

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 买入

## 专注以致远, 民用电工领航者再扬帆

### 报告摘要:

小赛道的隐形冠军, 财务质量优异。①公牛成立于1995年, 以做“用不坏”的插座转换器起步, 优异的质量表现快速获得市场认可, 后于2007、2014、2016年陆续进军墙壁开关、LED、数码配件领域, 转换器、墙壁开关业务已位居行业首位, LED、数码配件业务依托原有品牌、渠道优势, 近几年高速增长, 打开成长空间; ②与突出的市场地位相对应的是公司优异的财务质量, 2019年营业收入/归母净利润分别实现100.4亿元/23.0亿元, 2019年加权ROE达52.36%。

民用电工龙头的进阶之路: 1) 重品质、快响应、强技术, 奠定产品行业领先地位。①品类完善, 品牌溢价高: 得益于多年来的品质管控&技术研发投入, 产品实现了50元-230元价格带的全覆盖, 各种附加功能满足终端需求。“用不坏”的品牌形象深入人心, 产品溢价高于同行; ②产品调整能力强: 从响应小米插线板冲击, 到主动联合韩国潮牌推出合作产品, 均反映了公司拥有极强的产品调整能力, 快速响应需求变化。2) 深度覆盖的渠道构建零售护城河。①“行商”理念推动渠道深度覆盖。公司模仿快消行业的“配送访销”, 充分延伸经销商触角, 实现终端百万网点的深度覆盖; ②渠道利润高&适度淘汰提升经销商积极性。测算转换器/墙开/LED业务的渠道加价率分别达2.25/1.85/1.37, 考虑到扁平化的渠道结构, 经销商将拥有较高的利润水平。同时, 公司采用折扣制度动态刺激&适度淘汰尾部经销商从而增强团队活力。3) 成本端迎向上改善周期, 自动化生产进一步提升效率。直接原材料成本占比高(2019年占比达79.8%), 但受益近半年来原材料价格表现平稳, 毛利率有望环比持续改善; ②公司持续推动自动化&自制率水平提升, 单位成本有望逐步下降。

盈利预测: 预计公司2020-2022年EPS分别为4.2、4.8、5.5元, 对应PE为43.1X、37.8X、33.4X, 考虑公司市场地位突出及疫情消退内需增长确定性高, 上调目标价, 给予买入评级。

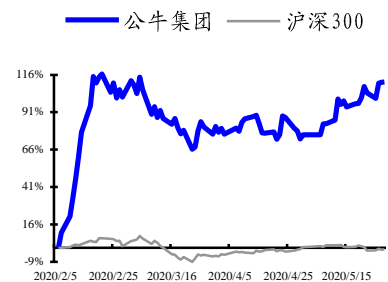
风险提示: 新业务不及预期、原材料价格波动。

### 股票数据

2020/5/28

6个月目标价(元)	225.5
收盘价(元)	182.41
12个月股价区间(元)	71.34 ~ 193.99
总市值(百万元)	108,240
总股本(百万股)	600
A股(百万股)	600
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	2

### 历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	18%	5%	0%
相对收益	18%	7%	-5%

### 相关报告

《公牛集团(603195): 股权激励绑定员工利益, 品类&渠道扩张助力扬帆起航》

20200427

《轻工制造行业年报和一季报总结: 精装红利持续释放, 必选消费业绩稳健》

20200520

财务摘要(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9,065	10,040	10,441	11,747	13,090
(+/-)%	25.21%	10.76%	3.99%	12.50%	11.44%
归属母公司净利润	1,677	2,304	2,542	2,899	3,275
(+/-)%	30.45%	37.38%	10.35%	14.05%	12.94%
每股收益(元)	2.79	3.84	4.24	4.83	5.46
市盈率	0.00	47.51	43.05	37.75	33.42
市净率	0.00	19.72	13.42	9.90	7.64
净资产收益率(%)	51.63%	41.50%	31.18%	26.23%	22.86%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	540	540	600	600	600

证券分析师: 唐凯

执业证书编号: S0550516120001  
021-20363260 Tangkai@nesc.com

联系人: 钟天皓

执业证书编号: S0550120030010  
021-20363260 zhongth@nesc.cn

## 目录

<b>1. 公司速览</b> .....	<b>5</b>
1.1. 公牛集团：民用电工领域的巨头.....	5
1.2. 历史脉络：打造强势产品奠定龙头地位，拓品类打开成长天花板.....	5
1.3. 财务速览：2019 营收稳步增长，2020Q1 疫情影响业绩有所承压.....	6
1.4. 股权集中，管理层经验丰富.....	8
<b>2. 公牛集团：小赛道里的隐形冠军</b> .....	<b>9</b>
2.1. 转换器业务：龙头地位突出，产品渗透推动业绩稳步增长.....	9
2.1.1. 行业：公牛领先优势明显，龙头市占率仍有提升空间.....	9
2.1.2. 公牛转换器：品牌溢价突出，成本压力迎来释放.....	10
2.2. 墙壁开关业务：初步奠定行业领先地位，市场格局仍有待集中.....	12
2.2.1. 行业：竞争格局仍有进一步改善空间.....	12
2.2.2. 公牛：差异化定位，后来居上的国产品牌.....	13
2.3. LED 照明业务：高速增长的新业务，成长空间大.....	16
2.3.1. 行业：前景广阔的 LED 市场.....	16
2.3.2. 公司：立足家庭装修需求，渠道协同推动 LED 业务增长.....	17
<b>3. 公牛集团进阶之路：以品质为根基，渠道深度覆盖打造电工巨头</b> .....	<b>19</b>
3.1. 定位中高端市场，奠定产品领先地位.....	19
3.2. 借力终端网点，打造庞大渠道网络.....	23
3.2.1. 罗马非一日建成，论百万网点如何搭建.....	26
3.2.2. 渠道管理流程清晰，后端把控巡查维持网点体系稳定.....	27
3.3. 成本端具有周期性，自动化生产进一步提升效率.....	30
<b>4. 投资建议</b> .....	<b>32</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>32</b>

## 图表目录

图 1: 公牛集团发展历程.....	6
图 2: 2015-2020Q1 公司营收变化.....	6
图 3: 2015-2019 公司各产品营收占比.....	6
图 4: 2015-2020Q1 公司净利润变化.....	7
图 5: 公司各产品营收增速.....	7
图 6: 2015-2019 公司毛利率&净利率变化.....	7
图 7: 2015-2019 公司费用率变化.....	7
图 8: 2015-2019 ROE (加权) 变化情况.....	8
图 9: 公牛集团股权结构.....	8
图 10: 2008-2014 中国插座转换器市场规模.....	9
图 11: 居民人均收入及支出变化.....	9
图 12: 2012-2018 中国小家电行业市场销售额.....	9
图 13: 公牛转换器行业市占率.....	10
图 14: 公牛转换器产品收入增长情况.....	11
图 15: 公牛转换器业务单位售价&销量.....	11
图 16: 公牛转换器业务平均售价&毛利率.....	12
图 17: 公牛转换器业务单位成本结构.....	12
图 18: 墙壁开关插座市场规模.....	12
图 19: 2019 墙壁开关插座市场格局.....	13
图 20: 墙壁开关插座业务营收情况.....	13
图 21: 墙壁开关插座业务毛利率情况.....	13
图 22: 墙壁开关业务销量结构.....	14
图 23: 墙壁开关业务销售单价.....	14
图 24: 装饰开关和白开关毛利率对比.....	14
图 25: 装饰开关单位成本 (元/件).....	14
图 26: LED 应用、通用照明市场规模.....	16
图 27: 同行业公司营业收入对比 (亿元).....	17
图 28: 同行业公司毛利率对比.....	17
图 29: LED 照明业务收入和增速.....	18
图 30: LED 照明产品收入结构 (万元).....	18
图 31: LED 照明业务毛利率.....	19
图 32: 公司近年 LED 产品单价.....	19
图 33: LED 照明产品单位成本明细.....	19
图 34: LED 照明产品单位成本及明细变动.....	19
图 35: 公牛集团转换器毛利率.....	21
图 36: 动力未来转换器毛利率.....	21
图 37: 公牛集团研发费用维持 3%以上.....	22
图 38: 小米插线板.....	22
图 39: 公牛插线板.....	22
图 40: 公牛集团部分明星转换器产品.....	23
图 41: 公牛集团不同渠道收入结构 (单位: 亿元).....	24
图 42: 公牛集团事业部&联合营销中心组织架构.....	24

图 43: 公司的经销运作模式.....	25
图 44: 公司大部分经销商均有多年合作关系.....	28
图 45: 公司经销商更换比例.....	28
图 46: 折扣收入占经销商含税含折扣收入比例.....	29
图 47: 公牛集团终端网络的营销广告.....	29
图 48: 公司综合营业成本结构 (2019 年).....	30
图 49: 主要原材料采购占总采购比例.....	30
图 50: 各产品单位原材料成本变化 (元/件).....	30
图 51: 部分原材料价格走势 (元/吨).....	30
图 52: 各产品 OEM 比例.....	31
图 53: 提升自制率设备原值 (亿元).....	31
图 54: 各产品单位人工成本 (元/件).....	31
图 55: 提升自动化设备原值 (亿元).....	31
表 1: 公牛集团转换器产品分类.....	11
表 2: 竞争品牌市场定位对比情况.....	15
表 3: 装饰开关价格对比.....	15
表 4: 公司主要 LED 产品.....	17
表 5: 公牛集团所获品质安全类荣誉速览 (部分).....	19
表 6: 公牛产品价格及同行对比.....	20
表 7: 终端网络及经销商.....	26
表 8: 公牛分产品终端网点数量统计表.....	26
表 9: 公牛分产品渠道加价情况.....	27
表 10: 可比公司估值表.....	32

## 1. 公司速览

### 1.1. 公牛集团：民用电工领域的巨头

公牛集团是国内民用电工领域的巨头，致力于研发、生产以及销售包括转换器、墙壁开关插座以及 LED 照明等五大领域的各种产品。公牛转换器从 2001 年开始已成为国内第一插座品牌，行业内领先优势明显。墙壁开关于 2007 年推出市场后，目前市占率已位居行业首位。公司于 2014 年推出 LED 业务，2016 年新增数码配件业务，培育新增长点。截止 2019 年 12 月，公牛集团在全国范围内共有近 100 万个零售终端网点，构建深厚渠道护城河。

### 1.2. 历史脉络：打造强势产品奠定龙头地位，拓品类打开成长天花板

公司的成长史是典型的“强产品，拓品类”过程，通过各业务线的发展对历史脉络进行梳理：

**1995-2006 年**，以提供高质量转换器产品为目标，从无到有，快速成为细分赛道龙头。在上世纪 90 年代，浙江慈溪已成为我国插座行业的集散地，公司创始人阮立平认识到行业产品质量参差不齐难以满足消费者需求，便决心制造出高品质插座，正式成立公牛集团，于 1996 年首创按压式开关，大大提高了转换器产品安全性能。公牛插座价格虽高于同行，但凭借优异的产品质量快速获得了消费者认可，在 2001 年转换器类产品市占率已位居首位。

**2007 年**，从转换器延伸墙装开关行业，差异化产品定位助力新业务再获成功。2007 年公司全面进军墙壁开关插座领域，除了传统白开关以外，立足消费者的个性化需求，推出装饰开关实现产品差异化，并通过技术突破实现产业规模效应，快速打开终端市场，2014 年公牛墙壁开关销售规模成功跻身行业前三名。随着 80 后、90 后成为家装市场的主力消费军，公牛推出 G29 水晶开关系列、G22 高晶玻璃系列等符合年轻人审美和时尚需求的装饰开关，2017 年公牛在墙壁开关行业的市场占有率提升至 40%。

**2010 年**，线上销售领域开拓国内外多个平台的新销售渠道。公司是行业内较早进军电商的企业，2010 年顺应新零售发展趋势开始建立公牛旗舰店，发展线上销售渠道，其销售方式结合了官方直营与专业经销。2015 年公司加码线上业务，成立电商事业部，成功进驻天猫、京东等电商平台，2017 年产品正式上线美国亚马逊平台。从 2016 年至 2018 年，电商直销收入从 3.46 亿元快速增长至 8.34 亿元，CAGR 达 55.19%。

**2014 年起**，陆续进军 LED&数码配件产业，新业务成近两年重要增长驱动力。公牛集团于 2014 年成立宁波光电科技有限公司，正式进军 LED 产业，生产销售包括球泡灯、灯贴、筒灯、灯带等多种相关产品，拥有丰富的 LED 照明器件产品线。2016 年公司成立数码精品事业部，集结来自富士康等国内一流数码产品公司的高端人才，致力于制造移动电源、抗折断数据线、无线充电器等多种类数码配件产品。2019H1 数码配件/LED 业务收入增速分别达 45.5%/60%，成为新的增长驱动力。

