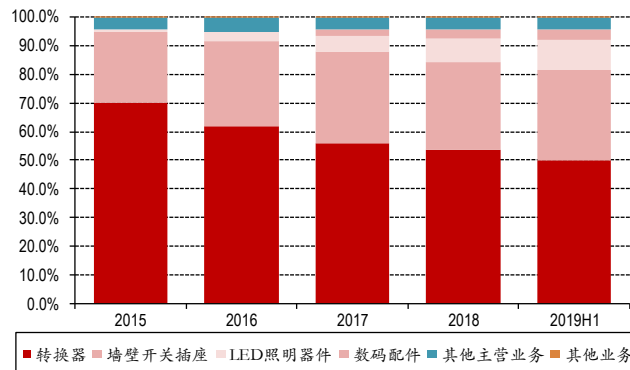
盈利水平趋势向上。传统业务中转换器受新老国标转换与原材料价格上升影响，2017年毛利率有较大降幅，但随着新国标产品占比提升及公司提价，2019H1毛利率有明显提升。新业务受益于销售高增长，规模效应加速释放，叠加自制产品占比提升，毛利率呈上升趋势。另外，公司近年广告投放渠道重心由传统媒体转向新媒体，更注重精准有效投放，助销售费用率持续下降，最终净利率趋势向上。

图表4. 公司业绩保持较高增速



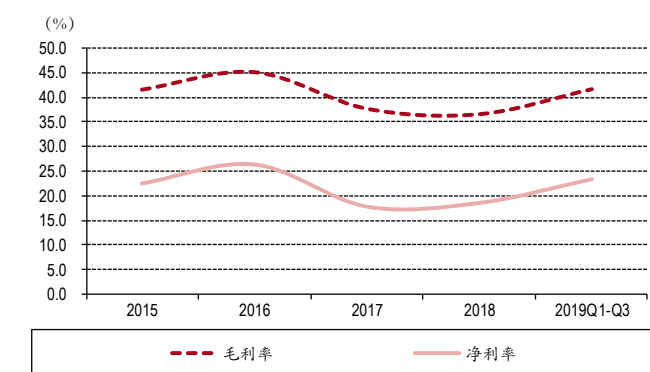
资料来源：万得，中银证券

图表5. 公司新兴业务营收占比持续提升



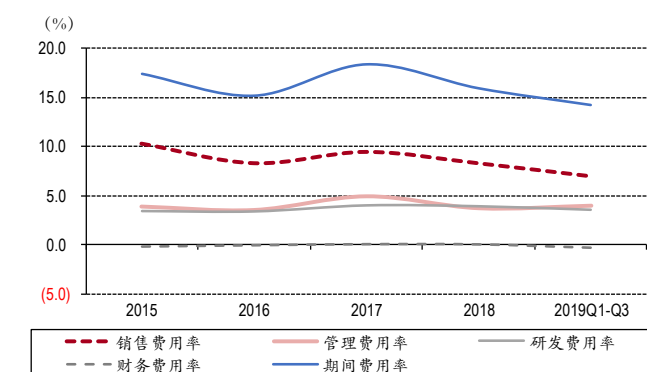
资料来源：万得，中银证券

图表6. 公司盈利水平持续提升



资料来源：万得，中银证券

图表7. 公司期间费用率呈下降趋势



资料来源：万得，中银证券

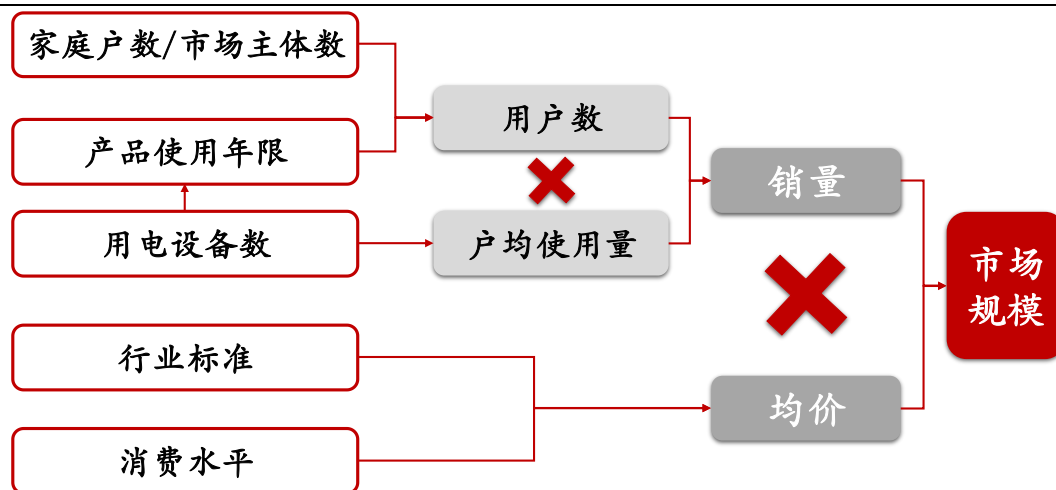
多业务成长性强，协同性高

转换器：销量与均价双增，成长性可持续

转换器的市场规模取决于销量与产品单价。销量受用户数与户均用电设备数影响。用户可分为家庭用户与市场主体用户，用电设备包括家用电器、3C 电子产品等。近年来，居民可支配收入提升，大家电普及迅速，小家电、护理电器、3C 电子产品等用电设备加速丰富与渗透，使转换器平均使用年限随使用强度增加而缩减，用户对转换器的需求持续增加。

单价受行业标准与消费水平影响。2017 年 4 月，插线板新国标开始实施，对保护门、线材、耐火阻燃性等方面标准更为严格，并规定旧国标产品只能销售到 2018 年 10 月。此举一出，产品技术含量增加，生产成本大增，行业壁垒被拔高，加速企业出清。未来，随着行业标准提升，监管趋严，行业结构将持续优化，叠加居民可支配收入提升带动消费升级，产品均价有望随之提升。

图表8. 转换器市场规模影响因素



资料来源：中银证券

根据以上逻辑，我们：

- 1、将需求分为家庭需求、市场主体需求；
- 2、考虑到我国人口增速放缓，户均用电设备使用量增加，对总户数增速、转换器使用年限进行了逐年递减假设，对户均使用量进行了逐年递增假设；
- 3、考虑到公司转换器定位中高端，售价高于行业平均，假设公司当年境内直销均价的 85% 为行业均价，并受益于产品结构优化与行业集中度提升，均价以 3% 的增速逐年递增；

测算结果显示：在替换与新增需求的双轮驱动下，2020 年我国转换器需求量将达 8.71 亿个，对应终端市场规模为 231 亿元，之后将维持低双位数增长，行业成长性可期。

图表9. 我国转换器市场规模测算

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
家庭需求								
总户数 (百万户)	449	452	456	459	462	465	468	469
同比增速(%)	0.8	0.6	0.8	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4
新增需求户数 (百万户)	4	3	4	4	3	3	2	2
转换器使用年限 (年)	9.5	8.8	8.4	8.0	7.7	7.5	7.3	7.0
替换需求户数 (百万户)	47	51	54	57	60	62	64	66
总需求户数 (百万户)	51	54	58	61	63	65	66	68
户均使用量 (个)	4.5	4.8	5	5.1	5.2	5.3	5.4	5.5
总需求量 (百万个)	230	255	289	311	326	343	359	377
同比增速(%)	—	11.3	13.1	7.6	5.0	5.0	4.9	4.9
市场主体需求								
实有户数 (百万户)	87	98	110	123	136	149	163	176
同比增速(%)	12.4	12.7	12.3	11.8	10.3	9.8	9.0	8.0
新增需求户数 (百万户)	10	11	12	13	13	13	13	13
转换器使用年限 (年)	7.7	7.5	7.3	7.1	6.8	6.6	6.4	6.2
替换需求户数 (百万户)	10	12	13	16	18	20	23	26
总需求户数 (百万户)	20	23	26	29	31	34	37	39
户均使用量 (个)	14.5	15.2	16.0	16.8	17.6	18.5	19.4	20.4
总需求量 (百万个)	285	346	409	481	541	626	712	798
同比增速(%)	—	21.6	18.1	17.6	12.6	15.6	13.7	12.0
终端市场需求								
合计需求量 (百万个)	536	616	707	795	871	972	1075	1178
同比增长(%)	—	14.8	14.9	12.4	9.6	11.6	10.6	9.6
零售单价 (元)	21	23.9	25.0	25.7	26.5	27.3	28.1	29.0
终端市场规模 (亿元)	114	147	177	205	231	265	302	341
同比增长(%)	—	28.5	20.2	15.7	12.9	14.9	13.9	12.9

资料来源：公安部，国家统计局，国家工商总局，中银证券（注：红色为假设数据，蓝色为依据假设推测出的数据）

目前，“公牛”是我国转换器行业当之无愧的龙头品牌，主要竞品有小米、飞利浦等。其中，“公牛”插线板定位中高端，采取高单价产品售价略高于竞品，低价引流产品售价等同或略低于竞品的方式，在维护市占率的同时，获取品牌溢价，从而保持行业较高盈利水平。

