

公牛集团 (603195.SH) 核心主业龙头地位稳固，新能源、LED 驶入快车道

2022 年 03 月 07 日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）
吕明（分析师）
陆帅坤（联系人）

lvming@kysec.cn

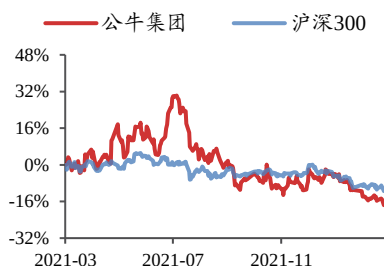
lushuaikun@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790121060033

日期	2022/3/4
当前股价(元)	143.61
一年最高最低(元)	229.88/142.58
总市值(亿元)	863.36
流通市值(亿元)	108.57
总股本(亿股)	6.01
流通股本(亿股)	0.76
近 3 个月换手率(%)	80.53

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-渠道和品类拓展逐步落地，Q3 业绩保持稳步增长》
-2021.10.31

《公司信息更新报告-渠道与品类拓展加速业绩释放，盈利能力逆势提升》
-2021.8.20

● **核心主业地位稳固，新能源、LED 业务逐渐驶入快车道，维持“买入”评级**
两大核心主业龙头地位稳固，新能源、LED 作为公司重点板块，在行业增长红利+公司渠道、供应链等多方面积极因素下有望逐渐驶入快车道。考虑到 2021Q4 原材料仍处高位，我们下调 2021-2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年公司净利润为 29.02/34.47/40.13 亿元（原值为 29.74/35.81/42.32 亿元），对应 EPS 为 4.83/5.73/6.68 元，当前股价对应 PE 分别为 29.8/25.0/21.5 倍，考虑到核心主业有望维持稳定增长，新能源、LED 业务规模增长有望提速，维持“买入”评级。

● **两大核心业务份额领先，在渠道深化+智能化升级下有望维持稳健增长**
转换器作为偏刚需快消品类，受外部因素影响较小，自然更新需求稳定，预计未来维持高单位数的稳定增长。墙开方面，由于较强的安装属性以及地产关联性，增速波动较大。对于公司来说，产品智能化升级和发力下沉市场+B 端市场是稳增长的两大抓手，其一产智能化升级是行业发展趋势，其二下沉市场和 B 端市场格局分散，仍有较大拓展空间。产品端来看公司目前已经发力智能开关、智能插座等品类，渠道端来看公司 B 端业务拓展快速，并且拟逐步针对下沉市场布局相关产品，预计产品、渠道两端发力之下墙开业务维持 15-20% 左右稳定增长。

● **行业增长红利明显，渠道+供应链赋能助力新能源、LED 照明业务驶入快车道**
(1) LED 方面，首先行业 β 增长红利明显，LED 照明行业空间大且格局尚未成型，利好后进入者，公司渠道优势明显，发力以智能照明为主的业务能够带来较大的增长潜力。其次强协同效应+供应链标准化降本能力有望形成自身的 α 增长。产品端公司加速布局无主灯等智能照明产品，智能化趋势下无主灯增长可期，渠道端强协同效应加速新品导入市场，供应链端标准化生产能力实现无主灯等新品的快速普及，中短期来看预计 LED 照明业务维持 30% 左右较高增长。(2) 充电桩/枪方面，在新能源风口下迎来快速发展，公司率先抢占电商市场。快速布局已形成先发优势，未来规模化、套系化等能力将进一步赋能线上+线下共同发展。

● **风险提示：**新品销售不及预期；行业竞争风险加剧；原材料上涨超预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,040	10,051	12,285	14,377	16,622
YOY(%)	10.8	0.1	22.2	17.0	15.6
归母净利润(百万元)	2,304	2,313	2,902	3,447	4,013
YOY(%)	37.4	0.4	25.4	18.8	16.4
毛利率(%)	41.4	40.1	39.5	40.0	40.3
净利率(%)	22.9	23.0	23.6	24.0	24.1
ROE(%)	41.5	25.3	26.8	25.7	24.6
EPS(摊薄/元)	3.83	3.85	4.83	5.73	6.68
P/E(倍)	37.5	37.3	29.8	25.0	21.5
P/B(倍)	15.6	9.4	8.0	6.4	5.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 核心推荐逻辑	3
2、 两大核心主业龙头地位稳固，渠道深化+智能化升级赋能稳健增长	3
2.1、 两大核心品类线上份额领先，龙头地位稳固	3
2.2、 稳增长抓手之一：发力下沉市场+B 端渠道，龙头地位有望强化	4
2.3、 稳增长抓手之二：智能化升级顺应行业趋势，或助力 B 端渠道开拓	5
3、 千亿赛道格局分散，强协同+标准化助力 LED 照明业务驶入快车道	6
3.1、 LED 照明行业空间广阔且格局尚未成型，利好后进入者	6
3.2、 高增长推力之一：智能照明趋势凸显，公司加速布局	7
3.3、 高增长推力之二：强协同效应加速新品导入，偏标准化设计加速产品渗透	9
4、 把握新能源风口，传统电连接业务优势的延伸，新能源充电桩/枪未来可期	10
4.1、 中短期来看，充电枪和私人充电桩为关键发力点	10
4.2、 线上电商市场快速渗透，赋能线下 B 端渠道布局推广	10
5、 盈利预测与投资建议	12
6、 风险提示	12
附：财务预测摘要	13

图表目录

图 1： 2021 年公司转换器、墙开阿里渠道维持较高增长	4
图 2： 公司转换器、墙开阿里渠道市场份额行业领先	4
图 3： 预计 2017-2021 年公牛墙开业务市场份额持续上升	5
图 4： 智能面板控制系统成为家居智能控制主要形式	5
图 5： 智能开关成为地产项目全屋智能室内应用重点	5
图 6： 2021 年公司上市多款智能化墙开和转换器产品	6
图 7： 2016-2020 年中国 LED 照明市场维持稳健增长	7
图 8： 通用照明行业格局较为分散	7
图 9： 阿里渠道家居类灯饰市场格局较为分散	7
图 10： 阿里渠道无主灯市场格局较为分散	7
图 11： 2017-2020 精装修智能家居配套率持续提升	8
图 12： 智能照明在智能家居领域中占据较大份额	8
图 13： 2016-2020 年中国智能照明市场维持较高增速	8
图 14： 发布智能无主灯、轻智能装饰灯新品加速布局智能照明领域	9
图 15： 特斯拉入局刺激了新能源充电类在 C 端领域的快速渗透	10
图 16： 特斯拉占据高端市场，中低价位市场仍未出现绝对龙头	11
图 17： 公司新能源电连接产品市占率呈上升趋势，中低端市场优势明显	11

