

# 公牛集团 (603195)

证券研究报告

2021年08月09日

## 跟踪报告一：从电商数据看公牛的新老业务

### 一、从电商数据看公牛的新老业务

**核心主业龙头地位稳固，顺应行业趋势助力产品持续赋能。**受益于线下五金渠道对打造品牌力的促进作用，叠加公司自身过硬的产品力，公牛核心主业在各细分赛道优势地位仍较稳固。同时，公司通过推出风格多样的产品矩阵，匹配市场不同客户的差异化需求；推出智能转换器产品，顺应行业智能化发展趋势，从而提升产品竞争力。

**公司线上照明业务处于快速增长期，品牌热度助力份额提升可期。**公牛线上销售额增速显著超过优势品牌，线上份额逐渐攀升，叠加行业竞争格局尚未定型，公司线上份额的发展空间仍较大。同时，公司照明业务已获得消费者较高的自发关注。伴随公牛照明产品在品类、价格带、系列等方面进行多维升级，品牌有望将线上较高的热度转化为可观的收入，在竞争格局分散的线上家照市场攫取更大的份额。

**数码配件弱电品类布局完善，USB转换器的销售有望带动产品提量。**公牛数码配件产品已覆盖手机数据线、充电器与移动电源等品类，公司其向消费电子领域布局有利于公司实现强、弱电业务的协同。同时，公牛USB数据线产品的推出滞后于USB接口转换器；在USB转换器产品数量提升的同时，USB数据线产品矩阵也在持续扩充。我们认为，公牛转换器业务龙头地位稳固，且含USB接口的转换器SKU数目的增加与放量，对其数码配件赛道、发展数据线业务起到了促进作用。

### 二、多品类扩张逻辑清晰，多维协同助力未来发展

**如何看公牛的LED照明业务——产品与渠道协同。**产品端，公牛专注家照市场，坚持“护眼”、“防频闪”定位进行推品，不断扩大家照市场的市占优势；渠道端，公司现有的12万家装饰渠道店已覆盖各层级市场，伴随渠道布局继续扩张与层级加深、重点终端门店综合化与专卖化落实，公司业绩发展潜力较大。

**如何看公牛的数码配件业务——强电与弱电协同。**公司推出数码配件业务的逻辑在于，依托现有usb插线板产品的优势，消费者配套购买带动数据线产品的销售；在数据线产品放量的同时，推出需要搭配数据线使用的品类。同时，借助五金渠道开拓经验，公司致力于数码渠道下沉，逐步实现“弱电”领域的布局。

**如何看公司的充电枪&桩业务——应用场景协同。**充电枪产品需搭配16A专用插座使用，而插座作为公牛的优势品类已具备产品力与知名度，因此消费者更倾向于赋予充电枪产品同样的“安全”标签。叠加首款SKU富有竞争力的价格，助力公司打开新能源车充电设备市场空间，最终实现室内+户外应用场景的协同。

**投资建议：**公司作为插排行业龙头品牌，各业务条线发展逻辑清晰、态势良好；核心主业线上行业居首销额稳且热度高涨；LED照明业务线上销额增速表现靓丽，品牌人气助力份额提升可期；数码配件作为转换器业务的延续，有望在优势品类催化下实现提量；充电枪上线首月销额表现靓丽，期待产品升级推新持续赋能。因此，公司业务延展有助于实现产品与渠道协同、强电与弱电协同与应用场景的协同。我们预计公司21-23年收入规模121.1、140.7、162.3亿元，增速为20.5%、16.2%、15.4%，净利润27.6、31.5、36.3亿元，增速为19.1%、14.5%、15.1%，对应EPS分别4.6、5.3、6.0元/股。根据FCFF估值法，对应目标价为238.86元/股，给予“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济增速放缓风险；业务开拓不及预期；竣工数据不及预期；主要原材料波动风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,040.44	10,051.13	12,113.41	14,073.72	16,233.49
增长率(%)	10.76	0.11	20.52	16.18	15.35
EBITDA(百万元)	3,281.64	3,295.87	3,442.42	3,927.82	4,502.74
净利润(百万元)	2,303.72	2,313.43	2,755.27	3,153.44	3,628.42
增长率(%)	37.38	0.42	19.10	14.45	15.06
EPS(元/股)	3.83	3.85	4.58	5.25	6.04
市盈率(P/E)	46.56	46.36	38.93	34.01	29.56
市净率(P/B)	19.32	11.74	9.95	8.49	7.26
市销率(P/S)	10.68	10.67	8.85	7.62	6.61
EV/EBITDA	0.00	35.55	29.04	24.94	21.31

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	178.4元
目标价格	238.9元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	601.21
流通A股股本(百万股)	75.60
A股总市值(百万元)	107,256.45
流通A股市值(百万元)	13,487.22
每股净资产(元)	16.34
资产负债率(%)	26.66
一年内最高/最低(元)	259.90/148.80

### 作者

孙谦	分析师
SAC执业证书编号：S1110521050004	
sunqiana@tfzq.com	
李珍妮	
SAC执业证书编号：S1110520120002	
lizhenji@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《公牛集团-公司点评:产品+渠道正向循环，三大赛道业绩表现亮眼》2021-07-02
- 《公牛集团-季报点评:单季度收入改善明显，盈利能力环比提升》2020-10-29
- 《公牛集团-半年报点评:公司环比改善明显，产品端持续创新》2020-08-18

## 内容目录

<b>1. 从阿里数据看公牛的新老业务</b>	<b>4</b>
1.1. 核心主业龙头地位稳固，顺应行业趋势助力产品持续赋能	4
1.1.1. 三大品类线上增速喜人，份额居首龙头地位稳固	4
1.1.2. 紧随市场潮流趋势，产品风格多样化、智能化趋势凸显	6
1.1.3. 品类覆盖完整价格带，中高低端 SKU 配置较为均匀	8
1.2. 公司线上照明业务处于快速增长期，品牌热度助力份额提升可期	9
1.2.1. 线上销额增速超传统照明品牌，较高人气有望助力份额提升	9
1.2.2. 高性价比 SKU 打开市场，装饰渠道综合化助力细分场景家照布局	10
1.3. 数码配件弱电品类布局完善，USB 转换器的销售有望带动产品提量	12
1.3.1. 作为线下渠道的补充，产品线上销额稳定且增速领先于行业	12
1.3.2. 转换器业务龙头地位稳固，其销售有望带动数据线销量稳增	13
1.4. 充电枪上线首月销额表现靓丽，期待产品升级推新持续赋能	14
<b>2. 多品类扩张逻辑清晰，多维协同助力未来发展</b>	<b>15</b>
2.1. 如何看公牛的 LED 照明业务——产品与渠道协同	15
2.1.1. 通照行业空间较大，格局尚未定型	15
2.1.2. 深耕“护眼”光源、灯具，依托渠道下沉打开低线级市场空间	17
2.2. 如何看公牛的数码配件业务——强电与弱电协同	18
2.2.1. 行业空间广阔，子行业众多且竞争格局较分散	18
2.2.2. 稳定供应链、品牌效应、线上引流+线下渠道力，共同构筑企业护城河	19
2.3. 如何看公司的充电枪&桩业务——应用场景协同	20
2.3.1. 行业政策持续加码，充电运营市场空间广阔	20
2.3.2. 高性价比 SKU 打开市场空间，未来有望实现公共桩+私桩双赛道布局	23
盈利预测	24
估值分析	25
投资建议	25
<b>风险提示</b>	<b>26</b>
<b>附录</b>	<b>27</b>

## 图表目录

图 1：2021H1 阿里系五大转换器品牌销额份额	4
图 2：2021H1 阿里系五大墙壁插座品牌销额份额	4
图 3：2021H1 阿里系五大开关品牌销额份额	4
图 4：2020H1-2021H1 转换器 TOP5 品牌交易金额/搜索人气	5
图 5：2020H1-2021H1 插座 TOP5 品牌交易金额/搜索人气	5
图 6：2020H1-2021H1 开关 TOP5 品牌交易金额/搜索人气	6
图 7：公牛多个系列的转换器设置 USB 接口	6
图 8：顺应家具家电风格多样化趋势，公牛推出不同风格的转换器	7
图 9：公牛推出 G29 水晶、G22 高晶玻璃、G203D 钻面等墙开插座高端产品系列	8

图 10: 截至 21 年 8 月 1 日, 公牛在电商平台上线四款智能转换器	8
图 11: 公牛大功率 16A 转换器价格带覆盖 20-90 元	9
图 12: 公牛抗电涌转换器价格带覆盖 30-260 元	9
图 13: 2020 年起公牛照明产品销额占 TOP5 品牌比重	10
图 14: 2021H1 阿里系五大照明品牌搜索人气增速	10
图 15: 公牛布局新品类首先依托低价 SKU 进入市场, 再逐步实现全价格带覆盖	10
图 16: 2021Q2 公牛阿里系 LED 照明产品各价格段支付商品数占比	11
图 17: 2021H1 阿里系手机数据线 TOP4 品牌与公牛销额增速	13
图 18: 2021H1 阿里系便携电源 TOP4 品牌与公牛销额增速	13
图 19: 公牛首款便携式充电枪产品上线电商平台, 且性价比比较高	14
图 20: 2021 年 6 月阿里系充电枪/桩产品 TOP4 品牌与公牛搜索人气	14
图 21: 2020 年起阿里系充电枪/桩产品 TOP4 品牌与公牛交易金额占比	15
图 22: 2016-2020 中国大陆 LED 产业链产值情况 (亿元)	16
图 23: 继多个国家&地区, 我国自 2009 年起实行三阶段半导体照明发展规划	16
图 29: 公牛装饰渠道店全面覆盖我国城市、乡村	17
图 30: 公牛 “0 号店” 四大品类装修风格风格统一	17
图 25: 全球&中国连接器行业市场规模 (亿美元)	19
图 26: 2020 年全球快充市场出货量占比	19
图 27: 中国移动电源行业市场规模 (亿元)	19
图 28: 我国有线&无线耳机产品产值规模 (亿元)	19
图 29: 公司关键原材料有长期、稳定的供应商合作伙伴	20
图 30: 公司数码配件产品自制率逐渐提升	20
图 31: 充电桩产业链	21
图 32: 我国公共充电桩设施保有量变化 (万台)	21
图 33: 我国私人充电桩设施保有量变化 (万台)	21
图 34: 截至 20 年底我国公共桩建设已达标, 而私桩缺口仍较大	22
图 35: 截至 21 年 5 月末随车配建充电设施原因占比	24
图 36: 新能源汽车消费者未随车配建私桩比例	24
图 37: 一张图看懂公牛集团	27
图 38: 公牛集团驱动力拆解	27
图 39: 公牛集团核心指标概览	28
表 1: 公牛新国标、一转多、抗电涌系列转换器约 1/5 产品包含 USB 接口	7
表 2: 多样化产品矩阵在与市面标准化产品形成差异化竞争, 并为公司创造新的利润点	7
表 3: 未来公牛可针对细分使用场景, 推出更多具有人性化、提升生活舒适度的灯具	11
表 4: 除音响外, 公牛已实现数码配件赛道弱电品类的全覆盖	12
表 5: 在 USB 转换器 SKU 数提升的同时, 公牛开始逐渐发展数据线业务	13
表 6: 我国充电桩行业市场空间测算	23
表 7: 我国充电桩行业市场空间敏感性分析	23
表 8: 公司各业务收入拆分情况	25
表 9: 权益 FCFF DCF 估值法	25

自 2014 年以来，公牛集团先后进入 LED 照明和数码配件等领域，且在 2021 年推出新能源汽车充电桩并上线电商平台，在巩固和扩大其核心主业竞争优势的同时，公司围绕家庭电源连接需求不断推动产品创新迭代和品类拓展。我们以公司三项新业务作为切入点，对公司阿里系表现进行持续跟踪，探寻公司的现有发展成果与未来发展方向。

## 1. 从阿里数据看公牛的新老业务

### 1.1. 核心主业龙头地位稳固，顺应行业趋势助力产品持续赋能

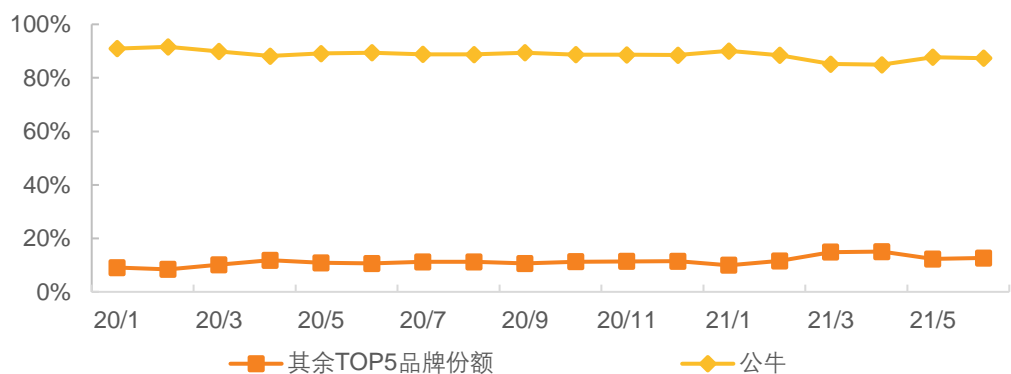
#### 1.1.1. 三大品类线上增速喜人，份额居首龙头地位稳固

以生意参谋作为数据源，我们分析了转换器、墙开与插座三个子品类中 TOP5 品牌的表现：

1) **销额增速方面**，2021H1 公牛转换器/墙开/插座三个品类的交易金额同比分别 +18%/+51%/+31%，公司核心主业线上增速表现亮眼。

2) **竞争格局方面**，公牛在转换器/墙开/插座三个品类的市占率均为行业居首，说明在产品力与渠道力的催化下，公司的核心主业目前仍占据较多的消费者心智。其中，转换器品类中公牛优势更为明显，TOP5 品牌的交易金额中公牛占比近 90%；而在墙开与插座赛道，尽管西门子、德力西等国际品牌具备较高竞争力与品牌知名度，但公牛凭借产品力&品牌力在阿里系销额领先，结合正泰份额的亮眼表现，可在一定程度上反映消费者在选择墙开插座时对国内品牌产品力的认可。

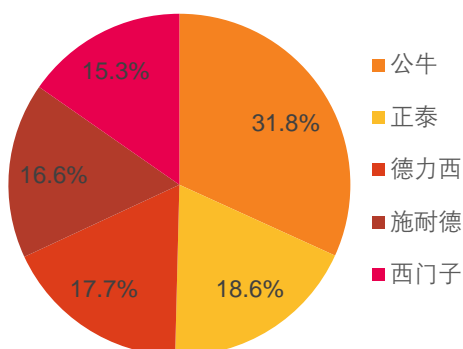
图 1：2021H1 阿里系五大转换器品牌销额份额



资料来源：生意参谋，天风证券研究所

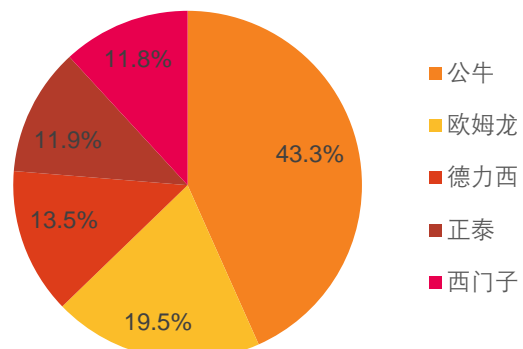
注：因无行业交易金额数据，份额=各品牌销额÷五个品牌销额之和，下同；TOP5 品牌为公牛、小米、德力西、威浦和正泰。

图 2：2021H1 阿里系五大墙壁插座品牌销额份额



资料来源：生意参谋，天风证券研究所

图 3：2021H1 阿里系五大开关品牌销额份额

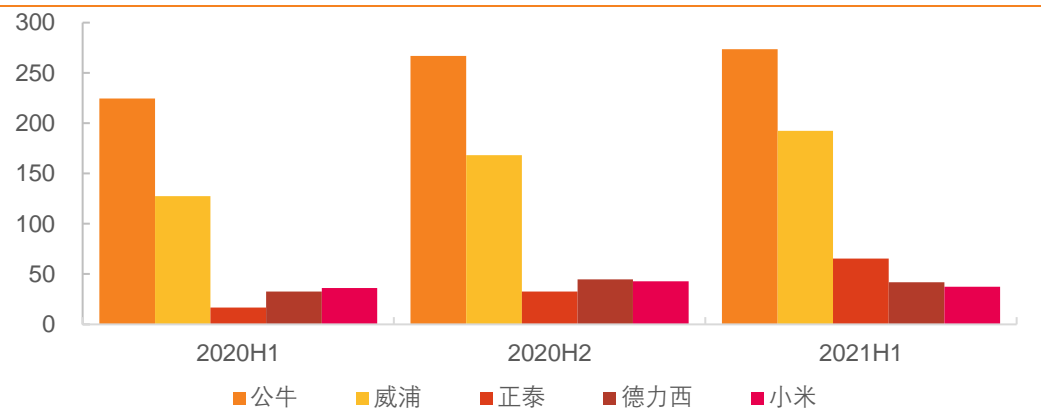


资料来源：生意参谋，天风证券研究所

3) **品牌热度方面**，我们以生意参谋中的“搜索人气”作为指标，分析了 2020-2021H1 期间三大品类 TOP5 品牌的搜索热度并进行排序：转换器的 TOP5 品牌热度排序为公牛>小米>德力西>正泰>威浦；插座的 TOP5 品牌热度排序为公牛>德力西>正泰>西门子>施耐德；开关的 TOP5 品牌热度排序为公牛>德力西>西门子>正泰>欧姆龙。我们认为，公牛在阿里的搜索人气主要受益于线下数码渠道对打造品牌力的催化作用，以及数字化营销和新媒体品牌推广对公司品牌知名度、美誉度的贡献。

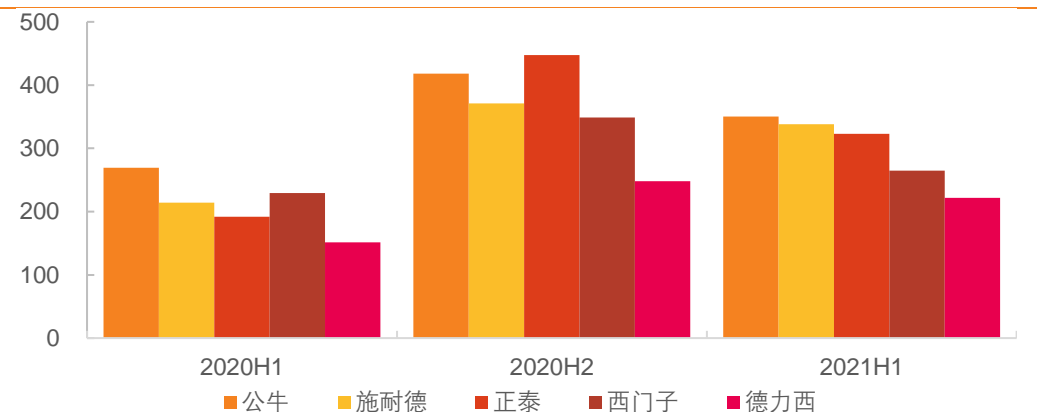
4) **消费者支付意愿方面**，以“交易金额÷搜索人气”作为指标分析三大品类的潜在消费者在阿里系网站购物时的支付转化情况，可反映出消费者对产品的支付意愿。考虑到欧姆龙品牌生产的限位开关等产品主要应用于制造业，在家用电工产品领域，消费者对公牛的核心主业产品有较强的支付意愿，公司产品热度的支付转化率在转换器与墙开插座领域均为行业领先，这反映了消费者对品牌线上的店铺设置、营销手段的认可，消费者对公司产品的购买动机较为强烈。

图 4：2020H1-2021H1 转换器 TOP5 品牌交易金额/搜索人气



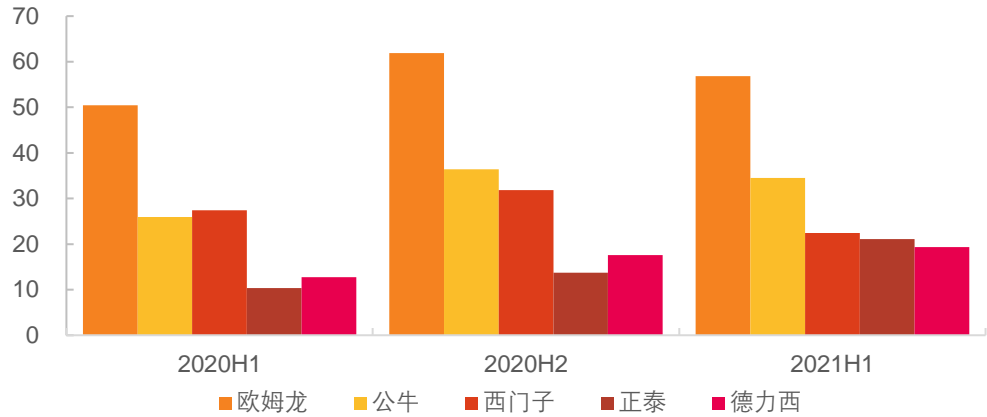
资料来源：生意参谋，天风证券研究所

图 5：2020H1-2021H1 插座 TOP5 品牌交易金额/搜索人气



资料来源：生意参谋，天风证券研究所

图 6：2020H1-2021H1 开关 TOP5 品牌交易金额/搜索人气



资料来源：生意参谋，天风证券研究所

因此，我们认为，受益于线下五金渠道对打造品牌力的促进作用，叠加公司自身过硬的产品力，其核心主业在各细分赛道优势地位仍较稳固。

### 1.1.2. 紧随市场潮流趋势，产品风格多样化、智能化趋势凸显

为探寻电工龙头公牛在其核心主业的发力方向，我们将公司在电商平台的转换器、墙开、插座产品进行分类统计，得到结论：公司通过推出风格多样的产品矩阵，匹配市场不同客户的差异化需求；推出智能转换器产品，顺应行业智能化发展趋势，从而提升产品竞争力。

#### 趋势一：转换器增加含 USB 接口的转换器产品

因每部手机与平板都需要数据线搭配适配器进行充电，且市面上的主流适配器体积较大，为满足消费者对充电便捷性与转换器孔位数量的需求，公牛在多个系列的转换器设置了 USB 接口，其中，新国标、一转多、抗电涌系列插排中约 1/5 产品包含 USB 接口。考虑到大功率 16A 系列主要应用场景为空调等大功率家电，而不带线插线板为带线插线板的补充产品，两个系列未设置 USB 接口的设计也较为合理。

图 7：公牛多个系列的转换器设置 USB 接口



资料来源：淘宝网，天风证券研究所

表 1：公牛新国标、一转多、抗电涌系列转换器约 1/5 产品包含 USB 接口

转换器产品系列	新国标	一转多	防过载	抗电涌	不带线	大功率16A
产品数量	59	35	58	8	20	17
带USB接口产品数	11	7	4	2	0	0
带USB接口产品数占比	19%	20%	7%	25%	0	0

资料来源：淘宝网，天风证券研究所

### 趋势二：产品风格多样，高端化与年轻化并举

为顺应新中式装修风格的潮流与颜值时代消费年轻化的趋势，公牛围绕消费者“精致小巧、家居装饰”的核心诉求，推出了可搭配家具家电风格的、精致而易用的转换器产品，如木纹插座、两极插座等，公牛对传统形态转换器产品进行外观上的创新，有助于推动产品与市面标准化产品进行差异化竞争，并创造新的利润点。同时，针对消费升级带来的高端化趋势，公司通过全新结构设计实现墙开插座产品的多材质、多工艺化发展，推出 G29 施华洛世奇水晶、G22 高晶玻璃、G203D 钻面等系列。

图 8：顺应家具家电风格多样化趋势，公牛推出不同风格的转换器



资料来源：淘宝网，天风证券研究所

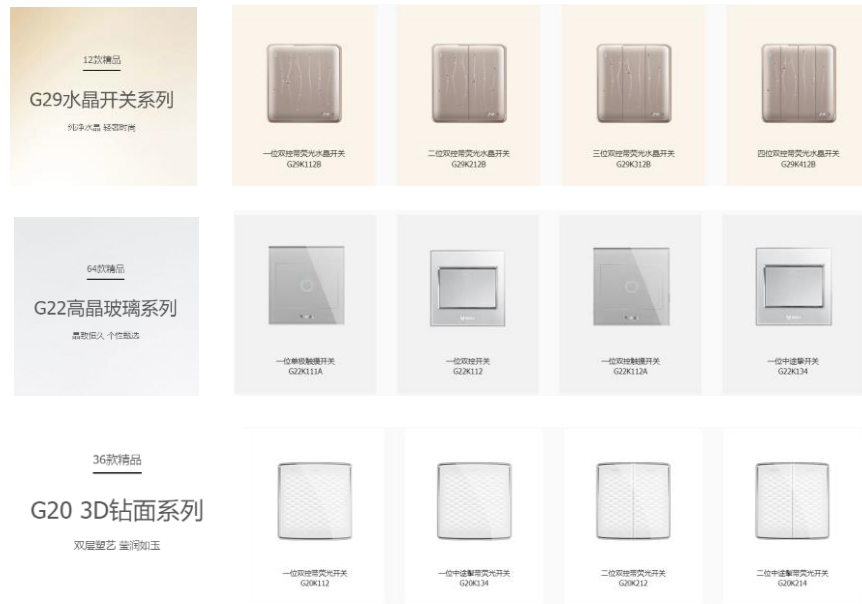
表 2：多样化产品矩阵在与市面标准化产品形成差异化竞争，并为公司创造新的利润点

	蓝白插排系列	小白系列	木纹装饰系列
价格	¥ 57.60	¥ 50.20	¥ 86.70
产品型号	GN-601	B5043	GN-R1443
开关控制	分控	分控	分控
产品尺寸	234.2*54*32mm	227*82*29mm	197*72*31mm
最大功率	2500W	2500W	2500W
全长	1.8m	1.8m	1.8m

资料来源：淘宝网，天风证券研究所

注：表格中的价格为该 SKU 于 2021 年 88 会员节促销价格。

图 9：公牛推出 G29 水晶、G22 高晶玻璃、G203D 钻面等墙开插座高端产品系列



资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 趋势三：智能化产品上线电商平台

伴随以 5G、wifi6 为代表的高速通讯基础设施进一步完善，家用网络可供支持联网设备的数量将大大扩容，带动智能化家电产品的普及。为顺应行业发展趋势，截至 21 年 8 月 1 日公牛已在电商平台推出四款智能插座，涵盖天猫精灵控制、手机 APP 操作、语音控制、用电量统计等多种功能。在消费升级趋势延续与消费者对智能家居认知度的提升的催化下，基础插座的换新需求或将助力智能化插座产品实现放量。

图 10：截至 21 年 8 月 1 日，公牛在电商平台上线四款智能转换器



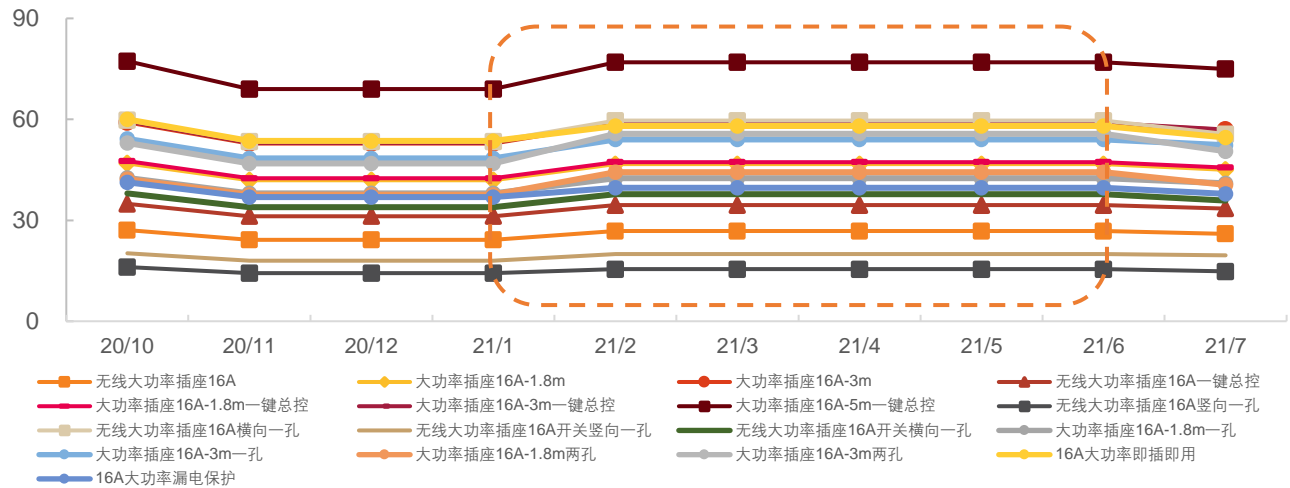
资料来源：淘宝网，天风证券研究所

#### 1.1.3. 品类覆盖完整价格带，中高低端 SKU 配置较为均匀

从公牛产品价格设置上看，以大功率 16A 转换器与抗电涌转换器两个品类为例，公司在电商平台上的产品价格带覆盖低中高端，且 SKU 数目配置较为均匀，这与公司产品高端商务化与年轻大众化并行的定位相符合；同时，在原材料涨价的背景下，21H1 公司转换器产品整体呈涨价趋势，依托品牌高知名度与优质产品力，公司优势品类的提价未能撼动其在电商平台的优势地位。



