

由公牛集团招股说明书看家具照明及转换器行业

强渠道能力构筑核心壁垒，全家居品类扩展前景可期

推荐（维持）

- **大家居成为发展方向，渠道管理能力构筑护城河：**公牛集团作为装饰开关行业龙头企业，随着家居行业大家居化趋势，以公牛集团为代表的家居各细分行业龙头均积极向其他品类扩展。随着公牛集团登陆资本市场，渠道管理能力有望助力公司构筑护城河，持续扩展全品类战略。
- **转换器行业龙头，业务版图逐步扩大。**公牛集团股份有限公司创办于1995年，公司专注于以转换器、墙壁开关插座为核心的民用电工产品的研发、生产和销售，是我国转换器领域龙头企业，并不断扩大业务版图。公司于2007年进入墙壁开关插座领域，2014年进入LED照明领域，2016年进入数码配件领域。目前公司转换器与墙壁开关插座仍为公司前两大业务，2018年Q1收入占比分别为57.8%和27.3%，LED照明已经覆盖从单一球泡灯到光源（球泡、灯贴）、灯具（筒灯、灯带等）等产品，成为公司第三大业务，2018Q1收入占比8.3%。数码配件产品主要包括数据线、车充、充电头等，并持续推出移动电源、无线充电器等新品，目前占比2.5%。其他主营业务主要包括断路器、底盒、无线门铃、电工胶带、线盘等相关民用电工配套产品，收入占比4.2%。
- **获益消费升级，行业增长动力强劲。**（1）全国居民人均可支配收入以及消费水平的提高，推动了家用电器、消费电子、房地产、装修等下游产业的持续增长，从而带动了转换器、墙壁开关插座、LED照明和数码配件产品市场需求的持续增长。（2）中国居民平均每百户耗电耐用品如冰箱、空调、洗衣机等拥有量逐年增加，同时，目前我国居民每户小家电如电饭煲、榨汁机、电磁炉、电水壶等小家电保有量也呈现逐年增加趋势，这带动了对转换器、墙壁开关插座等基础配套电源连接品需求的持续增长。（3）房地产市场的快速发展为墙壁开关插座、LED照明行业发展提供了较强的动力，同时家庭住宅翻新装修需求与办公商业场所翻新装修有望成为墙壁开关插座、LED照明等产品的重要需求增长点。（4）随着我国网民规模增加以及智能手机的普及，USB插座等电源连接产品和数据线、充电器、车充、移动电源等数码配件的需求大幅度增加。除智能手机外，iPad、智能手环、VR眼镜等新兴消费品不断涌现，也将带来持续增长的电源连接线需求。
- **传统业务龙头地位稳固，新拓展业务前景广阔。**（1）公司转换器是公司第一大业务，2018Q1收入占比57.8%，目前在售产品含45大系列、2,800多个品种，2017年公司在天猫转换器产品线上市场占有率达到63.14%，稳居第一。（2）墙壁开关插座是公司第二大业务，2018Q1收入占比27.3%，目前在售33大系列、超过3,000个品种的产品，2017年公司在天猫墙壁开关插座产品线上市场占有率21.06%。（3）公司于2014年开始进入LED照明领域，借助公司渠道优势取得快速发展，目前已成为公司第三大业务，2018Q1收入占比8.3%，公司LED照明产品所处行业空间大、竞争格局分散，为公司提供较大发展机遇和空间。（4）公司2016年进入数码配件领域，并快速发展，2017年数码配件收入1.4亿元（2016年收入751万元），占收入比重2%，该业务主要受益于我国智能手机的快速普及，以及iPad、智能手环、VR眼镜等新兴消费品不断涌现带来的需求，未来发展空间大。
- **综合竞争优势明显，长期发展可期：产品端，**研发投入力度强，2018Q1研发投入占营业收入比重达到4.2%，公司产销率维持高位，2018年Q1公司主要业务产销率均超过100%。此外，公司充分发挥比较优势，采用自产与OEM相结合的方式生产，其中2018年Q1墙壁开关插座全部自产，转换器自产比例78.1%左右，LED照明自产比例88.6%，数码配件自产比例22.2%。**渠道端，**公司坚持以售点为核心的品牌传播模式，“公牛”品牌家喻户晓；依托覆盖全国城乡、近100万家网点的线下实体营销网络和专业的线上电商营销网络，在民用电工领域形成了线下、线上协同发展的强大营销体系，为公司收入快速增长提供有力支撑。
- **风险提示：**研发成果不及预期风险，终端市场竞争加剧风险，原材料价格大幅波动风险。

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

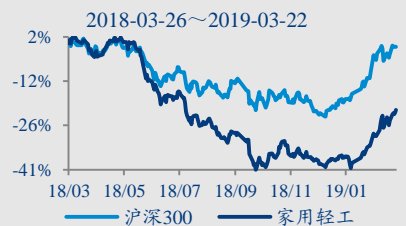
邮箱：gewenxin@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	68	1.89
总市值(亿元)	4,428.4	0.71
流通市值(亿元)	2,760.95	0.61

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	15.83	16.65	-18.0
相对表现	6.92	4.24	-16.18



相关研究报告

《【华创轻工】狂沙吹尽始到金——回溯地产与家具行业关联度，提示2019年后周期龙头投资机会》

2018-12-23

《卫浴行业深度研究报告：以百年国际卫浴巨头为镜，产品&渠道成我国卫浴企业核心胜负手》

2018-12-25

《【华创轻工】按摩椅全球市场发展对比：日韩新加坡发展成熟，国内与欧美市场潜力大》

2018-12-25

目 录

一、公牛集团：立足家用转换器，业务版图逐步扩大	5
(一) 发展历程：二十余年稳扎稳打，产品类型不断增加.....	5
(二) 股权结构：股权结构较为稳定，兄弟持股超 86%.....	5
(三) 营收稳步提高，毛利率受新拓展业务影响短期下降.....	6
二、获益消费升级，家居转换器、开关、LED 照明增长动力强劲	7
(一) 行业发展的基础：全国居民可支配收入和消费水平不断增长.....	7
(二) 居民耗电类耐用品拥有量不断增长.....	7
(三) 房地产市场、装修市场的发展带动了墙壁开关插座、LED 照明行业的持续增长.....	7
(四) 手机为代表的消费电子产业推动电源连接及数码配件需求的不断增长.....	8
三、传统业务龙头地位稳固，新拓展业务前景广阔	9
(一) 传统业务龙头地位稳固.....	9
1、转换器产品系列丰富，天猫市占率超六成.....	9
2、墙壁开关插座行业竞争激烈，公司产品天猫市占率 21%.....	10
(二) 新拓展业务前景广阔 LED 照明行业发展.....	12
1、LED 照明业务快速发展，市场空间广阔.....	12
2、数码配件产品高速发展，配套产品有效协同.....	15
四、公牛集团龙头竞争优势明晰，全品类大家居成为未来方向	16
(一) 产品端：研发领先，自动化生产能力强.....	16
1、产品研发创新优势明显，产品不断推陈出新.....	16
2、产品产销率维持高位，自产与 OEM 相结合.....	17
(二) 渠道端：品牌力强，渠道覆盖面广.....	17
1、立体化品牌传播模式，“公牛”品牌家喻户晓.....	17
2、网点覆盖面广，营销体系强大.....	18
(三) 大家居成为发展方向，渠道管理能力构筑护城河.....	19
五、风险提示	19

