

# 公牛集团 (603195.SH)

## 如何解读公牛集团的毛利率波动——专题系列一

近年来公牛集团的毛利率呈现较大波动。公司整体毛利率从 2016 年的 45.21% 下降至 2018 年的 36.62%，2019 年 H1 又回升至 40.28%。导致公牛毛利率波动既受外部原材料价格波动、转换器国家标准升级等因素的影响，也是公司内部业务组合动态成长及执行不同产品竞争策略的结果。本文主要以转换器业务为例，从价格策略、成本拆分两大角度定量分析对毛利率的影响。

**价格策略：稳中有升，毛利率对价格的敏感系数为 0.5-0.6 左右。**公司的定价策略是希望保证其产品的价格体系相对稳定，并且在 2017 年转换器新老国标转换时面临原材料价格大幅上升的时候，公司在终端定价也依然仅是小幅提升，并不完全是按照成本加成去定价。公司的产品定价策略背后有其市场因素考虑，有利于经销体系的稳定，维持其绝对领导和狙击新进公司。预计未来几年公司均价将维持小幅提升的趋势，销售价格上升 1% 对毛利率的影响为 0.5%-0.6% 左右。

**成本变动：原材料价格的周期性波动影响较大。**转换器产品的原材料主要包括塑料类部件、电源线、五金件等，单个产品中成本中原材料占比超 80%。2017 年因为原材料价格上涨和新国标综合影响，转换器业务毛利率下滑 11.5pct。我们通过拆分，预计原材料价格变动对公司毛利率影响为 -12.54pct，新国标影响为 -3.66pct，成本上升主要贡献因素仍是原材料价格的快速上涨。公牛所处的行业产业链相对较短，主要供应商均为原材料的直接提供商，因此公司对原材料波动的敏感度将高于其他家电公司。

**产品组合变化对毛利率影响：结构性向上。**公司目前的产品结构中，墙壁开关的毛利率最高，2019H1 毛利率为 46.9%，预计未来几年随着墙壁开关业务的比例提升，有望贡献毛利率的结构性小幅向上。

**未来毛利率趋势变动：波动中小幅上升。**毛利率受原材料成本的变动导致周期波动不可避免，但可预期未来的波动会有所降低，公司将通过期货市场对冲。生产自动化和自制比例的提升，长周期看将降低总成本；产品组合上，毛利率较高的墙壁开关业务占比的上升将小幅带动毛利率提升。

**投资建议：**预计 2019-2021 年集团收入分别为 104.51/121.78/139.40 亿元、同增 15.3%/16.5%/14.5%，净利润分别为 24.55/28.41/33.18 亿元、对应摊薄 EPS 分别为 4.09/4.74/5.53 元/股，同增 46.4%/15.7%/16.8%。首次覆盖，给予买入评级。

**风险提示：**原材料成本上升，新业务拓展不及预期等。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	7,240	9,065	10,451	12,178	13,940
增长率 yoy (%)	34.9	25.2	15.3	16.5	14.5
归母净利润 (百万元)	1,285	1,677	2,455	2,841	3,318
增长率 yoy (%)	-8.7	30.5	46.4	15.7	16.8
EPS 最新摊薄 (元/股)	2.14	2.79	4.09	4.74	5.53
净资产收益率 (%)	81.8	51.6	26.5	26.9	27.7
P/E (倍)	53.2	40.8	27.8	24.1	20.6
P/B (倍)	43.53	21.05	7.38	6.47	5.72

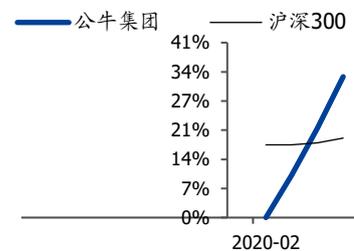
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入 (首次)

#### 股票信息

行业	家用轻工
最新收盘价	113.95
总市值(百万元)	68,370.00
总股本(百万股)	600.00
其中自由流通股(%)	10.00
30 日日均成交量(百万股)	0.06

#### 股价走势



#### 作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号: S0680518030002

邮箱: juxinghai@gszq.com

分析师 马王杰

执业证书编号: S0680519080003

邮箱: mawangjie@gszq.com

研究助理 高润鑫

邮箱: gaorunxin@gszq.com

#### 相关报告

- 1、《公牛集团 (603195.SH): 有电, 有公牛》2020-02-04



**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	2589	3524	9855	11404	12912	<b>营业收入</b>	7240	9065	10451	12178	13940
现金	110	218	6277	7673	8936	营业成本	4508	5745	6150	7246	8249
应收票据及应收账款	120	211	170	274	235	营业税金及附加	52	69	83	93	106
其他应收款	37	31	47	44	60	营业费用	680	747	732	840	948
预付账款	33	20	42	31	52	管理费用	359	342	418	475	530
存货	963	812	1088	1150	1398	研发费用	287	351	366	451	516
其他流动资产	1326	2231	2231	2231	2231	财务费用	6	5	-84	-193	-231
<b>非流动资产</b>	1368	1641	1577	1696	1774	资产减值损失	-6	2	2	2	2
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	84	57	0	0	0
固定资产	964	1203	1108	1164	1215	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	208	306	351	406	429	投资净收益	103	97	80	50	50
其他非流动资产	195	132	118	127	129	资产处置收益	1	-3	0	0	0
<b>资产总计</b>	3957	5164	11432	13100	14686	<b>营业利润</b>	1531	1960	2866	3315	3870
<b>流动负债</b>	2386	1882	2127	2496	2689	营业外收入	2	5	5	5	5
短期借款	338	0	0	0	0	营业外支出	22	13	13	13	13
应付票据及应付账款	1294	1273	1475	1763	1923	<b>利润总额</b>	1511	1951	2857	3306	3862
其他流动负债	754	609	653	733	766	所得税	225	275	402	465	543
<b>非流动负债</b>	0	34	34	34	34	<b>净利润</b>	1285	1677	2455	2841	3318
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	34	34	34	34	<b>归属母公司净利润</b>	1285	1677	2455	2841	3318
<b>负债合计</b>	2386	1917	2162	2530	2723	EBITDA	1630	2109	2885	3233	3767
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS (元/股)	2.14	2.79	4.09	4.74	5.53
股本	540	540	600	600	600						
资本公积	310	310	3817	3817	3817						
留存收益	720	2397	4853	7694	11012						
归属母公司股东权益	1571	3248	9270	10570	11963						
<b>负债和股东权益</b>	3957	5164	11432	13100	14686						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	1164	1910	2389	2950	3140
净利润	1285	1677	2455	2841	3318
折旧摊销	102	165	125	136	154
财务费用	6	5	-84	-193	-231
投资损失	-103	-97	-80	-50	-50
营运资金变动	-203	128	-27	216	-52
其他经营现金流	77	32	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	577	-1281	19	-206	-182
资本支出	414	485	-64	119	78
长期投资	45	-10	0	0	0
其他投资现金流	1036	-806	-45	-86	-104
<b>筹资活动现金流</b>	-1777	-484	3651	-1347	-1695
短期借款	328	-338	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	459	0	60	0	0
资本公积增加	295	-0	3507	0	0
其他筹资现金流	-2860	-147	84	-1347	-1695
<b>现金净增加额</b>	-43	147	6059	1397	1263

主要财务比率					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	34.9	25.2	15.3	16.5	14.5
营业利润 (%)	-6.2	28.0	46.2	15.7	16.8
归属母公司净利润 (%)	-8.7	30.5	46.4	15.7	16.8
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	37.7	36.6	41.2	40.5	40.8
净利率 (%)	17.8	18.5	23.5	23.3	23.8
ROE (%)	81.8	51.6	26.5	26.9	27.7
ROIC (%)	68.1	51.5	25.6	25.2	26.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	60.3	37.1	18.9	19.3	18.5
净负债比率 (%)	14.5	-6.7	-67.7	-72.6	-74.7
流动比率	1.1	1.9	4.6	4.6	4.8
速动比率	0.1	0.2	3.1	3.2	3.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.8	2.0	1.3	1.0	1.0
应收账款周转率	73.9	54.8	54.8	54.8	54.8
应付账款周转率	4.1	4.5	4.5	4.5	4.5
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	2.14	2.79	4.09	4.74	5.53
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.94	3.18	3.98	4.92	5.23
每股净资产 (最新摊薄)	2.62	5.41	15.45	17.62	19.94
<b>估值比率</b>					
P/E	53.2	40.8	27.8	24.1	20.6
P/B	43.5	21.1	7.4	6.5	5.7
EV/EBITDA	42.1	32.3	21.5	18.8	15.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

1 转换器价格策略：稳中有增.....	4
2 转换器成本变动：成本的周期性.....	5
2.1 原材料成本变动的敏感性分析.....	6
2.2 新老国标转换对成本的影响几何？.....	7
2.3 关注制造费用的变动趋势.....	8
2.4 为什么公牛对成本变动更加敏感.....	9
3 产品组合变化对毛利率影响：结构性向上.....	10
4.未来的毛利率趋势如何？.....	11
5.盈利预测与估值.....	12
5.1 盈利预测.....	12
5.2 估值分析.....	14
风险提示.....	15

## 图表目录

图表 1: 公牛近年来整体毛利率变动.....	4
图表 2: 公牛分产品线毛利率.....	4
图表 3: 转换器出厂单价（元）.....	4
图表 4: 天猫上的插线板品牌.....	5
图表 5: 价格变动对毛利率影响幅度（万元，%）.....	5
图表 6: 单个转换器成本（元）.....	6
图表 7: 转换器单个产品成本拆分（元，%）.....	6
图表 8: 公牛塑料、铜材和五金件等主要原材料占总体采购比例情况.....	7
图表 9: 原材料价格均价（元/kg）.....	7
图表 10: PP 与 ABS 采购变化与成本差异.....	7
图表 11: 新老国标对比.....	8
图表 12: 原材料成本变动和新国标转换带来的成本变动分析.....	8
图表 13: 成本变动的敏感性分析（万元，%）.....	8
图表 14: 价格和成本对公牛毛利率的影响.....	8
图表 15: 转换器制造费用和人工费用（元）.....	9
图表 16: 转换器自制率提升.....	9
图表 17: 公司主要合作伙伴与供应产品.....	10
图表 18: 分业务毛利率水平.....	10
图表 19: 公牛收入结构占比.....	11
图表 20: 公牛分产品增速.....	11
图表 21: 公牛未来某个时间点收入结构拆分.....	11
图表 22: 未来某期公牛毛利率和 2019H1 比较.....	11
图表 23: 营业收入预测（亿元）.....	13
图表 24: 毛利率（%）预测.....	13
图表 25: 欧普照明 PE-BAND.....	14
图表 26: 欧普照明收入和利润增速（%）.....	14
图表 27: 飞科电器 PE-BAND.....	14
图表 28: 飞科电器收入和利润增速（%）.....	14
图表 29: 公牛与可比公司 ROE 水平.....	15

近年来公司的毛利率呈现较大的波动。公司整体毛利率从2016年的45.21%下降至2018年的36.62%，2019年H1毛利率又回升至40.28%。尤其是转换器业务的毛利率出现较大幅度的波动，是影响公牛毛利率的核心业务。

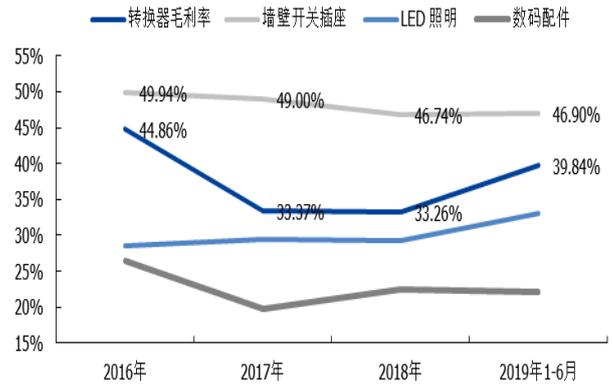
导致公牛毛利率波动的因素较多，既受外部原材料价格波动、转换器国家标准升级等因素的影响，也是公司内部业务组合动态成长及执行不同产品竞争策略的结果。

图表 1: 公牛近年来整体毛利率变动



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

图表 2: 公牛分产品线毛利率



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

到底各因素对其毛利率影响程度如何？未来公司的毛利率走势如何判断？我们在下文将主要以转换器业务为例，从价格策略、成本拆分两大角度，同时参考自动化程度和未来不同业务的占比变动回答上述问题。

## 1 转换器价格策略：稳中有增

从公司产品均价看，转换器业务单价近几年呈现小幅上涨的趋势。公司的定价策略是希望保证其产品的价格体系相对稳定。并且在2017年转换器新老国标转换时面临原材料价格大幅上升的时候，公司在终端定价也依然仅是小幅提升，并不完全是按照成本加成本去定价。

图表 3: 转换器出厂单价（元）



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

公司的产品定价策略背后有其市场竞争的考虑。

1) 保持价格体系的稳定有利于经销体系的稳定。如果价格随着成本有剧烈的波动, 会导致经销商在意其库存的价值变动, 扰乱公司经销商运作节奏。

2) 有利于维持其绝对领导, 狙击新进公司。尽管公牛是转换器市场绝对的领导者, 但是市场中依然存在较多的中小品牌, 如果在新国标实施时, 产品定价整体上涨较大, 会给众多中小品牌提升市占率的机会; 并且, 2016年小米产业链公司进军转换器, 也让公司对竞争对手多了一份警惕。一旦有公司能够忍受较低的利润率扩大市占率, 再形成规模效应进一步降低成本, 将对公司的竞争壁垒产生威胁。尽管提价能够保证其盈利能力不受损失, 但实际的企业经营更多考虑的是公司的长远发展的问题。

3) 原材料价格下降时, 由于执行相对稳定的价格体系, 公司也能够享受原材料价格的红利。

图表 4: 天猫上的插线板品牌

资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

在小家电中, 也有公司采取类似的定价策略——飞科电器。尽管飞科在剃须刀领域的市占率是绝对的第一名, 并且和外资品牌的剃须刀的主流价格之间存在非常大的间隔, 但是其对提价非常谨慎, 甚至又做了防御品牌博锐来守住其价格优势。

因此, 我们可以预判, 未来的几年, 可能受益于结构的升级均价存在小幅上升的可能, 但是增速将是低个位数增长。低个位数的范围可能随着原材料价格的波动会有一些不同。

公司测算了在其成本不变的情况下, 均价的提升对其毛利率的影响幅度, 敏感系数在 0.5-0.6 左右。

图表 5: 价格变动对毛利率影响幅度 (万元, %)

项目	2019 年 H1	2018 年	2017 年	2016 年
销售价格上升 1%对毛利的影响额	4,967.79	9,045.93	7,224.51	5,359.11
销售价格上升 1%对毛利率的影响	0.59%	0.63%	0.62%	0.54%

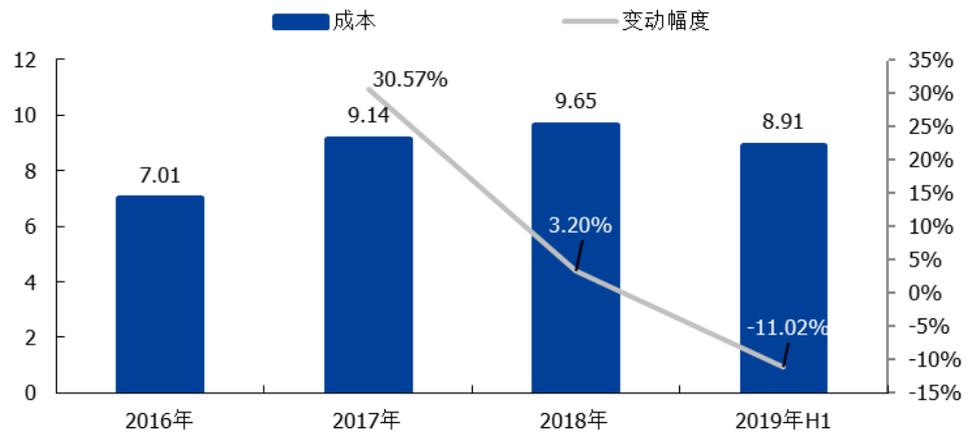
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

## 2 转换器成本变动: 成本的周期性

近年来公司单个转换器的成本波动较大, 2016 年成本为 7.01 元, 2017 年为 9.14 元,

最近截止到 2019 年 H1 单个成本降至 8.91 元。

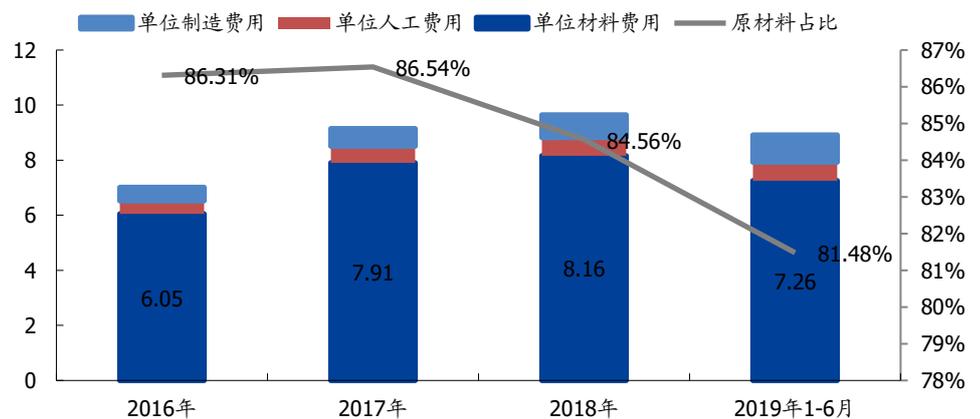
图表 6: 单个转换器成本 (元)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

从单个产品的成本拆分看, 原材料成本比重非常高, 超过 80%, 是影响转换器业务成本的最大变量。

图表 7: 转换器单个产品成本拆分 (元, %)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

最近几年公牛的单位材料成本的变动主要受新老国标转换及材料价格波动两个因素的影响。我们来定量分析各自影响程度。

## 2.1 原材料成本变动的敏感性分析

转换器产品的原材料主要包括塑料类部件、电源线、五金件等。

根据公牛的采购原材料的占比, 我们可以大致推测其生产的原材料成本中, 塑料和铜为主要成本。

图表 8: 公牛塑料、铜材和五金件等主要原材料占总体采购比例情况

项目	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 1-6 月
塑料	24.83%	22.41%	23.91%	22.39%
铜材	11.79%	13.15%	13.45%	11.25%
五金件	14.85%	16.94%	13.73%	12.30%

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

按照公司披露的采购成本的结构, 预计铜和 ABS 的结构基本为 1:1 左右 (五金件的结构主要为铜、铁等)。根据公司披露的原材料价格波动以及 PP 和 ABS 之间的替代, 我们预计公司在 2019 年 H1/2018 年和 2017 年原材料价格综合变动幅度分别为的 -5.37%/4.59%和 22.78%。

图表 9: 原材料价格均价 (元/kg)

项目	2019 年 H1	2018 年	2017 年	2016 年
铜材	41.57	43.32	42.65	33.99
yoy	-4.05%	1.58%	25.48%	
PP	11.04	11.83	11	9.38
yoy	-6.68%	7.60%	17.19%	
ABS	15.47	16.29	16.23	9.92
yoy	-5.04%	0.37%	63.61%	

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 10: PP 与 ABS 采购变化与成本差异

分类	计量单位	时间	采购量	不含税采购金额 (万)	采购单位 (元/kg)
PP	万千克	2019H1	1,016.11	11,219.64	11.04
		2018 年	2,098.92	24,834.62	11.83
		2017 年	1,866.45	20,524.77	11.00
		2016 年	557.87	5,235.01	9.38
ABS	万千克	2019H1	25.68	397.26	15.47
		2018 年	60.24	981.36	16.29
		2017 年	206.64	3,353.98	16.23
		2016 年	1,320.08	13,093.00	9.92

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

## 2.2 新老国标转换对成本的影响几何?

2017 年 4 月 14 日起实施“新国标”, 对转换器提出增加保护门、加粗电源线、提升材料阻燃性、3C 认证四项新要求。公司自 2017 年 4 月起全面生产新国标转换器并销售, 而且自 2018 年 10 月起完全停止销售老国标产品。

图表 11: 新老国标对比

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%	
五金件	铜、银、铁	五金件大部分由铜材加工而成	

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

从上述表格中, 我们可以得出的结论为, 新国标后铜的使用量约提升比例为 33%-50%, 假设原材料价格不变, 2017 年公司铜材成本将上升约 40%左右。而塑料中, PP 价格相比 ABS 低约 32%左右。

**结论, 按照成本拆分, 公司成本变动主要受原材料价格波动影响为主。**

图表 12: 原材料成本变动和新国标转换带来的成本变动分析

	2019年1-6月	2018年	2017年
原材料价格变动	-5.37%	4.59%	23.66%
新国标转换	---	---	6.91%

资料来源: 国盛证券研究所

图表 13: 成本变动的敏感性分析 (万元, %)

项目	2019年H1	2018年	2017年	2016年
直接材料价格上升	2,401.10	4,746.27	3,823.65	2,518.68
1%对成本的影响额				
直接材料价格上升	-0.48%	-0.52%	-0.53%	-0.47%
1%对毛利率的影响				