图 1: 公牛集团发展历程

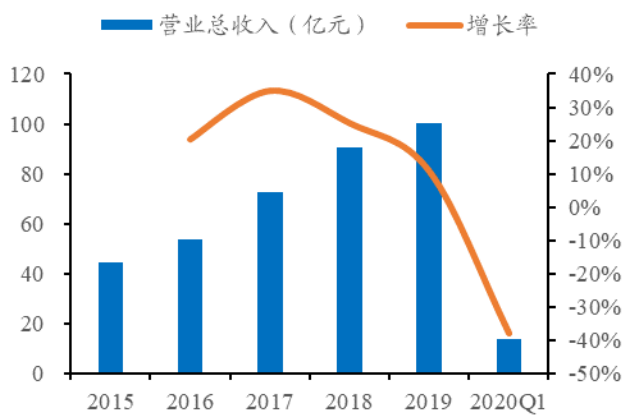


数据来源：招股说明书，公司官网

### 1.3. 财务速览：2019 营收稳步增长，2020Q1 疫情影响业绩有所承压

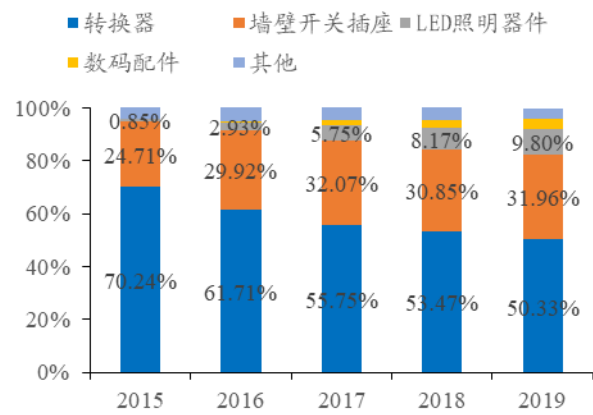
传统&新业务共同驱动，业绩稳步增长。2016-2019 年，公司营业收入从 53.66 亿元增长至 100.40 亿元，基本实现翻倍增长，归母净利润从 14.07 亿元增长至 23.04 亿元，CAGR 达 13.11%（2017 年公牛净利润增长率为负，主要是因为原材料成本上涨，其次是公司策略性加大生产墙壁开关和 LED 照明配件等利润较低的新兴产品）。分产品来看，转换器&墙壁开关业务仍占主导，新业务处高速增长阶段。转换器和墙壁开关是公司的强势产品，2019 年收入占比合计高达 82.28%，由于目前市占率已处于相对较高的水平，营收增速有所放缓（2019 年转换器/墙壁开关营收同比增长 4.24%/14.72%），是公司重要的“现金牛”业务。LED&数码配件业务目前占比较低，处于高速增长阶段，是未来公司发展的主要增长点。2020 年一季度受疫情冲击&公司线下销售占比高影响，业绩有所承压，实现营收 13.8 亿元，同比减少 38.0%；归母净利润 1.7 亿元，同比减少 57.7%。

图 2: 2015-2020Q1 公司营收变化



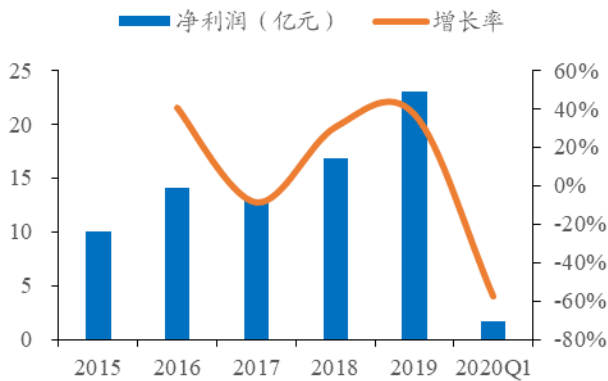
数据来源：东北证券，Wind

图 3: 2015-2019 公司各产品营收占比



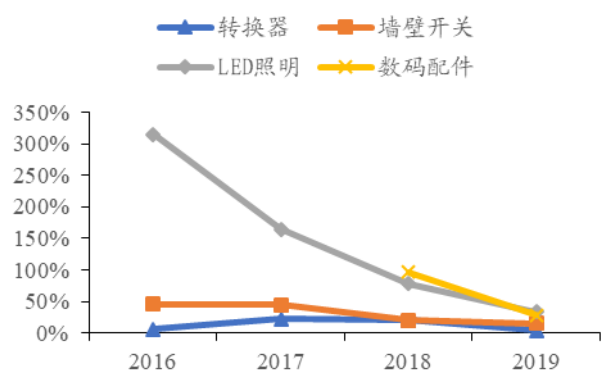
数据来源：东北证券，Wind

图 4: 2015-2020Q1 公司净利润变化



数据来源: 东北证券, Wind

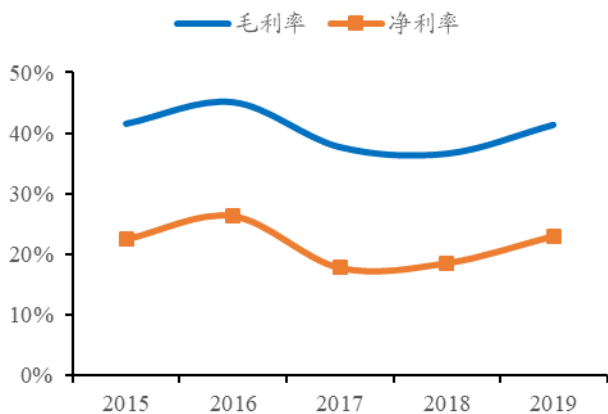
图 5: 公司各产品营收增速



数据来源: 东北证券, Wind

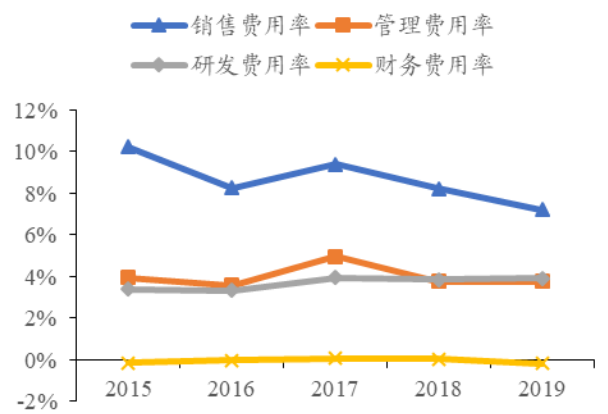
毛利率受原料价格波动影响, 精细化销售费用投放降低费用率压力。得益于较高的品牌议价能力, 公司净利率基本维持在 20% 以上, 盈利能力强。受原材料成本波动影响, 2017-2018 年毛利率和净利率处于低谷, 2019 年随着成本压力缓解, 盈利能力快速修复。从费用端看, 2017 年销售费用率快速提升, 主要因为加大电商渠道营销和数码配件生产的费用投放。管理费用率提升是因为实施股权激励与员工持股计划使摊销费用上升。2018 年起公司调整原有销售广告投放模式, 实现销售费用率的持续下行。

图 6: 2015-2019 公司毛利率&净利率变化



数据来源: 东北证券, Wind

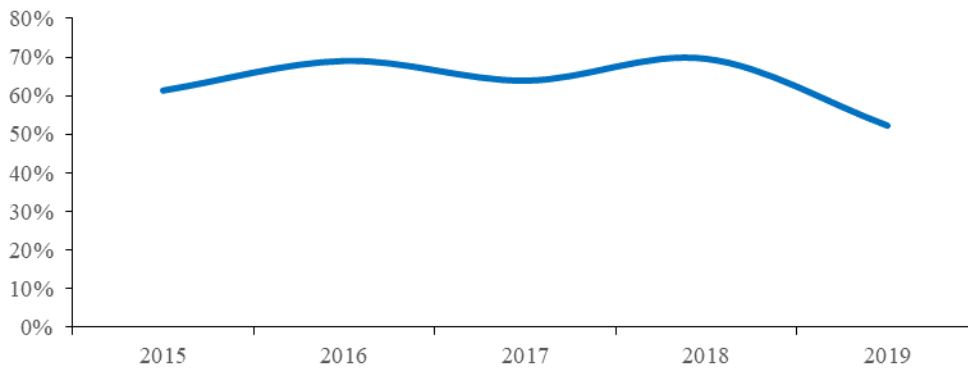
图 7: 2015-2019 公司费用率变化



数据来源: 东北证券, Wind

ROE 表现优异, 公司现金流良好。2015-2019 年公司 ROE 分别为 61.43%、69.06%、63.97%、69.60% 和 52.36%, 始终保持在 60% 以上, ROE 表现优异。从现金流来看, 得益于较强的上下游议价能力, 公司收现率、经营活动现金流净额/净利润常年维持在 1 以上, 盈利质量高。

图 8: 2015-2019 ROE (加权) 变化情况



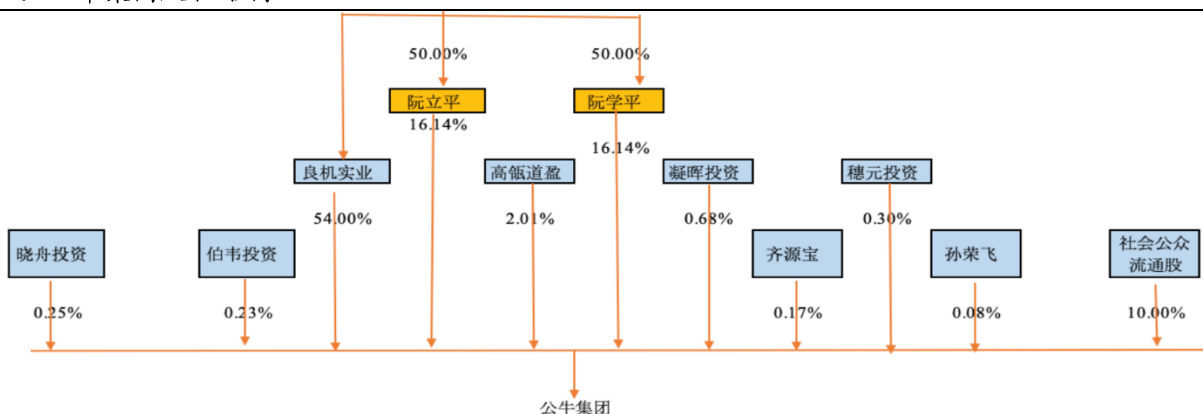
数据来源: 东北证券, Wind

#### 1.4. 股权集中, 管理层经验丰富

股权结构集中, 有利于管理稳定。公司首次公开发行前, 股份总数为 5.4 亿股, 上市发行新增 6,000 万股流通股。阮立平、阮学平为公司实际控制人, 合计控股比例达到 87.26%, 股权高度集中, 利于公司管理稳定。

引入战略投资者和通过股权激励绑定管理层利益。阮立平、阮学平于 2017 年 12 月, 分别与高瓴道盈、晓舟投资、伯韦投资、齐源宝、孙荣飞、穗元投资、凝晖投资签署股权转让协议 (穗元投资为员工持股平台)。股份转让一方面引入战略投资者, 另一方面通过股权激励进一步绑定管理层利益。从转让价格看, 2017 年底公牛集团一级市场公允价格约 358 亿元, PE 约 27.9X, 高瓴道盈 2017 年的持股成本为 66.3 元/股, 员工持股平台的持股成本较低为 33.2 元/股。此外, 公司于 2020 年 4 月 24 日发布股权激励&特别人才持股计划——①对象: 股权激励面向高管、核心骨干共 452 人 (以 79.93 元/股授予 62.89 万股), 特别人才不超过 23 人 (规模不超过 5000 万元); ②考核条件: 2020-2024 年收入或净利润不低于前三年平均水平 (股权激励仅考核 2020-2023 年)。

图 9: 公牛集团股权结构



数据来源: 招股说明书, 东北证券



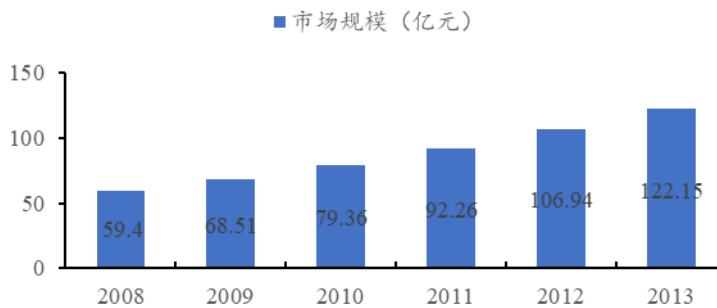
## 2. 公牛集团：小赛道里的隐形冠军

### 2.1. 转换器业务：龙头地位突出，产品渗透推动业绩稳步增长

#### 2.1.1. 行业：公牛领先优势明显，龙头市占率仍有提升空间

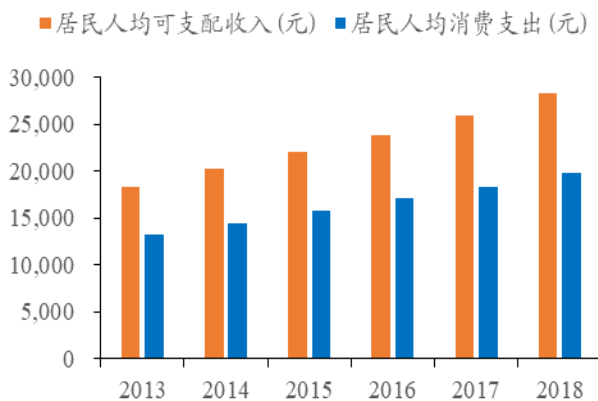
中国转换器市场规模稳步增长。转换器市场缺乏相对权威的统计数据，据第三方咨询机构显示，2013年市场规模约120亿元，我们预计2019年市场规模超200亿元。居民收入增长&小家电普及等多因素驱动转换器需求，居民人均可支配收入从2013年的18,31元增长至2018年的28,23元，CAGR为9.04%。小家电行业发展势头强劲，2012年-2018年市场销售额从2620.51亿元增长到3903.48亿元，从而带来对转换器的需求快速增加。