图表目录

图表 1: 公牛“业务”发展历程 (1995 年-2017 年)	5
图表 2: 公牛集团主营业务收入结构-分产品	5
图表 3: 公牛集团主营业务收入结构-分地区	5
图表 4: 公牛集团股权结构	6
图表 5: 公牛集团 2015-2018Q1 收入及增速 (万元)	6
图表 6: 公牛集团毛利率变化	6
图表 7: 全国居民人均可支配收入逐年增加	7
图表 8: 全国居民人均消费支出逐年增加	7
图表 9: 中国城镇与农村居民平均每百户耐用品拥有量 (台)	7
图表 10: 2005-2017 年房屋新开工面积及增速	8
图表 11: 2005-2017 年商品住宅销售量及增速	8
图表 12: 中国手机网民规模 (万人)	8
图表 13: 公牛集团转换器产品	9
图表 14: 2017 年公牛转换器天猫市占率 63.14%	10
图表 15: 竞争对手毛利率对比	10
图表 16: 公牛集团墙壁开关插座产品	11
图表 17: 2017 年公牛墙壁开关插座天猫市占率 21.06%	12
图表 18: 公牛集团墙壁开关插座主要竞争对手	12
图表 19: 公牛集团 LED 产品收入规模及增速	12
图表 20: 公牛集团 LED 照明收入占营业收入比重	12
图表 21: 公牛集团 LED 照明产品	13
图表 22: 全球 LED 照明市场规模持续增长	14
图表 23: 全球 LED 照明渗透率快速提升	14
图表 24: 中国逐步淘汰白炽灯路线图	14
图表 25: 我国 LED 应用及通用照明市场规模 (亿元)	14
图表 26: 中国 LED 照明渗透率提升显著	14
图表 27: 公牛集团数码配件产品	15
图表 28: 公牛集团其他产品	16
图表 29: 公牛集团研发费用及其占营业收入的比例	16
图表 30: 公牛集团各业务研发投入规模 (万元)	16
图表 31: 公牛集团各业务产销率	17
图表 32: 公牛集团各业务自制比例	17

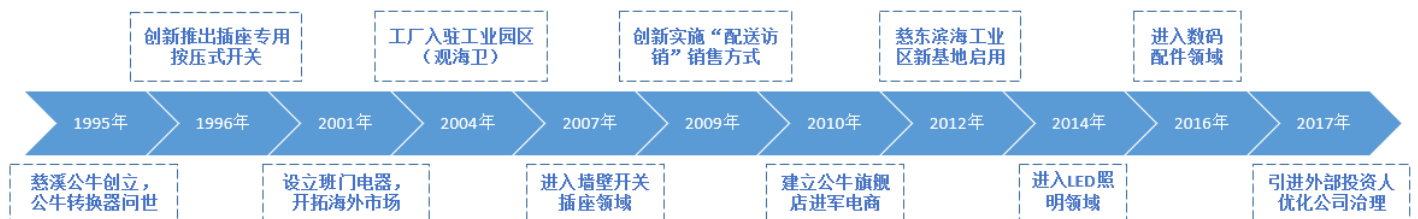
图表 33: 公牛集团 logo.....	18
图表 34: 公牛成为“电竞世界杯”官方合作品牌.....	18
图表 35: 公牛集团联合营销中心结构图.....	18
图表 36: 公牛集团分渠道销售收入结构.....	19
图表 37: 公牛经销商数量(个).....	19

一、公牛集团：立足家用转换器，业务版图逐步扩大

（一）发展历程：二十余年稳扎稳打，产品类型不断增加

公牛集团股份有限公司创办于1995年，公司专注于以转换器、墙壁开关插座为核心的民用电工产品的研发、生产和销售，主要包括转换器（即延长线插座、移动式插座等）、墙壁开关插座、LED照明、数码配件等电源连接和用电延伸性产品，广泛应用于家庭、办公等用电场合。公司拥有观海卫工业园东区、工业园西区、古窑、龙山等多个制造基地，员工总数超过1万人，建立了近100万家网点的线下实体营销网络和专业的线上电商营销网络。

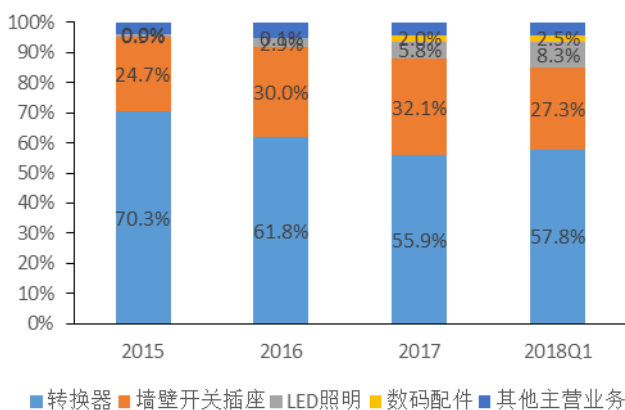
图表 1：公牛“业务”发展历程（1995年-2017年）



资料来源：招股说明书，华创证券

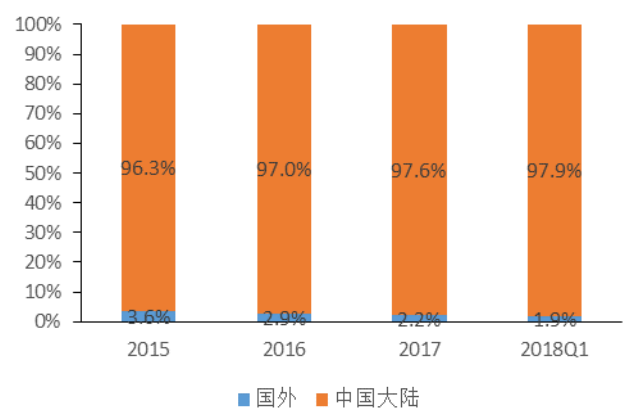
公牛集团以转换器起家，不断进行产品品类拓展：公司于2007年进入墙壁开关插座领域，2014年进入LED照明领域，2016年进入数码配件领域。目前公司转换器与墙壁开关插座仍为公司前两大业务，2018年Q1收入占比分别为57.8%和27.3%，LED照明已经覆盖从单一球泡灯到光源（球泡、灯贴）、灯具（筒灯、灯带等）等产品，成为公司第三大业务，2018Q1收入占比8.3%。数码配件产主要包括数据线、车充、充电头等，并持续推出移动电源、无线充电器等新品。其他主营业务主要包括断路器、底盒、无线门铃、电工胶带、线盘等相关民用电工配套产品。