1、核心推荐逻辑

(1) 墙开、转换器两大核心主业龙头地位稳固，渠道深化+智能化升级下有望维持稳健增长：转换器作为偏刚需快消品类，受外部因素影响较小，自然更新需求稳定，预计未来维持较高单位数的稳定增长。墙开方面，由于具备一定的安装属性以及地产关联性，营收增长受外部因素影响较大，对于公司来说，产品端智能化升级和渠道端发力下沉市场+B端市场是稳增长的两大抓手，其一产品端智能化升级是行业发展趋势，其二墙开下沉市场和B端市场格局分散，还有较大拓展空间。产品端来看公司目前已经逐步发力智能开关、智能插座等品类，渠道端来看公司B端业务拓展快速，并且拟逐步针对下沉市场布局相关产品，预计产品、渠道两端发力之下墙开业务维持15-20%左右稳定增长。

(2) LED行业格局分散利好后进入者，渠道+供应链赋能助力LED照明业务驶入快车道：首先高增长驱动因素之一在于行业的 β 增长，中国LED照明行业空间大且格局尚未成型，公司渠道、产品优势明显，发力LED照明特别是以灯饰、智能照明为主的业务将为公司带来较大的增长潜力。其次高增长另一个驱动因素来源于强协同效应+供应链标准化降本能力形成的 α 增长。产品端公司加速布局无主灯等智能照明产品，行业智能化趋势下无主灯增长可期，渠道端强协同效应加速新品导入、增强公司套系化销售能力，供应链端各环节标准化能力有望实现无主灯等新品的快速普及。中短期来看，我们预计LED照明业务有望维持30%左右较高增长。

(3) 新能源风口下充电桩/充电枪迎来快速发展，公司凭借其在传统电连接领域的技术优势和“安全可靠”的品牌形象已率先在线上新能源电连接中低端市场占据较大份额。线上市场先发优势明显，快速放量下有望形成规模优势，规模化、套系化优势进一步提升未来公司线下B端渠道的获客能力，线上+线下双驱动下未来增长潜力较大。

(4) 低估值稳增长标的：公司作为民用电工龙头企业，传统主业地位稳固，新能源、LED照明业务拓展成效渐显，毛利率、费用管控能力较强，目前估值已处于安全边际范围，提供布局机会。

2、两大核心主业龙头地位稳固，渠道深化+智能化升级赋能稳健增长

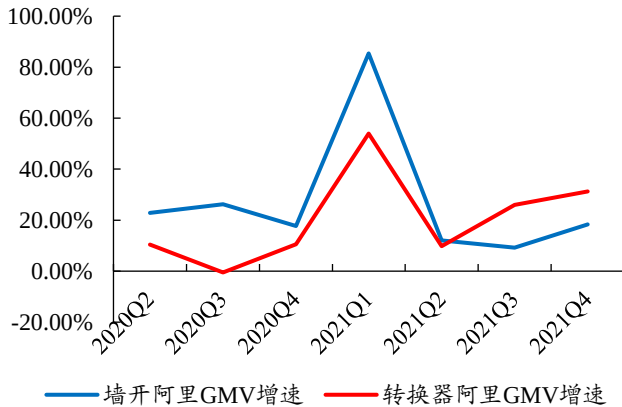
回顾公司转换器、墙开主业历史营收增速情况，我们发现转换器一直处于稳增长态势，而2020年墙开业务则有较为明显的下滑，主要系墙开具备较强的安装属性以及地产关联性，疫情和地产风险对于墙开线下业务的影响较大。展望未来，考虑到转换器作为偏刚需快消品类，自然需求较为稳定，预计转换器业务将维持稳定增长；墙开方面，产品端智能化升级将为公司提供新的增长机遇；渠道端发力下沉市场+B端市场背景下，公司于低线城市以及B端客户中的份额均有望提升，龙头地位将进一步得到强化。

2.1、两大核心品类线上份额领先，龙头地位稳固

近年来公司持续发力电商渠道，首先观察公司转换器、墙开两个核心品类在阿里渠道的表现情况：(1)销售规模和增速表现来看，公司转换器、墙开阿里渠道年GMV约10亿元左右，2021年增速分别为28.57%/21.1%，维持较高增长。考虑到公司2020

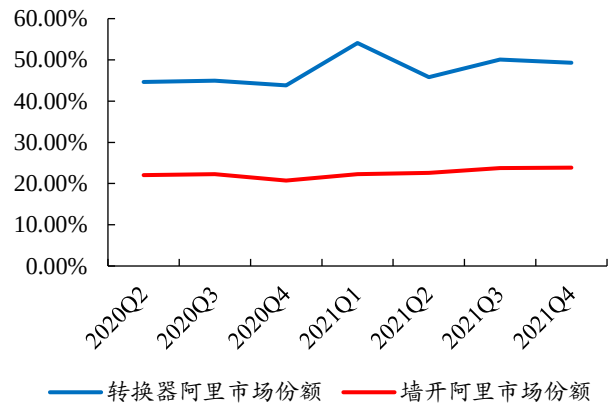
年转换器/墙开全渠道营收同比分别约+6%/-8%，我们预计 2020 年墙开下滑主要系疫情期间线下渠道拖累所致。（2）市场份额方面，2021 年公司转换器、墙开阿里渠道份额分别约 50%、23%，均位列行业第一。我们认为公司在转换器领域已占据较大部分消费者心智，墙开虽然市场格局仍更为分散，但公司龙头地位仍比较稳固。