图 10: 2008-2014 中国插座转换器市场规模



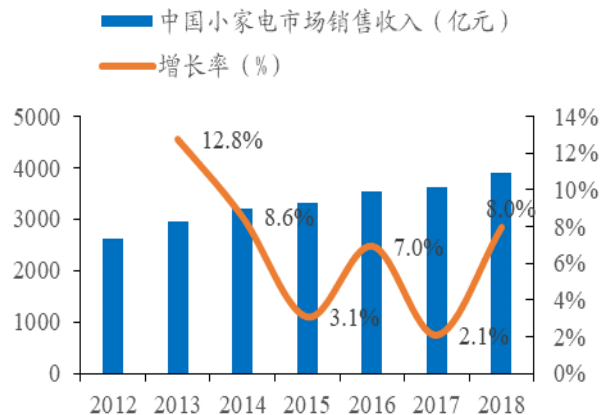
数据来源：中研普华，东北证券

图 11: 居民人均收入及支出变化



数据来源：国家统计局，东北证券

图 12: 2012-2018 中国小家电行业市场销售额

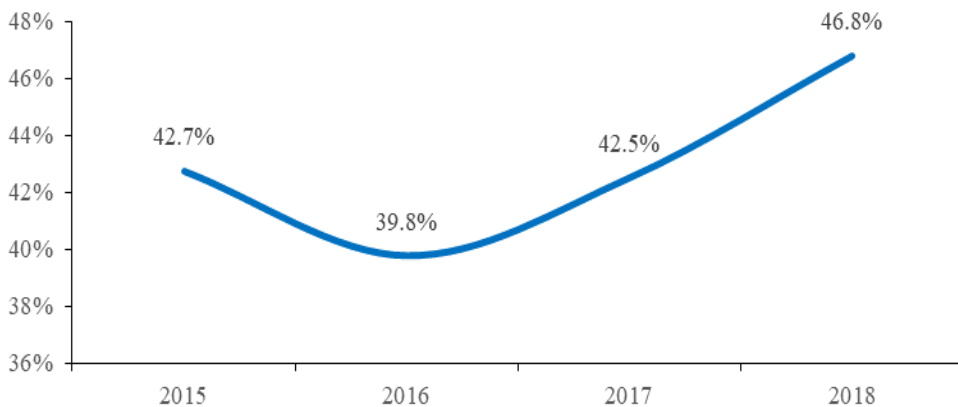


数据来源：前瞻产业研究院，东北证券

公牛龙头地位稳定。转换器行业进入壁垒低，中低端市场以众多中小品牌为主。中高端市场对企业的设计、生产以及品牌实力要求高，市占率相比中低端市场更加集中。我们测算，公牛转换器在民用市场的市占率高达70%，转换器线上市占率（天猫商城）为66.39%，从最新的淘宝销售数据看，电源转换器类产品过去30天（截止2020年2月15日）销售量前三名分别是公牛插线板53,92万个，公牛充电魔方16.33万个，米家插座5,610个。2018年小米插线板的销售额是2.09亿，同期公牛的销售额为48.4亿元，领先优势明显。

消费者安全要求提高&新国标实施，集中度有望进一步提升。由于过去缺少有效的行业监督和行业标准，市场存在较多伪劣三无产品，导致安全事故频发。据公安部统计，由电源插座、开关、断路器短路等原因引起的火灾占比近 30%。考虑到转换器相对较长的使用寿命带来的低频消费特点，消费者普遍愿意为品牌产品付出一定的溢价，获取更高的质量保证。同时，2017 年正式实施插座转换器新国标，提出增加保护门、加粗电源线、提升材料阻燃性和 3C 认证共 4 项新要求，增加了生产难度和成本，加速小厂商退出，推动市场集中度提升，利好龙头。

图 13: 公牛转换器行业市占率



数据来源：东北证券，Wind

### 2.1.2. 公牛转换器：品牌溢价突出，成本压力迎来释放

产品系列完善，充分满足市场需求。公司从 1995 年起以产品质量及安全性能角度出发，定位于生产高质量转换器，同时不断研发适合不同场合具备多种性能的产品来满足消费者需求。目前转换器产品主要有线插座、无线插座、USB 插座、旅行转换器等，涵盖 41 大系列、2,800 多个品种，拥有包括抗电涌、防雷、抗电磁干扰、防雨淋、强弱电结合、智能 WIFI 控制等多种附加功能。

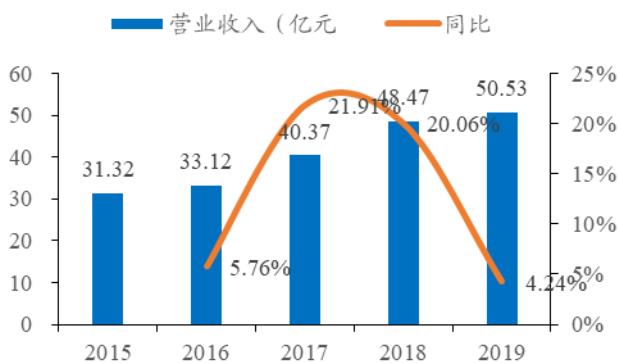
表 1: 公牛集团转换器产品分类



数据来源: 公牛集团官网, 东北证券

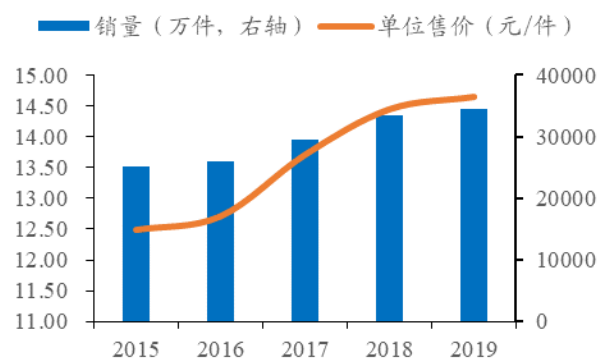
业绩增长趋于平稳, 量增是主要驱动力。转换器业务趋于成熟, 从量价拆分角度看, 2017、2018 年在新国标升级趋势刺激下, 新产品快速放量, 拉动收入增长高达 20% 以上。售价提升贡献不明显, 预计后续转换器业务增速将继续保持平稳。

图 14: 公牛转换器产品收入增长情况



数据来源: 东北证券, Wind

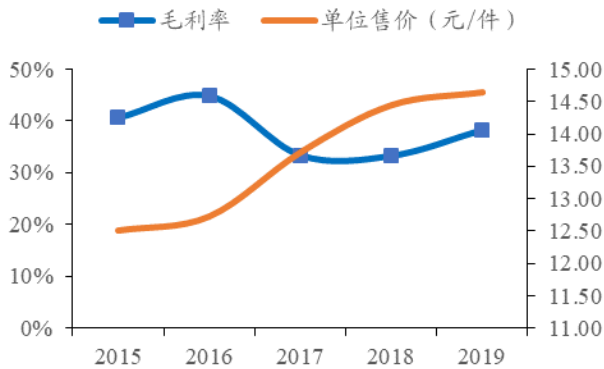
图 15: 公牛转换器业务单位售价&销量



数据来源: 公司招股书, 东北证券

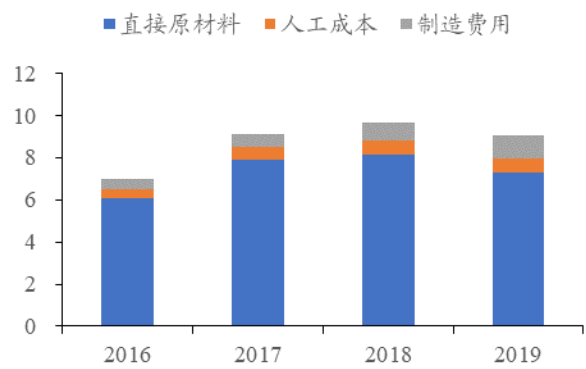
原材料成本压力释放, 毛利率迎向上修复周期。2017、2018 年毛利率有所承压, 一方面是因为新国标切换叠加原材料价格上涨, 导致生产成本增加 (2017 年单位原材料成本增加 30.57%), 但售价仅小幅上调 (7.84%), 另一方面则是产品自制率提升带来人工、制造费用增加 (2017 年单位人工/单位制造费用分别同比增加 27.03%/30.06%)。近一年来, 原材料价格环比回落, 终端产品结构升级推动单位售价环比上升, 预计转换器业务毛利率将持续修复。

图 16: 公牛转换器业务平均售价&毛利率



数据来源: 东北证券, Wind

图 17: 公牛转换器业务单位成本结构



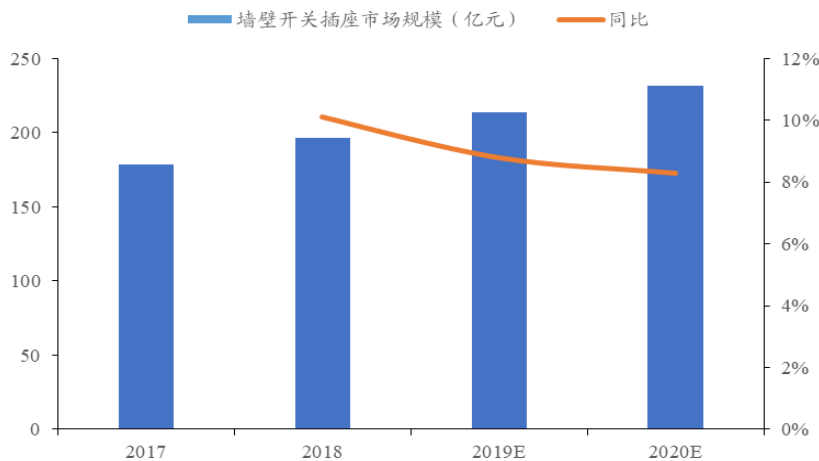
数据来源: 公司招股书, 东北证券

## 2.2. 墙壁开关业务: 初步奠定行业领先地位, 市场格局仍有待集中

### 2.2.1. 行业: 竞争格局仍有进一步改善空间

受益地产、装修等下游行业发展, 墙壁开关插座的市场规模稳步成长。受益于大家电等耐用品拥有量的不断增长和小家电产品种类的日益丰富、房地产市场的快速扩张以及装修行业的发展带动了墙壁开关插座行业的增长, 2018 年中国墙壁开关插座行业规模为 196.55 亿元, 增速约为 10.1%。预计 2020 年中国墙壁开关插座的市场规模将达到 231.6 亿元。

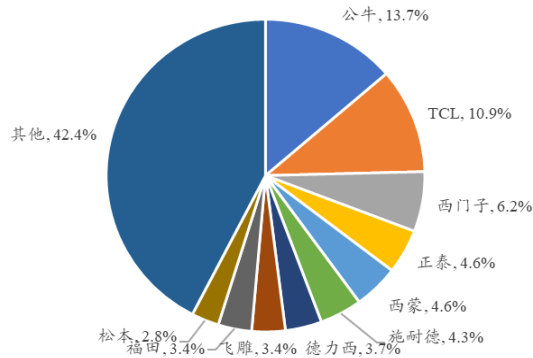
图 18: 墙壁开关插座市场规模



数据来源: 东北证券, Wind

墙壁开关插座行业市场集中度仍有提升空间, 龙头领先优势初步显现。与转换器行业相似, 我国墙壁开关插座行业较低的准入门槛使得竞争者众多 (从业企业超过 2000 家), 终端产品同质化竞争激烈。但从新思界统计数据看, 2018 年公牛集团墙壁开关插座占总市场份额 13.7%, 市场占有率排名第一。市场份额第二到第五的企业分别为 TCL (10.9%)、西门子 (6.2%)、正泰 (4.6%) 与西蒙 (4.6%), CR5 达 40%, 龙头初步奠定领先优势。

图 19: 2019 墙壁开关插座市场格局

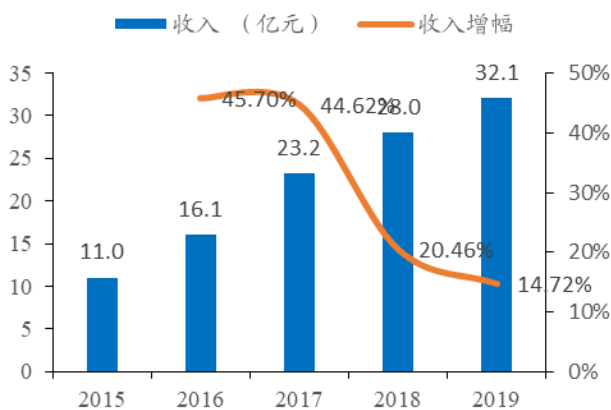


数据来源: 东北证券, Wind

### 2.2.2. 公牛: 差异化定位, 后来居上的国产品牌

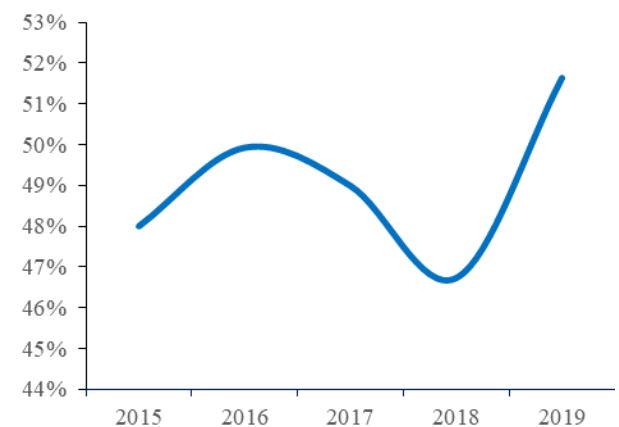
业绩稳步增长, 毛利率较高。公牛集团墙壁开关产品的销售收入随规模扩张后增速有所放缓 (2019 年同比增长 14.72%)。墙壁开关的毛利率基本位于 46% 以上, 有力拉动综合毛利水平抬升。