图表 2：公牛集团主营业务收入结构-分产品



资料来源：招股说明书，华创证券

图表 3：公牛集团主营业务收入结构-分地区

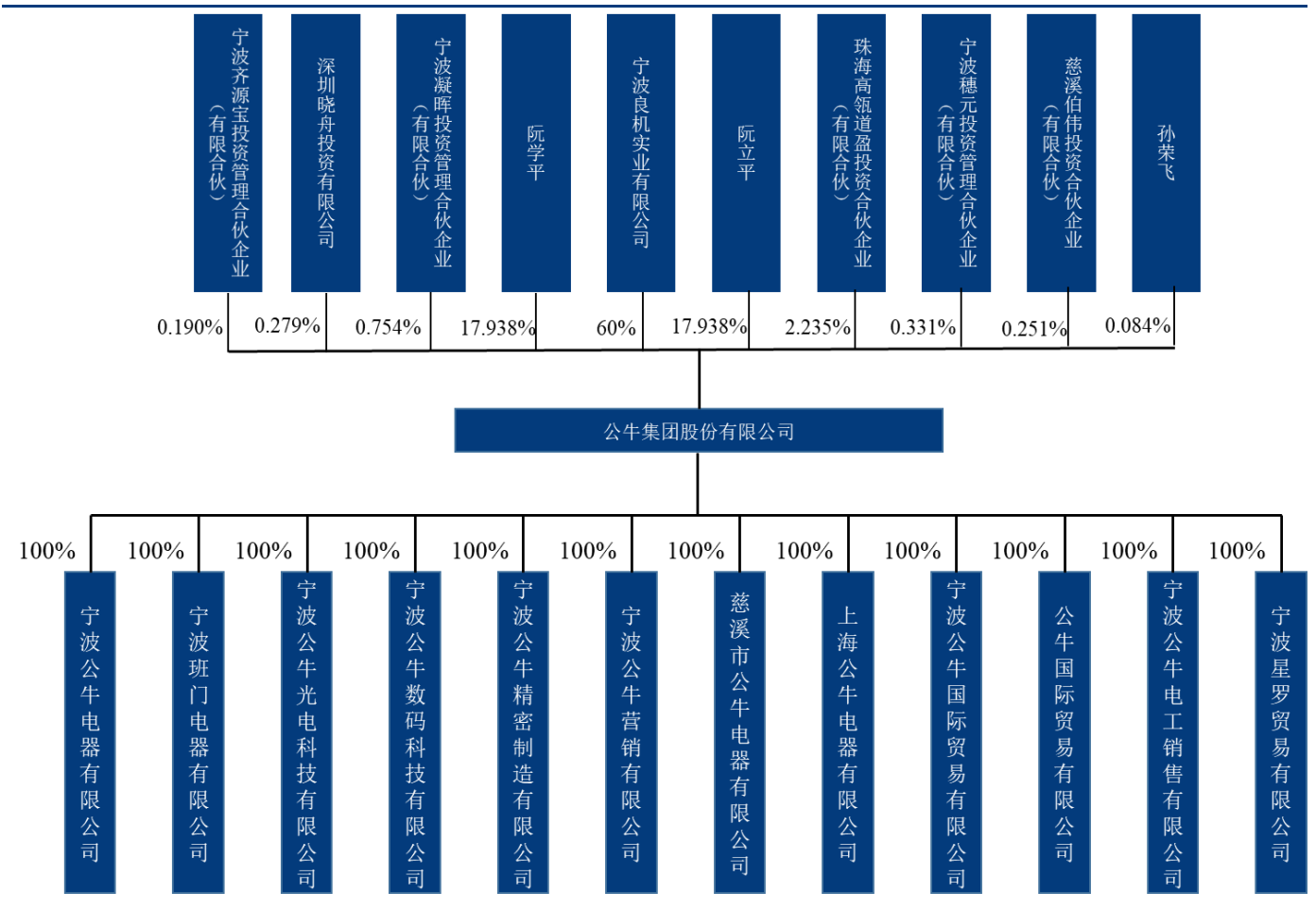


资料来源：招股说明书，华创证券

（二）股权结构：股权结构较为稳定，兄弟持股超86%

根据公司2018年9月披露的招股说明书，公司发行前总股本为5.4亿股，本次拟发行不超过6000万股，占发行后总股本不低于10%。阮立平、阮学平兄弟为实际控制人，发行后兄弟合计持有公司的86.288%的股权，其中直接持股合计32.288%，通过控股股东宁波良机实业持有公司54%的股权，处于绝对控股地位，股权结构稳定。

图表 4: 公牛集团股权结构

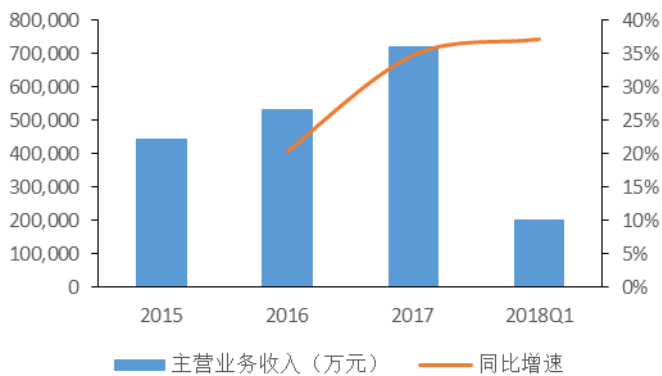


资料来源: 招股说明书, 华创证券

(三) 营收稳步提高, 毛利率受新拓展业务影响短期下降

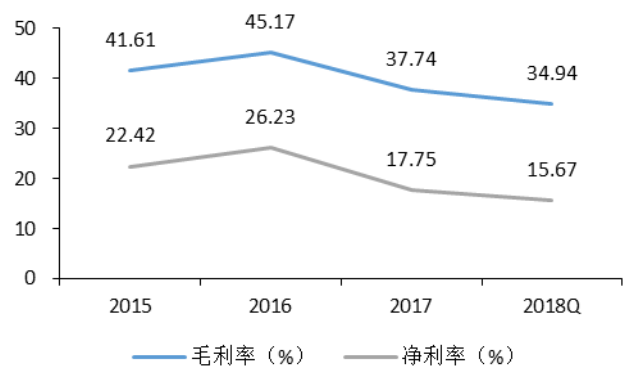
整体来看, 公司营业收入逐年增加, 2017年至2018年Q1收入增速维持在34%以上。受公司业务结构和成本上涨影响, 公司近两年整体毛利率有所下降, 但仍保持在较高水平, 2018年Q1公司毛利率、净利率分别为35%和16%。

图表 5: 公牛集团 2015-2018Q1 收入及增速 (万元)



资料来源: 招股说明书, 华创证券

图表 6: 公牛集团毛利率变化



资料来源: Wind, 华创证券

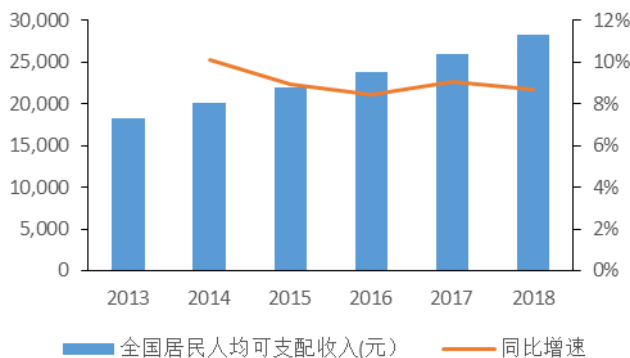
二、获益消费升级，家居转换器、开关、LED 照明增长动力强劲

公司的主要业务为家居转换器和墙壁开关插座，以及 LED 照明产品。公司产品的市场需求与房地产、装修市场紧密相关，同时居民收入和消费水平也影响着公司主营产品的需求。

