

深挖“公牛”系列报告五

重走罗格朗之路，看民电之王如何加冕

推荐（维持）

- 新兴市场墙壁开关插座市场快速增长，民族品牌逐步发力。**2019 年全球开关设备市场规模达到 1026 亿美元，其中亚太地区所占市场份额最大，达到近 50%，2024 年预计将达到 1435 亿美元，复合增长率 6.9%，我国墙壁开关插座产品市场需求规模呈持续增长趋势，预计 2022 年市场规模将达到 261 亿元，是全球墙壁开关市场的新兴力量。全球墙壁开关插座行业主要存在三类竞争者：专业品牌大型跨国企业、区域性优质民族品牌、中低端墙壁开关制造商，其品牌价值和行业影响力逐级减弱。专业品牌大型跨国企业历史悠久，多为电气行业巨头，如罗格朗、西门子、施耐德等，销售网络覆盖全球，其中罗格朗公司在全球开关插座的市场份额达到 19%。区域性市场竞争格局较为分散，民族品牌深耕本土业务有望提高市场份额；中低端墙壁开关插座制造商产品同质化严重，市场竞争力较弱。
- 法国建筑电气王牌罗格朗：三个阶段战略布局铸就龙头地位。**罗格朗作为历史悠久的建筑电气公司，2018 年在全球 90 多个国家共实现 60 亿欧元的收入。多年来收入、利润稳定增长，盈利能力强。罗格朗的发展历程可划分为三个阶段：
 - 1) 1865-1953 年：转型升级，锁定专一领域。**从生产陶瓷开始转而锁定单一开关插座领域生产，1919 年罗格朗成立“开关插座”分公司后于 1949 年开始专攻电器开关设备生产。
 - 2) 1954-1992 年：全球规模扩张，营销强势打造。**一方面加速欧洲至全球范围收购，另一方面调整业务，建立健全营销体系。
 - 3) 1993-2019 年：创新实力强劲，收购助推加力。**通过增加研发支出和多元化经营提升营收并稳定净利润，同时横向一体化和纵向一体化并举，国际市场重要性持续增强，全球性项目 Eliot 开辟建筑电气的新纪元，旨在加快该集团物联网的部署。
- 外部并购助力罗格朗发展，全球化布局有助于产业链扩张和完善，提高公司竞争力。**
 - 1) 纵向收购：**罗格朗集团在不同领域收购了许多与其业务高度互补的公司。其在物联网领域、照明领域、养老照护领域、能源效率领域和数据中心领域加快多元化布局，提升整体竞争力。
 - 2) 横向收购：**通过收购各地区同业产品，成功切入新市场，市场份额显著提升。2006-2018 年，公司在各地市占率排名第一或第二的产品的销售额占公司收入的比例由 53% 提升至 69%，整合效果显著。
 - 3) 整合协同：**罗格朗在进入不同市场后主要通过该国的核心分销商进行产品销售，借助本地中小企业自身的销售渠道并结合当地成熟的销售平台进行合作，销售多品类产品。同时将集团的物流设施整合形成一个本地、区域和中央仓储和配送中心的网络，从而使其能够以适合其产品范围和特定地理要求的方式为市场服务。**通过持续收购整合罗格朗形成自身的核心优势：生产端，**全球产能布局，国际化分工节约成本。**产品端，**罗格朗在全球有 70 多个商业品牌，实行多品牌战略，兼顾高中低端市场，进行全方位的市场覆盖。同时公司通过内部创新和外部收购，实施多产品品类策略，提供完整的配套解决方案。**运营端，**“Push-and-Pull”式供应链策略，科学管理库存，打造国际物流平台，根据需求激励计划拓宽销售市场。
- 以罗格朗为鉴，看好公牛集团在民用电工领域的发展潜力。**复盘罗格朗发展之路，其外部并购完善产供销渠道，基于需求加大创新力度，多品牌多产品组合提供完整配套解决方案，全方位覆盖市场，完善供应链策略和全球化产能布局。公牛集团作为国内转换器和墙壁开关领域的绝对龙头，随着未来国内市场扩容，公司市场竞争力有望持续增强。渠道端，创新性推行线下“配送访销”体系，电商直销与线下直销定位清晰，逐步布局海外市场。产品端，多品类产品共同发展，积极进行市场拓展，OEM 与自产相结合，发挥规模化优势。从业绩来看，公牛集团处于快速增长阶段，毛利率较同业有一定优势，且体现出强大的费用管控能力。参考国际龙头的成长之路，我们看好公牛集团作为行业龙头的成本和渠道优势，看好其未来在国内民用电工领域保持龙头地位。
- 风险提示：**宏观经济大幅下行导致需求不振，民用电工领域市场格局发生重大变化，原材料价格大幅波动。

华创证券研究所

证券分析师：郭庆龙

电话：010-63214658
邮箱：guoqinglong@hcyjs.com
执业编号：S0360518100001

证券分析师：陈梦

电话：010-66500831
邮箱：chenmeng1@hcyjs.com
执业编号：S0360518110002

联系人：葛文欣

电话：010-63215669
邮箱：gewenxin@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	71	1.87
总市值(亿元)	5,200.65	0.79
流通市值(亿元)	3,031.47	0.63

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-0.32	0.83	-6.06
相对表现	1.31	2.77	-10.66



相关研究报告

《【华创轻工】深挖“公牛”系列报告一：探究转换器与墙壁开关插座市场空间》

2020-02-21

《【华创轻工】深挖“公牛”系列报告三：渠道管理定盛衰，解析转换器与墙壁开关渠道密码》

2020-03-03

《【华创轻工】深挖“公牛”系列报告四：以他山之石观玉，公牛 LED 业务竿头日上》

2020-03-11

目 录

一、新兴市场墙壁开关插座市场快速增长，跨国企业销售网络遍布全球.....	5
（一）全球开关设备市场规模逾千亿美元，亚太地区贡献持续增加	5
1、全球配电开关设备市场规模持续扩张，亚太地区占开关设备市场份额最大	5
2、亚太为光控制开关市场主要推动力，光控制开关市场增长率高	6
3、全球家用电器零售规模大，刺激墙壁开关市场需求	7
4、欧洲成熟市场电气行业增速下降，亚太地区有望成为全球墙开行业发展新兴力量	7
（二）墙壁开关市场跨国企业销售网络遍布全球，民族品牌深耕业务逐步提升竞争力	10
1、专业品牌大型跨国企业历史悠久，销售网络覆盖全球	10
2、区域性市场竞争格局较为分散，民族品牌深耕业务有望提高市场份额	11
3、中低端墙壁开关插座制造商产品同质化严重，市场竞争力较弱	12
二、罗格朗（Legrand）——法国电气王牌的成功之路	13
（一）公司简介： 拥有 150 年历史，销售网络遍布全球	13
（二）发展历程： 三个阶段，三种战略布局铸就今日罗格朗电气龙头	14
1、1865-1953 年：转型升级，锁定专一领域.....	14
2、1954-1992 年：全球规模扩张，营销强势打造.....	15
3、1993-2019 年：创新实力强劲，收购助推加力.....	15
（三）外部并购助力集团发展，产供销体系逐步延伸	19
1、增加纵向扩品类收购，完善上下游控制和提升竞争力	20
2、扩区域收购加速全球扩张，强强联合提高市场份额	20
3、收购有助于扩张销售渠道，供应链整合效果显著	24
（四）核心优势：全球化布局完备供应链.....	26
1、基于需求的创新：智造电气，用心于众.....	26
2、多品牌战略&多产品组合全方位覆盖市场，一体化解决方案需求	27
3、“Push-and-Pull”式供应链策略，激励计划拓宽销售市场	29
4、全球产能布局，国际化分工节约成本.....	32
三、以罗格朗为鉴，看好公牛集团在民用电工领域的发展潜力.....	34
四、风险提示.....	34

图表目录

图表 1 全球配电开关设备市场规模（亿美元）	5
图表 2 全球开关设备市场规模（亿美元）	6
图表 3 全球光控制开关市场发展规模.....	6
图表 4 全球家用电器零售额	7
图表 5 2019 年德国电子电气工业营业额（亿欧元）	8
图表 6 法国电气设备制造指数	8
图表 7 印度房地产指数	9
图表 8 印度电气开关市场规模（亿美元）	9
图表 9 我国墙壁开关+插座市场规模测算	10
图表 10 墙壁开关行业跨国企业情况	10
图表 11 罗格朗产品历年市场份额	11
图表 12 2020 年 3 月美国 Amazon 墙面开关销量预估	12
图表 13 2018 年中国墙面开关插座市场竞争格局	12
图表 14 罗格朗公司概况	13
图表 15 罗格朗发展历程	14
图表 16 罗格朗旗下主要品牌及产品	14
图表 17 罗格朗产品品类扩张历程	15
图表 18 罗格朗产品荣获多项国际设计大奖	15
图表 19 罗格朗主营业务收入稳定持续增长	16
图表 20 研发开支平均占营收的 4%-5%	16
图表 21 净利润水平保持相对稳定	16
图表 22 毛利率和净利率水平保持相对稳定	16
图表 23 各市场销售额占比	17
图表 24 各市场销售额变动	17
图表 25 罗格朗旗下品牌	17
图表 26 罗格朗 Eliot 物联网应用	18
图表 27 罗格朗 Classe300 系列产品	19
图表 28 罗格朗智能温控器获德国 iF 国际设计大奖	19
图表 29 罗格朗智能家居	19
图表 30 自 1954 年来罗格朗完成超过 160 次收购	21
图表 31 罗格朗中国经销体系	25
图表 32 罗格朗销售额（亿欧元）	26

图表 33 罗格朗内生增长率及合并收购增长率（%）	26
图表 34 罗格朗内生增长额（亿欧元）	26
图表 35 罗格朗内生增长额之差（亿欧元）	26
图表 36 罗格朗研发开支占主营业务收入的比例	27
图表 37 罗格朗养老照护领域产品	27
图表 38 罗格朗金字塔型的市场化布局	28
图表 39 集成语音助手	28
图表 40 Classe 100X: 新型的互联视频门禁系统	28
图表 41 罗格朗产品系列	29
图表 42 罗格朗产品供应链	30
图表 43 罗格朗产品供应链运作模型	30
图表 44 罗格朗库存水平（百万欧元）	31
图表 45 罗格朗存货周转率	31
图表 46 罗格朗智能家居旗舰店	32
图表 47 罗格朗智能家居旗舰店	32
图表 48 罗格朗原材料使用情况	32
图表 49 2009 年-2018 年罗格朗产能基地对比	33

一、新兴市场墙壁开关插座市场快速增长，跨国企业销售网络遍布全球

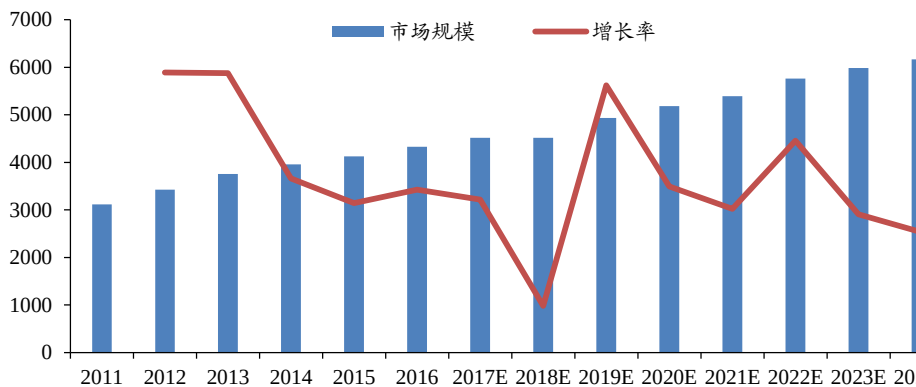
（一）全球开关设备市场规模逾千亿美元，亚太地区贡献持续增加

“墙壁开关”是指安装在墙壁上使用的电器开关。狭义上的电工产品通常仅指建筑电气中的开关、插座。广义上的电工产品一般指向终端用户提供电源电器控制的设备，包括开关插座、断路器、综合布线、安防系统等等，又称建筑电气附件。根据启动方式可将墙壁开关分为拉线开关、旋转开关、倒扳开关、按钮开关、跷板开关、触摸开关、复位开关、轻点开关；根据连接方式可将开关分为单控开关、双控开关、双极双控开关等。

1、全球配电开关设备市场规模持续扩张，亚太地区占开关设备市场份额最大

全球配电开关设备市场规模逐步增长，预计 2024 年全球市场规模将达到 6164.7 亿美元。配电开关设备是在电力系统中对高压配电柜，发电机、变压器、电力线路、断路器，低压开关柜，配电盘，开关箱，控制箱等设备进行开关控制的统称。根据智研咨询统计，2016 年全球配电开关设备市场规模为 4325.8 亿美元，预计 2024 年将达到 6164.7 亿美元，墙壁开关市场也随市场的扩张实现市场规模的扩大。

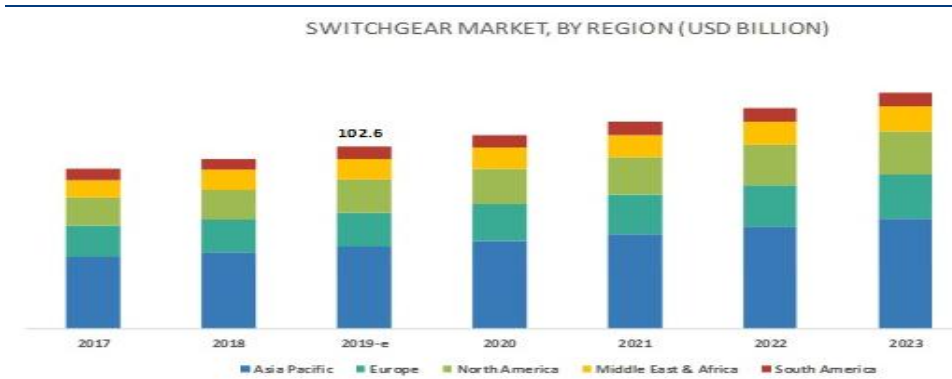
图表 1 全球配电开关设备市场规模（亿美元）



资料来源：智研咨询《2017 年全球配电开关设备市场规模情况分析总结》，华创证券

全球开关设备市场规模 2024 年将达到 1435 亿美元，亚太地区所占市场份额最大。由于目前缺乏墙壁开关细分领域的权威统计数据，可从全球开关设备市场预测墙壁开关市场总体趋势。开关设备由电力系统中包括墙壁开关在内的对高压配电柜、发电机、变压器、电力线路、断路器，低压开关柜、配电盘、开关箱、控制箱等配电设备构成。根据市场调研机构 Markets and Markets《Switchgear Market by Insulation(GIS and AIS),Installation(Indoor and Outdoor),End User(T&D Utilities ,Industries,Commercial and Residential),Voltage(Low,Medium,and High),and Geography-Global Forecast to 2024》统计，2019 年全球开关设备市场规模为 1026 亿美元，预计 2024 年将达到 1435 亿美元，实现 6.9%的年均复合增长率。从区域看，亚太地区开关设备市场规模占全球开关设备市场规模比重近 50%，其中印度电气开关市场规模也呈不断增长趋势。