图 20: 墙壁开关插座业务营收情况



数据来源: 公司招股书, 东北证券

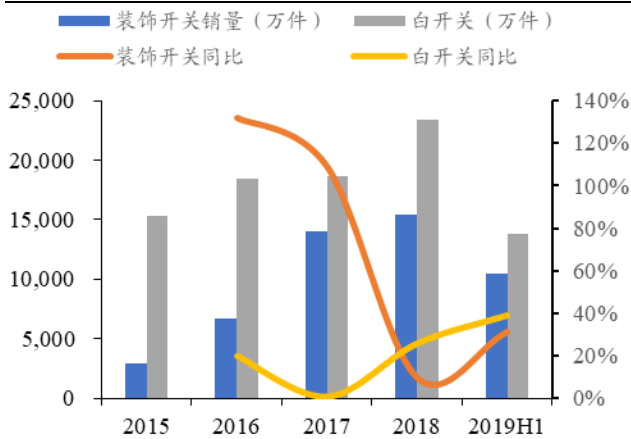
图 21: 墙壁开关插座业务毛利率情况



数据来源: 公司招股书, 东北证券

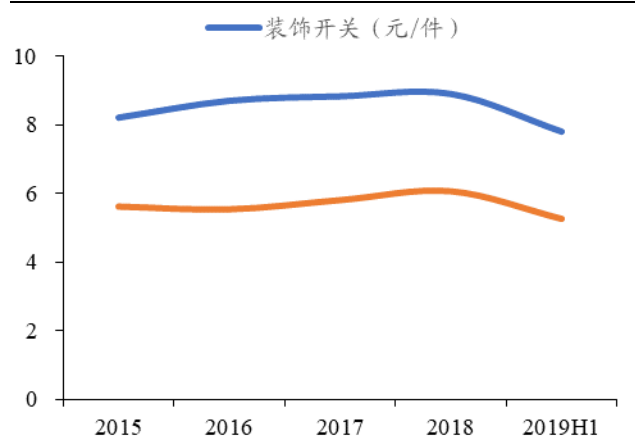
产品线完善&装饰类及白开关产品轮番发力, 推动墙开业务高速增长。从产品分类角度看, 公牛集团墙开业务可划分为装饰开关插座业务和白开关插座业务, 其中装饰开关插座产品为公司差异化定位的创新产品, 在 2017 年前是墙开业务的主要驱动力 (2016/2017 年收入增速分别达 146%/112%), 2018 年后随着地产调控影响显现, 公司加大白开关业务发展, 对冲了部分地产调控影响 (2018/2019H1 白开关收入增速分别达 31.55%/23.38%)。从产品销量和价格角度看, 墙壁开关插座产品的销量持续增长是业务收入大幅提高的主要原因, 这一方面是因为装饰类新品 (G18 大面板喷涂系列、G20 色注塑、G21 铝镁合金等系列产品) 获市场欢迎, 另一方面是公司针对三四线市场推出了丰富的低端产品系列。

图 22: 墙壁开关业务销量结构



数据来源: 公司招股书, 东北证券

图 23: 墙壁开关业务销售单价

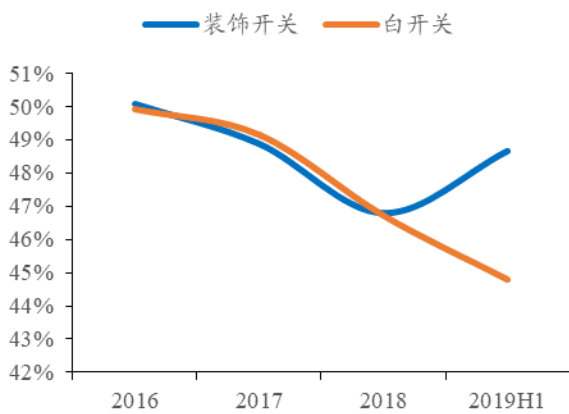


数据来源: 公司招股书, 东北证券

产品下沉&自制率提升使盈利能力有所承压。近两年墙壁开关业务毛利率整体呈下滑趋势, 其中除了原材料价格波动影响外, 产品下沉自制率提升是重要影响因素:

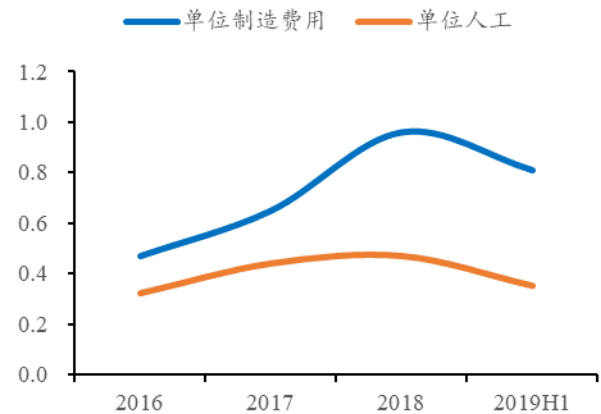
1) 2018 年为了对冲地产调控影响, 公司一方面加大白开关业务投入, 另一方面丰富中低端产品, 从而向三四线市场下沉。从分产品毛利率情况看, 白开关与装饰开关毛利率差异在 2019 年明显拉大, 对综合毛利率有所拖累。2) 公司近几年持续推动装饰开关自制率提升, 虽有利于降低原材料成本, 但短期内会带来装饰开关的单位制造&单位人工成本提升, 从而影响毛利率改善。

图 24: 装饰开关和白开关毛利率对比



数据来源: 公司招股书, 东北证券

图 25: 装饰开关单位成本 (元/件)



数据来源: 公司招股书, 东北证券




站稳中高端市场, 与外资品牌同台竞技。在墙壁开关插座市场上, 国外竞争品牌以企业实力、产品品质、品牌影响力等竞争优势占据着高端产品的市场份额。国内竞争品牌以中低端的定价策略和深入的销售网络占据一席之地。公牛集团凭借合适的定价策略、优秀的产品品质以及在渠道方面的深耕细作, 成为近年来发展快速的墙壁开关品牌之一, 目前已推出大量中高端系列产品, 广获市场认可。

表 2: 竞争品牌市场定位对比情况

一线品牌	以施耐德、西门子、松下等为代表的外资品牌。占据中国高端市场，产品覆盖全国市场，定价高昂，企业规模大
二线品牌	以罗格朗、西蒙、德力西为代表，企业规模较大，凭借多年经营在一二线城市具有一定的竞争力，产品价格跟随一线品牌
三线品牌	以欧丝利、飞雕、泰力、赛雕、朗能、正泰等为代表，品牌影响力有限，产品价格适中，集中在二三线城市，企业规模较大。
中小区域品牌	以耐普、捷鹰、豪意为代表，以低价冲击市场，企业规模小，产品以三四线城市为主，产品质量较差、同质化严重。

数据来源：中国产业信息网，东北证券

表 3: 装饰开关价格对比

品牌	图片	型号	产品特点
公牛			无边框 光滑细腻 品质感强 银合金触点 灵敏耐用 高阻燃外壳 防锈工艺
欧普		银色	复合工艺 牢固钢架 新型材料 加厚面板 阻燃耐高温 一体式铜件和后盖 安全稳固 小角度开合
正泰		白	纯平无框 小角度开合 开关边角弧度圆润 升级内嵌钢架 牢固耐用 锡磷青铜 导电强耐磨损
松下			弧线转角 斜面设计 绝缘阻燃材料 不褪色 防开裂漏电 激光镭射商标 防伪不易仿冒
西门子		皓睿系列	细腻陶瓷质感 型槽专利设计 电气性能优异 长久使用不易变色 热流道加热组件模具确保产品无痕无尘
飞利浦		飞逸白系列	大按键 轻松省力 高强度喷塑钢支架 抗腐蚀 韧性强

罗格朗



仕典玉系列

无边框 有外观专利 触感舒适 降噪  
设计 进口品牌 固定架 耐高温稳固

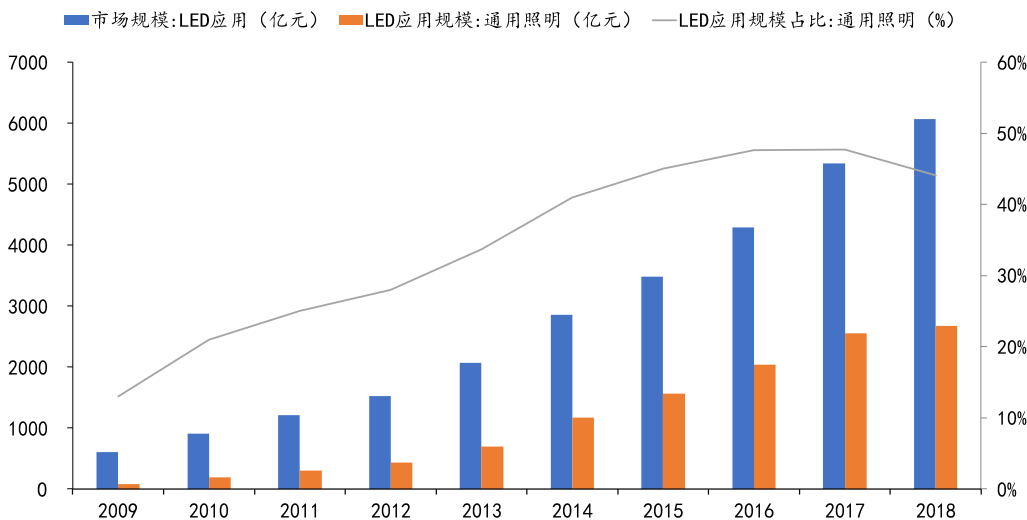
数据来源：各公司官网、东北证券

## 2.3. LED 照明业务：高速增长的新业务，成长空间大

### 2.3.1. 行业：前景广阔的 LED 市场

LED 通用照明领域市场前景广阔。2017 年中国 LED 应用市场规模达 5,343 亿元，其中通用照明规模占比 47.70%，约为 2,548.61 亿元。2009 年至 2017 年间，LED 通用照明市场规模 CAGR 高达 54.62%。LED 应用市场中，应用于通用照明的比例逐年上升。根据我国 2011 年 11 月 1 日公布的《中国逐步淘汰白炽灯路线图》，2012 年、2014 年以及 2016 年，我国将陆续禁止进口和销售功率大于 100w、60w 以及 15w 的普通照明白炽灯。2017 年，发改委等多部门联合出台《半导体照明产业“十三五”发展规划》，其中提出到 2020 年我国半导体产业规模将稳步扩大，半导体照明产业整体产值将上升至约 10000 亿元，且 LED 照明产品销售额将占照明电器行业的销售总额的 70%。同时 80 后、90 后逐渐成为家装家居市场的主力消费军，教育水平的提高使人们的环保意识日益提高。LED 灯由于其更高的节能和安全性能，更容易获得年轻消费者的青睐。

图 26: LED 应用、通用照明市场规模



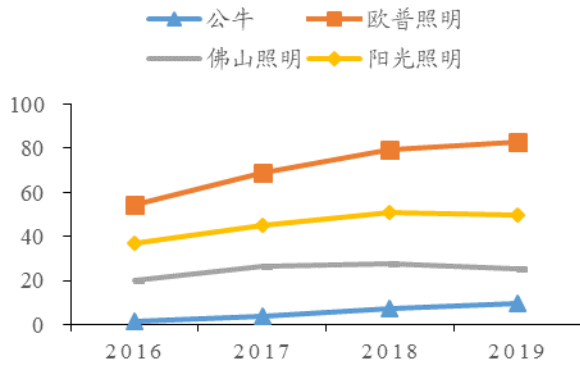
数据来源：东北证券，Wind

LED 照明市场集中度低，各龙头盈利能力差异较大。我国的照明电器生产企业主要分布于东南部沿海地区，行业内多数参与者为民营企业，整体企业分布较为分散且集中度低。目前国内 LED 市场主要的竞争企业既有国外品牌，例如飞利浦、欧司朗、松下，也有一些知名国内品牌，例如：公牛、欧普、雷士、阳光、佛山照明、三雄极光等。从盈利能力看，拥有多年经验积累的欧普照明毛利率明显领先行业水平，公牛虽为新进入者，借助庞大的渠道资源和前期品牌与技术的积累，毛利率处于行



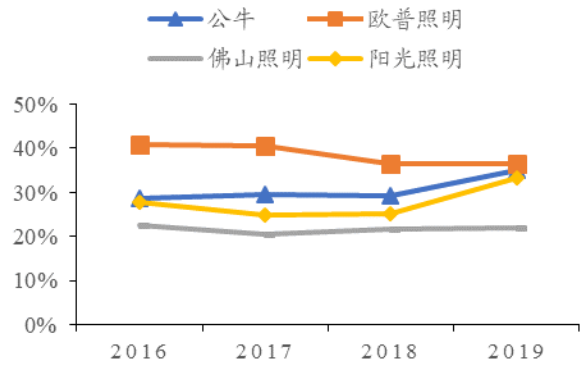
业较高水平。

图 27: 同行业公司营业收入对比 (亿元)



数据来源: 公司招股书, 东北证券

图 28: 同行业公司毛利率对比














数据来源: 公司招股书, 东北证券

### 2.3.2 公司: 立足家庭装修需求, 渠道协同推动 LED 业务增长

着重于家用型 LED 灯种的研发, 推出多款护眼产品。公牛集团于 2014 年进军 LED 灯行业, 致力于家庭装修基础照明的研发, 主打产品为中端几瓦到几十瓦不等的家用型 LED 灯, 包括吸顶灯、阅读灯、球泡灯等灯种。公牛集团的产品秉持公司一贯的坚实品质理想并融合了“护眼”概念, 以安全环保、家用节能和护眼健康作为产品卖点。