（一）行业发展的基础：全国居民可支配收入和消费水平不断增长

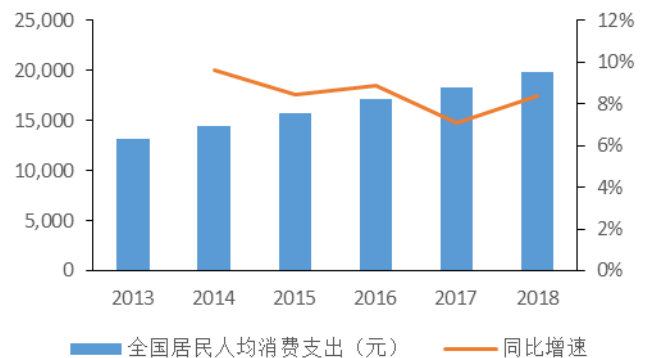
全国居民人均可支配收入以及消费水平的提高，推动了家用电器、消费电子、房地产、装修等下游产业的持续增长。从而带动了转换器、墙壁开关插座、LED 照明和数码配件产品市场需求的持续增长。

图表 7：全国居民人均可支配收入逐年增加



资料来源：Wind，华创证券

图表 8：全国居民人均消费支出逐年增加

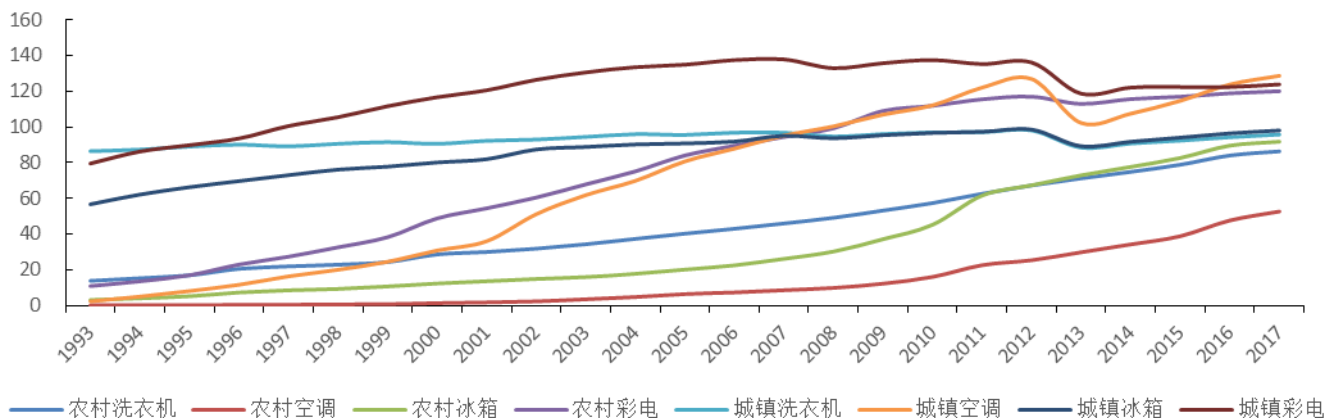


资料来源：Wind，华创证券

（二）居民耗电类耐用品拥有量不断增长

随着我国经济的不断发展，人民生活水平日益提高，中国居民平均每百户耗电耐用品拥有量逐年增加，同时，目前我国居民每户小家电如电饭煲、榨汁机、电磁炉、电水壶等小家电保有量也呈现逐年增加趋势，这带动了对转换器、墙壁开关插座等基础配套电源连接品需求的持续增长。

图表 9：中国城镇与农村居民平均每百户耐用品拥有量（台）

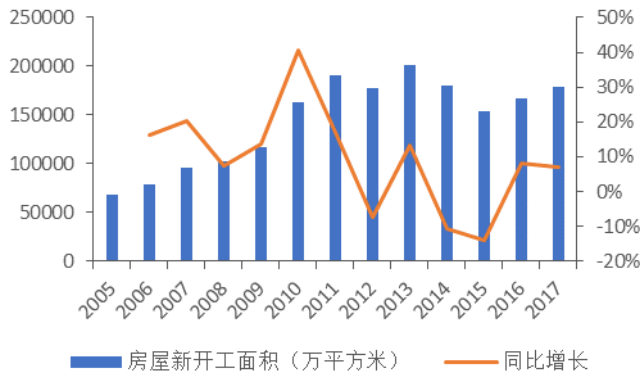


资料来源：Wind，华创证券

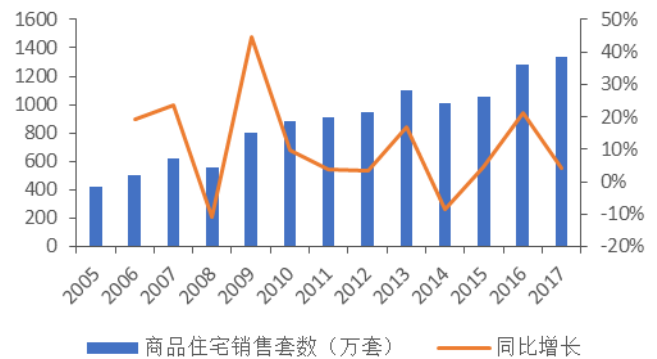
（三）房地产市场、装修市场的发展带动了墙壁开关插座、LED 照明行业的持续增长

近年来，房地产市场的快速发展为墙壁开关插座、LED 照明行业发展提供了较强的动力。我国大力鼓励和支持住宅

精装修的发展，并提出发展住房租赁市场特别是长期租赁、推动“租售并举”等政策，有助于未来房地产市场的长期、健康发展，也有助于墙壁开关插座、LED 照明行业保持长期、健康发展。同时，装修装饰行业保持较快增长的良好趋势，自 1998 年房地产市场化改革以来，房地产行业高速发展，形成了大量的、不断增长的存量房产，其中家庭住宅随着装修耐用年限逐步到期，相应的翻新装修需求逐步释放，而办公商业场所随着市场主体不断增长，相应的翻新装修亦较为频繁，这对装修装饰行业的持续增长带来了重要的支撑和越来越明显的推动力，有望成为墙壁开关插座、LED 照明等产品的重要需求增长点。