图表10. 公司转换器主要竞品

品牌	企业	成立时间	简介
小米	北京动力未来科技股份有限公司	2002	主营智能家居产品的研发、设计、制造与销售，主要产品为电源转换器、USB 快充电源、USB 数据线、电源适配器等。
飞利浦	深圳昊达智能科技股份有限公司	2011	主营延长线插线板、电源转换器、智能家居、汽车电子产品（车载信息娱乐系统）的产品定义、研发、设计、生产、销售，是在中国大陆全部渠道销售飞利浦延长插线板、电源转换器的经销商。

资料来源：招股说明书，中银证券

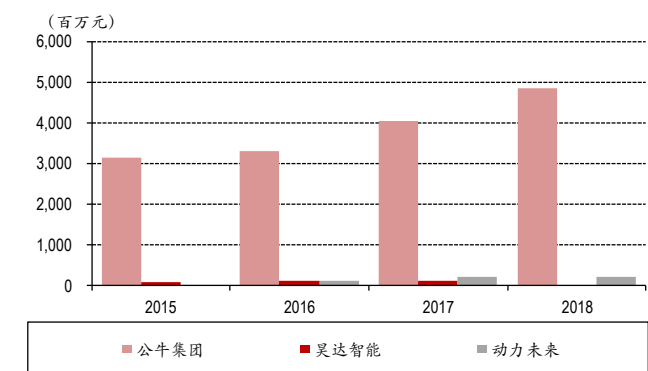
图表11. 我国主要转换器品牌价格对比一览

	公牛	小米	飞利浦
3USB 接口+3 插位总控插线板	59	49	45.8(京东秒杀, 原价 59.9)
3 插位总控插线板	29.9	28.3	28.9
4 插位分控插线板	43.4	49	45.9
3USB+6 插位总控插线板	89	79	69.9(其中3位为2孔插座)
5 插位分控插线板	51.8	59	46.8(京东秒杀, 原价 58.8)

资料来源：天猫旗舰店，京东商城，小米商城，中银证券

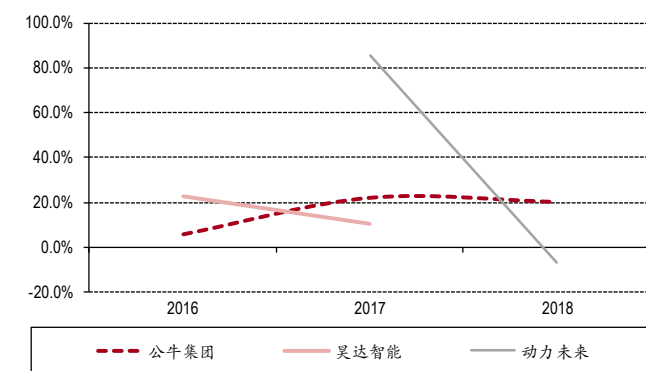
公司销售规模一枝独秀，盈利水平行业领先。据我们测算，假设：1) 公司境内直销均价为终端售价；2) 昊达智能、动力未来终端售价为出厂价的 2 倍，则：2017 年公牛集团终端规模市占率为 56.3%，远高于动力未来的 3.1%、昊达智能的 1.7%。另因公牛定位中高端，“插座专家与领导者”的品牌形象使其具备一定品牌溢价，叠加较高的产品与零配件自制率、行业领先的规模效应，盈利水平优于同行。

图表12. 公司插线板营收显著领先



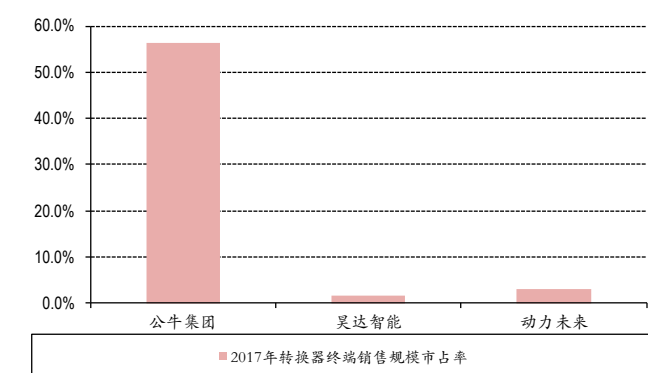
资料来源：万得，中银证券

图表13. 公司插线板营收稳增长



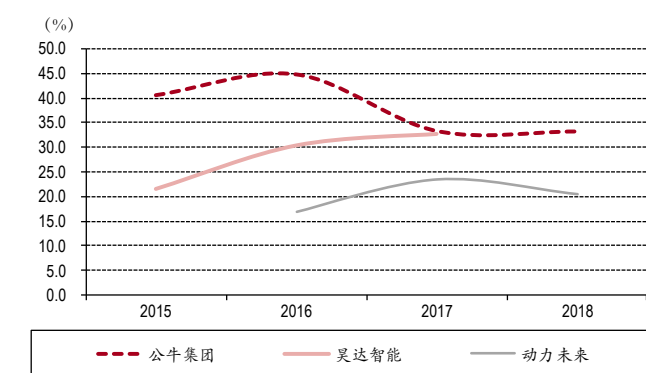
资料来源：万得，中银证券

图表14. 2017 年公司插线板终端销售规模市占率领先



资料来源：万得，中银证券

图表15. 公司插线板毛利率处于行业较高水平



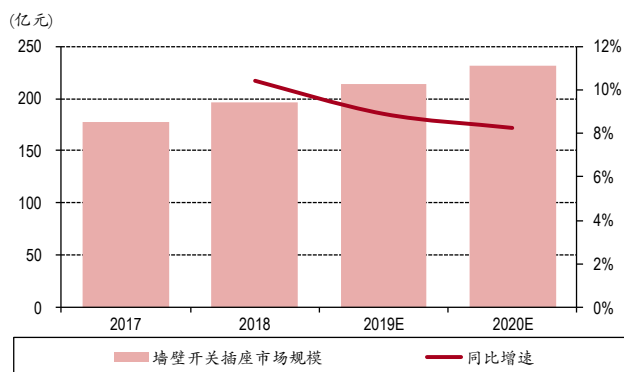
资料来源：万得，中银证券

墙壁开关插座：集中度有待提升

墙壁开关插座市场需求主要受住宅、写字楼等商品房与工商业建筑等影响，与地产相关性较强。近年来，随着基础设施建设与地产开发的进行，我国墙壁开关插座市场规模稳步增长。据新思界数据显示，2018 年我国墙壁开关插座出厂端市场规模同比增长 10.4%至 197 亿元，2020 年有望同比增长 8.2%至 232 亿元。

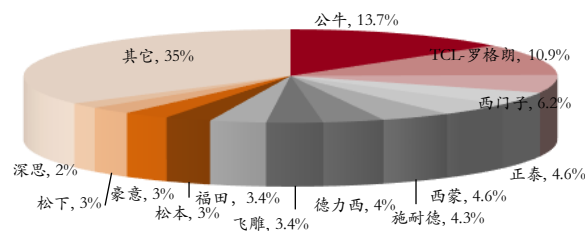
墙壁开关插座行业参与者众多，集中度较低。因技术壁垒与生产门槛较低，产品差异性较小，据中国质量认证中心查询结果显示，截至 2018 年 7 月末，产品通过 3C 认证的制造商就有 1,400 余家，参与者众多。另据新思界数据显示，2018 年我国墙壁开关插座市场出厂端 CR3 为 30.8%，CR10 为 57.6%，明显低于转换器行业。

图表16. 我国墙壁开关插座出厂端市场规模稳增长



资料来源：新思界，中银证券

图表17. 2018 年公牛墙壁开关插座出厂端市占率位居第一



资料来源：新思界，中银证券

在众多市场参与者中，若按品牌定位分类，可分为：1) 定位中高端、较早进入中国市场的外资品牌，如：西门子、施耐德、罗格朗、松下；2) 走高性价比路线的本土品牌，如：公牛、德力西、欧普、正泰、飞雕。两者价格相差较大。

图表18. 公司墙壁开关插座主要竞品

品牌	成立时间	总部	2018 财年营收	简介
外资品牌				
西门子	1847	德国	830.44 亿欧元	电机和电子领域的全球业界先驱，并活跃于能源、医疗、工业及基础建设与城市业务领域。
施耐德	1836	法国	257.20 亿欧元	业务涉及家居、楼宇、数据中心、基础设施和工业领域能源管理与自动化技术数字化转型。
罗格朗	1904	法国	59.97 亿欧元	经营 50 个商业品牌，产品包括开关插座、智能系统、楼宇对讲、综合布线、线缆管理、低压产品等。
西蒙	1916	西班牙	——	主营低压电器及其附件、照明灯具，产品还涵盖了楼宇控制系统，智能安防系统等。
松下	1918	日本	7.98 万亿日元	全球性电子厂商。松下（中国）成立于 1994 年，主营家电、系统、环境、元器件等商品的销售和售后服务活动。
本土品牌				
正泰	1997	浙江	274.21 亿元	主营配电电器、终端电器、控制电器、电源电器等低压电器及电子电器、仪器仪表、建筑电器和自动化控制系统等产品。
德力西	1991	浙江	——	以生产高中低压电器、输配电电气和工业自动化控制电气为主，同时涉足综合物流、交通运输、矿业能源、环保工程、再生资源、金融服务等产业。
欧普	2008	上海	80.04 亿元	主营照明光源、灯具、控制类产品，并逐步转型为照明系统及集成家居综合解决方案服务商。
飞雕	2000	上海	——	主营墙壁开关插座，并涉足转换器、照明、水暖、浴霸、换气扇、家用线缆等建筑水电系统产品。