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

按照公司披露的原材料价格变动对毛利率的敏感性分析表格, 2017 年因为原材料价格变动对公司毛利率影响为-12.54pct, 新国标影响为-3.66pct。

按照我们的分析框架, 将价格变动和成本变动导致的毛利率变动进行合计算, 2017 年测算毛利率变动与实际公司公布的毛利率变动水平基本吻合。

图表 14: 价格和成本对公牛毛利率的影响 (%)

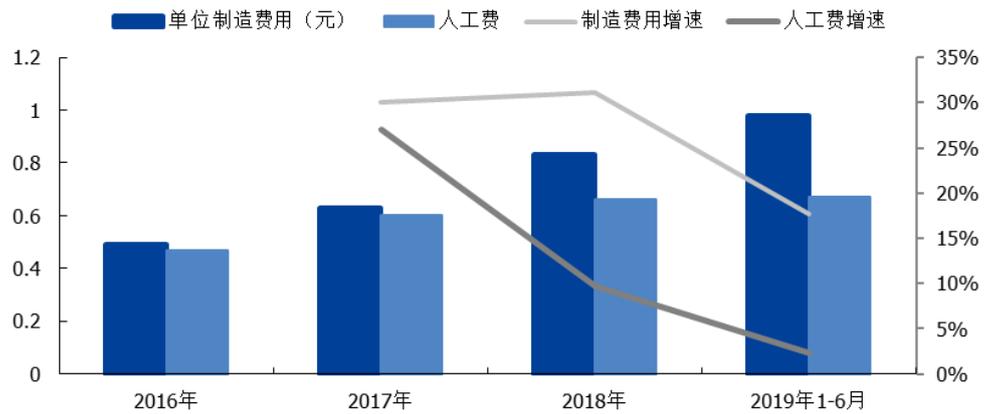
	2019年H1	2018年	2017年
销售价格变动对毛利率影响	1.46	3.38	4.86
成本变动对毛利率影响	2.58	-2.39	-16.20
价格与成本变动的合计影响	4.03	1.00	-11.34
转换器实际毛利率变动	6.58	-0.11	-11.49

资料来源: 国盛证券研究所

## 2.3 关注制造费用的变动趋势

公司的产品成本拆分中，近年来制造费用呈现较大幅度的上涨。

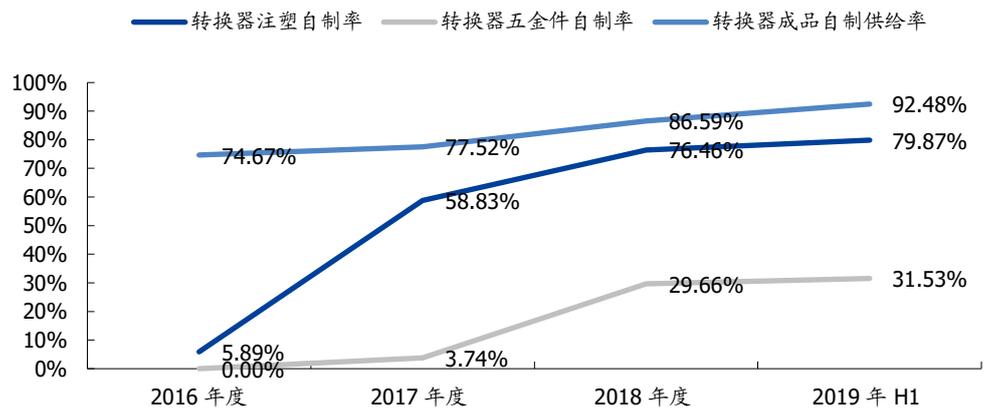
图表 15: 转换器制造费用和人工费用 (元)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

背后的主要原因是转换器生产部门主要对注塑和五金加工两个工序大幅度提高了自制率, 从而带来了转换器单位制费、单位人工的持续增加。

图表 16: 转换器自制率提升



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

### 自制率的提升已过成本投入期, 开始正向贡献利润率

公司转换器的注塑自制率从2017年开始大幅提升, 主要是公司为开展供应链集成整合、提升公司产品交付速度及进一步提升产品质量, 大量购置安装注塑机实行注塑件自制, 相应带动转换器的单位制造费用之折旧、模具、电费和单位人工等增加, 同时2017年底公司为提升转换器五金件的自供能力, 设立五金件生产工厂, 进一步增加了2018年的单位人工和制造费用。

2019年1-6月单位人工和制造费用进一步增加, 主要原因为主要工序注塑、五金自制率以及转换器成品自制率进一步提升。相关工序和成品自制率的提升虽然带来了单位人工和制费的上升, 但带来了单位材料成本更大幅度的下降和总体单位成本的下降。这也是为什么2019H1实际的毛利率提升幅度大于原材料价格下行带来影响。

## 2.4 为什么公牛对成本变动更加敏感

尽管家电公司中, 绝大部分公司的成本均来自于原材料, 例如空调等产业中, 尽管铜和塑料的使用占比也较高, 但是中间涉及到较多的零部件形态供应, 导致其成本和原材料

的市场价格之间存在一定的缓冲，公司可以通过向上游零部件供应商转嫁成本平抑原材料价格上涨带来的不利影响。

而公牛所处的行业中，产业链相对较短，主要供应商均为原材料的直接提供商，因此，公司对原材料波动的敏感度将高于其他家电公司。

图表 17: 公司主要合作伙伴与供应产品

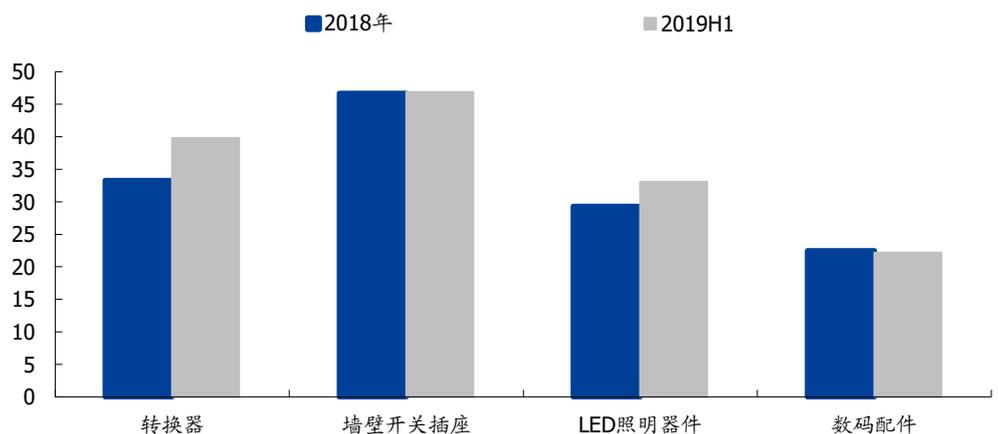
原材料	供应商	企业介绍	
PC		科思创聚合物(中国)有限公司	科思创系原德国拜耳旗下材料科技业务，2015年成为独立公司，是全球领先的高级聚合物和高性能塑料生产商
PC、PP 和 ABS		金发科技股份有限公司	上海证券交易所上市公司，证券代码：600143
PC 和 PA66		南京立汉化学有限公司	成立于 1994 年，国内首批成立的工程塑料改性企业之一
铜材		宁波金田铜业(集团)股份有限公司	全国中小企业股份转让系统挂牌公司，证券代码：834178

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

### 3 产品组合变化对毛利率影响：结构性向上

公司目前的产品结构中，墙壁开关的毛利率最高，2019H1 毛利率为 46.9%，其次为转换器业务，毛利率接近 40%；LED 照明和数码配件的毛利率相对较低，分别为 33.1%和 22.2%。

图表 18: 分业务毛利率水平 (%)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

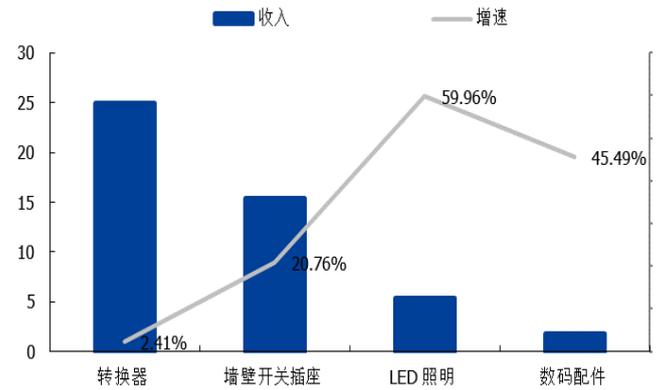
目前公牛的收入结构中，转换器业务占比最高，但是增速上未来转换器业务将进入稳定增长区间，墙壁开关和 LED 照明两块业务将贡献更多的增量，尤其是墙壁开关业务，公牛在这个市场的目前市占率领先，渠道网络广，市场份额有进一步提升空间。因此，预计未来几年随着墙壁开关业务的比例提升，有望带动公司整体的毛利率结构性小幅向上。

图表 19: 公牛收入结构占比



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 20: 公牛分产品增速 (亿元)

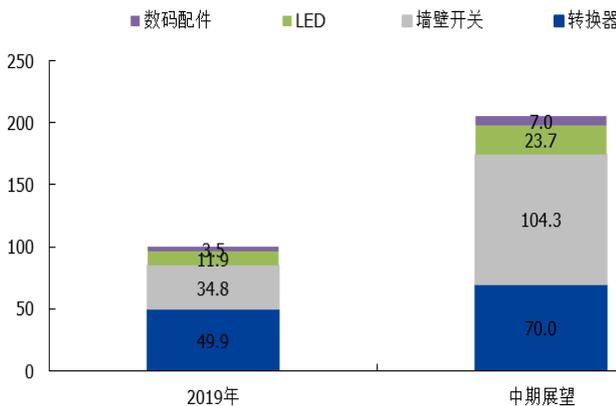


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

我们用一个情景假设来说明业务结构变化对毛利率带来的影响。

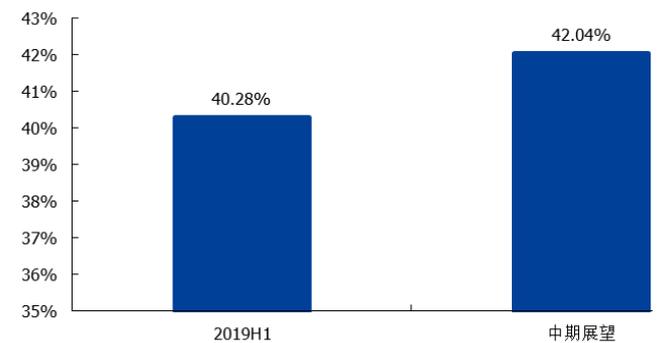
考虑到公牛目前的市占率接近 50%左右, 未来市占率提升至 70%, 墙壁开关业务目前市占率相对较低, 未来市占率提升 2 倍左右, LED 和数码配件业务提升 1 倍。为了说明结构变化这一因素的影响, 我们假定各业务的毛利率仍与 2019H1 相同, 毛利率会由 2019H1 的 40.28%提升至 42.04%, 提升幅度为接近 2pct。

