

转换器王者不设边界，迈向民用电工巨头

买入|首次推荐

——公牛集团公司深度

民用电工市场规模达 3000 亿元，各品类渠道重合度较高

民用电工品类繁多，每个品类市场规模在数百亿至千亿，整体市场空间广阔，市场规模可达 3000 亿元级别，测算转换器市场规模 192 亿，墙壁开关插座市场规模 198 亿、LED 家居照明市场规模 1138 亿，断路器市场规模 175 亿，浴霸市场规模 80 亿，智能锁市场规模 340 亿，数码配件市场规模 908.5 亿。民用电工渠道广而散，但是大部分产品渠道具备较高重合度，可以共享。

护城河坚固，公司从转换器王者迈向民用电工平台化龙头

公牛集团自 1995 年起家于转换器，经历 25 年时间发展，已经成为国内民用电工龙头企业，业务涵盖转换器、墙开、LED 照明和数码配件等产品，公司转换器处于绝对龙头地位，2019 年天猫市占率 65%；墙壁开关插座市占率第一，2019 年天猫市占率为 28.06%；LED 照明 2019 年全国第 35 名。

产品力+品牌+渠道铸就公司护城河，提供平台化基础。 1) 公司产品多年保持高品质，在消费者群体已经形成良好口碑；2) 公司免费给网点安装店招，店招附有公司宣传，百万网点多年店招营销，品牌深入人心；3) 公司组织经销商实施配送访销，建立近 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，辐射到城市、乡村的门店和卖场等场所，形成最强民用电工渠道网络。以上三要素成就公司平台化基础，公司可以选择格局分散的品类进军，然后凭借品质和渠道优势提升市占率，扩大收入规模。

转换器毛利率回升，其他品类快速发展

公司转换器降本同时小幅提价，2019 毛利率回升至 38.29%，增加 5pct，2019 转换器营收 50.5 亿元，同比增长 4.3%；公司墙开产品具备高性价比，通过推陈出新与拓宽渠道，业绩持续快速增长，2019 年公司墙开营收 32.09 亿元，同比增长 14.73%；LED 产品借助墙开与转换器渠道快速增长，2019 营收 9.84 亿元，同比增长 32.82%；数码配件产品定位精品，2019 年数码配件实现营收 3.56 亿元，同比增长 28.4%。

投资建议

预计 2020-2022 公司归母净利润分别达到 26.7/33.4/41.2 亿，EPS 分别 4.45/5.58/6.86 元，对应 PE 分别为 40/32/26 倍，考虑公司平台属性和高 ROE，给予公司 2021 年 35 倍估值，目标价 195 元，给予买入评级。

● 风险提示

产品销量不达预期风险；毛利率下降风险；新产品投放不达预期风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9065.00	10040.44	11160.66	12660.35	14728.37
收入同比 (%)	25.21	10.76	11.16	13.44	16.33
归母净利润(百万元)	1676.86	2303.72	2669.36	3347.76	4117.32
归母净利润同比 (%)	30.45	37.38	15.87	25.41	22.99
ROE (%)	69.60	52.36	31.11	27.57	30.28
每股收益 (元)	2.79	3.84	4.45	5.58	6.86
市盈率(P/E)	64.45	46.91	40.49	32.28	26.25

资料来源：Wind,国元证券研究中心

当前价/目标价: 180.13元/195元

目标期限: 12个月

基本数据

52周最高/最低价(元): 184.98 / 85.61

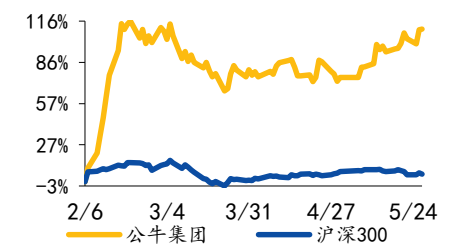
A股流通股(百万股): 60.00

A股总股本(百万股): 600.00

流通市值(百万元): 10807.80

总市值(百万元): 108078.00

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 彭聪
执业证书编号 S0020520040002
电话 02151097188
邮箱 pengcong@gyzq.com.cn

联系人 黄浦
电话 02151097188
邮箱 huangpu@gyzq.com.cn

目 录

1. 民用电工平台公司，多项业务快速发展.....	5
1.1 转换器王者不设边界，成长为民用电工平台公司.....	5
1.2 营收净利快速增长，毛利率回升.....	5
1.3 股权结构稳定，激励机制完善.....	7
1.4 募投项目加码产能、研发与渠道，竞争力持续提升.....	8
2. 民用电工行业空间广阔，市场规模达 3000 亿元.....	9
3. 产品力+品牌+渠道铸就公司护城河，提供平台化基础.....	13
3.1 产品力：以质取胜，前瞻洞察用户需求.....	13
3.2 品牌：质量成就品牌基石，店招营销传遍千家万户.....	14
3.3 渠道：与经销商合作共赢世界，百万网点铸就坚实壁垒.....	15
4. 转换器龙头地位稳固，多元化提供成长动力.....	17
4.1 转换器行业绝对龙头，毛利率企稳回升.....	17
4.2 墙开市占率第一，高性价比+渠道拓宽驱动成长.....	20
4.3 借助转换器和墙开渠道，LED 业务快速发展.....	22
4.4 数码配件定位精品，拓展新品类彰显平台雄心.....	23
5. 盈利预测与投资建议.....	25
5.1 盈利预测：2020-2022 归母净利润分别达到 26.7/33.4/41.2 亿元.....	25
5.2 投资建议：目标价 195 元，平台公司值得估值溢价.....	26
6. 风险提示.....	27

图表目录

图 1：公司发展历程.....	5
图 2：2015-2019 年营业收入及同比增速.....	6
图 3：2015-2019 年归母净利润及同比增速.....	6
图 4：2015-2019 年分业务毛利（亿元）.....	6
图 5：2015-2019 年分业务毛利率.....	6
图 6：2015-2019 年净利润现金比率.....	7
图 7：2019 年公司负债结构.....	7
图 8：公司股权结构.....	7
图 9：公司股权激励绑定核心高管、骨干与人才.....	8
图 10：转换器市场规模 192 亿元.....	9
图 11：2019 年各类商品房销售面积.....	9
图 12：墙开、断路器、浴霸价格、单位用量假设.....	9
图 13：墙壁开关插座、断路器、浴霸市场规模分别为 198/175/80 亿元.....	10
图 14：LED 通用照明市场规模测算为 2918 亿元.....	10
图 15：LED 家居照明在通用照明市场占比达 39%.....	10
图 16：智能门锁与机械锁价格对比.....	11
图 17：智能门锁销量与市场规模.....	11

图 18: 2014-2018 数据线销量与市场规模.....	11
图 19: 2014-2018 移动电源市场规模.....	11
图 20: 智能手机出货量及手机网民人数.....	12
图 21: 充电器市场规模测算 (亿元).....	12
图 22: 公司坚实护城河, 也是拓展其他民用电工品类平台.....	13
图 23: B8 内部构造, 一体化铜条.....	14
图 24: 2018-2019 公牛获得奖项.....	14
图 25: 公牛店招随处可见.....	14
图 26: 公牛媒体广告.....	14
图 27: 公司经销模式.....	15
图 28: 2016-2019H1 公司各销售渠道收入占比.....	15
图 29: 经销商毛利率.....	15
图 30: 合作 5 年以上的经销商贡献营收超 6 成 (2019H1).....	15
图 31: 2016-2019H1 公司经销商数量.....	16
图 32: 部分合作大客户.....	16
图 33: 公牛配送访销车辆.....	16
图 34: 公牛网点数量.....	16
图 35: 2015-2019 全国居民人均可支配收入 (元).....	17
图 36: 小家电市场规模 (亿元).....	17
图 37: 公牛小白 USB 插座和小米 USB 插座对比.....	18
图 38: 公牛和动力未来 (小米) 插座业务营收规模对比.....	18
图 39: 小米插座和公牛小白插座.....	18
图 40: 新老国标插座用料差异.....	19
图 41: 2016-2019H1 转换器关键工序自制率.....	19
图 42: 2016-2019 公牛集团插座单位成本、单价和毛利率.....	19
图 43: 2018 年国内墙壁开关插座格局.....	20
图 44: 公司墙开插座产品.....	21
图 45: 无框系列, 公牛墙开价格具备性价比 (单位元/件).....	21
图 46: 墙开插座营收与毛利 (亿元).....	21
图 47: 墙开插座销量 (万件).....	21
图 48: 2018 年 LED 通用照明行业规模近 3000 亿元.....	22
图 49: LED 照明主要企业市占率.....	22
图 50: 公司产品矩阵.....	22
图 51: 清新、轻奢装修风格筒灯、射灯和灯带用量大.....	22
图 52: LED 照明营收及同比增速.....	23
图 53: LED 照明产品销量及毛利率.....	23
图 54: 公司数码配件产品.....	24
图 55: 10000mAh 充电宝, 公牛自充时间更短.....	24
图 56: 数码配件营收及同比增长.....	24
图 57: 数码配件销量及同比增长.....	24
图 58: ROE 高于可比公司.....	27
图 59: 估值高于可比公司平均估值.....	27

表 1: 募投项目加码产能、研发和渠道	8
表 2: 公司主营业务预测	25

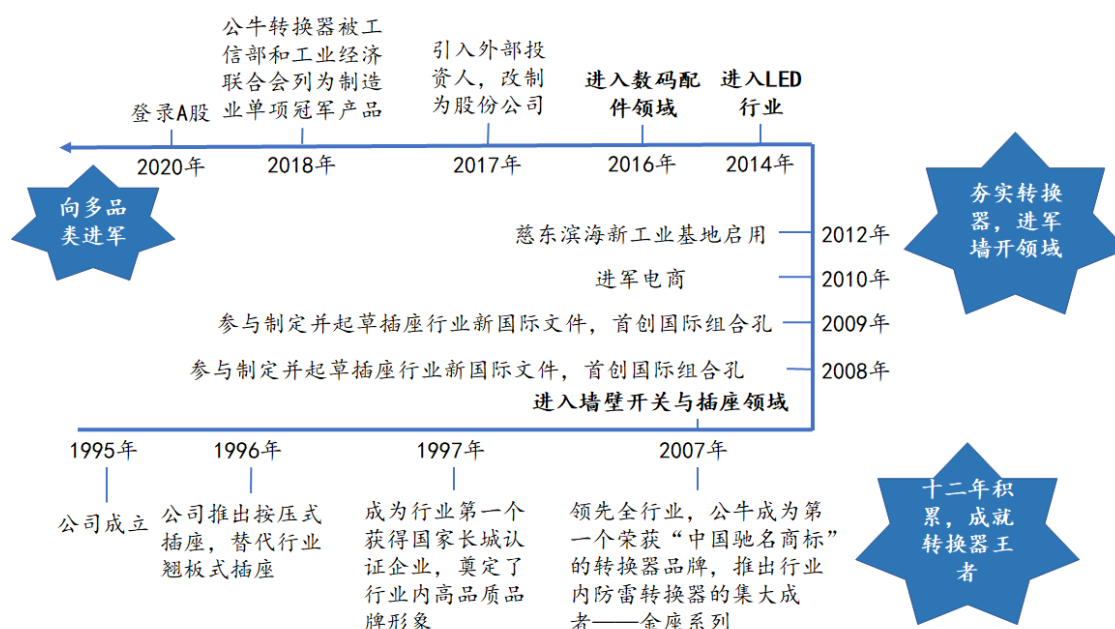
1. 民用电工平台公司，多项业务快速发展

1.1 转换器王者不设边界，成长为民用电工平台公司

公牛集团自 1995 年起家于转换器，经历 25 年时间发展，已经成为国内民用电工龙头企业，业务涵盖转换器、墙壁开关插座、LED 照明和数码配件等民用电工产品，公司转换器处于绝对垄断地位，2019 年公司转换器天猫市占率 65%；墙壁开关插座市占率第一，2019 年公司墙开天猫市占率为 28.06%；LED 照明 2019 年排全国第 35 名左右。

公司发展大致经历三个阶段：（1）1995-2006 年，公司专注于转换器，基于“用不坏的质量”和安全，从作坊式企业发展成为全国转换器绝对龙头；（2）2007-2013 年，公司进军墙壁开关插座领域，创新实施配送访销销售模式；（3）2014 年-至今，LED 照明和数码配件业务快速发展，已经具备规模；转换器之战中压倒性优势胜出小米；拓展智能门锁、断路器和浴霸等其他品类民用电工产品。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，招股说明书 国元证券研究中心

1.2 营收净利快速增长，毛利率回升

新国标转换器切换完成，营收净利保持快速增长。公司自 2017 年 4 月起全面生产销售新国标转换器，2018 年 10 月起完全停止销售老国标产品，2017 年因新国标产品用料上升、原材料价格上涨，净利润下降 8.7%；2018 年公司转换器继续提价、墙开工序自制率提升，2018 年业绩恢复快速增长，营收和归母净利润分别为 90.65/16.77 亿元，同比增速分别为 25.2%/30.5%；2019 年原材料价格下降和转换器自制率提升，驱动公司净利润大幅增长，公司 2019 年营收 100.4 亿元，同比增长 11%；归母净利润 23.04 亿元，同比增长 37.38%。

转换器支柱业务稳定增长，墙壁开关插座、LED 照明和数码配件快速增长。转换器

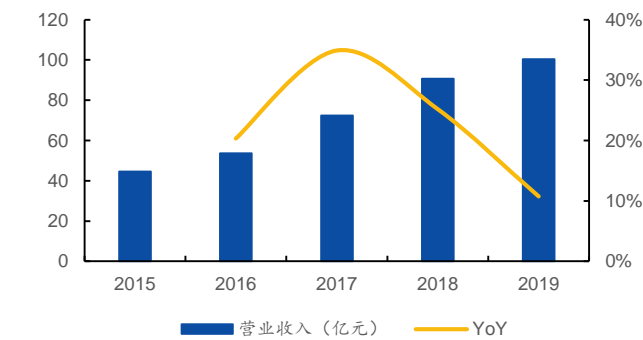
和墙壁开关插座共同构成了公司的核心业务，2017-2019 年两项业务合计收入占比

分别为 87.84%/84.32%/82.29%，维持在 80%以上；伴随着 LED 照明、数码配件两项新业务快速增长，两项传统核心业务收入占比有所下降。2019 年转换器收入占比 50.33%，2016-2019CAGR 达 15.12%；墙壁开关插座收入占比 31.96%，2016-2019CAGR 达 25.95%；LED 照明收入占比 9.8%，2016-2019CAGR 84.37%；数码配件收入占比 3.54%，2016-2019CAGR 达 254.8%。

公司毛利率进入回升阶段。2016 年公司综合毛利率是高点阶段达到 45.17%；2017 年因为铜材和 pp 价格上涨，新国标转换器单位原材料用量上升，转换器毛利率下降 11.49pct，导致综合毛利率随之下滑至 37.74%；2018 年公司墙壁开关插座毛利率小幅下滑 2.26pct，导致综合毛利率微跌至 36.63%；进入 2019 年，受益于原材料价格下降，转换器主要工序自制率和成品自制率持续提高，转换器毛利率增加 5pct，公司综合毛利率也随之回升至 41.41%。

现金流靓丽，在手资金充足，无有息负债。公司现金流情况较好，净利润现金比率基本在 100%以上，2016-2019 年净利润现金比率分别是 125%/91%/114%/100%。公司 2020Q1 货币资金+理财产品 15.91 亿，占总资产 21%，在手资金充足；公司资产负债率 25%，负债主要由应付账款、预收款项、应付职工薪酬、应交税费和其他应付款构成，基本不存在有息负债。

图 2：2015-2019 年营业收入及同比增速



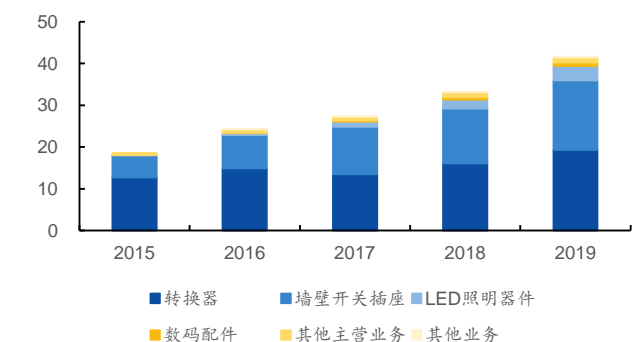
资料来源：wind, 国元证券研究中心

图 3：2015-2019 年归母净利润及同比增速



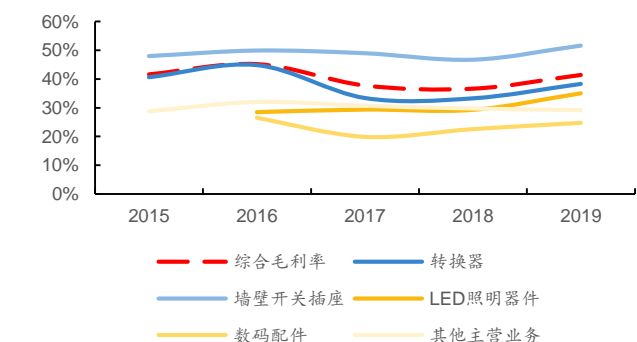
资料来源：wind, 国元证券研究中心

图 4：2015-2019 年分业务毛利（亿元）



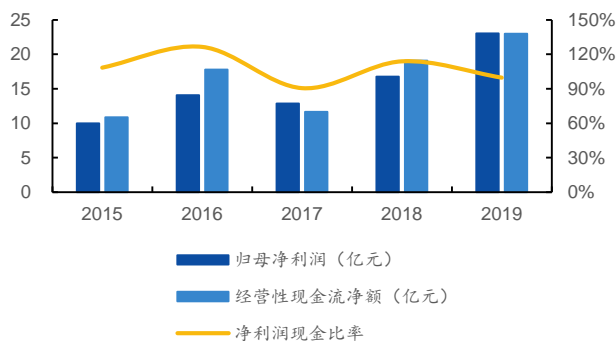
资料来源：wind, 国元证券研究中心

图 5：2015-2019 年分业务毛利率



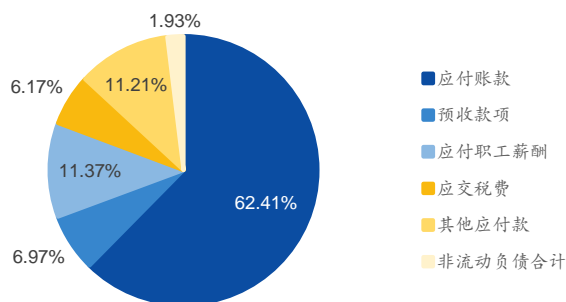
资料来源：wind, 国元证券研究中心

图 6: 2015-2019 年净利润现金比率



资料来源: wind, 国元证券研究中心

图 7: 2019 年公司负债结构

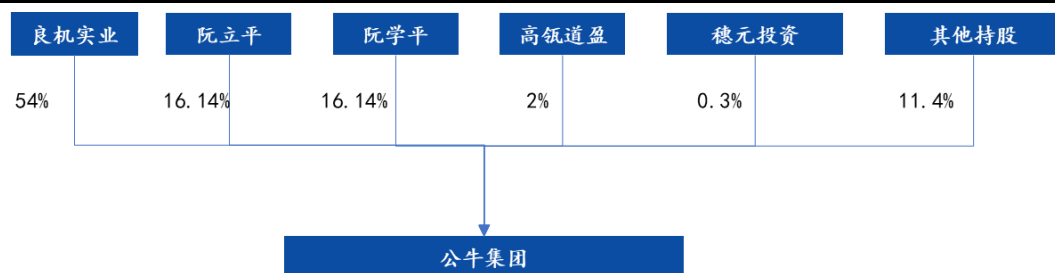


资料来源: wind, 国元证券研究中心

1.3 股权结构稳定，激励机制完善

公司实际控制人为阮立平、阮学平兄弟，发行后阮氏兄弟合计持股 86.3%，其中直接持股 32.3%（两人各 16.14%），通过良机实业间接持股 54%，股权结构稳定。2017 年 12 月，公司引入高瓴资本，发行后高瓴资本持股 2%，高瓴资本是一家专注于长期结构性价值投资的投资公司，也是亚洲地区资产管理规模最大的投资基金之一，已在消费与零售、科技创新、生命健康，金融科技、企业服务及先进制造等领域内投资了一大批国内外优秀企业，包括百度、腾讯、京东、携程、去哪儿、Airbnb、Uber、百济神州、美的、格力、中通快递等。

图 8: 公司股权结构



资料来源: 公司公告 国元证券研究中心

员工持股平台、限制性股票激励、特别人才持股多种激励机制绑定核心人才。公司在上市前即设立员工持股平台穗元投资，穗元投资持股公司 0.3%，通过员工持股平台对 28 位核心高管与技术骨干等实施股权激励；2020 年 4 月 27 日公司公告限制性股票激励计划及特别人才持股计划草案，计划向公司董事、高管及核心骨干共计 452 名成员，拟授予 62.89 万股限制性股票，行权价格为 79.93 元/股；向监事、特殊引进及特殊贡献人才实行特别人才持股计划，特别人才不超过 23 人，持股计划资金总金额 5000 万元。多种形式的激励机制将公司高管、核心骨干与公司深度绑定，有利于公司稳步成长。

图 9：公司股权激励绑定核心高管、骨干与人才

时间	激励计划	对象	标的股票数量	占总股本比例	持股计划资金/行权价	考核标准
2017.12	员工持股平台	公司高管、技术人员等 共计 28 人	178.74 万股	0.30%		
2020.4	限制性股票激励计划草案	核心高层管理人员（包含董事、高管）、其他高层管理人员及核心骨干，共计 452 人	62.89 万股	0.10%	行权价：79.93 元/股	公司业绩考核（3 次考核，2020-2022 年收入或净利润不低于前三年平均水平）+个人绩效考核
2020.4	特别人才持股计划草案	监事、特殊引进人才、特殊贡献人才；总人数不超过 23 人，其中监事 3 人，特殊引进人才不超过 10 人、特殊贡献人才不超过 10 人	30 万股	0.05%	5,000 万元	公司业绩考核（4 次考核，2020-2023 年收入或净利润不低于前三年平均水平）+个人绩效考核

资料来源：公司公告 国元证券研究中心

1.4 募投项目加码产能、研发与渠道，竞争力持续提升

公司产能接近饱和，募投项目加码产能，提升研发与渠道。公司产品销量快速增长，各品类产能接近瓶颈，2019H1 公司转换器、墙开插座、LED 和数码配件的产能利用率分别为 103.63%/113.26%/106.91%/110.42%。公司 IPO 募集 35.13 亿元用于提升墙开、转换器、LED 灯产能，并且持续加码研发和渠道建设。未来公司募投项目达产，产品产销量和竞争力将继续提升，龙头地位更加稳固。

表 1：募投项目加码产能、研发和渠道

项目名称	项目总投资（亿元）	募集资金投资金额（亿元）
年产 4.1 亿套墙壁开关插座生产基地建设项目	12.05	7.55
年产 4 亿套转换器自动化升级建设项目	9.99	5.99
年产 1.8 亿套 LED 灯生产基地建设项目	7.44	4.44
研发中心及总部基地建设项目	7.08	7.08
信息化建设项目	2.4	1.6
渠道终端建设及品牌推广项目	9.91	8.47
合计	48.87	35.13

资料来源：招股说明书 国元证券研究中心

2. 民用电工行业空间广阔，市场规模达 3000 亿元

民用电工产品通常是指由消费者决策购买的、适合在家庭和办公等场合使用的用于电源连接、传输、存储、转换、控制等作用的产品，包括转换器、墙壁开关插座、断路器、配电箱、LED 灯、智能门锁和浴霸等。民用电工行业空间广阔，市场规模可达 3031 亿元，其中转换器市场规模 192 亿，墙壁开关插座市场规模 198 亿、LED 灯（家居照明）市场规模 1138 亿元，断路器市场规模 175 亿，浴霸市场规模 80 亿，智能锁市场规模 340 亿，数码配件市场规模 908.5 亿。相关测算如下：

转换器市场测算核心假设：1) 考虑家电数量和品类日益增长，我们假设家庭年新增 1 件转换器；2) 企业与个体户，假设每年新设市场主体平均购买 10 件转换器；3) 转换器采取终端售价 28 元/件，测算得出 2019 年插座市场规模达到 192 亿元。

图 10: 转换器市场规模 192 亿元

	2016	2017	2018	2019
家庭户数 (亿户)	4.56	4.63	4.65	4.67
新增市场主体数量 (万户)	959	1109	1205	2179
假设条件				
家庭年新增转换器数量 (件)	1	1	1	1
市场主体平均转换器数量 (件)	10	10	10	10
转换器年销量 (件只)	5.52	5.74	5.86	6.85
转换器单价 (元/件、参考公牛集团平均销售单价)	12.72	13.72	14.45	14.81
转换器市场规模 1 (亿元)	70	79	85	101
转换器单价 (元/件, 终端售价)	24.17	26.07	27.46	28.00
转换器市场规模 2 (亿元)	133	150	161	192

资料来源：国家统计局，公司公告，天猫 国元证券研究中心

墙壁开关插座、断路器、浴霸市场规模测算核心假设：1) 商品房销售当年完成装修；2) 每 100 平方米商品房需要 55 个墙壁开关插座，均价 20 元/件；3) 每 100 平方米商品房需要 8 个断路器，1 个 63A2P 断路器（200 元/个）+7 个 16A1P 断路器（110 元/个）；4) 住宅、别墅和高档公寓每 100 平方米面积对应 1 个浴霸，住宅浴霸均价 500 元/个，其他性质商品房不需要浴霸；5) 别墅、高档公寓采用高档产品，价格是普通产品的 2 倍。经测算，得出墙壁开关插座、断路器、浴霸市场规模分别为 198/175/80 亿元。

图 11: 2019 年各类商品房销售面积

	2019
商品房销售面积(万平米)	171558
住宅商品房销售面积(万平米)	150144
别墅、高档公寓销售面积(万平米)	4410.69*
办公楼商品房销售面积(万平米)	3723
商业营业用房销售面积(万平米)	10173
其他商品房销售面积(万平米)	7390.29*

图 12: 墙开、断路器、浴霸价格、单位用量假设

	每 100 平方米对应需求 (个数)	产品均价 (元/个)	高档产品均价 (元/个)
墙开插座	55	20	40
断路器	1 个总开 63A 2P+7 个分开关 16A 1P	总开 200, 分开 110	总开 400, 分开 220
浴霸	1	500	1000

资料来源：统计局 国元证券研究中心（*号采用 2018 数据，2019 未公布） 资料来源：国元证券研究中心

图 13: 墙壁开关插座、断路器、浴霸市场规模分别为 198/175/80 亿元

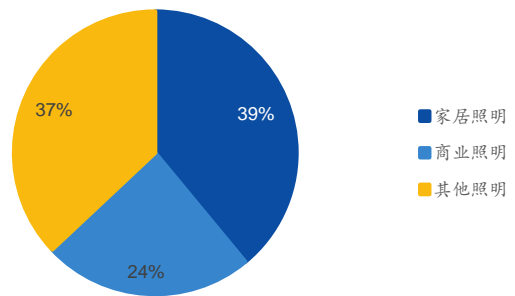
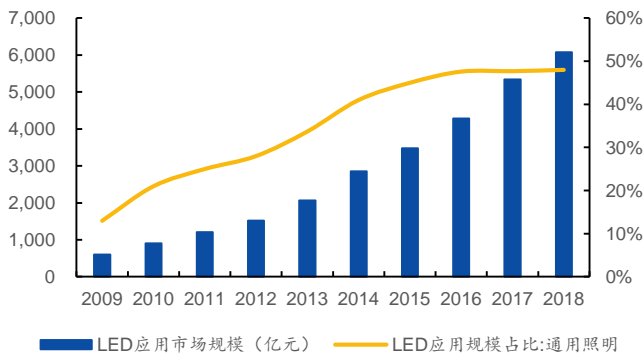
住宅		市场规模 (亿元)	商业营业用房		市场规模 (亿元)
墙开		165.2	墙开		11.2
断路器		145.6	断路器		9.9
浴霸		75.1			
			其他商品房		
别墅、高档公寓			墙开		8.1
墙开		9.7	断路器		7.2
断路器		8.6			
浴霸		4.4			
			办公楼		
			墙壁开关插座市场规模 (亿元)		198.3
墙开		4.1	断路器市场规模 (亿元)		174.8
断路器		3.6	浴霸市场规模 (亿元)		79.5

资料来源：国元证券研究中心

LED 家居照明市场规模 1138 亿元。CSA 数据显示 2018 年我国 LED 应用市场规模 6080 亿元，其中 LED 通用照明占比 48%，推算 LED 通用照明市场规模达到 2918 亿元；根据中国照明电器协会数据，2018 年我国家居照明在 LED 通用照明市场占比约达 39%，推算 LED 家居照明市场规模达到 1138 亿元。

图 14: LED 通用照明市场规模测算为 2918 亿元

图 15: LED 家居照明在通用照明市场占比达 39%



资料来源：国元证券研究中心

资料来源：中国照明电器协会 前瞻产业研究院 国元证券研究中心

智能锁市场规模达 340 亿元，行业前景广阔。2016 年中国智能锁零售市场正式爆发，进而带动中国智能锁市场进入快速发展时期，全国锁具行业信息中心发布《2019 中国智能门锁半年报》。报告显示，2019H1 全国智能锁全行业产销量为 760 万套，较去年同期 800 万套下滑了 5% 左右，行业增速有所放缓。目前智能门锁的价格大多为 2000 元-3000 元，比传统机械锁高出 10 倍以上。按照 2019 年智能锁预期销量 1700 万套、单价 2000 元/套计算，则 2019 年智能锁市场规模达 340 亿元。当前日本智能门锁渗透率达到 40%，韩国智能门锁渗透率 80%，欧美国家智能门锁渗透率超过

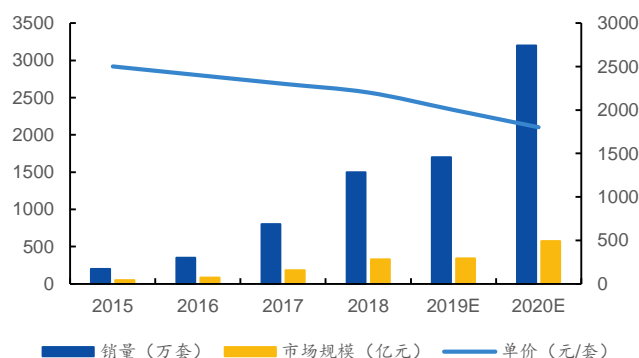
40%，而我国智能门锁渗透率仅为6%左右，参考国外市场，存在巨大提升空间。

图 16: 智能门锁与机械锁价格对比

价格 (元)	
A 级锁芯	20-60
B 级锁芯	60-200
超 B 级锁芯	60-500
智能门锁	700-10000 (集中在 2000-3000)

资料来源: 物联网智库 国元证券研究中心

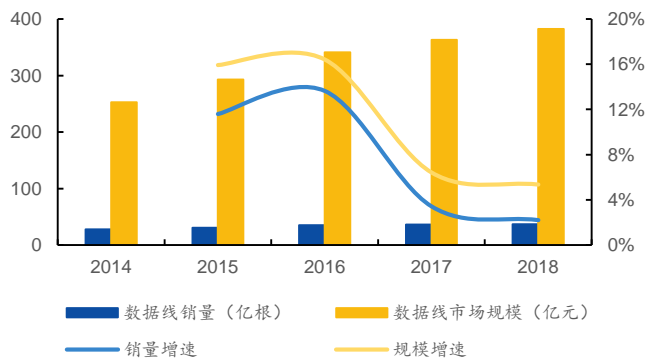
图 17: 智能门锁销量与市场规模



资料来源: 全国锁具行业信息中心 《2019 中国智能门锁发展与应用白皮书》国元证券研究中心

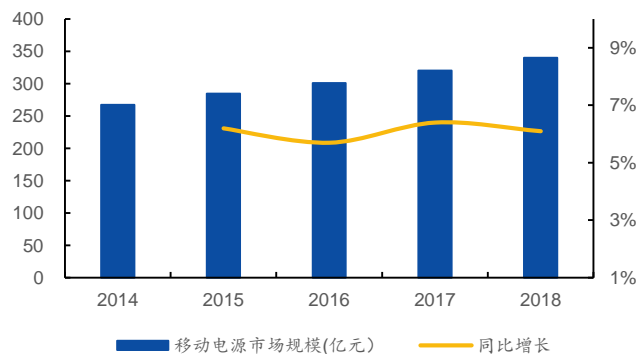
数码配件市场规模接近千亿。智能手机的高普及率和高使用粘性带来了“随时随地”的充电需求，从而带动了数据线、充电器和移动电源等数码配件市场规模扩容，测算数码配件市场规模 908.5 亿，1) 根据智研咨询，我国数据线行业市场规模整体呈现增长态势，2018 年数据线 37 亿根，同比增长 2.21%；市场规模达到 382.6 亿元，同比增长 5.35%；2) 根据中研普华，2018 年中国移动电源行业市场规模约为 339.9 亿元，同比增长 6.1%。2015-2018 年中国移动电源行业复合增长率约为 6.0%；3) 充电器市场规模，我们假设充电器销量与手机出货量一致，则单个充电器均价 50 元/个，则充电器市场规模可达 186 亿元。

图 18: 2014-2018 数据线销量与市场规模



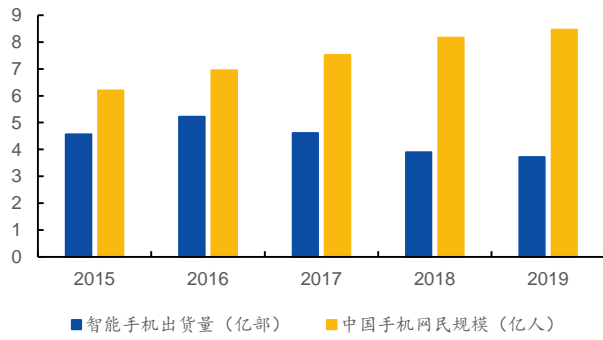
资料来源: 智研咨询 国元证券研究中心

图 19: 2014-2018 移动电源市场规模



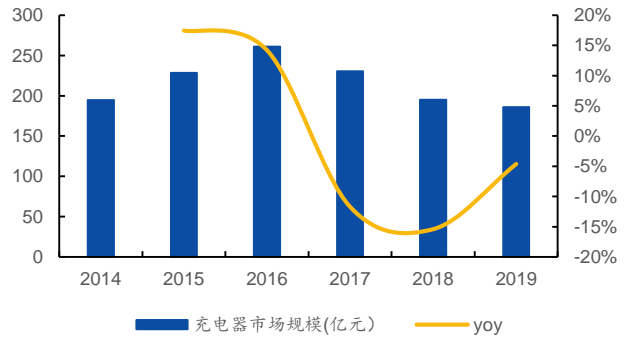
资料来源: 国元证券研究中心

图 20: 智能手机出货量及手机网民人数



资料来源: 中国互联网络信息中心, 工信部, wind 国元证券研究中心

图 21: 充电器市场规模测算 (亿元)

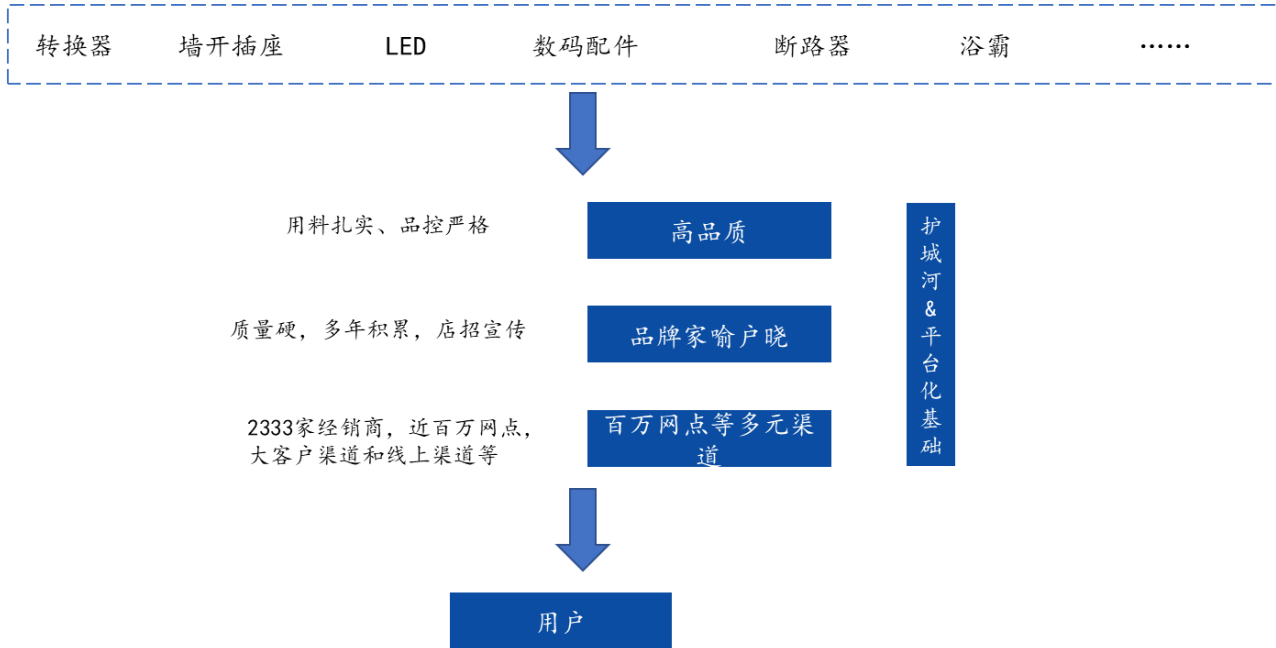


资料来源: 国元证券研究中心

3.产品力+品牌+渠道铸就公司护城河，提供平台化基础

民用电工关系到用电安全，用户注重产品品牌、质量和购买便捷性，对价格敏感度不高，愿意给品牌溢价；同时民用电工行业具备产品技术壁垒不高，下游渠道广而散特点。公司对产品质量的严格把控、多年的品牌口碑以及触及县-乡-村级别的渠道营销能力，铸就了公司民用电工领域深厚的护城河，并且为公司多元化增长提供了良好的平台。

图 22: 公司坚实护城河，也是拓展其他民用电工品类平台



资料来源：国元证券研究中心

3.1 产品力：以质取胜，前瞻洞察用户需求

用料扎实+设计领先，产品多年保持高品质。公司产品质量过硬，先后获得了“全国质量稳定合格产品”、“质量可信产品”、“中国出口质量安全示范企业”、“浙江名牌产品”、“宁波市市长质量奖”等 20 多项质量相关奖项。得益于用料扎实、设计领先等特质，公司产品一直保持高品质水平，以公牛转换器 B8 系列为例，1) 外壳选材采用了阻燃 PP 材料，通过了 750℃灼热丝实验，能够有效防止插座高温起火；2) 线材方面，相比老国标产品，线芯加粗了 33%，导体横截面增大至 1.0mm²，导电效率更高，同时发热降低，安全性显著提升；3) 一体式的铜条设计，减少了焊点的数量，有利于提升产品的质量和寿命；4) 搭载啮合技术，保证了长期使用够插头不易松动，据插头可以达到 5000 次正常拔插不松动。

品控管理严格。经过长期积淀，公司建立了产品策划——产品设计——采购——批量生产——售后全过程、完善的质量管理体系，并且通过了 ISO9001、ISO14001 及 OHSAS18001 管理体系认证。为确保质量管理体系，公司配备了 700 余名从事质量管理、实验测试、检验分析与品管的专职人员，配置了 2,000 余台实验及产线自动化检测设备，建立了 7 个行业内高标准的检测实验室，相关实验室获得 CNAS 国家实验室认证、美国 ULWTDP 实验室认证以及 CCC、VDE、UL、NF、CE 等相

关产品认证，为产品质量管控提供了坚实的资源保证。

洞察消费者需求，产品不断推陈出新。公司十分重视消费者需求研究、产品策划与产品研发创新工作，公司构建了前瞻性研究、产品策划、研发三位一体的产品创新体系和团队，创新应用各种新技术、新材料与新工艺，并通过持续不断的微创新叠加，围绕“安全插座”、“装饰开关”、“爱眼 LED 灯”、“数码精品”推出了一大批设计、外观、技术、性能等方面充满特点的产品，产品设计一流，多次获得红星奖、iF 产品设计奖、红点设计大奖等国内外工业设计奖项。

图 23: B8 内部构造，一体化铜条

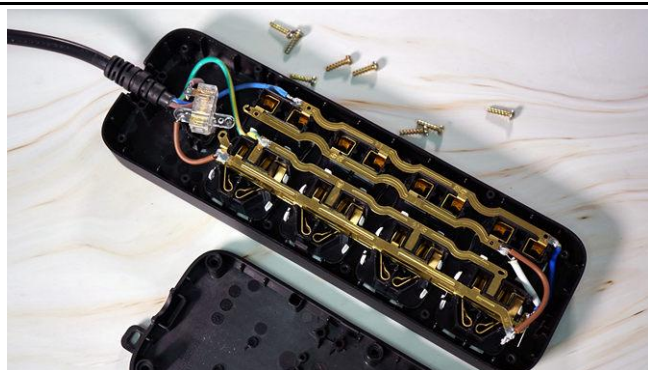


图 24: 2018-2019 公牛获得奖项

时间	获奖产品	奖项
2018	数显车重	iF DESIGN AWARD 2018
2018	P2 变压器	iF DESIGN AWARD 2018
2018	无线充电器	红点奖
2018	迷你线盘	2018 中国设计红星奖
2018	收纳插座	2018 中国设计红星奖
2018	P2 变压器	2018 中国设计红星奖
2019	定时器插座	iF DESIGN AWARD 2019
2019	收纳插座	iF DESIGN AWARD 2019
2019	智能开关	iF DESIGN AWARD 2019

资料来源：电子发烧友 国元证券研究中心

资料来源：招股说明书 国元证券研究中心

3.2 品牌：质量成就品牌基石，店招营销传遍千家万户

公牛品牌家喻户晓，核心在于店招营销和过硬质量。公司通过经销商对免费给终端网点安装店招，店招上配有公牛品牌及广告语，五金店等民用电工网点营收体量小，乐意接收免费店招，并且店招更换周期十分长，每一块店招相当于一块广告牌，每当消费者路过五金店等网点就会直观看到公牛店招广告，叠加公牛产品质量过硬，经年累月铸就了难以复制的营销利器。随着公牛终端网点数量增加，辐射用户数量也是不断增大，长此以往公牛品牌深入人心。另外，公司注重营销多元化，在高铁广告、央视广告、新媒体广告和户外广告等领域也有投放，持续提升品牌知名度。

图 25: 公牛店招随处可见



资料来源：网络资料 国元证券研究中心

图 26: 公牛媒体广告



资料来源：网络资料 国元证券研究中心

3.3 渠道：与经销商合作共赢世界，百万网点铸就坚实壁垒

公司销售模式以经销为主，2019H1 经销收入占比达到 86%。民用电工终端网点规模庞大，并且十分分散，公司以经销为主、直销为辅模式销售产品，通过经销模式可以充分发挥经销商覆盖面更广的优势，有效服务线上与终端网点，2019H1 公司经销收入占比 86.41%，直销收入占比 11.99%。公司经销体系包括转换器、墙壁开关插座、数码配件三大线下经销体系和线上经销体系，在三大线下体系内实行分区域独家经销。

图 27：公司经销模式

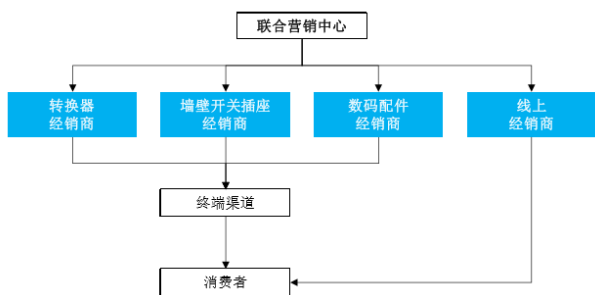
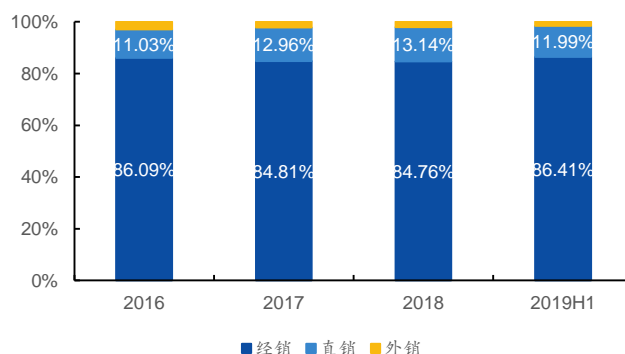


图 28：2016-2019H1 公司各销售渠道收入占比



资料来源：招股说明书 国元证券研究中心

资料来源：招股说明书 国元证券研究中心

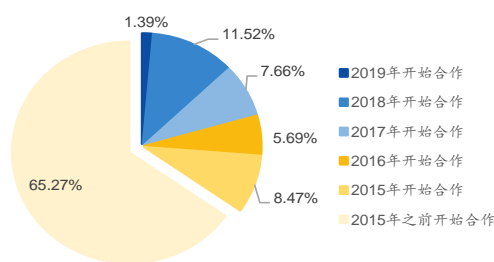
扁平模式保障经销商高盈利，合作长期稳定。公司不存在多级或间接经销商，各类经销商从公司买断式购入经销产品，然后线下经销商将产品销售给终端渠道，终端渠道再将产品销售给消费者；线上经销商则通过电商等线上渠道将产品直接销售给消费者。公司通过扁平化经销，减少渠道级别，从而让经销商分享更多的利润，充分调动经销商的积极性，2016-2019H1 公司经销商毛利率普遍超过 31%，稳定较高的盈利能力保障了优质经销商与公司长期合作，2019H1 公司经销收入 42.9 亿，其中 65.27% 来源于 2015 年之前即已开始合作的经销商。

图 29：经销商毛利率

	2016	2017	2018	2019H1
2015 年之前开始合作	44.04%	35.00%	34.38%	38.86%
2015 年开始合作	43.59%	36.42%	35.24%	38.89%
2016 年开始合作	43.45%	40.33%	38.23%	39.53%
2017 年开始合作		33.11%	32.54%	35.61%
2018 年开始合作			32.88%	36.04%
2019 年开始合作				31.63%

资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

图 30：合作 5 年以上的经销商贡献营收超 6 成（2019H1）



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

经销商数量持续增长，多元化拓展大客户和直销渠道。公司对经销商实行多维度的考核，考核目标包括销售额、网点开发、店招等市场推广、经营规范性，对于业绩贡献优良的经销商给予阶梯式折扣，对于经营状况和考核任务完成较差的经销商，公司会进行帮扶或更新替换，并且保持对新经销商进行开发与储备。通过合理的考核淘汰与引入机制，公司优质经销商数量持续增长，2016 年公司经销商 1913 家，2019H1

公司经销商数量 2333 家。此外公司全面入驻天猫、淘宝、京东、唯品会等领先电商平台，有效开拓了数十家线上授权经销商，并且大力拓展 ToB 渠道，与融创集团、金地集团等多家大型房地产企业达成战略合作，在嵌入式产品领域与索菲亚、欧派、曲美家居等企业达成合作。

图 31: 2016-2019H1 公司经销商数量

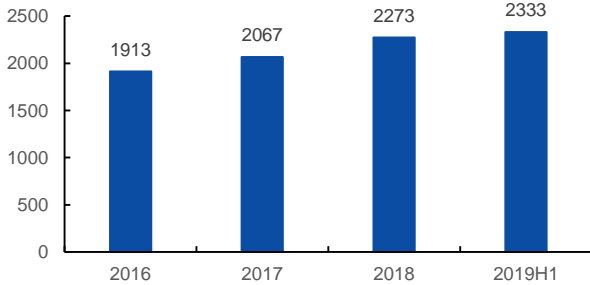


图 32: 部分合作大客户



资料来源: 招股说明书 国元证券研究中心

资料来源: 大照明 国元证券研究中心

配送访销模式覆盖百万网点，打造民用电工最强渠道平台。配送访销模式主要是配备专业的销售服务人员按照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。配送访销模式常见于快消品品牌企业如可口可乐、娃哈哈，品牌企业和经销商通过配送访销模式可以清楚掌握终端需求和销量，提高存货周转率；终端网点因为需求得到及时响应，会保持强粘性。2009 年，公司组织全国经销商在其经销区域内创新实施配送访销，经过十余年的持续投入，公司建立了近 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，辐射到城市、乡村的门店、卖场、专业市场等各种场所，对县级区域实现较为全面的覆盖，形成了全国最大的民用电工渠道网络。

图 33: 公牛配送访销车辆



资料来源: 家电圈 国元证券研究中心

图 34: 公牛网点数量

	转换器 (家)		墙开插座 (家)		数码配件 (家)	
总网点数量	73 万	11 万	11 万	11 万	13 万	13 万
五金店	23 万	灯饰类	2 万	手机渠道	12 万	12 万
日杂店	22 万	水电综合类	5 万	超市渠道	0.3 万	0.3 万
超市	13 万	小五金	4 万	汽车渠道	0.2 万	0.2 万
办公用品店	2 万					
其他售点	13 万					

资料来源: 招股说明书 国元证券研究中心

4.转换器龙头地位稳固，多元化提供成长动力

4.1 转换器行业绝对龙头，毛利率企稳回升

转换器类似消费品，具备品牌溢价属性，成长驱动主要源于电器数量增加。转换器单价低但涉及到用电安全，消费者主要看重质量、功能以及购买便利性，愿意给予品牌溢价。伴随人均收入和消费水平提高，家用电器数量与品类日益增长，在厨房场景中，除传统电冰箱、厨卫三件套（吸油烟机、燃气灶、消毒柜）外，电饭煲、电压力锅、微波炉、豆浆机、料理机、烤箱、洗碗机和炸锅等厨房小家电不断普及；在客厅场景中，除传统电视、空调、电风扇外，机顶盒、游戏机、影音设备、空气净化器、吸尘器、净水机、取暖器和智能家居相关设备等不断丰富；个人消费电子品类也不断丰富，笔记本电脑、智能手机、智能手表、智能手环和TWS耳机等产品销量日益上升。此外，企业场景中，新设企业必须采购办公电脑等设备，以上电器品类和数量增加势必带来转换器需求上升。

图 35: 2015-2019 全国居民人均可支配收入 (元)

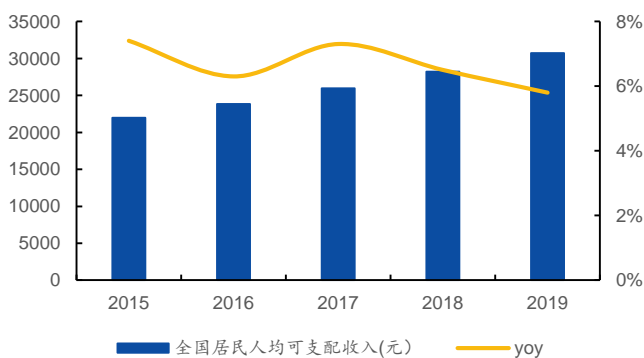
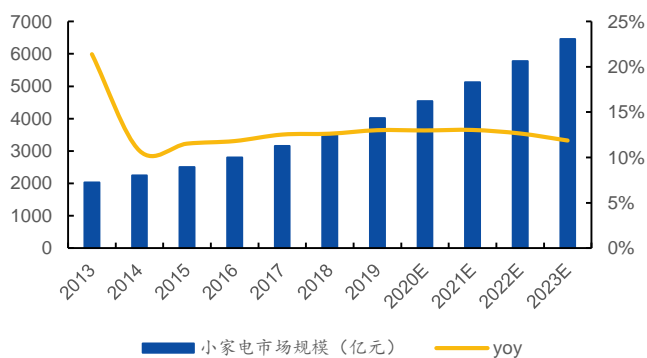


图 36: 小家电市场规模 (亿元)



资料来源: 国家统计局 国元证券研究中心

资料来源: 前瞻经济研究院 国元证券研究中心

公牛插座霸主地位稳固。早期 90 年代，插座行业多是作坊式小企业，各企业产品质量低劣，公牛集团坚持制造“用不坏”的插座，1996 年研发出插座专用按压式开关凭借高可靠性替代翘板式开关，建立“安全”插座的品牌形象延续至今。历经多年发展，公牛集团在插座领域占据绝对霸主地位：1) 产品丰富，41 大系列、2,800 多个品种丰富；2) 25 年口碑积累，近百万店招多年宣传，品牌具备绝对号召力；3) 渠道全方位覆盖，线下覆盖近百万网点，辐射城市-乡镇-农村；线上入住淘宝、京东和唯品会多家电商；4) 市场份额全国最大，2019 年公司转换器天猫市占率 65%。

面对小米等品牌挑战，及时调整产品设计，凭借品质、规模和成本等优势，最终压倒性胜出。小米 2015 年 3 月 31 日发布第一款插座，定价 49 元，相比同类产品便宜 10-15 元，起初凭借简约设计在年轻人群中掀起一股潮流。但是公牛集团迅速改良设计，发布公牛小白狙击小米插座，并且定价 48 元，而后成功压制小米插座，并且后续公牛小白价格涨到 59 元以后，依然保持巨大优势，2017 年后小米插座代工企业动力未来营收增长停滞，而公牛集团在高基数下依然保持可观增速。在这场插座之战中，公牛胜出小米一方面得益于及时将制造业思维转换为互联网思维，迅速推陈出新，改良产品设计；另一方面得益于多年积累，在 sku 数量、品质、成本、规模与渠道等方面优势巨大，1) 公牛插座产品包含 41 大系列、2,800 多个品种；小米商城

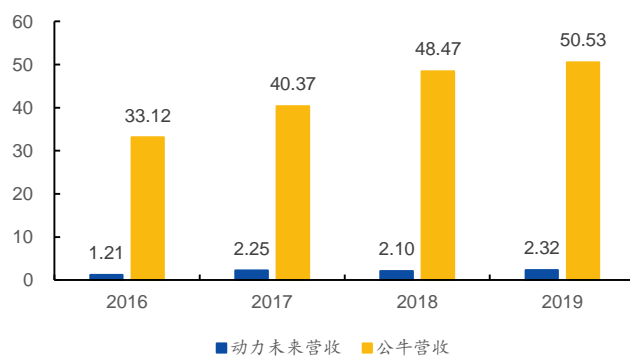
显示共有 7 个品种；2) 根据 IT168 评测，同级别 USB 插座公牛小白在用料、安全性、耐用性、可维修性和使用体验均优于小米插线板；3) 根据小米生态链插座代工企业动力未来公开转让说明书显示，动力未来 2015 年插座单位成本为 30 元/个，考虑代工企业毛利率，小米成本将会更高，而公牛集团 2016 年插座单位成本仅为 7 元/个；4) 小米插座规模小，动力未来插座业务自 2017 年以后基本无增长，2019 年插座收入 2.3 亿元；而公牛集团在高基数下持续增长，2019 年插座收入 50.5 亿元，营收规模是动力未来的 22 倍；5) 小米单一电商渠道销售，而公牛渠道更加全面，涵盖百万线下终端网点与大部分电商平台。

图 37: 公牛小白 USB 插座和小米 USB 插座对比

	公牛小白	小米插线板
价格(元)	59	49
USB 单口额定电流 (A)	2.4	2.1
重量 (g)	369.5	341.2
外壳厚度 (mm)	2	1.8
电源线直径 (mm)	6.8	6
导电铜片	24.4g	25.4g
拔插手感	优异	良好
安全门设计	一体化	非一体化
开关设计	按钮式	切换式
散热	优秀	良好

资料来源: IT168 评测 国元证券研究中心

图 38: 公牛和动力未来 (小米) 插座业务营收规模对比



资料来源: wind 国元证券研究中心

图 39: 小米插座和公牛小白插座



资料来源: 天极网 国元证券研究中心

新国标切换完成+关键工序自制率提高，毛利率企稳回升。2017 年 4 月 14 日中国插座行业国家新标准正式实施生效，旧国标产品将禁止生产，已经生产的旧国标亦只能销售至 2018 年 10 月 13 日。相对于老国标产品，新国标作出几点改进：1) 提高了排插线材规格；2) 要求排插身上改用五孔插口或和二孔插口搭配设计；3) 设置保护门；4) 阻燃等级提升，针焰明火与插座接触 30 秒钟后不起燃，传统 ABS 材质外壳的插座将不符合新的要求；5) 必须要通过国家强制性产品认证。

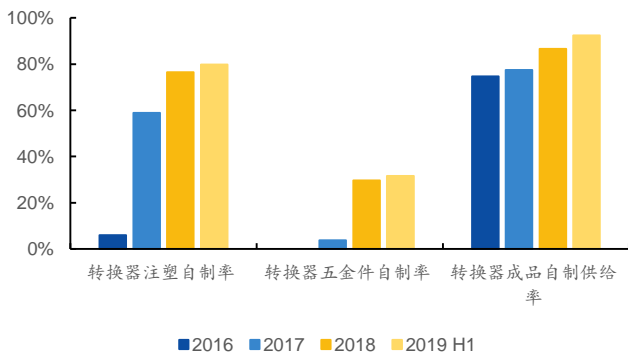
新国标产品相对老国标增加单位产品用铜量、新增保护门工序及 ABS 等材料，导致插座单位成本有所上升，2017-2018 年处于新老国标产品切换期，公司一方面提高关键工序自制率，减缓成本上升幅度；另一方面出于竞争策略的选择，2017 价格上涨幅度不及成本，2018 年价格保持与成本同步上涨，毛利率处于下跌期，公司 2016-2018 年转换器单位成本分别为 7/9.13/9.64 元/件，转换器平均单价分别为 12.72/13.71/14.45 元/件，转换器毛利率分别为 44.86%/33.37%/33.26%。进入 2019 年，公司转换器工厂完成了第三代无线产品全线自动化线的改造，关键工序自制率继续提升，注塑自制率 79.87%，五金件自制率 31.53%，成品自制供给率 92.48%，转换器单位成本下降至 9.04 元/件，但公司价格继续小幅上调至 14.65 元/件，毛利率回升至 38.29%。

图 40：新老国标插座用料差异

主要部件	主要材料构成	新国标	老国标
塑料类部件	塑料	阻燃 PP 为主（以 PP 大量替代 ABS），新增保护门	ABS 为主，无保护门特殊要求
电源线	铜	额定电流 10A 的延长线插座，线缆横截面积由原来的 0.75 平方毫米提高到 1 平方毫米，上升 33%；额定电流 16A 的延长线插座，线缆的最小横截面积由原来的 1 平方毫米提高到 1.5 平方毫米，上升 50%；	额定电流 10A 的延长线插座，线缆的最小横截面积 0.75 平方；额定电流 16A 的延长线插座，线缆的最小横截面积 1 平方毫米；
五金件	铜、银、铁等	五金件大部分由铜材加工而成。	

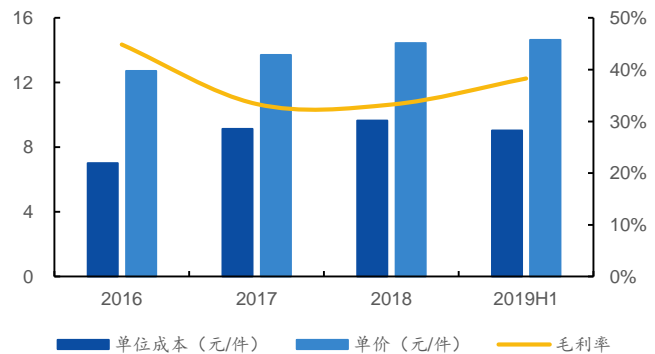
资料来源：招股说明书 国元证券研究中心

图 41：2016-2019H1 转换器关键工序自制率



资料来源：招股说明书 国元证券研究中心

图 42：2016-2019 公牛集团插座单位成本、单价和毛利率

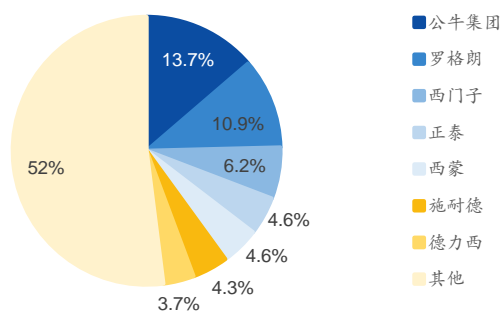


资料来源：公司公告 国元证券研究中心

4.2 墙开市占率第一，高性价比+渠道拓宽驱动成长

墙壁开关插座格局分散，公司市占率行业第一。墙开企业数量众多，约有 1,400 余家制造商的产品通过 3C 认证，市场主要企业包括外资品牌有罗格朗、西门子和西蒙等，国内知名品牌有公牛、正泰、德力西和飞雕等，以及很多区域性的小品牌。从市占率方面看，市场集中度不高，根据新思界，2018 年行业 CR5 为 40%，公牛市占率最高为 13.7%，罗格朗 (TCL) 市占率 10.9%，排名第二；西门子市占率 6.2%，排名第三。2019 年公司墙开天猫市占率为 28.06%，排名第一。

图 43: 2018 年国内墙壁开关插座格局



资料来源：新思界产业研究中心 国元证券研究中心

定位装饰开关，产品性价比高。现在装修风格多样，包含北欧、日系、中式和美式等风格，墙壁开关插座产品需要匹配家装风格，对产品的装饰性与搭配性越来越注重，而传统的墙壁开关插座产品较为单一，基本为纯白色且不带设计元素，无法满足各式家装的需求。2007 年公牛进入墙壁开关插座领域后，在经营过程中敏锐把握了消费者对于开关装饰性的需求变化，确定了“装饰开关”的产品定位，突破装饰面板处理技术和装饰开关产业化的壁垒，将装饰类产品成功推向大众，先后推出了铝镁合金、高晶玻璃、双色注塑、幻影纹理、水晶系列等一系列受消费者欢迎的创新产品，目前已推出多种装饰面板设计和适用于不同应用场合的 33 大系列、超过 3,000 个品种的产品，其中 PIANO 系列、E-Link 智能开关、卧室智能管家开关等产品荣获德国红点、iF 等 4 项国际设计大奖。

公司产品质量一流，定位中高端，相对国内品牌具备溢价能力，相对外资品牌则更具性价比。我们选取公牛、罗格朗、西门子和德力西的无框大面板系列产品进行对比，以金色一开单控为例，公牛的售价为 28.4 元/件，低于罗格朗仕典 (71 元/件) 和西门子睿致 (96 元/件)；略高于德力西美学 (24.9 元/件)。

图 44: 公司墙开插座产品



资料来源: 招股说明书 国元证券研究中心

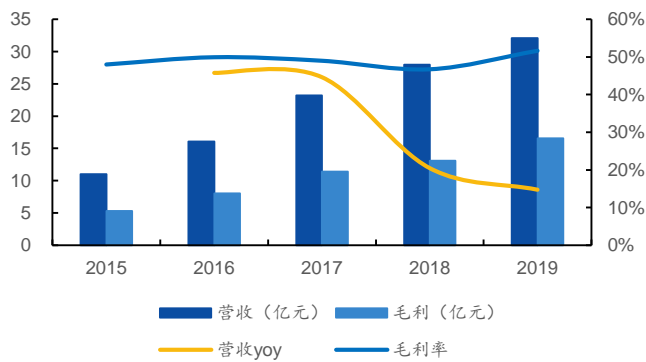
图 45: 无框系列, 公牛墙开价格具备性价比 (单位元/件)

	罗格朗仕典	西门子睿致	公牛 G28	德力西美学
白色正五孔	59.8	83.6	30.2	20.98
金色正五孔	79.8	126	38.2	26.64
白色一开单控	61.18	77.3	21	17.78
金色一开单控	71.06	96	28.4	24.93

资料来源: 天猫旗舰店 国元证券研究中心

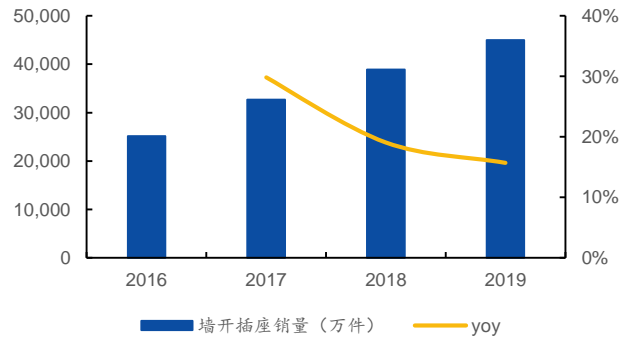
合理策略应对市场, 拓宽 B 端渠道, 收入快速增长。2019 年公司墙开营收达到 32.09 亿元, 同比增长 14.73%; 2019 年公司墙开毛利率 51.65%, 相对 2018 年增加 4.91pct。公司墙壁开关插座“装饰化”定位顺应了市场需求的升级变化, 2017 年装饰开关销量增速达 109.02%, G18 大面板喷涂系列、G20 双色注塑、G21 铝镁合金等系列产品均全面快速增长。2018 年, 受宏观经济增速放缓的影响, 装饰开关产品经历前期大幅增长后增速明显下降, 公司及时顺应市场需求加大低价的白开关产品的市场开拓, 白开关产品销量增长 25.89%。2019 年公司一方面在产品结构上进一步向中低端市场下沉, 推动相对低价产品的销售, 另一方面伴随成本下降, 公司在保持墙开业务高毛利率水平的基础上采取了买赠、额外折扣等促销措施让利市场推动销量上涨, 2019 年公司墙开销售 4.5 亿件, 同比增长 15.68%。在渠道方面, 公司持续拓展地产、工程渠道, 伴随渠道拓宽, 未来业绩有望持续快速增长。

图 46: 墙开插座营收与毛利 (亿元)



资料来源: wind 国元证券研究中心

图 47: 墙开插座销量 (万件)



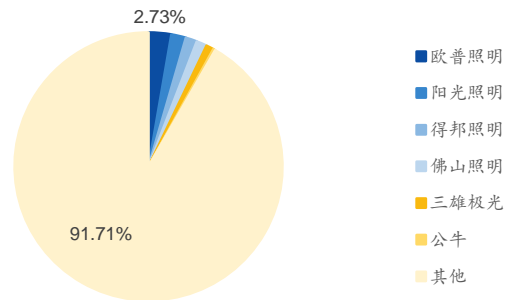
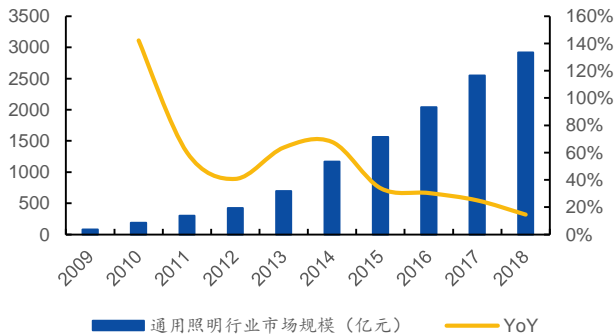
资料来源: 公司公告 国元证券研究中心

4.3 借助转换器和墙开渠道，LED 业务快速发展

LED 行业空间广阔，格局分散。LED 照明技术成熟，市场规模快速增长，根据 CSA，2018 年 LED 通用照明市场规模 2918 亿元，同比增长 14.5%，2016-2018 CAGR 达到 20%。LED 本身产品技术壁垒低，销售渠道分散，市场集中度不高，2018 年国内 CR5 的市占率仅为 8%，其中主要企业欧普照明市占率为 2.7%，排名第一；阳光照明为 1.8%，位列第二；佛山照明、得邦照明分别位列第三、四名，市占率均在 1.3% 左右；公牛集团因为进入行业较晚，市占率不高，2018 年市占率 0.25%。

图 48: 2018 年 LED 通用照明行业规模近 3000 亿元

图 49: LED 照明主要企业市占率



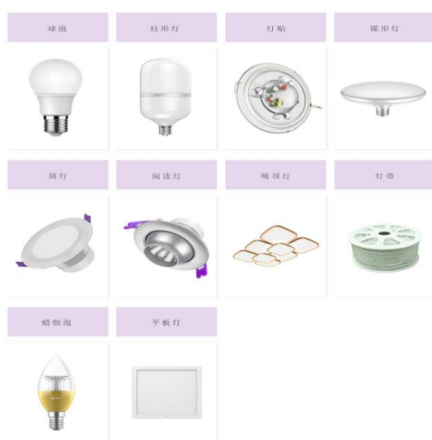
资料来源: CSA, 国元证券研究中心

资料来源: wind, 国元证券研究中心 (根据营收测算)

公司以“爱眼”定位切入 LED 行业，产品矩阵契合装修潮流。公司于 2014 年进入 LED 照明领域，把握消费者对视力健康尤其是儿童视力保护日益重视的需求变化，以“爱眼”作为产品定位，推出了多款具有防频闪、防蓝光等功能的 LED 照明产品，目前公司 LED 照明产品包括 LED 球泡灯、灯贴在内的光源类产品和筒灯、灯带等灯具类产品，在售产品包括 19 大系列、200 多个品种。80 后 90 后逐渐成为购房主力人群，这部分人群偏好“清新温馨”、“简约”、“轻奢”装修理念，装修风格多采用“轻奢风”“北欧风”等，这些装修风格摒弃了以吊灯为主的照明风格，更多采用筒灯、灯带和射灯用于局部照明和基础照明，公司当前主打产品正好契合时下装修风格。

图 50: 公司产品矩阵

图 51: 清新、轻奢装修风格筒灯、射灯和灯带用量大



资料来源: 招股说明书 国元证券研究中心

资料来源: 小红书 国元证券研究中心 (左上收藏数为 5 万、左下收藏数为 1.5 万、右边的收藏数为 5.1 万次)

LED 照明业务借助转换器和墙开渠道快速发展，耕耘 6 年晋升行业第 35 名。公司 2014 年进入 LED 领域，2014-2016 年业绩规模尚小，在行业百强之外；2016 年以后 LED 照明业务营收和毛利率快速增长，2019 年 LED 照明营收 9.84 亿元，同比增长 32.82%；2019 年 LED 照明毛利率 35.06%，相对于 2016 年提升 6.55pct。与快速增长的营收规模相对应，公司在 LED 行业地位飞速上升，2017-2019 年分别位居百强榜第 67/49/35 名（大照明）。公司 LED 业务的快速发展离不开转换器和墙开渠道的协同效应，公司 LED 灯泡等替换型产品逐步导入至转换器 73 万家终端网点；公司灯带、筒灯等装修类产品逐步导入至 11 万家建材、灯饰等墙开网点；随着渠道持续拓宽，公司 LED 业务将继续快速增长。

图 52: LED 照明营收及同比增速

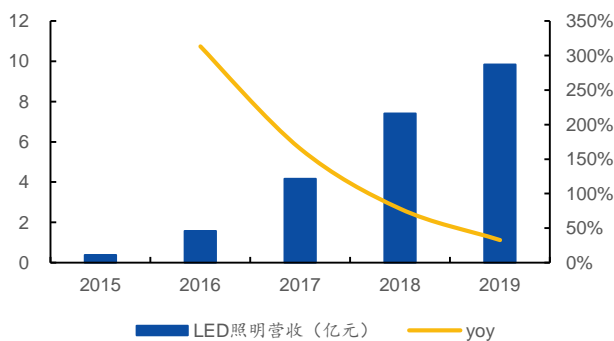
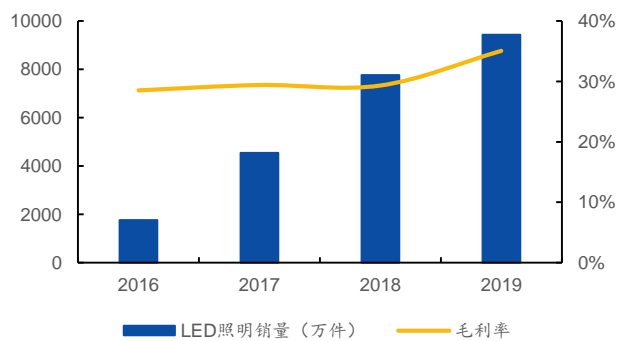


图 53: LED 照明产品销量及毛利率



资料来源：公司公告 国元证券研究中心

资料来源：公司公告 国元证券研究中心

4.4 数码配件定位精品，拓展新品类彰显平台雄心

数码配件行业集中度低，产品质量参差不齐，市场上主要有 3 类供应商，1) 苹果、华为等官方供应商，价格昂贵，质量优；2) 公牛集团、紫米和摩米士等通过品牌客户官方认证的第三方供应商，价格适中，质量优良；3) 小作坊等无官方认证企业，价格便宜，质量差。综合产品质量和价格考虑，我们认为具备品牌认证的第三方供应商产品是用户最佳选择，未来市占率会持续扩大。

公司以客户体验为导向，产品定位精品、时尚与年轻化。公司自 2016 年进入数码配件行业，推出了数据线、防过充充电器、金属车充、移动电源等一系列产品，目前在售产品含 8 大系列、超过 200 个品种。公司沿袭质量取胜理念，打造数码精品，各类产品从功能、体验和质量方面优于行业大部分产品，1) 快充移动电源，以容量为 10000mAh 的充电宝为例，公牛快充充电宝自充需 2h、小米、华为和品胜充电宝在 2.5-4h 区间；2) 防过充快充充电器等，防过充产品采用公牛自主防过充技术，可有效避免因过度充电带来的手机等终端设备电池使用寿命缩减的问题。

图 54: 公司数码配件产品



资料来源: 招股说明书 国元证券研究中心

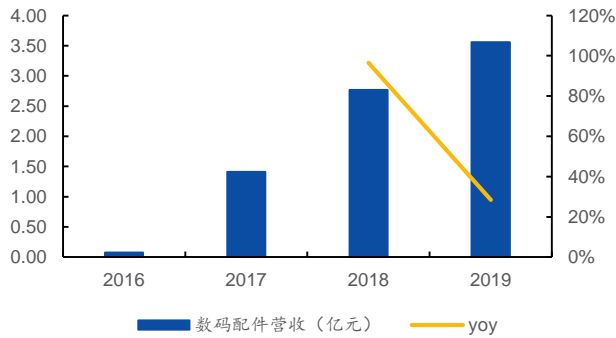
图 55: 10000mAh 充电宝, 公牛自充时间更短

	公牛	小米	品胜	华为
价格	149	99	119	199
重量 (g)	237	223	219	252
尺寸 (mm)	143*69*15	147x71x14	150x71x14.2	138x71x16
自充时间	2.3h	4h	3.5h	2.5-3.5h
外壳	合金	塑料	合金	合金

资料来源: 天猫旗舰店 国元证券研究中心

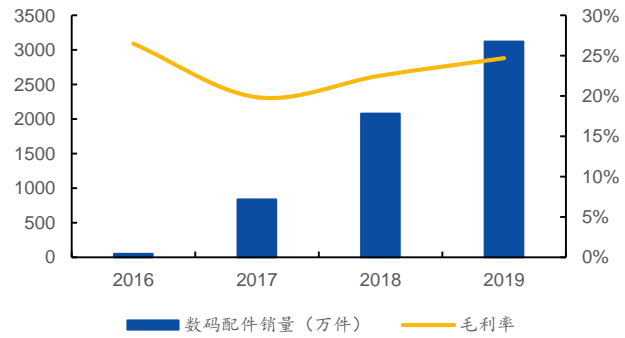
渠道扩张带动数码业务快速增长。参考转换器渠道拓展模式, 公司通过经销商开展配送访销拓展终端网点, 目前数码配件已有约 13 万家终端网点, 其中手机渠道约 12 万家 (主要为手机店、手机配件店、手机维修店), 超市渠道约 0.3 万家, 汽车渠道约 0.2 万家 (主要为汽车用品店、汽车美容店和汽车销售店), 公司一方面通过网点店招、新媒体推广模式提升品牌知名度; 另一方面通过渠道扩张带动营收增长, 2019 年数码配件实现营收 3.56 亿元, 同比增长 28.4%; 毛利率 24.8%, 相对于上年增加 2.2pct。

图 56: 数码配件营收及同比增长



资料来源: wind 国元证券研究中心

图 57: 数码配件销量及同比增长



资料来源: wind 国元证券研究中心

积极培育新品类, 长期发展可期。公司一方面稳步推进“智能电工生态战略”, 围绕家庭装修场景, 推动现有产业的智能化升级, 加快智能开关、智能门锁等新品类的拓展, 为消费者提供安全、舒适、便利、智能的电工及照明解决方案; 另一方面加快新业务培育, 推动断路器、嵌入式产品、浴霸等业务的发展。根据文中测算, 智能门锁、断路器、浴霸等新产品市场规模加总超过 600 亿元, 并且产品渠道与转换器、墙开渠道高度重合, 公司通过培育新品类, 大大的拓宽了成长空间, 为下一阶段的高速增长奠定了良好基础。

5. 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测: 2020-2022 归母净利润分别达到 26.7/33.4/41.2 亿元

预计 2020-2022 公司营收分别为 111.6/126.6/147.3 亿元, 增速分别为 11%/13%/16%, 归母净利润分别达到 26.7/33.4/41.2 亿元, 增速分别为 15.8%/25.4%/23%。

公司转换器龙头地位稳固, 业务预期稳步增长。预计 2020-2022 年公司转换器销量分别为 3.5/3.6/3.7 亿件, 营收分别为 52.16/53.95/56.12 亿元; 毛利率分别为 39.94%/41.54%/42.98%。

墙壁开关插座持续推陈出新, 市占率有望持续增长。预计 2020-2022 年公司墙壁开关插座销量分别为 5.1/5.9/6.8 亿件, 营收分别为 36.77/42.91/50.68 亿元; 毛利率分别为 52.39%/53.8%/55.97%。

LED 行业格局分散, 伴随渠道网点增加, 公司将维持快速增长。预计 2020-2022 年公司 LED 产品销量分别为 1.2/1.6/2.1 亿件, 营收分别为 13/17.7/24.9 亿元; 毛利率分别为 36.32%/37.6%/39.82%。

数码配件定位精品, 预计销量保持高速增长。预计 2020-2022 年, 公司数码配件产品销量分别为 0.45/0.66/0.98 亿件, 营收分别为 4.65/6.24/8.68 亿元。

新品类上线, 种子业务不容小觑, 将迎来快速发展时刻。公司其他主营业务产品包括断路器、耦合器和地脚插等, 伴随智能门锁和浴霸等新产品上线, 预计公司其他主营业务营收将继续快速增长, 2020-2022 年营收分别为 4.88/5.66/6.74 亿元。

表 2: 公司主营业务预测

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
转换器							
营收 (亿元)	33.12	40.37	48.47	50.53	52.16	53.95	56.12
yoy	5.75%	21.89%	20.06%	4.25%	3.22%	3.43%	4.04%
销量 (亿件)	2.60	2.94	3.35	3.45	3.52	3.60	3.68
yoy		13.04%	13.94%	2.81%	2.00%	2.20%	2.50%
毛利率	44.87%	33.37%	33.26%	38.29%	39.94%	41.54%	42.98%
墙壁开关插座							
营收 (亿元)	16.06	23.22	27.97	32.09	36.77	42.91	50.68
yoy	45.74%	44.58%	20.46%	14.73%	14.57%	16.73%	18.09%
销量 (亿件)	2.51	3.27	3.89	4.50	5.13	5.90	6.84
yoy		29.85%	19.05%	15.68%	14.00%	15.00%	16.00%
毛利率	49.94%	49.01%	46.73%	51.67%	52.39%	53.80%	55.97%
LED							
营收 (亿元)	1.57	4.16	7.41	9.84	13.04	17.71	24.92
yoy	313.16%	164.97%	78.13%	32.79%	32.48%	35.85%	40.71%
销量 (亿件)	0.18	0.45	0.78	0.94	1.21	1.57	2.07
yoy		158.42%	70.83%	21.46%	28.00%	30.00%	32.00%
毛利率	28.66%	29.57%	29.28%	35.06%	36.32%	37.60%	39.82%
数码配件							
营收 (亿元)	0.08	1.41	2.77	3.56	4.65	6.24	8.68
yoy		1662.50%	96.45%	28.52%	30.50%	34.32%	39.12%

销量 (万件)	48	838	2079	3121	4526	6607	9779
yoy		1648.49%	148.07%	50.13%	45.00%	46.00%	48.00%
毛利率	25.00%	19.86%	22.38%	24.72%	25.56%	26.36%	27.93%
其他主营业务							
营收 (亿元)	2.77	3.09	3.84	4.28	4.88	5.66	6.74
yoy	52.20%	11.55%	24.27%	11.46%	14.00%	16.00%	19.00%
毛利率	32.13%	30.74%	29.69%	29.21%	29.83%	29.83%	29.83%
其他业务							
营收 (亿元)	0.07	0.16	0.19	0.11	0.121	0.13	0.15
yoy	40.00%	128.57%	18.75%	-42.11%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	14.29%	18.75%	36.84%	72.73%	73.22%	73.71%	74.19%
营业收入 (亿元)							
	53.66	72.40	90.65	100.40	111.61	126.60	147.28
归母净利润 (亿元)							
	14.07	12.85	16.77	23.04	26.69	33.48	41.17
毛利率	45.2%	37.7%	36.6%	41.4%	42.6%	43.9%	45.5%

资料来源：公司公告 国元证券研究中心

5.2 投资建议：目标价 195 元，平台公司值得估值溢价

预计 2020-2022 公司归母净利润分别达到 26.7/33.4/41.2 亿，EPS 分别 4.45/5.58/6.86 元，对应 PE 分别为 40/32/26 倍，公司估值高于可比公司平均估值，考虑公司平台属性和高 ROE，我们认为公司值得估值溢价，给予公司 2021 年 35 倍估值，目标价 195 元，给予买入评级。

公司有望成为中国最大民用电工平台公司。民用电工品类繁多，每个品类市场规模在数百亿至千亿，整体市场空间广阔，市场规模可达 3000 亿元级别；民用电工渠道广而散，包括线上线下、店铺网点、地产和工程渠道等，但是大部分产品渠道具备高重合度，可以共享。公司在民用电工领域里渠道最广最全，网点达到近百万家，覆盖至县-乡-村级别，已有转换器、墙开和 LED 的成功发展经验，未来转换器、墙开和 LED 市占率将持续提升，在数码配件、智能门锁和浴霸等新品类也有可能复制过往成功经验，有望成为全国最大的民用电工平台公司。

公司 ROE 高于家电、LED 照明领域可比公司。公司业务包括转换器、墙壁开关插座、LED 照明和数码配件等，转换器尚无对标公司，根据墙开、LED 照明业务和公司销售渠道，我们选择低压电器、LED 照明公司和小家电公司作为类比，选取正泰电器、欧普照明、苏泊尔和小熊电器作为可比公司。公司 2019 年 ROE 达到 52.36%，可比公司 ROE 平均值 22.7%，公司远高于另外 4 家公司。

图 58: ROE 高于可比公司

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
公牛集团	69.07%	63.97%	69.60%	52.36%
可比公司				
正泰电器	21.75%	17.02%	17.25%	16.40%
欧普照明	20.47%	20.13%	22.56%	19.04%
苏泊尔	24.05%	26.86%	30.07%	30.13%
小熊电器	99.45%	74.18%	50.55%	25.25%
可比公司平均值	41.43%	34.55%	30.11%	22.70%

资料来源: wind 国元证券研究中心

图 59: 估值高于可比公司平均估值

	2020E	2021E	2022E
公牛集团	40	32	26
可比公司			
正泰电器	13	11	9
欧普照明	21	18	17
苏泊尔	28	25	22
小熊电器	43	35	28
可比公司平均值	26	22	19

资料来源: wind 国元证券研究中心

6.风险提示

- 1) 疫情影响, 产品销量不达预期风险;
- 2) 原材料价格上升, 产品成本上升风险;
- 3) 产品价格下跌, 毛利率下降风险
- 4) 新产品投放不达预期风险。

财务预测表

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
流动资产	3523.52	5641.45	12252.56	13524.00	15640.66	
现金	217.94	733.79	7263.24	7944.38	9104.09	
应收账款	211.30	197.21	254.46	244.15	281.24	
其他应收款	31.19	27.08	43.53	34.18	36.82	
预付账款	20.42	26.42	29.46	30.54	32.13	
存货	811.51	979.27	1072.55	1180.42	1333.19	
其他流动资产	2231.17	3677.69	3589.33	4090.32	4853.18	
非流动资产	1640.58	1775.11	1716.41	1669.55	1627.51	
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产	1203.06	1153.29	1211.46	1205.78	1168.16	
无形资产	305.70	310.37	312.67	315.77	321.87	
其他非流动资产	131.83	311.44	192.27	147.99	137.47	
资产总计	5164.11	7416.56	13968.98	15193.54	17268.17	
流动负债	1882.26	1829.65	2319.33	2469.69	2695.40	
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付账款	1272.82	1164.33	1601.20	1704.41	1847.56	
其他流动负债	609.45	665.32	718.13	765.29	847.84	
非流动负债	34.27	35.61	40.33	46.78	58.37	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他非流动负债	34.27	35.61	40.33	46.78	58.37	
负债合计	1916.53	1865.26	2359.66	2516.47	2753.77	
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
股本	540.00	540.00	600.00	600.00	600.00	
资本公积	310.26	310.26	3638.91	3638.91	3638.91	
留存收益	2397.32	4701.04	7370.40	8438.16	10275.48	
归属母公司股东权益	3247.57	5551.30	11609.31	12677.07	14514.40	
负债和股东权益	5164.11	7416.56	13968.98	15193.54	17268.17	

现金流量表

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	1910.16	2297.33	2658.42	2669.94	3114.11	
净利润	1676.86	2303.72	2669.36	3347.76	4117.32	
折旧摊销	164.58	196.59	80.73	86.49	89.72	
财务费用	5.22	-17.26	-165.54	-314.80	-352.90	
投资损失	-97.27	-106.18	60.00	0.00	0.00	
营运资金变动	128.35	-109.05	5.26	-438.71	-733.05	
其他经营现金流	32.42	29.51	8.60	-10.80	-6.98	
投资活动现金流	-1281.10	-1792.29	317.00	-23.60	-27.30	
资本支出	485.27	448.61	0.00	0.00	0.00	
长期投资	10.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他投资现金流	-785.83	-1343.68	317.00	-23.60	-27.30	
筹资活动现金流	-484.41	-5.00	3554.04	-1965.20	-1927.10	
短期借款	-337.71	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
普通股增加	0.00	0.00	60.00	0.00	0.00	
资本公积增加	-0.01	0.00	3328.65	0.00	0.00	
其他筹资现金流	-146.70	-5.00	165.39	-1965.20	-1927.10	
现金净增加额	146.72	501.70	6529.45	681.14	1159.72	

利润表

利润表		单位:百万元				
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
营业收入	9065.00	10040.44	11160.66	12660.35	14728.37	
营业成本	5744.74	5882.49	6404.79	7101.70	8032.86	
营业税金及附加	69.10	75.41	82.59	92.42	107.52	
营业费用	746.57	725.48	814.73	921.67	1070.75	
管理费用	341.88	379.41	424.11	479.83	556.73	
研发费用	350.81	393.09	430.00	480.00	520.00	
财务费用	5.22	-17.26	-165.54	-314.80	-352.90	
资产减值损失	1.57	-1.37	0.50	0.60	0.70	
公允价值变动收益	0.00	-0.15	0.00	0.00	0.00	
投资净收益	97.27	106.18	-60.00	0.00	0.00	
营业利润	1959.89	2768.75	3198.29	3991.82	4891.91	
营业外收入	4.96	4.62	4.50	4.60	4.80	
营业外支出	13.41	78.39	80.00	80.00	80.00	
利润总额	1951.45	2694.97	3122.79	3916.42	4816.71	
所得税	274.59	391.25	453.43	568.66	699.39	
净利润	1676.86	2303.72	2669.36	3347.76	4117.32	
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
归属母公司净利润	1676.86	2303.72	2669.36	3347.76	4117.32	
EBITDA	2129.70	2948.08	3113.49	3763.51	4628.72	
EPS (元)	3.11	4.27	4.45	5.58	6.86	

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	25.21	10.76	11.16	13.44	16.33
营业利润(%)	28.02	41.27	15.51	24.81	22.55
归属母公司净利润(%)	30.45	37.38	15.87	25.41	22.99
获利能力					
毛利率(%)	36.63	41.41	42.61	43.91	45.46
净利率(%)	18.50	22.94	23.92	26.44	27.96
ROE(%)	69.60	52.36	31.11	27.57	30.28
ROIC(%)	56.24	59.96	67.25	74.25	79.14
偿债能力					
资产负债率(%)	37.11	25.15	16.89	16.56	15.95
净负债比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	1.87	3.08	5.28	5.48	5.80
速动比率	1.44	2.55	4.82	5.00	5.31
营运能力					
总资产周转率	1.99	1.60	1.04	0.87	0.91
应收账款周转率	51.90	46.70	46.95	48.24	53.26
应付账款周转率	4.48	4.83	4.63	4.30	4.52
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.79	3.84	4.45	5.58	6.86
每股经营现金流(最新摊薄)	3.18	3.83	4.43	4.45	5.19
每股净资产(最新摊薄)	5.41	9.25	19.35	21.13	24.19
估值比率					
P/E	64.45	46.91	40.49	32.28	26.25
P/B	33.28	19.47	9.31	8.53	7.45
EV/EBITDA	50.00	36.12	34.20	28.29	23.00

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188