

# 公牛集团 (603195)

证券研究报告

2020年02月09日

## 深度思考：为何我们看好公牛的未来发展？

公牛集团于2月6日上市，在与投资者交流的过程中，有一些共性的问题集中在以下几个方面，我们在此进行统一回答。

**问题一：公牛的核心竞争力是什么？到底是产品型企业，还是渠道型企业？**我们认为，公牛在商业模式上的布局，更应该与格力做对比，属于产品力与渠道力双轮驱动的公司，即都选择了先难后易的立业模式，用持续的产品质量优势，形成良好的产品口碑，并且非常注重经销商利益，通过逐渐扩大经销商规模，带来规模效应。一旦进入正向循环，公司在获取高市占率的同时，也会获得极大的护城河。

**问题二：公牛拓展渠道的核心能力是什么？通常消费品拓渠道来自于差异化的产品（供给的独特性）和给予渠道的盈利空间。**但光从给予渠道高利润率上来简单总结公牛的渠道策略是不恰当的，公司是通过什么样的管理制度来保证管理到如此多的终端网点？这与公司在立业初期选择“走远路”的价值观是分不开的，在渠道扩展中核心注重过程而非结果的KPI设定。

**问题三：公牛的各项业务的市场空间有多大？**转换器作为公司的核心业务，其后续发展将建立在于市占率保持和ASP上升的逻辑之上的；墙开业务除了传统2C装修渠道，近年高速发展的精装修渠道预计将成为公司该业务主要增量来源；LED照明业务则有望成为公司中期发展中主要的驱动力之一。

**问题四：拆分公司业绩报表，是否真的可以对标格力？**公司ROE明显高于其他可比公司，其高ROE的核心来自于高利润率。对于未来ROE，即使基于公司自身战略的考虑，业务快速拓展带来ROE的下降，基于其强大的利基市场（家用插排），公司仍将维持高于行业平均水平的可观回报。

**问题五：如何看待公司的估值问题？**公司目前的插排业务属于典型的消费品，考虑到其相较于小家电更高频次的消费、广度深度兼具的渠道布局以及品牌定义品类，在小家电企业的估值基础上可以给予合理溢价，墙开和照明则很容易被归纳到地产后周期行业。需要注意的是，一方面LED照明兼替换型和装饰型产品，且空间前景巨大，另一方面其与现有渠道有较强的协同性，甚至拥有与欧普相比更具广度的渠道布局，应给予相应溢价。

**投资建议：**我们预计公司19-21年收入规模106.8、127.7、153.4亿元，增速为17.9%、19.6%、20.1%，净利润24.1、31.5、39.7亿元，增速为43.7%、30.7%、26.0%，对应EPS分别4.5、5.3、6.6元/股。当前股价对应19-21年分别21.1x、17.9x、14.2xPE。根据行业内现有上市公司估值情况，我们给予公司合理估值为2020年25倍PE，对应目标价为131.3元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济增速放缓风险；业务开拓不及预期；竣工数据不及预期；主要原材料波动风险。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,240.07	9,065.00	10,684.54	12,774.17	15,335.84
增长率(%)	34.91	25.21	17.87	19.56	20.05
EBITDA(百万元)	1,839.73	2,426.14	2,998.33	3,975.72	5,068.10
净利润(百万元)	1,285.43	1,676.86	2,410.28	3,150.25	3,969.03
增长率(%)	(8.67)	30.45	43.74	30.70	25.99
EPS(元/股)	2.14	2.79	4.46	5.25	6.62
市盈率(P/E)	43.96	33.70	21.10	17.94	14.24
市净率(P/B)	35.97	17.40	10.83	8.46	6.24
市销率(P/S)	7.80	6.23	4.76	4.42	3.68
EV/EBITDA	0.00	0.00	16.93	14.10	11.05

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	94.17元
目标价格	131.3元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	600.00
流通A股股本(百万股)	60.00
A股总市值(百万元)	56,502.00
流通A股市值(百万元)	5,650.20
每股净资产(元)	9.26
资产负债率(%)	29.35
一年内最高/最低(元)	94.17/71.34

### 作者

蔡雯娟	分析师
SAC执业证书编号：S1110516100008	
caiwenjuan@tfzq.com	
卢璐	联系人
llu@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《公牛集团-新股报告:走远路，求极致》2020-02-01

## 内容目录

问题一：公牛的核心竞争力是什么？到底是产品型企业，还是渠道型企业？ .....	4
问题二：公牛拓展渠道的核心能力是什么？ .....	8
问题三：公牛的各项业务的市场空间有多大？ .....	10
转换器 .....	10
墙壁开关与插座业务 .....	13
LED 照明 .....	14
数码配件 .....	17
问题四：拆分公司业绩报表，是否真的可以对标格力？ .....	18
问题五：如何看待公司的估值问题？ .....	21
盈利预测 .....	21
估值分析 .....	22
投资建议 .....	23
风险提示 .....	23

## 图表目录

图 1：产品力结合渠道力的正向循环 .....	5
图 2：公司在央视等主流媒体上投放大量广告 .....	5
图 3：公司研发费用率整体呈提升趋势 .....	6
图 4：公司 LED 照明业务毛利率明显低于欧普照明 .....	6
图 5：公司转换器业务毛利率变化情况 .....	6
图 6：格力空调市占率靠前 .....	7
图 7：格力空调均价高于同行（单位：元/台） .....	7
图 8：格力空调毛利率行业领先 .....	7
图 9：新增经销商的数量及销售额占比情况 .....	8
图 10：退出经销商的数量及销售额占比情况 .....	8
图 11：人均经销商收入逐年攀升（单位：万元，家） .....	9
图 12：公牛核心产品收入稳定 .....	10
图 13：公司新品占比持续增长 .....	10
图 14：公司转换器业务收入及增速（单位：亿元） .....	10
图 15：动力未来插线板业务收入及增速情况 .....	12
图 16：测算下的动力未来插线板业务销量情况 .....	12
图 17：公牛集团插线板业务销量及增速情况 .....	12
图 18：公牛转换器业务出厂均价及增速情况 .....	12
图 19：公司墙开业务收入及增速情况（单位：亿元） .....	13
图 20：某精装修房中一间卧室中有 12 个插座及 2 个灯具开关 .....	14
图 21：公司 LED 照明业务收入及增速情况（单位：亿元） .....	14

图 22: 公司 LED 照明业务销量情况 .....	15
图 23: 公司 LED 照明业务出厂均价情况 .....	15
图 24: 我国照明市场 LED 渗透率仍有提升空间 .....	15
图 25: 照明板块主要公司 2018 年收入 (单位: 亿元) .....	16
图 26: 公牛品牌具有较好的品牌延展性 .....	16
图 27: 公司现有 LED 照明产品主要以球泡灯为主 .....	17
图 28: 公司数码配件业务收入及增速情况 .....	17
图 29: 公司数码配件业务销量情况 .....	17
图 30: 公司数码配件业务出厂均价情况 .....	17
表 1: 公牛与飞科经销商数目情况 (单位: 家) .....	4
表 2: 公牛集团网点布局广泛 .....	4
表 3: 公牛品牌在同类产品中定价偏中高端 (单位: 元/件) .....	7
表 4: 2019H1 公司各业务加价率情况 (单位: 元/件) .....	8
表 5: 2015 年飞科渠道加价率情况 (单位: 元/件) .....	8
表 6: 不同年限经销商的收入情况 (单位: 亿元, %) .....	9
表 7: 不同年限经销商的毛利率情况 (单位: 亿元, %) .....	9
表 8: 可比公司转换器业务收入情况对比 (单位: 亿元) .....	11
表 9: 小米和公牛插线板成本及渠道加价率对比 (单位: 元/件) .....	11
表 10: 公牛与飞利浦的产品矩阵对比 .....	13
表 11: 墙开行业中的主要品牌 .....	13
表 12: 2019 年住宅类型房屋所需墙开空间测算 .....	14
表 13: 公司 ROE 明显高于其他可比公司 (单位: %) .....	18
表 14: 公司高 ROE 的核心来自净利率 .....	18
表 15: 2018 年可比公司经营情况 .....	19
表 16: 公司总资产周转率处于较高水平 .....	19
表 17: 可比公司的权益乘数 .....	20
表 18: 可比公司的无息负债占比 .....	20
表 19: 公司现金流情况表现优异 (单位: 亿元) .....	21
表 20: 公司净营业周期为负 (单位: 天) .....	21
表 21: 公司各业务收入拆分情况 .....	22
表 22: 同行业公司估值情况对比 .....	22

公牛集团于 2 月 6 日上市，在与投资者交流的过程中，有一些共性的问题集中在以下几个方面，我们在此进行统一回答。

## 问题一：公牛的核心竞争力是什么？到底是产品型企业，还是渠道型企业？

从公牛的产品属性来看，核心主业转换器（即家用插排、拖线板），在产品特性上与飞科电器的电动剃须刀有着一定的可对比性：

- 1) **产品的必选属性很强**。如果说电动剃须刀对于男士剃须这个刚性需求，那插排对于每一个家电也是刚性需求，因而需求广度更广。
- 2) **属于家电中的快消品**。从产品购买频次角度来看，基于其购买的便利程度、单价低等因素，一般显著高于传统的大家电（平均十年更新周期）和小家电（平均五年更新周期）。
- 3) **购买场景上具有一定的突发性、应急性**。这一点上，插排的应急性需求会高于电动剃须刀，因而对于渠道广度的要求也会更高。

从最直观的网点数量上来看，公牛也的确属于**渠道覆盖广度与下沉层级较高的企业**，也难怪很多投资者会认为公牛是一家渠道型企业。以中国现有的 14 亿人口数目来估算，平均公牛转换器每个网点的平均覆盖人数为 1900 人左右，这样的覆盖面已经非常广了。但公司的成功仅靠渠道或者说在很大程度上都是依赖于渠道的广度？**我们并不这么认为。**

表 1：公牛与飞科经销商数目情况（单位：家）

	公牛集团	飞科电器
<b>总经销商数量</b>	<b>2333</b>	<b>670</b>
	截至2019H1	截至2019年底
<b>其中线上经销商</b>	<b>67</b>	<b>47</b>
	截至2019H1	截至2015年底