图表 2 全球开关设备市场规模（亿美元）



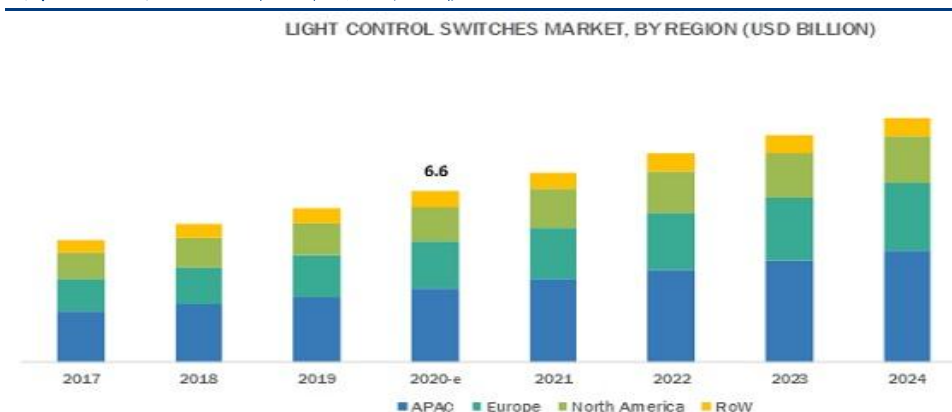
资料来源：Markets and Markets 《Switchgear Market by Insulation(GIS and AIS),Installation(Indoor and Outdoor),End User(T&D Utilities ,Industries,Commercial and Residential),Voltage(Low,Medium,and High),and Geography-Global Forecast to 2024》，华创证券

2、亚太为光控制开关市场主要推动力，光控制开关市场增长率高

全球光控制开关市场规模 2025 年将增长至 101 亿元。根据市场调研机构 Markets and Markets 《Switchgear Market by Insulation(GIS and AIS),Installation(Indoor and Outdoor),End User(T&D Utilities ,Industries,Commercial and Residential),Voltage(Low,Medium,and High),and Geography-Global Forecast to 2024》估计，随着集成照明控制系统的出现、发展中经济体正在进行和即将进行的智能城市项目、LED 越来越多的应用和降价以及全球消费者和政府对于节能的日益关注，全球光控制开关市场规模将从 2020 年的 66 亿美元增长至 2025 年的 101 亿美元，年均复合增长率为 8.9%。

亚太地区将成光控制开关市场发展主要推动力量。根据该机构预测亚太地区的光控制开关市场将以全球最高的年均复合增长率增长，这一增长主要归功于以中国和印度为代表的亚太地区正在进行的快速基础设施建设活动。光控制开关作为墙壁开关的重要组成部分，其市场规模的快速增长将推动全球墙壁开关的市场发展。

图表 3 全球光控制开关市场发展规模



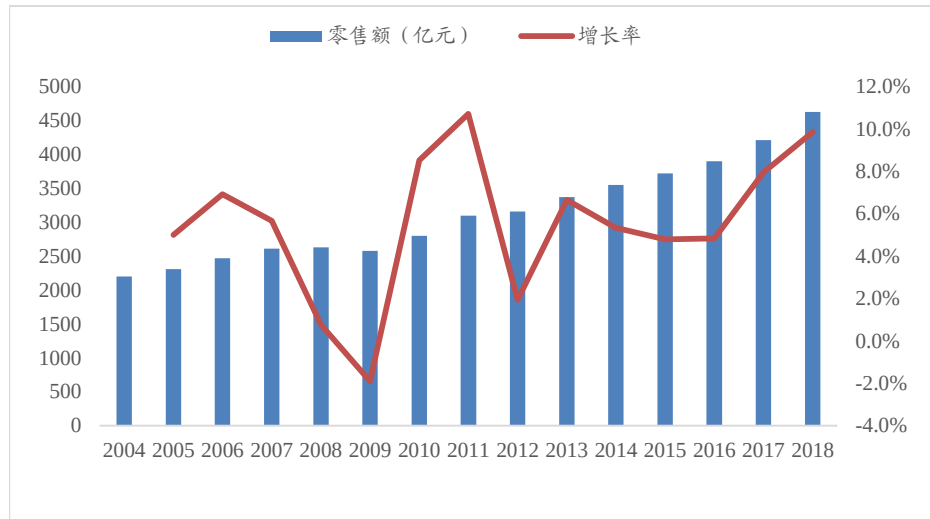
Source: Industry Expert, Secondary Research, and MarketsandMarkets Analy

资料来源：Markets and Markets 《Switchgear Market by Insulation(GIS and AIS),Installation(Indoor and Outdoor),End User(T&D Utilities ,Industries,Commercial and Residential),Voltage(Low,Medium,and High),and Geography-Global Forecast to 2024》，华创证券

3、全球家用电器零售规模大，刺激墙壁开关市场需求

家用电器市场规模的不断扩大为墙壁开关插座提供持续增长的市场需求。墙壁开关市场规模的增长主要源于家电、房地产、装修市场等行业的稳定增长，根据 Gfk 统计，2018 年全球家电零售额规模 4625 亿美元，其中大家电规模 3607 亿美元，小家电规模 1018 亿美元。2004-2018 年，大家电零售额年均复合增长率为 5.5%，小家电零售额复合增长率 5.1%。预计在全球家电、房地产和装修市场等发展的带动下，墙壁开关插座市场有望量价齐升，实现进一步增长。

图表 4 全球家用电器零售额

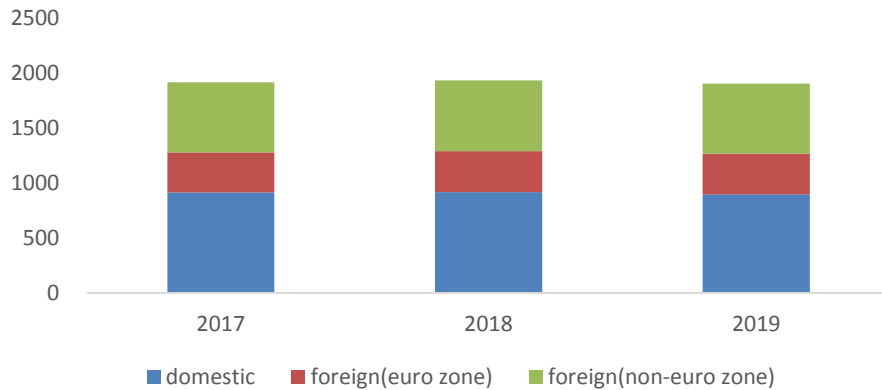


资料来源: Gfk, 华创证券

4、欧洲成熟市场电气行业增速下降，亚太地区有望成为全球墙开行业发展新兴力量

德国电子电气工业新订单及营业额有所下降，主要原因为欧元区电气行业需求收缩。根据德国电子电气制造商协会 ZVEI 于 2020 年 2 月发布的《ZVEI Business Cycle Report》，德国电子电气工业 2019 年产值较 2018 年下降 4.3%，主要原因为欧元区订单需求下降。2019 年德国电子电气工业来自国内的新订单同比增长率为-3.2%，来自国外欧元区的新订单同比增长率为-4.6%，来自国外非欧元区的新订单同比增长率为-0.8%。2019 年德国电子电气工业营业额为 1905 亿欧元，较 2018 年度下降 1.5%。德国国内 2019 年营业额为 897 亿欧元，较 2018 年下降 2.2%。德国国外 2019 年营业额共 1008 亿欧元，非欧元区为 639 亿欧元，同比下降 0.9%，欧元区为 369 亿欧元，同比下降 1.0%。包括德国在内的欧元区作为墙壁开关行业的成熟市场，拥有西门子等全球领先的电子电气工程企业，其电子电气行业整体市场规模下降可能对全球墙壁开关行业发展产生负面影响。

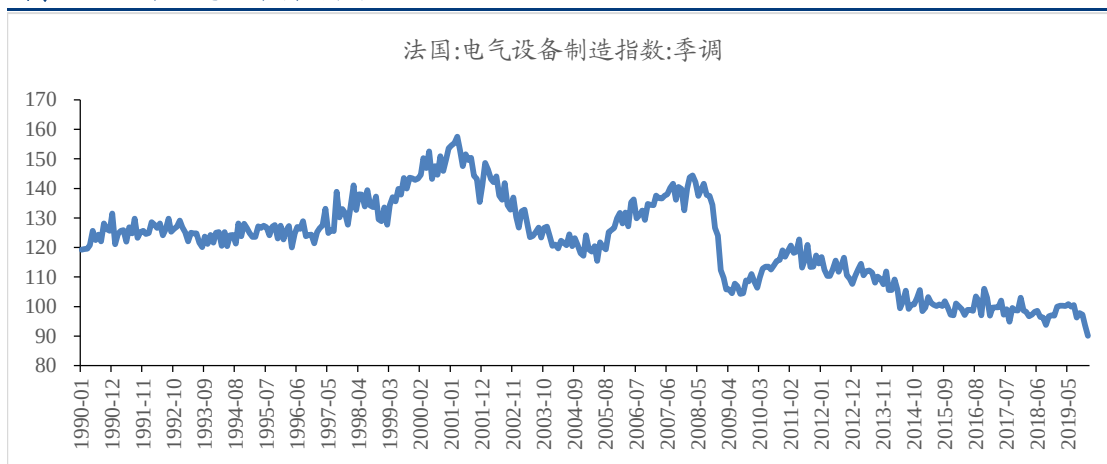
图表 5 2019 年德国电子电气工业营业额（亿欧元）



资料来源: ZVEI 《ZVEI Business Cycle Report》，华创证券

法国电气设备制造指数有所下降。法国为墙壁开关行业的成熟市场，是罗格朗、施耐德等大型电气跨国企业的注册地，近年法国电气设备制造指数的下降趋势体现法国电气市场的需求下滑，整体电气市场规模收缩不利于包括墙壁开关在内整体电气行业的发展。

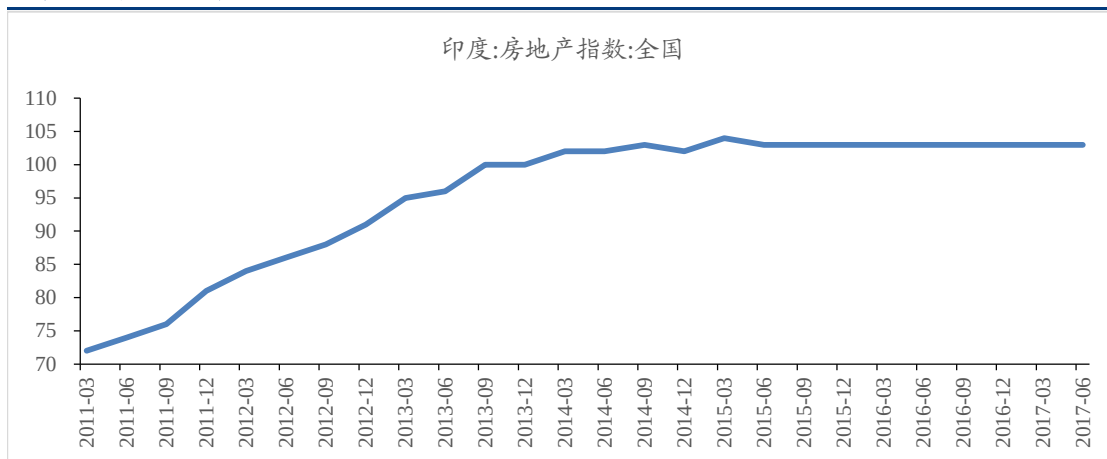
图表 6 法国电气设备制造指数



资料来源: Wind，华创证券

印度房地产行业发展底层推动电气开关市场规模扩张。房地产等行业的稳定增长是推动墙壁开关市场规模扩大的底层动因，随着印度近年不断推进基础设施建设活动，印度房地产指数由 2011 年的 75 增长至 2017 年的 103，实现高速增长。根据 Techsci Research 统计，印度将继续拓展电气开关市场规模，全球墙壁开关市场发展将得益于印度等新兴地区电气行业发展的优良态势。

图表 7 印度房地产指数



资料来源: Wind, 华创证券

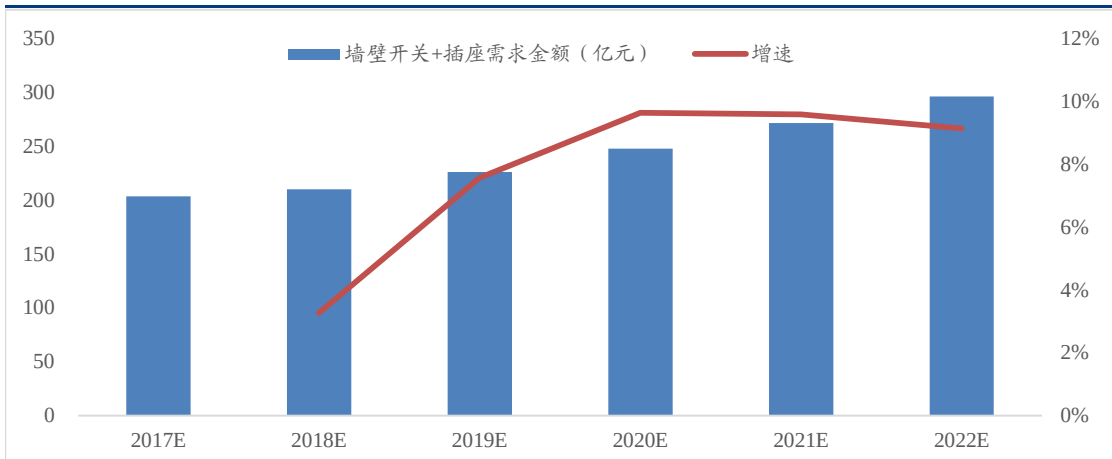
图表 8 印度电气开关市场规模 (亿美元)