表 4: 公司主要 LED 产品

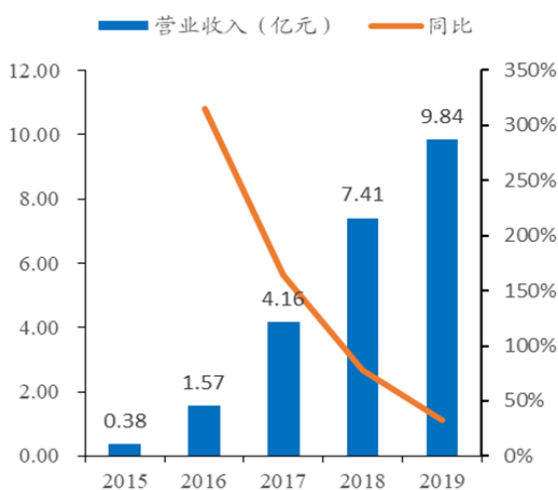
吸顶灯			防频闪 LED 灯带	
	公牛 LED 吸顶灯 (云碟) MX-B12440-B			
阅读灯			防频闪 LED 灯带	
	公牛护眼 LED 阅读灯 MH-B11R11			
筒灯				
	公牛 LED 筒灯 (三种尺寸: 3 寸、3.5 寸、4 寸)			
天花灯 (射灯)				
	公牛天花灯 (射灯) 三种规格: 功率 3W, 开孔尺寸 65mm/80mm; 功率 5W, 开孔尺寸 80mm。			

公牛 LED 碟形灯		
	公牛 LED 碟形灯 三种规格: 功率 15W, 尺寸 155.6*93.5mm 功率 20W, 尺寸 180.6*121mm/226*124.6mm	
公牛 防频闪 LED 球泡灯		
	防频闪 LED 球泡灯 五种规格: 3W, 螺口规格: E14/E27; 5W; 7W; 9W	

数据来源: Wind, 东北证券

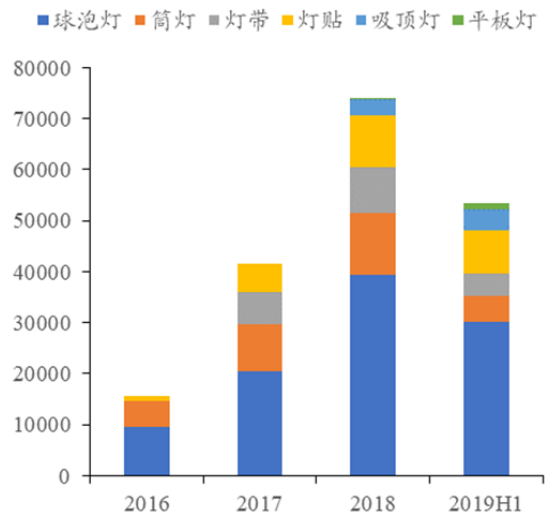
营收高速增长, 品类扩张成为高成长驱动力。LED 是公司重点业务, 通过发挥过往积累的转换器、墙壁开关等渠道优势, 近几年业绩高速增长, 其驱动因素除销售量上升以外, 还受益于包括筒灯、灯带等新品推出铺货。从品类分拆看, 筒灯销售占比已从 2016 年的 31.62% 下滑至 2019H1 的 9.75%, 灯贴、平板灯等新品近两年快速放量, 2019H1 收入占比已提升至 23.36%。

图 29: LED 照明业务收入和增速



数据来源: 公司招股书, 东北证券

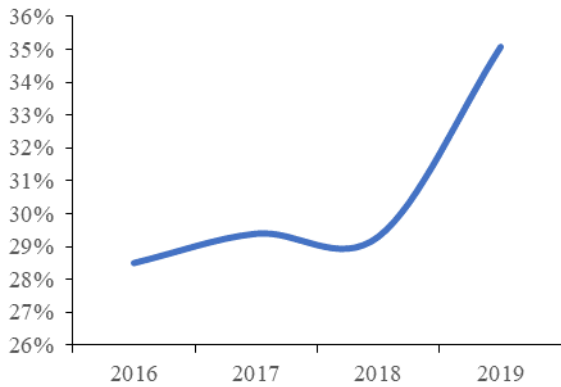
图 30: LED 照明产品收入结构 (万元)



数据来源: 公司招股书, 东北证券

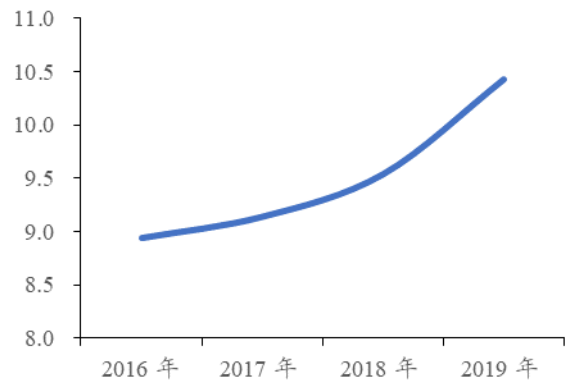
规模效应逐步显现, 毛利率呈稳步上升态势。2018 年毛利率略有下滑主要是因为 LED 照明生产搬迁至新生产基地和新推出吸顶灯、平板灯等产品, 相关折旧、制造费用增加。从销售单价角度看, LED 产品售价稳步上行, 主要得益于新品更高的销售价格。2019 年公司在保持毛利率稳定的前提下, 主动引导各系列产品价格下行, 通过让利于市场来抢占份额。从单位成本看, 2019 年生产端规模效应显著, 单位人工/单位制造费用快速下行, 从而支撑公司下调终端价格增强产品竞争力。

图 31: LED 照明业务毛利率



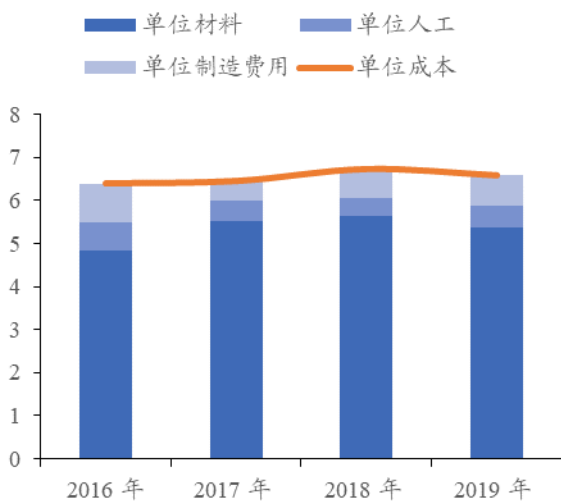
数据来源: 公司招股书, 东北证券

图 32: 公司近年 LED 产品单价 (元/件)



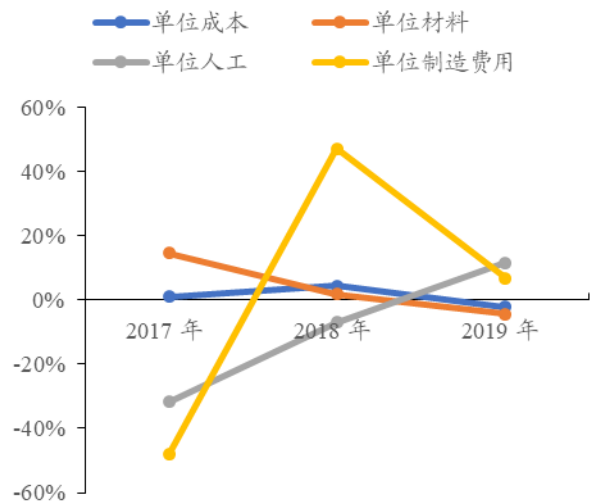
数据来源: 公司招股书, 东北证券

图 33: LED 照明产品单位成本明细 (元/件)



数据来源: 公司招股书, 东北证券

图 34: LED 照明产品单位成本及明细变动



数据来源: 公司招股书, 东北证券

### 3. 公牛集团进阶之路: 以品质为根基, 渠道深度覆盖打造电工巨头

#### 3.1. 定位中高端市场, 奠定产品领先地位

品质领先, 用料扎实保证产品质量。公牛在 1995 年成立之初确立了“制造用不坏的插座”的战略定位, 以品质为根基, 树立“安全插座”品牌形象, 与行业中其他大多企业以低成本换高利润的策略不同。2000 年后陆续获得“全国质量稳定合格产品”、“全国质量稳定合格产品”等称号, 在消费者心中树立了“拔插不坏”、“安全可靠”的产品形象。

表 5: 公牛集团所获品质安全类荣誉速览 (部分)

时间	所获荣誉
1997 年	行业内首个获得国家长城认证的企业。
2001 年	荣获中国质检协会“全国质量稳定合格产品”称号。
2002 年	获“全国质量稳定合格产品”称号。

2004年	行业内率先通过 ISO9001:2000 国际质量体系认证、ISO14001:2004 环境管理体系认证。
2006年	荣获中国电器工业协会颁发的“质量可信产品推介证书”。
2007年	推出堪称行业防雷转换器的集大成者——金座系列。
2008年	参与制定并起草插座行业新国标文件，行业首创新国标组合孔，并荣获国家专利。
2012年	公牛固定式开关插座荣获“2012年度中国机械工业优质品牌”。
2017年	BULL公牛牌开关插座系列产品荣获2017年全国电器附件行业知名品牌。
2017年	工信部直属机构中国电子技术标准化研究院将公牛列入首批符合如移动电源国家标准 GB/T 35590-2017 的移动电源企业名单。
2018年	公牛转换器（移动插座）产品被工信部和中国工业经济联合会确定为制造业单项冠军产品。

数据来源：公司官网，东北证券

价格带覆盖全面，产品定位中高端。以公牛成熟的转换器业务为例，产品价格带覆盖全面（为了增强可参考性，以普遍性最强的六位3米插座的天猫官方旗舰店售价为例子，公牛实现了50元-230元价格带的全覆盖），附加功能包括防雷、防过载、USB、儿童保护门等。此外推出了USB魔方插座、防雨淋插座等创新性产品。横向对比来看，公牛产品整体定位于中高端，同类型产品的价格高于同行，但仍低于部分国际品牌；以产品SKU看，目前公司在售产品中，转换器涵盖41大系列、2,800多个品种，墙壁开关插座达33大系列、超过3,000个品种，覆盖了各类基础功能性产品和各类特色功能定位的产品。相对较高的产品定位亦带来优于同行的盈利能力。公牛转换器业务毛利率近几年整体维持在33%以上，相较之下，小米插线板主要生产商动力未来毛利率近20%左右。

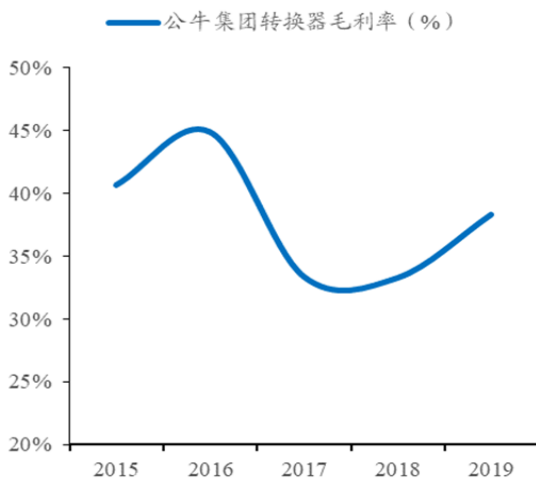
表 6: 公牛产品价格及同行对比

品牌	型号	外观	产品特点	基本参数	价格
公牛	GN-B403U		USB 智识设备配流，澎湃充电；五重 USB 保护，避免安全隐患；一体式铜芯，保障用电安全；安全防护门，防止插针意外插入触电。	插口：3*5孔+3USB 电源线长：1.8m USB 参数：5V/3.1A	59 元
小米	小米插线板 USB 板		智能芯片自动识别被充电设备，支持手机、平板 5V2A 快充。优质锡磷青铜，更安全的一体化铜带工艺。750℃阻燃级别；10A 过载及时断电，防止短路着火。	插口：3 新国标组合孔 +3USB 电源线长：1.8m	49 元
欧普	USB 智能快充 6 位		750℃阻燃级别；超粗铜芯；42℃防潮测试；升级 USB 智能充电芯片，可以自动识别设备；支持 2A 快充。	插口：3 国标新组合孔 +3USB 内部材质：PC 电源线长：1.63m	55 元

正泰	小泰插线板		850℃阻燃级别；过载保护。	插口：3 国标新组合孔+3USB 电源线长：1.5m	59 元
飞利浦	SPS2312K/93		750℃阻燃级别；带有安全保护门，防尘防误插；一体芯结构，导电好，发热少。	插口：3AG 孔位+3USB 电源线长：1.6m-2m USB 参数：2.4A 快充	59.9 元
松下	多功能插线板		高温阻燃 PP 材料；一体化铜条；插座带保护门；大间距孔位；高温灼热丝试验。	插口：3 国标新组合孔+3USB 电源线长：1.8m USB 参数：5V/3.1A	69.9 元