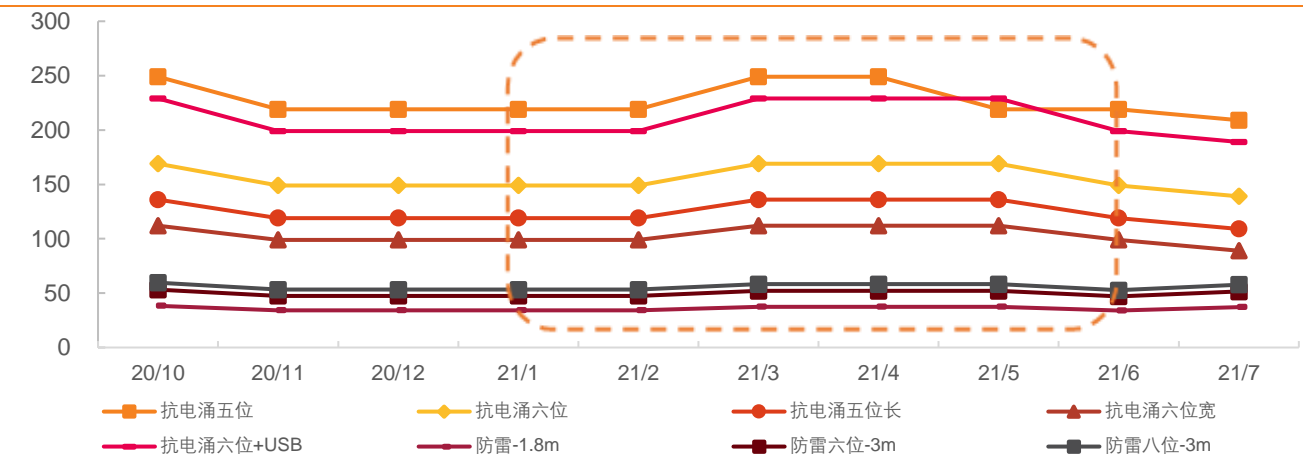
图 11：公牛大功率 16A 转换器价格带覆盖 20-90 元



资料来源：淘宝网，慢慢买，天风证券研究所

注：产品价格取每个产品每月一日的价格，慢慢买的产品收录可能存在一定滞后性，下同。

图 12：公牛抗电涌转换器价格带覆盖 30-260 元



资料来源：淘宝网，慢慢买，天风证券研究所

## 1.2. 公司线上照明业务处于快速增长期，品牌热度助力份额提升可期

### 1.2.1. 线上销额增速超传统照明品牌，较高人气有望助力份额提升

目前公牛 LED 产品矩阵包含光源类（如球泡灯、灯贴、灯带）、室内灯具类（如筒射灯、吸顶灯、平板灯、吊灯、风扇灯等）与室外灯具类（如，2021H1 公牛 LED 照明产品的销额同比+100%，对比欧普与雷士增速+14%/+39%，公牛的增速表现显著超过传统照明品牌。投光灯）产品。我们对比分析了 LED 照明子品类中 TOP5 品牌欧普、雷士、月影凯顿、飞利浦、希尔顿与公牛的阿里系表现。

#### 1) 销额增速方面

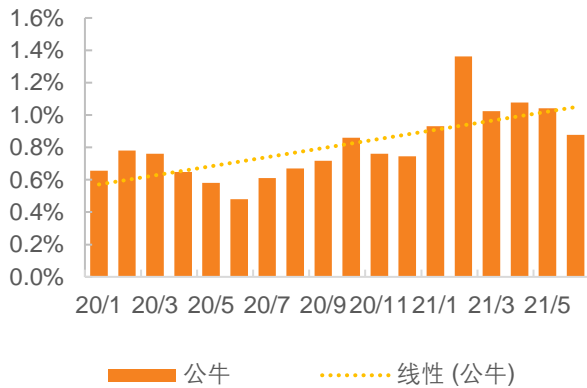
2) 销额份额方面，尽管公牛阿里系销额占 TOP5 品牌的占比处于低位，但其线性趋势表现为逐渐攀升，考虑到欧普、雷士与月影凯顿在 TOP5 品牌市占率均介于 20%-30%之间，行业竞争格局尚未定型，公司线上份额的发展空间仍较大。

3) 品牌热度方面，对比 2021H1 TOP5 品牌的月度搜索人气的同比增速，可以发现公牛 LED 照明产品的热度同比增速领先于优势品牌，且其搜索人气占比已从 20 年 1 月的 7.34%升至 21 年 6 月的 9.51%，公司照明产品的人气占比显著高于其线上销额份额，表明公司照明业

务已获得消费者较高的自发关注。伴随公牛照明产品在品类、价格带、系列等方面进行多维升级，通过消费者支付意愿的提升，品牌有望将线上较高的热度转化为可观的收入，在竞争格局相对分散的线上家照市场攫取更大的份额。

考虑到公牛具备强大的线下装饰渠道网络，其下沉市场的渗透较竞品具备竞争力；同时，公司正在推行渠道变革，专卖店、综合店的打造有望强化公司系统化销售能力与单店经营效率，预期未来线下 8000+ 家综合性装饰门店将成为公司 LED 照明产品的主战场。

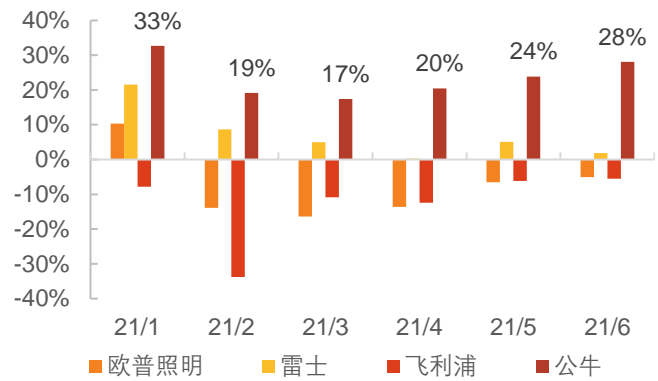
图 13：2020 年起公牛照明产品销额占 TOP5 品牌比重



资料来源：生意参谋，天风证券研究所

注：TOP5 品牌分别为欧普、雷士、月影凯顿、飞利浦与希尔顿。

图 14：2021H1 阿里系五大照明品牌搜索人气增速

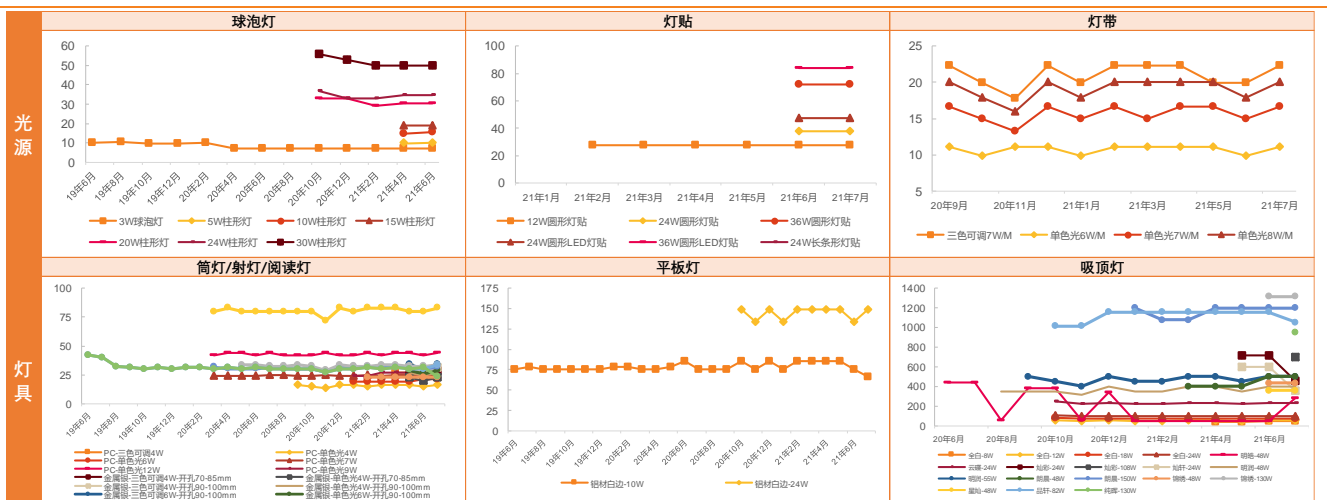


资料来源：生意参谋，天风证券研究所

### 1.2.2. 高性价比 SKU 打开市场，装饰渠道综合化助力细分场景家照布局

通过分析公牛 LED 照明业务线上推新进程，我们可以得到品牌布局照明新品类，并针对各品类进行矩阵扩充的思路，即首先推出高性价比 SKU 进入市场，依托品牌知名度带动产品销售，在基础产品逐渐起量的同时加入高瓦数光源与灯具产品，逐步实现全品类、全价格带的覆盖。以光源球泡灯为例，公司产品扩充的进程可分为三个阶段：公司首先通过球泡灯进入光源市场；20 年 10 月，公司推出高瓦数柱形灯产品，光源瓦数覆盖广度有所提升；21 年 4 月，公司增加低瓦数柱形灯，实现产品矩阵的全面扩充。我们认为，高性价比产品更易于为消费者所接受，且可有效控制公司试错成本，因此这种推新方式有助于公司把握市场对新品的看法，达到优化推新步频与确定产品升级方向的目的。

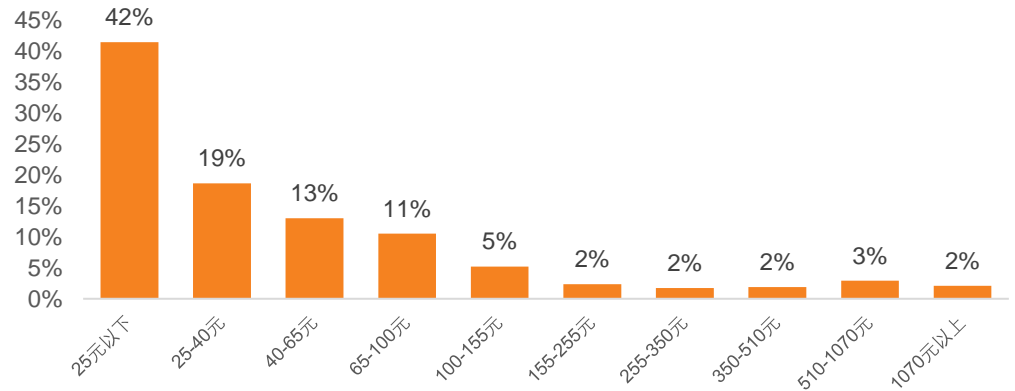
图 15：公牛布局新品类首先依托低价 SKU 进入市场，再逐步实现全价格带覆盖



资料来源：淘宝网，慢慢买，天风证券研究所

目前公牛线上 LED 照明的销额主要依靠 40 元以下的 SKU 来拉动,此价格段主要为以灯泡、灯带为代表光源类产品和以筒射灯为代表的灯具,这与公司照明业务“护眼”定位与其依托高性价比的基础产品进入 LED 照明市场有关。对比欧普与飞利浦的家照产品结构,我们可以得到未来公牛在 LED 照明赛道上品类扩张的思路,即根据细分使用场景,推出更多具有人性化、提升生活舒适度的灯具。

图 16: 2021Q2 公牛阿里系 LED 照明产品各价格段支付商品数占比



资料来源: 淘宝网, 慢慢买, 天风证券研究所

表 3: 未来公牛可针对细分使用场景, 推出更多具有人性化、提升生活舒适度的灯具

产品类别	产品名称	公牛	欧普	飞利浦
光源	球泡灯			
	灯贴			
	灯带			
室内灯具	筒灯			
	吸顶灯			
	平板灯/厨卫灯			
	吊灯			
	风扇灯			
	套装灯			
	其他	-	台灯 壁灯 水晶灯 床头灯 落地灯 小夜灯 灭蚊灯 橱柜灯 镜前灯 带灯化妆镜等	台灯 壁灯 床头灯 落地灯 小夜灯 镜前灯 带灯化妆镜 紫外线杀菌灯等
	户外灯具	投光灯/庭院灯		

资料来源: 淘宝网, 天风证券研究所

注: 白色代表公司早期推出的照明产品; 橙色代表公司近期推出的新品; 黄色代表公司尚未推出的品类。

进入新零售时代后，消费者并不一味地追求实用性和价格低廉，购物需求变得更加多元化、个性化，舒适愉悦的购物体验、主动且适宜的解决方案对推动线下门店销售起到积极作用。因此，我们认为，公牛线下装饰渠道专卖化和综合化的推进，将在助力公司基础照明品类放量的同时，带给消费者更多产品体验，为公司细分市场照明的布局提供展示的平台。

### 1.3. 数码配件弱电品类布局完善，USB 转换器的销售有望带动产品提量

#### 1.3.1. 作为线下渠道的补充，产品线上销额稳定且增速领先于行业

截至目前，公牛推出的数码配件产品已覆盖手机数据线、充电器与移动电源等品类，相较于专注数码配件的绿联、品胜，以及手机厂商华为、小米，公司更专注于数码配件领域中弱电品类的布局。考虑到公牛的电工龙头地位，其向消费电子领域布局有利于公司实现强、弱电业务的协同，故公司产品未覆盖手机贴膜、手机电池等产品具备合理性。同时，除音响外，公牛已实现数码配件赛道弱电品类的全覆盖，考虑到公司现已推出多款音响插座面板，公司未来推出音响产品的猜想存在合理性与可能性。

表 4：除音响外，公牛已实现数码配件赛道弱电品类的全覆盖

	公牛	品胜	绿联	华为	小米
手机壳			√	√	√
手机贴膜		√	√		√
手机电池	√	√	√		√
移动电源	√	√	√		√
充电器	√	√	√	√	√
数据线	√	√	√	√	√
有线耳机	√	√		√	√
蓝牙耳机	√	√	√	√	√
音响				√	√
存储设备			√		
车载设备	√	√	√	√	√
外接镜头			√		
拓展坞	√		√		
智能配件			√	√	
手机挂件					
防尘塞					
手机支架			√	√	

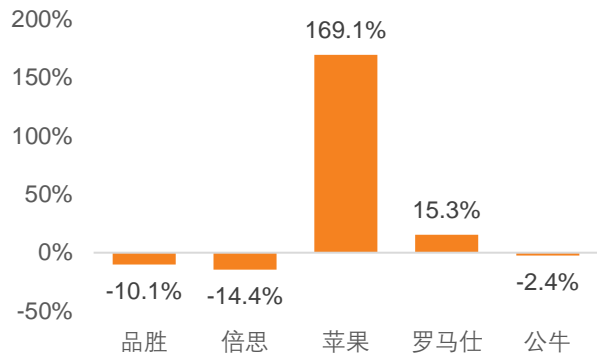
资料来源：淘宝网，前瞻产业研究院，天风证券研究所

针对手机数据线与便携电源产品，2021H1 公牛手机数据线产品阿里系销额同比-2.4%；便携电源产品 2021H1 销额同比+93.2%。对比线上销额 TOP4 品牌的销售表现进行分析，我们得到：

- 1) **销售渠道方面**，公牛线上数码设备营收占比仍较小，故公司数码配件产品主要依托强大的线下渠道网络实现放量。主要原因为，智能终端设备普及赋予数码配件产品刚需消费的属性，而消费者往往在现有数据线使用出现问题后产生产品换新需求，叠加大屏化+功能多样性带来智能手机耗电量的增加、续航能力承压，因此，我们判断，可满足就近购买需求的线下渠道店成为消费者首选。
- 2) **销额增速方面**，手机数据线品类，21H1 品牌同比增速排序为苹果>罗马仕>公牛>品胜>

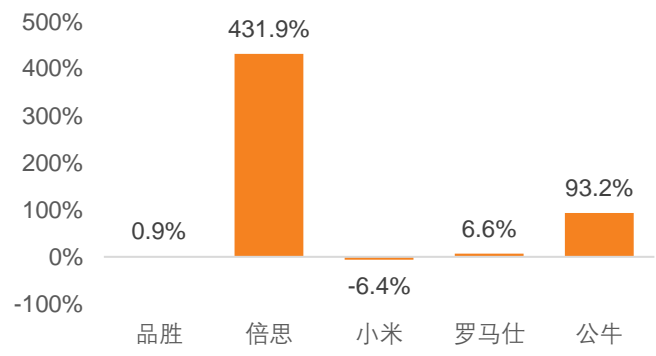
倍思，考虑到 iPhone 庞大的用户群体推升苹果品牌数据线销量，罗马仕凭借超低价格收割消费者群体实现放量，公牛坚持品质标签，依托“不伤手机”、“防折断”等卖点，其数码配件产品销额较品胜、倍思等纯数码配件品牌更为稳定；便携电源品类，21H1 品牌同比增速排序为倍思>公牛>罗马仕>品胜>小米，公牛通过主打“充电不伤机、容量不虚标”等卖点，其移动电源产品线上销额增速领先于行业。

图 17：2021H1 阿里系手机数据线 TOP4 品牌与公牛销额增速



资料来源：生意参谋，天风证券研究所

图 18：2021H1 阿里系便携电源 TOP4 品牌与公牛销额增速



资料来源：生意参谋，天风证券研究所

### 1.3.2. 转换器业务龙头地位稳固，其销售有望带动数据线销量稳增

我们对公牛 USB 接口转换器与 USB 数据线的推新进程进行了统计，发现公牛 USB 数据线产品的推出滞后于 USB 接口转换器；在 USB 转换器产品数量逐步提升的同时，公司也对其 USB 数据线产品矩阵进行持续扩充，在抗折断、编织数据线的基础上逐渐推出电竞款、5A 款、VOOC 闪充款等产品。我们认为，公牛转换器业务龙头地位稳固，且含 USB 接口的转换器 SKU 数目的增加与放量，对其进军数码配件赛道、发展数据线业务起到了促进作用。

表 5：在 USB 转换器 SKU 数提升的同时，公牛开始逐渐发展数据线业务

	20年10月	20年11月	20年12月	21年1月	21年2月	21年3月	21年4月	21年5月	21年6月	21年7月
<b>转换器 (含USB接口)</b>										
USB插座-1.5m		45	39	39	48	48	48	48	43	43
USB插座-1.8m		59	55	50	55	55	55	50	49	49
USB插座-1m	55	55	49	49	55	55	55	55	49	49
USB插座-5m					69	74	74	74	69	69
18W快充USB插座typeC-1.8m							105	105	95	95
20W快充USB插座typeC-1.8m										85
晴空蓝USB插座-1.8m			59	55	59	59	59	59	55	55
黑色USB插座-1.8m						59	50	50	50	49
USB一排半插座-1.8m	77	69	69	69	75	75	75	75	69	69
USB双排插座-1.8m		89	85	77	89	89	89	89	85	85
USB分控插座-1.8m	77	69	69	69	75	75	75	75	69	69
品字型一转多分控一转二USB	58	49	49	49	61	61	61	61	52	54
总控带USB一转六					56	65	65	65	56	58
一转二总控+2USB	53	47	47	47	55	55	55	55	47	49
小魔方USB插座	50	45	45	45	49	49	49	49	45	45
魔方USB插座	73	65	65	59	65	65	65	65	59	59
魔方USB插座黑	76	68	68	68	72	72	72	72	62	65
快充魔方USB插座						85	85	85	75	75
<b>USB数据线</b>										
0.8m苹果数据线									49	55
1m苹果数据线			79	69	79	79	69	69	79	79
1.5m苹果数据线			79	69	79	79	69	69	79	79
1m抗折断苹果数据线			89	79	89	89	79	79	89	89
1m苹果快充数据线			79	69	79	79	69	69	79	79
1mType-C阻燃数据线			36	33	33	36	36	33	36	21
0.8mType-C5A数据线								29	29	29
1.5mOPPO 5A数据线			55	48	48	55	48	48	55	55
1m电竞Type-C数据线									49	59
0.8m安卓数据线							17	15	15	15

资料来源：淘宝网，慢慢买，天风证券研究所

### 1.4. 充电枪上线首月销额表现靓丽，期待产品升级推新持续赋能

据公牛 2020 年报披露，公司在电连接业务有两个发展趋势：加速数据中心末端配电解决方案布局，并将产品的应用场景由家庭向社区家园拓展；截至目前，公司已成功孵化出第一款便携式充电枪产品并上线电商平台，且正在加紧研发充电桩设备。

图 19：公牛首款便携式充电枪产品上线电商平台，且性价比较高

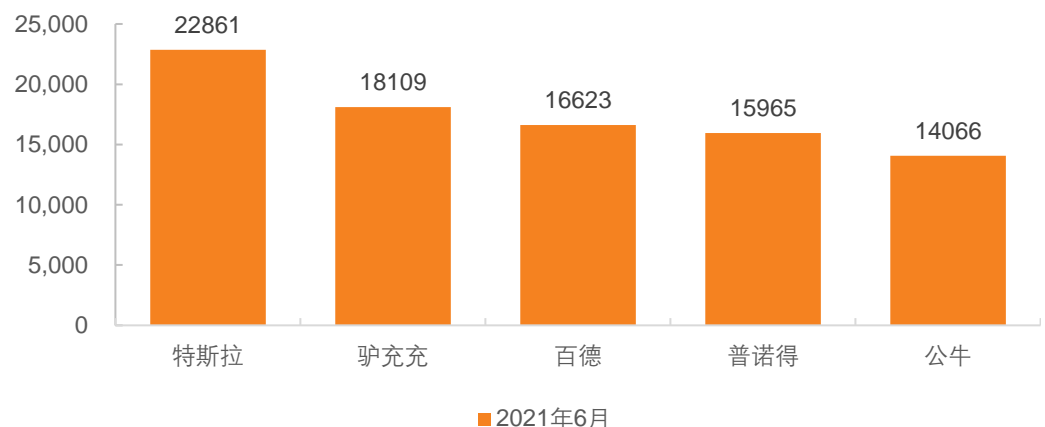


资料来源：淘宝网，天风证券研究所

我们分析了 20 年线上充电桩市场格局的变化与原因：20 年 6 月以前，普诺得凭借先发优势市占率领先市场；20 年 4 月特斯拉正式入驻天猫旗舰店；20 年 7 月至 21 年 2 月，伴随 Model3 官方取消随车送桩政策，线上线下充电桩同价催生消费者线上购桩需求，20 年 7 月起特斯拉线上份额居首且超 90%；21 年 3 月起，驴充充、百德等品牌凭借富有竞争力的价格与多个汽车品牌的兼容性逐渐起量且竞争格局未定，特斯拉市占率行业居首且呈下行趋势。

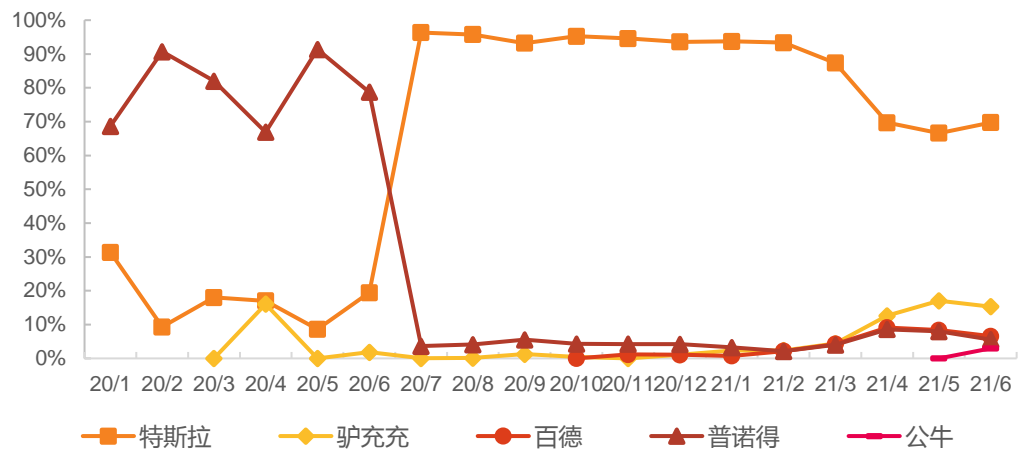
公牛首款充电枪产品上线电商平台，上线首月（21 年 6 月）公牛销额占 TOP4 品牌的 3%，且搜索人气已接近百德、普诺得等先入局的品牌。由各品牌销额趋势可以看到，自 20 年 6 月以来电商平台的充电枪/桩产品景气度快速提升，21 年 6 月特斯拉/驴充充/普诺得销额分别同比+23541%/+54667%/+365%。

图 20：2021 年 6 月阿里系充电枪/桩产品 TOP4 品牌与公牛搜索人气



资料来源：生意参谋，天风证券研究所

图 21：2020 年起阿里系充电枪/桩产品 TOP4 品牌与公牛交易金额占比



资料来源：生意参谋，天风证券研究所

注：因无行业交易金额数据，份额计算方法为（各品牌交易金额÷五个品牌交易金额之和）；TOP4 品牌为特斯拉、驴充充、百德、普诺得。

因此，目前新能源车充电设备行业线上格局未定，伴随公司充电枪产品功能升级与持续推新、充电桩设备的推出，未来公司有望形成品类协同；叠加先发的充电枪产品力得到市场验证并实现口碑效应，公牛品牌有望攫取更多线上份额。同时，线上充电桩市场正处于高速增长阶段，有望带动各品牌业务持续增长，公牛整体利润空间较为可观。

## 2. 多品类扩张逻辑清晰，多维协同助力未来发展

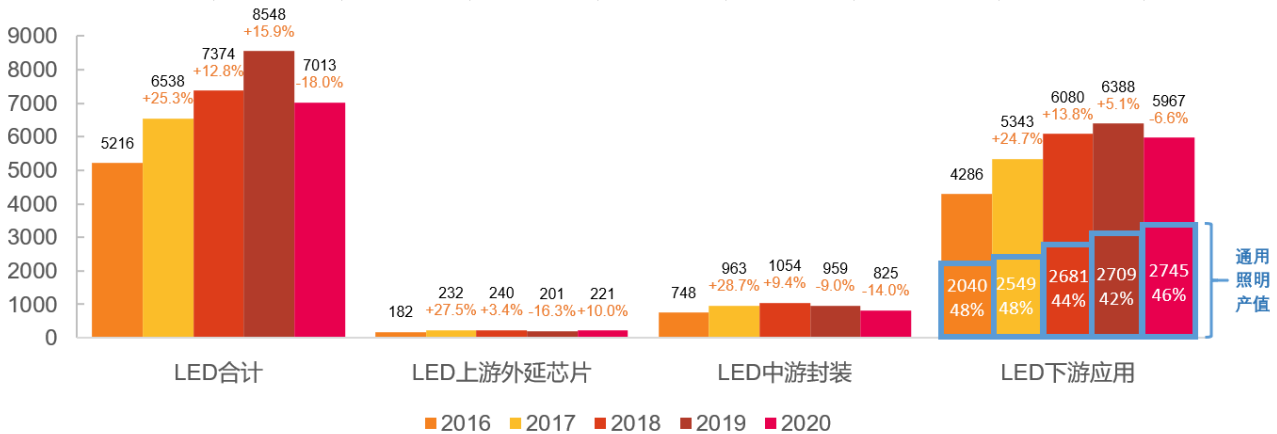
### 2.1. 如何看公牛的 LED 照明业务——产品与渠道协同

从转换器和墙开业务拓展的历史看，在公司进入之初，两个行业均处于集中度较低的状态，公司通过提升产品品质、渠道拓展、加大营销等方法提升行业进入壁垒，挤压其他杂牌的市场份额，而公牛选择布局目前市场集中度较低的 LED 照明行业也是基于转换器和墙开业务的成功经验。因此，我们认为公司推出 LED 照明业务的逻辑在于，布局空间较大、市场集中度较低的行业，再通过产品力、渠道力实现份额扩张。