资料来源: Techsci Research 《India Electrical Switches Market By Type(Modular and Non-Modular),By Application(Residential and Non-Residential),Competition Forecast&Opportunities,2013-2023》, 华创证券

我国墙壁开关插座市场百亿规模待启,有望成为全球墙开行业发展新兴力量。随着我国居民人均可支配收入以及消费水平的提高,家用电器、消费电子、房地产、装修等下游产业的持续增长,我国墙壁开关插座产品市场需求规模呈持续增长趋势,预计 2022 年市场规模将达到 261 亿元。以公牛集团为代表的民族品牌不断提升技术水平与产品品质,将进一步推动墙壁开关插座行业发展,在欧洲等成熟市场电气行业规模下滑的环境下,我国有望成为推动全球墙壁开关插座市场发展的新兴力量。

图表 9 我国墙壁开关+插座市场规模测算



资料来源:华创证券测算(详见华创轻工报告《深挖“公牛”系列报告一探究转换器与墙壁开关插座市场空间》)

(二) 墙壁开关市场跨国企业销售网络遍布全球, 民族品牌深耕业务逐步提升竞争力

全球墙壁开关插座行业主要存在三类竞争者: 专业品牌大型跨国企业、区域性优质民族品牌、中低端墙壁开关制造商; 其品牌价值和行业影响力逐级减弱。

1、专业品牌大型跨国企业历史悠久, 销售网络覆盖全球

专业品牌大型跨国企业历史悠久, 销售网络覆盖全球。根据 Market Watch 于 2019 年发布的《Electrical Market 2019: Global Industry Trends, Sales Revenue, Industry Growth, Development Status by 2025 – MRE Analysis》, 全球电气行业主要竞争者包括罗格朗、ABB、西门子、施耐德电气、松下公司、Atkore 国际控股有限公司、飞利浦、霍尼韦尔国际公司、通用电气有限公司等。其中罗格朗公司在全球开关插座的市场份额达到 19%, 西蒙有欧洲开关大王的称号, 各跨国企业在全世界的销售网络逐步扩大。

图表 10 墙壁开关行业跨国企业情况

品牌	总部	简介
罗格朗	法国	创立于 1865 年, 在全球超过 90 个国家设有分公司, 旗下经营着罗格朗、TCL-罗格朗、视得安和卡博菲等 70 个商业品牌。1919 年成立“开关插座”公司进入开关插座市场。据官方统计, 罗格朗目前在全球开关插座领域拥有高达 19% 的市场份额, 其 13 万个产品型号正畅销于全球 180 多个国家。目前旗下经营有奥特、逸远、尚韵等十余个开关插座系列。
西门子	德国	创立于 1847 年, 全球电子电气工程领域的领先企业, 世界上最大的环保技术供应商, 业务遍及全球 200 多个国家。1993 年开始生产墙壁开关类产品, 旗下睿智、灵动、品宜、映彩等十余开关系列具有耐用、环保的特点。
施耐德	法国	创立于 1836 年, 旗下包括梅兰日兰、奇胜、莫顿等著名品牌, 在全球超过 100 个国家设有分公司。其开关插座系列主要包括都会 E3000、都灵 E2000、丰尚、如意、轻点、优意、蓝韵系列, 其中 E3000、轻点定位高端, 丰尚为中端, 如意为中低端市场销量最大。
西蒙	西班牙	创立于 1916 年, 被称为“欧洲开关大王”目前在法国、巴西、中国等国成立 20 多家分公司, 销售网络遍及 50 多个国家和地区。是最早引入欧式开关插座到中国的企业之

		一，目前其投放在中国的开关插座产品主要有 50、55、58、59、60 五大系列。
ABB	瑞士	1988 年由两个历史 100 多年的国际性企业瑞典的阿西亚公司（ASEA）和瑞士的布朗勃法瑞公司（BBC Brown Boveri）合并而成，ABB 集团的业务遍布全球 100 多个国家。旗下有欧悦、德炫、德宁、轩致、德逸等开关插座系列。
松下	日本	创立于 1918 年，日本著名电子供应商，在全世界设有 230 多家公司。其开关系列可简单分为佳典纯系列和宏彩系列。

资料来源：华创证券整理

图表 11 罗格朗产品历年市场份额

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
电气产品																		
全球市场	6%					6%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	5%	5%	5%	6%
份额																		
开关、插座	18%		18%		18%	19%	19%	19%	19%	20%	20%	20%	20%					
电缆管理	16%		15%		15%	15%	15%	15%	15%	14%	14%	13%	13%					2001
系统																		
VDI, 通信	20%		18%															
和安全																		

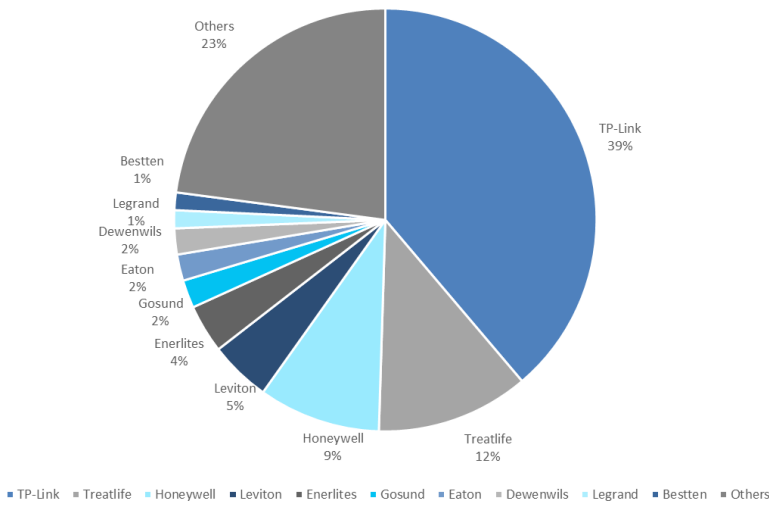
资料来源：公司官网，华创证券

2、区域性市场竞争格局较为分散，民族品牌深耕业务有望提高市场份额

全球电气市场格局较为分散，地方品牌割据一方。区域性优质民族品牌指目前销售市场主要集中在企业注册所在国家，且在国内拥有一定的市场份额发展前景看好的品牌。具体而言，包括中国区的公牛、正泰、德力西及飞雕等民族品牌，美国区的 Honeywell、Leviton、Bestten 及 Lutron 等民族品牌，以及世界各国的本土优质墙开品牌。

美国墙壁开关电子商务市场尚未被跨国企业占据，民族品牌及中国进口占主要份额。由于美国墙壁开关插座行业市场份额缺乏权威数据，且根据 Feedvisor 发表的《亚马逊消费者行为报告》，到 2019 年底，预计亚马逊在美国电子商务市场中的份额将达到 52.4%，并且占美国线下和线上销售总额的 5% 以上，因此利用亚马逊美国墙壁开关的销售数据进行分析可为研究其市场竞争提供建议。本文使用 Amazon Captain 的统计数据进行分析，该研究机构可通过 Amazon 网络实时搜索量以及 Reviews 排名预估墙壁开关插座在未来一个月内的销量。据统计美国 2020 年 3 月墙壁开关预估销量排名第一的为中国普联技术有限公司的一款智能墙壁开关，预估销量为 2503 个，且来自中国进口的墙壁开关占预估总销量的 58.3%，可见中国墙壁开关插座行业在不断拓展中国国内市场规模的同时，也在海外市场取得一席之地。美国本土的民族品牌销售量排名前列的为 Honeywell、Leviton 及 Bestten，其市场份额分别为 9.3%、4.7%、1.3%。来自大型墙壁开关跨国企业 Legrand 的市场份额为 1%，占比较小，可见美国市场未被大型跨国企业占据，主要市场份额来自美国本土企业及中国进口，民族品牌通过不断提升自身竞争力可进一步提高市场份额。

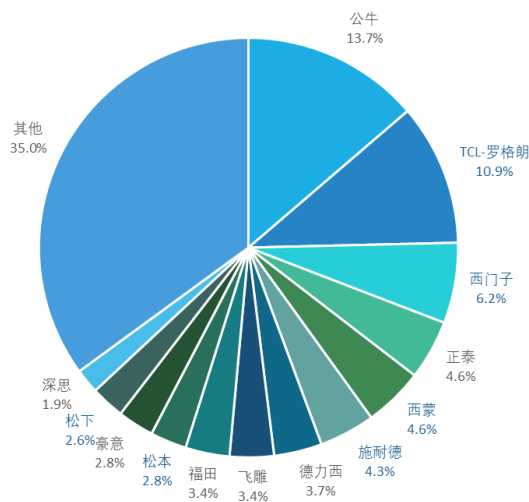
图表 12 2020 年 3 月美国 Amazon 墙面开关销量预估



资料来源: Amazon Captain, 华创证券

中国市场竞争格局分散, 跨国企业与民族品牌并存。中国墙面开关插座业内大约有 2000 多家厂商, 通过 3C 认证的国内企业达到 1400 余家。根据中国产业信息网统计, 2018 年中国墙面开关插座行业 CR5 为 40%, 竞争格局较为分散。以罗格朗、西门子为代表的跨国企业多集中于高价装饰开关市场, 白开关市场多为内资民族企业。随着以公牛为代表的民族品牌顺应市场需求, 定位装饰化墙壁开关, 充分利用成本优势且不断创新企业产品, 民族品牌有望进一步提高市占率, 中国国内市场集中度料将得到提升。

图表 13 2018 年中国墙面开关插座市场竞争格局



注: 蓝色字体代表非中国本土墙面开关企业

资料来源: 中国产业信息网《2020-2026 年中国电工电器产品市场发展规模及投资前景趋势报告》, 华创证券

3、中低端墙壁开关插座制造商产品同质化严重, 市场竞争力较弱

中低端墙壁开关插座制造商是指在企业所在地市场份额较小, 品牌知名度较低的墙开企业。以中国为例, 主要指活跃于三四线城市以及农村市场的小型墙壁开关插座制造商。这类企业通常规模较小, 产值较低, 产品同质化严重且缺乏创新能力, 市场竞争力较弱。

二、罗格朗（Legrand）——法国电气王牌的成功之路

罗格朗作为历史悠久的建筑电气公司，2018 年在全球 90 多个国家共实现 470.6 亿元的收入。多年来收入、利润稳定增长，盈利能力强。2010-2018 年的营收平均年增速约为 5.97%，呈稳定增长态势。营收主要来自美洲和亚太地区，其中美洲份额稍有减小，亚太份额逐年增加，2018 财年二者份额分别为 45.0%和 41.5%。公司从 2010 年起均维持着 50%-60%的毛利率与 10%-13%的净利率，稳中有升。2018 年，毛利率 52.15%，净利率 12.86%。渠道端，近 20 年内，罗格朗在全球范围内进行了 40 多项收购，目前公司在全球 90 多个国家设有分公司。生产端，公司处于墙壁开关产业链中游，需要购入材料进行生产，公司大部分产品为自主生产，在全球 90 多家分公司有自己的工厂。公司每年将销售额中的 4-5%用于研发，60%的投资用于关键市场的新产品。2019 年度罗格朗销售总额增长 10.4%，考虑收购后营业利润率为 20.0%，综合业绩销售增长符合目标。

（一）公司简介：拥有 150 年历史，销售网络遍布全球

罗格朗成立于 1865 年，总部设在法国的利摩日，是全球电气与智能建筑系统专家，致力于为各类型建筑提供完整电气解决方案。全球拥有超过 3,8000 名雇员，在近 90 个国家或地区设有分支机构，产品销往近 180 个国家或地区，旗下经营着 70 个商业品牌：罗格朗、TCL-罗格朗、视得安和卡博菲等，300,000 个不同系列产品包括：开关插座、智能系统、楼宇对讲、综合布线、线缆管理、低压产品等，其中开关插座、可视对讲两大领域居市场领先地位，拥有 3700 多项电气工业专利，2018 年销售额约 60 亿欧元。作为一家法国的上市公司，其股票被法国 CAC40 指数选为计算对象之一。

图表 14 罗格朗公司概况



资料来源：罗格朗集团官网，华创证券

罗格朗成立之初是一间陶瓷餐具工坊，1904 年公司改名为 LEGRAND,ALARY&JOQUEL 公司。1919 年公司开始生产陶瓷和黄杨木制电灯开关，成立开关插座分公司。1924 年公司更名为 LEGRAND&CO（陶瓷和电气设备工厂），1949 年工业家 Jean Verspieren 和 Edouard Decoster 接手罗格朗并专攻电气开关设备，1959 年随着石油热塑性塑料的发明，开始生产塑料开关。1970 年在法国巴黎上市，而后于 1990 年进入中国市场并于 2005 年收购 TCL 国际电工及 TCL 楼宇科技。2016 年实现全球销售额 50 亿欧元。罗格朗从最初只是一个简单的瓷器作坊开始，逐渐重新专注于电气布线设备，现在已经成为全球电气和数字建筑基础设施领域的专家。

图表 15 罗格朗发展历程

1865年	• 陶瓷餐具工坊成立，其后先后改名为LEGRAND,ALARY&JOQUEL、BETOULE LEGRAND&CO.、LEGRAND&CO。
1919年	• 开始生产陶瓷和黄杨木制电灯开关，成立“开关插座”分公司。
1949年	• 工业家JEAN VERSPIEREN和EDOUARD DECOSTER接手罗格朗专攻电气开关，于10年后开始使用石油热塑性塑料做开关配套。
1966年	• 在比利时建立第一家法国境外分公司。
1970年	• 罗格朗在法国巴黎上市。
1977年	• 在巴西建立第一家欧洲境外分公司，之后收购意大利知名品牌BTICINO。
1990年	• 罗格朗进入中国市场，收购了北京一家电气工厂——罗格朗（北京）电气有限公司。
21世纪初	• 罗格朗收购TCL国际电工及TCL楼宇科技，成立TCL-罗格朗国际电工（惠州）有限公司同期收购卡博菲，其后收购门禁系统视得安成立深圳视得安罗格朗电子股份有限公司、TCL低压事业成立罗格朗低压电器（无锡）有限公司。
2009年	• 罗格朗奥特系列全球同步上市中国，并继续在美国、巴西、马来西亚、印度等国收购，加快产品研发。
2016年	• 全球销售额50亿欧元。
2017年	• 罗格朗逸远系列在中国上市，也是罗格朗全球Eliot物联网项目在中国的正式启动。
2018年	• 罗格朗陆续在武汉、南京、西安、福州等多个城市开启线下旗舰店。