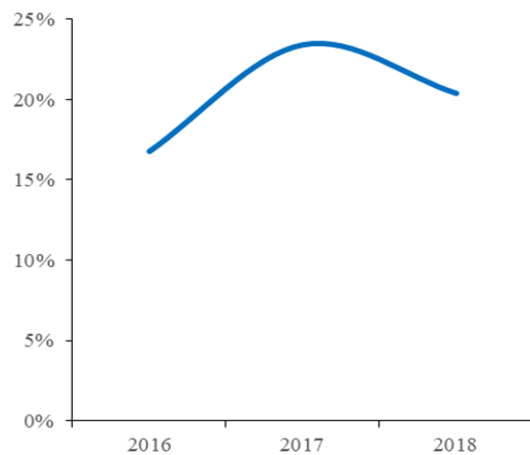
数据来源：各公司官网、东北证券

图 35: 公牛集团转换器毛利率



数据来源：公司招股书，东北证券

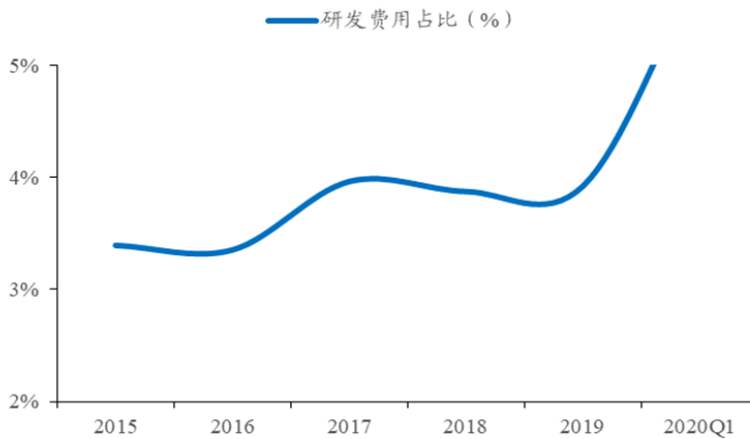
图 36: 动力未来转换器毛利率



数据来源：公司招股书，东北证券

注重市场需求，创新研发能力支撑产品快速调整。公牛自创立以来一直以消费者需求为导向，通过产品创新提升市场份额。创立之初便研发了插座专用按压式开关，陆续推出防电涌、防雷、防雨淋等创新产品。目前公司拥有近百人的产品策划与设计团队，并在上海和慈溪两地设立了前瞻性研究机构及时把握市场动态，截止 2019 年末，拥有各类技术人员 1,468 人。同时公司长期维持较高的研发费用投入，近几年研发费用率始终维持在 3% 以上。

图 37: 公牛集团研发费用维持 3%以上



数据来源: 东北证券, Wind

产品调整能力强, 快速响应市场需求。公牛过往的插线板产品更多关注质量问题, “耐拔插”、“防雷”等功能是其主攻方向。但随着小米在 2015 年 3 月推出颜值较高且带 USB 功能的插线板后, 公司快速响应终端变化, 于同年 7 月便发布了对标产品, 发布初期定价甚至还比小米低 1 元 (前期 48 元, 后调升至 55 元)。同时近几年公牛加速高颜值&贴近年轻人需求的产品研发, 推出带 WIFI 控制的智立方 USB 插座产品、与韩国潮牌 line friend 合作的小魔方插座。从这个角度看, 公牛集团一方面拥有极强的产品设计调整能力, 另一方面亦能根据市场变化及时改变原有的产品设计特点 (从过往的重功能到近几年的“功能&颜值”并重)。

图 38: 小米插线板



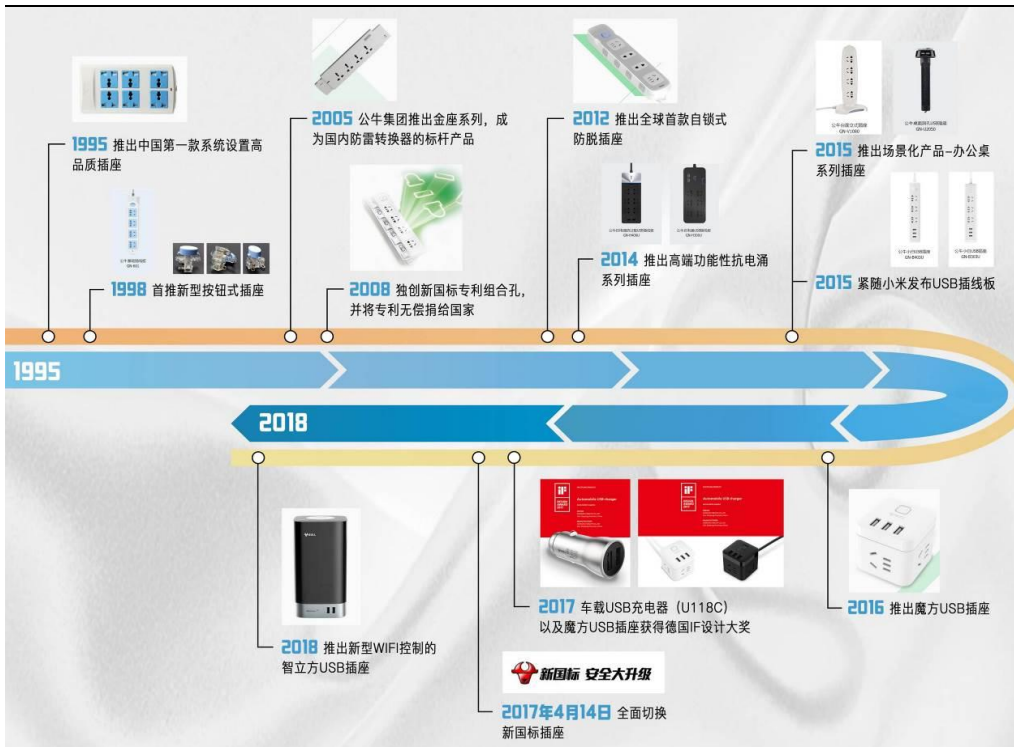
数据来源: 公司官网, 东北证券

图 39: 公牛插线板



数据来源: 公司官网, 东北证券

图 40: 公牛集团部分明星转换器产品



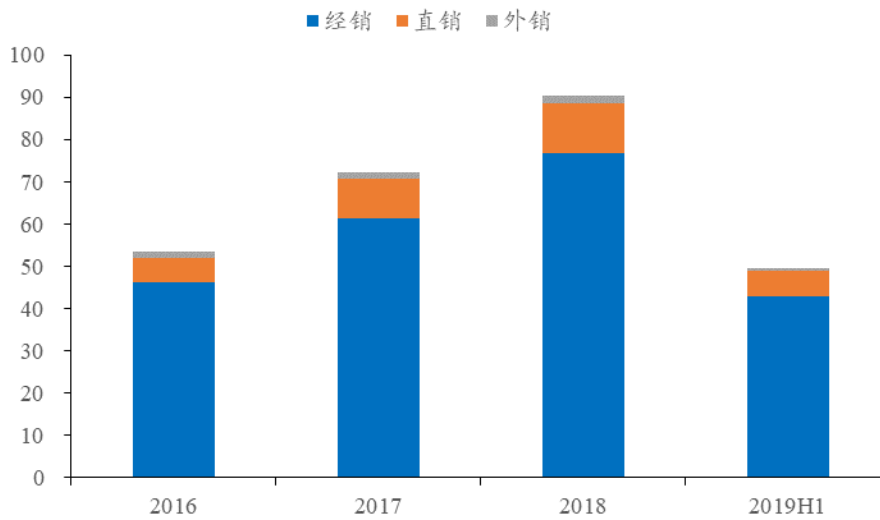
数据来源: 公司官网, 东北证券

积极创新求异, 差异化产品助力墙壁开关市场开发。从公牛集团切入墙壁开关可以看到公司较强的研发能力。公司于 2007 年开始进入墙壁开关市场, 当时行业仍处同质化激烈竞争阶段, 白色开关占据了市场主流, 公司积极把握消费者需求变化, 创新性推出“装饰开关”产品, 并突破产业化壁垒, 使公牛墙壁开关产品成功迈进市场第一梯队。

### 3.2. 借力终端网点, 打造庞大渠道网络

销售网络覆盖全国, 以经销为主。公司的销售网络覆盖全国 31 个省、直辖市及自治区, 以经销模式为主, 2016、2017、2018 和 2019H1, 经销收入占比分别为 86.09%、84.81%、84.76%和 86.41%, 直销收入占比分别 11.03%、12.96%、13.14%和 11.99%。公司积极布局海外, 2019 年外销占比为 1.89%。

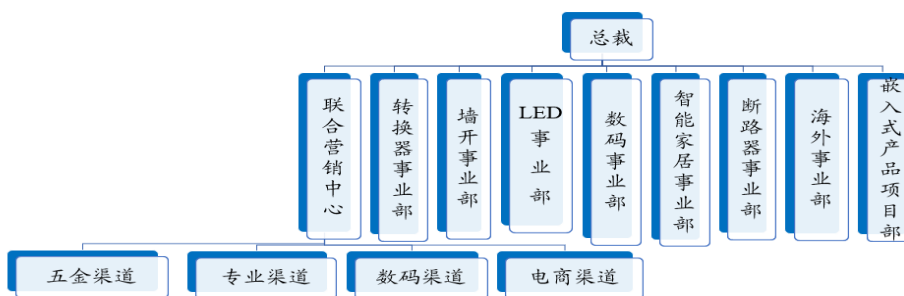
图 41: 公牛集团不同渠道收入结构 (单位: 亿元)



数据来源: 招股说明书, 东北证券

联合营销中心统筹产品销售业务, 经销商网络扁平化。公司设立联合营销中心, 下设各部门分别负责五金、专业、数码、电商等渠道&经销商管理 (各业务线的产品项目由各事业部负责, 事业部与联合营销中心均直属总裁)。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, 对经销商实行买断式销售。经销商网络相对扁平化, 截止 2019H1 共有经销商 2,333 家。

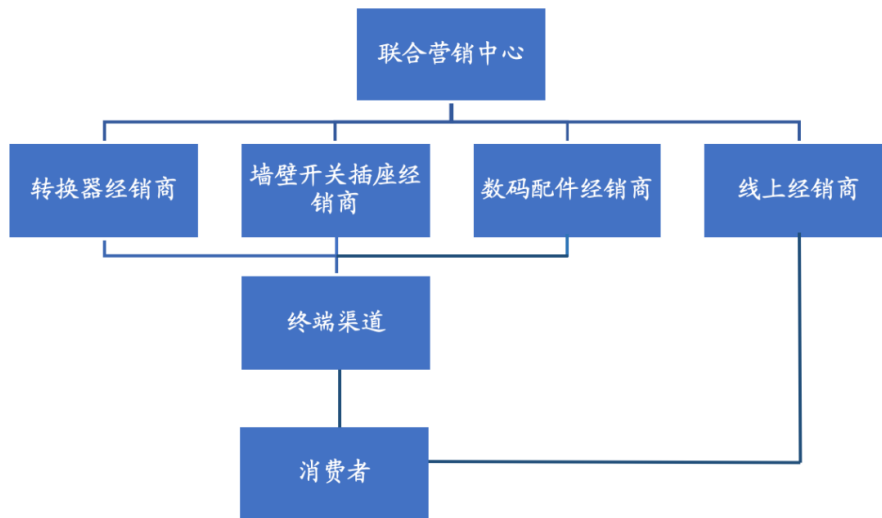
图 42: 公牛集团事业部&联合营销中心组织架构



数据来源: 招股说明书, 东北证券



图 43: 公司的经销运作模式



数据来源：招股说明书，东北证券

**拥有百万级终端网点：**公司目前拥有百万级终端网点，庞大的终端网络实现了乡镇的全面覆盖，充分满足消费者对电工产品易得性的需求。

**(1) 按渠道划分：**线下渠道主要包括日用消费渠道(五金店、日杂店、超市等)以及建材渠道(建材市场、灯饰网点、水电综合网点、手机网点等)，覆盖日用及专业消费。从各个渠道的体量开看，五金渠道占比接近 50%，装饰流通渠道不到 40%，数码占比在 4%-5%左右，装饰的 B 端业务和嵌入式插座业务基本可以忽略。

**(2) 按产品划分：**截止 2019H1，转换器的终端网点约为 73 万家，渠道以五金店(32%)、日杂店(30%)、超市为主(18%)为主；墙开业务约有 10.9 万家终端网点，销售渠道以水电综合网点(45%)、五金网点(36%)为主。其中墙开业务与转换器业务部分重叠，运作方式基本一致；目前数码配件业务线下网点约为 13.6 万家；LED 业务还未设置独立渠道，目前是根据不同的消费场景借助公司现有渠道发展，其中替换性产品如球泡灯采用转换器渠道，装饰类产品如筒灯、灯带采用墙开渠道。