图表 10: 2005-2017 年房屋新开工面积及增速


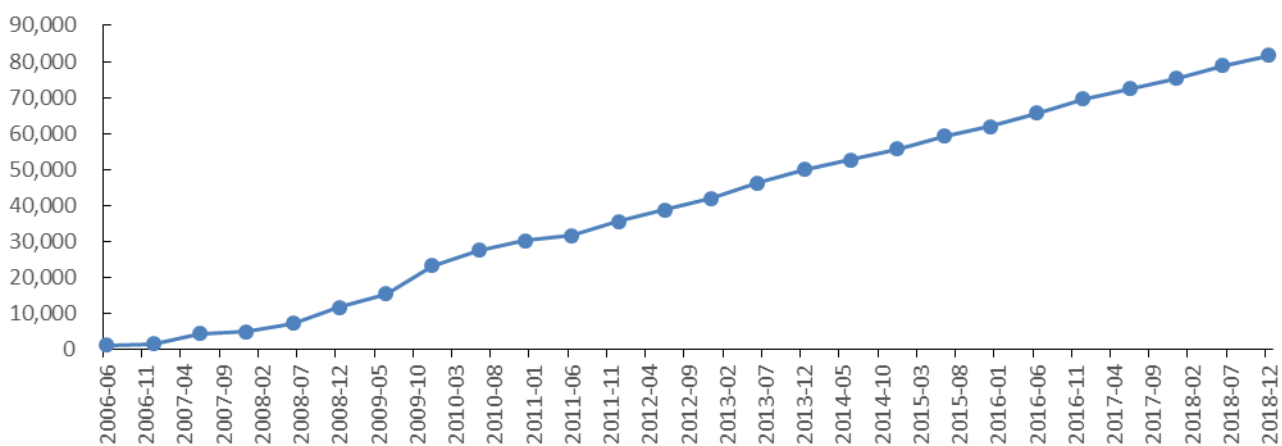
资料来源: Wind, 华创证券

图表 11: 2005-2017 年商品住宅销售量及增速


资料来源: Wind, 华创证券

(四) 手机为代表的消费电子产业推动电源连接及数码配件需求的不断增长

随着我国手机网民规模增加以及智能手机的普及，USB 插座等电源连接产品和数据线、充电器、车充、移动电源等数码配件的需求大幅度增加。同时，除智能手机外，iPad、智能手环、VR 眼镜等新兴消费品不断涌现，也将带来持续增长的电源连接线需求。

图表 12: 中国手机网民规模 (万人)


资料来源: Wind, 华创证券

三、传统业务龙头地位稳固，新拓展业务前景广阔

(一) 传统业务龙头地位稳固

1、转换器产品系列丰富，天猫市占率超六成

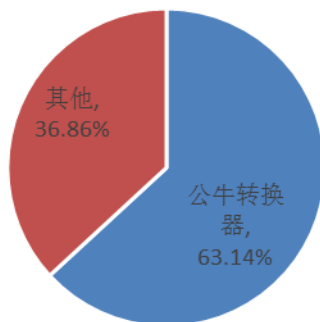
转换器产品系列丰富。转换器业务是公司第一大业务，2018Q1 收入占比 57.8%，产品主要包括有线插座、无线插座、USB 插座、旅行转换器等，除基础性产品外，拥有适用于多种应用场合和具备多种特殊功能的产品，目前在售产品含 45 大系列、2,800 多个品种。

图表 13: 公牛集团转换器产品



资料来源：招股说明书，华创证券

公牛转换器市占率领先。根据《中国电器工业年鉴》2015 版，中国电器工业协会电器附件及家用控制器分会 2014 年对全国家用开关、插头插座等电器附件产品部分生产企业调查结果，2014 年公牛集团产品销售收入排名第一。经统计，公司是行业内拥有转换器产品 3C 认证证书多的企业。根据公司招股说明书所提供数据，2017 年公司在天猫转换器产品线上市场占有率达到 63.14%，稳居第一。

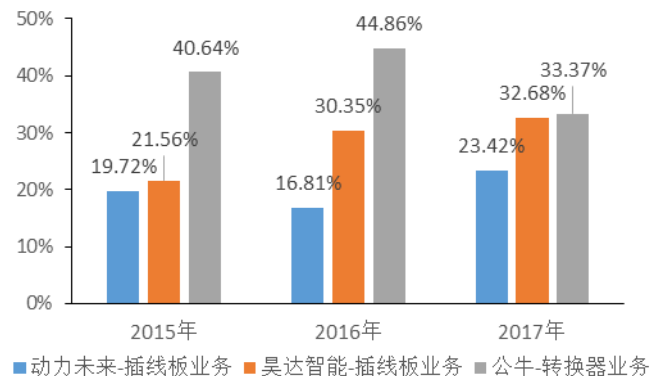
图表 14: 2017 年公牛转换器天猫市占率 63.14%


资料来源: 招股说明书, 华创证券

目前公司转换器业务主要竞争对手有国外品牌飞利浦和国内小米、未来动力、昊达智能等。从盈利能力角度来看, 动力未来与昊达智能的毛利率低于公牛集团, 主要是因为动力未来为非自主品牌经营, 产品主要供应小米, 与小米按照“成本+约定利润”或者利润分成模式结算。昊达智能同样为非自主品牌经营, 是飞利浦电源转换器(插线板)的经销商, 产品主要线上销售、辅以线下销售。公牛集团主要以经销模式为主, 且为自主品牌经营, 整体市场竞争力较强, 故公牛集团毛利率高于同行业对比公司。

2、墙壁开关插座行业竞争激烈, 公司产品天猫市占率 21%

墙壁开关插座是公司第二大业务, 2018Q1 收入占比 27.3%, 公司墙壁开关插座产品主要分为装饰开关插座和白开关插座, 已推出多种装饰面板设计和适用于不同应用场合的 33 大系列、超过 3,000 个品种的产品。

图表 15: 竞争对手毛利率对比


资料来源: 招股说明书, 华创证券

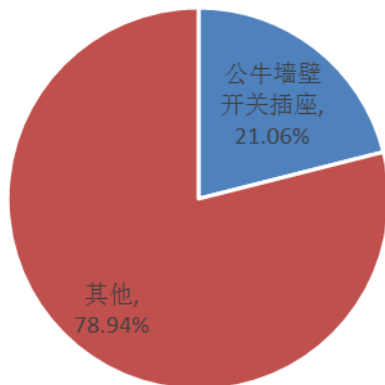
图表 16: 公牛集团墙壁开关插座产品



资料来源: 招股说明书, 华创证券

墙壁开关插座一般是指安装在墙壁上使用的电器开关、插座, 用来接通和断开电路, 以及控制照明灯的开关。墙壁开关插座行业参与者众多, 在中国市场上形成了民族品牌、国际知名品牌并存的局面。根据中国质量认证中心的查询结果, 截至 2018 年 7 月末, 墙壁开关插座行业约有 1,400 余家制造商的产品通过 3C 认证。根据公司招股说明书, 2017 年公司在天猫墙壁开关插座产品线上市场占有率 21.06%。

图表 17: 2017 年公牛墙壁开关插座天猫市占率 21.06%



资料来源: 招股说明书, 华创证券

图表 18: 公牛集团墙壁开关插座主要竞争对手

国外品牌	国内品牌
西门子 (Siemens)	正泰
施耐德 (Schneider)	德力西
罗格朗 (Legrand)	欧普
西蒙 (Simon)	飞雕
松下 (Panasonic)	鸿雁