资料来源：各公司招股说明书，中银证券

图表19. 我国主要墙壁开关插座品牌价格对比一览

分类	产品	外资品牌					本土品牌		
		西门子	施耐德	罗格朗	松下	飞利浦	公牛	欧普	德力西
白开关	带 USB 接口 5 孔插座	70.0	159.6	167.4 (2USB)	73.37 (2USB)	159.5	46.5 (3USB)	43.6 (2USB)	55 (2USB)
	一开双控 5 孔开关插座	30.7	23.5	48.2	48.3	45.7	20.2	12.9	22.9
	5 孔插座	11.9	16.5	24.9	7.9	18.2	9.4	3.8	10.9
	四开双控开关	44.8	48.5	78.2	49.6	67.0	30.0	15.9	29.9
装饰开关	带 USB 接口 5 孔插座	198.8	247.2	199.5	155.1	169.0	46.5	52.9	65.0
	一开双控 5 孔开关插座	26.9	88.0	63.8	55.1	62.6	22.8	20.9	25.9
	5 孔插座	19.8	57.0	35.9	32.7	29.6	12.2	5.5	14.5
	四开双控开关	142.5	162.3	94.1	107.0	83.4	35.8	26.9	36.9

资料来源：天猫旗舰店，中银证券

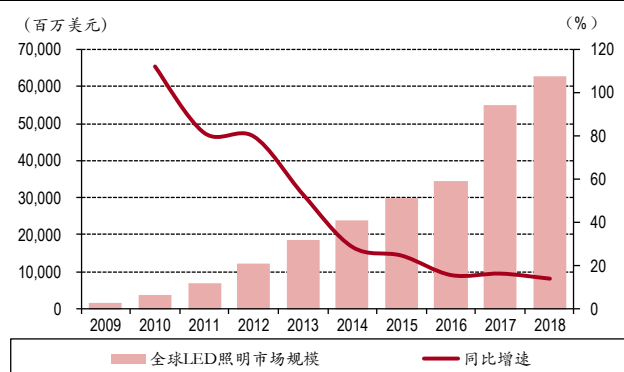
公司墙壁开关插座市占率居首。据新思界数据显示，2018 年我国墙壁开关插座市场中，公牛以 13.7% 的出厂端市占率位居第一，随后是 TCL-罗格朗 (10.9%)、西门子 (6.2%)、正泰 (4.6%)、西蒙 (4.6%)，考虑到行业参与者众多，公牛属头部品牌，售价高于行业平均，终端市占率预计更高。另据情报通数据显示，2018 年公牛墙壁开关插座天猫市占率为 26.08%，因产品需求仍以 B 端市场为主，而公司 C 端渠道架构更为成熟，我们预计公牛实际终端市占率约 15%-20%，市场领先。

新兴业务：LED 照明器件、数码配件

LED 照明器件

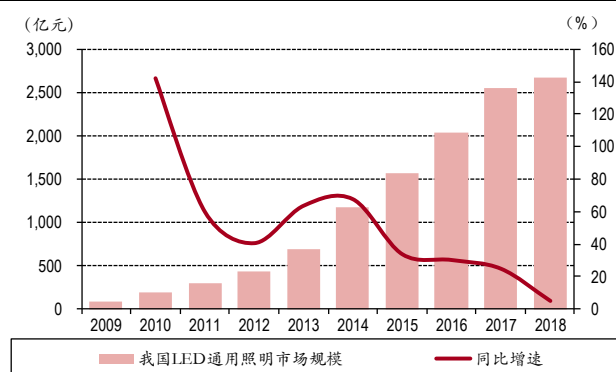
政策助力高增长。相较传统照明，LED 照明更为节能环保，且使用寿命长，电能转化率高，是更优选择，故我国政府自 2009 年起加大对 LED 产业链中上游企业的补助，助市场规模高速增长。据 Digitimes 数据显示，2018 年全球 LED 照明市场规模同比增长 14.2% 至 629 亿美元，过去十年 CAGR 为 48.9%，渗透率提升至 42.5%；另据 CSA 数据显示，2018 年我国 LED 通用照明市场规模同比增长 5.1% 至 2679 亿元，10 年内 CAGR 为 48.1%。

图表20. 全球 LED 照明市场规模保持双位数增长



资料来源：Digitimes，中银证券

图表21. 我国 LED 通用照明市场规模持续增长



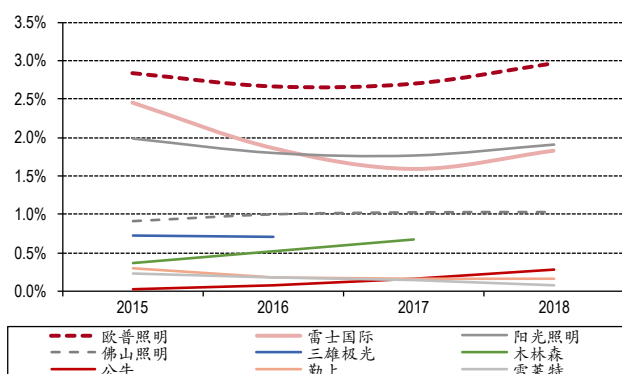
资料来源：CSA，中银证券

竞争加剧，外资品牌退出。早期我国传统照明市场被通用、飞利浦、欧司朗三巨头主导，但随着政策倾斜带来的 LED 爆发式增长，大量厂家进入 LED 照明行业，市场竞争加剧，价格战接连爆发，低价化照明趋势明显。传统三巨头相较本土厂商，市场反应过慢，生产成本过高，售价过高，份额被一步步蚕食，2016 年后不得不相继退出中国市场。

市场集中度低。目前，我国 LED 照明市场主要厂家有欧普、雷士、阳光照明、佛山照明、三雄极光、木林森等，市场非常分散。据我们测算，2018 年我国 LED 照明市场前三名为欧普、雷士、阳光照明，CR3 为 6.7%，公牛市占率为 0.28%，较 2015 年的 0.02% 有明显提升。因欧普、雷士采用整体照明业务营收进行测算，阳光照明是出口 OEM 业务为主的照明企业，所以实际上我国 LED 照明市场内销自主品牌集中度更低。

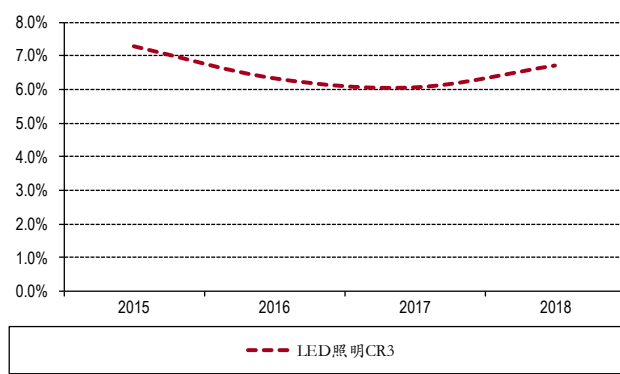
与传统业务的渠道与品牌协同性助公司迅速拓展。公司 2014 年进入 LED 照明市场，2019H1 实现营收 5.36 亿元，占总营收的 10.77%，2015-2018 年营收 CAGR 达 169.3%，市占率由 0.02% 提升至 0.28%，增长迅速，一方面得益于 LED 照明与两大传统主业线下渠道的高度协同，一方面得益于公司成功的品牌形象在用电与安全方面的延展性。

图表22. 公司 LED 照明市场份额持续提升



资料来源：CSA，万得，中银证券（注：欧普照明、雷士国际采用主营业务收入，其它公司采用 LED 照明业务收入）

图表23. 我国 LED 照明市场集中度较低



资料来源：CSA，万得，中银证券（注：欧普照明、雷士国际采用主营业务收入，阳光照明采用 LED 照明业务收入）

数码配件

数码配件是指数码产品使用时直接或间接用到的附件，如：数据线、充电器、移动电源等。数码配件品类繁多，市场规模超千亿，因公司数码配件产品主要是数据线、移动电源、充电器等，我们对其中最普及的数据线新增需求进行了测算。

假设：

- 1、 每台新出厂的 3C 设备配备一条数据线；
- 2、 2018 年全球数据线出厂单价等同于公牛数据线当年出厂单价，此后单价以每年 10% 的增速上涨。

测算结果显示，2018 年全球仅智能手机、无线耳机、无线音响出货新增的数据线需求的出厂端规模已达 251 亿元，2020 年有望同比增长 15.5% 至 343 亿元，前景广阔。