图1：2021 年公司转换器、墙开阿里渠道维持较高增长



数据来源：生意参谋、开源证券研究所

图2：公司转换器、墙开阿里渠道市场份额行业领先



数据来源：生意参谋、开源证券研究所

2.2、稳增长抓手之一：发力下沉市场+B端渠道，龙头地位有望强化

阿里系占线上电商渠道比例较高，预计公司核心品类线上电商整体增速仍有望维持较高水平。但考虑到公司核心品类仍以线下渠道为主，我们认为稳增长关键之一在于如何保证线下渠道实现平稳增长。

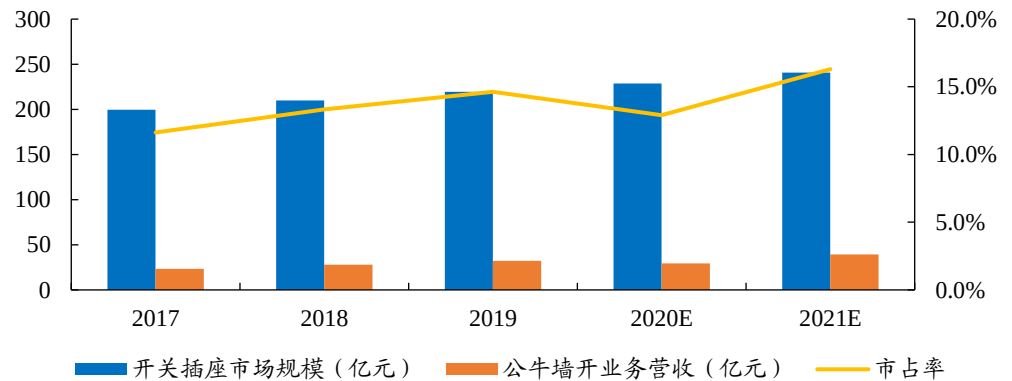
（1）转换器：结合 2021 年阿里线上增速表现，预计 2021 年转换器线下渠道增速 15%左右，每年均保持较为稳定的正增长。考虑到线下渠道网点逐渐饱和以及以自然更新需求为主，我们认为该业务未来将维持单位数增长。

（2）墙开：尽管从阿里线上数据来看公司份额较高，但我们认为墙开整体市场格局仍较为分散。根据 MIR 墙开整体市场规模和公司墙开业务营收测算市场占有率，预计 2017-2021 年公司墙开整体市场份额处于上升态势，但不足 20%，说明市场比较分散，对于已走在行业前列的公司来说未来仍有一定增长空间。

随着一、二线精装房比例上升，B 端业务对零售端市场需求有所挤压，因此仅在一、二线城市零售市场占据高份额并不能满足未来增长需要，我们认为未来增长空间更多在下沉市场和 B 端市场。近年来公司开始发力下沉市场和 B 端渠道，龙头地位有望得到进一步强化：（1）公司以往墙开产品主要围绕 A、B 类城市，C 类及以下市场针对性产品较少，因此低线城市中小品牌众多，格局分散。随着公司针对下沉市场布局产品，高性价比、强品牌力下我们认为公司在低线城市的份额将得到提升。

（2）近年来精装房比例上升，墙开 B 端市场逐渐走向上升通道。在此背景下公司积极开拓房企和家装公司客户，目前已初具影响力，未来合作产品还将延展到 LED 照明、智能产品等，利好新客户拓展的同时也能够提高老客户粘性。

图3: 预计 2017-2021 年公牛墙开业务市场份额持续上升

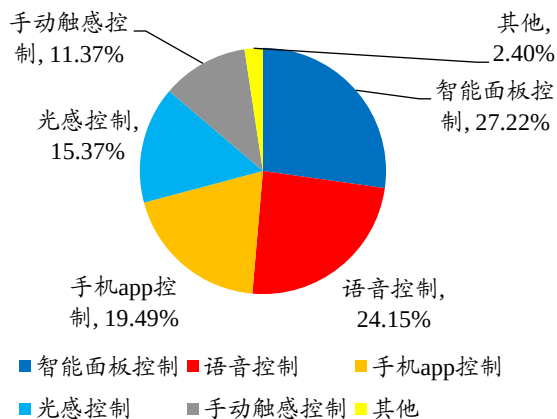


数据来源: 公司公告、MIR Databank、开源证券研究所

2.3、稳增长抓手之二：智能化升级顺应行业趋势，或助力 B 端渠道开拓

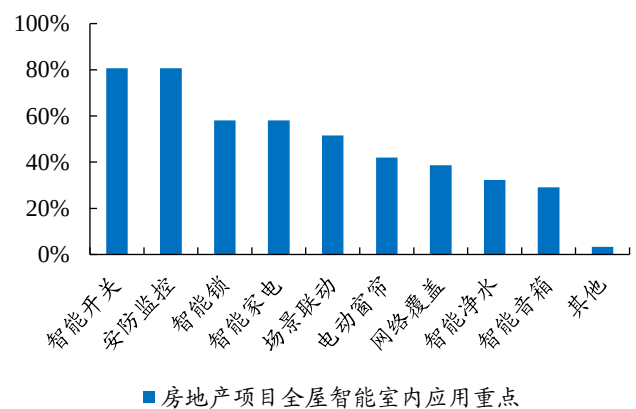
智能面板已成为全屋智能控制重要入口，吸引众多地产企业积极布局。智能面板在传统开关插座的技术上，延申出智能化控制功能，《2019 中国智能家居发展白皮书》调查数据显示智能面板已经成为最受消费者青睐的智能化控制形式，并且已成为地产项目全屋智能室内应用重点之一。相较于成熟的传统墙开市场，目前智能面板行业仍处于发展初期，基于其产品先进性与前沿性有望实现对传统墙开的替代，在目前开关插座较大的市场保有量下，预计智能面板未来市场空间较大。