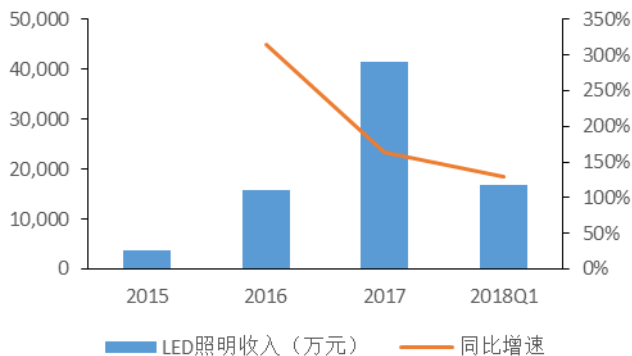
资料来源: 招股说明书, 华创证券

(二) 新拓展业务前景广阔 LED 照明行业发展

1、LED 照明业务快速发展, 市场空间广阔

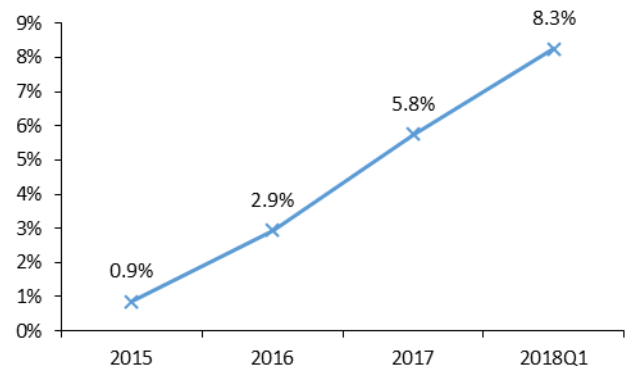
公司于 2014 年开始进入 LED 照明领域, 借助公司渠道优势取得快速发展, 目前已成为公司第三大业务, 2018Q1 收入占比 8.3%。公司 LED 照明产品主要为包括 LED 球泡灯和灯贴在内的光源类产品和筒灯、灯带等灯具类产品, 目前在售产品含 19 大系列、200 多个品种。

图表 19: 公牛集团 LED 产品收入规模及增速



资料来源: 招股说明书, 华创证券

图表 20: 公牛集团 LED 照明收入占营业收入比重

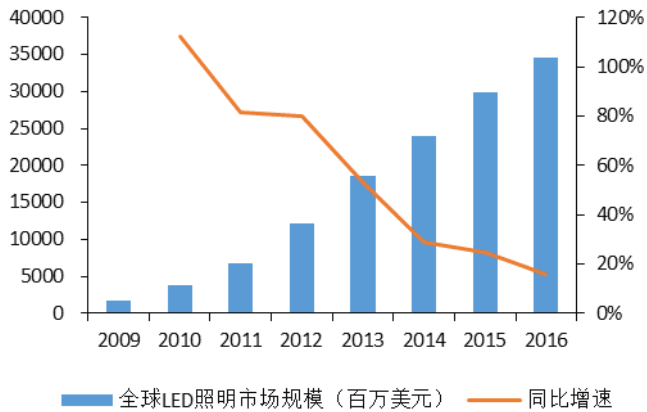


资料来源: 招股说明书, 华创证券

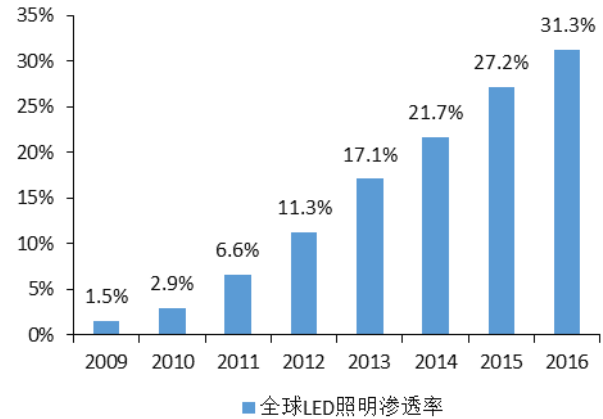
图表 21: 公牛集团 LED 照明产品


资料来源：招股说明书，华创证券

公司 LED 照明业务发展空间广阔：行业层面，世界各国已陆续明确了淘汰白炽灯的时间表，目前，LED 照明技术已经成熟，正快速实现对传统照明产品的替代，全球 LED 照明渗透率已经由 2009 年的 1.5% 快速提升至 2016 年的 31%。我国照明电器行业目前也正处于由传统照明向 LED 照明深化发展的转型升级阶段，近年来中国 LED 室内照明产值不断增长。LED 照明相对于传统照明性能优势突出，且我国于 2011 年 11 月 1 日公布了《中国逐步淘汰白炽灯路线图》，逐步禁止进口和销售普通照明白炽灯，政策推动和市场选择的双重因素推动了 LED 照明行业近年来的快速发展。

图表 22: 全球 LED 照明市场规模持续增长


资料来源: Digitimes, 华创证券

图表 23: 全球 LED 照明渗透率快速提升


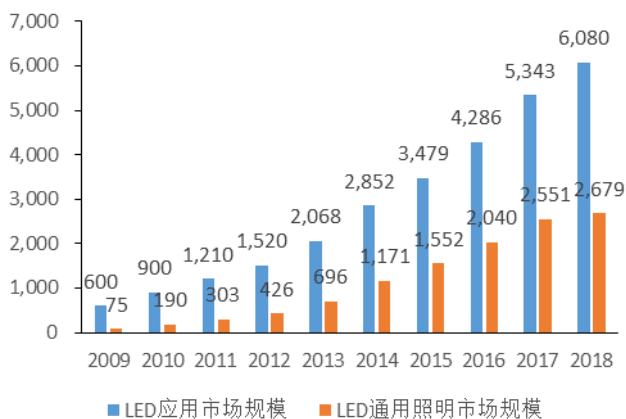
资料来源: Digitimes, 华创证券

图表 24: 中国逐步淘汰白炽灯路线图

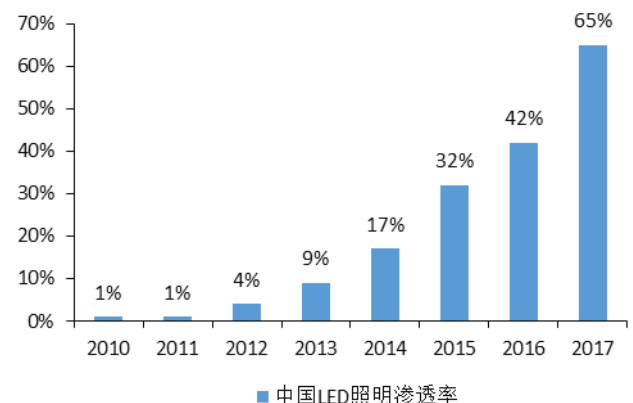
发布时间	主要内容
2012年10月1日	禁止进口和销售 ≥ 100w 的普通照明白炽灯
2014年10月1日	禁止进口和销售 ≥ 60W 的普通照明白炽灯
2016年10月1日	禁止进口和销售 ≥ 15W 的普通照明白炽灯