资料来源：公司官网，华创证券整理

图表 16 罗格朗旗下主要品牌及产品



资料来源：公司官网，华创证券整理

（二）发展历程：三个阶段，三种战略布局铸就今日罗格朗电气龙头

纵观罗格朗的发展历程，可分为三个阶段。分别为 1865 至 1953 年“转型升级，锁定专一领域”、1954-1992 年“全球规模扩张，营销强势打造”、1993-2019 年“创新实力强劲，收购助推加力”阶段。经历 150 年的发展罗格朗从 1865 年法国小城利摩日的一家陶瓷工坊逐步成长为全球 19% 的开关插座市场占有率排名第一，全球 15% 的线缆管理产品市场占有率排名第一，世界排名前五的综合布线及电路保护系统供应商。

1、1865-1953 年：转型升级，锁定专一领域

19 世纪末进入电气时代，成立于 1865 年的法国罗格朗成为伟大的电气企业之一，1919 年，罗格朗开始生产陶瓷和黄杨木制电灯开关，1959 年，随着石油热塑性塑料的发明，开始生产塑料开关。

图表 17 罗格朗产品品类扩张历程



资料来源：公司官网，华创证券整理

罗格朗的前身是由 Barjaud deLafont 先生在法国小城利摩日创办的一家陶瓷工坊。1904 年，Federic Legrand 先生接管以后，公司正式以其名字命名，同时他决定开始生产开关。1919 年罗格朗成立“开关插座”分公司后于 1949 年开始专攻电器开关设备。上世纪中叶随着欧洲战后重建进入经济繁荣增长时期，房屋建筑与装修和法国工业重建为罗格朗电器配件带来了巨大的市场需求，罗格朗开始了从欧洲至全球的收购和扩张之路。

2、1954-1992 年：全球规模扩张，营销强势打造

1) 1954 年起，公司业务扩展全球，至今进行近 160 次全球收购行为。1956 年罗格朗进行了第一笔收购，1966 年罗格朗在比利时开设法国之外的第一家分公司，1977 年在欧洲之外的巴西开设了第一家境外分公司，1984 年进入北美，1989 年收购意大利知名公司 Bticino 并在 1990 年进入中国市场。

1970 年，为了推动公司扩张，罗格朗在巴黎证券交易所挂牌上市，当年其净收入超过 1000 万法郎，而当时其国际销售净收入已占集团净收入的 19% 以上。到 19 世纪 80 年代中期，罗格朗集团收入超过 45 亿法郎，营业收入超过 5.67 亿法郎，销售商品至 22 个国家和地区，成为欧洲低压电器配件的行业领先供应商，法国以外的净收入占集团净收入的比重达到 35%。

2) 除加速收购外，罗格朗不断调整业务，建立营销体系。1949 年，罗格朗工厂在大火中被损毁，重建之后公司经营重点转向电器配件，1950 年罗格朗放弃瓷器业务。而后随着罗格朗在欧洲的扩张其在 1972 年和 1982 年开设了两家产品的分销和配送中心。上世纪八十年代，罗格朗开始研发智能家居系统，专注电气领域建设，1984 年罗格朗进入北美市场并在之后的十年时间进入委内瑞拉，加拿大和墨西哥扩张自身营销网络。

图表 18 罗格朗产品荣获多项国际设计大奖



资料来源：京东商城产品介绍

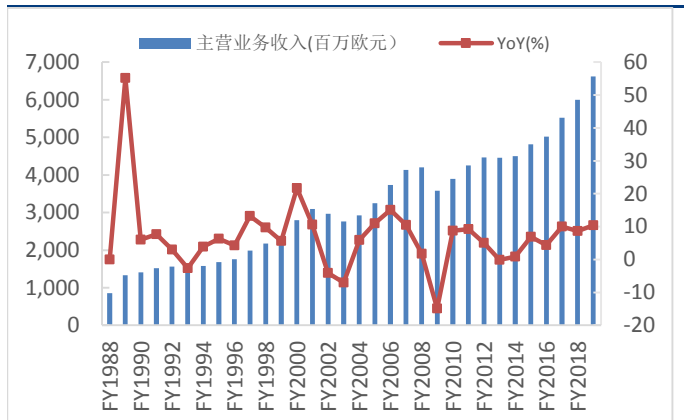
3、1993-2019 年：创新实力强劲，收购助推加力

(1) 研发支出助力营收增长，多元化稳定净利润

进入 20 世纪 90 年代，罗格朗法国的核心市场和欧洲大部分地区一样都处于低迷状态。其巴西子公司和美国子公司也由于生产设备老化而处于亏损状态。罗格朗对艰难的市场环境做出的反应是继续着眼于公司长期发展，将长期资本投资预算维持在公司年销售额的 10% 及以上，而在新产品开发上的花费多达收入的 1/3。同时继续将重点放在其电气配件市场上并开始多元化市场调整。

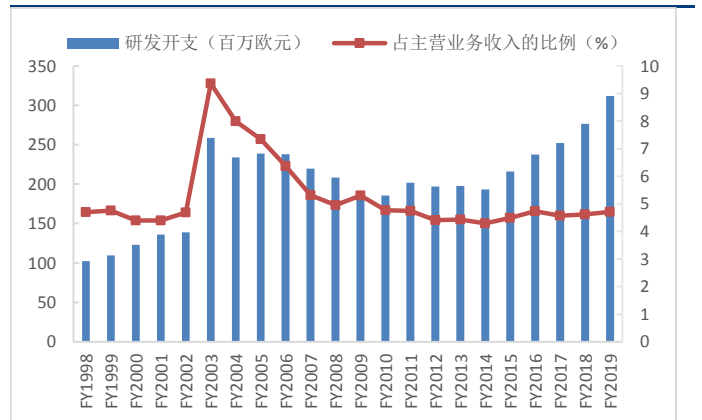
长期来看罗格朗营收实现持续稳定的增长。2002 年住宅市场和商业市场低迷对公司的需求下降，2003 年住宅市场对罗格朗产品的需求轻微上升，而商业市场则持续疲软，公司主营业务收入陷入低谷。罗格朗彼时加大力度进行研发创新，力求提高产品附加价值带领公司突出重围。从研发开支规模来看，2002-2006 年期间增速明显加大，占营收比重提升至 9.36%。

图表 19 罗格朗主营业务收入稳定持续增长



资料来源: Bloomberg, 华创证券

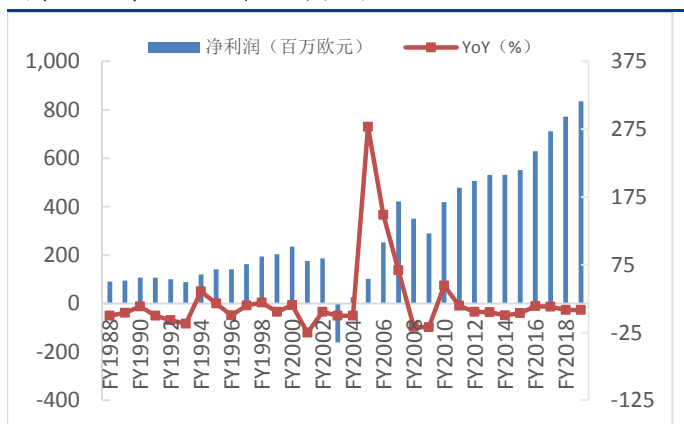
图表 20 研发开支平均占营收的 4%-5%



资料来源: Bloomberg, 华创证券

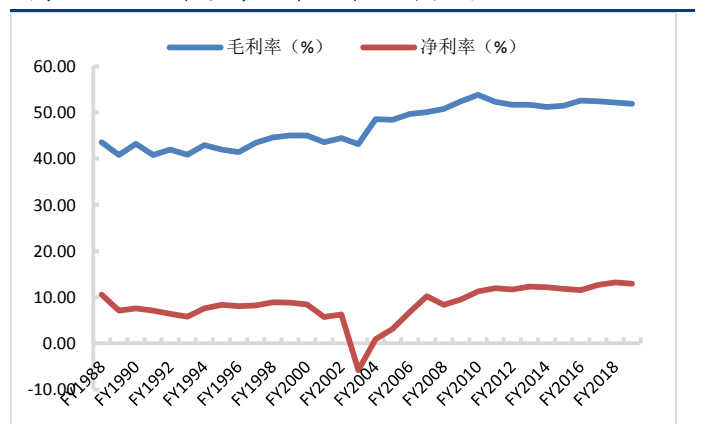
1988 年以来公司的净利率水平一直保持相对稳定，这是因为罗格朗的地理、产品、品牌战略和终端用户市场具有多样性，以及集团对不利经济条件做出有效反应的能力。在 2003 年，公司的利润率受到了显著的负面影响，主要是因为冲销部分非经常性的存货采购会计调整部分，金额为 1.258 亿欧元。

图表 21 净利润水平保持相对稳定



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 22 毛利率和净利率水平保持相对稳定



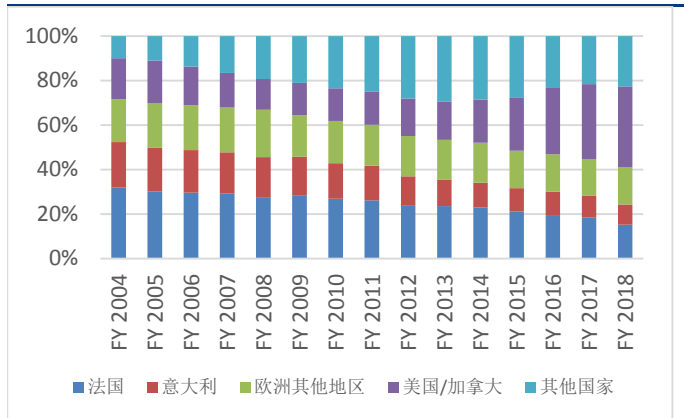
资料来源: Bloomberg, 华创证券

(2) 横向一体化和纵向一体化并举，国际市场重要性持续增强

罗格朗一直是开拓国际市场的先锋，主要通过收购其他国家的先锋企业来进行国际扩张。其在全球拥有超过 38000 名雇员，在近 90 个国家或地区设有分支机构，产品销往近 180 个国家或地区。自 1954 年以来罗格朗完成超过 160 次收购，其中 2004 年底后完成了 45 次收购。作为全球电气与智能建筑系统专家，罗格朗 1993 年开始在中国经营，2005

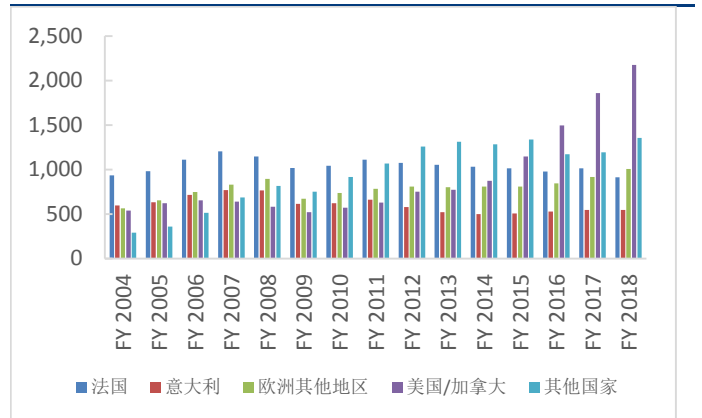
年,罗格朗全资收购中国开关名牌 TCL 国际电工, 2007 年,罗格朗再次出手收购 TCL 低压电器。20 年来依然以收购扩张见长的罗格朗,2015 年全球销售 48 亿欧元,中国区 2016 年业务收入也一直持续稳定增长,其中国优势是强大的销售能力和经销商网络,拥有罗格朗、TCL-罗格朗、视得安和卡博菲四大品牌,辐射以北京、无锡、上海、惠州、东莞、深圳和香港为中心的辽阔市场。

图表 23 各市场销售额占比



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 24 各市场销售额变动



资料来源: Bloomberg, 华创证券

除收购成长市场上的先锋企业外,为设计满足各个市场特殊需求的创新产品,罗格朗致力于纵向企业间的收购。罗格朗通过在美国收购多领域的公司,包括音像基础设施和电力领域、智能 PDU 领域、商用建筑专用照明领域等。在美国市场的销售额从 2004 年的 5.39 亿欧元增长到了 2018 年的 21.75 亿欧元,占集团总的销售额的 18.43%提升到了 36.27%,成为了罗格朗最主要的市场。

罗格朗旗下在全球有 70 多个商业品牌。罗格朗旗下的品牌既有 Legrand、Bticino 这类业务比较广泛、在全球市场进行销售的品牌,进行品牌扩展;也有 Cablofil、Zucchini 等本土品牌,实行多品牌战略,占有不同的细分市场。

图表 25 罗格朗旗下品牌

国家	品牌
法国	Legrand、Arnould、Cablofil、Debflex、Intervox、Planet Watthom、Bticino、Netatmo、Sarlam、S2S、Zucchini、URA、Alpes Technologies
意大利	Bticino、Legrand、Zucchini、Cablofil、IME
欧洲其他地区	Legrand、Bticino、Cablofil、Zucchini、Kontaktort、Electrak、Estep、Inform、Neat、Netatmo、Tynetec、Minkels、CP Electronics
美国、加拿大	Legrand、Chief、C2G、Da-Lite、Kenall、Finelite、Middle Atlantic Products、Pinnacle、Raritan、Sanus、Server Technology、Starline、Vantage、Wattstopper
其他国家	Legrand、Bticino、Cablofil、Clever、Lorenzetti、HPM、HDL、SMS、Indo Asian、Numeric、Megapower、Daneva、TCL、Shidean

资料来源: 公司公告, 华创证券

（3）Eliot 开辟建筑电气的新纪元

2015 年 7 月启动的 Eliot 项目是罗格朗的一个全球项目，旨在加快该集团物联网的部署。使越来越多的罗格朗产品互联互通，从而为用户提供一个完整、专业、系统的智能化方案，给予用户更美观、更舒适、更安全的体验。过去低压电气行业的发展大部分依赖于材料技术的发展，随着应用需求的日趋个性化和多样化，未来低压电气产品如何与物联网有机地融合在一起是主要发展趋势，互联设备的市场增长正在为建筑领域打开一个全新的时代。

2015 年，罗格朗在互联设备方面的销售收入达到 3 亿欧元，在世界上已经安装了超过 2.2 千万个信息点，有 23 个产品系列参与到物联网项目中。至 2018 年罗格朗已经有 40 多个互联网产品系列，互联设备销售额达到 6.35 亿欧元，2014 年至 2018 年间相关设备销售年均增长率为 28%。

Eliot 项目是罗格朗全球项目，主要由四大部分组成：智能互联产品、建筑基础设施、云服务和互联互通。到 2018 年底，该项目中已经有 40 多个产品种类面世。到 2020 年底，预计全球总共有 200 亿个 Eliot 产品将被安装使用。

互联设备是 Eliot 计划的三大基石之一。由互联开关与插座组成的 C é liane with Netatmo 系列体现了罗格朗努力开展智能家居方面的创新与推广。这个全新系列便于安装互联灯具、卷帘和恒温器，并利用开关，或智能手机，或者只需语音指令来实现本地或远程控制。

图表 26 罗格朗 Eliot 物联网应用



资料来源：公司官网

全新互联门禁系统 Classe 300 自 2016 年 10 月在欧洲推出以来大获成功。Classe 300 支持用户利用平板电脑或智能手机，通过免费下载且无需订阅的门禁应用来随时采取行动（查看、对话和准许进入）。罗格朗还专门针对美国市场，推出其面向商店等商业建筑领域专业照明管理的数字照明管理(DLM)互联解决方案。

图表 27 罗格朗 Classe300 系列产品



资料来源：公司官网

第二大基石：可拓展性、强大功能和安全性。对于用于通信的互联设备，它们不仅需要高性能网络，还需要建筑内部的基础设施来支持其与这些网络实现连接。通过将其全部产品系列集合在一个单独的罗格朗云中，罗格朗将增强采用云触摸的基础设施，还将推出自身的应用程序界面(API)。

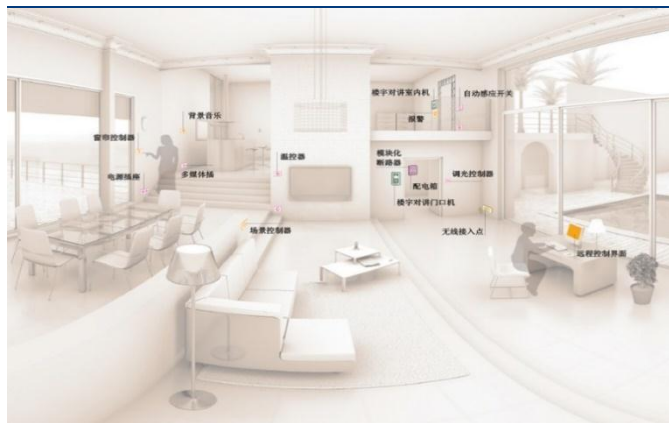
第三大基石：合作和互操作性。这是罗格朗方案的核心，重要的是推广采用可以与第三方系统整合并交换数据的开放语言的能力。罗格朗将自身定位为第三方服务缔造者，即通过可靠且耐用的电气装置来实现上述目标，通过这些装置将服务提供给客户。罗格朗与 The French IOT、Zigbee 联盟(Zigbee Alliance)、Thread Group 和法国邮政(La Poste)等组织达成了多项合作。

图表 28 罗格朗智能温控器获德国 iF 国际设计大奖



资料来源：罗格朗集团官网

图表 29 罗格朗智能家居



资料来源：罗格朗集团官网

(三) 外部并购助力集团发展，产供销体系逐步延伸

电气行业格局分散提供收购基础。约 50 % 的全球销售额是由中小型公司产生的，这些公司通常是本地公司，通常只占全球市场的一小部分份额。罗格朗 (Legrand) 在 2018 年占其全球市场的近 6 % 的份额。市场分散的部分原因是每个国家的标准和适用的技术规范以及最终用户的习惯存在差异，需为建筑物提供电气和数字基础设施所需的各种各样的产品。行业内试图统一标准以使产品能够大规模使用的尝试以失败告终。因此，传统上，电气和数字建筑基础设施产品市场的重要部分仍由小型本地制造商掌握。这种高度分散的市场结构为近 3,000 家中小型公司提供了坚实的收购前景。

1、增加纵向扩品类收购，完善上下游控制和提升竞争力

罗格朗集团在不同领域收购了许多与其业务高度互补的公司。其在物联网领域、照明领域、养老照护领域、能源效率领域和数据中心领域加快多元化布局，提升整体竞争力。

物联网领域：罗格朗重视技术创新对公司的驱动作用，2015 年启动了 Eliot 项目，这个项目促进了物联网的部署建设。2018 年收购了 Netatmo 公司，Netatmo 是法国智能家居领域的领军企业，罗格朗与 Netatmo 成功合作开发了多个智能家居管理解决方案，和 Netatmo 共同推出的 C é liane 在 2017 年的 CES 创新奖上获得了两个奖项。罗格朗 2018 年销售额约为 5100 万欧元，与 2017 年相比增长了近 37%，Netatmo 的收购通过新产品类别提升了罗格朗的竞争力。

照明领域：罗格朗通过商业、工业和机构渠道看到了专业和建筑照明领域的巨大增长。2016 年收购了 Pinnacle、2017 年收购了 Finelite、和 OCL，2018 年收购了 Kenall。Kenall 是一家为商业、工业和公共设施建筑提供创新、节能和可持续的规格等级的照明和控制解决方案的领先制造商。罗格朗的收购有利于扩大其产品组合，参与其他细分市场，有利于罗格朗在美国商业建筑照明解决方案领域中占据领先地位。

养老照护领域：随着全球人口老龄化的加剧，联合国预计到 2050 年，全球 80 岁以上人口预计将是 2018 年的三倍以上。面对老年人日益增长的需求，罗格朗加速了在养老照护领域的收购。罗格朗收购了四家公司，2011 年收购了法国的 Intervox Systems 公司，2013 年收购了英国的 Tynetec 公司，2014 年收购了西班牙的 Neat，2016 年在英国收购了 Jontek 公司。目前由这些子公司负责罗格朗的养老产业。罗格朗集团是国际市场上养老系统的领导者，养老方案针对不同的市场进行细分，第一是独居老人的远程照护；第二是养老院的全面解决方案，在养老院里面设了一些专业的设备；第三是亲属看护方案；第四是移动报警、远程看护；第五是慢性病人监护。

能源效率领域：建筑能源消耗目前约占全球总能源消耗的 35%，由于法国和美国都提出了新的能源规范，增加对环保产品的需求、减少温室气体排放。罗格朗看到在减少能源消耗、提升能源效率领域日益增长的市场需求，罗格朗针对这一需求，推出了一系列产品和解决方案，并且收购了 IME，该公司在能源效率领域非常有前景。

数据中心领域：数字基础建设作为集团增长驱动四大业务之一，随着全球数据基础建设市场需求的增长以及不断提高的节能需求，音频视频(AV)、语音数据图像(VDI)、IT 和数据中心等活动中出现了新的机会。罗格朗集团已通过收购知名品牌的方式，快速占领全球数据中心市场。2015 年收购了全球客户提供数据中心基础建设及解决方案的 Raritan，2017 年收购了数据中心智能 PDU 领跑公司 ServerTechnology 和北美视听技术领域第一品牌 Milestone，2018 年收购了中国数据中心智能 PDU 知名厂商深圳市克莱沃电子有限公司，2018 年收购了迪拜专门从事 UPS 系统的 Gement 和德国模块化数据中心制造商 Modulan，一步步增强罗格朗在数据中心领域的产品力。罗格朗可以通过转换接头以及预端光纤槽提供从机柜、冷通道到 PDU 的完美传输，为数据中心用户提供一套更优化、安全的解决方案。2019 年又收购了美国数据中心总线领域龙头公司 Universal Electric Corporation。除此之外还有美国的 Ortronics(奥创利)、Electrorack、AFCO 系统组、荷兰的 Aegide/Minkels(明克斯)、新加坡的 SJ 制造业和印度的 Valrack、PDU/KVM 和美国的 Lastar/Quiktron。罗格朗在这些专业渠道的收购为集团带来了巨大的增长机会，为集团进入网络集成商、面板制造商、音视频应用、维护等新市场提供了机会。罗格朗已经通过收购数据中心领域的知名品牌快速占领数据中心市场。

2、扩区域收购加速全球扩张，强强联合提高市场份额

通过定向收购实现增长是集团发展模式的一部分，罗格朗的增长战略部分依赖于收购提供新技术、新产品线、新市场准入和与现有业务协同的本地制造商。自 1954 年以来，该集团已收购 170 家公司。特别是 2018 年，Legrand 开展了七项外部增长业务，使集团得以拓展在法国（Netatmo 和 Defflex）、美国（Kenall）、中国、德国（Modulan）、新西兰（Trical）和迪拜（Gemnet）的业务。2018 年，新经济体占集团销售额的近 29%，最重要的国家是印度，占集团总销售额的 5% 以上。

通过收购同业产品，公司市场份额显著提升。2006-2018 年，公司在各地市占率排名第一或第二的产品的销售额占公

司收入的比例由 53%提升至 69%。集团的收购战略使其得以实现：通过收购 Milestone 和 Middle Atlantic Products，在美国的音频/视频基础设施和电力领域位居第一，目前已合并为一个部门。通过收购 Raritan 和 Server Technology 在美国的智能配电部门中处于领先地位；通过收购深圳的 Clever Electronic 在中国的智能配电部门中处于领先地位；通过收购品尼高，Finelite，Kenall 和 OCL，在美国商业建筑的规格级照明解决方案中处于领先地位；通过收购法国的 Intervox，西班牙的 Neat，瑞典和德国以及英国的 Tynetec 和 Jontek，在辅助生活市场上在欧洲排名第二。

在中国市场的收购：1990 年罗格朗进入中国市场，1993 年收购了北京一家电气工厂，成立了罗格朗（北京）电气有限公司，2005 年收购 TCL 国际电工及 TCL 楼宇科技，成立 TCL-罗格朗国际电工（惠州）有限公司，同时开始使用 TCL-罗格朗品牌，同期罗格朗集团收购卡博菲，2006 年罗格朗收购门禁系统品牌视得安，成立深圳视得安罗格朗电子股份有限公司，2007 年罗格朗收购 TCL 低压事业，成立罗格朗低压电气（无锡）有限公司。2018 年收购深圳克菜沃电子有限公司。

在美国市场的收购：罗格朗在过去十年在美国市场进行了十五次收购，扩充了集团在美国在多领域的业务。2018 年在美国的销售额占了总体的 33%。其中包括：2017 年收购了 Milestone，2011 年收购了 MiddleAtlanticProductsLegrand，罗格朗在美国的音像基础设施和电力领域占据了领头地位；2015 年收购了 Raritan，2017 年收购 ServerTechnology，罗格朗在智能 PDU 领域成为行业领先；在商用建筑专用照明领域，2016 年收购了 Pinnacle，2017 年收购了 OCL，在 2018 年收购了 Kenall、Finelite；2019 年收购了 UniversalElectric。

在意大利市场的收购：除了在法国以外，2018 年罗格朗在意大利的销售额和员工人数都位列第一，这和罗格朗在意大利市场的收购分不开。1989 年收购了意大利高端品牌 BTICINO，2005 年收购生产变压器和母线槽的 Zucchini，2010 年收购意大利 UPS 知名品牌 MetasystemEnergy，2015 年收购尖端断热保温材料 Prime-tech 和能源效率领域的 IME，2017 年收购电力公司 Borri。

在新兴市场的收购：Legrand 认为，从长远来看，随着新兴经济体发电和配电基础设施的逐步发展，新兴市场将会有巨大的增长潜力。2010 年收购土耳其 UPS 知名品牌 INFORM，罗格朗集团在近 130 个新经济体销售其产品，并在其中一半以上的经济体拥有商业和工业业务。到 2018 年底，新兴经济体占集团销售额的近 29%，其中最重要的国家是印度，占集团总销售额的 5%以上。

图表 30 自 1954 年来罗格朗完成超过 160 次收购

年份	类别							
1989	品牌	BTICINO						
	国别	意大利						
	领域	金属加工						
1998	品牌	Ortronics						
	国别	美国						
	领域	综合布线和信息网络产品						
2005	品牌	TCL 国际电工，TCL 楼宇科技	ICM Group (Cablofil)	Van Geel (除德国子公司)	OnQ	Zucchini		
	国别	中国	法国	荷兰	美国	意大利		
	领域	接线装置、VDI leader	金属电缆桥架 specialist	金属电缆管理系统 leader	住宅应用结构化管理 leader	预制母线系统 leader		
	net sales	€ 60million	€ 100million	€ 60million	\$22million	€ 50million		
	员工数	3000	500	300	100			

2006	品牌	Shidean	Cemar	RM Kabelbaner	Vantage			
	国别	中国	巴西	丹麦	美国			
	领域	视听门禁系统 No.1	供电箱和工业附件 No.1	金属电缆管理系统 leader	高端照明控制家庭自动化专家 No.2			
	net sales	€ 15million	€ 28million	€ 5million	\$20million			
	员工数	900	400					
2007	品牌	HPM	UStec	Kontaktor	Macse	TCL Wuxi	Alpes Technologies	
	国别	澳大利亚/新西兰	美国	俄罗斯	墨西哥	中国	法国	
	领域	接线装置 No.2	VDI 网络家庭式分布 specialist	断路器 leader	金属电缆管理 leader	模块化和高电流断路器 specialist	优化和衡量电力质量的系统设计 leader	
	net sales	€ 100million	\$12million	€ 35million	€ 10million	€ 20million	€ 10million	
	员工数	875	36	2400	140	700	40	
2008	品牌	PW Industries	Etap	HDL	Electrak			
	国别	美国	土耳其	巴西	英国			
	领域	天花板电缆桥架系统 specialist	VDI 机柜及附件 No.1	视听门禁系统 leader	地下电缆管理方案 leader			
	net sales	\$32million	€ 22million	€ 20million	€ 20million			
	员工数							
2010	品牌	Inform	Indo Asian Switchgear	Meta System Energy				
	国别	土耳其	土耳其	意大利				
	领域	UPS 和安全设备 leader	开关 Major player	模块化 UPS specialist				
	net sales	\$70million	€ 35million	€ 16million				
	员工数		2000					
2011	品牌	Electrorack	Intervox	SMS	Middle Atlantic Products Inc.	Megapower		
	国别	美国	法国	巴西	美国	马来西亚		
	领域	数据中心的 VDI 机柜 specialist	对接安全系统 leader	UPS 专家 leader	视听附件 leader	塑胶电缆管理 leader		
	net sales	\$23million	€ 12million	€ 80million	\$107million	€ 20million		

	员工数							
2012	品牌	Numeric UPS	Aegide	Daneva	NuVo Technologies			
	国别	印度	荷兰	巴西	美国			
	领域	小中级 UPS leader	数据中心的 VDI 机柜 leader	连接配件 leader	家用 MRA 方案 specialist			
	net sales	€ 80million	€ 36million	€ 28million	\$20million			
	员工数							
2013	品牌	Seico	S2S Onduleurs	Adlec Power	Tynetec			
	国别	阿拉伯	法国	印度	英国			
	领域	工业金属电缆 管理 leader	UPS specialist	配电板 leader	辅助生活系 统 leader			
	net sales	€ 23million	€ 20million	€ 23million	€ 15million			
	员工数							
2014	品牌	Lastar Inc.	Neat	SJ Manufacturing				
	国别	美国	西班牙	新加坡				
	领域	VDI、A/V 网 络预终止解决 方案 leader	辅助生活系 统 leader	数据中心的 VDI 机柜 leader				
	net sales	\$130million	€ 15million	€ 10million				
	员工数							
2015	品牌	Raritan Inc.	Valrack	IME	QMotion			
	国别	美国	印度	印度	美国			
	领域	智能 PDU 和 KVM 开关段 leader	数据中心的 VDI 机柜、架 子等 specialist	电气系统参 数的测量 leader	住宅照明系 统 specialist			
	net sales	\$114million	€ 10million	€ 23million	\$16million			
	员工数							
2016	品牌	Fluxpower 和 Primetech	Pinnacle Architectural Lighting	Luxul Wireless	Jontek	Trias(80% stake)	CP Electronics	Solarfactive
	国别	德国/意大利	美国	美国	英国	印度尼西亚	英国	加拿大
	领域	UPSs specialist	商业建筑照 明方案 leader	视/听基础 设施产品 leader	辅助生活平 台管理方案 specialist	电缆管理、配 电柜 specialist	节能照明控 制 leader	商业建筑自 然采光管理 specialist

	net sales	€ 9million	\$105million	\$20million	£ 3million	€ 6million	£ 24million	€ 13million
	员工数							
2017	品牌	OCL	AFCO Systems	Borri (49%)	Finelite	Milestone AV Technologies LLC	Server Technology Inc.	
	国别	美国	美国	意大利	美国	美国	美国	
	领域	建筑照明方案	数据中心的 VDI 机柜定制方案	UPS	商业建筑流行型照明系统设计	视听供电和基础设施	数据中心智能配电元件	
		specialist	specialist	specialist	leader	leader	leader	
	net sales	\$15million	\$23million		\$200million	\$464.1million	\$100million	
	员工数							
2018	品牌	Modulan (majority stake)	GemNet	Shenzhen Clever Electronic	Debflex (majority stake)	Netatmo	Kenall	Trical
	国别	德国	阿拉伯	中国	法国	法国	美国	新西兰
	领域	数据中心定制机柜	UPS	数据中心智能配电元件	电气设备 DIY	家用连接物	照明方案	电气和数字配电板、机柜
		specialist	specialist	leader	leader	leader	leader	leader
	net sales	€ 8million	€ 4million	€ 24million	€ 35million	€ 51million	\$100million	€ 6million
	员工数							
2019	品牌	Universal Electric Corporation						
	国别	美国						
	领域	母线槽制造						

资料来源：罗格朗集团官网，华创证券

纵观罗格朗收购历史，公司在进行区域扩张的同时，吸收电气行业各专业领域领军品牌，获得该品牌市场地位和市场份额，以巩固电气安装，生活、工作信息网络的全球领导地位，具备完整的控制、命令、电缆管理、节能以及语音、数据和图像（VDI）生产与销售网络，实现从住宅到商业建筑的拓展，并逐步进攻数据中心领域，提供专业化定制服务，同时着眼于高增长市场，具有强大的发展动力和光明的发展前景。

3、收购有助于扩张销售渠道，供应链整合效果显著

罗格朗的收购进程要严格经过多种标准评估，要衡量收购行为是否能补充集团现有的业务活动、增加其当地市场份额、扩大其生产范围、进入具有高增长潜力的市场。收购标准主要包括：收购价格等于同一行业或同一市场公司的估值倍数，全面整合之后对净收入有积极的影响，在三到五年内能实现价值创造——投资资本回报高于加权平均资本成本。

罗格朗在进入不同市场后主要通过该国的核心分销商进行产品销售。这些分销商专门从事电气和数字设备的销售，拥有较为专业的知识或市场覆盖，或专门从事特定领域的销售（IT，VDI 等），或特定的分销渠道比如电子商务等。

专业化的分销商仍是集团的主要分销渠道，这些渠道的建立需要借助被收购企业自身的销售体系。以罗格朗在中国的销售为例，罗格朗在全国共设有 45 个办事处，并且针对这些办事处设立了根据各不同区域的 170 家核心经销商。核心经销商是罗格朗在销售一线的主力，同时核心经销商的客户群中又有六千多家家的分销商。并且罗格朗是行业里最早发起第三方开发模式的企业。2000 年初，在欧洲就已经把罗格朗的系统协议开放给所有的第三方进行二次开发。所以现在市面上可以买到很多能与罗格朗配套的第三方产品，包括软件产品、硬件产品和一些系统产品。这种模式在中国已经落地，而且现有中国品牌已经直接跟罗格朗系统对接，这也是罗格朗能够占据中国市场非常重要的原因之一。

图表 31 罗格朗中国经销体系



资料来源：罗格朗集团官网

2008 年至 2018 年的 10 年间罗格朗进行了 48 次收购，对外投资超过 39 亿欧元，收购对象大部分为中小企业。罗格朗集团现有所开发市场价值超过 1000 亿欧元，而 2008 年约为 600 亿欧元，其市场仍然高度分散。实际上罗格朗约 50% 的全球销售额是由中小型企业完成的，这些公司通常是本地公司，通常只占全球市场的很小份额。市场分散的部分原因是每个国家的标准和适用的技术规范以及最终用户的习惯存在差异，以及为建筑物提供电气和数字基础设施所需的各种各样的产品的差异。试图统一标准以使产品能够大规模使用的尝试往往很难成功，尤其是在欧盟内部，这主要是由于仅用有限的附加值替换现有的电气网络所需的投资规模很大。因此，传统上的电气和数字建筑基础设施产品和系统市场的重要部分仍由小型本地制造商掌握，这些制造商和国家内部的经销商关系密切，相比直接进入一个国家的市场进行销售渠道扩张，借助本地中小企业自身的销售渠道并结合当地成熟的销售平台进行合作无疑更为有效。

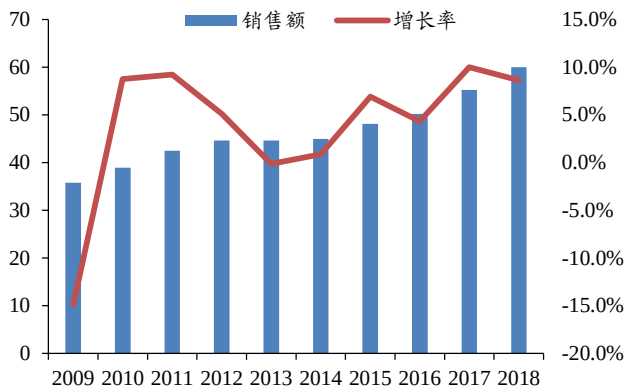
罗格朗全球供应链的发展目标是在客户要求的时间范围内交付产品，同时优化运输和仓储成本以及库存水平。为此罗格朗将集团的物流设施整合形成了一个本地、区域和中央仓储和配送中心的网络，从而使其能够以适合其产品范围和特定地理要求的方式为市场服务。

罗格朗的产品供应过程基于中央分发资源计划（DRP）工具，该工具可以对需求进行整合提前记录每个子公司的库存和预测以及本地客户订单，以便在全球范围内计划采购，从而优化成品库存水平，是工业设施使用基于制造资源计划概念的工具。这种方式可以使得生产进一步满足客户需求同时促使产能匹配相关采购计划，罗格朗继续通过例如数据分析的方式将其供应链数字化，以改善库存水平和客户服务能力。该系统使罗格朗能够将库存价值与合并销售的比率从 1990 年至 2002 年的平均约 17% 降低到 2003 年至 2018 年的平均约 14%，确保为其分销商提供高质量的服务。

收购企业协同效应促进企业销售额增长。罗格朗的销售额从 2009 年的 36 亿欧元增长至 2018 年的 60 亿欧元，其从未停下的收购战略带来的合并范围的扩大是重要助力。罗格朗合并收购增长率始终维持在大于 0 的水平，且自 2012

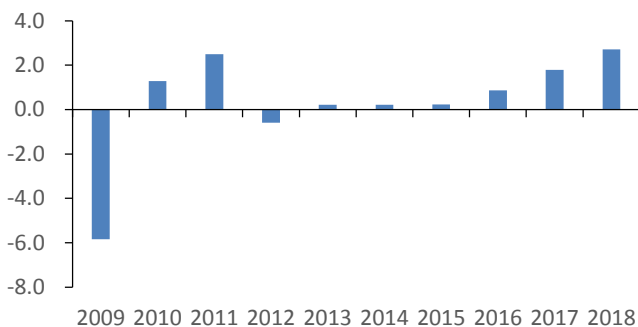
年后一直高于公司内生增长率，为总体销售额的长期增长作出贡献。通过比较罗格朗历年的内生增长额，可以看出合并范围的逐年扩大对企业内生增长存在较大的积极促进作用，使企业由 2009 年-5.8 亿欧元内生增长额增长至 2018 年的 2.7 亿欧元内生增长额。通过比较罗格朗历年内生增长额之差可以看出新收购企业的销售表现。如 2018 年内生增长额与 2017 年内生增长额之差代表着 2017 年新收购企业销售额的总体增长情况，可见合并带来的协同效应对历年新收购企业的销售表现具有促进作用。

图表 32 罗格朗销售额（亿欧元）



资料来源：公司年报，华创证券

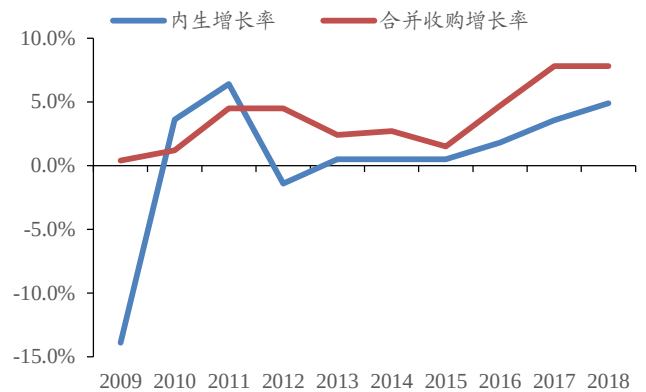
图表 34 罗格朗内生增长额（亿欧元）



资料来源：公司年报，华创证券

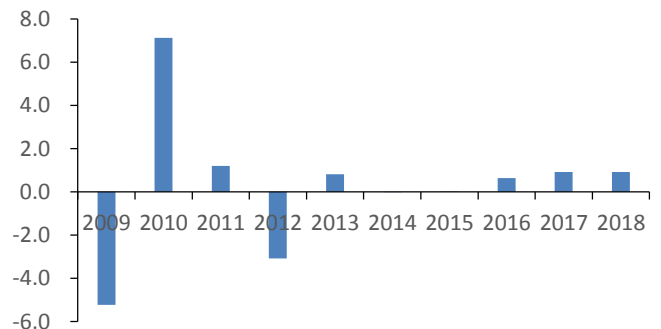
注：内生增长额=当年内生销售收入-上年总销售收入

图表 33 罗格朗内生增长率及合并收购增长率 (%)



资料来源：公司年报，华创证券

图表 35 罗格朗内生增长额之差（亿欧元）



资料来源：公司年报，华创证券

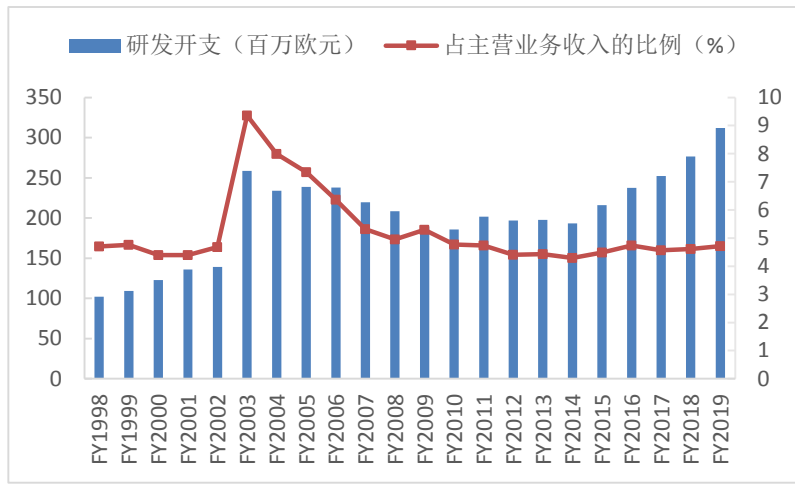
注：内生增长额之差=当年内生销售收入-上年内生销售收入

（四）核心优势：全球化布局完备供应链

1、基于需求的创新：智造电气，用心于众

罗格朗凭借 150 年电气领域的专业经验、国际化视角与资讯，共享全球的研发资源，能快速准确的识别和发现客户的需求。平均每年将 4%-5% 的销售额用于创新研发，在 1700 种不同的系统和技术中享有 3700 多项专利。不断与消费者研究团队紧密合作，在感应、语音、肢体等控制方式的创新运用，满足人们对安全、舒适和艺术的需求；罗格朗一直关注新技术和新材质的应用，美学与科技相结合。2013 年罗格朗尚韵产品获得了 CDA 中国设计至尊奖；2014 年 BTicino 医用床头设备获得“红点”设计奖。在过去的 10 年中，来自新业务部门的集团销售额所占比例翻了一番，达到 38.6%。