图4: 智能面板控制系统成为家居智能控制主要形式



数据来源: 《2019 中国智能家居发展白皮书》、开源证券研究所

图5: 智能开关成为地产项目全屋智能室内应用重点



数据来源: 《2019 中国智能家居发展白皮书》、开源证券研究所

传统墙开龙头布局智能开关领域，高端化升级扩大消费客群、助力 B 端渠道高增。(1) 高端化升级扩大消费客群，有利于公司巩固在一二线市场的龙头地位。截至 2021 年年底，公司已推出多款智能插座和智能开关，能够为消费者提供语音控制、手机 APP 远程控制、天猫精灵控制等控制形式，并且能够实现用电量统计等多种功能。(2) 正如前文所述，智能开关已成为地产项目全屋智能室内应用重点，智能开关系列产品的引入，搭配上无主灯等智能化产品，我们认为公司在 B 端渠道的竞争力将得到显著提升。由于目前大部分企业还处于从传统墙开向智能面板转型的初期阶段，市场上还未形成规模化的智能面板龙头企业，率先布局智能面板的公牛将在未来竞争中占据有利地位。

图6：2021 年公司上市多款智能化墙开和转换器产品

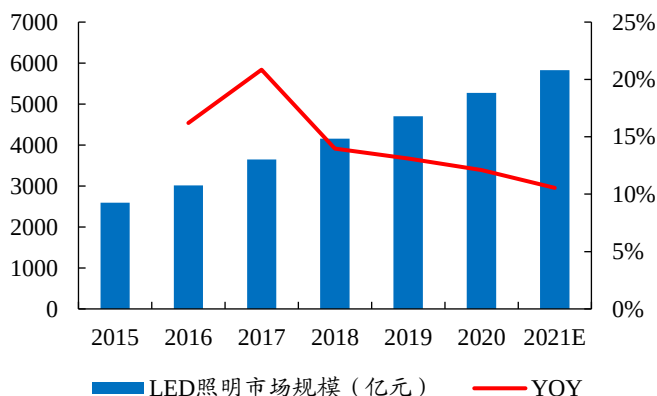

资料来源：公牛集团天猫旗舰店

3、 千亿赛道格局分散，强协同+标准化助力 LED 照明业务驶入快车道

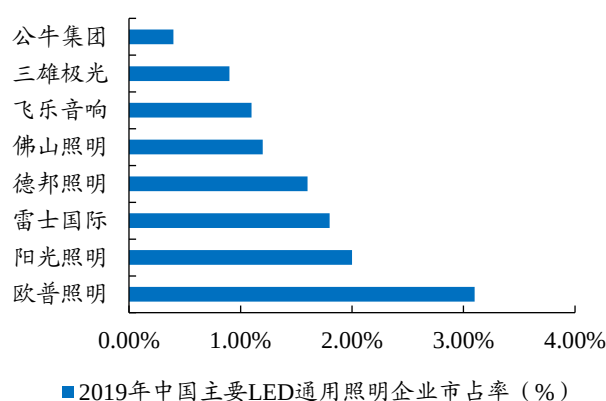
回顾公司墙开和转换器发展路径，份额提升逻辑主要在于行业早期格局较为分散，公司通过供应链的精细化管理、生产规模化和产品标准化降低产品成本，从而利用成本优势叠加渠道扩张等成功抢占白牌市场份额。目前 LED 照明行业市场格局分散，行业产品标准化不高从而导致较高的渠道加价率和终端价格，行业特征相同的背景下我们认为公司有望依托以往所建立的供应链和渠道优势将墙开和转换器领域的成功复制到 LED 照明业务中。

3.1、 LED 照明行业空间广阔且格局尚未成型，利好后进入者

从行业规模上看，根据高工产研 LED 研究所统计数据，中国 LED 照明市场产值规模由 2015 年的 2596 亿元增长至 2020 年的 5269 亿元，年复合增速保持在 10% 以上，LED 照明市场的高渗透率及市场规模的稳步增长为智能照明行业发展奠定了基础。从行业格局上看，由于照明产品终端需求的个性化与多样化，众多中小企业仍可以生存，因此全行业参与者较多，行业集中度较低，根据华经产业研究院统计，2019 年国内通用照明市场 CR5 仅为 10%。鉴于 LED 照明行业空间大且格局尚未成型，我们认为后进入者有望凭借渠道、产品优势快速抢占市场。

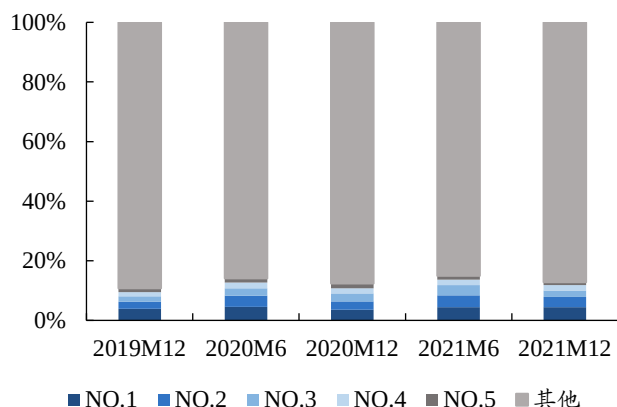
图7：2016-2020 年中国 LED 照明市场维持稳健增长


数据来源：高工产研 LED 研究所、开源证券研究所

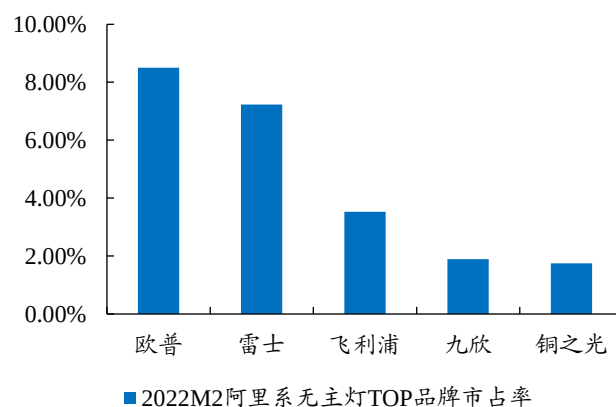
图8：通用照明行业格局较为分散


数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

LED 照明市场规模虽然较大，但传统基础光源由于行业竞争加剧、单价下降和消费需求乏力等问题，近年来处于下滑的态势。反观灯饰和智能照明行业则有较好的增长，并且从灯饰、无主灯阿里市场竞争来看，格局同样较为分散，生意参谋数据显示家居类灯饰、无主灯阿里市场 CR5 均不足 25%。行业增长红利叠加分散的市场格局，我们认为发力 LED 照明特别是以灯饰、智能照明为主的业务有望为公司带来较大的增长潜力。

图9：阿里渠道家居类灯饰市场格局较为分散


数据来源：生意参谋、开源证券研究所

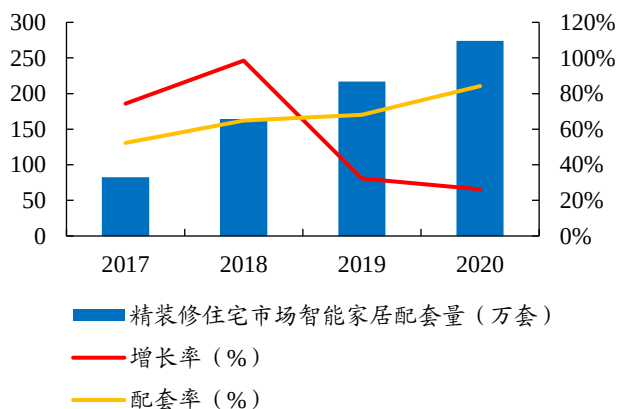
图10：阿里渠道无主灯市场格局较为分散


数据来源：生意参谋、开源证券研究所

3.2、高增长推手之一：智能照明趋势凸显，公司加速布局

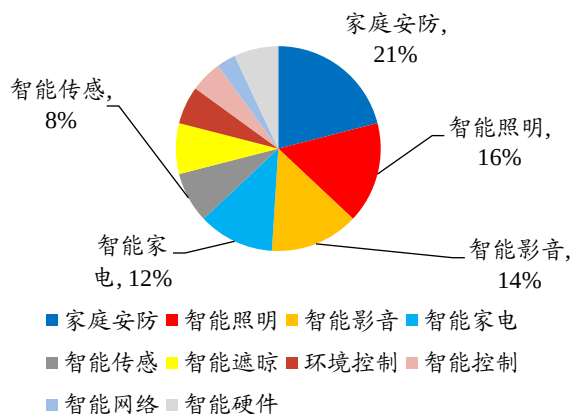
精装房渗透率提升带动智能家居配套率提升，照明智能化趋势明显。伴随精装修住宅市场不断扩大，智能家居配套率也在逐步提升，据奥维云网数据显示，2020 年我国精装修住宅市场智能家居配套率达 84.2%，较 2017 年的 52.3%提升明显。其中智能照明又在智能家居中占据较大市场份额，达到 16%。精装修渗透率的提升、产业规模化带来的成本下降以及物联网技术的发展，我们认为 LED 将快速步入智能化时代，智能照明有望成为主流产品。

图11: 2017-2020 精装修智能家居配套率持续提升



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

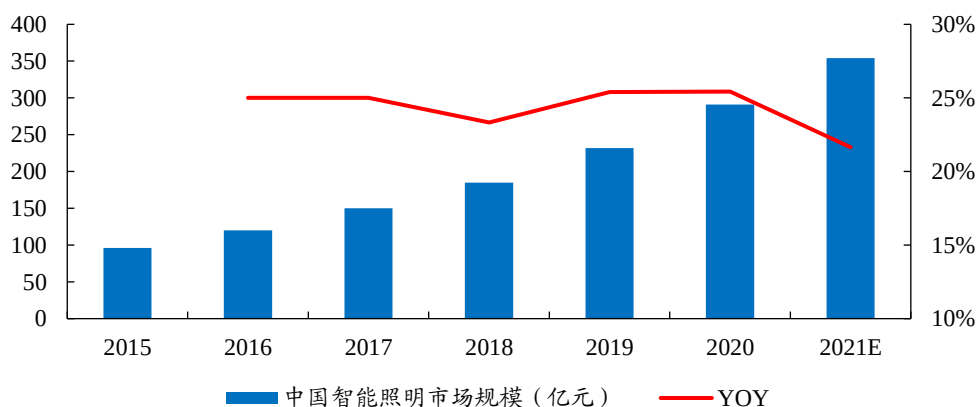
图12: 智能照明在智能家居领域中占据较大份额



数据来源: CSHIA、开源证券研究所

智能照明一方面为行业增长注入新动力，另一方面提高行业竞争门槛，加速行业整合。根据中商产业研究院统计，2020 年我国智能照明市场规模达 291 亿元，同比增速约 25%，预计 2021 年市场增速约 22%，市场潜力较大。我们认为智能照明在家居等场景的快速普及将对相关企业技术实力提出更高要求，产品缺乏创新、市场竞争力不足的中小企业将逐步被市场淘汰，市场份额将向掌握智能技术、强品牌效应的企业集中。

图13: 2016-2020 年中国智能照明市场维持较高增速



数据来源: 中商产业研究院、开源证券研究所

智能无主灯、轻智能装饰灯系列新品发布，智能照明领域再进一步。2021 年 11 月公司发布智能无主灯系列产品，能够实现为客厅/餐厅/卧室三大场景提供多种用光环境，并且推出了 G55 智慧屏（网关）、智能情景调节开关、智能开关以及智能传感器，提供触屏控制、语音控制、手机 APP 远程控制等多种智能控制模式。此外，公司对装饰灯系列产品亦进行了智能化升级，可通过蓝牙遥控、公牛智家小程序实现对光源的调节。目前无主灯部分灯体已在天猫、京东、抖音、微信视频号等线上渠道进行销售预热，预计 2022Q1 末正式发力无主灯领域。公司 2020 年布局灯饰行业，在基础光源市场表现不佳的背景下灯饰有望成为营收主要驱动力，此次发力智能照明领域，我们认为将进一步提升公司在 LED 照明市场的竞争优势以及品牌影响力。

图14：发布智能无主灯、轻智能装饰灯新品加速布局智能照明领域



资料来源：公牛集团微信公众号

3.3、高增长推手之二：强协同效应加速新品导入，偏标准化设计加速产品渗透

智能照明领域的快速发展有望为公司 LED 照明业务带来 β 增长。回到公司本身，强协同效应叠加偏标准化设计的成本优势或将为公司带来优于行业的 α 增长：

（1）销售协同提高单店店效。2020 年公司大力推动装饰渠道的专卖化和综合化，综合化门店由原有专业建材和装饰渠道的核心网点改造而来，预计当前综合化升级门店数量已达 18000 家左右。综合化升级旨在实现门店多品类覆盖，品类的扩张能够为消费者提供更丰富的智能电工照明产品矩阵，提高销售的协同性，随着消费者套系化购买趋势日益明显，预计单店店效有较为显著的提升。

（2）渠道协同加速无主灯等新品导入。我们预计目前公司已建立近 12 万家专业建材及灯饰渠道网点，其中灯饰类网点超 3 万家，综合化升级门店数量达 18000 家左右。依托现有庞大的线下营销网络，公司能够率先实现智能无主灯等新品快速导入综合化门店，提高单店销售质量。此外墙开 C 端线下渠道和 LED 渠道协同性较高，未来或可进一步实现无主灯在墙开五金渠道、专业建材渠道的展示和销售，进一步做好渠道下沉。

（3）无主灯等智能照明新品赋能 B 端业务拓展。当前无主灯行业主要以高端别墅或高端楼盘的定制化产品为主，对于一些 B 端客户特别是区域性房企和家装公司来说没有足够的无主灯相关的供应商。公司入局无主灯领域后，能够实现差异化竞争优势从而有利于公司在 B 端渠道的拓张，并提高与老客户之间的粘性。

（4）无主灯产品形态偏标准化，更有利于规模扩张。当前无主灯在大众家庭装修领域应用较少的原因之一在于价格较高抑制了消费需求。无主灯的产品形态主要是筒灯、射灯、线条灯、磁吸灯等，相较于传统灯饰更加标准化，我们认为公司有望借助产业链、渠道等优势通过标准化的形式降低终端价格，从而实现无主灯在大众

消费者中的快速普及。此外，目前新品仍都处于 OEM 阶段，自制产能下成本仍有较大下降空间，有望进一步释放终端需求，利好规模扩张。

4、把握新能源风口，传统电连接业务优势的延伸，新能源充电桩/枪未来可期

4.1、中短期来看，充电枪和私人充电桩为关键发力点

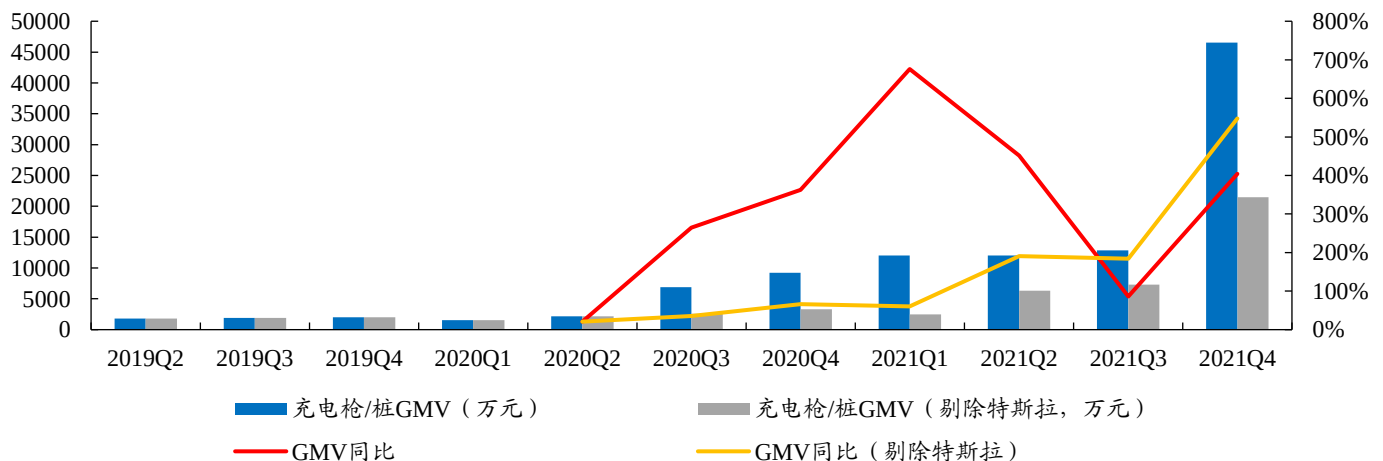
伴随新能源汽车的快速发展，充电桩的建设需求日益迫切。对此，国家出台了多项政策文件指出应当进一步完善充换电基础设施，加强新能源汽车充换电、加氢等配套设施建设。《电动汽车充电基础设施发展指南（2015-2020）》指出，截至 2020 年我国需建成 430 万个私人充电桩以及 50 万个公共充电桩以满足终端用户充电需求。但根据 EVCIPA 统计数据显示，截至 2021 年底，全国公共充电桩/私人充电桩保有量分别为 114.7 万台/147 万台，合计保有量 261.7 万台，相较于 1:1 车桩比的建设目标仍有一定距离，因此我们认为充电桩保有量仍有较大提升空间。

进一步地回到公司本身，考虑到公共充电桩主要由国网、特来电等运营商主导，而充电枪主要应用场景为个人家用，私人充电桩主要应用场景为小区车库，目前充电枪和私人充电桩领域没有绝对龙头，新能源车企相关充电设备配套率也较低，因此我们认为充电枪和私人充电桩领域将是核心发力点，公司依托自身品牌优势和传统电连接技术优势快速入局能够取得先发优势。

4.2、线上电商市场快速渗透，赋能线下 B 端渠道布局推广

受益新能源快速发展以及特斯拉布局线上充电业务，线上充电枪/充电桩市场处于高速增长阶段。2020 年 7 月特斯拉布局线上充电桩业务，较大程度上助推了新能源充电类产品在 C 端消费者的快速渗透。根据生意参谋数据，2021 年全年阿里系新能源充电枪/充电桩行业 GMV 增速达 320% 左右，处于快速上升通道。为了更加清晰地观察特斯拉对新能源充电类产品线上销售的推动作用，我们进一步计算剔除特斯拉 GMV 后的行业 GMV 增速，可以发现特斯拉布局后线上充电桩/枪市场 GMV 增速由双位数快速提升至三位数水平。

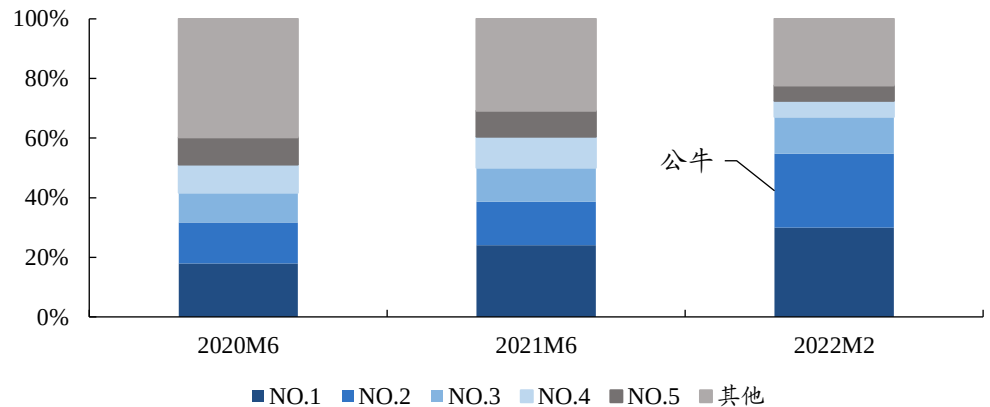
图15：特斯拉入局刺激了新能源充电类在 C 端领域的快速渗透



数据来源：生意参谋、开源证券研究所

考虑到特斯拉 8000 元价位的充电桩与其他绝大部分品牌不处于同一价格带竞争，我们剔除特斯拉产品进一步分析特斯拉入局前后行业竞争格局的变化情况。可以发现除特斯拉占据高端市场外，中低端市场仍未出现绝对龙头：（1）行业处于“多头竞争格局”，并未出现绝对龙头企业，其次白牌企业较多，充电桩/桩产品质量与品牌形象参差不齐。（2）特斯拉入局后，消费者对充电产品质量的要求提升，白牌市场份额有所降低，行业集中度有所提升，公牛、驴充充、普诺得等品牌产品快速放量。

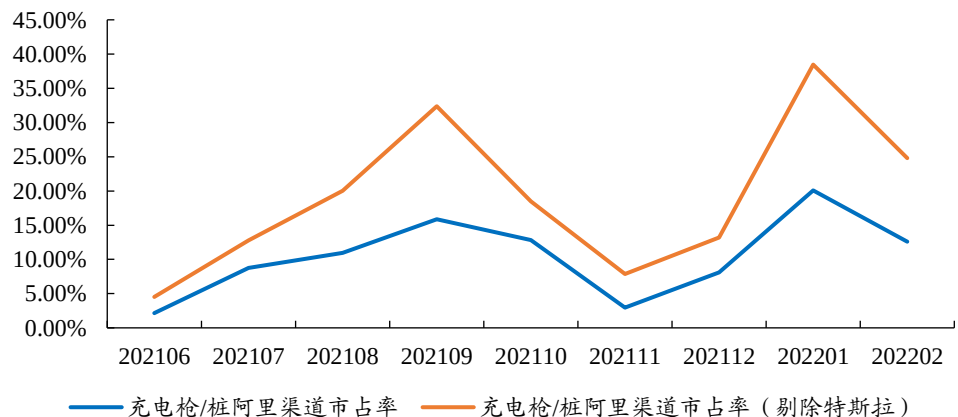
图16：特斯拉占据高端市场，中低价位市场仍未出现绝对龙头



数据来源：生意参谋、开源证券研究所

公司作为传统电连接行业龙头企业，相较其他进入者能够快速将传统电连接技术储备、品牌形象等优势复制到电动车用电服务中。2021 年公司先后上市了四款充电桩/桩产品，覆盖不同价位段，并且将产品的应用场景逐步拓展至个人家庭和社区。公司凭借其在电连接领域的技术优势和“安全可靠”的品牌形象已率先抢占线上新能源电连接中低端市场，根据生意参谋数据显示，自推出新能源电连接产品以来，公司阿里渠道市占率呈上升趋势，2022M1 市场份额提升至 20%，剔除特斯拉后可以发现公司已经抢占新能源电连接中低端市场较大份额，2022M1 市场份额提升至 38.46%。从线上渠道来看我们认为公司新能源电连接产品已走在行业前列，并且形成了良好的口碑。

图17：公司新能源电连接产品市占率呈上升趋势，中低端市场优势明显



数据来源：生意参谋、开源证券研究所

公司率先在集中度较低的线上电商渠道打开市场，在新能源充电领域已经建立良好的口碑。良好的品牌形象将进一步赋能线下 B 端渠道客户的拓展。目前来看，

未来线下 B 端可拓展的客户主要分为房企和车企：（1）对于房企，公司套系化优势明显，智能开光、LED、无主灯、智能产品、充电桩等系列产品联动下公司的获客能力将会有明显提升。（2）对于车企，随车配桩均为专业化采购，很少自产，并且以特斯拉为代表的新能源车企开始不提供买车赠桩服务，因此我们认为基于早期线上发展优势，公司有望在充电桩领域逐步建立起规模优势，并逐步将客户拓展至新能源车企。

5、盈利预测与投资建议

我们认为当前公司主要推荐逻辑在于低估值稳增长。稳增长逻辑在于转换器、墙开两大核心主业龙头地位稳固，LED 照明、新能源电连接业务已逐渐驶入快车道，多业务发展共同驱动公司营收稳步增长：

（1）转换器作为偏刚需快消品类，受外部因素影响较小，自然更新需求稳定，预计未来维持高单位数的稳定增长。

（2）墙开方由于较强的安装属性以及地产关联性，增速波动较大。对于公司来说，产品智能化升级和发力下沉市场+B 端市场是稳增长的两大抓手，其一产智能化升级是行业发展趋势，其二下沉市场和 B 端市场格局分散，仍有较大拓展空间。产品端来看公司目前已经发力智能开关、智能插座等品类，渠道端来看公司 B 端业务拓展快速，并且拟逐步针对下沉市场布局相关产品，预计产品、渠道两端发力之下墙开业务维持 15-20%左右稳定增长。

（3）LED 方面，首先行业 β 增长红利明显，LED 照明行业空间大且格局尚未成型，利好后进入者，公司渠道优势明显，发力以智能照明为主的业务能够带来较大的增长潜力。其次强协同效应+供应链标准化降本能力有望形成自身的 α 增长。产品端公司加速布局无主灯等智能照明产品，智能化趋势下无主灯增长可期，渠道端强协同效应加速新品导入市场，供应链端标准化生产能力实现无主灯等新品的快速普及，中短期来看预计 LED 照明业务维持 30%左右较高增长。

（4）充电桩/枪方面，在新能源风口下迎来快速发展，公司率先抢占电商市场。快速布局已形成先发优势，未来规模化、套系化等能力将进一步赋能线上+线下共同发展。

考虑到核心主业有望维持稳定增长，新能源、LED 业务规模增长有望提速，我们预计 2021-2023 年公司净利润为 29.02/34.47/40.13 亿元（原值为 29.74/35.81/42.32 亿元），对应 EPS 为 4.83/5.73/6.68 元，当前股价对应 PE 分别为 29.8/25.0/21.5 倍，维持“买入”评级。

6、风险提示

新品销售不及预期；行业竞争风险加剧；原材料上涨超预期等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5641	10518	12745	15148	18752
现金	734	3753	5581	8657	11156
应收票据及应收账款	197	184	231	265	343
其他应收款	27	126	0	122	15
预付账款	26	35	31	51	41
存货	979	788	2837	1422	2614
其他流动资产	3678	5632	4063	4632	4583
非流动资产	1775	1920	1943	2020	2064
长期投资	0	0	-0	-1	-1
固定资产	1153	1182	1254	1363	1442
无形资产	310	300	300	304	311
其他非流动资产	311	438	389	355	312
资产总计	7417	12438	14688	17169	20816
流动负债	1830	3064	3645	3582	4336
短期借款	0	500	500	500	500
应付票据及应付账款	1164	1286	1740	1772	2257
其他流动负债	665	1278	1405	1310	1580
非流动负债	36	236	205	174	142
长期借款	0	160	129	98	66
其他非流动负债	36	76	76	76	76
负债合计	1865	3300	3849	3755	4478
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	540	601	601	601	601
资本公积	310	3820	3820	3820	3820
留存收益	4701	4734	6130	7787	9716
归属母公司股东权益	5551	9137	10839	13414	16337
负债和股东权益	7417	12438	14688	17169	20816

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2297	3437	2082	4553	3406
净利润	2304	2313	2902	3447	4013
折旧摊销	197	234	144	169	196
财务费用	-17	-36	12	14	17
投资损失	-106	-52	-148	-183	-219
营运资金变动	-109	902	-853	1110	-600
其他经营现金流	30	75	24	-3	-0
投资活动现金流	-1792	-4250	959	-561	231
资本支出	449	419	70	65	44
长期投资	0	10	0	0	0
其他投资现金流	-1344	-3821	1029	-496	275
筹资活动现金流	-5	1926	-1212	-917	-1138
短期借款	0	500	0	0	0
长期借款	0	160	-31	-31	-32
普通股增加	0	61	1	0	0
资本公积增加	0	3510	0	0	0
其他筹资现金流	-5	-2305	-1181	-886	-1106
现金净增加额	502	1110	1829	3075	2499

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10040	10051	12285	14377	16622
营业成本	5882	6019	7433	8626	9924
营业税金及附加	75	80	93	110	128
营业费用	725	518	541	647	773
管理费用	379	431	467	546	632
研发费用	393	401	467	561	648
财务费用	-17	-36	12	14	17
资产减值损失	-1	-7	4	3	3
其他收益	66	127	397	53	52
公允价值变动收益	-0	0	-0	-0	-0
投资净收益	106	52	148	183	219
资产处置收益	-4	-1	-1	-1	-2
营业利润	2769	2803	3814	4104	4767
营业外收入	5	3	4	3	3
营业外支出	78	51	393	21	23
利润总额	2695	2755	3425	4086	4747
所得税	391	441	523	639	734
净利润	2304	2313	2902	3447	4013
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	2304	2313	2902	3447	4013
EBITDA	2870	2917	3464	4075	4678
EPS(元)	3.83	3.85	4.83	5.73	6.68

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	10.8	0.1	22.2	17.0	15.6
营业利润(%)	41.3	1.2	36.1	7.6	16.1
归属于母公司净利润(%)	37.4	0.4	25.4	18.8	16.4
获利能力					
毛利率(%)	41.4	40.1	39.5	40.0	40.3
净利率(%)	22.9	23.0	23.6	24.0	24.1
ROE(%)	41.5	25.3	26.8	25.7	24.6
ROIC(%)	41.1	22.9	24.4	23.4	22.3
偿债能力					
资产负债率(%)	25.1	26.5	26.2	21.9	21.5
净负债比率(%)	-13.1	-33.5	-45.1	-59.6	-64.4
流动比率	3.1	3.4	3.5	4.2	4.3
速动比率	1.0	2.3	2.1	3.2	3.1
营运能力					
总资产周转率	1.6	1.0	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	49.2	52.7	59.2	57.9	54.8
应付账款周转率	4.8	4.9	4.9	4.9	4.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.83	3.85	4.83	5.73	6.68
每股经营现金流(最新摊薄)	3.82	5.72	3.46	7.57	5.67
每股净资产(最新摊薄)	9.23	15.20	18.03	22.31	27.17
估值比率					
P/E	37.5	37.3	29.8	25.0	21.5
P/B	15.6	9.4	8.0	6.4	5.3
EV/EBITDA	29.5	27.6	23.0	18.6	15.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn