

公司研究/首次覆盖

2020年02月16日

家用电器/小家电 II

投资评级：增持（首次评级）

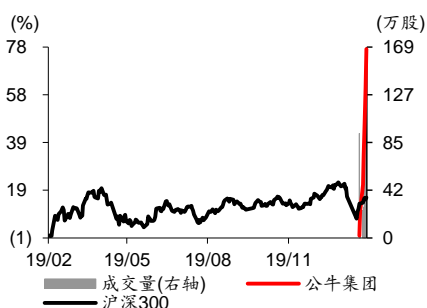
当前价格(元): 151.68
合理价格区间(元): 159.12~168.48

林寰宇 执业证书编号: S0570518110001
研究员 linhuanyu@htsc.com

黄斌 执业证书编号: S0570517060002
研究员 billhuang@htsc.com

王森泉 执业证书编号: S0570518120001
研究员 0755-23987489
wangsenquan@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

主流民用电工国货崛起

公牛集团(603195)

“产品+渠道”筑造民用电工龙头，首次覆盖给予“增持”评级

公司以转换器起家，依托产品口碑与深度下沉的渠道终端，业务多点开花。2018年转换器、墙壁开关插座天猫市场占有率均为行业领先，而新兴业务LED照明及数码配件仍处于放量阶段，2016-2018年收入CAGR+169%/+488%。公司线下近100万销售终端为公司筑造护城河，其独特的店招模式协助宣传公司品牌形象。且公司凭借买断式销售+核心产品专营专销+先款后货，对经销商控制力强，保障细分领域业务扩张。我们预计公司2019年-2021年EPS为4.09、4.68、5.20元，首次覆盖给予“增持”评级。

核心转换器（插座）、墙壁开关插座业务稳扎稳打，品牌效应明显

公司维持强势品牌，打造“安全”插座品牌化标签，产品得到消费者广泛认可。根据情报通数据，2018年公司在转换器及墙壁开关插座业务天猫市场销售额占有率分别为66.4%、26.1%。转换器业务不惧小米影响力，在互联网冲击下公司快速反应，推出对标产品，并逐步研发功能性产品，强化其整体的竞争能力。墙壁开关插座业务深挖替换性及装饰性需求，依托白开关和装饰开关互补表现，有望受益于地产回暖，或维持较高增长。

新切入业务享行业发展红利，为公司打开新的成长窗口

公司分别在2014、2016年切入LED照明和数码配件行业，依托成熟渠道管理模式，分享了新切入行业迅速发展红利，2016-2018年新切入业务收入CAGR+169%/+488%，公司有望稳步推动照明产品多元化和数码配件性价比策略，或能继续在新切入业务产品市场获得一席之地。

小产品大营销，百万级销售终端筑造护城河

公司网点数量接近100万个，为公司筑起终端护城河。公司网点向下布局到乡、镇乃至村，覆盖各个用电需求场景，消费者口碑及店招曝光方式持续强化品牌形象。且配合公司配送访销+设置销售折扣，提高经销商粘性。并通过买断式销售+核心产品专营专销+先款后货，强化产业链下游控制。核心业务渠道建设起步较早，扁平化渠道管理已经非常成熟，终端虽分散，公司三大线下终端2016-2018年单店销售额仍有稳步提升。

民用电工国货崛起，强势渠道及品牌打造隐性冠军

我们预计公司2019-2021年EPS分别为4.09、4.68、5.20元。截止2020年2月14日，可比公司2020年平均PE为24x，我们预计公司2019-2021年收入及净利润增速CAGR分别为14.1%、23.0%，同时公司募投项目有望提升产品供给，满足增长需求，同时提升自制及自动化能力。公司已建立品牌基础和渠道优势，有望继续享受墙壁开关、LED照明、数码配件等行业多元化新品增长红利。同时，考虑到公司为民用电工龙头，享受一定的估值溢价，因此我们认为公司2020年合理PE估值为34-36x，对应股价为159.12~168.48元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：宏观经济增速放缓；原材料价格大升；市场竞争加剧。

公司基本资料

总股本 (百万股)	600.00
流通A股 (百万股)	60.00
52周内股价区间 (元)	85.61-151.68
总市值 (百万元)	91,008
总资产 (百万元)	7,078
每股净资产 (元)	8.33

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	7,240	9,065	10,412	11,928	13,453
+/-%	34.91	25.21	14.86	14.56	12.78
归属母公司净利润 (百万元)	1,285	1,677	2,454	2,809	3,122
+/-%	(8.67)	30.45	46.36	14.45	11.15
EPS (元, 最新摊薄)	2.14	2.79	4.09	4.68	5.20
PE (倍)	70.80	54.27	37.08	32.40	29.15

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

投资要点	3
亦步亦趋，电工国货品牌稳健发展	3
同心拓展，多品类拓展民用电工产品	3
强渠道控制能力，深入县乡市场	3
国货民用电工龙头崛起	4
不惧行业扰动，营收净利复合高增长	4
研发费用率稳中有进，费用率处于行业中上游	6
募投项目有望提高生产能力，满足增长需求	7
传统业务龙头效应明显，新增业务享行业发展红利	8
深耕二十五年，转换器行业绝对龙头	8
转换器市场规模或达 180 亿，现金牛业务依然具备成长空间	8
产品领先，安全质量为根基	9
不惧小米影响力，推出对标产品、维持行业优势	10
首推“装饰化”概念，墙壁开关插座业务增速优于行业水平	11
墙壁开关业务维持较高增长，看好地产回暖带来的需求增长	11
市场份额分散，CR5 仅为 40% 左右，公司成本优势有望提升市占率	12
LED 照明业务乘行业东风，新业务拓展顺利	13
数码配件业务借 OEM+性价比策略快速打开市场	14
公司股权集中，子公司定位清晰	15
多类型销售模式并进，精耕终端网点打造品牌形象	16
小产品、大营销	16
精耕终端网点构造立体营销网	18
盈利预测与投资建议	19
风险提示	22
PE/PB - Bands	22

投资要点

亦步亦趋，电工国货品牌稳健发展

公司聚焦民用电工市场，以成熟的电工技术、配合全面渠道覆盖，深挖插排、墙壁开关市场，并成功占据领先地位。根据情报通数据，2017-2018年公司在转换器及墙开插座业务天猫市场销售额占有率分别为63.14%-66.4%（行业第一）和21.06%-26.1%。

同时，公司扎根线下精准营销，截止2019年6月，在全国范围内建立起73万个转换器终端网点、11万个墙壁开关网点，精准把握住电工产品需求分散的需求，终端布局五金、日杂、超市、办公用品、灯饰、水电综合等细分小店，并依托品牌吸引力引流，实现收入持续增长。2016-2018年转换器及墙开插座收入CAGR分别为15.7%、36.4%。

不惧小米影响力，推出对标产品、稳步渠道。小米插排于2015年大规模推出市场，公司迅速推出对标产品，依托电商与传统渠道稳扎稳打，并逐步推出功能性产品，更强化其整体的竞争能力，小米插线板收入增速已经大幅回落，2018年小米插线板（生态链企业动力未来插线板业务）收入同比增速为-6.9%，规模仅为2.1亿元。

同心拓展，多品类拓展民用电工产品

公司核心产品始终围绕着民用电工产品同心多元化发展，一方面，产品纵向拓张近年来也逐渐从中年人（安全、耐用）延伸至年轻人（设计感、时尚）客户群体，打造装饰性强的产品线。另一方面，产品横向发展，逐步发展LED照明、数码配件新兴业务，2016-2018年LED照明以及数码配件收入CAGR分别为169.2%、488.4%，2018年新兴业务收入规模达到10.2亿元，有望拓展公司成长天花板。

强渠道控制能力，深入县乡市场

渠道建设起步较早，渠道扁平化管理已经非常成熟。经过25年深耕，公牛集团已建立了扁平化渠道架构。截至2019年6月，公司拥有2333家经销商（剔除兼营重叠数），在全国范围内建立了近100万个渠道网点。民用电工需求分散、需要的后续服务少，渠道下沉与电商发展加速，公司通过扁平化管理，有利于加快产品更新迭代。

经销模式管控力强，买断式销售+核心产品专营专销+先款后货，公司占据主导地位。2016-2019H1公司经销模式收入占比维持在85%左右。公司对经销商均采用买断式销售，不存在代销销售的情况，并对核心产品如转换器全部要求专营专销；在货款结算方面，公司采用“先款后货”的方式，因而经销销售形成的应收账款相对较小，并配合配送访销+设置销售折扣，提高经销商粘性。

我们认为公司依然有望保持较高增速：

1) 已经建立“安全”、“耐用”品牌认知：公司经过二十五年深耕转换器行业，已经拥有扎实品牌基础，随着流量竞争的白热化，公司品牌效应通过近100万个终端持续传达给消费者，公司有望继续以“安全”、“耐用”转换器及墙壁开关插座产品继续领跑市场，进一步提高市场份额。

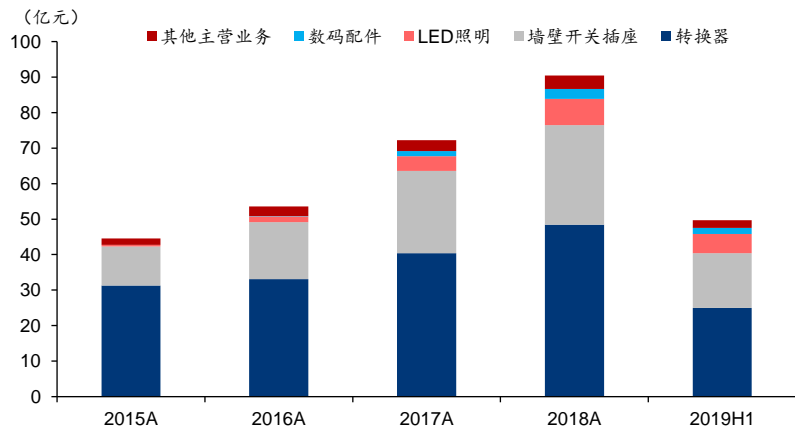
2) 新兴细分市场具备成长空间：照明及数码配件产品细分领域众多，随着需求端的消费者对产品诉求愈加个性化、细分化，公司不断进行深度挖掘及产品迭代，拓展产品系列吸引力。同时通过供给优化，过去几年的公司实践已经验证了公司能够在新兴差异化增长与保持平稳毛利率能力，公司有望继续拓展细分差异化市场，提升增长空间。

3) 募投项目补产能短板：公司四项主要业务2018-2019H1产销率均超过100%，募投项目强化自产能力与自动化能力，产能提升规模经济效益，同时有望继续加大研发投入，全面提升公司竞争力。

国货民用电工龙头崛起 不惧行业扰动，营收净利复合高增长

公牛集团深耕以转换器和墙壁开关插座为主的民用电工产品领域，近年来培育 LED 灯、数码配件等新兴业务。2016-2018 年收入 CAGR 为 26.7%，得益于行业迅速扩容以及公牛集团自身品牌效应，核心业务稳步发展，转换器及墙开插座收入 CAGR 分别为 15.7%、36.4%，新兴业务持续放量，LED 照明以及数码配件收入 CAGR 分别为 169.2%、488.4%，有望成为公司新的业务增长点。

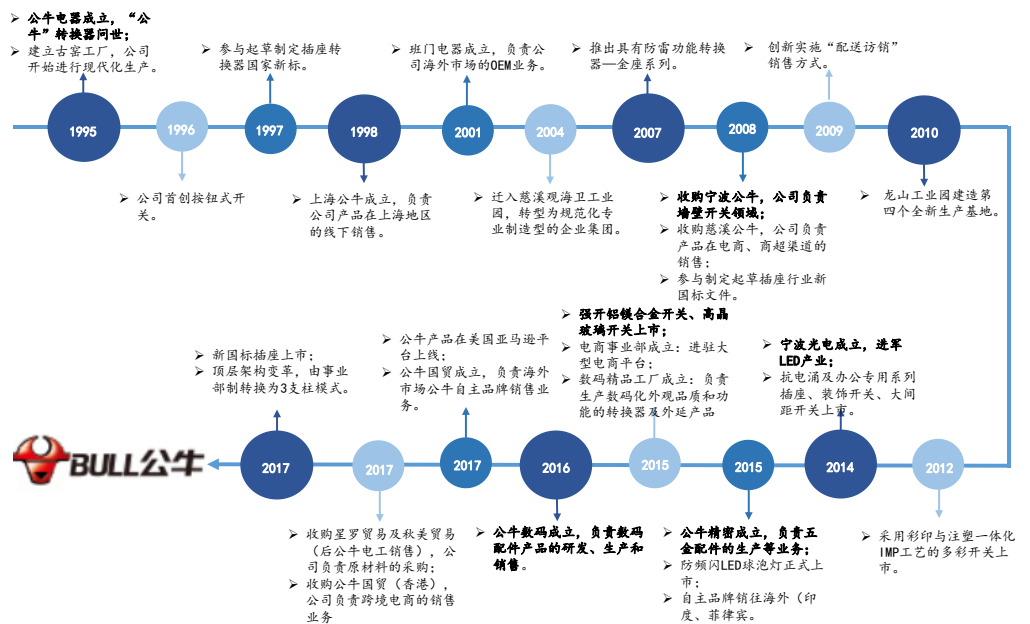
图表1：转换器业务和墙壁开关业务为公司业务核心，2019H1 两者合计收入占比超过 80%



资料来源：公司官网、招股说明书、华泰证券研究所

公牛集团于 1995 年成立，以转换器（插座）业务起家，主打销售安全、耐用的转换器，后于 2007 年以“装饰化”为主要产品定位全面进入墙开插座领域。公司在稳固传统业务的同时拓展新的业务线，依托品牌优势以及部分现成渠道，分别于 2014 年、2016 年进入 LED 照明行业和数码配件行业，形成现今以转换器、墙壁开关插座两项为核心业务，以 LED 照明以及数码配件两项为新兴业务的产品线组合。

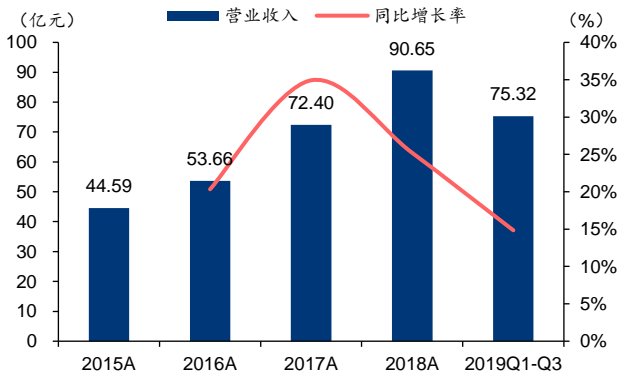
图表2：公牛集团业务从转换器同心拓展用电产品线至墙壁开关插座、LED 照明、数码配件



资料来源：公司官网、招股说明书、华泰证券研究所

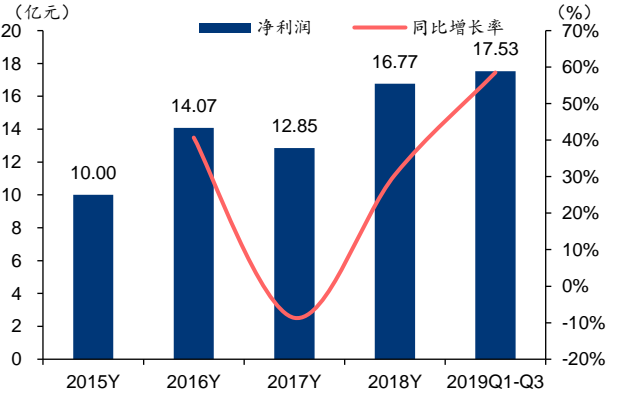
行业虽面临新国标换轨扰动，公司营收净利维持复合高增长。2018年/2019Q1-Q3公司实现营业收入90.65亿元/75.32亿元，同比增加25.21%/14.84%，实现归母净利润16.77亿元/17.53亿元，同比增加30.51%/58.53%。2016-2018年营业收入的CAGR为26.68%，归母净利润的CAGR为18.81%。

图表3：公牛集团近年来的营业收入及同比增长率



资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

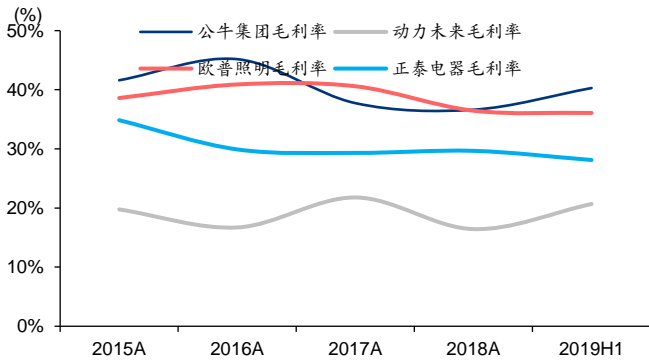
图表4：公牛集团近年来的归母净利润 (亿元) 及同比增长率 (%)



资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

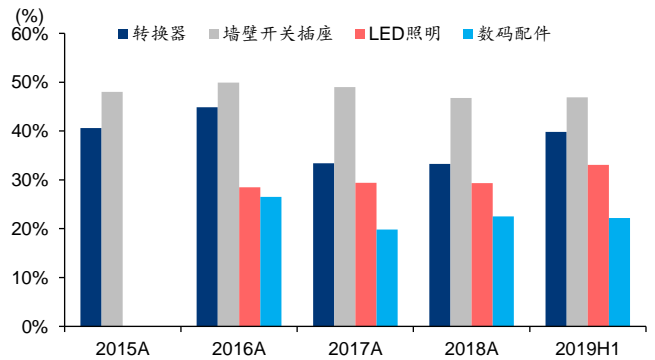
新国标切换，2017-2018年转换器业务毛利率承压，但整体毛利率依然保持行业领先水平。2017年新国标要求插孔内置保护门、提高插线板电线道横截面积、增加材料耐火阻燃性能等，导致转换器行业成本提升，公司控制转换器价格，虽然导致整体毛利率承压（2017年毛利率同比下降7.43pct），同年归母净利润也有所下降，但新国标带动消费者对插座安全的重视，公司在安全性上的良好口碑及稳定的价格更提升了产品的竞争力。

图表5：公牛集团2017-2018年毛利率虽受新国标影响下滑



资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

图表6：公牛集团分业务毛利率变化 (%)



资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

新国标要求下，对转换器所采用的材料要求提升。公司完成新老切换后，受益于自制产线占比高（成本控制）与自有品牌优势（价格控制），2019年毛利率已经开始稳步回升。

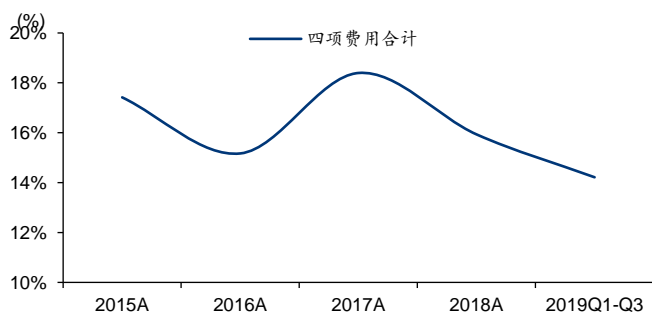
图表7：转换器新国标要求提升

转换器主要部件	主要原材料	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，线缆的最小横截面积由原来的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，用铜量提升年。	

资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

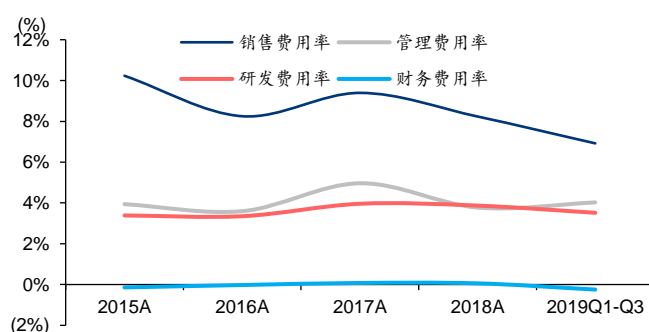
逐步压缩销售费用，应对毛利率下滑。注重新媒体营销配合公司近100万个终端网点店头招牌，公司销售费用率逐步下降。公司销售费用率主要为市场推广费、运输费、广告费、职工薪酬等（2018占收入比例分别为2.07%、1.86%、1.58%、1.96%），其中运输费与职工薪酬主要受到终端销售影响，主动调整空间较小。公司维持终端网点店头招牌广告，但2018年开始逐步减少传统广告投入（2019H1广告费用占营收比例降至0.14%，2018年为1.58%，2017年为2.10%），并加大了新媒体营销广告的投入，带动销售费用率整体下降。

图表8：2017年之后，公司费用率持续下降



资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

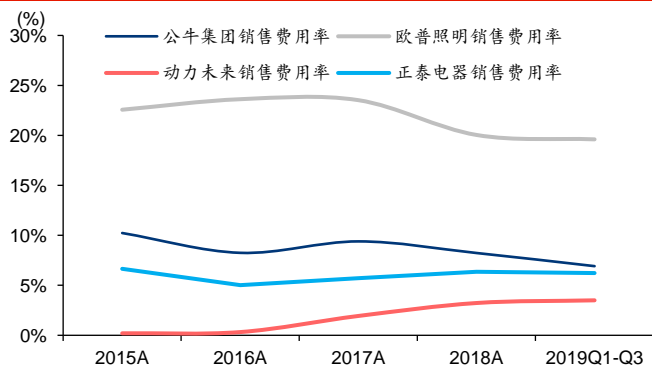
图表9：公牛集团费用率变化 (%)



资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

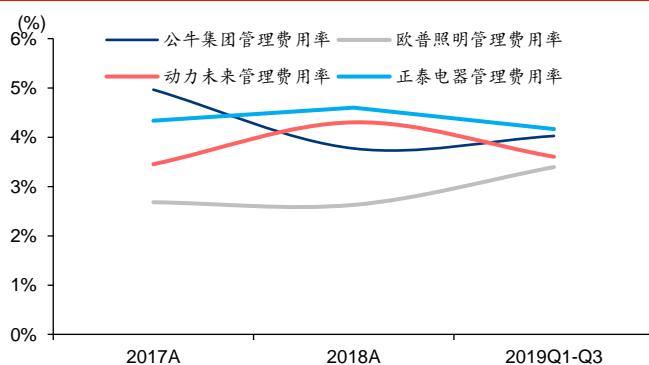
公司管理费用2017年由于股份支付带来管理费用率小幅增长外，均保持相对稳定，处于行业平均水平。

图表10：公司销售费用率处于行业中游水平



资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

图表11：公司管理费用率处于行业平均水平



资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

研发费用率稳中有进，费用率处于行业中上游

研发费用相对稳定，主要受到业务拓展影响。其中2015年、2017年、2018年分别由于公司新拓展LED照明及数码配件业务，出现研发费用率小幅波动。截至2019年6月30日，公司拥有各类技术人员达1382人，占员工总数的10.15%。