#### 2.1.1. 通照行业空间较大，格局尚未定型

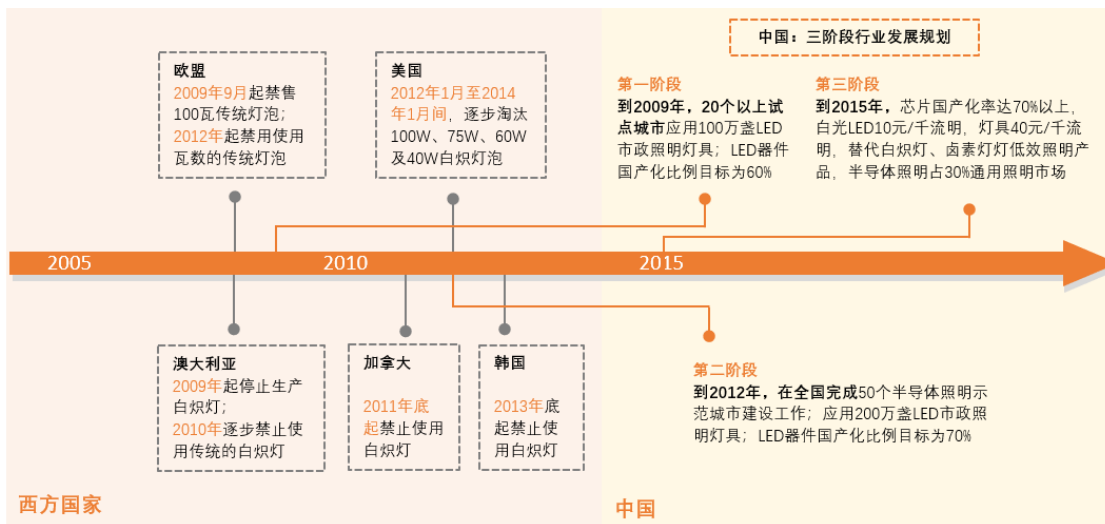
公牛 LED 照明业务处于 LED 产业链下游，行业空间较大，渗透率超全球水平。根据 CSA 统计，2020 年我国 LED 产业链总产值 7013 亿元，其中下游应用占比 85.1%，产值规模约 5967 亿元。LED 下游应用包括通用照明、背光应用、景观应用等子领域，其中公牛 LED 照明所处的通用照明领域占比最高，为 46.0%，其产值规模高达 2745 亿元，市场空间广阔；2020 年 LED 中下游产值均有所回落，但通用照明产值规模仍实现正增长，照明产品刚需属性彰显。因此，我们认为通用照明在未来相当长一段时间内仍然为 LED 下游应用的主战场，公牛布局此领域市场空间较大。同时，尽管国内 LED 照明市场起步较晚，但随着国内 LED 产业链的整合及技术的进步降低光源均价，且政府禁售传统照明政策实行、公众的环保意识有所提升，故 2012 年起我国 LED 照明行业加速发展，且 2015 年起渗透率高于全球水平。

图 22：2016-2020 中国大陆 LED 产业链产值情况（亿元）



资料来源：CSA Research，天风证券研究所

图 23：继多个国家&地区，我国自 2009 年起实行三阶段半导体照明发展规划



资料来源：中国产业信息网，中国照明网，天风证券研究所

相较于海外成熟市场，我国通用照明行业集中度较低，**中企实力占优**。根据 GSC 统计，2015 年美国通用照明市场主要渠道商为飞利浦、Acuity Brands、欧司朗、库珀照明（现已被昕诺飞收购）及 GE，CR5 约 50%，CR15 约 75%。**中国通用照明市场**方面，2020 年行业龙头欧普照明全年内销收入 73 亿元，占国内通用照明产值的 2.7%，其次为三雄极光、佛山照明，占比分别为 0.85%、0.82%，2018-2020 年行业 CR3 不足 5%，**新进企业发展空间较大**。因此，相较于海外成熟市场，我国通用照明市场集中度较低，且中国照明企业实力占优，我们认为主因有三点：1) LED 照明从技术竞争高地转化为成熟的通用商品，制造环节的标准化和通用化缩窄了企业利润空间，因此飞利浦、欧司朗等海外品牌逐渐退出中国市场竞争；2) 中国照明企业自身经营管理提效稳定发展，并陆续通过海外并购实现弯道超车；3) 中国其他行业企业通过国内并购进入照明赛道。

因此，我国通用照明行业空间大且格局尚未定型，**公牛布局 LED 照明业绩潜力较大**。行业端，通用照明领域产值规模高、市场空间广阔，外资照明巨头退出中国市场利好中企布局；行业集中度较低，后入企业可凭借渠道、技术优势攫取市场份额，加速行业整合。公司端，公牛专注家照市场，坚持“护眼”、“防频闪”定位进行推品，不断扩大家照市场的市占优势；同时，公司现有的 12 万家装饰渠道店已覆盖各线级市场，伴随渠道布局继续扩张与层级加深、重点终端门店综合化与专卖化逐步落实，产品与渠道协同有望推动公司市占率提升，公司业绩发展潜力较大。



### 2.1.2. 深耕“爱眼”光源、灯具，依托渠道下沉打开低线级市场空间

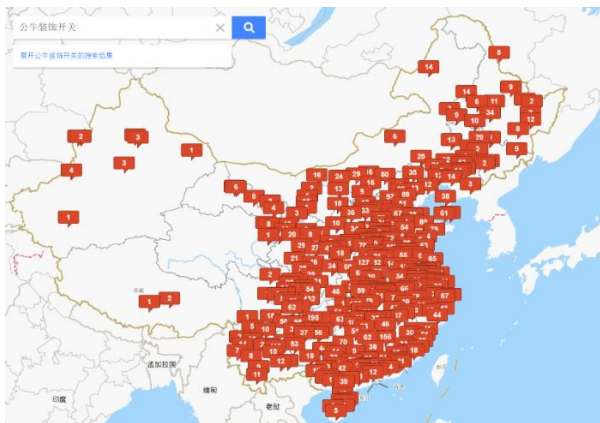
**持续扩充居家场景照明品类，套系化&场景化多维持续加码。**近年来公司针对居家场景持续扩充 LED 照明产品矩阵，通过不断的完善和推广新产品、建立健全产品群、调整产品结构，最大限度地挖掘网点的市场潜力，提高各网点的销量。目前，公牛 LED 照明产品已由最初的球泡灯、筒灯等几个品类逐步扩充，为公司线下装饰渠道店带来更多可选品类，从而推动单顾客成交率与客单值的提升。同时，在巩固光源与标准灯具细分领域基础优势的基础上，公司加速构建套系化现代装饰灯、场景化光源及灯具的产品线，顺应了消费升级背景下套系化、场景化的购买趋势。

**深耕光源、灯具等基础品类，利用规模优势打开下沉市场。**LED 照明的品类多样化特性、市场需求趋向细分化和专业化，单一照明企业难以实现全品类领先行业。因此，我们认为未来家照企业间的竞争将演变为以创新研发为基础的优质供应链体系间的竞争。基于低线级城市、乡镇消费者对家照的刚性需求，公牛可继续深耕当前光源、灯具等基础品类，依托品牌力、产品力和服务能力的加成攫取下沉市场的份额，逐渐形成规模优势。伴随低线级城市逐渐由增量市场转为存量竞争，公司可延展产品矩阵、渗透各细分市场，为终端销售体系作升级补充。

**依托健全产品群强化终端推广，利用数量优势为市场造势。**为了鼓励经销商开发更多的网点销售公司产品以及对网点进行有效覆盖，公牛通过指导经销商开展配送访销等创新销售模式并对其开发率进行考核，实现近 12 万多家专业建材及灯饰渠道售点的建设。故公司现有装饰渠道网点数量较多，且已深入下沉市场，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。

**持续推进终端网点综合化+专卖化，助力客单值与品牌力提升。**在新冠疫情加速了家居建材实体店的客户分流，实体店面临前所未有的严峻局面的背景下，公司推出了“0 号店”终端升维项目，即开设覆盖多品类的综合店满足消费者一站式购买需求。依托现有装饰渠道网点的数量和深度，公牛扩大并升级终端门店，从而可以满足逐渐丰富的智能电工产品矩阵，并较装饰渠道店进一步提升单顾客的成交率和客单值。同时，公牛发力单一品牌的营销模式，通过统一墙开插座、爱眼照明、断路器、生活电器四大品类的装修风格增加门店识度，统一的形象宣传将终端数量优势转化为品牌推广优势。我们认为，伴随品牌形象店装修的成本降低及易复制性提升，公牛品牌形象店有望扩展至全国各地的下沉市场，助推公司终端渠道进一步扩张。

图 24：公牛装饰渠道店全面覆盖我国城市、乡村



资料来源：百度地图，天风证券研究所

图 25：公牛“0 号店”四大品类装修风格风格统一



资料来源：公牛爱眼照明公众号，天风证券研究所

因此，基于我国低线级城市的照明市场目前较相对分散，叠加消费者对品牌认知度较低，公牛可依托逐渐完善的产品矩阵、覆盖城乡的渠道店，产品与渠道协同助力攫取下沉市场份额。同时，利用精细化、数字化的营销逐步强化渠道销售能力，预计终端渠道升级的有效投资将反哺线上销售，公牛电商渠道的业绩与市场份额有望继续攀升。

## 2.2. 如何看公牛的数码配件业务——强电与弱电协同

为扩充电连接领域的产品矩阵，公牛推出 usb 系列插座，因产品使用的便捷性与较高的空间利用率受消费者喜爱。公司在巩固“强电”领域优势地位的基础上，为顺应消费电子产业发展趋势，公司自 2016 年起进入数码配件领域，且在两年内迅速推出数据线、防过充充电器、金属车充、移动电源等一系列产品。我们认为，公司推出数码配件业务的逻辑在于，依托现有 usb 插线板产品的优势，利用消费者配套购买的心理，带动数据线产品的销售；在数据线产品放量的同时，推出需要搭配数据线使用的防过充充电器、快充充电器、金属车充和移动电源等产品。同时，借助五金渠道开拓经验，公司致力于数码渠道下沉，伴随消费者购买配套率的提升，逐步实现“弱电”领域的布局，实现强电与弱电协同。

### 2.2.1. 行业空间广阔，子行业众多且竞争格局较分散

数码配件行业产品包括手机连接器、充电器、移动电源、音频设备等，市场空间较为广阔。同时，行业整体格局较为分散，生产企业众多，主要竞争方式是在自有品牌的基础上发展各自品牌的特色，且多数装备水平低、工艺和技术相对落后，造成低端产品产能过剩、竞争激烈，而高技术、高附加值产品较少。故公牛 16 年开始布局数码配件领域，首先借力 OEM 迅速实现品类上市，凭借现有消费者基础、较高的品牌知名度与逐步开拓的实现盈利，再通过逐步推升自制率的方式优化利润空间。

1) **连接器**：据 Bishop&Associates 数据，2019 年全球连接器行业市场规模 722 亿美元，其中消费电子领域占比 5%，可测算得 19 年全球消费电子连接器市场规模约 36.1 亿美元，中国连接器占全球比重稳中有升且已超 3 成，国内市场空间较大。2010-2019 年我国连接器市场规模 CAGR 为 8.6%，显著高于全球同期 5.2% 的增速，主要因我国信息化建设发展迅速且规模已跃居世界前列，且智能手机、电脑等产品迭代速度较快，下游市场发展带动连接器市场规模持续扩大。

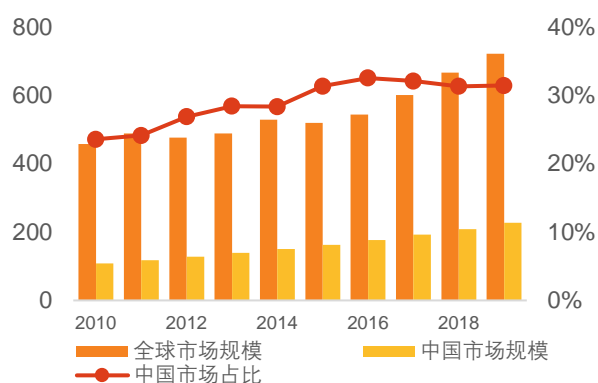
2) **充电器**：充电器行业发展成熟且需求较稳定。据充电头网，2020 年全国快充市场出货量 44.1 亿台，其中针对智能手机市场出货量 12.9 亿台，考虑到快充并未充分普及，充电器行业市场空间较大。同时，充电器作为与智能终端设备捆绑销售的标准配件，其销售情况与智能终端发展的相关性较大，充电器出货量与智能终端设备出货量的比值理论上仍为 1:1，5G 技术登场后，智能手机的迭代换新将为行业带来稳定需求。叠加快充技术冲击下，普通充电器市场份额逐渐受到挤压，也会带来部分增量需求。目前充电器行业已形成进入壁垒，主要体现在产品强制认证、客户资源与技术等方面，这要求企业投入大量的资金、时间进行技术迭代与完成多方验证，市场准入要求趋严利好具备资源与技术优势的公司。

3) **移动电源**：伴随便携式电子产品的迅猛发展，电子产品外观轻薄化、多功能趋势化凸显，由此带来耗电量增加的问题；同时，电子产品所用锂电池的技术发展相对平稳，一定体积的电池储电容量基本达到极限，两个因素导致便携式电子在户外使用场景中存在续航能力不足的缺陷，叠加公众对智能手机支付等功能的依赖度提升，由此催生移动电源的需求。据智研咨询，2019 年我国移动市场规模约 365 亿元，增速保持 10% 以上，市场整体扩张较快，预计 20 年可达 401 亿元。随着移动电源技术的进步，市场需求的增加，移动电源市场目前竞争较为激烈，2018 年规范发布，前两批符合移动电源新国标的企业全国仅 20 家（含公牛），作坊式小微企业在行业规范下逐渐销声匿迹，国内移动电源行业企业逐渐向品牌化、规范化发展。叠加行业上游供给能力较强，下游应用领域的共享充电宝发展迅猛且 5G 赋能移动设备升级，助力中游发展态势良好。

4) **音频设备**：规模方面，据中国电子音响行业协会数据，我国耳机行业总产值持续增长，

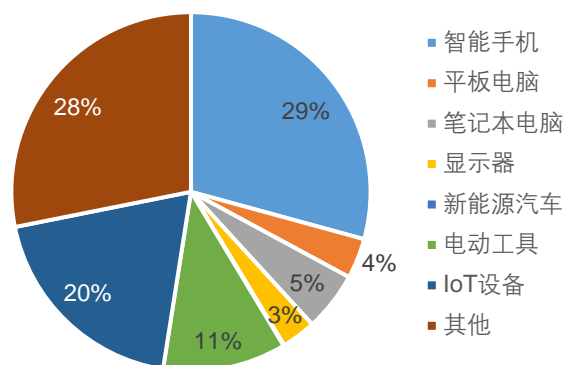
19 年产值达 985 亿元且增速超 10%，市场空间广阔、增长良好；TWS 耳机凭借低延迟连接、降噪效果与音质方面的提升，增速表现靓丽，且逐步占领有线耳机的市场份额，据 IDC 统计，2020H1 中国无线耳机市场出货量 4,256 万台，同比+24%，虽受疫情影响 Q1 需求低迷，无线耳机出货增速表现仍较乐观。行业格局方面，2020H1 中国蓝牙耳机市场 TOP3 为苹果/华为/小米，市占率分别为 18%/10%/8%，CR3 为 36%，主要系 TWS 蓝牙耳机方案技术的成熟，市场进入门槛降低，大量厂商迅速涌入，手机厂商布局耳机市场并凭借移动设备的配套实现放量。价格方面，据 Counterpoint Research 调查数据，疫情扩散带来消费需求萎缩、网络渠道销售扩大等影响下，中低价耳机产品（指低于 100 美元）销售比重已过半，该趋势将利好具备产品优势且具备较高性价比的国产 TWS 耳机厂商。

图 26：全球&中国连接器行业市场规模（亿美元）



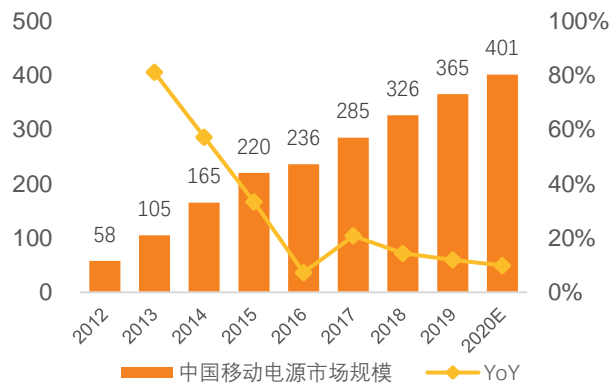
资料来源：Bishop Associate，前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 27：2020 年全球快充市场出货量占比



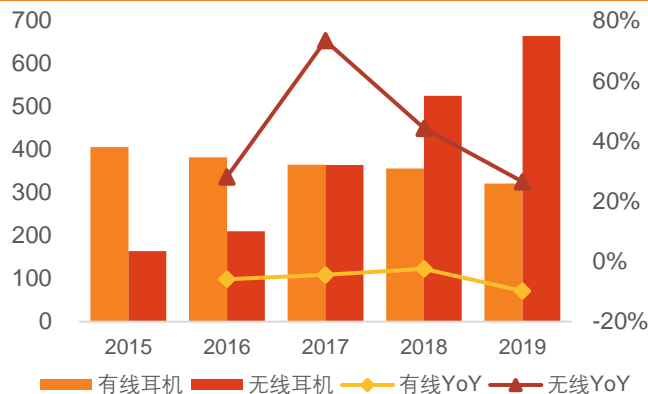
资料来源：充电头网，天风证券研究所

图 28：中国移动电源行业市场规模（亿元）



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

图 29：我国有线&无线耳机产品产值规模（亿元）



资料来源：中国电子音响行业协会，天风证券研究所

### 2.2.2. 稳定供应链、品牌效应、线上引流+线下渠道力，共同构筑企业护城河

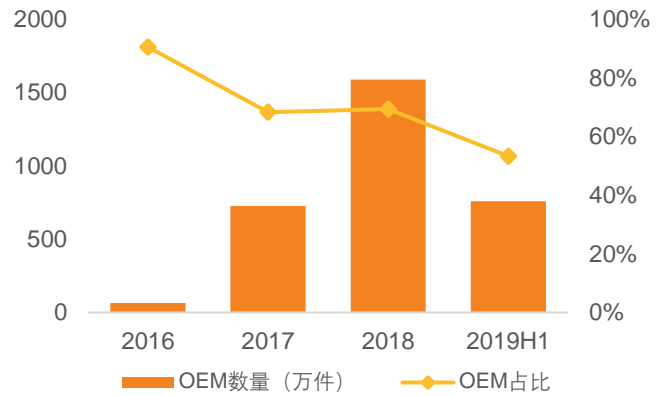
**制造端：**公司在塑料、铜材等关键性原材料大都有长期、稳定的供应商合作伙伴，因此布局弱电时可依靠大规模采购获得成本优势，稳定的合作关系也有利于交货周期的优化，助力公司形成规模优势，提升产品利润空间。同时，公司加强 B 端合作或可实现技术上的互补，借力 OEM 实现新品类的快速上市，再在市场开拓后期根据业务推进情况逐步提升自制率，在产业链中把握更多的利润环节。

图 30：公司关键原材料有长期、稳定的供应商合作伙伴

原材料	供应商	企业介绍
PC	科思创	德国拜耳旗下材料科技业务，2015 年成为独立公司，全球领先的高级聚合物和高性能塑料生产商
PC/PP/ABS	金发科技	聚焦高性能新材料的科研、生产、销售和服务，提供的材料解决方案的新材料企业
PC/PA66	立汉化学	成立于1994年，国内首批成立的工程塑料改性企业之一
铜材	金田铜业	专注铜加工行业，是国内集再生铜冶炼、铜加工、铜深加工于一体的产业链最完整的企业之一

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 31：公司数码配件产品自制率逐渐提升



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

注：OEM 占比=OEM 数量/（自制合计数量+OEM 数量）。

**需求端：**公牛自创立以来便定位于制造高品质插座，伴随“强电领域”的龙头地位逐渐稳固，公司在市场上为品牌定义了“品质”与“安全”标签，因此，我们认为消费者会更倾向于赋予弱电产品同样的标签，减少对新品质管控的担忧，公司推新将面临更小的阻力。

**渠道端：**1) 线上渠道，公司已将电商平台旗舰店打造为品牌宣传窗口，并借助各流量入口，可实现“站外导流、站内销售”；叠加线下门店自带宣传力，助推公司品牌知名度逐渐确立，公司数码配件有望产生优势单品，并形成与插座、转换器产品的配套化销售。2) 线下渠道，因数码配件为民用电工产品，具有消费者就近购买的属性，销售网点多而分散，故建立覆盖面大、粘性强的营销网络至关重要，这个过程需要大量的资金、人力投入，以及长期的市场积淀，开发和维护成本高，对于新进企业来说线下数码店的布局具备较高的渠道壁垒。我们认为，公牛可借助渠道开拓经验实现数码渠道店布局，并进行门店数字化升级，实现售点陈列、宣传实时的智能化管理，不断提升渠道店经营效率，不断优化公司的利润空间。

### 2.3. 如何看公司的充电枪&桩业务——应用场景协同

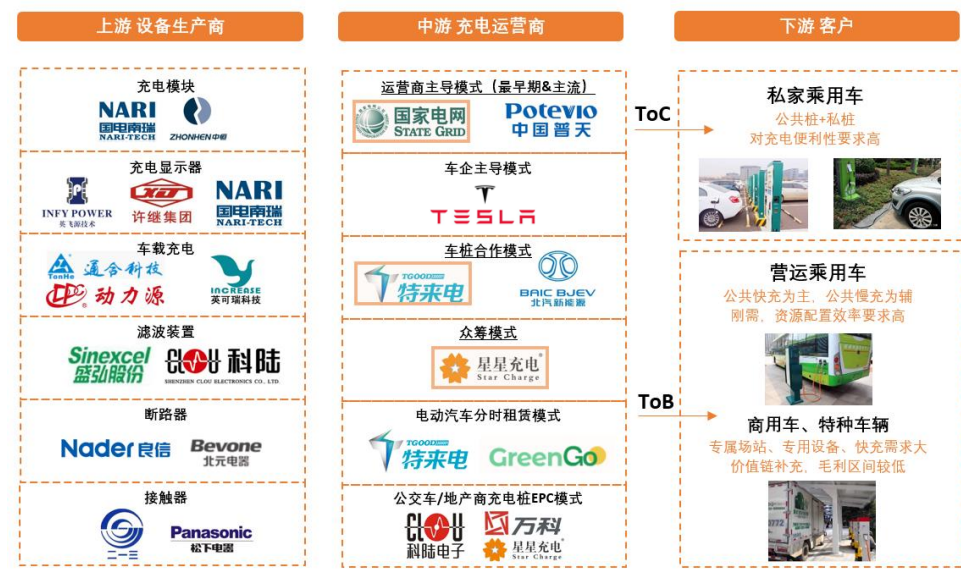
我们认为，公牛在电商平台推出充电枪产品，其逻辑在于，充电枪产品需搭配 16A 专用插座使用，而插座作为公牛的优势品类已具备产品力与知名度，因此消费者更倾向于赋予充电枪产品同样的“安全”标签。叠加首款 SKU 富有竞争力的价格，助力公司打开新能源车充电设备市场空间，最终实现室内+户外应用场景的协同。

#### 2.3.1. 行业政策持续加码，充电运营市场空间广阔

**充电枪**为针对家用场景的、直接连接新能源车与 16A 专用插座的充电设备。目前主流购物网站上家用新能源充电设备优质品牌数量稀少，便携式充电枪产品质量与品牌良莠不齐，主流品牌多通过与车企合作、物业合作、欧美标出口等方式发展业务。

**充电桩**为根据不同的电压等级为各种型号的电动汽车提供电力保障的充电设备，需连接充电枪使用，较便携式充电枪具备更大功率。其**应用场景**为公共建筑（公共楼宇、商场、公共停车场等）、居民小区停车场及充电站，部分桩因具备相应的显示、刷卡、计费以及打印充电信息等功能可作盈利目的。目前，我国公共桩（包括公用与专用）以直流快充为主；私人充电桩以交流慢充为主。公牛布局的充电桩业务处于产业链上游。

图 32：充电桩产业链



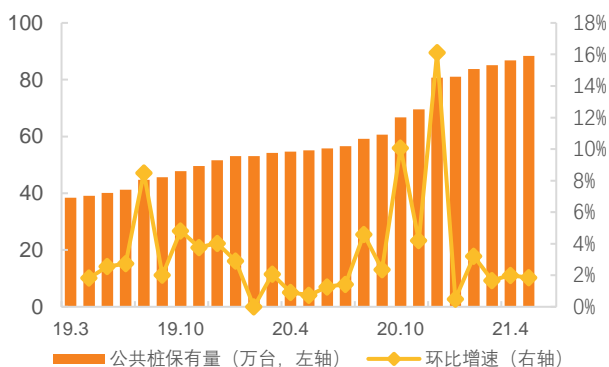
资料来源：EVCIPA，天风证券研究所

**上游：**公共桩多为额度功率大、充电效率要求高的直流快充，其充电模块的核心元器件（IGBT 高频开关）对电路优化设计有更高要求，因此技术壁垒相对较高，尚不能实现国产化，国内主要模块制造商均从海外品牌处购买，故充电桩产业链上游技术门槛不高。因此，上游供应商数量多、产品同质性高、行业竞争形势愈发严峻。

**中游：**公共桩方面，据 EVCIPA，截至 21 年 5 月联盟内公共桩设施保有量为 88.4 万台；充电桩数量超万台的公共充电基础设施运营商数量共 10 家，故公共桩规模化运营商数量较少，且集中于特来电、国家电网和星星充电三家企业，三者合计占比近七成。我们认为，高集中度的市场格局主要得益于充电设施运营环节较高的前期投入及极强的规模效应。因充电桩的建设受到场地、区域电网容量的限制，在特定区域内能够运营的充电桩数量有限，存在物理位置垄断；同时，龙头运营商依托资源、资金优势快速布局一二线城市并形成规模优势，预计未来行业将呈现强者恒强态势。私桩方面，主要为消费者随新能源车附送或购买，故车企的市场份额较高。据 EVCIPA，截至 21 年 3 月联盟内公共桩设施保有量为 85.1 万台；而截至 21 年 3 月全国新能源车保有量达 551 万辆，故目前我国充电设施规模仍存在缺口，叠加公共充电设施利用率低及充电设施配套的社会协同机制尚不完善，私桩通过车企随车配建、私桩共享、用户自行建桩等方式数量持续爬坡，且增速呈上行趋势。

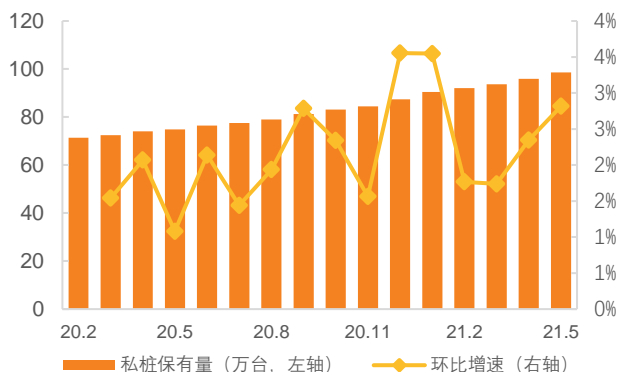
**下游：**包括乘用车（如私人家庭、单位、租赁等）及商用车（如公共交通、市政环卫、物流等）两大市场。

图 33：我国公共充电桩设施保有量变化（万台）



资料来源：EVCIPA，天风证券研究所

图 34：我国私人充电桩设施保有量变化（万台）

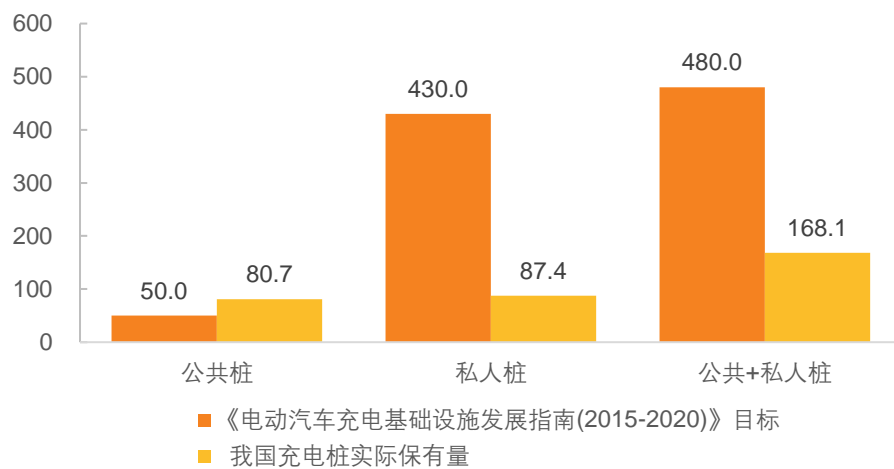


资料来源：EVCIPA，天风证券研究所

行业正迎政策红利，充电基础设施缺口仍较大。伴随新能源车保有量不断提升，作为基础设施的充电桩建设成为制约新能源车行业进一步发展的因素，因此，国家政策主体针对充换电站数量及辐射半径、公共桩和私桩数量、车联网平台覆盖广度、车桩比等方面进行长远规划，推动电动汽车及其充电设备发展。受国家政策的推动和指导，多个省、市级政府纷纷相应，根据自身实际出台了具体的行业规划与对于充电设施补贴政策。

对照发改委、能源部于 2015 年发布的《电动汽车充电基础设施发展指南(2015-2020)》，截至 20 年底我国公共桩实际保有量已达标，但私桩建成率仅 20.3%，缺口仍较大。车桩比方面，截至 21 年 3 月全国新能源车保有量为 551 万辆、公共桩和私桩共 178.8 万台，与车桩比 1:1 的目标还有较大差距，因此，目前我国充电设施仍存在较大的建设需求。

图 35：截至 20 年底我国公共桩建设已达标，而私桩缺口仍较大



资料来源：EVCIPA，天风证券研究所

我们对充电桩行业市场空间进行测算，核心假设如下：

1. 基于 2020 年新能源汽车保有量同比增速 29%，伴随个人消费比例与非限购城市购买持续提升，双重因素驱动新能源汽车个人市场放量，预计保有量增速介于 30%-45%之间。
2. 据中研网预测 21 年我国新能源车桩比将达到 2.7:1，故我们假定 21-25 年车桩比为 2.7:1。
3. 2020 年公共/私人充电桩保有量分别占比 48%/52%，基于近期私桩保有量增速上行、公共桩增速放缓，假定未来二者占比均为 50%。公共充电桩中，因近三年直流桩占比逐步削减、交流桩占比逐步攀升、交直流一体桩保有量趋稳，故假定未来直/交流桩保有量占比维持此趋势。
4. 据国网招标信息公示，假定公共充电桩中直/交流桩投资额分别为 10/0.8 万元/个，交直流一体桩因近年来保有量减少且占比较小故投资额忽略不计；因私桩以单价较低的交流桩为主，假定投资额为 0.75 万元/个。

根据敏感性分析，假定 21-25 年车桩比范围介于 2.1-3.0，公共桩比例介于 45%-60%，我们预计 2021-2025 年充电桩市场投资规模达 967-1972 亿元。

表 6：我国充电桩行业市场空间测算

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新能源汽车保有量 (万辆)	153	261	381	492	699	929	1217	1582	2057
YoY		71%	46%	29%	42%	33%	31%	30%	30%
充电桩保有量 (万个)	45	78	122	168	259	344	451	586	762
YoY		74%	57%	38%	35%	33%	31%	30%	30%
车桩比	3.4	3.4	3.1	2.9	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
<b>公共充电桩</b>									
占比	48%	39%	42%	48%	50%	50%	50%	50%	50%
保有量 (万个)	21.4	30.0	51.6	80.7	129.4	172.1	225.4	293.0	381.0
直流桩保有量 (万个)	8.6	19.0	21.5	30.9	45.3	55.1	69.9	87.9	114.3
直流桩占比	40%	63%	42%	38%	35%	32%	31%	30%	30%
交流桩保有量 (万个)	6.1	11.0	30.1	49.8	84.0	116.9	155.5	205.0	266.5
交流桩占比	29%	37%	58%	62%	65%	68%	69%	70%	70%
交直流一体桩保有量 (万个)	6.6	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
交直流一体桩占比	31%	0.17%	0.09%	0.06%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%
投资额 (亿元)		107.4	40.3	109.8	171.2	124.1	179.0	220.0	312.9
<b>私人充电桩</b>									
占比	52%	61%	58%	52%	50%	50%	50%	50%	50%
保有量 (万个)	23.2	47.7	70.3	87.4	129.4	172.1	225.4	293.0	381.0
投资额 (亿元)		18.4	17.0	12.8	31.5	32.0	40.0	50.7	65.9
<b>投资规模 (亿元)</b>		<b>125.8</b>	<b>57.2</b>	<b>122.6</b>	<b>202.7</b>	<b>156.1</b>	<b>219.0</b>	<b>270.7</b>	<b>378.9</b>

资料来源：EVCIPA，中研网，国网招标公示等，天风证券研究所

表 7：我国充电桩行业市场空间敏感性分析

车桩比	公共桩比例						
	40%	45%	50%	55%	60%	65%	70%
3.3	754	841	929	1016	1104	1192	1279
3.0	871	967	1063	1160	1256	1352	1449
2.7	1013	1120	1227	1334	1441	1549	1656
2.4	1192	1312	1433	1553	1673	1794	1914
2.1	1421	1559	1697	1834	1972	2109	2247
1.8	1727	1888	2048	2209	2369	2530	2691
1.5	2156	2348	2541	2734	2926	3119	3312
1.2	2798	3039	3280	3521	3761	4002	4243
1.0	3441	3730	4019	4308	4597	4886	5175

资料来源：EVCIPA，中研网，国网招标公示等，天风证券研究所

### 2.3.2. 高性价比 SKU 打开市场空间，未来有望实现公共桩+私桩双赛道布局

充电枪的使用场景更注重安全性和便利性。目前电商平台的充电枪产品质量与品牌良莠不齐，行业相对分散，公牛作为电工行业龙头已具备知名度和品牌力，有利于形成规模优势、打开市场空间。充电枪产品需搭配 16A 专用插座使用，使用劣质产品会存在安全隐患，而插座为公司的优势品类“安全”标签深入人心，因此消费者更倾向于赋予充电枪产品同样的标签。

充电枪行业投入成本较低，公牛推出高性价比款有望打开市场空间。充电枪行业仍处于增量市场，投入成本远低于交流桩和直流桩，因此公司可有效控制试错成本。叠加首款 SKU 富有竞争力的价格，助力公司打开新能源汽车充电设备的市场空间。在首款产品打开市场后，产品升级、品质提升有望继续提升充电枪产品的利润空间，公牛亦可通过品牌力与产品力实现引流，有助于未来推出的充电桩产品实现放量。

针对未来推出的充电桩产品，我们认为公司有望实现公共桩+私桩双赛道布局，形成差异化发展：

#### 1) 公共桩：加强 To B 渠道+规模化运营商的合作，实现多场景布局

目前公共桩行业尚处发展初期，故交流桩依靠结构简单、技术成熟、成本低等特点首先抢占市场；伴随直流充电桩技术升级、市场日渐成熟，叠加消费者对新能源汽车充电效率&质量的要求提升，预期未来直流桩将成为公共桩的主流选择，推动其占比上行。同时，中游运营商国网、特来电与星星充电凭借现有用户、场地与数据资源，规模优势逐渐确立，预计行业集中度将呈现上行趋势。其中，依托其雄厚的资本实力、发达的资源网络和高速

公路场景直流充电的垄断性，国家电网在直流桩市场的份额有望进一步提升。

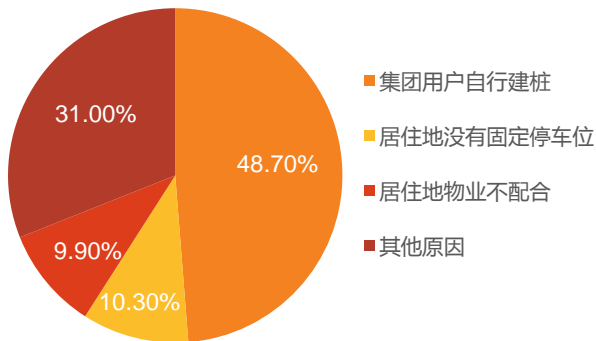
因此，我们认为在行业发展初期，充电桩产品的同质性仍较高，行业壁垒尚未建立，原材料供应商也将愿意与精通电工制造、已具备品牌优势的大企业建立长期稳定的合作，因此公牛布局充电桩将具备更强的议价能力、降低采购成本；未来公司未来有机会推出交流桩产品，并利用资源优势打通 To B 渠道，与车企、物业合作开发充电桩配套设施，有望实现商场、超充站、社区等场景的布局，在逐步通过供应链优化形成规模优势；在中游三足鼎立、行业集中度呈上行趋势的背景下，公司逐步升级直流充电技术，并提升定制化服务能力，有望通过参与国网充电桩招标采购项目实现专用桩领域的布局，或为规模化的充电运营商提供产品代工服务。

## 2) 私桩：初期加强车企合作，再通过高性价比+服务网点打造自主品牌

20 年 3 月充电桩被正式纳入新基建后物业配合度提升，个人用户报装难度降低，且公共桩仍存在重建设轻经营、数量少充电慢质量差、品牌不兼容等痛点，20 年 4 月起消费者随车配桩的意愿提升。预计未来低线城市政府将逐渐响应补贴与下乡政策，推动我国新能源汽车的渗透率将进一步提升，将为私桩市场带来较大的增量需求。

新能源汽车行业正处于发展初期，充电标准尚未实现统一，以特斯拉为代表的新能源车企不提供买车赠桩服务。因此，我们认为制造技术将成为公司优化供应链的核心竞争力，基于现有的电工电气技术，公牛有机会在私桩领域建立制造优势与规模优势，为车企提供产品代工服务。伴随新能源汽车充电标准的统一，公司推出可适配主流车型、较车企更具性价比的充电桩产品，并建立兼具广度和深度的服务网点，有望逐步推动自主品牌充电产品的放量。

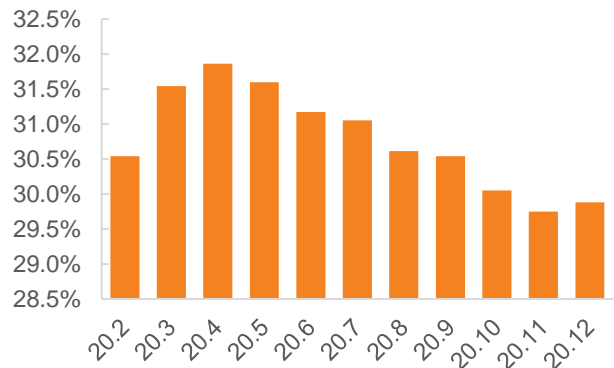
图 36：截至 21 年 5 月末随车配建充电设施原因占比



资料来源：EVCIPA，天风证券研究所

注：其他原因包括工作地无固定车位、报装难度大等。

图 37：新能源汽车消费者未随车配建私桩比例



资料来源：EVCIPA，天风证券研究所

## 盈利预测

我们按照公司不同的产品进行拆分，对收入的预测基于以下核心假设：

1. 公司占比较大的转换器及墙壁开关插座业务持续延续较高增长，LED 照明及数码配件等新品类处于发展期，收入增长更快；
2. 公司不断挖掘消费者需求的同时进行产品升级，毛利率有望受益于结构性改善保持提升趋势。



表 8：公司各业务收入拆分情况

单位：亿元	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
收入	44.59	53.66	72.40	90.65	100.40	100.51	121.13	140.74	162.33	185.08
yoy		20.35%	34.91%	25.21%	10.76%	0.10%	20.52%	16.18%	15.35%	14.01%
电连接（转换器）	31.32	33.12	40.37	48.47	50.53	55.49	65.45	76.90	89.98	103.48
智能电工照明（墙开插座、LED照明等）	11.40	17.63	27.37	35.37	44.23	40.55	45.80	52.97	60.23	68.18
数码配件	0.00	0.08	1.41	2.77	3.56	4.18	4.85	5.33	5.76	6.10
其它	1.87	2.84	3.24	4.03	2.08	0.29	5.03	5.54	6.37	7.32
成本	26.04	29.42	45.08	57.45	58.82	60.19	71.32	82.74	95.41	108.74
yoy		13.02%	53.19%	27.44%	2.40%	2.31%	18.50%	16.01%	15.31%	13.97%
电连接（转换器）	18.59	18.26	26.90	32.35	31.18	33.77	39.98	46.82	54.67	62.73
智能电工照明（墙开插座、LED照明等）	6.11	9.16	14.78	20.13	24.68	23.05	24.38	28.28	32.25	36.66
数码配件	0.00	0.06	1.13	2.15	2.68	3.24	3.76	4.14	4.47	4.73
其它	1.34	1.95	2.27	2.82	0.29	0.12	3.20	3.50	4.02	4.62
毛利率	41.61%	45.17%	37.74%	36.63%	41.41%	40.12%	41.12%	41.21%	41.23%	41.25%
毛利	18.55	24.24	27.32	33.20	41.58	40.32	49.81	58.00	66.93	76.34

资料来源：Wind，天风证券研究所

基于公司以上经营情况，我们预计公司 21-23 年收入规模 121.13、140.74、162.33 亿元，增速为 20.52%、16.18%、15.35%，净利润 27.55、31.53、36.28 亿元，增速为 19.10%、14.45%、15.06%，对应 EPS 分别 4.59、5.25、6.04 元/股。

## 估值分析

我们假设无风险收益率等于五年期国债利率（3%）、市场收益率等于沪深 300 指数收益率（约 10%），对应得到 WACC 为 10.70%。我们根据权益 FCFF DCF 估值法测算公司目标价，设定 2021-2024 为预测期，2025-2032 为半显性预测期，给予半显性预测期 8.20% 的收入增速预期，永续增长率假设为 5.00%。DCF 估值法测算得到目标价 238.86 元。

表 9：权益 FCFF DCF 估值法

权益FCFE估值			主要假设			
显性预测	10,202.0	13.0%	无风险利率	3.00%		
半显性预测	21,782.2	27.8%	风险溢价	7.00%		
永续价值	46,239.2	59.1%	β系数	1.10		
<b>权益价值</b>	<b>78,223.4</b>	<b>100.0%</b>	Rm	10.00%		
总股本	601.2		Ke	10.70%		
<b>每股权益价值</b>	<b>130.11</b>		半显性期增长率	8.20%		
股价	178.40		永续增长率	5.00%		
Ke		永续增长率				
	4.60%	4.80%	5.00%	5.20%	5.40%	5.60%
10.60%	127.03	129.71	132.58	135.67	138.99	142.58
9.80%	148.05	151.92	156.11	160.67	165.64	171.08
9.00%	176.82	182.69	189.15	196.30	204.23	213.10
8.20%	218.51	228.09	<b>238.86</b>	251.07	265.03	281.13
7.40%	284.24	301.63	321.92	345.90	374.67	409.84
6.60%	402.84	440.85	488.36	549.45	630.90	744.94
5.80%	680.09	803.42	988.40	1296.70	1913.31	3763.14

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 投资建议

公司作为插排行业龙头品牌，各业务条线发展逻辑清晰、态势良好：核心主业线上行业居首销额稳增且热度高涨；LED 照明业务线上销额增速表现靓丽，品牌人气助力份额提升可期；数码配件作为转换器业务的延续，有望在优势品类催化下实现提量；充电枪上线首月销额表现靓丽，期待产品升级推新持续赋能。因此，公司业务延展有助于实现产品与渠道协同、强电与弱电协同与应用场景的协同。我们预计公司 21-23 年收入规模 121.1、140.7、162.3 亿元，增速为 20.5%、16.2%、15.4%，净利润 27.6、31.5、36.3 亿元，增速为 19.1%、14.5%、15.1%，对应 EPS 分别 4.6、5.3、6.0 元/股。根据 FCFF 估值法，对应目标价为 238.86 元/股，给予“买入”评级。