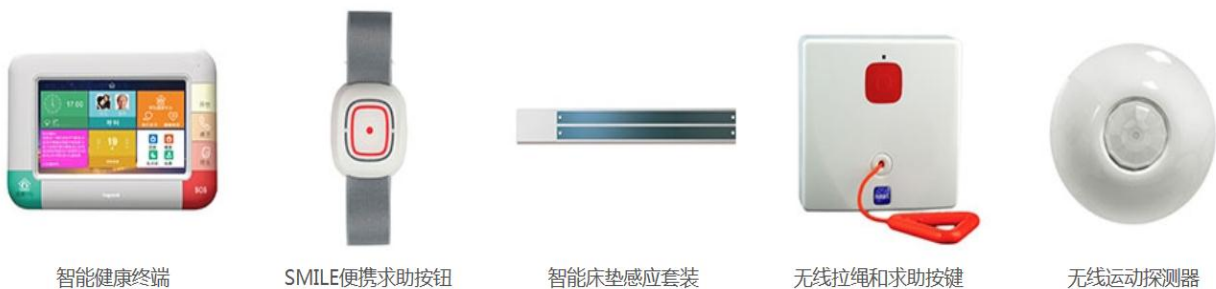
图表 36 罗格朗研发开支占主营业务收入的比例



资料来源: bloomberg, 华创证券

宏观趋势为罗格朗带来新的增长机会。随着全球老龄化的不断加剧,罗格朗在养老照护领域也不断耕耘,建立了全面的养老方案,针对不同的市场进行细分,第一是独居老人的远程照护。第二是养老院的全面解决方案,在养老院里面设了一些专业的设备。第三是亲属看护方案。第四是移动报警、远程看护。第五是慢性病人监护。

图表 37 罗格朗养老照护领域产品



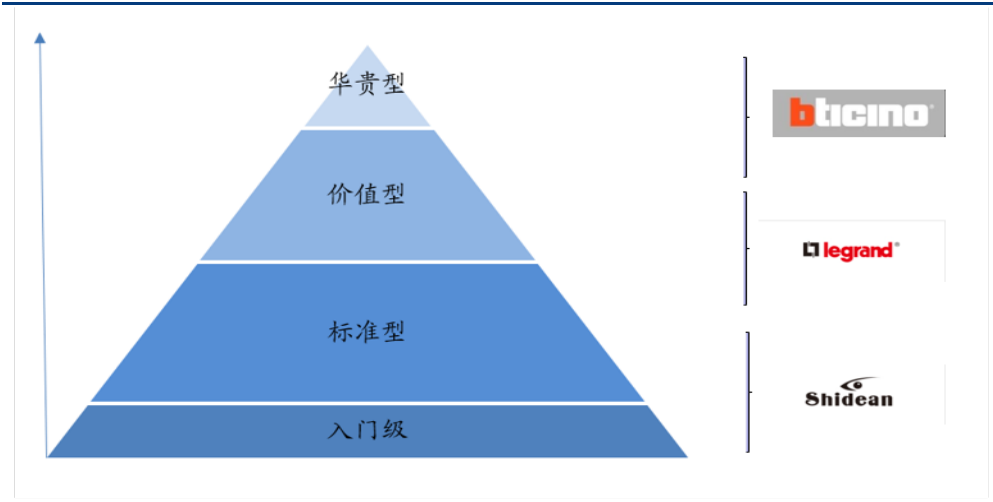
资料来源: 罗格朗集团官网, 华创证券

2、多品牌战略&多产品组合全方位覆盖市场,一体化解决方案需求

罗格朗旗下在全球有 70 多个商业品牌,实行多品牌战略。罗格朗旗下的品牌既有 Legrand、Bticino 这类业务比较广泛、在全球市场进行销售的品牌,进行品牌扩展;也有 Cablofil、Zucchini 等本土品牌,实行多品牌战略,占有不同的细分市场。

罗格朗在价格定位方面,兼顾了高端和中低端市场,全方位的市场覆盖。罗格朗拥有 300,000 个不同系列产品包括:开关插座、智能系统、楼宇对讲、综合布线、线缆管理、低压产品等,产品品类非常丰富。比如在楼宇对讲系统中,Bticino 品牌专攻国内外高端市场,Legrand 品牌专攻中高端市场,视得安品牌专攻中国国内中端市场。

图表 38 罗格朗金字塔型的市场化布局



资料来源：华创证券整理

罗格朗平均每年将 4-5% 的销售额用于创新研发，定期为其产品系列研发新产品和更高附加值的产品。2015 年罗格朗启动的 Eliot 项目致力于互联设备发展。与 Netatmo 共同推出的 Cēdiane 在 2017 年的 CES 创新奖上获得了两个奖项，2019 年 CES 推出了内置亚马逊语音助手的 LivingNow 控制器和新型的互联视频门禁系统 Classe 100X。LivingNow 控制器使用了流畅的线条，简约的风格设计，除亚马逊人工智能 Alexa 的所有常见功能之外，还同时具备了灯光和卷帘的语音控制功能。Classe100x 可以以智能手机、平板电脑或汽车做为载体，通过语音或图像、现场或远程来控制对家庭的访问。

图表 39 集成语音助手



资料来源：罗格朗集团官网

图表 40 Classe 100X: 新型的互联视频门禁系统



资料来源：罗格朗集团官网

Legrand 也很重视推出低端产品来满足市场的需求。例如，2018 年，它在巴西推出了新的用户界面 ranges PIAL+, 在黎巴嫩推出了 Defineo, 在印度推出了 DMX-SP 2500 断路器，在非洲和中东推出了 XL3N 630 电柜，用于能源分配解决方案领域。该集团还在全球推出了其 LCS3 数字基础设施解决方案，以及 Keor T Evo 和 Daker+ UPS 系统。

罗格朗的产品品类非常丰富，罗格朗不仅仅能够提供低压保护电器、智能家居和开关面板等电气产品，产品领域还包括线缆管理、智能系统、楼宇对讲、吊顶电器不间断电源系统（UPS）、机柜和综合布线等非常多的产品系列。80 多个产品分类中拥有超过 300,000 个产品，满足不同领域不同需求。罗格朗的产品线在持续扩展，一方面通过并购扩张产品线：例如收购卡博菲，成为全球最大的网络式桥架供应商；收购奥利创，成为全球数据通信网络领域领先供应商；收购深圳视得安，进入中国可视科技领域。另一方公司通过持续不断的新品开发扩张产品线。在全球 180

多个国家，面对不同行业标准、工作方式的情况下，罗格朗产品依然能很顺畅的与其他产品或系统进行整合，被全球市场证明的高兼容性和易用性。

在住宅、酒店、数据中心、写字楼、工业、教育、养老、样板工程领域，罗格朗都有**完整的配套解决方案**，以满足不同环境和功能要求；一体化的解决方案简化了合作过程，降低客户成本和风险，同时确保了不同产品之间衔接和兼容；与各类型的第三方合作伙伴合作，为不同解决方案提供所需的系统与服务。

图表 41 罗格朗产品系列

开关插座	智能系统	综合布线	低压电器	楼宇对讲	智慧养老	线缆管理	其他
• 奥特系列 • 逸远系列 • 逸享系列 • 尚韵系列 • 逸景系列 • 仕典系列 • 逸典系列 • 朗淳S系列 • 尚超系列 • 尚喆系列 • 美涵系列 • 美淳系列 • 排插 • USB夜光快充	• 智能家居 • 智能建筑 • 酒店客房控制系统 • 逸远IOT	• LCS³综合布线系统 • LCS²综合布线系统铜缆系统 • C³综合布线系统铜解决方案	• 低压电器元器件 • 低压成套开关设备	• Colore IP 系统 • D9000系统 • D2009系统 • 凯蕴IOT	• 居家养老 • 机构养老	• 工作区线缆解决方案 • 卡博菲桥架	• UPS不间断电源 • 吊顶电器 • 家庭信息箱

资料来源：罗格朗集团官网，华创证券整理

3、“Push-and-Pull”式供应链策略，激励计划拓宽销售市场

罗格朗在近 90 个国家有制造和营销基地以及子公司。罗格朗负责销售和运营营销的前台部门分国家进行组织，以满足不同市场在与经销商、电气安装商、产品指定商和最终用户关系方面的具体要求。罗格朗充分将权力下放给当地的管理层，这种组织结构的目的是制定适宜当地的销售战略，提高商业利润、优化每个国家的营运资本要求。后台部门一般由集团集中组织，公司总部统筹公司战略与发展、财务、IT 和人力资源，由运营部门负责创新、研发、制造、采购和供应链，并指定全球关键管理人员，在世界范围内建立内控规则，并协调风险管理流程。这种组织结构的目的是，在集团层面制定战略、优化行业组织结构、加快新产品开发、控制资金使用、调整集团资源以适应业务。

罗格朗渠道工作流程为：罗格朗制造商向分销商销售产品，分销商又将产品销售给负责在最终用户建筑中安装产品的电气安装商。这主要是一项由需求流动驱动的业务，因为电工每周从分销商处购买产品的数量取决于他们的需求。产品指定者在这条链中扮演着积极的角色，他们会针对产品的选择向电气安装人员和最终用户提供建议。大多数国家的电气产品和系统分销结构使罗格朗能够将其产品输送到分销商的集中分销中心，从而受益于罗格朗在全球各地的电气市场和零售渠道基础设施。

罗格朗分销链的主要角色包括通用和专业分销商、电气安装商、产品指定人、终端用户：

1) 通用和专业分销商（IT、VDI、Web 等）：罗格朗的分销商长期占其合并净销售额的 95%以上。罗格朗的专业分销商拥有广泛的专业知识或专门从事特定领域（it、VDI 等），或电子商务等特定的新分销渠道。通用分销商和专业分销商的销售额在集团 2018 年合并销售额中占比巨大。罗格朗与其电气设备分销商，特别是与其两大分销商 Sonepar 和 Rexel electrical product distribution Group 建立了牢固的长期商业关系，2018 年，Sonepar 和 Rexel 的销售额占集团

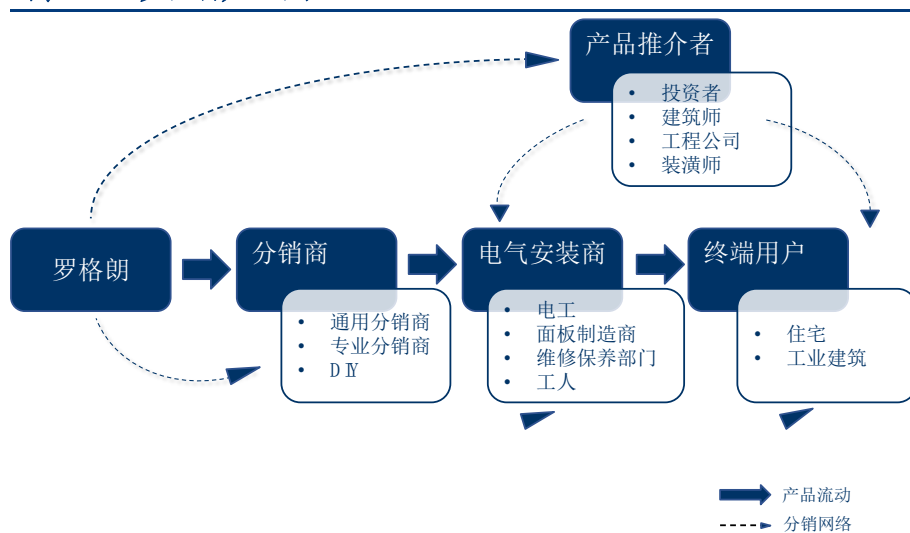
合并销售额的 18%以上。

2) 电气安装商：是购买、安装和使用罗格朗产品的专业人士和个人。专业类别包括电工、企业主、面板制造商和工商公司，其业务活动与电气产品和系统的安装有关，他们通常也是集团的产品指定人。

3) 产品指定者：通常为建筑师、装饰设计师和设计公司，他们通过向终端用户推荐产品安装或在某些建筑项目的设计中对产品进行详细说明，来满足终端用户罗格朗产品的需求。

4) 终端用户。

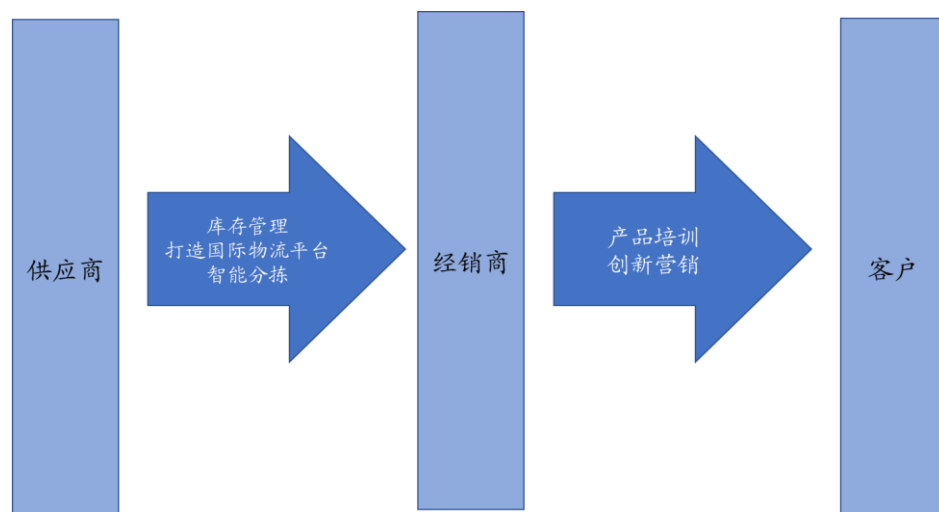
图表 42 罗格朗产品供应链



资料来源：公司年报，华创证券整理

采取推式供应链和拉式供应链相结合的策略。在从商品供应商到经销商的一层采用推动式策略，从经销商到最终客户的一层采用拉动式策略。推动式供应链是以根据产品的生产和库存情况，有计划地把商品推销给客户，其驱动力源于供应链上游制造商的生产。拉动式供应链是以客户为中心，比较关注客户需求的变化，并根据客户需求组织生产。罗格朗的“推-拉”战略：目标是在供应链的每一层为其产品和系统创造需求，降低库存、减少浪费，做到精益生产，进而提高市场竞争力，获得良好的市场回报。