资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

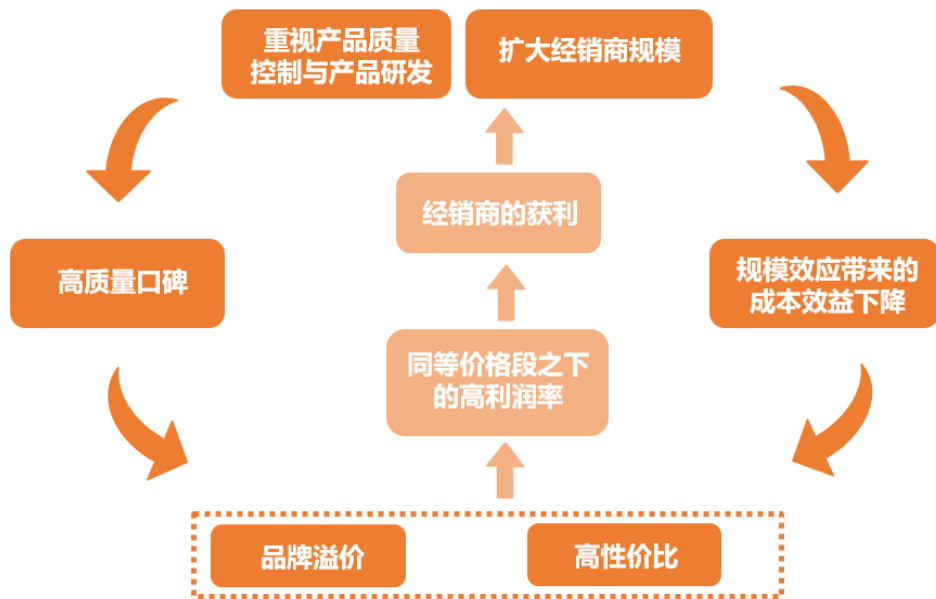
表 2：公牛集团网点布局广泛

转换器		墙壁开关插座		数码配件	
合计终端网点	73w	合计终端网点	11w	合计终端网点	13w
<i>其中：</i>		<i>其中：</i>		<i>其中：</i>	
五金店	23w	灯饰类网点	2w	手机店	12w
日杂店	22w	水电综合类网点	5w	超市	0.3w
超市	13w	五金店	4w	汽车渠道	0.2w
办公用户	2w				
其他	13w				

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

我们认为，公牛在商业模式上的布局，更应该与格力做对比，属于**产品力与渠道力双轮驱动的公司**，即都选择了先难后易的立业模式，用持续的产品质量优势，形成良好的产品口碑，并且非常注重经销商利益，通过逐渐扩大经销商规模，带来规模效应。一旦进入正向循环，公司在获取高市占率的同时，也会获得极大的护城河。

图 1：产品力结合渠道力的正向循环



资料来源：天风证券研究所

为了验证这个商业模式，我们做以下分析：

1) 重视产品质量与产品研发

分析公司的核心业务产品，我们都能找到从改善产品质量出发的研发主线。公司以插排业务起家，在创业之初，面临的插排市场格局是一个典型的白板市场，杂牌横行，插排作为家庭必需品，消费者在选择时并无直接的品牌认知，产品差异度较小，因此渠道的可达性与产品价格成为了选择的核心要素。公牛正是在这样的市场上，找到自己的差异化竞争优势，即安全，并针对这个需求痛点研发产品，持续打造品牌。

公司在央视等主流媒体上投放大量广告，反复强调消费者关注用电安全。当时消防类公益广告宣传力度大，借力抓住消费者安全意识提升的窗口为产品下定义，随后公司携手国际巨星甄子丹先生展开品牌传播。同时围绕消费者的痛点制造“爆点”，结合自身研发能力，不断推出儿童防触电、防雷、防电涌等系列以应对不同的使用场景。

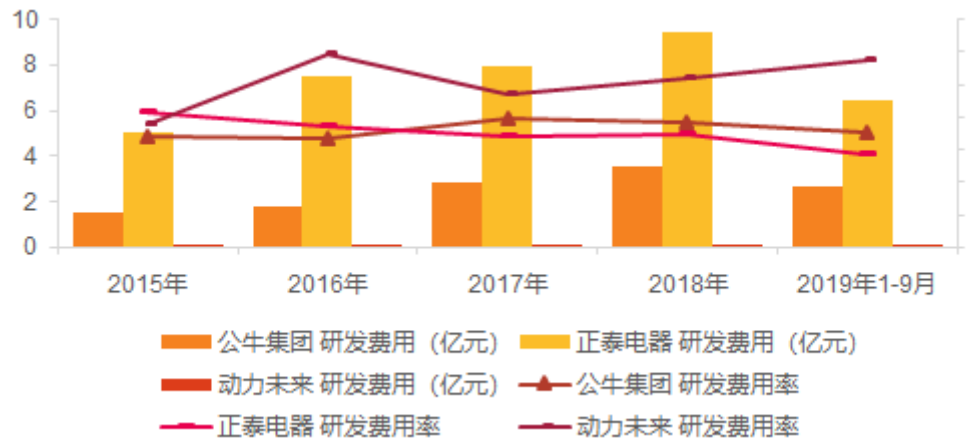
图 2：公司在央视等主流媒体上投放大量广告



资料来源：优酷，天风证券研究所

从研发费用的角度看，费用率并不是最高的，整体占比呈提升趋势。研发主要围绕产品研发和创新、生产技术提升和设备、工艺改进等方向，包括墙开无源无线开关技术研究、08A 开关自动化组装工艺及设备研制等。

图 3：公司研发费用率整体呈提升趋势



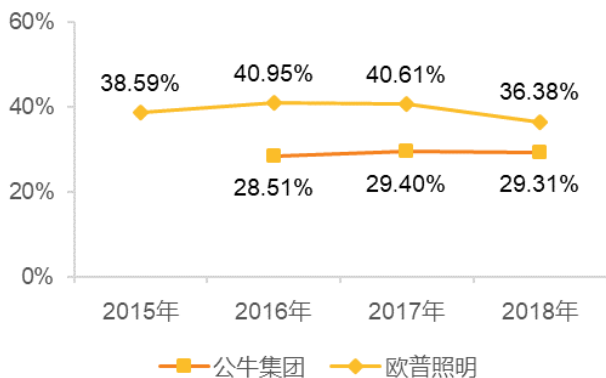
资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

## 2) 保障渠道利益

虽然没有创业初期的财务报表可供分析，但不难想象，高质量的产品势必用料成本较高，在没有形成规模化效应之前，公司如果要考虑获得更好的渠道推力，则必须在保障经销商的利益时，暂时牺牲自身的利润率。

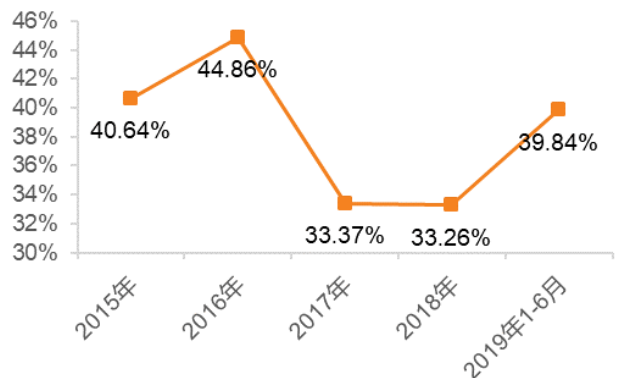
我们从公司业务毛利率的变化可以窥见一斑。首先，公司开发的 LED 照明业务与欧普照明相比，毛利率存在明显差异，因此在推广新业务的前期，公司通过暂时的让利给渠道为后续的起量做铺垫；其次，公司转换器业务在 2017 年变化较大，17 年正值新国标升级，公司迅速反应，通过在该阶段优先让利渠道、终端提价幅度较小等策略挤压其他品牌，进一步在市场上夯实自身品牌的市占率，19 年在原材料成本下降的大环境下，毛利率明显提升。

图 4：公司 LED 照明业务毛利率明显低于欧普照明



资料来源：招股说明书，Wind，天风证券研究所

图 5：公司转换器业务毛利率变化情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 3) 在形成规模效应之后，对于消费者更具口碑效应的选择

结合了前两点的优势之后，双轮驱动之下，市场规模也会进一步扩大。由于目前公牛的高质量品牌认知已经深入人心，因此在插排市场上，在同类产品中定价偏中高端，但这并没有影响其获得绝对优势的市占率，2018 年公牛插排市占率在天猫上占有率高达 66.39%。

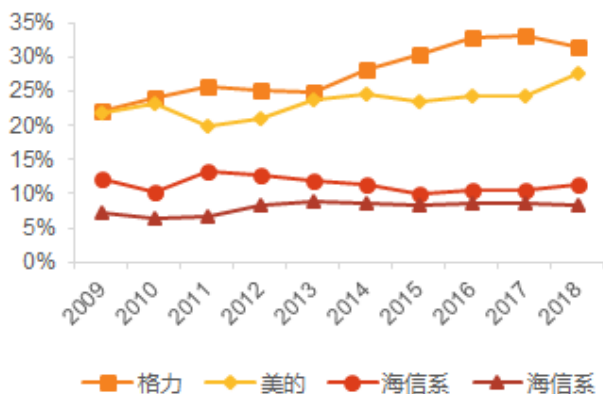
表 3：公牛品牌在同类产品中定价偏中高端（单位：元/件）

	魔方插排 (1.5m)	三位插排 (带USB,1.8m)	六位插排 (带USB,1.8m)
飞科	59 (1.8m)	45	55
飞利浦	-	59	-
小米	59	49	79(1.5m)
<b>公牛</b>	<b>65</b>	<b>59</b>	<b>85</b>

资料来源：天猫商城，天风证券研究所

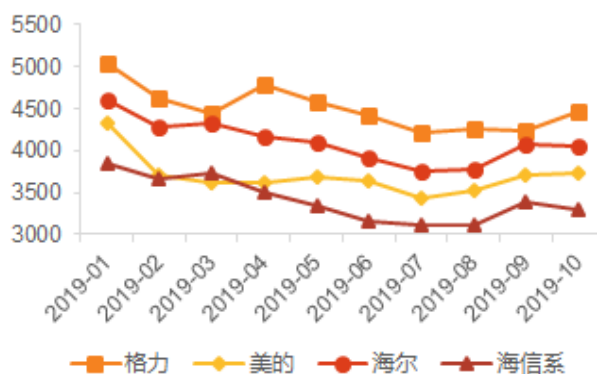
在这一点上，非常类似于目前的格力，即产品价格与毛利率皆为同行领先水平，但在市占率上，仍然是绝对第一。根据中怡康数据，格力品牌空调均价与市占率第二的美的存在 500-700 元的价差，销量的市占率则仍保持领先水平。