## 风险提示

**宏观经济增速放缓风险：**公司主要产品转换器、墙开、LED 照明灯均属于民用消费品，广泛应用于家庭、办公等场合，国内宏观经济增速放缓会导致居民可支配收入和消费能力的下降，将降低消费者对民用电工产品的需求和购买能力。

**业务开拓不及预期：**公司在原有业务基础上拓展新业务，先后进入 LED 照明和数码配件等新领域，同时大力布局精装修、定制家具等 2B 渠道，相关行业集中度低，竞争比较激烈，不排除市场开拓不及预期的可能性。

**竣工数据不及预期：**公司核心业务之一墙开以及重点开拓业务 LED 照明与房地产行业有较强相关性，未来竣工数据的下滑将对相关产品造成一定的不利影响。

**主要原材料波动风险：**报告期内公司原材料在成本中占比 80%以上，其生产所需要的原材料采购价格与铜材、塑料等大宗商品价格存在一定相关性，若原材料价格发生大幅波动，公司将面临盈利下降的风险。

# 附录

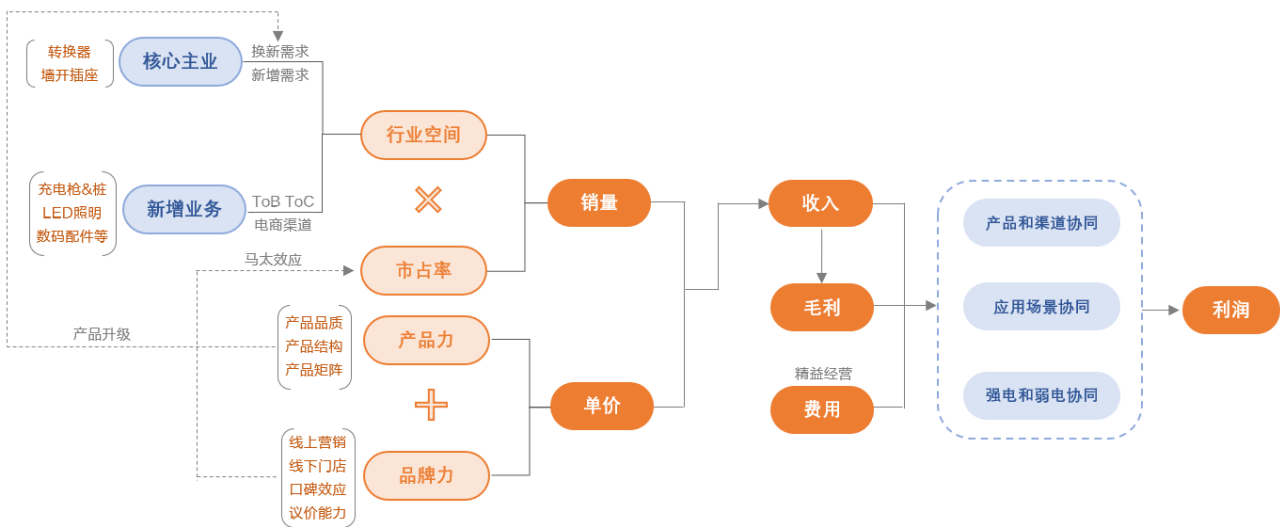
图 38：一张图看懂公牛集团



资料来源：公司官网，公司年报，淘宝网，京东，小红书，微博，抖音，微信，天风证券研究所

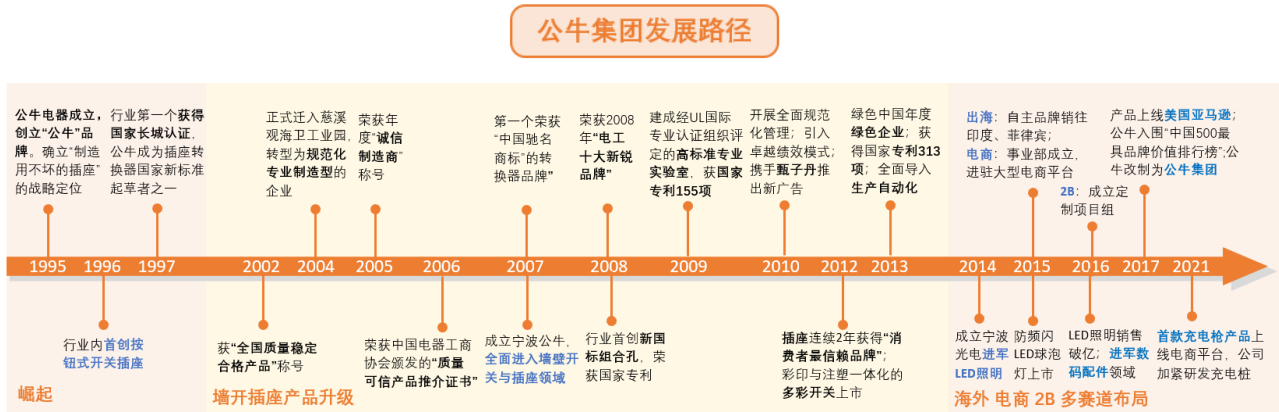
注：ToC 渠道店数量为 2020 年年报中披露数字，电商渠道粉丝与笔记数为截至 2021 年 7 月 11 日数字。

图 39：公牛集团驱动力拆解

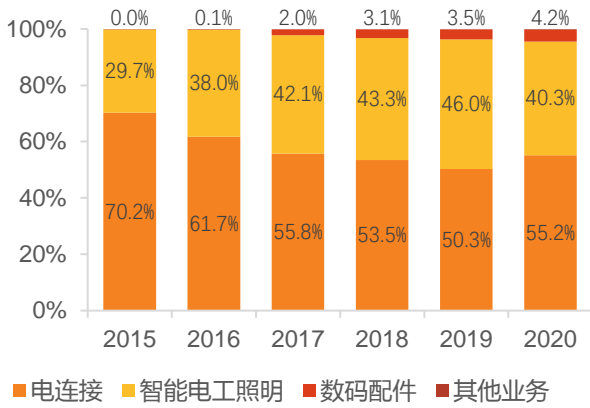


资料来源：公司年报，公司招股说明书，天风证券研究所

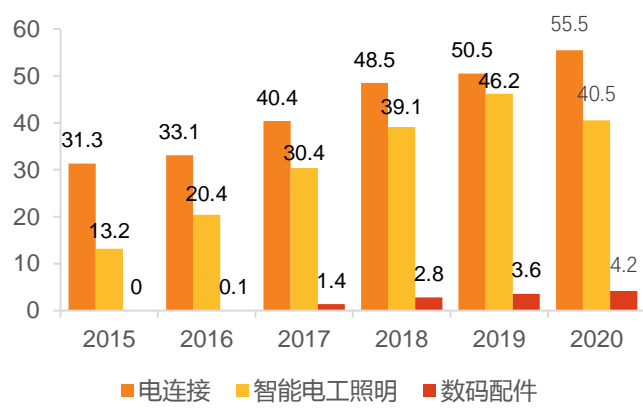
图 40：公牛集团核心指标概览



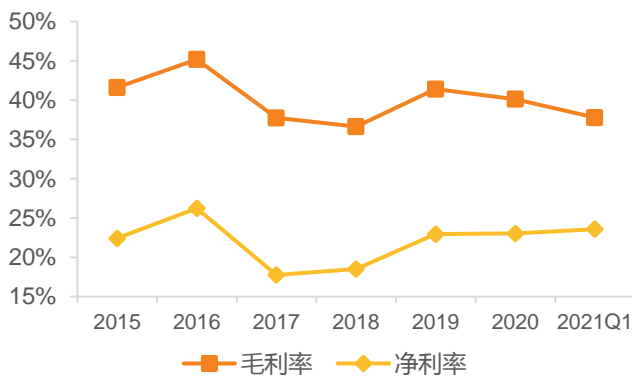
### 收入结构



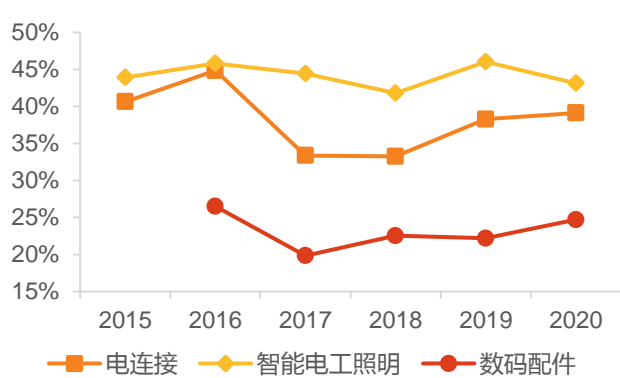
### 主营业务收入



### 盈利能力



### 主营业务毛利率



资料来源：公司年报，公司招股说明书，Wind，天风证券研究所

注：因2020年年报中公司业务划分有调整，收入结构中电连接业务对应转换器，智能电工照明业务对应除转换器、数码配件和其他业务外剩余部分。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	733.79	3,752.86	4,316.52	6,332.85	8,365.40	营业收入	10,040.44	10,051.13	12,113.41	14,073.72	16,233.49
应收票据及应收账款	197.21	183.93	275.41	258.26	357.30	营业成本	5,882.49	6,018.61	7,132.02	8,274.08	9,540.93
预付账款	26.42	34.71	30.63	45.17	42.23	营业税金及附加	75.41	80.33	93.32	108.42	125.06
存货	979.27	788.24	1,291.93	1,078.34	1,606.15	营业费用	725.48	517.85	666.24	816.28	941.54
其他	3,704.77	5,758.05	5,528.79	5,626.20	5,561.69	管理费用	379.41	430.71	477.89	555.23	640.43
<b>流动资产合计</b>	<b>5,641.45</b>	<b>10,517.79</b>	<b>11,443.28</b>	<b>13,340.83</b>	<b>15,932.78</b>	研发费用	393.09	401.18	499.62	605.15	709.63
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(17.26)	(35.74)	(24.23)	(28.15)	(32.47)
固定资产	1,153.29	1,181.78	1,212.56	1,203.85	1,167.53	资产减值损失	(1.37)	(6.68)	0.04	0.04	0.04
在建工程	237.61	278.13	213.52	174.75	151.49	公允价值变动收益	(0.15)	0.00	0.05	0.02	(0.03)
无形资产	310.37	299.98	314.07	326.63	337.66	投资净收益	106.18	52.00	50.00	50.00	50.00
其他	73.83	159.85	96.21	95.31	94.41	其他	(271.60)	(209.73)	(100.10)	(100.03)	(99.95)
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,775.11</b>	<b>1,919.75</b>	<b>1,836.36</b>	<b>1,800.53</b>	<b>1,751.08</b>	<b>营业利润</b>	<b>2,768.75</b>	<b>2,802.60</b>	<b>3,318.55</b>	<b>3,792.70</b>	<b>4,358.30</b>
<b>资产总计</b>	<b>7,416.56</b>	<b>12,437.54</b>	<b>13,279.64</b>	<b>15,141.36</b>	<b>17,683.86</b>	营业外收入	4.62	2.98	3.73	3.73	3.73
短期借款	0.00	500.34	0.00	0.00	0.00	营业外支出	78.39	50.91	41.28	41.28	41.28
应付票据及应付账款	1,164.33	1,285.82	1,485.61	1,583.45	1,794.62	<b>利润总额</b>	<b>2,694.97</b>	<b>2,754.66</b>	<b>3,281.01</b>	<b>3,755.15</b>	<b>4,320.75</b>
其他	665.32	1,278.13	967.59	875.04	1,070.31	所得税	391.25	441.23	525.73	601.71	692.34
<b>流动负债合计</b>	<b>1,829.65</b>	<b>3,064.30</b>	<b>2,453.19</b>	<b>2,458.48</b>	<b>2,864.93</b>	<b>净利润</b>	<b>2,303.72</b>	<b>2,313.43</b>	<b>2,755.27</b>	<b>3,153.44</b>	<b>3,628.42</b>
长期借款	0.00	160.04	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,303.72</b>	<b>2,313.43</b>	<b>2,755.27</b>	<b>3,153.44</b>	<b>3,628.42</b>
其他	35.61	75.82	48.56	48.56	48.56	每股收益(元)	3.83	3.85	4.58	5.25	6.04
<b>非流动负债合计</b>	<b>35.61</b>	<b>235.85</b>	<b>48.56</b>	<b>48.56</b>	<b>48.56</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1,865.26</b>	<b>3,300.15</b>	<b>2,501.76</b>	<b>2,507.05</b>	<b>2,913.50</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>					
股本	540.00	600.61	601.21	601.21	601.21	营业收入	10.76%	0.11%	20.52%	16.18%	15.35%
资本公积	310.26	3,820.18	3,820.18	3,820.18	3,820.18	营业利润	41.27%	1.22%	18.41%	14.29%	14.91%
留存收益	5,011.29	8,554.64	10,176.67	12,033.10	14,169.15	归属于母公司净利润	37.38%	0.42%	19.10%	14.45%	15.06%
其他	(310.25)	(3,838.04)	(3,820.18)	(3,820.18)	(3,820.18)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>5,551.30</b>	<b>9,137.39</b>	<b>10,777.88</b>	<b>12,634.31</b>	<b>14,770.36</b>	毛利率	41.41%	40.12%	41.12%	41.21%	41.23%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7,416.56</b>	<b>12,437.54</b>	<b>13,279.64</b>	<b>15,141.36</b>	<b>17,683.86</b>	净利率	22.94%	23.02%	22.75%	22.41%	22.35%
						ROE	41.50%	25.32%	25.56%	24.96%	24.57%
						ROIC	79.24%	59.78%	91.55%	90.28%	108.67%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	25.15%	26.53%	18.84%	16.56%	16.48%
						净负债率	-13.22%	-33.84%	-40.05%	-50.12%	-56.64%
						流动比率	3.08	3.43	4.66	5.43	5.56
						速动比率	2.55	3.18	4.14	4.99	5.00
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	49.16	52.74	52.74	52.74	52.74
						存货周转率	11.21	11.37	11.65	11.88	12.09
						总资产周转率	1.60	1.01	0.94	0.99	0.99
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	3.83	3.85	4.58	5.25	6.04
						每股经营现金流	3.82	5.72	3.98	5.59	5.94
						每股净资产	9.23	15.20	17.93	21.01	24.57
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	46.56	46.36	38.93	34.01	29.56
						市净率	19.32	11.74	9.95	8.49	7.26
						EV/EBITDA	0.00	35.55	29.04	24.94	21.31
						EV/EBIT	0.00	38.27	30.35	26.02	22.18

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,303.72	2,313.43	2,755.27	3,153.44	3,628.42
折旧摊销	196.59	234.00	148.09	163.27	176.90
财务费用	(1.91)	13.00	(24.23)	(28.15)	(32.47)
投资损失	(106.18)	(52.00)	(50.00)	(50.00)	(50.00)
营运资金变动	(677.95)	1,644.78	(436.24)	124.95	(152.02)
其它	583.06	(716.01)	0.05	0.02	(0.03)
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,297.33</b>	<b>3,437.20</b>	<b>2,392.95</b>	<b>3,363.54</b>	<b>3,570.80</b>
资本支出	317.28	251.96	155.60	128.35	128.35
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2,109.57)	(4,501.56)	(233.95)	(206.70)	(206.70)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,792.29)</b>	<b>(4,249.59)</b>	<b>(78.35)</b>	<b>(78.35)</b>	<b>(78.35)</b>
债权融资	0.00	660.38	0.00	0.00	0.00
股权融资	17.27	3,588.40	42.69	28.15	32.47
其他	(22.27)	(2,323.18)	(1,793.63)	(1,297.01)	(1,492.37)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(5.00)</b>	<b>1,925.60</b>	<b>(1,750.94)</b>	<b>(1,268.86)</b>	<b>(1,459.90)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>500.05</b>	<b>1,113.21</b>	<b>563.67</b>	<b>2,016.32</b>	<b>2,032.55</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com