资料来源: 招股说明书, 华创证券

我国 LED 照明行业规模大, 集中度分散, 公司拥有较大发展空间。我国是照明电器产品的世界工厂, 产品远销 220 个国家和地区, 国内照明市场占到全球照明市场的 20% 以上, 且规模逐年扩大。渗透率方面, 2017 年我国国内销售 LED 照明产品市场渗透率较 2016 年提升 23pct 至 65%。(注: LED 照明产品国内市场渗透率=LED 产品国内销量/照明产品国内总销量)。竞争格局方面, 我国的照明电器行业生产企业主要分布在东南沿海的江浙闽粤沪等地, 即长三角、珠三角、闽三角三大区域, 行业内参与者以民营企业为主, 整体产业集中度不高, 通用照明领域市占率最高的品牌也仅为 3%-5%。

图表 25: 我国 LED 应用及通用照明市场规模 (亿元)


资料来源: CSA Research, 华创证券

图表 26: 中国 LED 照明渗透率提升显著


资料来源: CSA Research, 华创证券

2、数码配件产品高速发展，配套产品有效协同

公司 2016 年进入数码配件领域，并快速发展，2017 年数码配件收入 1.4 亿元（2016 年收入 751 万元），占收入比重 2%。数码配件产品主要包括数据线、车充、移动电源、充电头、无线充电器等，目前在售产品含 8 大系列、超过 200 个品种。公司此项业务主要受益于我国智能手机的快速普及，以及 iPad、智能手环、VR 眼镜等新兴消费品不断涌现带来的需求。

图表 27：公牛集团数码配件产品



资料来源：招股说明书，华创证券

除四大类产品外，公司产品还包括断路器、无线门铃、人体感应灯、电工胶带、底盒、线盘等相关民用电工配套产品。这些配套产品一方面与其他业务实现协同销售，另一方面也为公司未来发展储备新产品。2017 年公司配套产品收入规模 3 亿元，占总营收规模的 4.3%。

图表 28: 公牛集团其他产品



资料来源: 招股说明书, 华创证券

四、公牛集团龙头竞争优势明晰, 全品类大家居成为未来方向

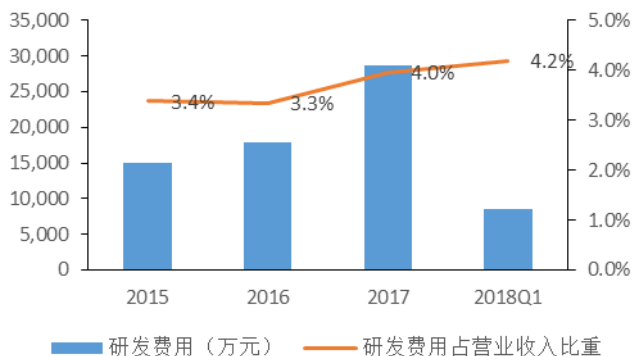
“公牛”自创立以来, 始终坚持以消费者需求为导向, 以产品品质为根本, 通过在产品研发、品质管控、渠道开拓、营销推广与供应链建设等方面持续的、全方位的创新与变革, 逐步形成了较强的综合性竞争优势。

(一) 产品端: 研发领先, 自动化生产能力强

1、产品研发创新优势明显, 产品不断推陈出新

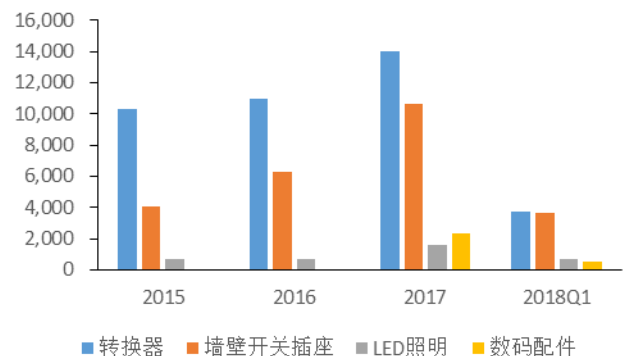
公司重视消费者需求研究、产品策划与产品研发创新工作, 坚持以提升消费者使用体验作为产品研发创新的首要目标。公司拥有一支近百人的产品策划与工业设计团队, 专职负责市场调研、客户访谈、需求洞察、产品概念创意、工业设计工作, 构建了突出的产品策划与工业设计能力。同时, 公司还为每项类产品业务设有专门的研发团队, 设立了产品策划中心, 并在上海和慈溪两地设立了专门从事前瞻性基础研究的智能家居部和研究院, 形成了前瞻性研究、产品策划、研发三位一体的产品创新体系和强大的技术队伍。截至 2018 年 3 月 31 日, 公司拥有各类技术人员达 1,400 多人。

图表 29: 公牛集团研发费用及其占营业收入的比例



资料来源: 招股说明书, 华创证券

图表 30: 公牛集团各业务研发投入规模 (万元)

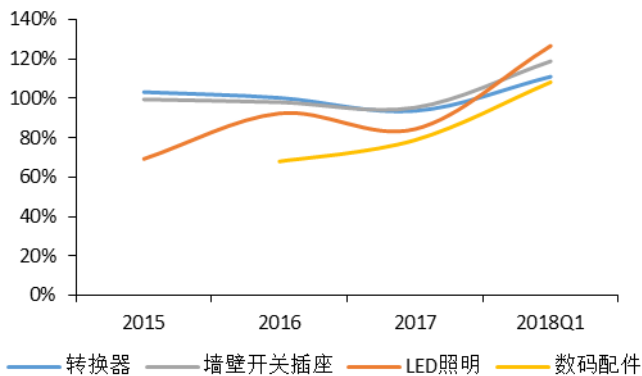


资料来源: 招股说明书, 华创证券

2、产品产销率维持高位，自产与 OEM 相结合

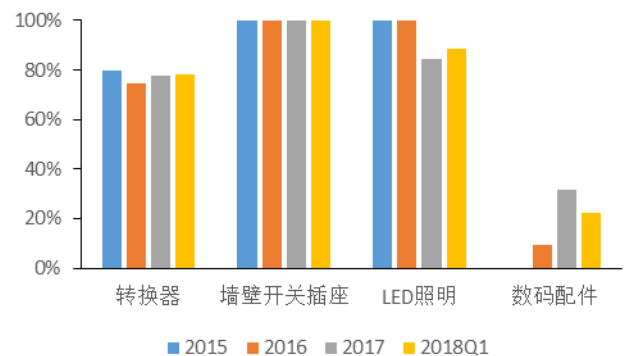
公司将制造技术能力作为供应链核心竞争力的重要载体，近年来加速实施推广“人机结合”柔性生产模式，尤其在墙壁开关插座业务上实施完成了开关组件自动化组装、成品自动化组装生产线等一大批自动化改造升级项目，基本建成了在一个在业内规模大、自动化覆盖率高的墙壁开关插座自动化工厂，使公司智能制造水平有了明显的提高。同时，公司建立了行业内领先的自动化立体仓库及智能分拣出货系统，实现仓库作业的机械化和自动化，大大提高了配货发货速度和客户响应能力。目前公司产销率维持高位，2018 年 Q1 公司主要业务产销率均超过 100%。此外，公司充分发挥比较优势，采用自产与 OEM 相结合的方式进行生产，其中 2018 年 Q1 墙壁开关插座全部自产，转换器自产比例 78.1%左右，LED 照明自产比例 88.6%，数码配件自产比例 22.2%。

图表 31: 公牛集团各业务产销率



资料来源: 招股说明书, 华创证券

图表 32: 公牛集团各业务自制比例



资料来源: 招股说明书, 华创证券

(二) 渠道端: 品牌力强, 渠道覆盖面广

1、立体化品牌传播模式, “公牛”品牌家喻户晓

二十多年来, 公牛坚持以售点为核心的品牌传播模式, 持续不断地大力支持经销商在终端售点投放“公牛”店头招牌、店内店外陈列展示和宣传物品等广告资源, 成功的把“公牛”品牌传播到大小城市及各级乡镇, 形成了简单却又行之有效、独具特色的品牌传播推广模式。同时, 公司跟随传播渠道和传播方式发展的潮流, 有计划地实施电视广告投放、航空高铁宣传、互联网新媒体宣传等立体化传播方式, 参与综艺节目、动画大片等跨界 IP 合作, 不断探索和实践立体化品牌传播的佳路径, 不断扩展品牌知名度、提升品牌美誉度, 使“公牛”成长为一个家喻户晓的公众品牌。2006 年, “公牛”商标被认定为驰名商标, 近年来公司还先后获得了浙江省知名商号、浙江省商标品牌示范企业, 转换器和墙壁开关插座产品被浙江省质量技术监督局认定为浙江名牌产品。

图表 33: 公牛集团 logo



资料来源: 公司官网

图表 34: 公牛成为“电竞世界杯”官方合作品牌

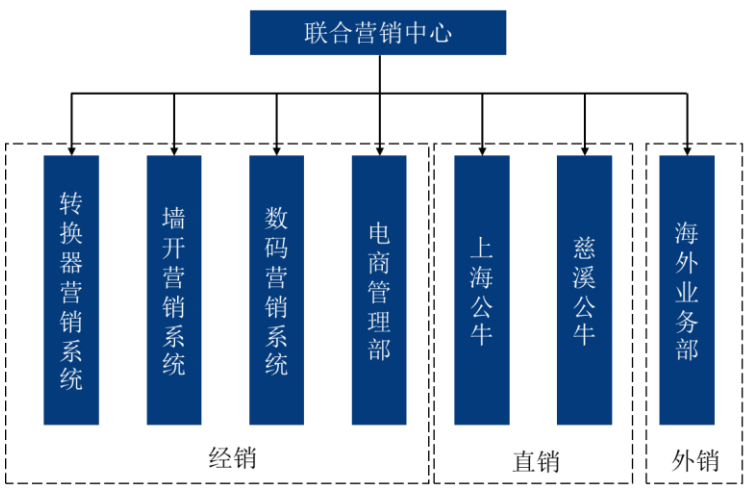


资料来源: 公司官网

2、网点覆盖面广，营销体系强大

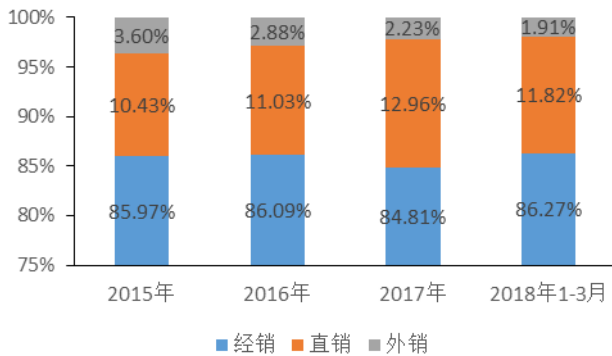
依托覆盖全国城乡、近 100 万家网点的线下实体营销网络和专业的线上电商营销网络,在民用电工领域形成了线下、线上协同发展的强大营销体系。公司在民用电工领域内创新性地推行线下“配送访销”的销售模式,将制造业与服务业相融合,通过对经销商的培训、支持和深度服务,组织全国经销商在其经销区域内,配置专用车辆,配备专业的销售服务人员按照网点布局及既定线路,定期开展配货、送货、拜访服务及上门销售。经过近十年的持续投入,公司将全国零散的五金店、日杂店、办公用品店、超市、建材及灯饰店、数码配件店等凝结形成了广泛的网络,建立起了公牛五金渠道(含五金店、日杂店、办公用品店、超市等)、专业建材及灯饰渠道、数码配件渠道等三大核心线下渠道,这些渠道将销售网点拓展到城市、乡村的门店、卖场、专业市场等各种场所,形成了较难复制的线下营销网络。截至 2018 年 8 月 31 日,公司已在全国范围内建立了 74 万个五金渠道网点、近 11 万个专业建材及灯饰渠道网点及 14 万多个数码配件渠道网点。兼具广度与深度的营销网络及其背后的配送访销能力,既是公司产品进一步扩大销售的基础,又是 LED 照明等新品类进入传统优势渠道迅速形成销售和品牌知名度的保障,也是拓展数码配件等新渠道的能力支点。

图表 35: 公牛集团联合营销中心结构图

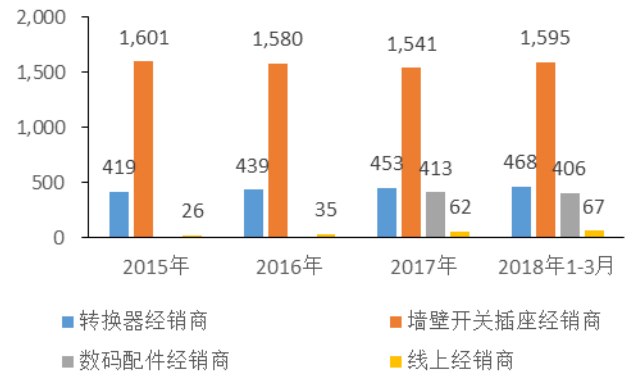


资料来源: 招股说明书, 华创证券

公司顺应互联网、新零售发展的大趋势，于 2010 年在行业内较早建立了专门的电商运营管理团队，通过官方直营与专业经销相结合的方式，大力发展电商销售。经过 8 年的精耕细作，已建立了专业化的电商直销业务运营团队和具有较强实力的线上经销商体系，目前公司已全面入驻天猫、淘宝、京东、唯品会等领先电商平台，有效开拓了近百家线上授权经销商，并通过与亚马逊等跨境电商平台的合作积极拓展海外市场，借助一系列符合线上人群年轻化、时尚化消费特性的差异化新品，实现了电商销售持续快速增长。线下、线上渠道高质量的协同发展，使公司建立起全覆盖、多层次、立体化的营销网络，成为支撑公司持续发展及在行业内持续保持竞争力的独特渠道优势。

图表 36: 公牛集团分渠道销售收入结构


资料来源：招股说明书，华创证券

图表 37: 公牛经销商数量 (个)


资料来源：招股说明书，华创证券

(三) 大家居成为发展方向，渠道管理能力构筑护城河

公牛集团作为装饰开关行业龙头企业，随着家居行业大家居化趋势，以公牛集团为代表的家居各细分行业龙头均积极向其他品类扩展。随着公牛集团登陆资本市场，渠道管理能力有望助力公司构筑护城河，持续扩展全品类战略。

五、风险提示

研发成果不及预期风险，终端市场竞争加剧风险，原材料价格大幅波动风险。

轻工组团队介绍

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。

助理研究员：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
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@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
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@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	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@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