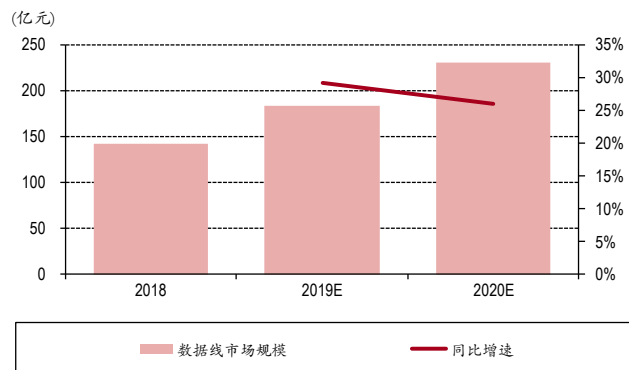
图表24. 全球智能手机、无线耳机、无线音响新增数据线出厂端市场规模测算

	2018	2019E	2020E
全球智能手机出货量（百万台）	1,395	1,371	1,371
全球无线耳机出货量（百万双）	190	210	242
全球无线音响出货量（百万台）	1,250	1,470	1,590
全球数据线需求量（百万条）	2,835	3,051	3,203
数据线出厂均价（元/条）	8.8	9.7	10.7
数据线出厂端市场规模	251	297	343
同比增速(%)		18.4	15.5

资料来源：IDC，GrandViewResearch，FutureSource，中银证券（注：红色为假设数据，蓝色为根据假设推测的数据）

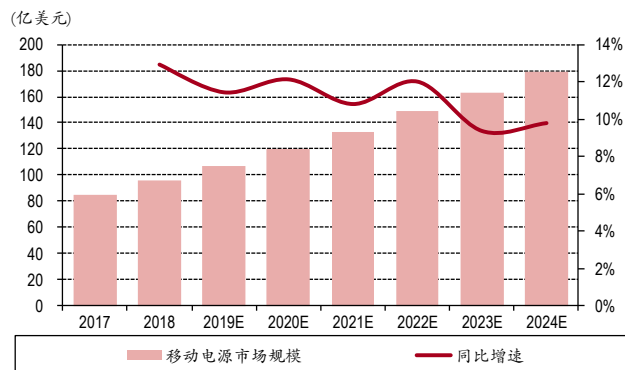
另据国际市场研究机构 Markets and Markets 数据显示，2018 年全球移动电源市场规模近 100 亿美元，2024 年有望达 179 亿美元，CAGR 约 10.9%。

图表25.全球智能手机、无线耳机、无线音响数据线规模



资料来源：IDC，GrandViewResearch，FutureSource，中银证券

图表26. 全球移动电源市场规模持续增长



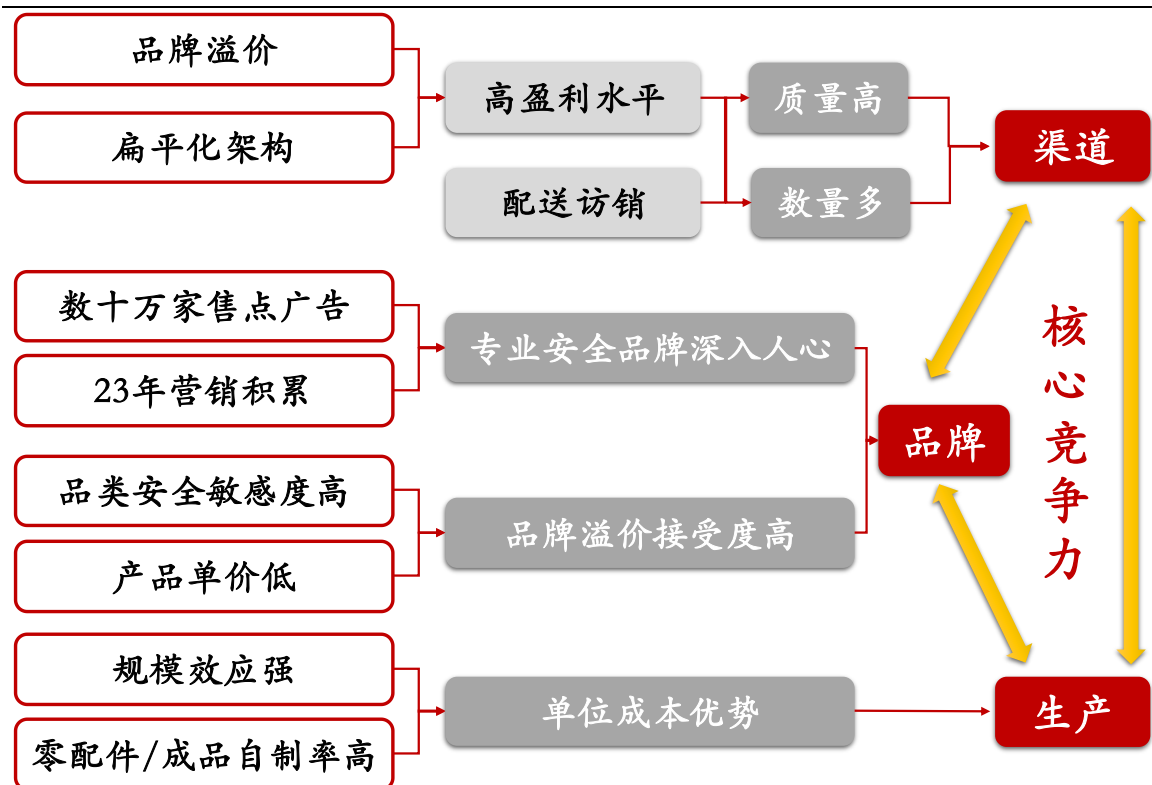
资料来源：Markets and Markets，中银证券

数码配件行业大而散，标准与监管缺失使集中度较低。目前规模较大的厂商有小米、华为、品胜。我国早期因相关行业标准与监管条例缺失，市场杂乱无序，集中度极低。2018 年移动电源发布首个国家标准 GB/T 35590-2017《信息技术 便携式数字设备用移动电源通用规范》，并于当年 7 月 1 日起实施，对移动电源行业起到了很好的规范作用，有助于行业加速出清。

护城河坚厚全面，多品类协同驱动

经过二十多年稳扎稳打，公司一步步锻造出三大核心竞争力，并夯实成公司最坚固的护城河：1) **渠道端**：扁平化渠道架构与品牌溢价导向高经销商盈利水平，从而反向激励优化经销商质量，扩大数量，配送访销有利于增加网点广度与深度，两相结合，质量与数量双重堆砌渠道护城河；2) **品牌端**：民用电工品类的高安全敏感度及产品的低单价属性使其品牌溢价接受度高，而公司靠二十多年的营销积累与数十万网点的宣传推广使专业安全的品牌形象深入人心，品牌壁垒难以被逾越；3) **生产端**：公司成品与零配件自制率不断提升，募投项目落地后有望进一步扩大规模效应，两者共同助单位生产成本下降，扩大生产优势。

图表27.公司核心竞争力架构图



资料来源：中银证券

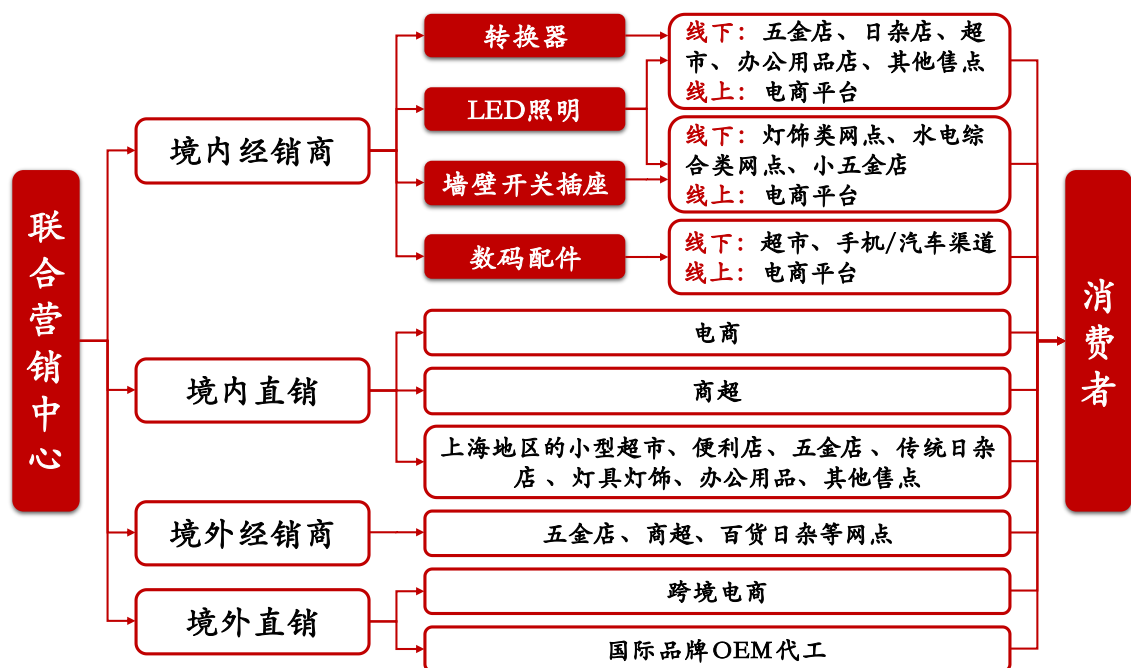
高经销商盈利与广网点布局筑造渠道护城河

公司直销通过单层终端网点直达消费者，经销通过经销商与终端网点两层架构直达消费者，渠道架构扁平，保障经销商高盈利水平，叠加品牌溢价，有利于吸引并留住优质经销商，刺激经销商及终端网点的销售热情，提升业绩水平。与此同时，公司通过配送访销搭建的近百万终端网点不仅数量领先，下沉占优，且品类间高效协同。双管齐下，打造公司坚固的渠道护城河。

扁平化渠道助经销商高盈利

公司营销网络架构扁平。产品从工厂到消费者手中，若是直销，只需通过一层销售网络，境内是由公司直接通过电商、商超或上海地区的小型超市、便利店、五金店等售点进行产品销售，境外是通过跨境电商；若是经销，则有两层销售网络，第一层是公司直接合作的经销商，第二层则是经销商开发的五金店、日杂店、超市、办公用品店等各类终端网点。

图表28. 公司维持扁平化经销运营模式



资料来源：公司招股说明书，中银证券

扁平架构与品牌溢价孕育高渠道盈利水平。渠道扁平化有利于减少分割利润的“中间商”数量，在出厂价与终端价不变的前提下，增加了每个“中间商”的既得利益，提升了其毛利率水平。另外，公司品牌溢价助经销商毛利率水平高于同行。

据我们测算，假设公司境内直销均价为经销终端销售均价，2019H1 公司转换器、墙壁开关插座、LED 照明器件、数码配件的经销环节加价率分别为 125.3%、84.8%、37.1%、237.3%，毛利率分别为 55.6%、45.9%、27.0%、70.4%，普遍处于较高水平。

图表29. 公司经销环节加价率测算

(%)	2016	2017	2018	2019H1
转换器	114.7	126.1	126.2	125.3
墙壁开关插座	83.0	79.7	65.0	84.8
LED 照明器件	30.2	54.3	41.6	37.1
数码配件	364.3	192.0	177.6	237.3

资料来源：公司公告，中银证券（注：假设公司境内直销均价为经销终端销售均价）

图表30. 公司经销环节毛利率测算

(%)	2016	2017	2018	2019H1
转换器	53.4	55.8	55.8	55.6
墙壁开关插座	45.4	44.4	39.4	45.9
LED 照明器件	23.2	35.2	29.4	27.0
数码配件	78.5	65.8	64.0	70.4

资料来源：公司公告，中银证券（注：假设公司境内直销均价为经销终端销售均价）

高盈利水平导向高业绩水平。于经销商而言，高毛利带来高动力，公司扁平化营销架构保障的高毛利一方面有利于公司吸引并留住优质经销商，一方面有助于刺激经销商及终端网点的销售热情，提升业绩水平，最终实现双赢。

公司经销商的专营情况也从侧面印证了其转换器与墙壁开关插座经销权的强吸引力。如下表所示，公司转换器经销商必须专营专销，墙壁开关插座经销商虽可自愿选择，但直辖市、计划单列市、省会城市经销商均选择专营专销，在一定程度上显示出公司转换器与墙壁开关插座业务在市场上的优势地位。

图表31. 公司各类渠道经销商专营要求

渠道	相关规定
转换器经销商	专营专销。
墙壁开关插座经销商	可自愿选择： <ul style="list-style-type: none"> ➢ 直辖市、计划单列市、省会城市的经销商均为专营专销经销商； ➢ 部分地级市、百强县以及区、县及县级市的经销商为非专营专销经销商。
数码配件经销商	可自愿选择。
线上经销商	未作出要求。

资料来源：公司公告，中银证券

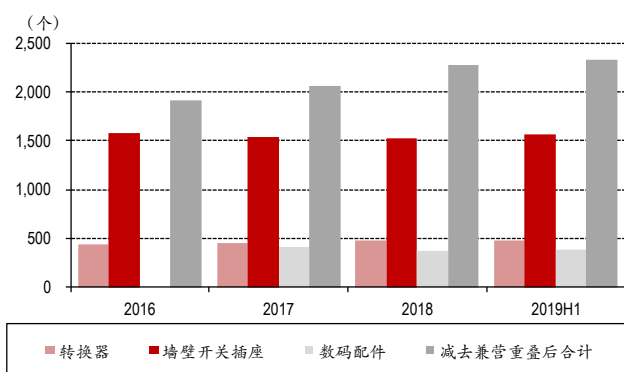
配送访销助网点扩张下沉

公司创新性地将制造业与服务业相结合，推行线下“配送访销”销售模式，组织全国经销商在其经销区域内，配置专用车辆及专业销售人员，按网点布局及既定路线，定期开展配货、送货、拜访服务及上门销售。

配送访销助渠道护城河搭建。经过近十年的投入与积累，公司围绕主营业务组建起三大核心线下渠道：公牛五金渠道（含五金店、日杂店、办公用品店、超市等）、专业建材及灯饰渠道、数码配件渠道，终端网点数近百万家，顺利将市场扩大至全国大部分省市县及乡村地区，筑造起旁人短时间内难以复制超越的渠道护城河。

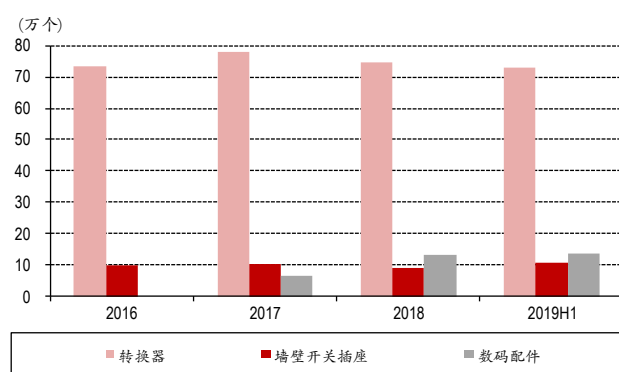
渠道扩张下沉领先。公司自 2012 年起着重推进经销单元的细分及进一步下沉至县级经销区域，基本形成对县级区域较为全面的覆盖。截至 2019H1，公司拥有经销商 2,333 家，终端网点 97 万余家，其中：1) 转换器网点数为 73.1 万家，主要是五金店、日杂店、超市、办公用品店等；2) 墙壁开关插座网点数为 10.89 万家，主要是灯饰类网点、水电综合类网点、小五金店等；3) 数码配件网点数为 13.56 万家，主要是手机渠道、超市、汽车渠道等；4) LED 照明产品按替换式产品（如球泡灯）、装修阶段购置类产品（如筒灯、灯带），分别划入转换器和墙壁开关插座经销系统。

图表32. 公司经销商数量稳增长



资料来源：公司公告，中银证券（注：LED 照明产品按替换式、装修阶段购置类分别划入转换器、墙壁开关插座产品线经销系统）

图表33. 公司经销商渠道终端网点数量较为稳定



资料来源：公司公告，中银证券

图表34. 公司各品类终端网点细分渠道分布情况

转换器		墙壁开关插座		数码配件	
终端类型	数量 (万家)	终端类型	数量 (万家)	终端类型	数量 (万家)
五金店	23	灯饰类网点	2	手机渠道	12
日杂店	22	水电综合类网点	5	超市	0.3
超市	13	小五金店	4	汽车渠道	0.2
办公用品店	2	合计	11	合计	13
其他售点	13				
合计	73				

资料来源：公司公告，中银证券

渠道数量占优，高效协同。根据公司主营业务，分别选择可比公司渠道数量进行对比，除数码配件行业过于分散无可比龙头，插线板业务选择飞利浦延长插线板、电源转换器经销商吴达智能，墙壁开关插座业务选择低压电器龙头正泰电器，LED 照明业务选择照明龙头欧普照明。对比发现，公司终端销售网点数量占据绝对优势，且相互协同作用较强，如转换器、墙壁开关插座、LED 照明器件涉及的渠道都包括五金店、超市、建材家居店等，有利于公司摊薄营销及渠道成本，将新业务渠道迅速铺展开来，达成更广市场覆盖。

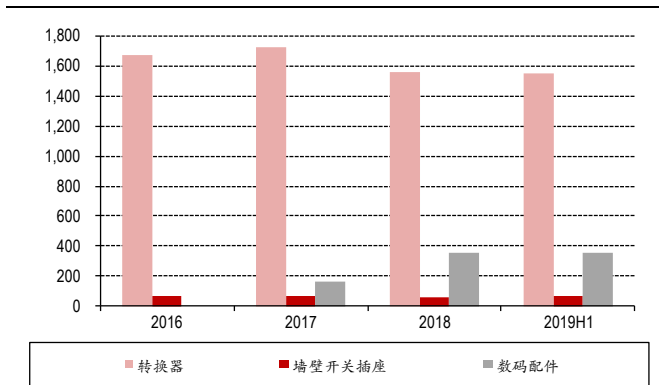
图表35. 2019H1 同类公司渠道对比

公司	主营业务	销售渠道	经销商数量	网点数量
公牛股份	转换器、墙壁开关插座、LED 照明器件、数码配件等	经销为主，直销为辅	<ul style="list-style-type: none"> 转换器&LED 照明器件：472 墙壁开关插座&LED 照明器件：1569 数码配件：379 线上经销商：67 	<ul style="list-style-type: none"> 转换器/LED 照明器件：73.1 万个 墙壁开关插座/LED 照明器件：10.89 万个 数码配件：13.56 万个
吴达智能	延长线插线板、电源转换器、智能家居等	经销为主，线上销售比例较大	126	—
正泰电器	低压电器和光伏双主业	经销为主	510+	4,000+
欧普照明	照明灯具为主	经销为主，直销为辅	2162	超过 3,500 家零售专卖店、12 万家五金网点

资料来源：公司公告，中银证券（注：吴达智能、欧普照明经销商数量为 2015 年数据）

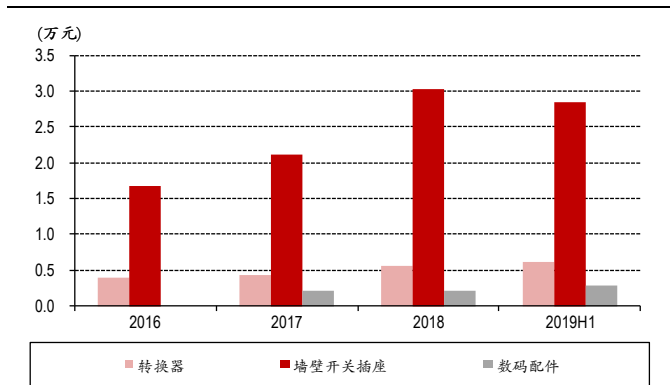
受益于渠道架构扁平化导向的经销商高毛利高动力，配送访销搭建的近百万高效协同终端网点，公司：1) **线下渠道质量持续优化**：截至 2019H1，公司转换器、墙壁开关插座、数码配件单个经销商覆盖网点数分别为 1,549 个、69 个、358 个，单个网点平均年化销售额分别为 0.62 万元、2.85 万元、0.29 万元。将经销商按年度销售额区间分类后可见，3 千万元以上年销售额的经销商数量增长最快，由 2016 年的 15 家增至 2018 年的 31 家，100 万元以上年销售额的经销商数量占比提升明显，由 2016 年的 35.2% 升至 2018 年的 50.8%，渠道优化明显；2) **线上渠道占优**：据情报通数据显示，2019 年 3 月至 2020 年 3 月，天猫与淘宝平台插线板销售 TOP30 中，公牛销量市占率为 54.1%，销售额市占率为 66.2%，皆显著领先于同类品牌。

图表36. 公司单个经销商覆盖网点数较为稳定



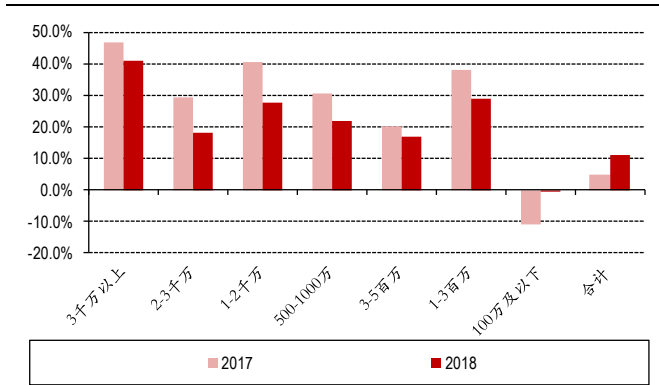
资料来源：公司公告，中银证券

图表37. 公司单个经销商网点平均销售额持续攀升



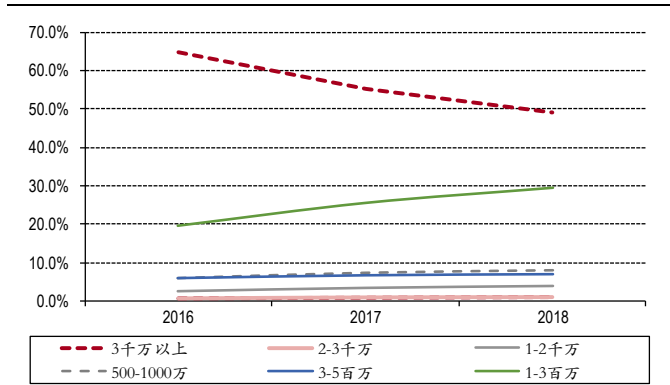
资料来源：公司公告，中银证券（注：2019H1 为年化计算结果）

图表38. 公司年度销售额最高区间的经销商数量增长最快



资料来源：公司公告，中银证券（注：经销商数量=该年度期初经销商数量+该年度新增经销商数量）

图表39. 公司年度销售额 100 万元以上的经销商数量占比持续提升



资料来源：公司公告，中银证券（注：经销商数量=该年度期初经销商数量+该年度新增经销商数量）

高品牌认知与强安全特性筑造品牌护城河

经过二十多年营销积累，“公牛”转换器成功塑造专业安全的品牌形象，又因产品安全敏感性高，零售单价低的属性，消费者愿意付出品牌溢价以确保安全，因此，“公牛”品牌成为公司宽广的品牌护城河。

专业安全的品牌形象深入人心

转换器与墙壁开关插座都属电工类，与电链接，且几乎每天都会与人体产生接触，安全因素不容忽视，因此，公司尤为注重打造“安全”的产品与品牌形象。

1996 年，公司首创按钮式开关插座，提升产品安全性；2001 年，公司将产品定位为“安全”的插座；2007 年，公司推出防雷转换器系列，并成为第一个荣获“中国驰名商标”的转换器品牌；2011 年，成为第一个荣获“中国驰名商标”的墙壁开关插座品牌。

此后，公司加大电视广告宣传力度，2011 年签约功夫巨星甄子丹推出全新广告运动，联手公益广告宣传用电安全，强化品牌的“安全”形象；2012 年，公司在业内率先登录央视黄金招标时段，打造强势领导品牌。数年积累下，公司不仅市占率持续提升，奖项荣誉亦硕果累累，2018 年公牛转换器（移动插座）被工信部和中国经济工业联合会确定为制造业单项冠军产品，行业地位稳固无疑。

除传统广告宣传，公司长期坚持以**售点广告为核心的传播模式**，激励经销商在终端网点投放“公牛”店头招牌等广告资源，通过数十万家销售网点，传递“公牛”专业安全的品牌形象，顺利下沉到乡镇及部分农村地区，相对低成本、广覆盖、准触达。

图表40. 公牛携手甄子丹推广插座用电安全



资料来源：百度图片，中银证券

图表41. 公牛以售点广告为传播核心



资料来源：百度图片，中银证券

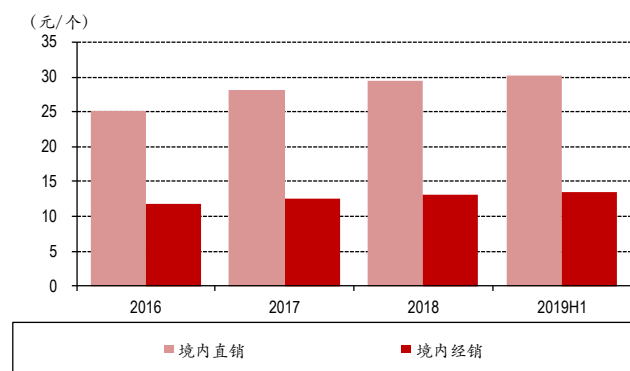
因公司在业内率先开展了大力度、广覆盖、持续性的宣传推广活动，经过 23 年积累，“插座专家与领导者”的形象已深入人心，竖立起后进入者难以跨越的品牌壁垒。

品牌溢价接受度较高

由于消费者对插线板的安全敏感性较高，叠加产品的低单价属性，使消费者对插线板的价格敏感度较低，愿意接受一定程度的品牌溢价，从而形成企业的品牌护城河。2016-2019H1，在产品升级与结构优化作用下，公司转换器境内直销单价由 25.1 元上涨至 30.17 元，涨幅为 20.2%，境内经销单价由 11.69 元上涨至 13.39 元，涨幅为 14.5%。

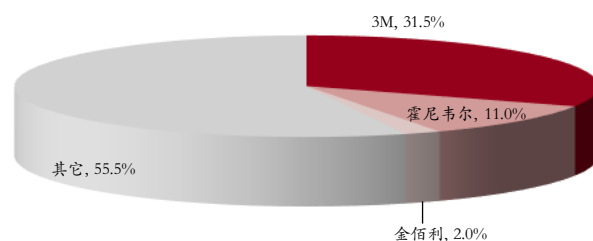
近期紧缺的防疫产品口罩也是因同样原因（安全敏感性高、单价低）而享有品牌溢价的品类。据中商产业研究院数据显示，2019 年我国 N95 医用口罩市场中，3M 以 31.5% 的份额占据第一，霍尼韦尔、金佰利分别以 11.0%、2.0% 的份额位居第二、第三，CR3 为 44.5%，即使大量国产口罩品牌单价不及这三家国外品牌的一半，也难以撼动其市场地位。

图表42. 公司转换器单价持续提升



资料来源：公司公告，中银证券

图表43. 2019 年我国 N95 医用口罩产量市场份额分布

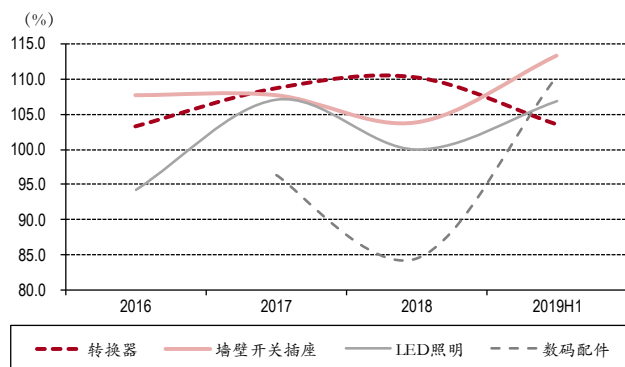


资料来源：中商产业研究院，中银证券

高自制率与强规模效应筑造生产护城河

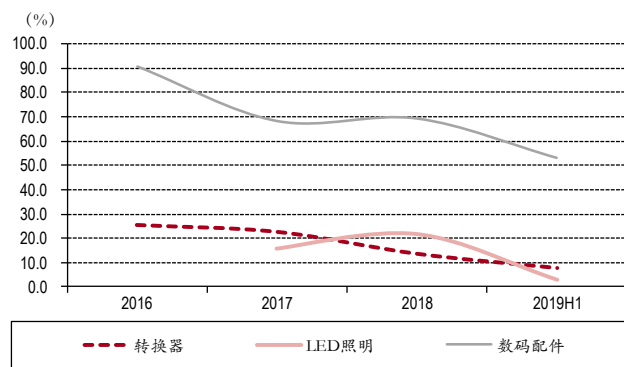
成品自制率持续提升，规模效应扩大。为通过规模效应降低成本，公司稳步增加自制产品比例，减少 OEM 产品占比，带动产能利用率走高。截至 2019H1，公司转换器、LED 照明器件、数码配件产品的 OEM 产量占比分别下降至 7.5%、3.0%、53.3%，自制率大幅提升，相应带动产能利用率超 100%，四大主业皆面临产能瓶颈。

图表44. 公司产能利用率已在高位



资料来源：公司公告，中银证券

图表45. 公司 OEM 产量占比持续下降



资料来源：公司公告，中银证券

募投项目投产释放产能瓶颈，增加成本优势。截至 2018 年末，公司转换器、墙壁开关插座、LED 照明产品的产能分别为 2.5 亿套、3.7 亿套、6,049.6 万套。据募投项目规划，公司计划建设年产 4 亿套转换器自动化升级项目、年产 4.1 亿套墙壁开关插座生产基地、年产 1.8 亿套 LED 灯生产基地，达产后合计年营收有望达 107 亿元，合计年净利润有望达 13.9 亿元。募投项目的投产将进一步提升成品自制率，扩大规模效应，降低生产成本，为市场开拓筑造成本优势。

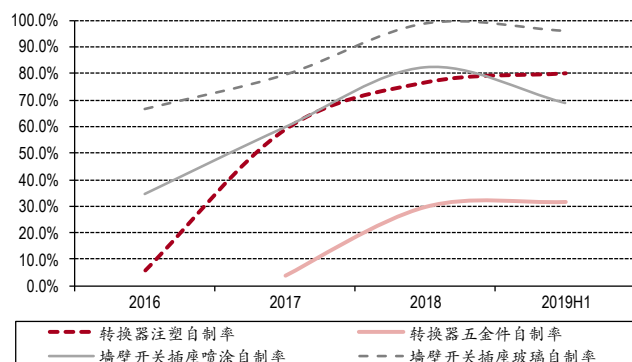
图表46. 公司募投项目规划

项目	建设周期	达产进度	达产后年均营收 (万元)	达产后年均净利润 (万元)
年产 4 亿套转换器自动化升级建设项目	24 个月	第一年: 70%; 第二年: 100%	537,010.00	65,342.17
年产 4.1 亿套墙壁开关插座生产基地建设项目	24 个月	第一年: 70%; 第二年: 100%	323,064.01	54,324.85
年产 1.8 亿套 LED 灯生产基地建设项目	24 个月	第一年: 70%; 第二年: 100%	209,987.18	19,515.19

资料来源：公司公告，中银证券

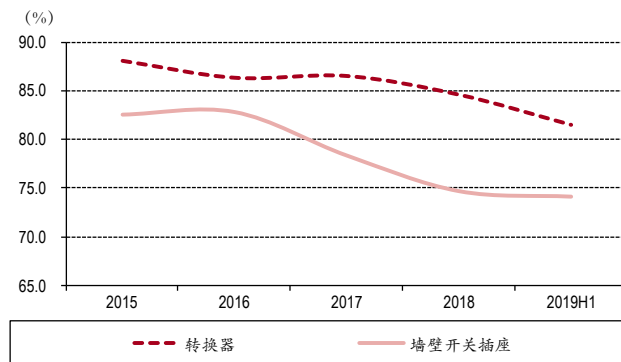
零配件自制率提升利好单位生产成本下降。近年来，公司持续提升零部件自制率及自动化水平，虽然前期机器设备及人工等投入会有所增加，但直接材料成本将减少，且随着后期规模扩大摊薄固定资产等投资成本，公司生产成本将相应下降。截至 2019H1，公司转换器注塑、转换器五金件、墙壁开关插座喷涂、墙壁开关插座玻璃自制率分别提升至 79.87%、31.53%、68.90%、96.11%，助转换器、墙壁开关插座单位成本中直接材料占比下降至 81.49%、74.18%。

图表47. 公司零配件自制率持续提升



资料来源：公司公告，中银证券

图表48. 公司主要产品直接材料占成本比例呈下降趋势



资料来源：公司公告，中银证券

多品类协同驱动

未来公司转换器、墙壁开关插座业务为主驱动力，LED 照明器件、数码配件业务为培育中的新兴驱动力，将以核心竞争力为基础，相辅相成，有效协同，共同助推公司营收增长。

转换器

转换器是公司的王牌业务，护城河深厚，竞争力显著领先同行，将率先享受用电设备增加带来的行业增长红利，这点从其成功抵抗小米入局冲击上可见一斑。

2015 年 3 月 31 日，小米发布带 3 个 USB 接口与三位插座的插线板，定价 49 元，比同类产品低 10-15 元左右，延续了小米一贯的简洁艺术设计与高性价比路线，一经上市即被抢购一空。

当时市场担心小米这个“搅局者”会对行业老大“公牛”造成严重冲击，但公司迅速应对，3 个月后即在线上线一款与小米插线板外形高度相似的产品，定价 48 元，比小米还低一元，直面击碎小米的设计与价格优势，还在宣传语中强调产品是“23 年积累之作”，突显了专业及其衍生的安全优势，上线不到 7 小时，首批 5 万台插线板即宣告售罄。

图表49. 小米第一款插线板



资料来源：小米官方商城，中银证券

图表50. 公司对标小米推出的插线板



资料来源：公牛天猫旗舰店，中银证券

之后，公牛插线板虽逐渐提价，迄今售价已至 59 元，比小米坚持的 49 元还要高 10 元，但销售表现却优于小米，2018 年插线板营收增速达 20.1%，明显领先于动力未来的-6.9%。

图表51.小米与公牛插线板业务博弈



资料来源：搜狐新闻，中银证券

我们认为此案例很好地印证了前文提及的公司三大护城河之坚固：

- 1、**渠道**：小米仅凭线上渠道销售，触达消费者有限，尤其是电商并未普及的乡村地区，而若要建设线下渠道，因消费者习惯就近购买插线板，使渠道建设对网点密集度要求较高，铺设难度大，公司数十年积累的渠道网点成为竞品难以翻越的围墙。
- 2、**品牌**：因消费者对插线板的安全敏感度高，更青睐专业安全的品牌，“公牛”牌插线板经过数十年的品牌积累，可谓家喻户晓，专业安全的品牌优势较竞品更为突显，小米若无明显的价格优势，很难让本就价格敏感度较低的插线板消费者转换阵营。
- 3、**生产**：公司近几年通过提升零部件与成品自制率扩大规模效应，强化成本优势，而小米依靠外协生产，在产品质量要求相似的情况下，制造成本较高，无法长时间大范围地应用低价竞争策略，故无法对公司造成明显冲击。

未来，公司转换器业务将继续依靠渠道、品牌、生产力护城河，夯实行业龙头地位，享受户均用电设备增多给行业带来的新增、替换需求，及行业标准趋严与消费升级带来的集中度提升红利，稳步前行。

墙壁开关插座

公司 2007 年进入墙壁开关插座领域，截至 2019H1，实现营收 15.45 亿元，占总营收的 31.08%，拥有经销商 1,569 个，终端网点 10.89 万家，是公司第二大支柱产业，未来其营收增长将主要来自以工程端为主的渠道拓展与产品的丰富系统化。

渠道方面，墙壁开关插座行业与瓷砖行业类似，即工程端市场规模是零售端的数倍，而工程端中除却房地产精装修市场，还有毛坯房装修、旧房翻新、办公楼装修/翻新、营业用房装修/翻新，及医院、学校、图书馆、车站等建筑工程项目市场，市场空间广阔。

公司墙壁开关插座业务虽已是行业龙头，但业务主要通过经销商拓展，大部分客户是零售端消费者与精装地产企业，大工程项目涉及相对较少，未来将重点突破大客户渠道，着力工程大客户开发，弹性可期。另外，公司墙壁开关插座终端网点仅 11 万家左右，低于转换器业务的 73 万家、数码配件业务的 13 万家，仍可继续开拓。

在产品方面，因墙壁开关插座工程业务多与电力电气工程相关联，公司目前供应品类较少，若能持续开发专业度更高的电力系统产品，将有效增强工程业务竞争力。

LED 照明器件

LED 照明器件与转换器、墙壁开关插座业务具备较强渠道协同性，公司自 2014 年进入 LED 照明领域，一边开发新经销商，一边将部分转换器与墙壁开关插座经销商转化成同步经营 LED 照明业务的经销商，依靠渠道协同与“公牛”品牌效应，一路高歌猛进。

LED 照明行业仍处高速成长期，厂家众多，集中度低，未形成牢不可破的品牌格局，公司有望凭借其较强的渠道、品牌与生产力，与两大王牌业务高效协同，在享受行业高增红利的同时，不断优化产品结构，提升灯具类产品占比，扩大市场份额，驱动营收增长。

数码配件

数码配件行业规模超千亿，却因品类繁杂、门槛较低、行业标准与监管缺失，使参与厂商众多，集中度低。公司 2016 年进入此行业，2019H1 实现营收 1.76 亿元，占总营收的 3.54%，并开发出 13.56 万家左右的终端网点，彰显出公司强大的渠道开拓能力与新业务培育能力。

随着数码产品愈发丰富与普及，行业将持续高速增长。与此同时，随着我国行业标准逐一出台，监管日益规范，小企业将加速出清，行业集中度提升。公司作为具备资金、渠道、品牌、生产优势的厂商，有望率先享受行业高增与市场出清红利。

盈利预测

我们将公司转换器、LED 照明、数码配件业务按境内经销、境内直销、境外渠道进行拆分，将墙壁开关插座业务按白开关、装饰开关进行拆分后，对各渠道或产品的毛利率、单价增速、销量增速进行合理假设，最终预计公司 2020-2022 年营收分别为 109/129/150 亿元，同比增长 8.7%/18.0%/16.8%，净利润分别为 24.6/29.3/34.3 亿元，EPS 为 4.10、4.89、5.72 元，同比增长 6.8%、19.2%、17.0%，对应当前股价 PE38.7X，首次覆盖给予 **增持** 评级。

图表52. 2019-2022E 年公司收入拆分及预测（万元）

盈利预测及主要项目假设	2019	2020E	2021E	2022E
总营收	1,004,044	1,091,511	1,288,032	1,504,612
同比增长(%)	10.8	8.7	18.0	16.8
毛利率(%)	41.41	41.52	41.45	41.48
转换器营收	505,291	514,711	561,893	594,979
同比增长(%)	4.2	1.9	9.2	5.9
销量 YoY(%)	2.8	0.9	7.7	4.9
单价 YoY(%)	1.4	1.0	1.3	0.9
毛利率(%)	38.29	38.50	38.40	38.30
墙壁开关插座营收	320,860	361,466	432,986	518,385
同比增长(%)	14.7	12.7	19.8	19.7
销量 YoY(%)	15.7	12.8	18.9	18.0
单价 YoY(%)	(0.8)	(0.1)	0.7	1.5
毛利率(%)	51.65	51.73	51.72	51.78
LED 照明营收	98,361	122,105	171,610	236,320
同比增长(%)	32.8	24.1	40.5	37.7
销量 YoY(%)	21.5	20.3	35.1	35.0
单价 YoY(%)	9.3	3.2	4.0	2.0
毛利率(%)	35.06	34.50	35.00	35.50
数码配件营收	35,559	45,737	66,929	93,760
同比增长(%)	28.4	28.6	46.3	40.1
销量 YoY(%)	50.1	29.6	44.5	34.9
单价 YoY(%)	(14.5)	(0.7)	1.3	3.9
毛利率(%)	24.70	25.00	26.00	27.00

资料来源：公司公告，中银证券

风险提示

- 1、**宏观经济不景气。**经济不景气将抑制居民消费欲望，影响建筑建设量，导致对插线板、墙壁开关插座、LED照明器件等产品需求减少。
- 2、**地产调控升级。**墙壁开关插座业务与LED照明业务与地产相关性较强，若地产调控升级，需求减少，不利于公司业务增长。
- 3、**工程渠道拓展不达预期。**随着精装渗透加速，工程渠道是墙壁开关插座业务及LED照明业务的重点渠道，若拓展低于预期，不利于业务长期增长。
- 4、**新业务拓展低于预期。**LED照明器件与数码配件业务是公司正在培育的新兴业务，若拓展进度低于预期，将影响公司未来长期发展。
- 5、**原材料价格大幅上涨。**公司主要原材料是塑料、铜、五金件，占采购成本的50%以上，若其价格大幅上涨，将影响公司盈利水平。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	9,065	10,040	10,915	12,880	15,046
销售成本	(5,745)	(5,882)	(6,383)	(7,542)	(8,805)
经营费用	(1,205)	(1,230)	(1,399)	(1,668)	(1,990)
息税折旧前利润	2,116	2,928	3,133	3,671	4,251
折旧及摊销	(150)	(177)	(204)	(205)	(206)
经营利润(息税前利润)	1,965	2,751	2,929	3,466	4,045
净利息收入/(费用)	0	0	13	28	54
其他收益/(损失)	(164)	(233)	(253)	(242)	(248)
税前利润	1,951	2,695	2,886	3,441	4,029
所得税	(275)	(391)	(426)	(509)	(598)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	1,677	2,304	2,460	2,931	3,430
核心净利润	1,685	2,377	2,509	2,969	3,473
每股收益(人民币)	2.795	3.840	4.100	4.886	5.717
核心每股收益(人民币)	2.809	3.962	4.182	4.948	5.788
每股股息(人民币)	0.000	3.420	1.640	2.102	3.280
收入增长(%)	n.a.	11	9	18	17
息税前利润增长(%)	n.a.	40	6	18	17
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	38	7	17	16
每股收益增长(%)	n.a.	37	7	19	17
核心每股收益增长(%)	n.a.	41	6	18	17

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	1,951	2,695	2,886	3,441	4,029
折旧与摊销	150	177	204	205	206
净利息费用	0	0	(5)	(12)	(25)
运营资本变动	(479)	2,026	50	0	0
税金	275	391	426	509	598
其他经营现金流	13	(2,992)	(1,186)	(1,225)	(1,932)
经营活动产生的现金流	1,910	2,297	2,374	2,918	2,875
购买固定资产净值	(389)	(127)	(200)	(200)	(200)
投资减少/增加	36	70	100	101	106
其他投资现金流	(928)	(1,735)	(18)	(41)	(34)
投资活动产生的现金流	(1,281)	(1,792)	(118)	(140)	(127)
净增权益	0	0	60	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	0	(2,052)	(984)	(1,261)	(1,968)
其他融资现金流	(484)	2,047	(1,013)	289	732
融资活动产生的现金流	(484)	(5)	(1,937)	(972)	(1,236)
现金变动	145	500	320	1,806	1,512
期初现金	110	218	734	1,054	2,860
公司自由现金流	629	505	2,264	2,794	2,776
权益自由现金流	629	505	2,262	2,790	2,773

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	218	734	1,054	2,860	4,372
应收帐款	211	197	228	249	305
库存	812	979	1,084	1,199	1,453
其他流动资产	2,283	3,731	3,986	4,397	5,109
流动资产总计	3,524	5,641	6,351	8,705	11,238
固定资产	1,203	1,153	1,180	1,203	1,222
无形资产	306	310	279	251	226
其他长期资产	90	260	248	258	255
长期资产总计	1,641	1,775	1,769	1,786	1,793
总资产	5,164	7,417	8,120	10,491	13,031
应付帐款	1,273	1,164	1,263	1,552	1,766
短期债务	0	0	50	50	50
其他流动负债	609	665	742	865	1,006
流动负债总计	1,882	1,830	2,056	2,467	2,821
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	34	36	45	57	73
股本	540	540	600	600	600
储备	2,708	5,011	5,419	7,367	9,536
股东权益	3,248	5,551	6,019	7,967	10,136
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	5,164	7,417	8,120	10,491	13,031
每股帐面价值(人民币)	5.41	9.25	10.03	13.28	16.89
每股有形资产(人民币)	5.45	9.71	9.57	12.86	16.52
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.40)	(1.36)	(1.67)	(4.68)	(7.20)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	23.3	29.2	28.7	28.5	28.3
息税前利润率(%)	21.7	27.4	26.8	26.9	26.9
税前利润率(%)	21.5	26.8	26.4	26.7	26.8
净利率(%)	18.5	22.9	22.5	22.8	22.8
流动性					
流动比率(倍)	1.9	3.1	3.1	3.5	4.0
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	1,673.8	990.3	1,155.8
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.4	2.5	2.6	3.0	3.5
估值					
市盈率(倍)	56.8	41.3	38.7	32.5	27.8
核心业务市盈率(倍)	56.5	40.0	37.9	32.1	27.4
市净率(倍)	29.3	17.2	15.8	11.9	9.4
价格/现金流(倍)	49.8	41.4	40.1	32.6	33.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	44.9	32.3	30.1	25.2	21.4
周转率					
存货周转天数	n.a.	55.6	59.0	55.2	55.0
应收帐款周转天数	8.5	7.4	7.1	6.8	6.7
应付帐款周转天数	51.2	44.3	40.6	39.9	40.2
回报率					
股息支付率(%)	0.0	89.1	40.0	43.0	57.4
净资产收益率(%)	51.6	52.4	42.5	41.9	37.9
资产收益率(%)	32.7	37.4	32.1	31.7	29.3
已运用资本收益率(%)	60.5	62.5	50.5	49.4	44.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371