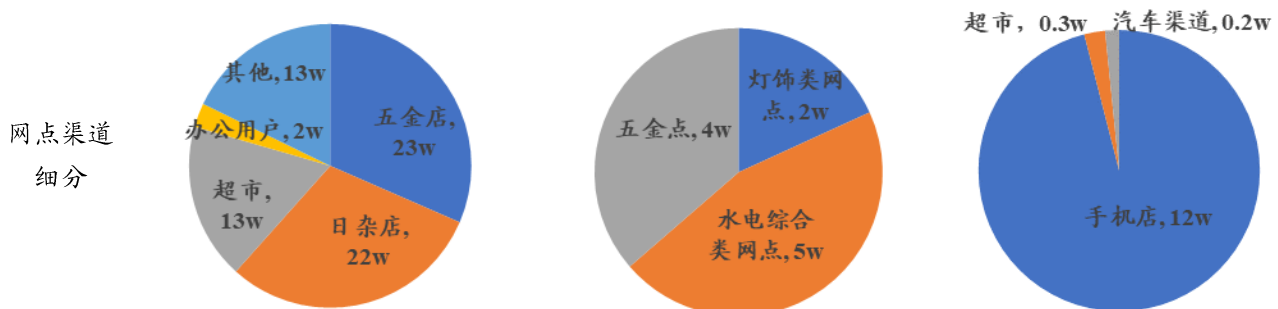
表 7: 终端网络及经销商

业务类型	项目	2016	2017	2018	2019H1
转换器	终端数量 (万家)	73.27	78.14	74.6	73.1
	经销商数量 (家)	439	453	477	472
	单个网点平均销售额 (万元)	0.40	0.43	0.56	0.62
	单个经销商负责终端数量 (家)	1,669.02	1,724.94	1,563.94	1,548.73
墙壁开关	终端数量 (万家)	9.97	10.43	9.10	10.89
	经销商数量 (家)	1,580	1,541	1,525	1,569
	单个网点平均销售额 (万元)	1.68	2.12	3.02	2.85
	单个经销商负责终端数量 (家)	63.10	67.68	59.67	69.41
数码配件	终端数量 (万家)	-	6.71	13.17	13.56
	经销商数量 (家)	-	413	373	379
	单个网点平均销售额 (万元)	-	0.22	0.22	0.29
	单个经销商负责终端数量 (家)	-	162.47	353.08	357.78

数据来源: 招股说明书、东北证券

表 8: 公牛分产品终端网点数量统计表

项目	转换器	墙壁开关插座	数码配件
网点数量	73w	11w	13w



数据来源: 招股说明书、东北证券

### 3.2.1. 罗马非一日建成, 论百万网点如何搭建

百万级网点如何搭建起来? 公牛发展到今天的百万级别的网点规模主要与渠道策略和经销商运营模式紧密相关。

(1) 采用快消行业的“配送访销”模式, 充分延伸经销商触角。2009 年公司的转换器产品引入类快消模式——配送访销, 要求经销商转变为行商思维, 配置专用车辆, 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, 充分延伸经销商的覆盖深度和终端网点数量。通过配送访销模式, 大大提升了产品的触达率, 前期投入的巨大的人力和物力成本为今后渠道扩张打下坚实的基础。

(2) 经销商具备营销功能, 经销商设置扁平化。大部分快消公司的经销商只负责配送, 作为中转仓。公牛的经销商可独立制定市场策略和营销方案。公牛采用扁平化的经销商设置, 以区县为单位, 根据地区的经济水平来设置。将经济水平较低区县的经销商进行整合。如果部份地级市随着后期网点规模逐步扩大, 而前期单个经销商管理能力有限, 公司会将该地级市拆分为几个区县, 设置多个经销商进行管理。

(3) 引入专营专销概念。公牛网点主要由经销商业务人员进行开发。公司引入专营专销概念，要求经销商只经营公牛产品（忠诚度高），让经销商能够把所有精力放在网点开发和维护上。

(4) 对门店扩张要求高，考核渠道占有率。公牛对经销商的门店扩张提出很高的要求。公牛会对经销商所在的城市经过详细测算提出网点扩张指标。通过相关指标的完成程度给予经销商一定激励与折扣补贴。同时公牛对插座经销商进行渠道占有率的考核。公司首先会对当地市场进行调研然后制定规划，要求代理商在当地每年渠道占有率达到一定指标。如果经销商达不成渠道占有率考核指标，即使销售额达标，其返利和店招推广报销也会受到影响，甚至部份考核结果太差会进行罚款，推动经销商努力提高渠道占有率。

(5) 渠道利润高提升经销商积极性。得益于较高的品牌溢价，公牛给予渠道较高的利润水平。通过招股书披露数据测算公牛产品的渠道利润情况，公司采用统一的经销商购买价，假定各业务经销商毛利率相近，可以计算出经销环节的加价情况。公司披露了直销均价，可将其初步拟合合成终端零售价（实际上，因为部分电商产品单价较低，以及部分直销是针对电商自营&商超，要较真实终端零售价略低）。以公牛 2019H1 的数据为基准，相关测算结果如下图所示。整体来看，公牛渠道加价较高，叠加终端高于同行的平均零售价，经销商获得较好的利润回报。

表 9: 公牛分产品渠道加价情况

项目	出厂价	经销批发价	零售价	公牛毛利率	经销商毛利率	渠道加价率
转换器	13.39	21.68	30.17	39.84%		2.25
墙壁开关插座	6.11	9.89	11.29	46.90%	38.23%	1.85
LED 照明	8.63	13.97	11.83	33.07%		1.37
数码配件	10.47	16.95	35.32	22.20%		3.37

数据来源：招股说明书、东北证券

### 3.2.2. 渠道管理流程清晰，后端把控巡查维持网点体系稳定

公司主要通过完善的经销商管理体系、建立 CRM 管理系统、业务人员高频次回访网点、建立督察团队把控终端价格和管理串货情况，来进行百万网点的管理和维持体系稳定。

(1) 公牛拥有完整的经销商管理流程。公司对经销商的管理主要分为识、选、用、育、留、续六个方面，已经形成一套清晰的流程体系，每个流程如何进行和需要做哪些准备均有专门的团队对经销商进行指导和管理，渠道管理专业化程度高。在渠道拓展的过程中，公司采用过程管理指标为主，销售管理指标为辅的管理模式。

(2) 建立 CRM 系统+业务人员高频次拜访。公司学习洋河大曲建立了 CRM 管理操作系统。公牛所有门店的店招、店内展板以及产品上均配有二维码。业务员进店后扫码绑定 IP 地址，通过 GPS 定位能够有效掌握业务员拜访网点的频次。一般一个业务员负责 300-400 个网点，业务员除了开发网点外还需要对网点进行售后返销，公司要求普通网点的一个月拜访频率是 1 次或者 2 次，重要网点需要达到一月 3 次。通过业务员高频度的去网点进行业务拜访，可以加强业务员与网点的联系，同时让公司及时了解到各个网点目前在售的产品系列和 SKU 情况，对终端网点进行有效管理和把控。

(3) 维持终端价格体系稳定，为经销商利益保驾护航。价格管控方面，公司有专

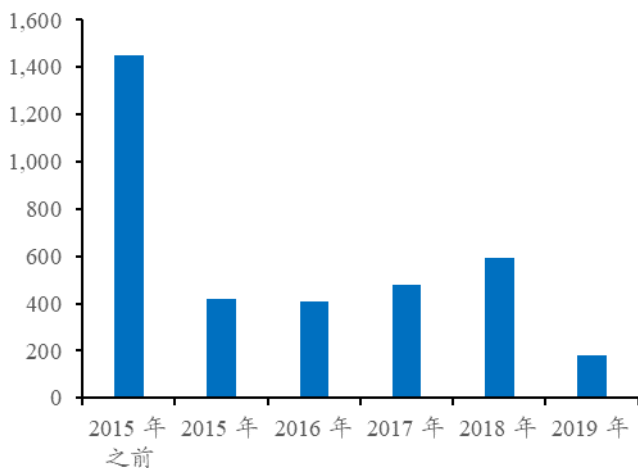
业的督查团队在全国做巡查，督查整个价格体系，暗访各个终端店的价格是否符合要求，会对一些不符合的经销商罚款甚至取消代理权。业务人员日常拜访时会贴指导价价格标签，对终端网点的售价进行指导。插座、转换器、数码等产品，在出厂送货时已由经销商贴好指导价价格标签，以保障经销商能够按照公司制定价格来销售，公司允许终端取得一定溢价，但指导价格是产品最高限价。此外，督查团队同时管理跨区域之间的串货问题。对于串货采取严查措施，一旦发现串货会取消经销商的代理权。经销商如果发现所在区域有人进行价格扰乱，可以向公司进行举报。公牛通过这套管理方式，确保不同网点同价，避免价格恶性竞争，保障各个网点的利益和整个网点渠道的稳定。

**经销商选拔、淘汰和激励机制：**

(1) **经销商资质要求：**公司对于经销商资质要求较高，要求经销商具备相关行业从业经验，年龄范围一般是 30-40 岁左右，以及对经销商学历会有一些的要求。

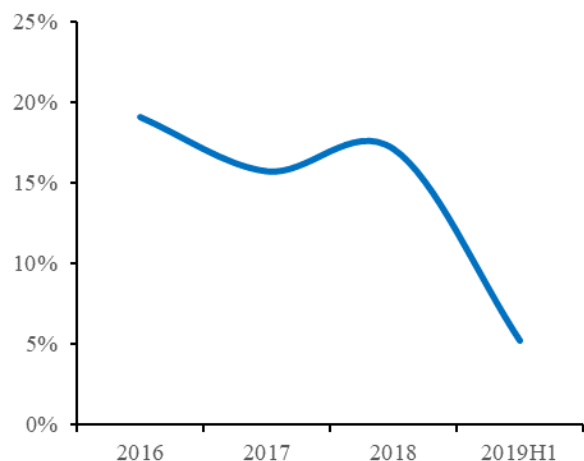
(2) **经销商考核：**公司对经销商的考核主要分为任务、结果和过程三个方面，具体涉及到形象推广、市场开发、新品推荐和提货额等，考核不达标会影响返利以及阶段性奖励。公司对经销商的利润率重视程度高，当经销商的毛利润和净利润低于公司标准值时，公司会启动对经销商的评估并探讨原因，分析利润率低是经销商能力的问题还是由于市场竞争造成投入的资源过多导致的，如若发现经销商的能力和市场发展不匹配，会对其进行有效的帮扶，若帮扶后仍没有好转公司会进行淘汰。2016-2018 年公司每年新增经销商数量超过 20%，每年的淘汰数量至少 15%。通过不断将尾部经销商更换淘汰（2018 年撤销经销商收入占当期营收的 1.73%），刺激经销商队伍活力。

图 44: 公司大部分经销商均有多年合作关系



数据来源：公司官网，东北证券

图 45: 公司经销商更换比例

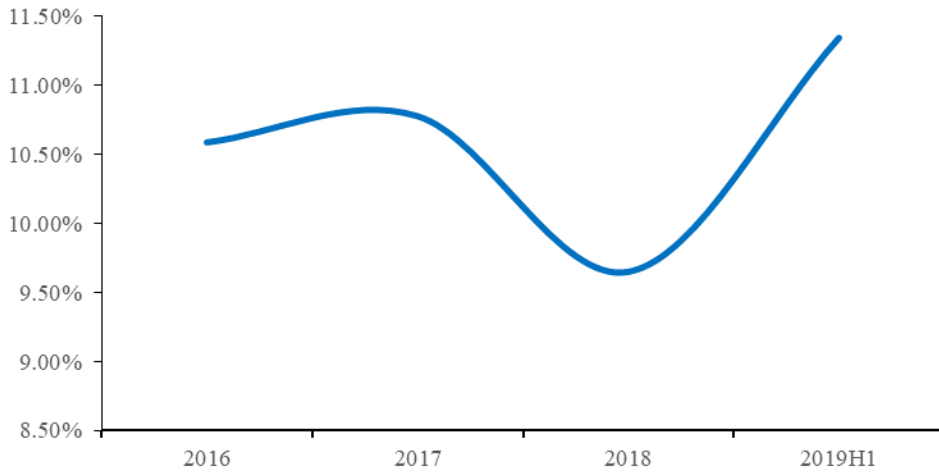


数据来源：公司官网，东北证券

(3) **经销商激励：**折扣制度是主要激励手段。公牛在统一出厂价的基础上，主要通过销售额折扣、市场开发折扣（鼓励开发网点）以及市场推广折扣（根据店招进行折扣）这三个重要考核指标对经销商进行激励。公司可以通过不同考核指标的激励制度调整引导终端经销商行为，如 2018 年折扣计提比例降低的部分原因是公司要求更注重精益化营销管理，对转换器、墙开等成熟产品的店招投放在选址、制作

标准等方面更为审慎和严格。2016-2018 年折扣收入占经销商含税含折扣收入 10% 左右，是经销商重要利润来源。

图 46: 折扣收入占经销商含税含折扣收入比例



数据来源: 公司官网, 东北证券

基于精准营销理念，借助终端网点打造立体营销广告网络。因为公牛产品的消费频次相对较低，通过电视等大众媒体进行广告宣传成本高同时消费者无法记住每个品牌的特质。公司在广告宣传方面主要采取精准营销理念，在终端售点投放“公牛”店头招牌、店内店外陈列展示和宣传物品等广告资源，利用庞大的终端网点有效传播公牛品牌形象。公牛目前在全国近 50 万家投放店招，覆盖了 50% 的网点。此营销模式难以被同行所复制，具有明显壁垒。