图表 21: 公牛未来某个时间点收入结构拆分



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 22: 未来某期公牛毛利率和 2019H1 比较



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

## 4. 未来的毛利率趋势如何?

总结以上分析, 我们对公牛毛利率的走势可以有以下判断

### 1) 周期波动不可避免:

公司由于产业链短, 直接原材料占比大, 导致原材料价格的波动对成本弹性较大, 上游大宗原材料价格有其自身的周期性, 因此, 未来公牛的成本也将有周期。

但是, 我们可以预期的是未来的波动相比目前会有所降低。主要原因在于公司将通过期货市场的对冲, 来平稳整体的材料成本。

2020年2月7日, 公司已经公告开展 2020 年大宗原材料期货业务根据生产经营对大宗材料的需求规模来确定开展期货业务的规模, 严格控制期货交易的数量与资金, 确保不

影响公司正常生产经营，同时公司建立套期保值操作管理制度，加强期货业务的风险管控。

## 2) 生产自动化和自制比例的提升，从长周期看将降低总成本

公牛的募集资金中有一部分投向自动化的改造，并且从前期实施的自制率提升看。相关工序和成品自制率的提升虽然带来了单位人工和制费的上升，但带来了单位材料成本更大幅度的下降和总体单位成本的下降。

产品组合上，毛利率较高的墙壁开关业务占比的上升将小幅带动毛利率提升。

总结来看：在公司定价策略平稳的情况下，公司未来的毛利率将呈现在波动中小幅上升的趋势。

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

分部估算公司未来营业收入，**1) 转换器业务**：考虑到公司对于转换器业务的现金牛定位，预计 2019-2021 年销量同增 2%，均价同增 1%。**2) 墙壁开关插座业务**：考虑到公司对于该业务的明星产品定位，预计 2019-2021 年销量同增 37%/23%/18%，随着未来两年装饰开关占比进一步提升以及终端消费环境回暖，预计均价同增 -9%/3%/2%。**3) LED 照明业务**：考虑到公司目前基数较小，未来像灯具进一步拓展，预计 2019-2021 年销量同增 90%/40%/30%，均价同增 -15%/2%/1%。**4) 数码配件业务**：预计未来三年收入为 3.5/4.4/5.2 亿元。

综上，公司 2019-2021 年营业收入分别为 **104.51/121.78/139.40** 亿元，同增 **15.29%、16.52%、14.47%**。

图表 23: 营业收入预测 (亿元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营收合计 (亿元)</b>	<b>53.66</b>	<b>72.40</b>	<b>90.65</b>	<b>104.51</b>	<b>121.78</b>	<b>139.40</b>
YOY		34.91%	25.21%	15.29%	16.52%	14.47%
<b>转换器</b>						
收入 (亿元)	33.12	40.37	48.47	49.87	51.38	52.93
YOY		21.91%	20.06%	2.88%	3.02%	3.02%
量 (亿件)	2.60	2.94	3.35	3.42	3.49	3.56
YOY		13.08%	13.95%	2.0%	2.0%	2.0%
价	12.72	13.72	14.45	14.59	14.74	14.89
YOY		7.86%	5.32%	1%	1%	1%
<b>墙壁开关插座</b>						
收入 (亿元)	16.06	23.22	27.97	34.78	44.06	53.03
YOY		44.62%	20.46%	24.35%	26.69%	20.36%
量	2.51	3.26	3.88	5.32	6.54	7.72
YOY		29.88%	19.02%	37%	23%	18%
价	6.38	7.11	7.19	6.54	6.74	6.87
YOY		11.44%	1.13%	-9%	3%	2%
<b>LED 照明</b>						
收入 (亿元)	1.57	4.16	7.41	11.86	16.94	22.24
YOY		164.18%	78.21%	60.19%	42.80%	31.30%
量	0.17	0.45	0.77	1.46	2.05	2.66
YOY		158.42%	70.83%	90%	40%	30%
价	8.94	9.14	9.54	8.11	8.27	8.35
YOY		2.23%	4.32%	-15%	2%	1%
<b>数码配件</b>						
收入 (亿元)	0.08	1.41	2.77	3.50	4.40	5.20

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**利润端:**

考虑到 1) 原材料成本处于上行周期, 2) 或通过降价抢占市场份额, 预计未来三年综合毛利率分别为 **41.16%**、**40.50%**、**40.82%**。

图表 24: 毛利率 (%) 预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>平均毛利率</b>	<b>45.17%</b>	<b>37.74%</b>	<b>36.63%</b>	<b>41.16%</b>	<b>40.50%</b>	<b>40.82%</b>
转换器	44.86%	33.37%	33.26%	41%	40%	40%
墙壁开关	49.94%	49.00%	46.74%	47%	47%	48%
LED 照明	28.51%	29.40%	29.31%	34%	33%	33%
数码配件	26.51%	19.84%	22.53%	24%	22%	22%
其他	32.01%	30.66%	29.72%	30%	30%	30%

资料来源: 国盛证券研究所

**费用端:** 预计未来三年销售费用、管理费用较为稳定, 分别为 7.0%、6.9%、6.8%以及 4%、3.9%、3.8%。

综上，预计 2019-2021 年净利润分别为 24.55、28.41、33.18 亿元，同增 46.4%、15.7%、16.8%。

## 5.2 估值分析

公牛的可比公司主要为欧普照明，双方业务呈现互相渗透态势。从业务模式以及品类拓展的角度，公司和飞科也有众多相似之处，双方的渠道力深厚，并且目前均在往新品类拓展。因此我们选取这欧普照明和飞科电器这两家公司来做比较。

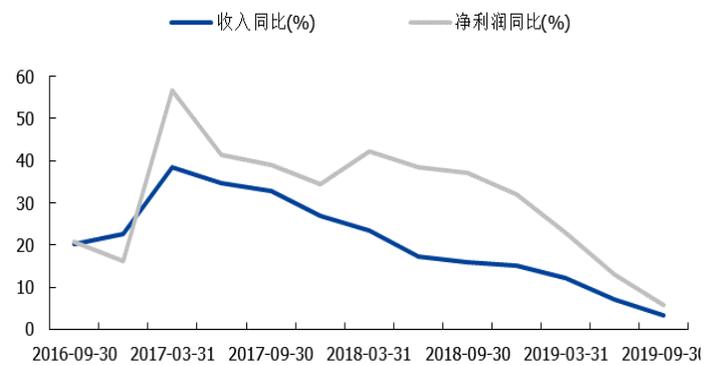
**欧普照明**：估值中枢在 38 倍左右，上市后收入和业绩增速较高，估值一度在 40 倍以上，后续受地产周期影响，利润和增速放缓，目前的估值接近 20 倍左右。

图表 25: 欧普照明 PE-BAND



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 26: 欧普照明收入和利润增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

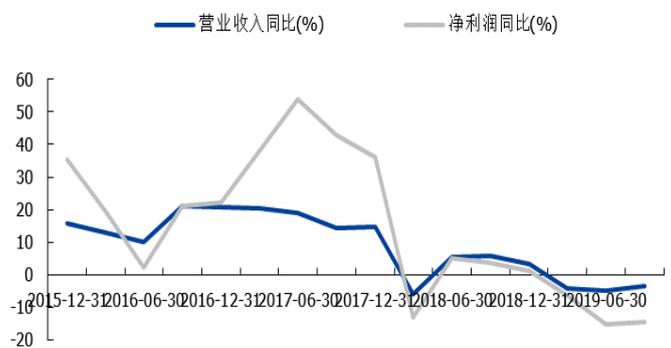
**飞科电器**：公司估值中枢为 30 倍，2017 年业绩高增长，渠道网点密布，竞争壁垒深厚，估值曾超过 40 倍，后续由于渠道调整以及新产品拓展不及预期，估值下滑到目前的 20 倍左右。

图表 27: 飞科电器 PE-BAND



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 28: 飞科电器收入和利润增速 (%)



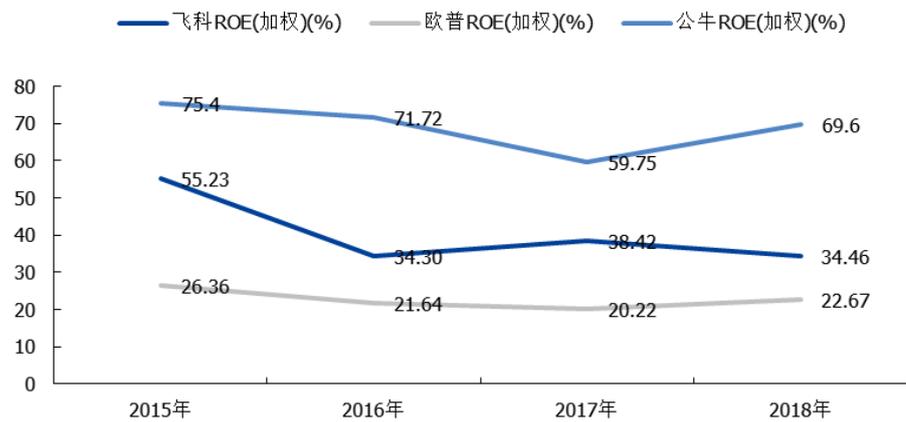
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 公牛的合理估值区间在哪里？

从上述两家可比公司看，尽管面临业绩增速放缓以及地产周期等原因，目前的估值基本维持在 20 倍左右。

- 1) 从未来的几年业绩的增速判断，参考 WIND 一致预期，公牛的增速高于可比公司。
- 2) 考虑到公牛的 ROE 远高于可比公司（上市后 ROE 存在下降的可能），与可比公司相比，公牛应该存在估值溢价。我们预计公牛的合理估值为 25 倍-30 倍，考虑到新股的溢价，参考飞科和欧普，阶段性估值可能上升至 40 倍左右。首次覆盖，给予买入评级

图表 29: 公牛与可比公司 ROE 水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 风险提示

**原材料成本上升:** 公司主要营业成本受原材料价格影响较大，若未来原材料成本上升将降低公司毛利率，影响公司业绩。

**新业务拓展不及预期:** 公司当前 LED 照明和数码配件为发展的新业务，产品研发与渠道端有待进一步开拓，品牌的延展性在未来也需要再得到验证。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com