图 6：格力空调市占率靠前



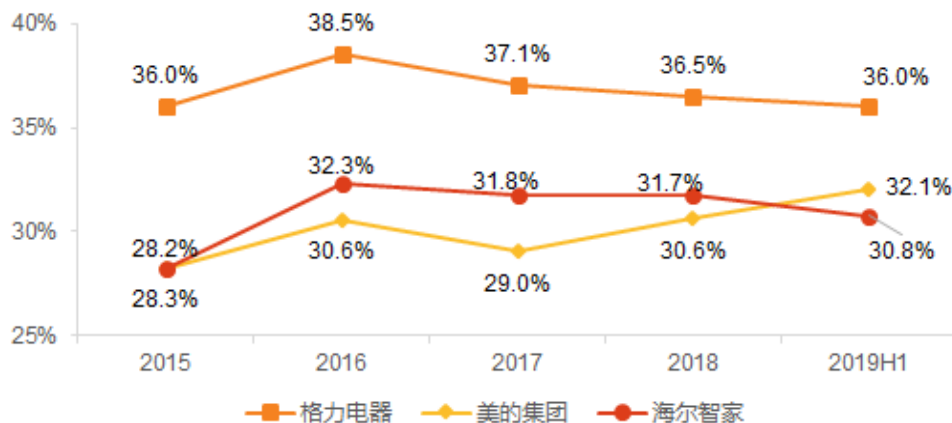
资料来源：中怡康，天风证券研究所

图 7：格力空调均价高于同行（单位：元/台）



资料来源：中怡康，天风证券研究所

图 8：格力空调毛利率行业领先



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 问题二：公牛拓展渠道的核心能力是什么？

我们理解，通常消费品拓渠道来自于差异化的产品（供给的独特性）和给予渠道的盈利空间。为了直观地理解公牛的渠道加价率，我们假设出厂价为境内经销产品均价，终端零售价为境内直销产品均价，其中直销多是线上渠道，墙壁开关及 LED 照明灯产品在线上主要以性价比更高的普通款为主，因此基于产品结构的考虑，实际加价率可能更高，而转换器较高的加价率主要与产品定位和主要渠道有关。

表 4：2019H1 公司各业务加价率情况（单位：元/件）

品类	成本	毛利率	出厂价	零售价	渠道加价率	产品加价率
转换器	8.06	39.84%	13.39	30.17	2.25	3.75
墙壁开关插座	3.24	46.90%	6.11	11.29	1.85	3.48
LED照明	5.78	33.07%	8.63	11.83	1.37	2.05
数码配件	8.15	22.20%	10.47	35.32	3.37	4.34

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

我们认为，在渠道利润空间角度来看，无论是自身的毛利率，还是渠道加价率，公牛的转换器业务，能与飞科的电动剃须刀业务有一定可比性。飞科也是作为一家渠道利润空间高，因而有较强渠道驱动力的公司。

表 5：2015 年飞科渠道加价率情况（单位：元/件）

品类	成本	毛利率	出厂价	零售价	渠道加价率	产品加价率
电动剃须刀	20.68	41.32%	35.25	85	2.41	4.11
电吹风	22.51	26.26%	30.53	55	1.80	2.44

资料来源：飞科招股说明书，天风证券研究所

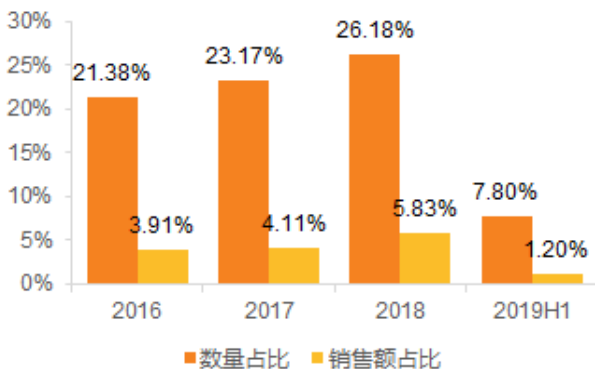
注：19 年电动剃须刀以及电吹风天猫平均零售价分别为 96、62 元/件，在此基础上假设 15 年零售均价低于此价格。

这么看可以理解为，公牛在其核心主业的产品上，给予渠道足够高的利润空间，来维持生态发展。

但光从给予渠道高利润率这一点上来简单总结公牛的渠道策略是不恰当的，从公牛的渠道发展的绝对深度与广度来看，我们依然会好奇，是通过什么样的管理制度，能够保证管理到如此多的终端网点？

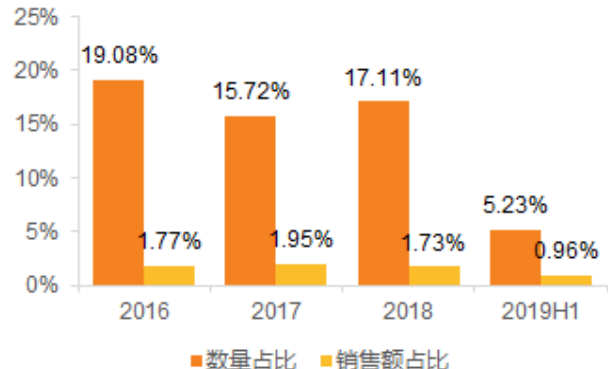
这与公司在立业初期选择“走远路”的价值观是分不开的，换言之，一个家族企业在建立初期，有足够的耐心去培育业务，在一些渠道扩展的过程中，核心注重过程 KPI 的设定，而非结果 KPI 的设定，因此从近几年的财报结果来看，也能发现，公司会不断招募经销商，新增经销商数量超过 20%，但与此同时每年的淘汰数量也有约至少 15%，但退出的经销商销售额占比显著低于新增的，这意味着公司在与经销商的整合筛选中，逐渐推进规模提升，与此同时也进行优胜劣汰。

图 9：新增经销商的数量及销售额占比情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 10：退出经销商的数量及销售额占比情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

从不同合作年限的经销商占比来看,2015年前开始合作的经销商销售额占比最高,在2015年前公司核心产品转换器和墙开业务已形成了一个相对全面的经销布局。不同年限经销商的毛利率基本呈逐年降低的趋势,我们认为,这意味着初期公司用高毛利吸引经销商,后期逐渐降低,业务规模做大后则通过起量和快速周转来维持经销商自身较高水平的ROE,因此留存的老经销商也会越来越多,人均经销商收入的稳步提升同样也从侧面印证了该结论。

表 6: 不同年限经销商的收入情况 (单位: 亿元, %)

年限分布	2019年1-6月		2018年度		2017年度		2016年度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
2019年开始合作	0.60	1.39	-	-	-	-	-	-
2018年开始合作	4.94	11.52	5.27	6.87	-	-	-	-
2017年开始合作	3.29	7.66	5.76	7.51	2.97	4.84	-	-
2016年开始合作	2.44	5.69	4.60	6.00	4.22	6.88	2.09	4.54
2015年开始合作	3.64	8.47	6.77	8.83	5.80	9.47	4.68	10.13
2015年之前开始合作	28.02	65.27	54.28	70.79	48.29	78.81	39.37	85.33
合计	42.93	100.00	76.68	100.00	61.27	100.00	46.14	100.00

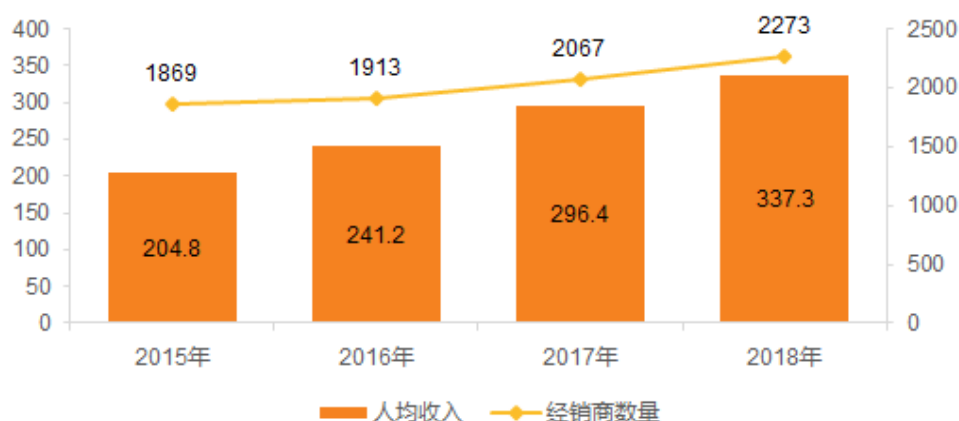
资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

表 7: 不同年限经销商的毛利率情况 (单位: 亿元, %)

分布	2019H1	2018	2017	2016
2019年开始合作	31.63%	不适用	不适用	不适用
2018年开始合作	36.04%	32.28%	不适用	不适用
2017年开始合作	35.61%	32.54%	33.11%	不适用
2016年开始合作	39.53%	38.23%	40.33%	43.45%
2015年开始合作	38.89%	35.24%	36.32%	43.59%
2015年之前开始合作	38.86%	34.38%	35.00%	44.04%

资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 11: 人均经销商收入逐年攀升 (单位: 万元, 家)

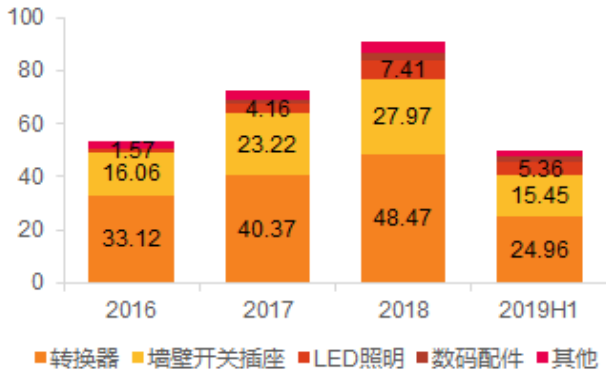


资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

### 问题三：公牛的各项业务的市场空间有多大？

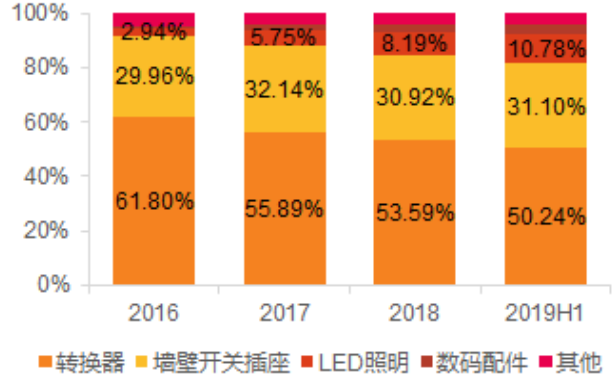
公牛集团自 1995 年创立以来，先是花费数年成功帮助消费者对“插座”建立“安全”意识，在“用不坏的插座”这样的品牌力深入人心之后，公牛紧接着于 2007 年正式进入墙壁开关，2014 年进军 LED 照明领域，2016 年开展数码配件业务。2016-2018 年转换器、墙开、LED 照明、数码配件的年复合增长率分别为 20.98%、31.98%、116.98%、507.22%。

图 12：公牛核心产品收入稳定



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 13：公司新品占比持续增长

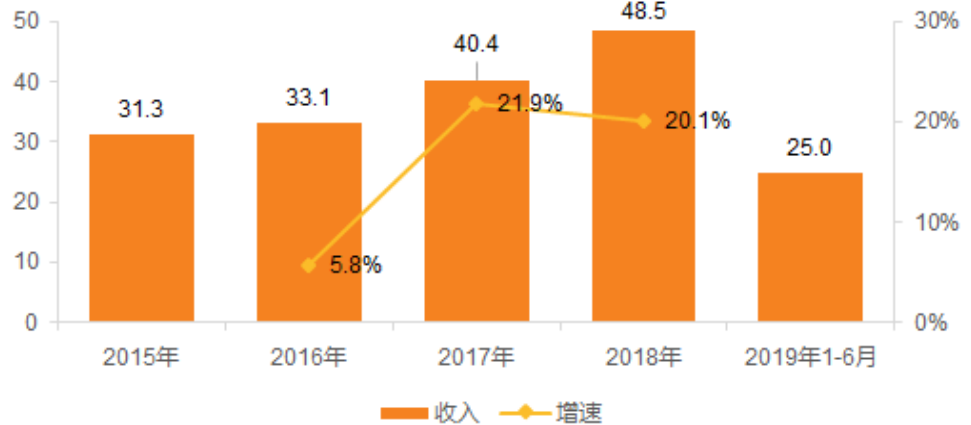


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 转换器

转换器是公司核心业务之一，2019 年上半年实现 25 亿元收入，在收入中占比超过 50%。2017 年受益于新国标的发布，收入出现较大幅度增长，进一步奠定其在行业中的地位。

图 14：公司转换器业务收入及增速（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

对于家用插排的总市场空间，不存在一个准确的市场调研数据，我们从以下几个方面进行估算：

#### 1) 参考现有行业数据

已知目前公牛 2018 年在天猫上的市占率 66.39%，我们考虑到，线上门购存在龙头集中的特性，并考虑到线下渠道存在一些区域品牌，造成局域性的特殊性，因此我们预估，公牛占整体行业的市占率在 55%-60%。公司 2018 年转换器销量为 3.35 亿件，根据天猫商城 19 年 2 月-20 年 2 月的接线板行业均价为 28.7 元/件，以此可倒算得出行业零售端的整体规模在 160-175 亿元之间。

## 2) 从家庭保有量角度推算

我们假设城镇化率 70%且平均家庭户规模维持 2017 年的情况不变, 根据《2018 年中国人口和就业统计年鉴》中的数据显示, 2017 年城镇平均家庭户规模为 2.89 人/户, 乡村平均家庭户规模为 3.26 人/户。2019 年中国人口 14 亿, 则对应大约 4.7 亿户家庭。若每个家庭日常使用 3 个插线排且是目前已经满足的保有量的情况, 基于快消品的考虑 2 年更新周期以及天猫商城的均价 28.7 元/件, 整个行业每年的更新规模 7 亿个插线板, 销售额约为 200 亿元。考虑到还有相当庞大的办公、商户等工作领域的使用, 实际市场规模可达 300-400 亿。

从市场竞争的角度看, 公司转换器业务主要竞争品牌为小米和飞利浦, 动力未来主要供应小米, 昊达智能则是飞利浦的经销商, 公司在收入规模上明显领先于其他两家公司。其中, 小米自 15 年发布第一款 USB 插线板以来, 销量迅速提升, 这条互联网的鲶鱼是否可以撼动公司在插线板行业的绝对领先地位呢?

表 8: 可比公司转换器业务收入情况对比 (单位: 亿元)

公司	2017年收入	2018年收入	经营情况
动力未来 (插线板业务)	2.25	2.1	非自主品牌经营, 产品主要供应小米, 与小米按照“成本+约定利润”或者利润分成模式结算。
昊达智能 (插线板业务)	1.23	-	非自主品牌经营, 是飞利浦电源转换器 (插线板) 的经销商, 产品主要线上销售、辅以下线销售。
公牛集团	40.37	48.47	经销模式、自主品牌经营。

资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

从产品制造端分析, 小米的出厂价高于公牛, 毛利率相差巨大, 倒算的生产成本有明显差异, 主要系动力未来的主要产品是基于小米生态链模式的, 即公司主要负责研发, 产品实际寻找代工厂来完成, 同时与小米科技约定利润分成协议, 部分毛利作为使用小米商标、商场等的利益补偿, 另外 15 年动力未来的插线板销售刚刚形成一定规模, 当年销量 332 万个, 而公牛 15 年插线板销量已达到 2.5 亿个, 前者单位成本无疑会更高。

小米较高的出厂价无法给予渠道足够的利润水平, 同时参考其高性价比的定位, 小米品牌的插线板的渠道加价率明显低于公牛。渠道中有限的利润空间决定了小米无法像公牛一样做到如此深度和广度的布局, 同时考虑到公牛规模带来的成本优势, 以及其不断整合供应链提升自制率, 我们认为, 小米很难对公司产生冲击。

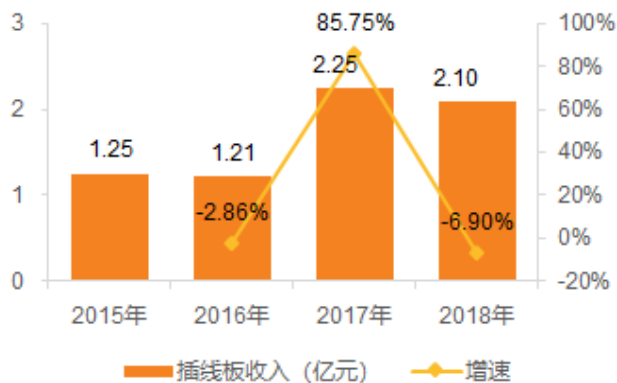
表 9: 小米和公牛插线板成本及渠道加价率对比 (单位: 元/件)

品牌	成本	毛利率	出厂价	零售价	渠道加价率	产品加价率
小米 (2015年)	30.24	19.71%	37.66	49.00	1.30	1.62
公牛 (2019年H1)	8.06	39.84%	13.39	30.17	2.25	3.75

资料来源: 招股说明书, 公司公告, 天风证券研究所

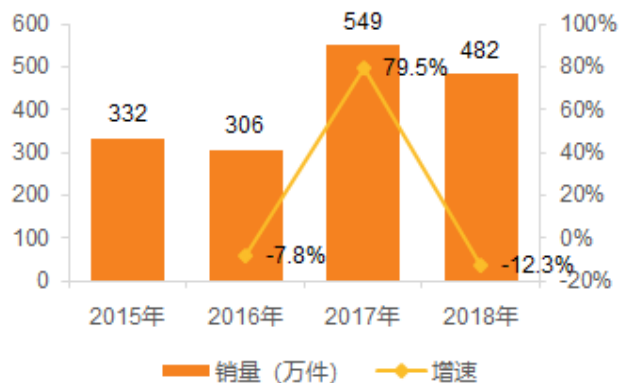
我们来看看事实是怎样的? 从动力未来的报表来看, 2015 年插线板业务形成业务后收入波动较大, 基于小米的产品策略, 即开始先推出一款“尖刀产品”, 后续逐渐扩展 SKU, 因此我们假设其产品均价每年提升 5%, 以此倒算出小米插线板的销量变化, 在 15 年起量后, 发展至 17-18 年, 整体规模在 500 万个左右, 与公牛的亿件级销量相比差距并没有拉近。

图 15：动力未来插线板业务收入及增速情况



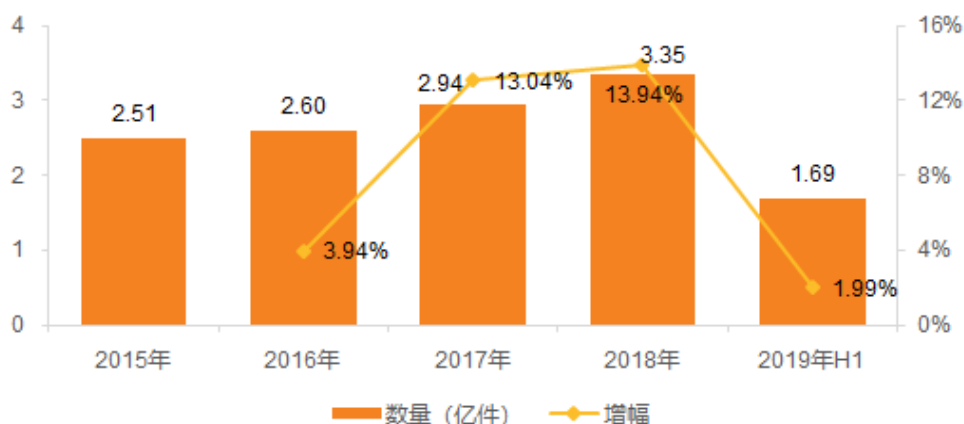
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：测算下的动力未来插线板业务销量情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

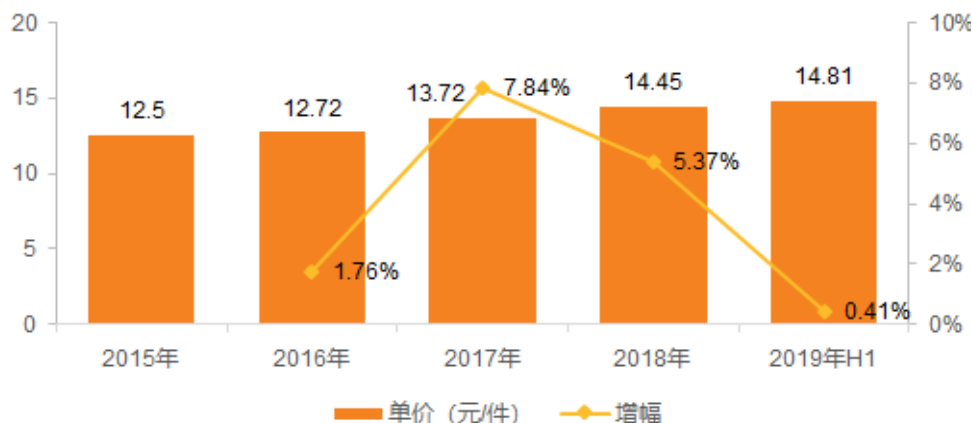
图 17：公牛集团插线板业务销量及增速情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

从结果看，互联网品牌确实未能撼动公司的地位，我们认为，公司市占率仍存在温和提升的可能性。此外，我们在市场容量测算的假设中，产品 ASP 为 28.7 元（19.2-20.2 淘宝均价），从公司过去几年的产品均价看，我们认为出厂价的提升大概率会转移到终端售价，因此转换器产品的 ASP 仍能逐渐上升。但单纯的提价只会给竞争对手留下空间，合理的做法是通过增加产品附加值、不断叠加 SKU 来实现，我们对比公牛与飞利浦部分系列的产品，可以看出前者产品 SKU 布局更加完善。基于以上分析，我们认为，公司转换器业务的后续发展将建立在市占率保持和 ASP 上升的逻辑之上的。

图 18：公牛转换器业务出厂均价及增速情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 10：公牛与飞利浦的产品矩阵对比

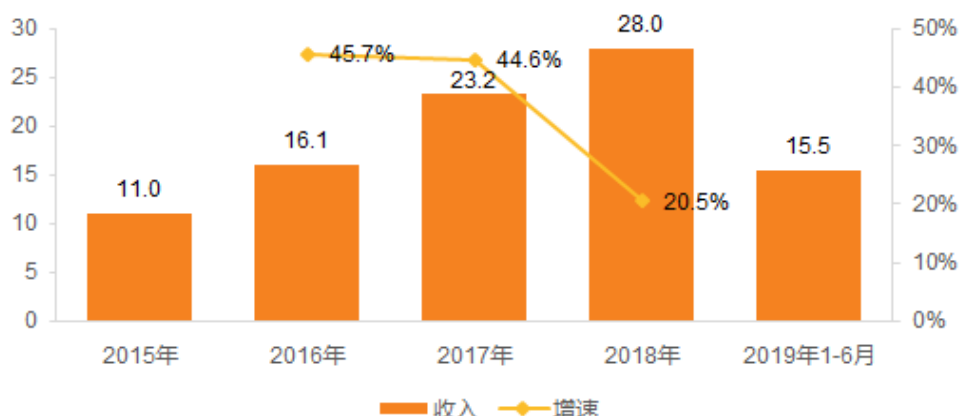
品牌		大功率系列	防雷保护系列	过载保护系列	USB插线板系列
产品系列					
公牛	SKU数量	5个	9个	9个	20个
	价格区间	17.2~150元	46.5~79.3元	23.2~199元	49~218元
飞利浦	SKU数量	1个	9个	4个	9个
	价格区间	37元	52.8~129	52~98元	37.9~199元

资料来源：天猫商城，京东，天风证券研究所

### 墙壁开关与插座业务

公司另一核心业务为墙壁开关插座，2019年上半年收入 15.5 亿元，占公司总收入的 31%，15-18 年收入的复合增速为 36.5%。从行业规模的角度看，根据新视界产业研究中心的数据，2018 年中国墙壁开关插座产品需求规模为 196.55 亿元，增速为 10.1%。我们以 2018 年墙开境内直销均价 11.40 元/件为零售终端价格来计算，公牛品牌 2018 年终端销售规模为 44 亿元，则其市占率约为 23%。虽然墙开行业也不具有专业性的第三方数据统计，但我们认为，这样的销售规模，公牛能是该行业前二名的品牌。

图 19：公司墙开业务收入及增速情况（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 11：墙开行业中的主要品牌

一线品牌	二线品牌	三线品牌
以西门子、松下、施耐德等为代表，这些企业是国际知名的电器生产企业，在全球市场上具有较强的竞争力，进入中国市场的时间也较早，产值较高，企业规模较大，凭借品牌优势，产品覆盖全国市场，定价高。	主要有公牛、罗朗格、西蒙、德力西、松本、朗能、鸿雁、飞雕、正泰、福田、欧普、贵派、豪意等，既有跨国公司，又有民族品牌，数量较少，产值相对较高，企业规模相对较大。	主要是一些活跃在三四线城市以及农村市场的中小型墙壁开关插座生产企业，这些企业的产值低，企业规模小，产品质量较差，同质化现象严重，市场竞争力较弱。

资料来源：新视界，天风证券研究所

注：划分主要是以品牌调性与价格段，并非市占率

对于墙开市场，除了传统 2C 装修渠道，近年高速发展的精装修渠道预计将成为公司该业务主要增量来源。公司目前已针对精装修、定制家具等趋势成立了大客户业务部，加大 2B 市场布局。这一块蛋糕有多大？我们拜访了上海的两个精装修楼盘作为踩点信息，我们的调研样本统计为，中三室一厅（约 100 平方米）共 67 个、两室一厅（约 80 平方米）50-55 个。

图 20：某精装修房中一间卧室中有 12 个插座及 2 个灯具开关



资料来源：天风证券研究所

我们假设自住的精装修房中每 100 平方米使用 65 个开关插座，而自己装修的毛坯房和二手房可能更多会基于实际使用状况的考虑多装开关插座，仅考虑住宅类住房，19 年空间在 170 亿元左右，其中在 19 年精装修比例 35% 的假设下，精装修空间的占比大约 1/4。因此，公牛除了在消费者自己装修的传统渠道持续发力外，精装修部分仍也有很大空间。再叠加商业用房，如办公楼、餐馆等，预计整个行业空间会达到 200-300 亿元。

表 12：2019 年住宅类型房屋所需墙开空间测算

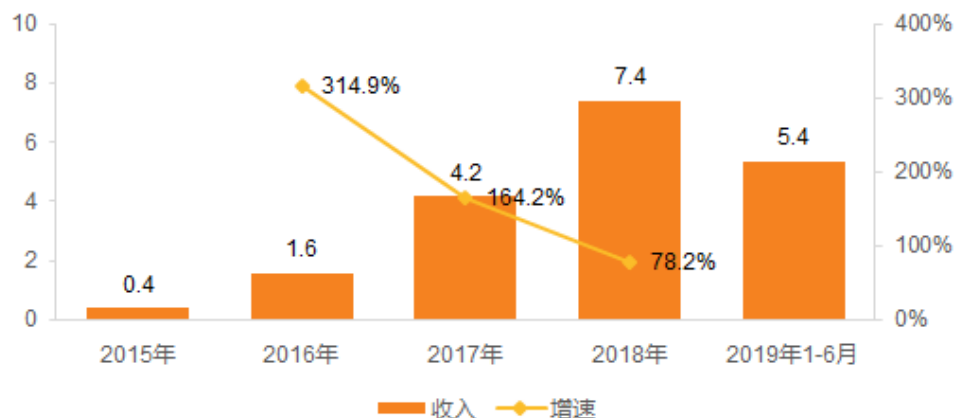
类别	墙开数量	2019年销售面积 (万平方米)	精装修比例	规模数量 (亿个)	单价 (元/个)	空间规模 (亿元)
住宅（精装修）	65个/100平方米	150144.3	35%	3.42		41.0
住宅（毛坯）	75个/100平方米		-	7.32	12	87.8
二手房	75个/套	426万套	-	3.20		38.3
合计						167.2

资料来源：Wind，贝壳，天风证券研究所

### LED 照明

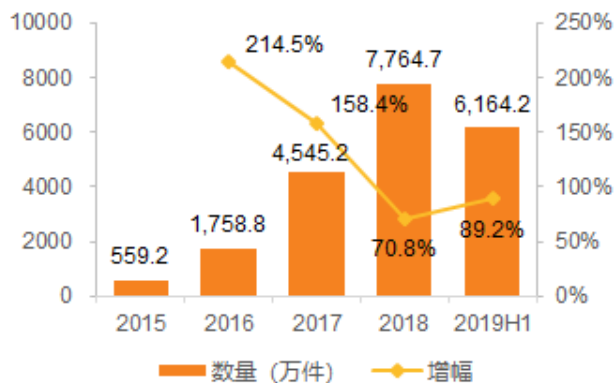
公司自 2014 年进入 LED 照明行业，专注于室内照明领域，将产品差异化定位于“爱眼”，主要产品有光源（球泡、灯贴）、灯具（筒灯、灯带、吸顶灯等）等。公司 2019 年上半年实现收入 5.4 亿元，占公司总收入的 11%，15-18 年收入的复合增速为 164.5%。

图 21：公司 LED 照明业务收入及增速情况（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 22：公司 LED 照明业务销量情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

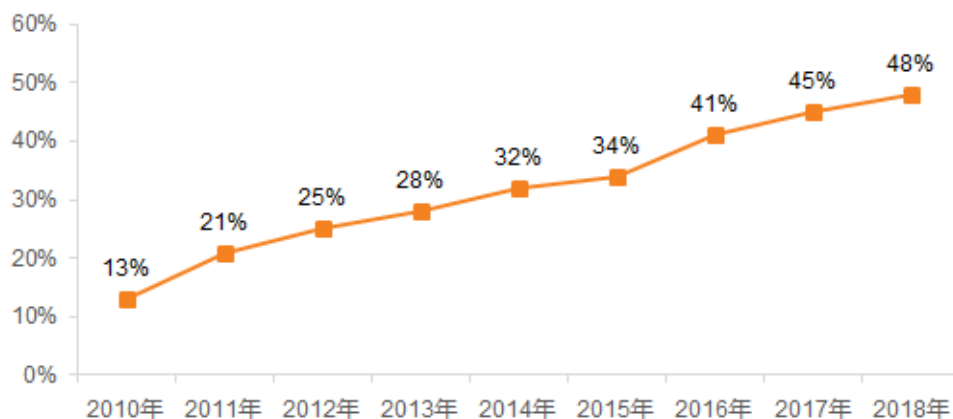
图 23：公司 LED 照明业务出厂均价情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

LED 照明市场巨大，渗透率仍有较大提升空间。过去由于 LED 照明产品价格明显高于传统照明，导致 2018 年我国 LED 渗透率不足 50%。随着国内 LED 产业链的整合及技术的进步，取代 40W 和 60W 白炽灯的 LED 光源均价呈持续下降趋势，LED 产品价格的有效下降将进一步推动渗透率提升。根据智研咨询测算，预计 2020 年中国 LED 通用照明市场规模将达到 4452 亿元。

图 24：我国照明市场 LED 渗透率仍有提升空间

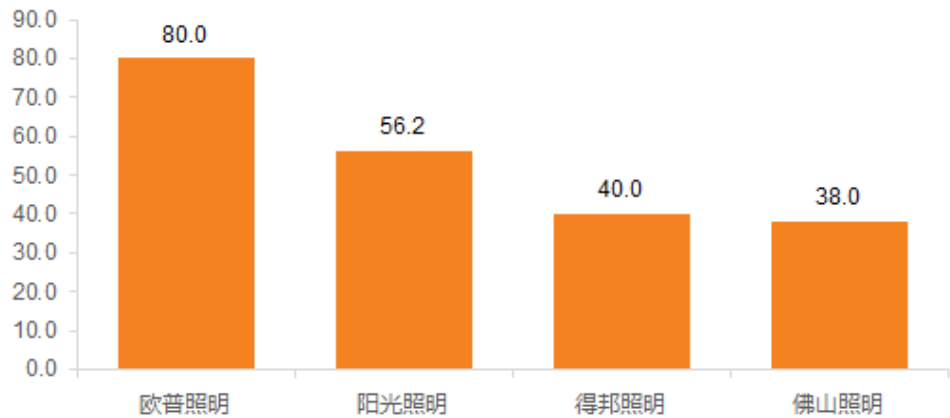


资料来源：锐观咨询，天风证券研究所

行业空间无限，公司集中度却十分有限。作为行业的绝对龙头欧普照明 2018 年全年收入 80 亿元，与千亿级别的市场空间对比仅个位数的市占率，行业整体十分分散，集中度提升空间不可小觑，而这恰好符合公司的业务拓展战略。

从转换器和墙开业务拓展的历史看，在公司进入之初，两个行业均处于集中度较低的状态，公司通过提升产品品质、渠道拓展、加大营销等方法提升行业进入壁垒，挤压其他杂牌的市场份额，因此，公司对 LED 照明领域的选择也是基于在转换器和墙开业务上的成功经验而得出的结论。

图 25：照明板块主要公司 2018 年收入（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

假设公司中期看 300 亿收入目标，潜在的行业空间在哪里？我们认为，LED 照明业务无疑会成为公司新的主要增长动力之一。从行业角度来看，正如我们前面所分析的，该行业空间足够大且缺乏龙头企业，排名靠前的公司市占率也不高，所以是一个值得切入的充满机会的行业。

从公司自身的角度来看，优点有具备国民品牌认知度，且品牌形象良好，有较强的研发能力，有许多大电工业务的产能，制造能力强，生产上也会有成本协同效应，因此产品方面我们认为是不必担忧的。劣势则在于缺乏渠道，照明的购买场景往往是非常偏装修产业链的，场景特定，因此渠道也有特殊性、专业性（例如开发建材城、需要专业化的导购去引导需求的家装设计师渠道等），公司的原有产品不满足这种产品的渠道特性，需要时间和资源去拓展。

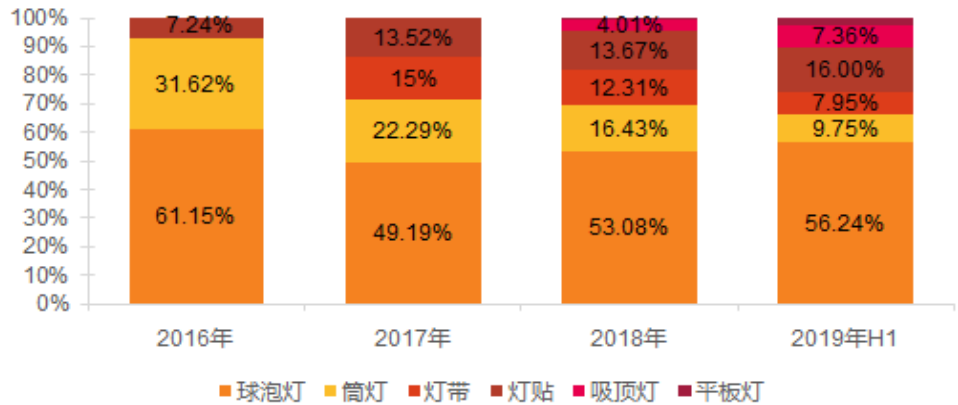
但在业务发展初期，现有渠道已经天然为公牛品牌提供了较好的延展性，球泡灯等替换型产品与转换器以及灯具等装饰类产品与墙开的销售上有购买的协同性，因此公司在拓展墙开渠道的同时也可以和照明业务协同作用。这就不难推导，公司接下去的战术重点是，首先发挥原来插排发展经销商的经验，大力拓展墙开市场，后续会逐步展开进军到房地产开发商市场，同时也会加大照明业务其他渠道的布局力度。

图 26：公牛品牌具有较好的品牌延展性



资料来源：天风证券研究所

图 27：公司现有 LED 照明产品主要以球泡灯为主

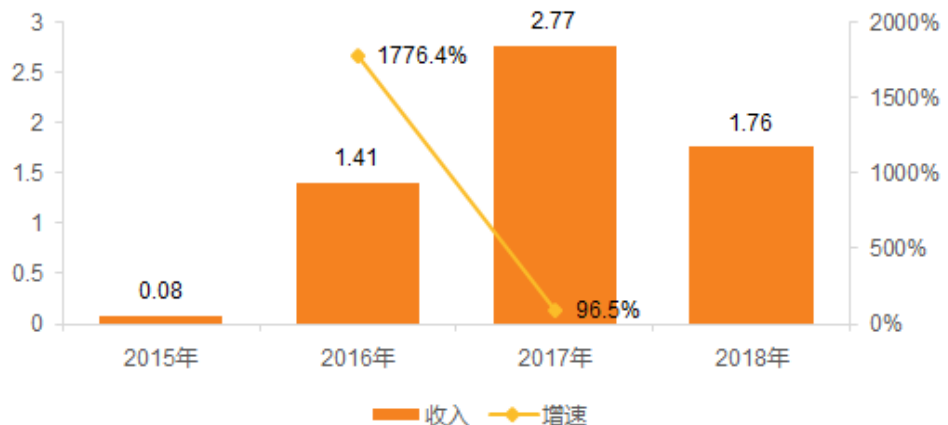


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 数码配件

公司另一个培育中的业务是数码配件，受到智能手机的带动，行业本身尚处于快速发展的阶段，但由于缺乏完善的行业标准，竞争厂商多，集中度低。

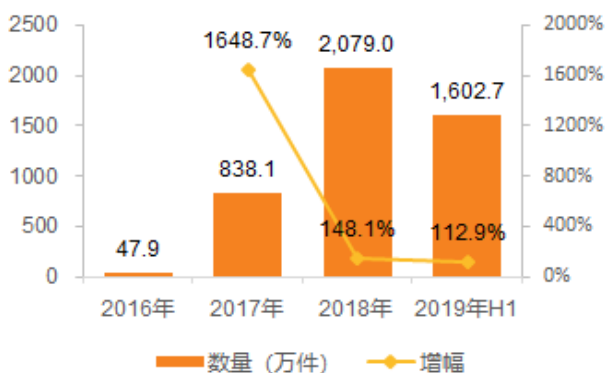
图 28：公司数码配件业务收入及增速情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司于 2016 年进入数码配件市场，大力拓展渠道，目前终端已有 13 万家网点，收入随之快速增长。与此同时公司在 17-18 年在通过设计优化等手段降低制造成本，产品采取降价策略，带来了销量的明显提升。我们认为，数码配件是利用渠道优势发展的市场，结合成本优势仍将保持较快发展势头。但这部分业务暂不构成公司的战略重点业务。

图 29：公司数码配件业务销量情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 30：公司数码配件业务出厂均价情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 问题四：拆分公司业绩报表，是否真的可以对标格力？

首先，我们从 ROE 角度去理解公牛，其 ROE 明显高于其他可比公司。进一步拆分看，其高 ROE 的核心来自于高利润率，但对比毛利率水平，我们发现其与大多数可比公司毛利率水平相近，例如科沃斯、欧普照明等，但期间费用率则明显低于这两家公司，尤其是销售费用率，这是其自身商业模式决定的，从这个角度看，我们更容易把公司与飞科电器做类比。

表 13：公司 ROE 明显高于其他可比公司（单位：%）

公司	2015年	2016年	2017年	2018年
欧普照明	25.6	20.5	20.1	22.6
佛山照明	1.3	21.4	15.2	8.3
科沃斯	26.6	7.0	35.2	25.9
飞科电器	52.1	39.4	37.8	33.7
苏泊尔	21.7	24.1	26.9	30.1
九阳股份	19.5	20.8	19.6	20.4
正泰电器	27.4	21.8	17.0	17.3
动力未来	25.6	10.8	22.4	8.6
格力电器	27.3	30.4	37.5	33.4
公牛集团	<b>61.4</b>	<b>69.1</b>	<b>64.0</b>	<b>69.6</b>

资料来源：Wind，天风证券研究所

公司的业务主体转换器和飞科的剃须刀、格力的空调一样，即在行业品类上是绝对的龙头，很大程度上其品牌已达到了定义一个品类的高度，且以渠道覆盖广度保证了消费者在购买决策中的选择概率，不需要用更多的销售费用去营销推广产品。但由于我们只能看到近年的数据，这只能说明，对二级投资者来说，已经越过了“先苦”的阶段，直接参与到了公司“后甜”的阶段。而科沃斯与欧普照明在自身所处的行业内，仍需要担负着产品教育者的角色，因此尚未到享受高利润率的阶段。动力未来费用率较低则是因为其主要为小米做插线板代工，正泰电器则主要面向工程渠道。

表 14：公司高 ROE 的核心来自净利率

公司	2015年	2016年	2017年	2018年
欧普照明	9.8%	9.3%	9.8%	11.2%
佛山照明	1.9%	31.9%	19.5%	9.9%
科沃斯	6.6%	1.6%	8.3%	8.5%
飞科电器	18.0%	18.2%	21.7%	21.3%
苏泊尔	8.2%	9.0%	9.2%	9.4%
九阳股份	8.8%	9.5%	9.5%	9.2%
正泰电器	14.5%	10.8%	12.1%	13.1%
动力未来	10.8%	6.8%	10.0%	4.1%
格力电器	12.5%	14.0%	14.9%	13.1%
公牛集团	<b>22.4%</b>	<b>26.2%</b>	<b>17.8%</b>	<b>18.5%</b>

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 15：2018 年可比公司经营情况

公司	销售费用率	研发费用率	管理费用率	财务费用率	毛利率	净利率
欧普照明	20.0%	4.0%	6.6%	-0.17%	36.5%	11.2%
佛山照明	6.2%	1.4%	6.0%	-0.69%	23.1%	10.0%
科沃斯	18.8%	3.6%	8.8%	-0.49%	37.8%	8.5%
飞科电器	8.7%	1.3%	4.0%	-0.39%	39.1%	21.2%
苏泊尔	15.8%	2.3%	4.2%	-0.03%	30.9%	9.3%
九阳股份	16.9%	3.6%	7.4%	-0.13%	32.1%	9.1%
正泰电器	6.4%	3.5%	8.1%	1.42%	29.7%	13.7%
动力未来	3.2%	5.2%	9.5%	-0.08%	16.4%	3.8%
格力电器	9.4%	3.5%	5.7%	-0.47%	30.2%	13.3%
公牛集团	<b>8.2%</b>	<b>3.9%</b>	<b>7.6%</b>	<b>0.06%</b>	<b>36.6%</b>	<b>18.5%</b>

资料来源：Wind，天风证券研究所

其次，对比总资产周转率，公司总资产周转率也处于较高水平，主要系公司采取“先款后货”的结算模式，经销商形成的应收账款相对较小，回款情况良好。商业模式类似的飞科电器周转自 15 年起逐年降低，我们预计这主要与公司从之前以 OEM 为主的生产模式逐渐转向自建产能，同时基于行业需求考虑合理囤货等因素有关。与此类似，近几年通过找代工厂进军新品类的苏泊尔，收入的增量不来源于本身的固定资产投资，从而提升了 ROE。相应的，格力与公牛在 ROE 水平上的差异很大部分也来自于资产周转率，这也与格力投入制造比例更高的缘故。

表 16：公司总资产周转率处于较高水平

公司	2015年	2016年	2017年	2018年
欧普照明	1.47	1.29	1.21	1.17
佛山照明	0.59	0.55	0.65	0.68
科沃斯	1.62	1.70	1.88	1.65
飞科电器	1.79	1.50	1.28	1.14
苏泊尔	1.56	1.57	1.67	1.80
九阳股份	1.30	1.27	1.32	1.36
正泰电器	0.99	0.85	0.59	0.60
动力未来	1.91	1.01	1.27	1.22
格力电器	0.63	0.64	0.76	0.86
公牛集团	<b>1.66</b>	<b>1.63</b>	<b>1.84</b>	<b>1.99</b>

资料来源：Wind，天风证券研究所

从权益乘数上看，公司并未明显高于同行业其他公司。同为渠道强劲的公司格力电器在周转率较低的情况下仍获得可观的 ROE，其在掌控渠道之后所带来的优势就是上下游占款，这体现在较高比例的应付账款中，最终得以通过对供应链的强话语权从而获得良好的净现金流。

表 17：可比公司的权益乘数

公司	2015年	2016年	2017年	2018年
欧普照明	1.79	1.71	1.70	1.71
佛山照明	1.21	1.21	1.21	1.24
科沃斯	2.47	2.66	2.27	1.85
飞科电器	1.62	1.44	1.37	1.39
苏泊尔	1.71	1.70	1.75	1.78
九阳股份	1.70	1.71	1.56	1.63
正泰电器	1.91	2.36	2.38	2.20
动力未来	1.24	1.55	1.76	1.74
格力电器	3.47	3.39	3.33	2.97
公牛集团	<b>1.65</b>	<b>1.62</b>	<b>1.96</b>	<b>1.89</b>

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 18：可比公司的无息负债占比

公司	2015年	2016年	2017年	2018年
欧普照明	77.6%	92.3%	95.9%	93.4%
佛山照明	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
科沃斯	96.5%	100.0%	99.4%	96.9%
飞科电器	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
苏泊尔	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
九阳股份	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
正泰电器	98.3%	49.0%	53.0%	61.4%
动力未来	100.0%	63.9%	100.0%	100.0%
格力电器	94.5%	91.6%	87.4%	86.1%
公牛集团	96.0%	99.3%	85.8%	100.0%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：有息负债主要包含短期及长期借款。

我们进一步考虑，上市后的 ROE 将如何变化？我们认为，基于公司自身战略的考虑，的确存在一定下降的潜在可能性，主要是以下几种情况下可能会出现：

- 为了进一步扩展墙开业务，与地产开发商合作，地产开发商的账期会比零售业务更长；
- 培育新业务所带来的短期利润率下降：例如 LED 照明领域，照明行业的集中度不够，这意味着还需要对于消费者进行更多的市场教育，这块业务上 ROE 的情况可以参考欧普照明。

但也需要考虑公司自制化率提升、规模扩大带来的单位成本减少以及在产品策略上选择差异化定价带来的毛利空间提升，即使业务快速拓展带来 ROE 的下降，基于其强大的利基市场（家用插排），公司仍将维持高于行业平均水平的可观回报。

除了高 ROE，公司在现金流方面同样表现十分优异，16 年-18 年公司的经营性净现金流分别为 17.8 亿元、11.6 亿元、19.1 亿元。这让我们想到了家电行业中另一家现金流表现优异的公司格力电器，二者的净营业周期均为负数，这意味着企业能够长期占用上下游的资金。

表 19：公司现金流情况表现优异（单位：亿元）

公司	2015年	2016年	2017年	2018年
欧普照明	4.1	11.6	10.0	6.2
佛山照明	1.9	2.9	2.2	6.2
科沃斯	4.9	2.9	4.9	0.2
飞科电器	4.3	8.0	8.6	5.5
苏泊尔	11.3	13.9	10.8	20.1
九阳股份	8.6	10.1	0.5	4.1
正泰电器	19.3	49.0	25.7	29.0
动力未来	0.2	0.2	0.2	0.1
格力电器	443.8	148.6	163.6	269.4
公牛集团	<b>10.8</b>	<b>17.8</b>	<b>11.6</b>	<b>19.1</b>

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 20：公司净营业周期为负（单位：天）

公司	2015年	2016年	2017年	2018年
欧普照明	15.3	10.8	0.4	2.7
佛山照明	75.2	77.5	89.0	102.5
科沃斯	12.7	13.2	11.0	34.1
飞科电器	-13.4	-5.7	-11.1	0.9
苏泊尔	28.5	20.9	23.7	21.1
九阳股份	-42.5	-47.4	-41.4	-29.8
正泰电器	40.0	41.1	47.8	59.1
动力未来	4.2	-44.7	-30.1	-5.3
格力电器	-81.2	-78.8	-59.0	-35.8
公牛集团	<b>-19.3</b>	<b>-32.8</b>	<b>-25.8</b>	<b>-18.3</b>

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 问题五：如何看待公司的估值问题？

### 盈利预测

我们按照公司不同的产品进行拆分，对收入的预测基于以下核心假设：

假设 1：公司占比较大的转换器及墙壁开关插座业务持续延续较高增长，LED 照明及数码配件等新品类处于发展期，收入增长更快，2019 年-2021 年的增速分别为 17.9%、19.6%、20.1%；

假设 2：公司不断挖掘消费者需求的同时进行产品升级，毛利率有望受益于结构性改善保持提升趋势。

表 21: 公司各业务收入拆分情况

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>转换器</b>						
收入	331,195.06	403,746.82	484,740.01	562,298.41	646,643.17	743,639.65
增速	5.8%	21.9%	20.1%	16.0%	15.0%	15.0%
<b>墙壁开关插座</b>						
收入	160,551.63	232,184.01	279,687.58	324,437.59	389,325.11	467,190.13
增速	45.7%	44.6%	20.5%	16.0%	20.0%	20.0%
<b>LED照明器件</b>						
收入	15,730.44	41,556.63	74,057.91	99,978.18	139,969.45	195,957.23
增速	314.9%	164.2%	78.2%	35.0%	40.0%	40.0%
<b>数码配件</b>						
收入	751.17	14,094.91	27,697.28	37,391.33	50,478.29	68,145.70
增速		1776.4%	96.5%	35.0%	35.0%	35.0%
<b>其他主营</b>						
收入	27,682.86	30,868.29	38,410.44	42,251.48	48,589.21	55,877.59
增速		11.5%	24.4%	10.0%	15.0%	15.0%
<b>其他业务</b>						
收入	737.00	1,556.58	1,906.58	2,097.24	2,411.82	2,773.60
增速	35.6%	111.2%	22.5%	10.0%	15.0%	15.0%
总收入	536,648.16	724,007.24	906,499.80	1,068,454.23	1,277,417.06	1,533,583.89
增速		34.9%	25.2%	17.9%	19.6%	20.1%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

基于公司以上经营情况, 我们预计公司 19-21 年收入规模 106.8、127.7、153.4 亿元, 增速为 17.9%、19.6%、20.1%, 净利润 24.1、31.5、39.7 亿元, 增速为 43.7%、30.7%、26.0%, 对应 EPS 分别 4.5、5.3、6.6 元/股。