图表 43 罗格朗产品供应链运作模型

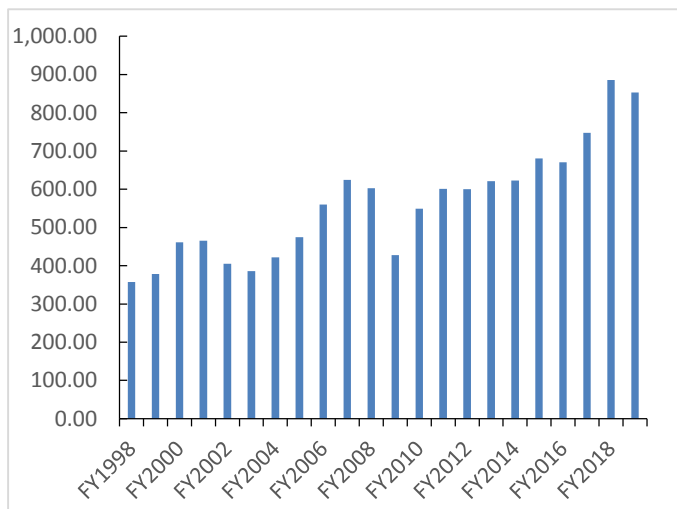


资料来源：公司年报，华创证券整理

(1) 罗格朗通过推动策略将产品出售给电气设备经销商，目标是在客户要求的时间内交付产品，同时优化运输和仓储成本和库存水平。主要包括：

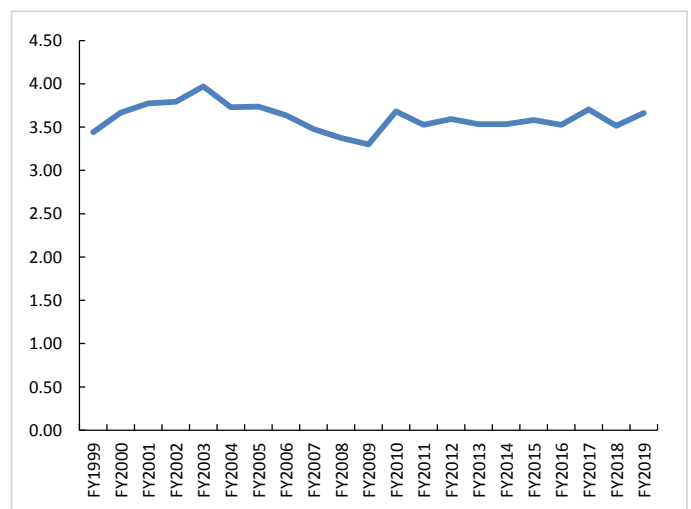
库存管理：罗格朗集团从新产品设计阶段开始研究采购、生产和分销周期，依据订单进行生产和分销预测、确定库存水平阈值。同时子公司每天都可以访问一些主要经销商的库存水平，如果库存水平下降到低于预先确定的阈值，则立即准备和发送新库存；在法国，许多经销商同意维持某些罗格朗优先级产品的永久库存。罗格朗则确保在库存中保留了大量的未确定优先级产品，确保能够迅速满足经销商的订单。例如，在紧急情况下，经销商没有库存的产品可以通过快递服务在 24 至 48 小时内送达。在罗格朗优秀的库存管理水平下，库存水平随着公司的扩张和销售的增长从 1998 年的 357.34 百万欧元上升到 2019 年的 852.6 百万欧元，存货周转率稳定在 3.5 左右。

图表 44 罗格朗库存水平（百万欧元）



资料来源：bloomberg，华创证券

图表 45 罗格朗存货周转率



资料来源：bloomberg，华创证券

打造国际物流平台：罗格朗通过国际物流平台管理其国际分销，形成了区域和中央存储和配送中心，并从物流平台上分发产品。这些平台和罗格朗在全世界的子公司通过网络连接，可以每天同步库存，使其能够服务于适合的产品范围和地理位置的市场，从而缩短了产品与客户之间的距离，改善了服务质量，并显著缩短了交货时间。**智能分拣：**为了优化物流链，罗格朗在将产品分发给法国的电气设备分销商之前，会对其产品进行预分类，减少了经销商必须完成的准备工作，减少了配送错误并降低了处理成本，使罗格朗面对经销商更具有竞争优势。

(2) 在供应链中从经销商到电气安装人员、产品专家和最终用户的层次下采用拉式策略。拉式策略中生产和分销是由需求驱动的，要以客户为中心、关注客户的需求变化。因此，罗格朗把大部分营销工作的重点放在开发和维持其产品的需求上，积极地向电气安装人员、产品专家和最终用户推广产品。

罗格朗通过创新的营销活动来推广其产品，刺激终端用户的需求。设立多品牌概念店和体验中心，参观者在其中体验罗格朗独特的创新和设计，比如为了让客户更好地了解和认识 Bticino 智能家居系统，视得安罗格朗通过体验厅的方式呈现其智能家居强大的系统功能和豪华的外观气质。罗格朗还不断完善其在全球的社交网络和公司官网的运营，来发展与最终用户的关系。2018 年，罗格朗集团网站的总浏览量超过 1.21 亿，而 Legrand 的 YouTube 视频浏览量超过 4000 万次。

图表 46 罗格朗智能家居旗舰店



资料来源：罗格朗集团官网

图表 47 罗格朗智能家居旗舰店



资料来源：罗格朗集团官网

罗格朗为合作伙伴和客户提供培训，从而更好地为用户提供信息。罗格朗全球共有 20 多家培训中心为电气行业人士提供培训，罗格朗在意大利、印度、巴西、英国、智利和迪拜等多个国家都开展了培训项目。2014 年至 2018 年间，近 80 万名客户接受了罗格朗提供的培训。这些培训项目旨在通过使电气安装人员熟悉集团最新的产品创新和产品安装方法。2018 年，罗格朗创新中心共接待客户 7300 人次，培训学员近 5400 人。同时，罗格朗还开展了在线培训课堂。

4、全球产能布局，国际化分工节约成本

罗格朗不依赖任何单一供应商购买其产品制造过程中使用的主要原材料或部件。罗格朗沿用 2003 年发起的集中、全球化和标准化采购职能倡议，继续优化其采购成本，罗格朗认为，其业务所需的大部分原材料和部件仍将在其所有的主要市场上供应。罗格朗通过将成本因素纳入采购选择标准以最大化集团采购的价值，并根据相关地理区域和市场波动性优化原材料和部件的采购，与供应商进行谈判以最大化企业的规模经济。自 2003 年以来，罗格朗在亚洲、拉丁美洲和东欧各开设了一个国际采购办公室，使其能够从成本较低的国家采购原材料和部件，并在全球范围内为整个集团采购某些原材料和部件。

2018 年，用于制造罗格朗产品的主要原材料是：塑料；金属，特别是用于机械和结构的钢，以及主要用于导电性能的黄铜和铜；包装材料。此外，罗格朗还购买了大量的成品和半成品机电和电子元件，其使用情况具体如下：

图表 48 罗格朗原材料使用情况

占合并销售额百分比	2018 年	2017 年
原材料	9.3%	9.6%
部件	23.6%	22.5%
合计	32.9%	32.0%

资料来源：公司年报，华创证券整理

2018 年罗格朗在全球 21 个国家拥有生产基地，总规模将近 200 万平方米。其中，罗格朗在法国、意大利、瑞士、美国和加拿大、中国和印度的产能基地规模最大，均达到 10 万平方米以上。在这 21 个国家内，大部分国家同时担任着制造、经销、管理服务及仓储的职能，其中巴西、马来西亚、哥伦比亚、荷兰、土耳其和沙特阿拉伯不具备经销的职能，埃及不具备仓储的职能。罗格朗依赖其遍布全球的产能基地及经销网络，在最大化节约生产成本的同时

使公司的产品畅销全球。

法国、意大利、美国、印度已成企业主要产能基地。对比罗格朗 2009 年和 2018 年在全球产能基地可以发现，法国及意大利早在 2009 年就是罗格朗的生产销售仓储的主要战地。美国通过近 10 年来高达 10 余次的收购成为罗格朗在全球排名第二的产能基地，印度通过四次主要收购实现了产能规模从 13 平方千米到 114 平方千米的高额增长，已成为罗格朗在亚太地区最大的产能基地。

由于工业部门的不断优化政策，罗格朗自 2004 年到 2009 年关闭或出售了 35 家工厂（特别是在奥地利、巴西、韩国、西班牙、法国、意大利、摩洛哥、墨西哥、荷兰、秘鲁、葡萄牙、英国和美国），位于低成本国家的生产人员从 2002 年占总生产人员的 31% 上升到 2010 年的 63% 左右。

图表 49 2009 年-2018 年罗格朗产能基地对比

国家	2009 年规模 (1000m ²)	2018 年规模 (1000m ²)	2009-2018 收购企业	2018 年主要用途
法国	547	515	Netatmo; Debflex; S2S0nduleurs; Intervox Systèmes	总部/制造/经销/管理服务/仓储
意大利	235	235	IME (合资); Borri (合资); Meta System Energy	制造/经销/管理服务/仓储
葡萄牙	31	31		制造/经销/管理服务/仓储
英国	26	32	Jontek; Tynetec; Electrak; QMotion	制造/经销/管理服务/仓储
西班牙	43	22	Neat	制造/经销/管理服务/仓储
波兰	44	34		制造/经销/管理服务/仓储
匈牙利	34	30		制造/经销/管理服务/仓储
德国	19	18	Modulan	制造/经销/管理服务/仓储
美国 加拿大	120	386	Kenall; Milestone AV Technologies; AFCO Systems Group; Fluxpower; Primetech; Raritan; NuVo Technologies; Electrorack ; Middle Atlantic Products; PW Industries; Luxul Wireless; Solarfective	制造/经销/管理服务/仓储
墨西哥	44	60		制造/经销/管理服务/仓储
巴西	51	79	Daneva (合资); SMS; HDL	制造/管理服务/仓储
哥伦比亚	17	15		制造/管理服务/仓储
中国	113	125	深圳智能电子	制造/经销/管理服务/仓储
瑞士	85	100		制造/经销/管理服务/仓储
澳大利亚 新西兰	45	34	Trical	制造/经销/管理服务/仓储
印度	13	114	Adlec Power; Numeric UPS; Indo Asian Switchgear	制造/经销/管理服务/仓储
马来西亚		25	Megapower	制造/管理服务/仓储
荷兰	23	52	Aegide	制造/管理服务/仓储
埃及	10	10		制造/经销/管理服务
土耳其	30	43	Inform ; Estap	制造/管理服务/仓储
沙特阿拉伯		15	Seico	制造/管理服务/仓储

资料来源：公司年报，华创证券整理

三、以罗格朗为鉴，看好公牛集团在民用电工领域的发展潜力

从罗格朗的发展历程上来看，罗格朗的核心优势为：外部并购完善产供销渠道，基于需求加大创新力度，多品牌多产品组合全方位覆盖市场，完善的供应链策略和全球化的产能布局。对比罗格朗，我们认为公牛集团在诸多方面具备了进一步成为民用电工龙头的发展潜力。

- 1) 基于国内较大市场发展空间，议价能力强。**对比罗格朗深耕欧洲市场，公牛集团受益于中国房地产市场和装修市场的繁荣发展。墙开插座产业链主要包括上游原材料供应商，产品制造商、渠道经销商以及终端消费者。其中中游产品制造商掌握核心技术、经销渠道与品牌效应，具备较强的定价与议价权，是控制产业的核心环节，盈利能力较强。
- 2) 创新性推行线下“配送访销”，电商直销与线下直销定位清晰。**对比罗格朗，公牛集团虽开拓海外市场较晚，但其在渠道构建上的特点有助于其发挥优势加速海外布局。公牛建立了扁平化经销体系，对经销商实行买断式销售，可以形成一批合作稳定，市场开拓能力较强的经销商，同时公牛在民用电工领域内创新性地推行线下“配送访销”的销售模式，将制造业与服务业相融合，通过对经销商的培训、支持和深度服务，组织全国经销商在其经销区域内，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。直销领域，公牛集团 2019 年上半年公司直销收入规模 5.96 亿，其中电商直销收入 4.11 亿，占比 69%，线下直销收入 1.85 亿，占比 31%。其中，电商直销主要定位是实行线上线下产品适度区隔、确保不发生冲突的情况下加强公司品牌和产品推广，又分为电商平台旗舰店渠道销售模式和电商平台（如京东自营、天猫超市）销售模式。
- 3) 多品类产品协同发展，积极进行市场拓展。**对比罗格朗深耕开关领域多年积累多年奠定深厚产业基础后，开启多品牌战略&多产品组合全方位覆盖市场，公牛集团深耕转换器行业，并逐步将业务扩展至墙开、LED 照明、数码配件。多品类发展可以实现市场的全方位覆盖，一站式服务协同效应明显，同时相对于罗格朗的物联网 Eliot 应用，公牛集团可以在自身品牌建设上加快智能家电生产布局，实现墙开和其他产品的良性互动。
- 4) OEM 与自产相结合，有助于实现海外市场扩张。**对比罗格朗，其主要通过并购海外公司进行扩张，而近年来墙开市场发展逐步向亚太地区倾斜，而公牛集团可以借助自身较为强大的生产能力提升产品竞争力，同时借助 OEM 形式拓展海外市场。

从业绩来看，公牛集团处于快速增长阶段，毛利率较同业有一定优势，且体现出强大的费用管控能力。综合以上，我们看好公牛集团作为行业龙头的成本和渠道优势，看好其未来在民用电工领域的发展潜力。

四、风险提示

宏观经济大幅下行导致需求不振，民用电工领域市场格局发生重大变化，原材料价格大幅波动。

轻工纺服组团介绍

组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018 年加入华创证券研究所。

分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

研究员：葛文欣

南开大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500