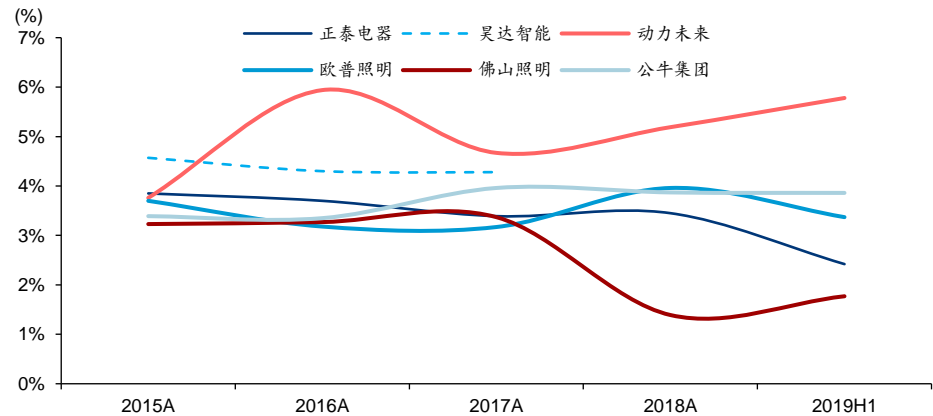
图表12：公牛集团细分业务的研发费用情况 (单位：万元)

分业务研发费用率	2015A	2016A	2017A	2018A	2019H1
转换器	3.30%	3.32%	3.48%	3.96%	3.75%
墙壁开关插座	3.70%	3.90%	4.60%	3.77%	4.24%
LED照明	17.97%	4.52%	3.92%	3.30%	3.62%
数码配件	-	-	16.51%	10.44%	7.76%
合计	3.39%	3.35%	3.96%	3.87%	3.86%

华泰证券研究所注：分业务研发费用率=分业务研发费用/分业务收入

资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

图表13： 对比行业主要对手，公司研发费用率处于中上游



注：吴达智能于2018年摘牌

资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

深耕民用电工，重视产品功能。(1) 产品方面：首创插座专用按压式开关、墙壁开关插座IMP技术等；转换器用电保护功能、智能wifi功能等，覆盖产品的长尾市场；(2) 奖项方面：公司设计的产品多次获得中国设计红星奖、If Design AWARD奖项、红点设计大奖等国内外工业设计奖项，近四年累计获奖数量超过20个；(3) 专利方面：截至2019年6月30日，公司拥有国内外专利技术823多项，其中境内发明专利62项。

募投项目有望提高生产能力，满足增长需求

2018年以来，各业务线产销率均超过100%，产能成为限制公司增长的主要因素。公司拥有观海卫工业园东区、工业园西区、古窑、龙山等多个制造基地。2018-2019H1，公司各项业务产销率不断提高，维持满产满销态势，急需提升产能、满足增长需求。

图表14： 公牛集团细分业务产销情况 (单位：万件/%)

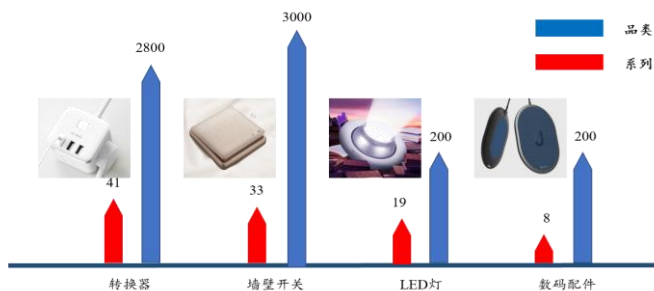
项目	时间	总产量	自制数量	OEM 数量	总销量	产销率
转换器	2019H1	15992.44	14790.36	1202.08	16855.12	105.39
	2018A	32137.11	27828.24	4308.86	33542.52	104.37
	2017A	31449.43	24378.16	7071.27	29438.17	93.6
墙壁开关插座	2019H1	23806.88	23806.88	-	24312.39	102.12
	2018A	38474.42	38474.42	-	38874.50	101.04
	2017A	34261.05	34261.05	-	32653.84	95.31
LED 照明	2019H1	5122.01	4970.71	151.3	6164.24	120.35
	2018A	7719.90	6050.80	1669.09	7764.72	100.58
	2017A	5386.19	4541.62	844.57	4545.24	84.39
数码配件	2019H1	1424.86	665.33	759.53	1602.65	112.48
	2018A	2289.48	701.72	1587.76	2078.98	90.81
	2017A	1063.54	337.02	726.52	838.05	78.8

资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

传统业务龙头效应明显，新增业务享行业发展红利

民用电工产品差异化需求多，丰富SKU满足消费者长尾功能性需求。随着消费电子需求提升，电工产品的差异化功能需求也越来越受重视，公司不断丰富产品系列，满足消费者长尾需求，一方面，在传统转换器、墙壁开关插座领域，企业之间的竞争重点开始由单纯的质量竞争开始转向产品的功能性竞争，微创新如插座USB充电、智能wifi、定时充电等功能性需求。另一方面，在新业务领域，公司围绕电工产品，拓展相关LED照明及数码配件业务，并利用公司成熟渠道，提升成长天花板。

图表15：公司四大产品矩阵公涵盖近100种系列，品类数量超过6000种。



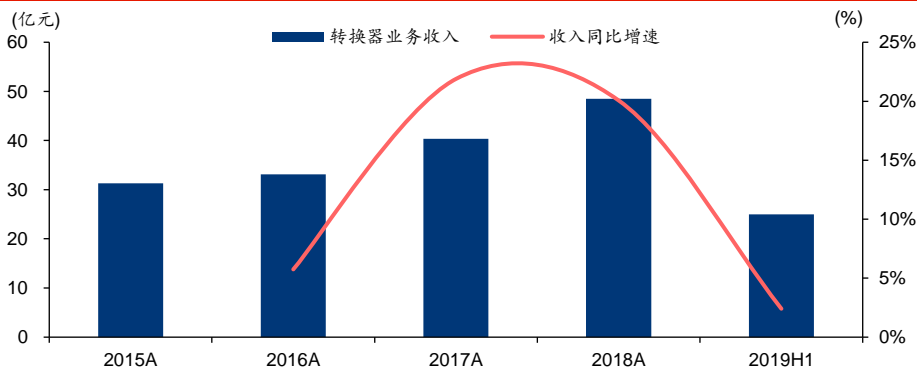
资料来源：公司官网、招股说明书、华泰证券研究所

深耕二十五年，转换器行业绝对龙头

转换器市场规模或达180亿，现金牛业务依然具备成长空间

转换器依然具备明星业务本色，未来需求或随着消费电子产品用电需求增长而提升。2016-2018年转换器业务收入CAGR为15.7%，2019H1受宏观经济和消费增速放缓影响，转换器业务收入增速下滑至2.41%，我们测算转换器行业终端市场规模或为180亿元左右，且考虑到消费电子产品不断渗透，对应的用电需求增长，转换器行业依然具备成长性。

图表16：转换器业务有望继续增长



资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

市场容量测算：经华泰证券研究所测算，以2018年人口数据为基数情况下，转换器需求量约为7.19亿个，参考天猫、京东、淘宝等转换器销售价格，假设单个转换器销售价格为25元，转换器市场规模约为180亿元。测算基于以下假设：

- (1) 转换器需求由家庭、办公等用电场合，其中，家庭部分进一步拆分为城镇及农村家庭需求量；办公需求使用国家工商总局统计的“市场主体”数量指标进行替代。
- (2) 家庭需求：家庭户数增速较低，仅假设家庭需求为存量替换需求。同时我们假设家庭每户转换器使用量为6件，对应每户每人2件左右。假设插座替换周期类似于家电产品为8年左右，因此更新率为12.5%。
- (3) 办公存量需求：考虑到企业办公广泛使用电脑等电器设备，简单假设每个企业转换器使用量为家庭的1倍以上，同时采用同样的更新率假设。
- (4) 办公新增需求：考虑到2015-2018年平均每年增加1091万户市场主体，假设新增市场主体在当年都需要新采购转换器。

因此：转换器总需求量 = 家庭需求量 + 办公存量需求量 + 办公新增需求量

图表17：转换器市场容量测算

家庭需求量	城镇人口 (2018年)	农村人口 (2018年)	
	城镇总人口 (万人)	83137.00	农村总人口 (万人)
	城镇家庭规模 (人/户)	2.88	农村家庭规模 (人/户)
	城镇家庭户数 (万户)	28846.98	农村家庭户数 (万户)
	家庭户数合计 (万户)		43147.44
	转换器使用量	6	转换器更新比例
	转换器需求量 (万件)		12.5%
			32,360.58
企业用户需求量	存量市场主体 (万户) (2018年)		11,020.00
	转换器使用量	12	转换器更新比例
	增量市场主体 (万户)		1,091.04
	转换器使用量	12	转换器更新比例
	转换器需求量 (万件)		100%
			39,540.54
转换器需求量合计 (万件)			71,901.12

资料来源：国家统计局、国家工商总局、《中国流动人口发展报告》、华泰证券研究所测算

图表18：对应不同均价下转换器市场规模

市场规模预测	转换器均价 (元)	转换器市场规模测算 (亿元)
情形一	20	144
情形二	25	180
情形三	30	216

资料来源：华泰证券研究所测算

备注：该测算基于大量的假设前提，由于未考虑家庭使用消费电子产品增加而带来的增量需求，可能会明显低于市场实际情况

产品领先，安全质量为根基

公司重视产品耐用、安全特性，是行业标准制定者，提高技术壁垒维持口碑与品质领先。截至2019年5月，公司参与起草的国家标准、行业标准、团体标准达40多项，其中，公司参与起草、制定了2007年国标、2008年国标、2015年新国标。

消费者对公司产品的满意度高。根据京东购物平台“插座”产品搜索结果（截止2020年2月10日），评价数前十产品中有八款为公牛品牌，对应的好评率也均超过99%，而销售量前十产品公牛品牌占据六款。

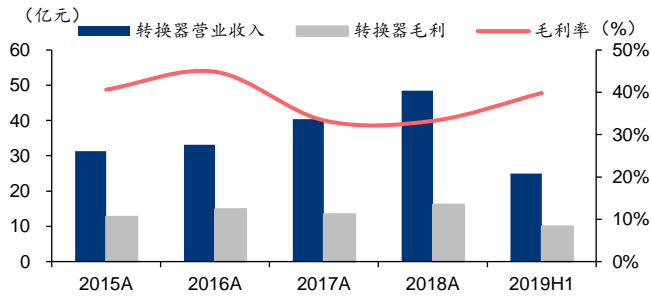
图表19：京东评价数前十的插座产品中有八款为公牛品牌（截止2020年2月10日）

序号	品牌规格	价格(元)	评论数	好评率	序号	品牌	价格(元)	评论数	好评率
1	公牛4位分控1.8米 (GN-B3043)	44.9	232w+	99%	6	公牛3+3位总控10米 (GN-B2330)	91.5	105w+	99%
2	小米魔方转换器插座 (无线3USB)	49	198w+	99%	7	公牛6位总控 (GN-109K)	44.7	99w+	99%
3	公牛3位分控转换插头	33.3	187w+	99%	8	飞利浦4位分控1.8米	34.8	89w+	99%
4	公牛4位分控1.8米 (GN-607)	27.8	177w+	99%	9	公牛4位总控3米	33.9	76w+	99%
5	公牛魔方智能USB插座 (1.5米3USB)	65	158w+	99%	10	公牛3USB+3位总控1.8米 (GN-B403U)	55	64w+	99%

资料来源：京东、华泰证券研究所

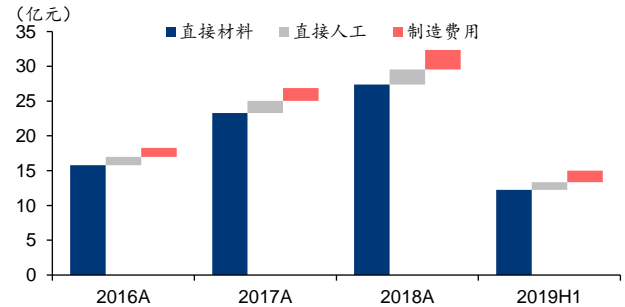
高品质与高价格，在原材料成本回落周期中产品毛利率快速回升。转换器业务直接材料以铜和PP塑料为主，2017年原材料价格提升叠加新国标提升要求，公司增加保护门、注塑、五金加工等序带来直接材料、制造费用和人工成本支出均有所增加。2018年公司加大精密五金配件自制率，相应设备折旧提升了制造费用，抵消了原材料价格下行的正向作用。2019H1原材料价格进一步下降，同时公司继续提升配件自制率，并维持了较高的产品定价，产品毛利率回升至39.84%，同比提升6.5pct。

图表20：公牛集团转换器业务收入与毛利水平



资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

图表21：公牛集团转换器业务制造费用及直接材料成本有较大增长



资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

图表22：公牛集团产品价格在同业中处于较高水平 (单位：元)

品牌	3孔+3USB 总控 1.8米	3孔+3USB 总控 3米	6孔+3USB 总控 1.8米
公牛集团	55	65	89
飞利浦	49.8	—	62.8
小米	49	—	79
德力普	36.9	46.9	—
得力	42.8	—	59.9
欧普	35.9	—	—
竞争品牌产品均价	42.88	46.9	67.23

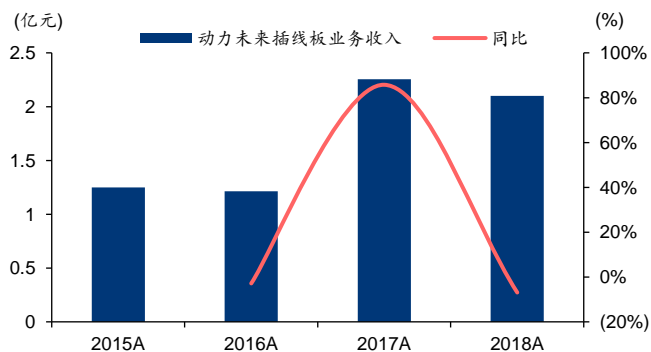
注：仅采用标准化程度较高的上述型号进行比较，对比日为2020年1月17日

资料来源：京东、华泰证券研究所

不惧小米影响力，推出对标产品、维持行业优势

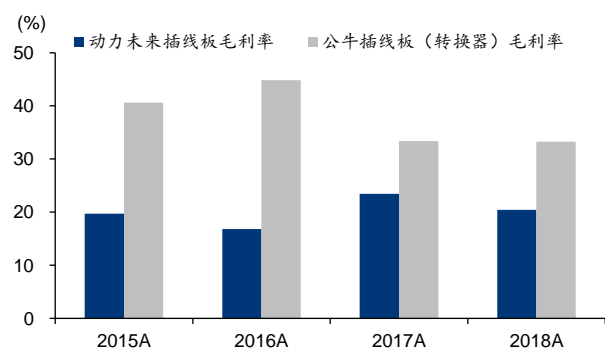
小米插排于2015年大规模推出市场，公司迅速推出对标产品，产业链优势维持行业领先地位。小米插线板主要依托生态链企业青米科技（动力未来子公司）制造，初期49元定价虽有市场冲击，但公司迅速跟进推出类似的产品，依托电商与传统渠道稳扎稳打，小米插线板增速已经大幅回落(2016-2018年动力未来插线板业务收入CAGR为18.9%，2018年同比-6.9%)。根据情报通数据，公司在2018年转换器产品于天猫市场销售额占有率依然位居第一，达66.39%。公司产业链优势匹配自有品牌，毛利率大幅领先动力未来。

图表23：动力未来近年来营业收入及同比增长率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表24：公司虽面临新国标与小米冲击，依然维持转换器毛利率领先



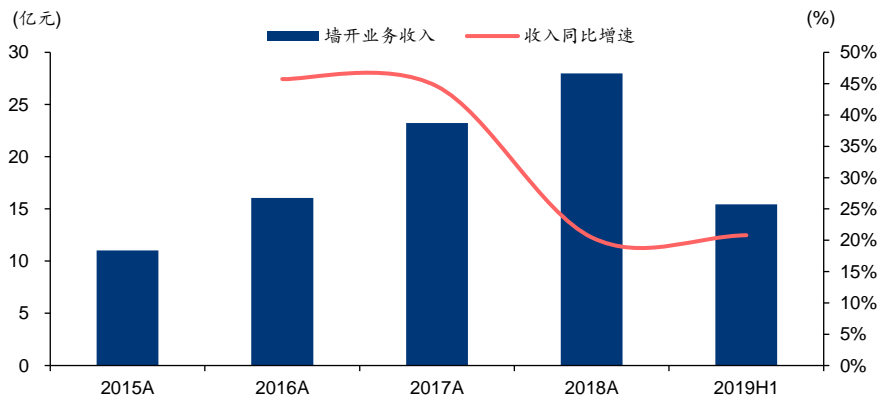
资料来源：Wind、招股说明书、华泰证券研究所

首推“装饰化”概念，墙壁开关插座业务增速优于行业水平

墙壁开关业务维持较高增长，看好地产回暖带来的需求增长

公司2007年进军墙壁开关插座行业，现公司在售产品涵盖33大系列、品种超过3000种，公司墙壁开关插座业务2016-2018年收入CAGR为36.41%。2018-2019H1虽受到房地产调控影响，业务收入增速有所回落，但依然保持20%以上增长，且随着地产回暖，我们依然看好新增需求量提升。根据情报通的数据，2018年公司在天猫市场占有率为26.08%。

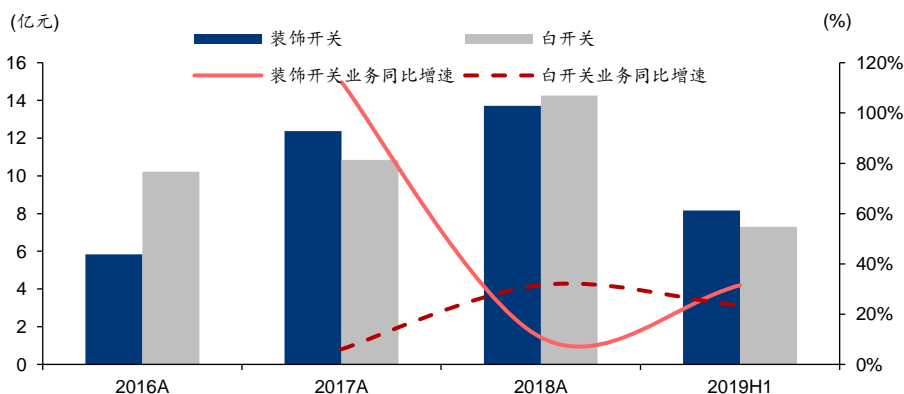
图表25：公司墙壁开关插座业务收入维持较快增速



资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

白开关、装饰开关业务具备互补性。装饰开关为公牛集团首推概念，在颜色、材质、纹理等方面更为多样，能够匹配不同的装修风格，与地产需求相关性较强，而白开关主推更高性价比产品，在装饰开关2018年受房地产行业调控而放缓的情况下，维持业务较高增速。

图表26：墙开插座业务中白开关及装饰开关业务互补性强



资料来源：新思界产业研究中心、华泰证券研究所

墙开插座产品与国际品牌相比尚有差距，性价比及装饰性外观为核心竞争力。根据“什么值得买社区”于2018年对天猫京东销量靠前的四大墙壁开关品牌评测结果，公牛产品在产品结构、插套用料以及阻燃能力评分相比国际品牌较低，产品仍有提升空间。

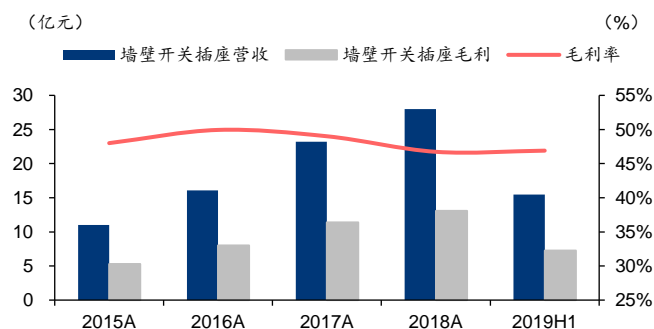
图表27：公牛集团墙壁开关插座与一线国际品牌产品对比情况

产品类型	公牛 G20 系列	西门子睿智系列	罗格朗仕典系列	施耐德绎尚系列
价格对比	较低	最高	较低	中等
外观对比	双色注塑及电镀边框	无边框设计		
开关内部结构设计	正方形结构，稳定性较弱	结构不明显，稳定性较弱	外圈为蜂巢结构，内圈为正方蜂巢结构，稳定性最强	形结构，稳定性较强
插套用料	镍涂层+铜内胆（一般）	锡磷青铜（最优）	锡磷青铜（最优）	锡磷青铜和黄铜（次优）
阻燃效果（离火熄灭时间）	14秒	4秒	2秒	4秒

资料来源：什么值得买社区、华泰证券研究所

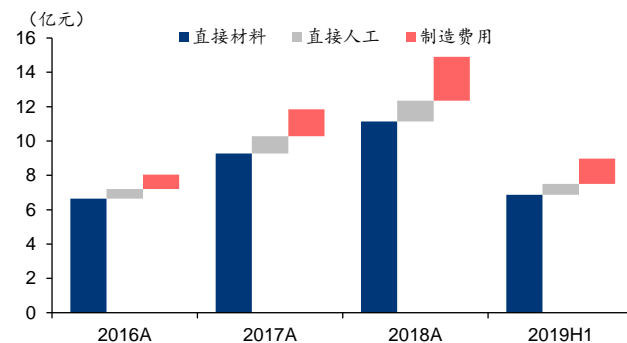
墙开插座业务盈利能力最高。2018年虽受到需求影响，公司增加性价比白开关产品占比，墙开业务毛利率下降至46.73%（同比-2.28pct），但仍保持较高毛利率水平。2019H1随着直接材料价格下降，公司有望维持毛利率相对稳定情况下，继续加大市场下沉力度、以促销和中低端产品开拓下游市场。

图表28：公牛集团墙开插座业务毛利率情况



资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

图表29：公牛集团墙开插座业务营业成本拆分



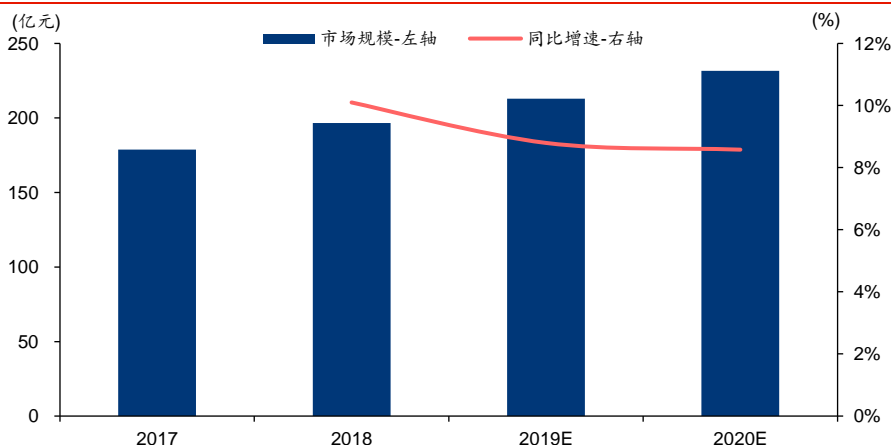
资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

市场份额分散，CR5 仅为 40%左右，公司成本优势有望提升市占率

墙壁开关插座行业受下游房地产装修、家电、消费电子需求影响。墙壁开关插座市场主要受房地产装修、家电和消费电子市场带动，新建房屋为墙壁开关提供初步需求，而家电和装修精细化则决定了墙壁开关插座的安装密度。近年来房地产行业虽受政策调控影响，但房屋新开工数量与新房竣工、销售均有所回暖，有望助推墙壁开关插座行业继续增长。此外，消费电子的迅速发展带来的用电需求增加在一定程度上刺激了墙开插座的需求。

根据中国产业信息网统计，2018年中国墙壁开关插座产品需求规模为197亿元（同比+10.1%），2020年中国墙壁开关的市场规模有望超过230亿元。

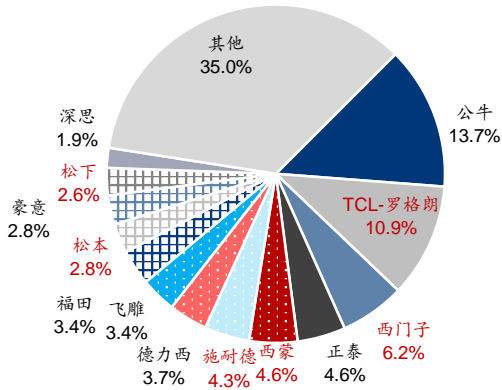
图表30：墙面开关插座行业 2020 年规模有望超过 230 亿



资料来源：中国产业信息网、华泰证券研究所

竞争格局分散，民族品牌及国际品牌共存。海外龙头在前五企业中占据3位，行业CR5为40%，西门子、施耐德等海外龙头多集中于高价的装饰开关市场，而白开关市场则多为内资企业。规模效应叠加自动化生产，公司成本优势逐步显现，白开关市占率有望持续提升。2019H1公司装饰开关和白开关产能单位成本分别为4.00和2.91元（分别同比-15.5%、10.4%）。我们认为低成本的装饰开关将搭建起公司的比较优势，进一步提升公司在中高端市场中的市占率水平。

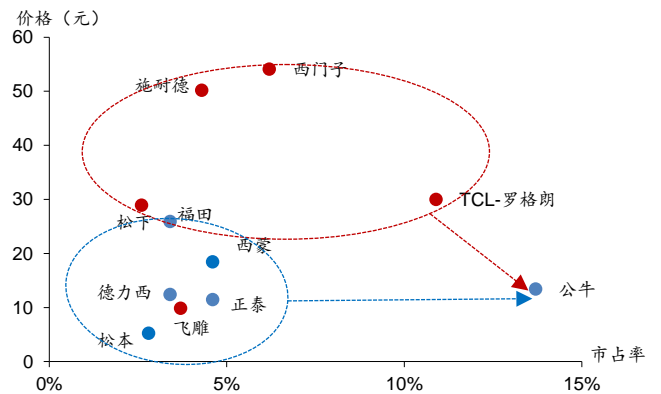
图表31: 2018年墙面开关插座市场竞争格局



注: 红色字体代表海外墙面开关企业。

资料来源: 中国产业信息网、华泰证券研究所

图表32: 2018年墙面开关插座竞争者市场定位情况



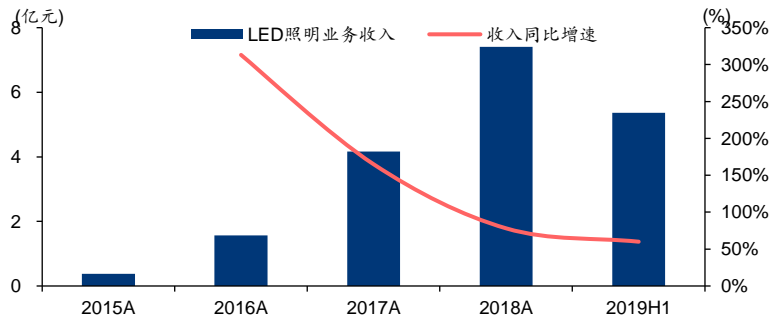
注: 采用京东综合排序第一位墙壁产品价格。红色为装饰开关, 蓝色为白开关。

资料来源: 京东、中国产业信息网、华泰证券研究所

LED照明业务乘行业东风, 新业务拓展顺利

顺照明行业转型之大势, 收入增速或逐步回落。2014年公牛集团在LED照明行业蓬勃发展阶段时开始涉足, 享受到行业早期迅速扩容带来的增长红利, 公司LED照明业务营收从2016-2018年业务收入CAGR为169.2%, 虽受到行业性增速下降, 公司LED照明业务依托渠道及品牌优势, 2019H1收入同比+60.0%。

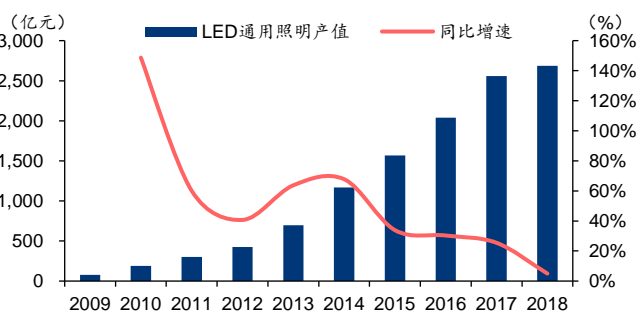
图表33: 公牛集团LED照明业务产品情况



资料来源: 招股说明书、华泰证券研究所

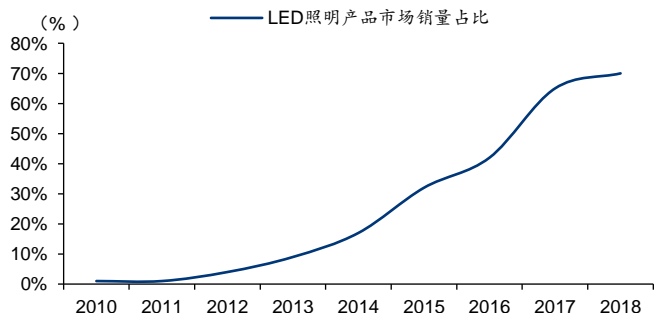
LED通用照明行业进入成熟期, 增速逐步回归, 渠道与品牌或成为下一步竞争焦点。LED通用照明在政策推动及技术替代红利下经历了野蛮生长的阶段, 2014-2018年产值的CAGR超过30%, 2018年照明市场LED产品销量占比已经达到70%, LED照明逐步进入成熟期。且2018年以来在房地产行业调控影响下, LED照明装饰需求端有所承压。因此我们预计LED照明增速较初期或有所放缓, 进入行业的整合期, 具备渠道资源、品牌优势的企业有望保持优势。

图表34: 中国LED通用照明产值及同比增速



资料来源: 国家半导体照明工程研发及产业联盟、华泰证券研究所

图表35: 中国LED照明产品市场销量占比

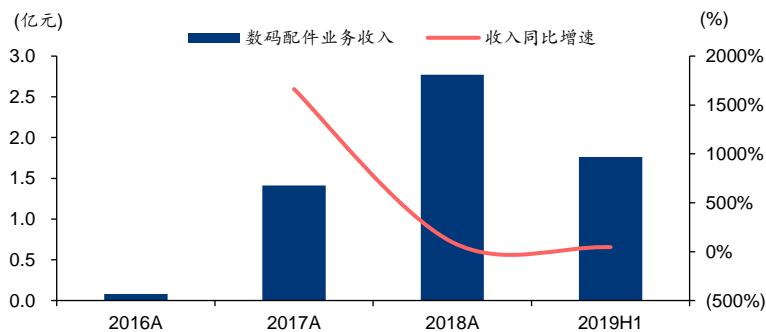


资料来源: 国家半导体照明工程研发及产业联盟、华泰证券研究所

数码配件业务借 OEM+性价比策略快速打开市场

围绕消费电子用电配件场景，公司的数码配件业务快速成长，有望继续助力公司品牌外延发展。公牛集团于 2016 年切入数码配件行业，销售产品主要为手机多场景充电的相关配件，包括充电头、数据线、无线感应充电器、移动电源、车充等，在售产品包含 8 大系列，产品超过 200 品种。2019H1 数码配件业务实现收入 1.76 亿元，同比+45.5%。

图表36：公牛集团数码配件产品业务收入



资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

OEM 代产实现快速上市，低价策略快速打开市场。公司采用 OEM 生产形式实现数码配件产品的快速上市，2016 年公司数码配件产品的代工率超过 90%，2017 年及 2018 年代工率有所下降，但均维持在 60% 以上。

图表37：数码配件业务依然以 OEM 为主

数码配件业务	2019H1	2018	2017	2016
OEM 数量 (万件)	759.53	1,587.76	726.52	63.85
OEM 占比	53.31%	69.35%	68.31%	90.54%

资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

加快大众化消费转型提升产品性价比，提升自制比例降低成本。2017 年开始公司将数码配件产品定位从高端商务市场向大众化消费市场转型，提升产品性价比，且逐步推行注塑、老化、组装等工序自制，产品自制率和生产技术水平不断提升，从而降低生产成本，实现毛利率小幅提升至 22% 区间，但相较其他产品，公司的数码配件业务仍维持较低的毛利率，处于积极开拓市场的阶段。

图表38：数码配件业务转型及自制比例提升拉动毛利率提升至 22% 区间

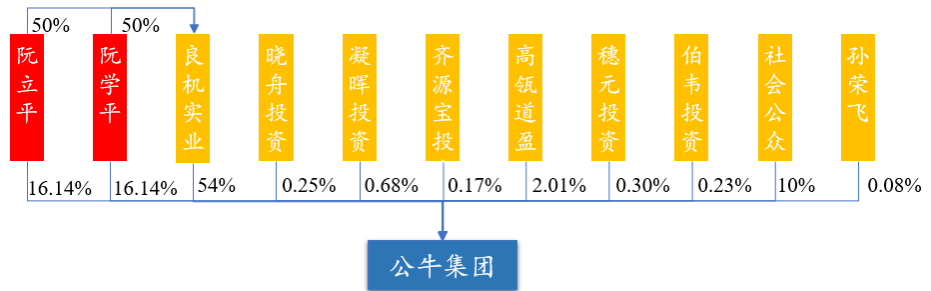
数码配件业务	2019H1	2018	2017
产品单价 (元)	11.0	13.3	16.8
毛利率	22.20%	22.53%	19.84%

资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

公司股权集中，子公司定位清晰

公司股权集中，实际控制人稳步推进公司民用电供暖业务领先战略。公司的实际控制人为阮学平以及阮立平，在公司上市发行后控制发行人 87.625% 的表决权。其中，阮学平以及阮立平直接持股发行人 32.288% 股份，通过持有良机实业 100% 的股权控制发行人 54% 的表决权，分别通过穗元投资以及凝晖投资间接控制发行人 0.298% 以及 0.679% 的表决权。2017 年 12 月 4 日，高瓴等知名投资公司通过与阮立平、阮学平签署股权转让协议，持有了公司 2.235% 股份，并在公司上市发行后持有 2.011% 股份。

图表39：公牛集团公司架构



资料来源：Wind、招股说明书、华泰证券研究所

公牛集团控制的子公司共有 12 家，子公司业务覆盖原材料采购、产品业务、产品销售等，各个子公司定位清晰。

图表40：公牛集团子公司情况

子公司	成立时间	简介
采购		
星罗贸易	2015 年	负责原材料采购。
公牛电工销售（原“秋美贸易”）	2015 年	负责原材料采购。
产品业务		
班门电器	2010 年	负责海外市场的 OEM 业务。
宁波公牛	1998 年	负责墙壁开关插座的研究、生产和销售。
公牛光电	2014 年	负责 LED 照明产品的研发、生产和销售。
公牛数码	2016 年	负责数码配件产品的研发、生产和销售。
公牛精密	2015 年	负责五金配件的生产等业务。
销售		
公牛营销	2016 年	负责国内产品的国内销售。
上海公牛	1998 年	负责公司产品在上海地区的线下销售。
慈溪公牛	1995 年	负责公司产品在电商、商超等渠道的销售。
公牛国贸（香港）	2017 年	负责公司跨境电商销售业务。
公牛国贸	2017 年	负责海外市场公牛自主品牌销售业务。

资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

公司产销率高，募投项目提高生产能力。募投项目继续支持成熟转换器业务、战略重点墙壁开关插座业务以及新兴 LED 照明业务自动化改造，提高生产能力。

图表41：公牛集团募投项目情况（单位：亿元）

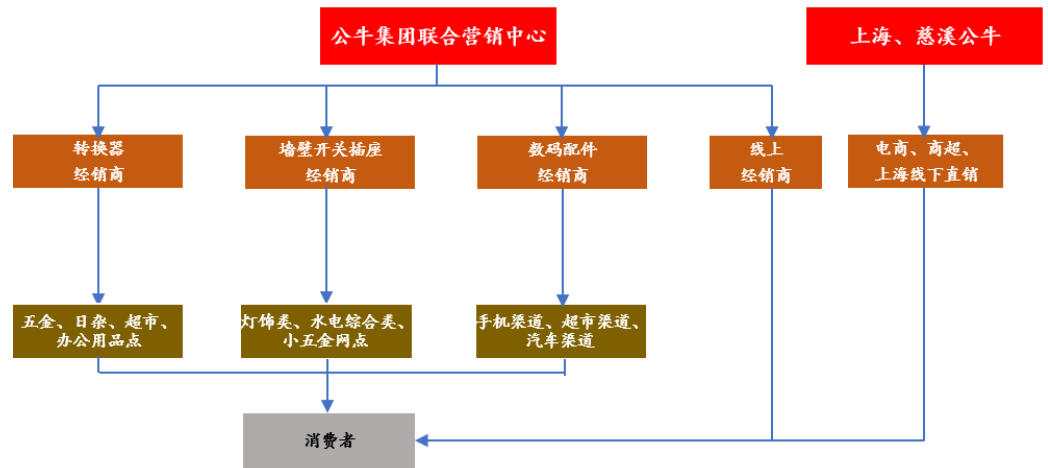
项目名称	项目总投资	项目预期
年产 4.1 亿套墙壁开关插座生产基地建设项目	12.05	打造自动化生产线，提高生产基地的自动化率，项目预计在 2021 年实现产能的全部释放
年产 4 亿套转换器自动化升级建设项目	9.99	替代原来年产 2 亿套观海卫东区的转换器生产基地，原有生产基地的生产设备会尽可能迁至新的生产基地，项目预计 2022 年实现产能的全部释放
年产 1.8 亿套 LED 灯生产基地建设项目	7.44	投入自动化生产线，提高 LED 灯的产量以及生产水平
研发中心及总部基地建设项目	7.08	
信息化建设项目	2.40	
渠道终端建设及品牌推广项目	9.91	
合计	48.87	

资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

多类型销售模式并进，精耕终端网点打造品牌形象 小产品、大营销

经销为主、直销为辅，线上线下协同发展。民用电工需求分散，对应的终端网点需求众多，公司根据产品特点，重点依托经销商网络，开拓广泛销售网点，纵向向下布局到乡、镇乃至村等，横向拓展五金、日杂、超市、办公用品、灯饰、水电、手机、汽车美容等渠道，结合自营及经销商电商网点，公司终端数量接近百万，通过扁平化的经销商模式，有效简化公司管理且发挥经销商优势区域优势，实现区域精细化管理。

图表42：公牛集团依托经销、直销模式，实现对各类销售渠道的全覆盖

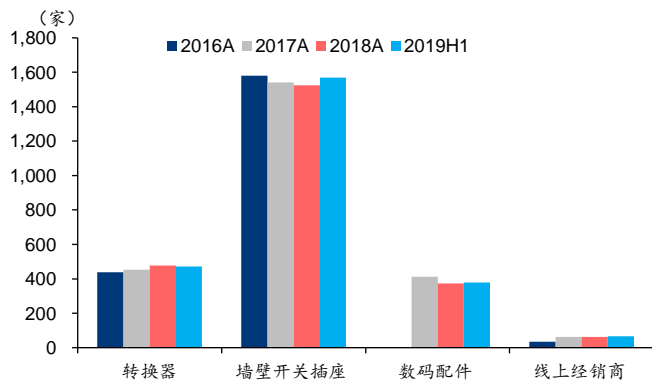


注：公司LED照明产品按替换模式产品（如球泡灯）和装修阶段购置类产品（如筒灯、灯带），分别划入转换器和墙壁开关插座两条产品线的经销系统，由相应产品线的经销商进行同步经销。

资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

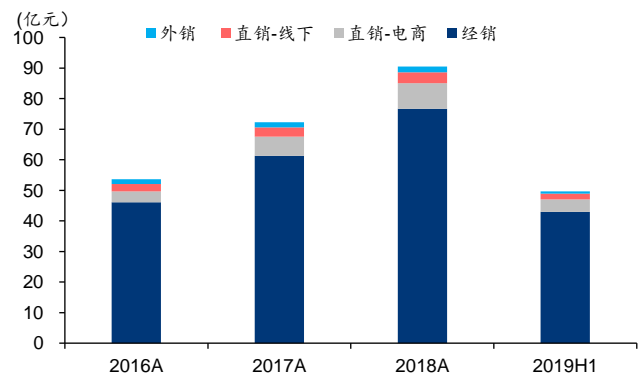
传统转换器及墙壁开关插座业务渠道建设起步较早，渠道扁平化管理已经非常成熟。依托成熟经销商体系，公司转换器及墙壁开关经销商数量稳定，新开拓经销商主要为数码配件经销上、渠道下沉拆分和线上推广，截至2019年6月30日，公司拥有经销商共计2333家（剔除兼营重叠数），且2016-2018年，公司经销商销售金额占比均在85%左右。

图表43：截止2019H1公司各业务线经销商数量2333家（剔除重复）



资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

图表44：公司经销模式销售金额占比稳定在85%左右



资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

销售终端虽分散布局，但结合经销商区域精细化管理，单一网点销售额稳定提升。三大线下销售渠道合计近100万家销售终端，公司与经销商形成了较为成熟、稳定的长期合作关系，并依托经销商开拓和巩固网点、实现市场精耕细作，实现公司近100万个终端网点2016-2018年单店销售额稳步提升。

图表45：公牛集团各细分业务渠道拆分，终端接近100万个（截止2019年6月）

转换器		墙壁开关		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				
其他售点	13				
合计	73	合计	11	合计	12.5

资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

图表46：依托与经销商合作，实现终端网点精细化管理，2016-2018年单店销售稳定提升

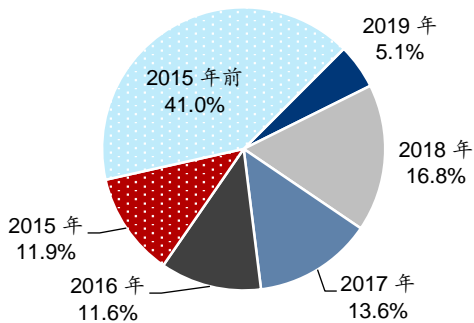
线下渠道	项目	2016年	2017年	2018年	2019年1-6月
转换器	终端数量（万家）	73.27	78.14	74.6	73.1
	单个网点平均销售额（万元）	0.4	0.43	0.56	0.62
墙开	终端数量（万家）	9.97	10.43	9.1	10.89
	单个网点平均销售额（万元）	1.68	2.12	3.02	2.85
数码配件	终端数量（万家）	-	6.71	13.17	13.56
	单个网点平均销售额（万元）	-	0.22	0.22	0.29

资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

配送访销+设置销售折扣，提高经销商粘性。公司采用配送访销的服务模式，为经销商配置专用车辆，并组织在其经销区域对销售终端网点定期提供配货、送货、拜访以及上门销售服务，增强对经销商的服务能力；另一方面，公司按照经销商的每年的销售额、市场开发率以及店招推广情况，对经销商提供一定的销售折扣，形成对经销商的激励。现阶段，公司和经销商形成的合作较为坚固，2015年前开始和公司合作的经销商数量占比超过40%。

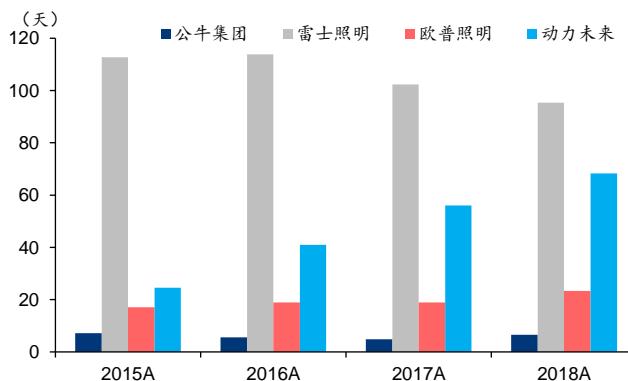
买断式销售+核心产品专营专销+先款后货，公牛集团对经销商控制力强。公司对经销商均采用买断式销售，不存在代销销售的情况，并对核心产品如转换器全部要求专营专销；在货款结算方面，公司采用“先款后货”的方式，因而经销销售形成的应收账款相对较小，公司的回款情况良好。

图表47：公牛集团经销商开始合作时间统计



资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

图表48：公牛集团的应收账款周转天数居行业较低水平



资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

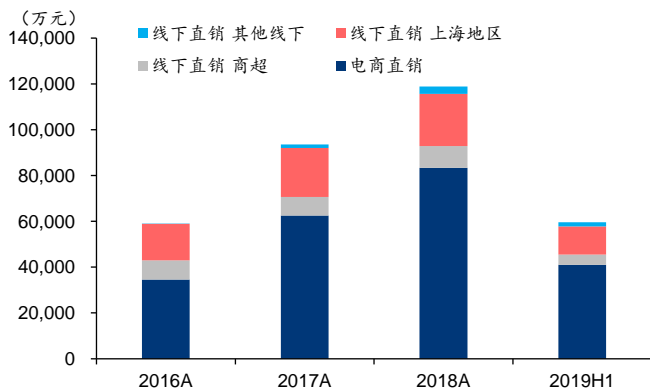
图表49：公牛集团各业务线经销规定

渠道	经销模式规定
转换器经销商	经销商必须选择专营专销
墙开插座经销商	(1) 直辖市、计划单列市、省会城市经销商必须选择专营专销； (2) 其他经销商可自愿选择专营专销、经营竞争品或非竞争品类
数码经销商	经销商可自愿选择专营专销、经营竞争品或非竞争品类
线上经销商	处于开拓阶段，未对经销模式做出要求

资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

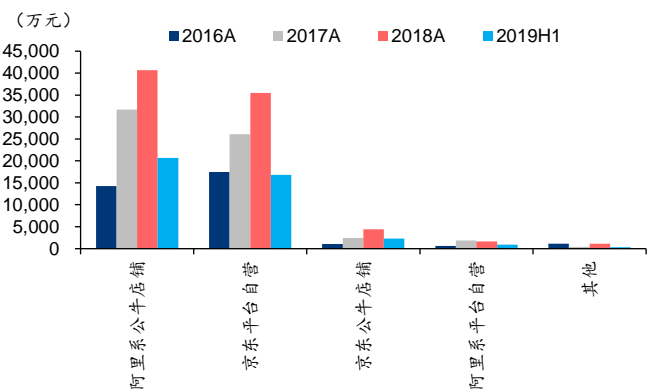
直销模式以电商为主，2016-2018年电商直销收入CAGR+51.7%。公牛集团通过在天猫、京东、淘宝等电商平台开设直接运营的旗舰店或者直接将产品销售给京东和阿里巴巴等电商平台，进行电商销售，并构成公司主要的直销销售收入，2018年公司线上电商直销销售收入占直销收入近70%，其中，阿里系店铺以及京东自营店是公司主要的电商销售平台，两者销售收入占电商销售收入超过90%；线下直销渠道方面，公司将主要的直销渠道设置于上海地区，将上海地区作为新产品以及新营销模式的试行地区，同时，公司和家乐福、大润发、沃尔玛以及麦德龙等全国连锁商超开展业务。

图表50：公牛集团直销以电商销售为主



资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

图表51：阿里系店铺及京东自营店为公司主要电商销售平台



资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

精耕终端网点构造立体营销网

精耕终端网点形成高密度营销网，精准定位直击消费者痛点。结合公司接近100万个网点，公司店招方式将产品广告全面覆盖到各级城市、县级市场以及乡镇农村市场，借由公司高密度的渠道终端形成营销网络，提高公司产品在各类型消费者的曝光程度。

产品定位明确，卖点集中，并直击消费者痛点。公司在转换器、墙开插座业务、LED照明以及数码配件四大业务线的营销分别围绕着“安全”、“装饰化”、“护眼”、“速充”消费者核心需求展开，与标牌店招形成简单有效、独具特色的品牌传播推广模式。

盈利预测与投资建议

1) 短期转换器行业受弱景气周期影响，中长期公司转换器业务需求有望稳步增长。2019年受宏观经济新常态及社零增速放缓影响，行业自2017年转换器新国标以来产品更替态势有明显减弱，进入弱景气周期，2019H1公司转换器销量同比+2.0%。根据前文测算转换器市场终端规模或达到180亿元，且随着地产销售企稳回升，以及消费电子产品不断渗透，对应的居民新增电工需求有望小幅提升，因此我们预计2019-2021年公司转换器销量同比增速分别为+2.0%、+4.3%、+3.9%。

公司转换器产品具备较强的议价权，在需求偏弱、新国标换代基本完成及成本大幅下降的情况下，2019H1公司产品均价依然同比提升0.4%。且行业功能性需求提升，已经呈现出产品升级趋势，抗电涌、防雷、防脱、儿童保护、抗电磁干扰、防雨淋、强弱电结合、智能WiFi等特色功能产品占比有望提升，或带动公司产品均价小幅提升，因此我们预计2019-2021年公司转换器均价同比增速分别为+0.4%、+1.6%、+2.3%。综合价量表现，我们预计2019-2021年公司转换器业务收入同比增速分别为+2.4%、+6.0%、+6.3%。

转换器业务在2017-2018年虽然受到新国标要求提升及设备折旧提升影响，毛利率有所下降，但随着铜、PP塑料价格下降以及销量提升逐步消化折旧影响，2019年公司成本端有明显改善（2019H1单位成本同比-7.6%），2019H1公司转换器业务毛利率为39.8%，同比大幅+6.5pct。考虑到公司转换器产品具备较强的议价权，且产品功能升级有望带动均价提升，公司或能维持较高的毛利率水平，但由于2019年公司受到适用增值税率从16%下调至13%的正向影响，2020年税率下降带来毛利率提升影响减弱，因此我们预计2019-2021年公司转换器业务毛利率分别为39.8%、39.6%、39.7%。

图表52：转换器业务收入预测

分业务收入预测	2016年	2017年	2018年	2019E	2020E	2021E
转换器业务(亿元)	33.12	40.37	48.47	49.64	52.60	55.91
同比	5.8%	21.9%	20.1%	2.4%	6.0%	6.3%
销量(万件)	26,041	29,438	33,543	34,213	35,685	37,076
同比	3.9%	13.0%	13.94%	2.0%	4.3%	3.9%
出厂均价(元)	12.7	13.7	14.5	14.5	14.7	15.1
同比	1.8%	7.8%	5.4%	0.4%	1.6%	2.3%
成本(亿元)	18.3	26.9	32.4	29.9	31.8	33.7
毛利率	44.9%	33.4%	33.3%	39.8%	39.6%	39.7%

资料来源：公司公告、产业在线、华泰证券研究所

2) 墙壁开关插座业务产品结构调整应对需求波动。受经济增速放缓及地产调控影响，2018年开始市场对于性价比开关插座产品需求提升，公司在产品结构上也主推中低端市场下沉，大力推动相对低价白开关产品的销售，2019H1墙壁开关销量同比+35.7%（装饰开关、白开关销量同比增速分别为+31.5%、+39.0%）。

随着2019年7-11月单月商品房销售面积同比正增长，且2019年12月竣工累计面积增速自2017年以来终于回归正增长，华泰地产团队预计2020年竣工正增长趋势将延续，也将带来后周期产业链相关机遇。公司或维持主推低价让利策略，我们认为公司依托成本优势，市场渗透率有望进一步提升，且维持主推白开关产品的预期，我们预计2019-2021年公司白开关销量同比增速为+36.1%、+26.2%、+19.0%，装饰开关销量同比增速为+34.6%、+24.2%、+17.0%。

受公司促销策略和产能规模提升降低成本影响，预计2019-2021年白开关均价同比增速分别为-11.5%、-7.2%、-3.5%，装饰开关均价同比增速分别为-10.0%、-6.5%、-2.5%。因此综合考虑价量表现，我们预计2019-2021年公司墙壁开关插座业务收入同比增速分别为+20.8%、+16.6%、+14.5%。

受到房地产和装修市场影响，公司装饰开关产品增速低于高性价比白开关产品，同时2019H1单位成本下降11.9%，公司墙壁开关综合均价虽同比-11.0%，开关业务毛利率仍较2018H1同期+0.2pct，达到46.9%，考虑到公司开关业务规模化成本优势已经逐步显现，且随地产需求回暖装饰开关增速有望回升，有望带动毛利率回升，我们预计2019-2021年开关业务毛利率或为46.9%、47.0%、47.1%。

图表53： 墙壁开关插座业务收入预测

分业务收入预测	2016年	2017年	2018年	2019E	2020E	2021E
墙壁开关业务 (亿元)	16.06	23.22	27.97	33.78	39.39	45.09
同比	45.7%	44.6%	20.5%	20.8%	16.6%	14.5%
其中，白开关收入 (亿元)	10.23	10.84	14.26	17.16	20.10	23.08
同比		5.9%	31.5%	20.4%	17.1%	14.8%
销量 (万件)	18,435	18,624	23,447	31,899	40,257	47,906
同比		1.0%	25.9%	36.1%	26.2%	19.0%
均价 (元)	5.55	5.82	6.08	5.4	5.0	4.8
同比		4.9%	4.5%	-11.5%	-7.2%	-3.5%
装饰开关收入 (亿元)	5.83	12.37	13.72	16.61	19.29	22.01
同比		112.1%	10.8%	21.1%	16.1%	14.1%
销量 (万件)	6,712	14,030	15,428	20,766	25,789	30,170
同比		109.0%	10.0%	34.6%	24.2%	17.0%
均价 (元)	8.69	8.82	8.89	8.0	7.5	7.3
同比		1.5%	0.8%	-10.0%	-6.5%	-2.5%
成本 (亿元)	8.0	11.8	14.9	17.9	20.9	23.9
毛利率	49.9%	49.0%	46.7%	46.9%	47.0%	47.1%

资料来源：公司公告、产业在线、华泰证券研究所

3) LED照明业务具备渠道及品牌优势，预计收入维持高速增长。公司2014年进入LED照明业务，依托公司强渠道与品牌优势，不断加大市场开拓力度、市场快速渗透，实现销量快速增长，2019H1公司LED业务销量同比+89.2%。LED照明渗透率逐步提升，市场进入转型升级阶段，具备渠道优势及品牌影响力企业有望迎来更高增长。一方面，公司从球泡灯拓展到筒灯、灯带、灯贴、吸顶灯等产品系列，满足多元化照明需求，另一方面，公司有望依托转换器和墙壁开关渠道体系，带动替换性（如球泡灯）和装修性（如筒灯、灯带）产品推广，因此我们预计2019-2021年公司LED照明出货量同比增速或为+89.2%、+52.0%、+30.0%。

在公司规模效应提升及积极促销政策影响下，2019H1 LED照明均价同比-15.5%，我们认为LED照明依然处于业务拓展高增长阶段，公司有望维持大力开拓市场的经营策略，我们预计2019-2021年均价同比增速分别为-15.5%、-10.0%、-4.0%。因此，2019-2021年公司LED照明收入同比增速分别为+59.9%、+36.8%、+24.8%。

公司LED业务制造成本虽随着新产品系列投产增加，且LED业务均价有所下降，但考虑到公司规模效应以及内部降本增效措施效果逐步体现，2019H1 LED照明业务毛利率同比提升3.8pct，达到为33.1%，考虑到公司新产品系列投产后的制造成本依然有小幅下降空间，我们预计2019-2021年LED照明业务毛利率或为33.1%、33.4%、33.4%。

图表54： LED照明业务收入预测

分业务收入预测	2016年	2017年	2018年	2019E	2020E	2021E
LED照明业务 (亿元)	1.57	4.16	7.41	11.84	16.20	20.22
同比	314.9%	164.2%	78.2%	59.9%	36.8%	24.8%
销量 (万件)	1,759	4,545	7,765	14,691	22,330	29,029
同比	214.4%	158.4%	70.8%	89.2%	52.0%	30.0%
均价 (元)	8.9	9.1	9.5	8.1	7.3	7.0
同比	32.0%	2.2%	4.3%	-15.5%	-10.0%	-4.0%
成本 (亿元)	1.1	2.9	5.2	7.9	10.8	13.5
毛利率	28.5%	29.4%	29.3%	33.1%	33.4%	33.4%

资料来源：公司公告、产业在线、华泰证券研究所

4) 数码配件业务延续大众化消费市场定位转型, 低基数有望继续迎来高增长。公司数码配件业务营收占比较低, 但市场处于高速发展期, 市场集中度较低, 公司积极推动数码配件业务大众化定位, 销量有望维持高增长 (2019H1 销量同比+112.9%)。我们预计 2019-2021 年数码配件销量同比增速分别为+112.9%、+50.0%、+28.0%, 同时随着产品定位为更偏向主流性价比市场 (2019H1 均价为 9.1 元, 同比-31.7%), 均价随着产品结构调整逐步回落企稳, 我们预计均价同比增速分别为-31.7%、-2.0%、+3.5%。因此我们预计, 2019-2021 年公司数码配件业务收入同比增速分别为+45.5%、+47.0%、+32.5%。

公司推动数码配件产品大众化转型, 2019H1 均价同比-31.7%, 但公司大众化产品毛利率并不低, 同时通过内部优化制造流程改善了制造成本, 2019H1 数码配件业务毛利率仅同比-0.33pct, 为 22.2%, 考虑到数码配件业务向大众化定位转型, 公司或通过保持低毛利策略以继续进行积极的市场开拓, 我们预计 2019-2021 年数码配件业务毛利率或为 22.2%。

图表55: 数码配件业务收入预测

分业务收入预测	2016年	2017年	2018年	2019E	2020E	2021E
数码配件业务 (亿元)	0.08	1.41	2.77	4.03	5.92	7.85
同比		1776.3%	96.5%	45.5%	47.0%	32.5%
销量 (万件)	48	838	2,079	4,426	6,639	8,497
同比		1648.5%	148.07%	112.9%	50.0%	28.0%
均价 (元) -推算	15.7	16.8	13.3	9.1	8.9	9.2
同比		7.3%	-20.8%	-31.7%	-2.0%	3.5%
成本 (亿元)	0.1	1.1	2.1	3.1	4.6	6.1
毛利率	26.5%	19.8%	22.5%	22.2%	22.2%	22.2%

资料来源: 公司公告、产业在线、华泰证券研究所

2019年 Q1-Q3 公司销售费用率为 6.92%, 同比-1.56pct, 公司销售费用主要为市场推广费、运输费、广告费、职工薪酬等, 其中运输费与职工薪酬主要受到终端销售影响, 主动调整空间较小。销售费用率下降主要由于公司调整广告策略, 降低市场推广费及广告费, 其中广告费下降较为明显 (2019H1 广告费用占营收比例降至 0.14%, 2018 年为 1.58%), 公司减少了电视广告、高铁广告等传统广告的投入, 而加大了新媒体营销广告的投入, 费用率明显较低。我们认为在公司更加注重精准化新媒体传播的情况下, 广告费用率已经降至低位, 未来继续下降空间不大, 因此, 我们预计 2019-2021 年公司销售费用率分别为 7.00%、7.02%、7.05%。

2019年 Q1-Q3, 公司管理费用率为 4.03%, 同比微降 0.03pct。公司除 2017 年由于股份支付带来管理费用率一次性增长外, 均保持相对稳定, 因此, 我们预计 2019-2021 年管理费用率维持为 3.74%, 较 2018 年微降 0.03pct。

2019年 Q1-Q3, 公司研发费用率为 3.52%, 同比下降 0.48pct。公司主要为开拓新业务带动研发费用率短期提升, 其中 2017 年开拓数码配件业务, 研发费用增至 3.87%, 并随着业务研发投入逐步稳定, 研发费用率也逐步回落, 因此我们预计 2019-2021 年研发费用率为 3.50%、3.35%、3.35%。

2019年 Q1-Q3, 公司财务费用率为-0.25%, 同比-0.32pct, 公司历史财务费用主要为利息支出, 考虑到 2020 年上市融资后利息支出或维持低位, 且可能存在利息收入。因此, 我们预计 2019-2021 年财务费用率为-0.25%、-0.54%、-0.52%。

图表56: 费用率预测

	2016年	2017年	2018年	2019E	2020E	2021E
销售费用率	8.25%	9.39%	8.24%	7.00%	7.02%	7.05%
管理费用率	3.60%	4.96%	3.77%	3.74%	3.74%	3.74%
研发费用率	3.35%	3.96%	3.87%	3.50%	3.35%	3.35%
财务费用率	-0.02%	0.08%	0.06%	-0.25%	-0.54%	-0.52%

资料来源: Wind、华泰证券研究所

我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 4.09、4.68、5.20 元。截止 2020 年 2 月 14 日，可比公司 2020 年平均 PE 为 24x，我们预计公司 2019-2021 年收入及净利润增速 CAGR 分别为 14.1%、23.0%，同时公司募投项目有望提升产品供给，满足增长需求，同时提升自制及自动化能力。公司已建立品牌基础和渠道优势，有望继续享受墙壁开关、LED 照明、数码配件等行业多元化新品增长红利。同时，考虑到公司为民用电工龙头，享受一定的估值溢价，因此我们认为公司 2020 年合理 PE 估值为 34-36x，对应股价为 159.12~168.48 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表57： 行业可比公司 Wind 一致预期 PE

证券代码	证券简称	2018	2019E	2020E	2021E
002959.SZ	小熊电器	39.4	29.9	23.8	19.6
002705.SZ	新宝股份	33.2	25.2	21.6	18.6
002032.SZ	苏泊尔	34.7	30.0	25.7	22.3
平均		35.8	28.3	23.7	20.2

注：均为 Wind 一致预测，数据截至 2020/2/14

资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

(1) 宏观经济增速放缓

公司产品需求与经济增长和地产周期联系较为紧密，如果宏观经济增速放缓、地产回暖不及预期，可能大幅影响公司收入及净利润规模。

(2) 原材料价格大升

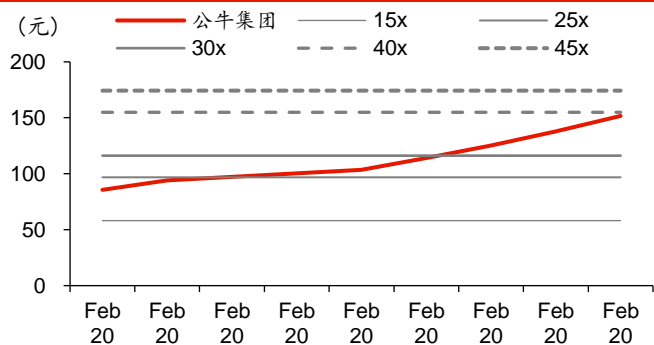
公司成本中直接材料占比较高，主要产品原材料成本如果大幅提升，公司产品利润可能面临下滑的可能，影响公司整体盈利水平。

(3) 市场竞争加剧

公司所处细分市场竞争对手众多，如果市场需求持续遇冷，竞争对手可能通过加大竞争力度、弥补收入增速下滑影响，公司盈利或承受更大压力。

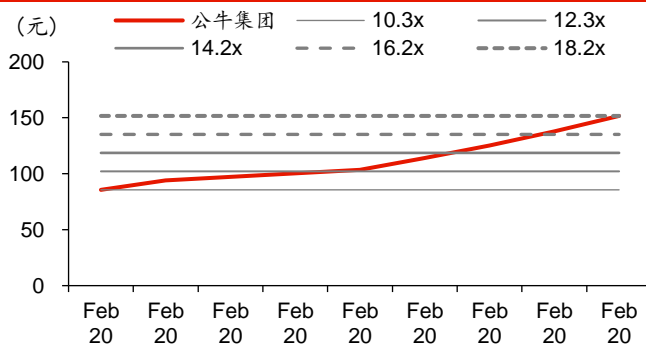
PE/PB - Bands

图表58： 公牛集团历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表59： 公牛集团历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,589	3,524	6,105	12,337	15,439
现金	110.21	217.94	1,771	7,459	9,856
应收账款	119.68	211.30	187.35	229.83	271.53
其他应收账款	36.64	31.19	53.32	54.87	59.46
预付账款	33.39	20.42	34.47	39.42	39.40
存货	962.66	811.51	1,059	1,254	1,313
其他流动资产	1,326	2,231	3,000	3,300	3,900
非流动资产	1,368	1,641	1,964	2,148	2,360
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	964.33	1,203	1,309	1,455	1,614
无形资产	208.12	305.70	328.40	356.77	392.23
其他非流动资产	195.35	131.83	327.20	336.35	353.23
资产总计	3,957	5,164	8,070	14,485	17,799
流动负债	2,386	1,882	2,356	2,570	2,757
短期借款	337.71	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,294	1,273	1,684	1,862	2,030
其他流动负债	754.32	609.45	672.14	708.78	727.19
非流动负债	0.00	34.27	11.42	15.23	20.31
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	34.27	11.42	15.23	20.31
负债合计	2,386	1,917	2,368	2,586	2,778
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	3,639	3,639
留存公积	720.45	2,397	4,852	7,660	10,782
归属母公司股东权益	1,571	3,248	5,702	11,899	15,021
负债和股东权益	3,957	5,164	8,070	14,485	17,799

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	1,164	1,910	1,695	2,414	2,504
净利润	1,285	1,677	2,454	2,809	3,122
折旧摊销	0.00	0.00	64.41	74.17	85.80
财务费用	5.62	5.22	(26.02)	(64.99)	(70.03)
投资损失	(103.27)	(97.27)	(108.00)	(120.00)	(130.00)
营运资金变动	0.00	0.00	(562.64)	(332.55)	(520.13)
其他经营现金	(23.99)	325.35	(127.10)	48.25	16.29
投资活动现金	577.12	(1,281)	(168.03)	(179.48)	(176.94)
资本支出	413.87	485.27	260.00	270.00	270.00
长期投资	(45.00)	10.00	(6.67)	1.11	1.48
其他投资现金	946.00	(785.83)	85.31	91.63	94.54
筹资活动现金	(1,777)	(484.41)	26.02	3,454	70.03
短期借款	327.71	(337.71)	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	459.33	0.00	0.00	60.00	0.00
资本公积增加	295.45	(0.01)	0.00	3,329	0.00
其他筹资现金	(2,860)	(146.70)	26.02	64.99	70.03
现金净增加额	(42.83)	146.72	1,553	5,688	2,397

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,240	9,065	10,412	11,928	13,453
营业成本	4,508	5,745	6,213	7,163	8,093
营业税金及附加	51.89	69.10	72.00	80.00	86.00
营业费用	680.20	746.57	728.83	837.35	948.44
管理费用	359.44	341.88	753.82	845.70	953.82
财务费用	5.62	5.22	(26.02)	(64.99)	(70.03)
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	108.00	120.00	130.00
营业利润	1,531	1,960	2,775	3,184	3,570
营业外收入	2.37	4.96	92.22	99.30	84.26
营业外支出	22.41	13.41	10.00	10.00	16.00
利润总额	1,511	1,951	2,857	3,274	3,639
所得税	225.40	274.59	403.25	464.86	516.68
净利润	1,285	1,677	2,454	2,809	3,122
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	1,285	1,677	2,454	2,809	3,122
EBITDA	1,536	1,965	2,814	3,194	3,586
EPS (元, 基本)	2.38	3.11	4.54	4.68	5.20

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	34.91	25.21	14.86	14.56	12.78
营业利润	(6.25)	28.02	41.60	14.74	12.12
归属母公司净利润	(8.67)	30.45	46.36	14.45	11.15
获利能力 (%)					
毛利率	37.74	36.63	40.33	39.95	39.84
净利率	17.75	18.50	23.57	23.55	23.21
ROE	81.84	51.63	43.04	23.60	20.78
ROIC	79.33	56.24	62.54	61.82	59.26
偿债能力					
资产负债率 (%)	60.30	37.11	29.34	17.85	15.61
净负债比率 (%)	14.15	0	0	0	0
流动比率	1.09	1.87	2.59	4.80	5.60
速动比率	0.68	1.44	2.14	4.31	5.12
营运能力					
总资产周转率	1.84	1.99	1.57	1.06	0.83
应收账款周转率	69.45	51.90	49.44	53.98	50.75
应付账款周转率	4.12	4.48	4.20	4.04	4.16
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.14	2.79	4.09	4.68	5.20
每股经营现金流(最新摊薄)	1.94	3.18	2.82	4.02	4.17
每股净资产(最新摊薄)	2.62	5.41	9.50	19.83	25.04
估值比率					
PE (倍)	70.80	54.27	37.08	32.40	29.15
PB (倍)	57.94	28.02	15.96	7.65	6.06
EV_EBITDA (倍)	59.08	46.19	32.26	28.42	25.31

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com