## 估值分析

公司目前的插排业务属于典型的消费品, 考虑到其相较于小家电更高频次的消费、广度深度兼具的渠道布局以及品牌定义品类, 在小家电企业的估值基础上可以给予合理溢价, 但公司发展的另外两块业务, 墙开和 LED 照明则很容易被归纳到地产后周期行业。

需要注意的是, 一方面 LED 照明兼替换型和装饰型产品, 且空间前景巨大, 另一方面其与现有渠道有较强的协同性, 甚至拥有与欧普相比更具广度的渠道布局, 应给予相应溢价。我们给予公司合理估值为 2020 年 25 倍 PE, 对应 2020 年 788 亿元市值, 对应目标价为 131.3 元/股。

表 22: 同行业公司估值情况对比

行业	公司名称	PE(TTM)	市值(亿元)	2019年预测PE	2020年预测PE
照明行业	603515.SH 欧普照明	21.3	198.0	20.6	17.8
	000541.SZ 佛山照明	23.2	66.0	20.5	18.1
<b>平均值</b>		<b>22.2</b>	<b>132.0</b>	<b>20.5</b>	<b>17.9</b>
小家电行业	603486.SH 科沃斯	45.7	136.6	33.9	26.4
	603868.SH 飞科电器	20.3	153.5	19.7	18.5
	002032.SZ 苏泊尔	31.2	565.2	29.3	25.1
	002242.SZ 九阳股份	28.9	232.3	27.9	24.2
<b>平均值</b>		<b>31.5</b>	<b>271.9</b>	<b>27.7</b>	<b>23.6</b>
低压电器行业	601877.SH 正泰电器	15.3	561.3	13.8	11.7

资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 投资建议

公司作为插排行业龙头品牌，一方面依靠其自成立初期就保持的高品质口碑以及兼具广度和深度的渠道布局，另一方面在保证主营产品占据市场绝对领先地位的同时，稳步纵向拓展至其他新品类，如装饰性开关、LED 照明等领域。公司致力于从消费者端出发寻找结构性机会，未来仍将保持较强的增长潜力，我们预计公司 19-21 年收入规模 106.8、127.7、153.4 亿元，增速为 17.9%、19.6%、20.1%，净利润 24.1、31.5、39.7 亿元，增速为 43.7%、30.7%、26.0%，对应 EPS 分别 4.5、5.3、6.6 元/股。当前股价对应 19-21 年分别 21.1x、17.9x、14.2xPE。根据行业内现有上市公司估值情况，我们给予公司合理估值为 2020 年 25 倍 PE，对应目标价为 131.3 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

**宏观经济增速放缓风险：**公司主要产品转换器、墙开、LED 照明灯均属于民用消费品，广泛应用于家庭、办公等场合，国内宏观经济增速放缓会导致居民可支配收入和消费能力的下降，将降低消费者对民用电工产品的需求和购买能力。

**业务开拓不及预期：**公司在原有业务基础上拓展新业务，先后进入 LED 照明和数码配件等新领域，同时大力布局精装修、定制家具等 2B 渠道，相关行业集中度低，竞争比较激烈，不排除市场开拓不及预期的可能性。

**竣工数据不及预期：**公司核心业务之一墙开以及重点开拓业务 LED 照明与房地产行业有较强相关性，未来竣工数据的下滑将对相关产品造成一定的不利影响。

**主要原材料波动风险：**报告期内公司原材料在成本中占比 80%以上，其生产所需要的原材料采购价格与铜材、塑料等大宗商品价格存在一定相关性，若原材料价格发生大幅波动，公司将面临盈利下降的风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	110.21	217.94	213.69	383.23	460.08
应收票据及应收账款	119.68	211.30	679.08	1,364.78	1,531.99
预付账款	33.39	20.42	52.22	31.07	66.98
存货	962.66	811.51	1,367.50	1,339.27	2,092.28
其他	1,362.92	2,262.36	1,896.75	1,843.30	2,059.08
<b>流动资产合计</b>	<b>2,588.86</b>	<b>3,523.52</b>	<b>4,209.24</b>	<b>4,961.64</b>	<b>6,210.41</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	964.33	1,203.06	1,960.00	2,856.78	3,845.45
在建工程	44.94	70.49	222.30	613.38	668.03
无形资产	208.12	305.70	290.42	275.13	259.85
其他	150.41	61.33	166.95	126.23	118.17
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,367.80</b>	<b>1,640.58</b>	<b>2,639.66</b>	<b>3,871.52</b>	<b>4,891.49</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,956.66</b>	<b>5,164.11</b>	<b>6,848.90</b>	<b>8,833.16</b>	<b>11,101.90</b>
短期借款	337.71	0.00	281.64	52.41	71.74
应付票据及应付账款	1,293.92	1,272.82	1,269.36	1,229.19	1,221.92
其他	754.32	609.45	592.74	858.01	728.20
<b>流动负债合计</b>	<b>2,385.94</b>	<b>1,882.26</b>	<b>2,143.74</b>	<b>2,139.61</b>	<b>2,021.86</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	34.27	11.42	15.23	20.31
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.00</b>	<b>34.27</b>	<b>11.42</b>	<b>15.23</b>	<b>20.31</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,385.94</b>	<b>1,916.53</b>	<b>2,155.17</b>	<b>2,154.84</b>	<b>2,042.16</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	540.00	540.00	540.00	600.00	600.00
资本公积	310.26	310.26	310.26	344.69	344.69
留存收益	1,030.72	2,707.57	4,153.74	6,078.32	8,459.73
其他	(310.26)	(310.25)	(310.26)	(344.69)	(344.69)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,570.72</b>	<b>3,247.57</b>	<b>4,693.74</b>	<b>6,678.32</b>	<b>9,059.73</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,956.66</b>	<b>5,164.11</b>	<b>6,848.90</b>	<b>8,833.16</b>	<b>11,101.90</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,285.43	1,676.86	2,410.28	3,150.25	3,969.03
折旧摊销	101.79	164.58	206.54	327.43	471.96
财务费用	5.60	5.64	5.34	6.39	7.67
投资损失	(103.27)	(97.27)	(90.00)	(96.85)	(94.71)
营运资金变动	634.60	(790.52)	(845.25)	(312.14)	(1,294.38)
其它	(760.36)	950.87	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,163.79</b>	<b>1,910.16</b>	<b>1,686.90</b>	<b>3,075.08</b>	<b>3,059.57</b>
资本支出	262.85	492.18	1,122.85	1,596.19	1,494.92
长期投资	(46.16)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	360.43	(1,773.28)	(2,126.18)	(3,100.45)	(2,901.70)
<b>投资活动现金流</b>	<b>577.12</b>	<b>(1,281.10)</b>	<b>(1,003.33)</b>	<b>(1,504.26)</b>	<b>(1,406.77)</b>
债权融资	337.71	0.00	281.64	52.41	71.74
股权融资	803.16	48.77	48.65	142.05	46.33
其他	(2,918.09)	(533.18)	(1,018.11)	(1,595.74)	(1,694.02)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,777.23)</b>	<b>(484.41)</b>	<b>(687.82)</b>	<b>(1,401.28)</b>	<b>(1,575.95)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(36.32)</b>	<b>144.64</b>	<b>(4.25)</b>	<b>169.53</b>	<b>76.85</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>7,240.07</b>	<b>9,065.00</b>	<b>10,684.54</b>	<b>12,774.17</b>	<b>15,335.84</b>
营业成本	4,507.97	5,744.74	6,537.04	7,495.67	8,823.99
营业税金及附加	51.89	69.10	53.42	63.87	76.68
营业费用	680.20	746.57	747.92	894.19	1,042.84
管理费用	359.44	341.88	320.54	383.23	429.40
研发费用	286.65	350.81	320.54	383.23	460.08
财务费用	5.62	5.22	5.34	6.39	7.67
资产减值损失	5.92	(1.57)	3.30	2.55	1.42
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	103.27	97.27	90.00	96.85	94.71
其他	(291.75)	(248.91)	(180.00)	(193.70)	(189.41)
<b>营业利润</b>	<b>1,530.87</b>	<b>1,959.89</b>	<b>2,786.45</b>	<b>3,641.90</b>	<b>4,588.47</b>
营业外收入	2.37	4.96	0.00	0.00	0.00
营业外支出	22.41	13.41	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1,510.83</b>	<b>1,951.45</b>	<b>2,786.45</b>	<b>3,641.90</b>	<b>4,588.47</b>
所得税	225.40	274.59	376.17	491.66	619.44
<b>净利润</b>	<b>1,285.43</b>	<b>1,676.86</b>	<b>2,410.28</b>	<b>3,150.25</b>	<b>3,969.03</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,285.43</b>	<b>1,676.86</b>	<b>2,410.28</b>	<b>3,150.25</b>	<b>3,969.03</b>
每股收益(元)	2.14	2.79	4.46	5.25	6.62

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	34.91%	25.21%	17.87%	19.56%	20.05%
营业利润	-6.25%	28.02%	42.17%	30.70%	25.99%
归属于母公司净利润	-8.67%	30.45%	43.74%	30.70%	25.99%
<b>获利能力</b>					
毛利率	37.74%	36.63%	38.82%	41.32%	42.46%
净利率	17.75%	18.50%	22.56%	24.66%	25.88%
ROE	81.84%	51.63%	51.35%	47.17%	43.81%
ROIC	63.60%	102.48%	81.36%	68.68%	63.90%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	60.30%	37.11%	31.47%	24.39%	18.39%
净负债率	14.48%	-6.71%	1.45%	-4.95%	-4.29%
流动比率	1.09	1.87	1.96	2.32	3.07
速动比率	0.68	1.44	1.33	1.69	2.04
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	73.90	54.78	24.00	12.50	10.59
存货周转率	10.17	10.22	9.81	9.44	8.94
总资产周转率	1.84	1.99	1.78	1.63	1.54
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	2.14	2.79	4.46	5.25	6.62
每股经营现金流	1.94	3.18	2.81	5.13	5.10
每股净资产	2.62	5.41	8.69	11.13	15.10
<b>估值比率</b>					
市盈率	43.96	33.70	21.10	17.94	14.24
市净率	35.97	17.40	10.83	8.46	6.24
EV/EBITDA	0.00	0.00	16.93	14.10	11.05
EV/EBIT	0.00	0.00	18.18	15.36	12.18

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com