图 47: 公牛集团终端网络的营销广告

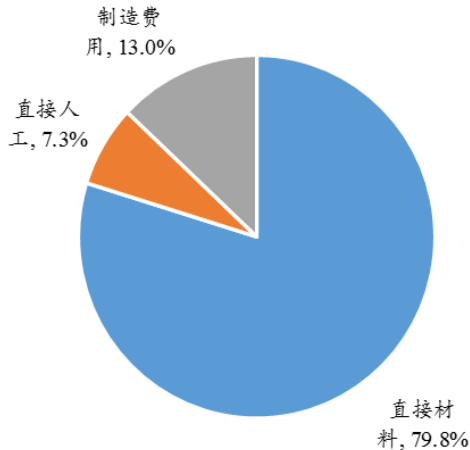


数据来源: 财经时报, 东北证券

### 3.3. 成本端具有周期性，自动化生产进一步提升效率

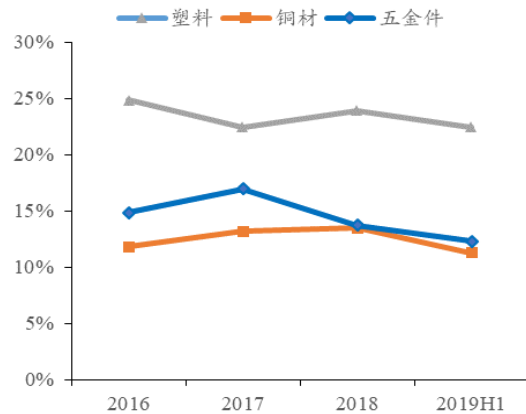
原材料占成本比重较高，成本端有一定的周期性。公司直接原材料占比高（2019年占比达78.8%），主要原材料为塑料、铜材、五金件等，考虑到原材料的价格波动周期性相对明显，将对公司毛利率形成一定的影响。从公司各产品的单位原材料成本走势看，基本与PP/铜价走势相一致，考虑到今年疫情冲击下，各类原材料价格表现弱势，公司毛利率有望维持高位。

图 48: 公司综合营业成本结构（2019年）



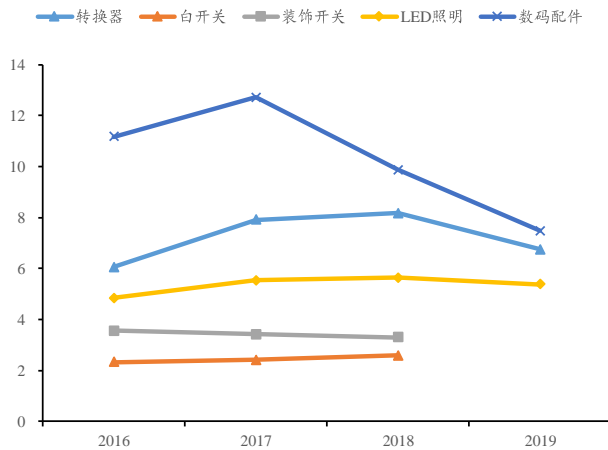
数据来源：公司官网，东北证券

图 49: 主要原材料采购占总采购比例



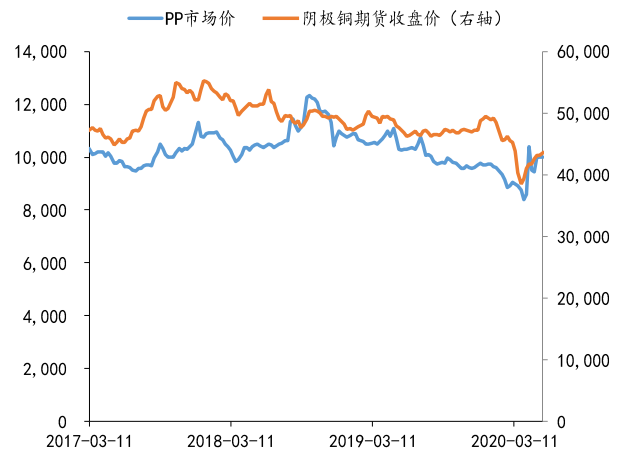
数据来源：公司官网，东北证券

图 50: 各产品单位原材料成本变化（元/件）



数据来源：公司官网，东北证券

图 51: 部分原材料价格走势（元/吨）

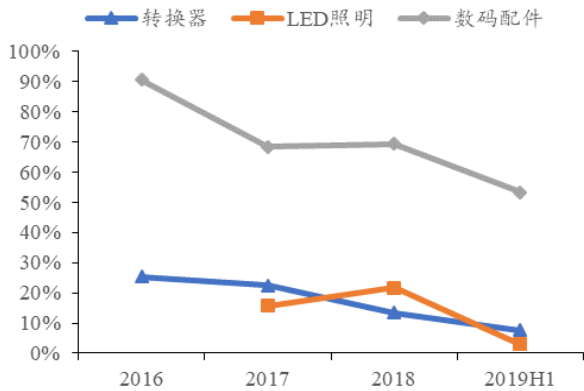


数据来源：东北证券，Wind

自制率提升，优化整体单位成本。公司在业务拓展期会采用 OEM 提升新品上市速度，后续随着产品线稳定逐步提升自制率，目前，墙壁开关均为自制（喷涂&玻璃除外），少量转换器产品采用 OEM 补充产能，数码配件自制率比例仍较低。公司近几年采购大量设备提升自制率水平，自制率提升会降低单位原材料成本和提高制造费用占比，综合来看仍会使得综合单位成本增加。以转换器为例，2019H1 主要原材料铜材/PP/ABS 采购价格分别同比下降 4.05%/6.68%/5.04%。但单位原材料同比

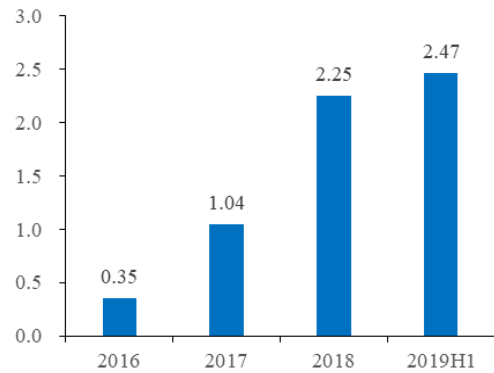
减少 11.02%至 7.26 元/件，而单位制造费用/单位人工则同比增加 17.7%/ 2.27%至 0.98/ 0.67 元/件。

图 52: 各产品 OEM 比例



数据来源: 公司官网, 东北证券

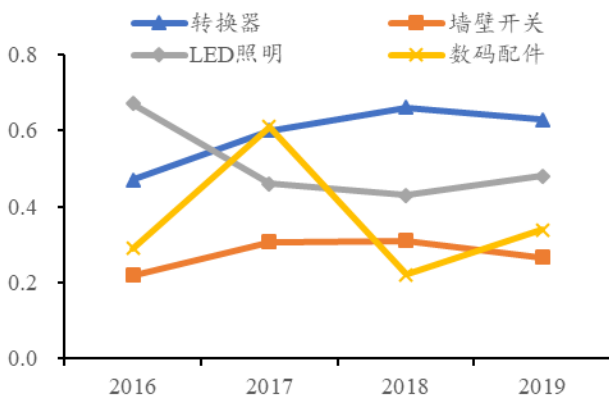
图 53: 提升自制率设备原值 (亿元)



数据来源: 公司官网, 东北证券

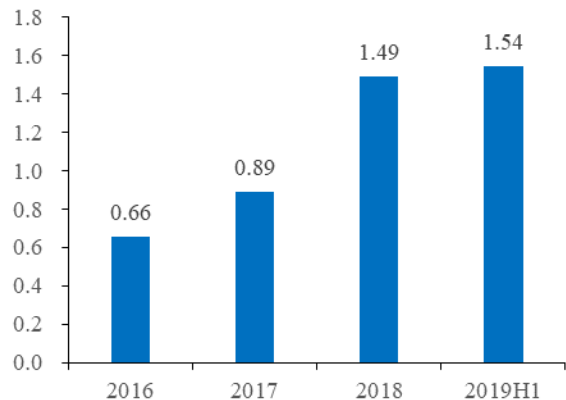
关注自动化生产对生产效率的进一步提升。公司近几年持续提升生产自动化水平，目前已经掌握了模塑一体化生产、保护门自动化生产、电源线自动化生产等技术。从实施成效来看，除转换器外（主要受自制率持续提高影响），各产品线单位人工成本持续下行。

图 54: 各产品单位人工成本 (元/件)



数据来源: 公司官网, 东北证券

图 55: 提升自动化设备原值 (亿元)



数据来源: 公司官网, 东北证券

## 4. 投资建议

预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 4.2、4.8、5.5 元，对应 PE 为 43.1X、37.8X、33.4X。公牛集团所处赛道主要为客单值较低的民用电工用品（转换器、LED 等），下游需求相对刚性，品类拓张打开成长空间，估值可对标晨光文具及小熊电器。考虑到公牛集团行业地位更为突出，市场份额及品牌影响力优势明显，可享有市场溢价，上调目标价，给予买入评级。

表 10: 可比公司估值表

公司名称	EPS				PE			
	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
公牛集团	3.84	4.24	4.83	5.46	47.51	43.05	37.75	33.42
欧普照明	1.18	1.21	1.39	1.54	23.87	21.60	18.86	16.98
苏泊尔	2.34	2.42	2.79	3.09	32.84	27.97	24.24	21.91
小熊电器	2.23	2.89	3.61	4.50	58.29	44.88	35.94	28.19
晨光文具	1.15	1.29	1.59	1.96	48.37	43.18	34.97	28.45

数据来源: Wind、东北证券

## 5. 风险提示

- (1) 新业务不及预期。
- (2) 原材料价格波动。



附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	734	3,955	6,513	9,540	净利润	2,304	2,542	2,899	3,275
交易性金融资产	857	857	857	857	资产减值准备	1	3	3	3
应收款项	197	212	242	266	折旧及摊销	197	201	227	243
存货	979	1,026	1,123	1,274	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	2,875	2,463	2,447	2,609	财务费用	-2	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>5,641</b>	<b>8,512</b>	<b>11,181</b>	<b>14,546</b>	投资损失	-106	-117	-128	-144
可供出售金融资产					运营资本变动	-109	971	-91	-2
长期投资净额	0	0	0	0	其他	13	19	17	20
固定资产	1,153	1,324	1,419	1,498	<b>经营活动净现金流量</b>	<b>2,297</b>	<b>3,619</b>	<b>2,927</b>	<b>3,395</b>
无形资产	310	323	340	357	<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-1,792</b>	<b>-458</b>	<b>-368</b>	<b>-368</b>
商誉	0	0	0	0	<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-5</b>	<b>60</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,775</b>	<b>2,131</b>	<b>2,383</b>	<b>2,632</b>	<b>企业自由现金流</b>	<b>2,172</b>	<b>1,468</b>	<b>2,561</b>	<b>2,644</b>
<b>资产总计</b>	<b>7,417</b>	<b>10,643</b>	<b>13,565</b>	<b>17,178</b>					
短期借款	0	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	1,164	1,703	1,668	1,903		2019A	2020E	2021E	2022E
预收款项	130	156	166	186	每股指标				
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股收益 (元)	3.84	4.24	4.83	5.46
<b>流动负债合计</b>	<b>1,830</b>	<b>2,454</b>	<b>2,476</b>	<b>2,815</b>	每股净资产 (元)	9.25	13.59	18.42	23.88
长期借款	0	0	0	0	每股经营性现金流量 (元)	3.83	6.03	4.88	5.66
其他长期负债	36	36	36	36	成长性指标				
<b>长期负债合计</b>	<b>36</b>	<b>36</b>	<b>36</b>	<b>36</b>	营业收入增长率	10.8%	4.0%	12.5%	11.4%
<b>负债合计</b>	<b>1,865</b>	<b>2,489</b>	<b>2,512</b>	<b>2,850</b>	净利润增长率	37.4%	10.4%	14.1%	12.9%
归属于母公司股东权益合计	5,551	8,153	11,053	14,327	盈利能力指标				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	41.4%	40.8%	41.0%	40.7%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7,417</b>	<b>10,643</b>	<b>13,565</b>	<b>17,178</b>	净利率	22.9%	24.3%	24.7%	25.0%
					运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	7.17	7.43	7.52	7.43
					存货周转率 (次)	60.76	60.56	59.13	59.88
					偿债能力指标				
					资产负债率	25.1%	23.4%	18.5%	16.6%
					流动比率	3.08	3.47	4.52	5.17
					速动比率	2.53	3.04	4.05	4.70
					费用率指标				
					销售费用率	7.2%	6.2%	6.1%	5.9%
					管理费用率	3.8%	3.7%	3.7%	3.4%
					财务费用率	-0.2%	0.0%	-0.1%	-0.2%
					分红指标				
					分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					估值指标				
					P/E (倍)	47.51	43.05	37.75	33.42
					P/B (倍)	19.72	13.42	9.90	7.64
					P/S (倍)	9.81	10.48	9.32	8.36
					净资产收益率	41.5%	31.2%	26.2%	22.9%

利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,040	10,441	11,747	13,090
营业成本	5,882	6,183	6,932	7,765
营业税金及附加	75	82	93	103
资产减值损失	-1	-3	-3	-3
销售费用	725	647	717	772
管理费用	379	386	431	446
财务费用	-17	-3	-16	-26
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	106	117	128	144
<b>营业利润</b>	<b>2,769</b>	<b>2,987</b>	<b>3,400</b>	<b>3,843</b>
营业外收支净额	-74	-16	-13	-16
<b>利润总额</b>	<b>2,695</b>	<b>2,971</b>	<b>3,387</b>	<b>3,827</b>
所得税	391	429	488	552
净利润	2,304	2,542	2,899	3,275
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,304</b>	<b>2,542</b>	<b>2,899</b>	<b>3,275</b>
少数股东损益	0	0	0	0

资料来源：东北证券

### 分析师简介:

**唐凯:** 美国纽约州立大学宾汉姆顿分校会计学硕士, 武汉大学经济学, 数学本科。现任东北证券轻工组组长。曾任尼尔森(上海)分析师, 久谦咨询有限公司咨询师, 东海证券研究员。具有5年证券研究从业经历。

**钟天皓:** 中国人民大学保险学硕士, 中南财经政法大学保险本科, 现任东北证券轻工行业研究人员。2018年以来具有2年证券研究从业经历。

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 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, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

**机构销售联系方式**

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	15213310661	jinyue@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouyingl@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wanguan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
<b>非公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn