

公牛集团 (603195.SH)

买入 (维持评级)

公司深度研究

证券研究报告

公牛深度探究系列二:短中长期增长驱动力何在?

前言

随着公司转换器、墙开两大优势品类的市场份额达到行业第一，市场逐步开始担忧公司后续成长速度与空间。本文将从短中长期维度剖析公司后续增长驱动力来源，整体我们认为公司多品类发展梯队搭建清晰，民用电工大平台雏形初现叠加未来国际化市场拓展，持续增长无忧。

投资逻辑:

短期:核心优势稳固,传统优势品类仍可稳健增长。公司“安全”的品牌形象与渠道扩展已形成良性循环,核心品类增长路径依然清晰。转换器方面,“量”增虽逐渐趋于平稳,但公司主动求变,深挖需求痛点,快速研发迭代产品,推动产品均价稳步攀升。根据国金数字 Lab 统计,公牛天猫平台转换器品类均价呈逐年提升态势,2020 年约为 21.8 元,2022 年 1-11 月均价已达 30.3 元。整体来看,产品结构升级带来的“价”增具备持续性,或将在未来进一步打开转换器品类成长上限。墙开方面,在精装化、整装化趋势下,B 端渠道前置布局越发重要,尤其小 B 市场或将成为公司进一步打开份额天花板的关键。

中长期:三大新品类驱动新成长。由于充电枪/桩、无主灯、便携式储能的品类特性与公司优势品类较为相似,公司平台协同效应显现,成本与渠道优势将凸显。并且三大品类所处赛道均具成长红利,其中充电枪/桩和便携式储能行业规模均有望超千亿,未来三年 CAGR 均有望超 40%。具备行业红利的同时,公司三大新品类先发优势明显,发展思路清晰,将显著打开公司中长期成长空间。

远期:推进国际化,有望再造一个“公牛”。公司海外业务仍处起步阶段,2021 年公司海外营收为 2.8 亿元,占比仅 2.2%,发展空间巨大。在海外市场新能源充电桩市场快速成长(预计欧洲/美国 2025 年充电桩市场规模将分别超 140/50 亿美元,CAGR 超 40%)叠加照明行业格局仍较分散(CR5 约 20%)的情况下,公牛或可凭借强大的产品力以及大规模生产制造能力带来的成本优势,以跨境电商渠道为抓手,在充电桩、LED(含无主灯)的国际市场中逐步成长,打开公司远期成长空间。

盈利预测、估值和评级

我们预计公司 2022-2024 年 EPS 为 5.12/5.98/6.93 元,对应 PE 为 27/23/20 倍,维持“买入”评级。

风险提示

疫情反复;招商不畅;原材料价格大幅上涨;限售股解禁。

轻工组

分析师:张杨桓(执业 S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

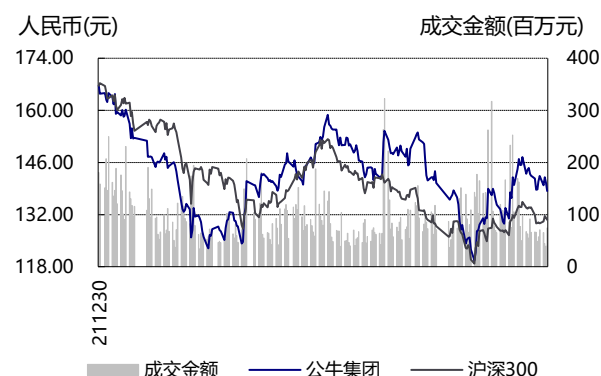
市价(人民币):138.37 元

相关报告:

1.《3Q 收入增长依然稳健,盈利环比正改善-公牛三季报点评》,2022.10.28

2.《2Q 收入增长具韧性,H2 盈利改善可期-公牛集团中报点评》,2022.8.17

3.《新品类拓展顺利,长期成长路径逐渐清晰-公牛集团一季报点评》,2022.4.26



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,051	12,385	14,083	16,300	18,759
营业收入增长率	0.11%	23.22%	13.71%	15.74%	15.08%
归母净利润(百万元)	2,313	2,780	3,077	3,596	4,164
归母净利润增长率	0.42%	20.18%	10.66%	16.88%	15.81%
摊薄每股收益(元)	3.852	4.625	5.119	5.982	6.928
每股经营性现金流净额	5.70	4.95	5.22	6.81	7.84
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.32%	25.85%	25.00%	25.20%	25.40%
P/E	53.30	36.17	27.03	23.13	19.97
P/B	13.49	9.35	6.76	5.83	5.07

来源:公司年报、国金证券研究所

内容目录

1. 公牛后续发展方向总览：品类梯队搭建清晰，短中长期增长无忧	5
2. 短期：核心优势稳固，传统优势品类稳健增长	6
2.1 转换器：行业逐步进入供给侧求变阶段，“价”增将成主驱动	6
2.2 墙开：B 端渠道拓展或将是打开公司股份天花板的关键	8
3. 中期：三大新品类驱动公司新成长	9
3.1 品类特性+平台优势奠定三大新品类成功基础	9
3.2 新能源充电赛道红利已现，公牛布局节奏精准	11
3.3 无主灯或是公司照明业务份额提升的关键突破口	13
3.4 便携式储能已迎黄金发展期，公牛布局正当时	14
4. 远期：推进国际化有望再造一个“公牛”	18
4.1 海外业务占比小，发展势能充足	18
4.2 内外因共同支撑公司国际化战略推进	19
5. 投资建议	21
6. 风险提示	21

图表目录

图表 1：公牛集团业务梳理	5
图表 2：品牌+渠道构筑商业闭环	5
图表 3：2021 年转换器市场份额	6
图表 4：2021 年墙开市场份额	6
图表 5：品类发展梯队清晰	6
图表 6：民用电工平台初现	6
图表 7：转换器历年营收及 YOY（亿元，%）	7
图表 8：大家电百户保有量已逐步趋于平稳	7
图表 9：小家电品类及保有量（件/百户）	7
图表 10：中国插排历年需求量情况及 YOY	7
图表 11：产品迭代升级带动价格段稳步提升	8
图表 12：各级城市精装修楼盘渗透率	9
图表 13：整装、全包趋势明显	9
图表 14：历年家装投诉类型梳理	9
图表 15：合作全国性装企数量	9
图表 16：三大新品类与转换器品类	10

图表 17: 各品类原材料对比	10
图表 18: 公牛供应商实力强劲	10
图表 19: 公牛主要原材料采购占总采购比	11
图表 20: 公牛主要原材料采购单价比市价低 (元/千克)	11
图表 21: 我国充电基础设施相关政策	11
图表 22: 充电枪/桩市场规模测算	12
图表 23: 充电枪/桩渠道布局	13
图表 24: 公司充电枪/桩历年营业收入 (万元)	13
图表 25: 便携充电枪市场品牌价格对比	13
图表 26: 中国 LED 照明市场规模 (亿元)	13
图表 27: 2021 年 LED 照明主要企业市场占有率	13
图表 28: 经销商涉足家装商照的原因	14
图表 29: 公牛无主灯产品具备性价比	14
图表 30: 2016-2021 年全球便携式储能出货量 (万台)	14
图表 31: 2016-2021 年全球便携式储能市场规模 (亿元)	14
图表 32: 2020 年全球便携式储能主要销售地区分布	15
图表 33: 2020 年全球便携式储能主要生产地区分布	15
图表 34: 2016-2021 年中国便携式储能出货量 (万台)	15
图表 35: 2016-2021 年中国便携式储能市场规模 (亿元)	15
图表 36: 2021-2026 年户外活动领域新增需求预测 (万台)	16
图表 37: 2021-2026 年便携式储能对小型燃油发电机的替代比预测 (%)	16
图表 38: 便携式储能和传统燃油发电机的对比	16
图表 39: 便携式储能总体市场渗透率预测 (%)	16
图表 40: 2022-2026 年全球便携式储能市场规模预 (亿元)	16
图表 41: 中国户外、应急领域便携式储能新增需求预测 (万台)	17
图表 42: 2020 年全球便携式储能企业出货量竞争格局	17
图表 43: 2020 年全球便携式储能企业营业收入竞争格局	17
图表 44: 天猫平台主流便携式储能产品价格对比	18
图表 45: 2016-2021 年不同容量产品份额变化趋势	18
图表 46: 2016-2021 年不同销售渠道份额变化趋势	18
图表 47: 公司历年海外营收及 YOY (亿元, %)	18
图表 48: 公牛集团海外业务细分及 YOY (单位: 百万美元)	18
图表 49: 海外市场车桩比仍较高	19
图表 50: 海外电动车渗透率正快速提升	19
图表 51: 全球充电桩市场规模预测	19

图表 52: 海外照明市场规模（亿美元，%）	20
图表 53: 海外照明品牌市场份额	20
图表 54: 公牛各产品渠道分成	20
图表 55: 不同品牌分品类单价对比	20
图表 56: 我国历年跨境电商市场规模及 YOY （万亿元，%）	21
图表 57: 华宝新能跨境电商收入及占比（亿元，%）	21
图表 58: 盈利预测汇总	21

1.公牛后续发展方向总览：品类梯队搭建清晰，短中长期增长无忧

复盘公司二十多年的发展历程，可清晰发现，公司切实把握了国内家电行业发展红利期、地产红利期，顺利打造转换器、墙开两类大单品，两大品类现已成公司收入的重要支撑，以转换器品类为主的电连接业务 2021 年收入占比达 52%，以墙开品类为主的智能电工照明业务 2021 年营收占比达 45%。随着两大优势品类的规模增大，市场逐步担忧公司后续成长速度与空间，我们认为一方面公司品牌+渠道的核心优势稳固，足以支撑优势品类进一步稳健成长，另一方面优势大单品的运作经验未来有望持续在照明、充电枪/桩等泛民用电工品类上复制、迭代，整体品类发展梯队逐步构建，民用电工大平台雏形初现，新品类发展打开公司中长期成长空间。此外，海外市场开拓也将进一步支撑公司远期成长。

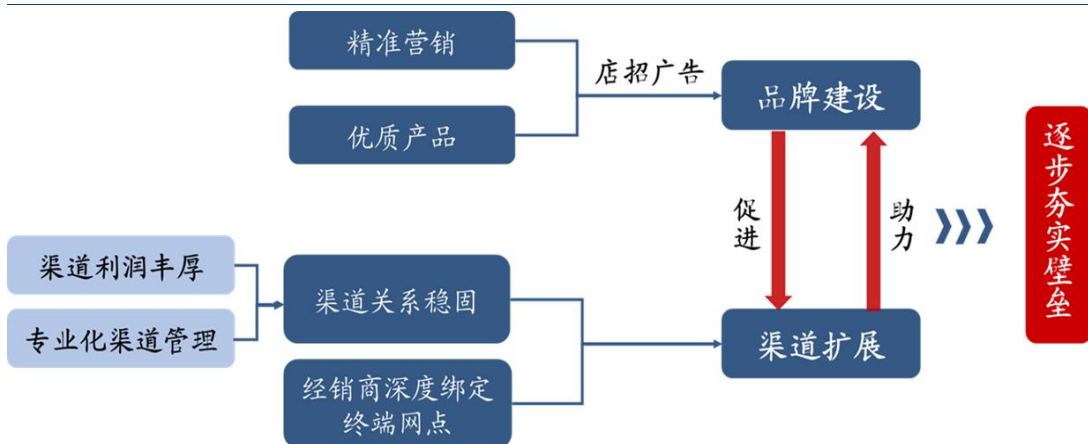
图表1：公牛集团业务梳理



来源：Wind，国金证券研究所

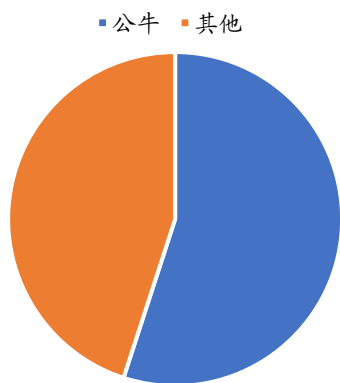
品牌与渠道的商业闭环形成，为核心品类打下持续成长基础：根据我们测算，目前公司转换器品类市场份额已超 50%，已成该细分领域绝对龙头。并且目前墙开品类再次验证公司打造大单品的能力，经历十余年的发展，其市场份额现已占据行业首位。整体来看，公司过去的成长完美演绎了“产品力+渠道力+品牌力”对于转换器大单品的塑造过程，公司打造大单品的能力持续验证，在此过程中，公司品牌与渠道的商业闭环已逐步形成，为公司长期持续成长打下坚实基础。

图表2：品牌+渠道构筑商业闭环



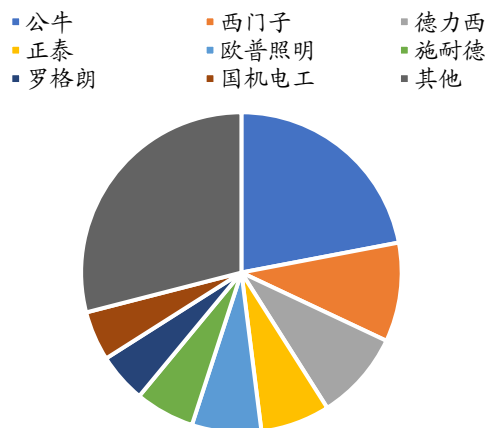
来源：国金证券研究所

图表3：2021 年转换器市场份额



来源：国金证券研究所测算

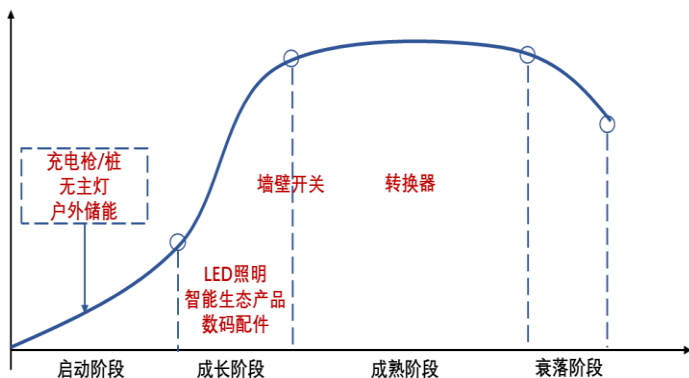
图表4：2021 年墙开市场份额



来源：华经情报网，国金证券研究所测算

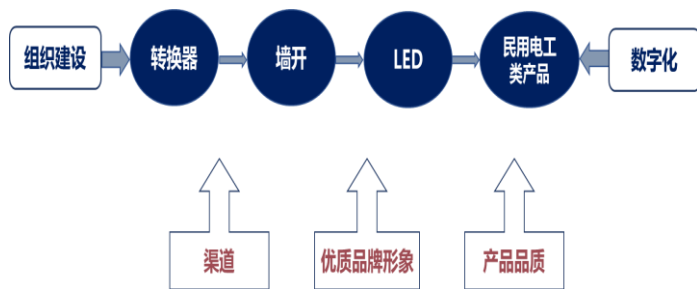
新品类梯队清晰，民用电工平台雏形初现，打开中长期成长空间：公司目前虽然转换器、墙开两大优势品类市场份额已达行业首位，但 LED 照明、智能生态产品、充电枪/桩、便携式储能等产品发展梯队也已顺利搭建，并且已正式确定以“新能源+智能生态”为核心的发展新战略。依托于公司强大的生产端规模优势叠加渠道、品牌赋能，新品类发展拥有坚实基础，民用电工大平台雏形初现，中长期成长空间有望逐步打开。

图表5：品类发展梯队清晰



来源：国金证券研究所

图表6：民用电工平台初现



来源：国金证券研究所

2.短期：核心优势稳固，传统优势品类稳健增长

公司“安全”的品牌形象与渠道扩展已形成良性循环，核心优势越发稳固，短期来看，核心品类增长路径依然清晰。转换器方面，“量”增逐渐趋于平稳，行业正处供给侧求变阶段，深挖需求痛点，快速研发并迭代产品，推动产品均价稳步攀升，根据国金数字 Lab 统计，公牛天猫平台转换器品类均价呈逐年提升态势，2020 年约为 21.8 元，2022 年 1-11 月均价已达 30.3 元。整体来看，产品结构升级带来的“价”增具备持续性，或将在未来进一步打开转换器品类成长上限。墙开方面，在精装化、整装化趋势下，B 端渠道前置布局越发重要，尤其小 B 市场或将成为公司进一步打开份额天花板的关键。

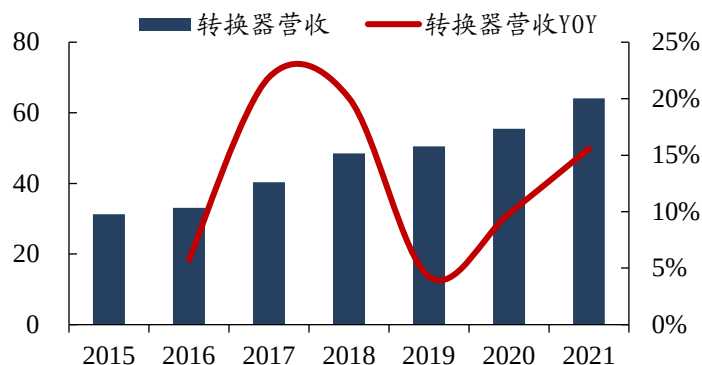
2.1 转换器：行业逐步进入供给侧求变阶段，“价”增将成主驱动

作为公司的成熟品类并且市场份额已超 50%的转换器产品，近年来依然保持稳健增长，2018-2021 年 CAGR 达 9.8%。基于目前时间点，我们认为未来依托中国小家电保有量的提升使公司转换器“量”增仍有空间，但产品升级带来的“价”增贡献度或将更为显著，从而驱动公司优势的转换器品类依然可持续稳健增长。

从“量”的维度来看，行业层面，中国大家电户均保有量已逐步趋于平稳，更多在于小家电保有量提升带动整体转换器需求量增长。根据智研咨询数据统计，2021 年中国转换器（插排）需求量约 5 亿个，2018-2021 年 CAGR 为 2.5%，整体行业需求量进入小幅稳增状态。而从公司层面来看，公司目前份额已超 50%。整体来看，需求侧红利期逐渐消退，公

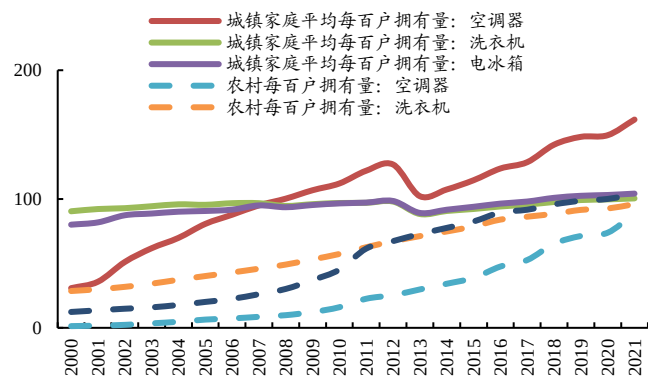
司转换器品类销量正逐步进入增长平稳期。

图表7: 转换器历年营收及 YOY (亿元, %)



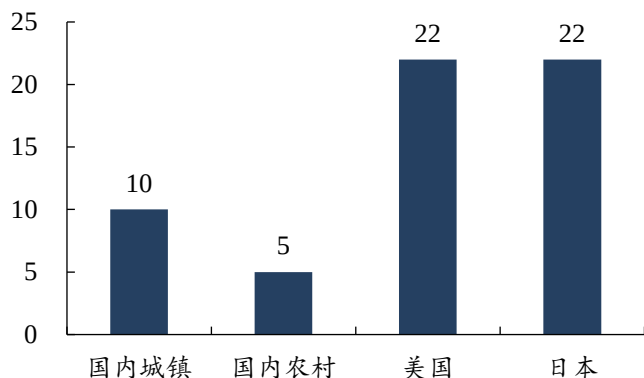
来源: Wind, 国金证券研究所

图表8: 大家电百户保有量已逐步趋于平稳



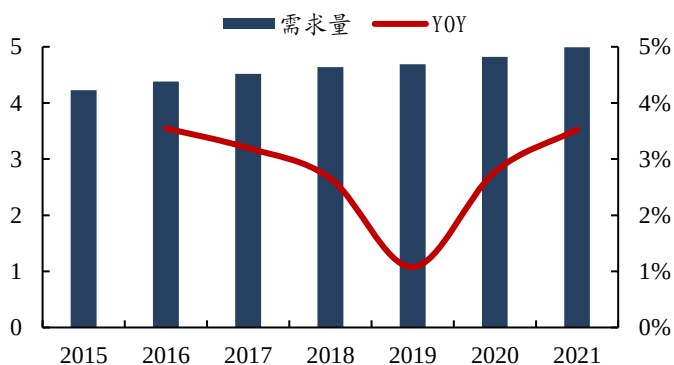
来源: Wind, 国金证券研究所

图表9: 小家电品类及保有量 (件/百户)



来源: Wind, 国金证券研究所

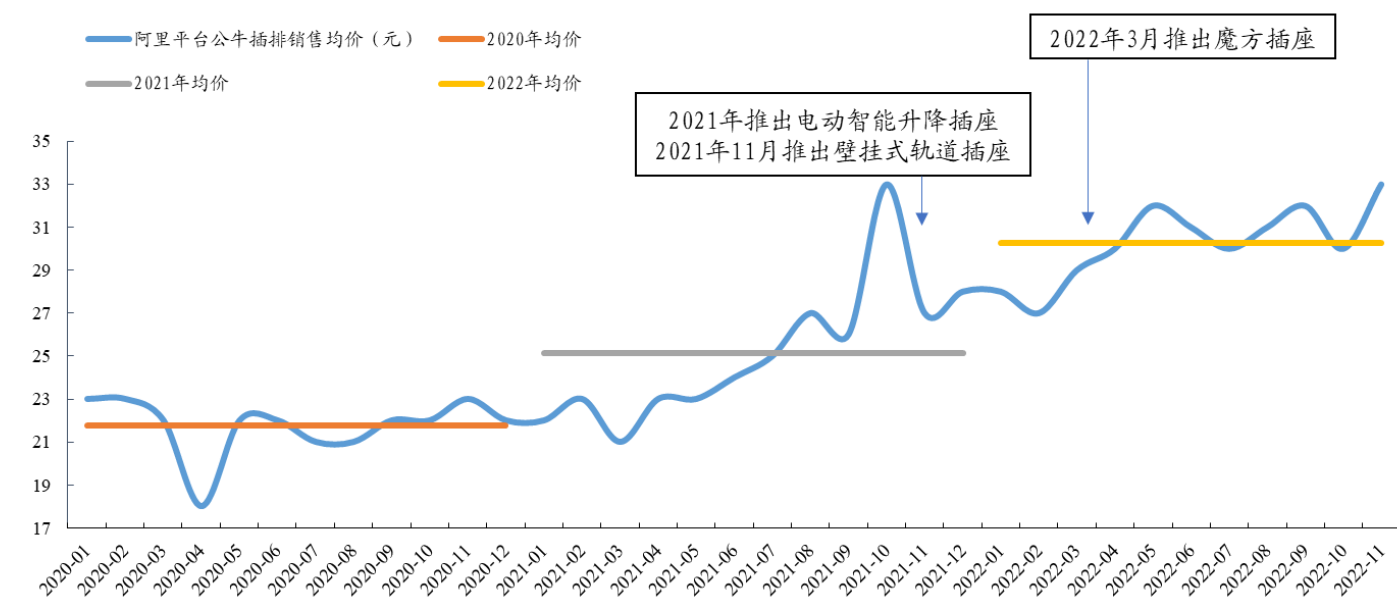
图表10: 中国插排历年需求量情况及 YOY



来源: 智研咨询, 国金证券研究所

从“价”的维度来看,转换器品类经历多年的发展,产品同质化已较为明显,在需求侧“量”增红利期逐渐消退的情况下,行业逐步进入供给侧主动求变阶段。在这一阶段,公司充分显现龙头能力,深挖消费者的需求痛点,快速研发并迭代产品,持续推出解决普遍痛点或满足细分需求的产品。在消费升级趋势下,持续产品迭代升级,推动产品均价稳步攀升。根据国金数字Lab统计,公司天猫渠道转换器(插排)品类均价呈现逐年提升态势,2020年约为21.8元,2022年1-11月均价已达30.3元,除因原材料上涨进行提价外,产品迭代带来的价格段上移趋势已然明显。整体来看,产品结构升级带来的“价”增或将在未来进一步打开转换器品类成长上限。

图表11：产品迭代升级带动价格段稳步提升



来源：国金数字 Lab，国金证券研究所

2.2 墙开：B 端渠道拓展或将是打开公司股份天花板的关键

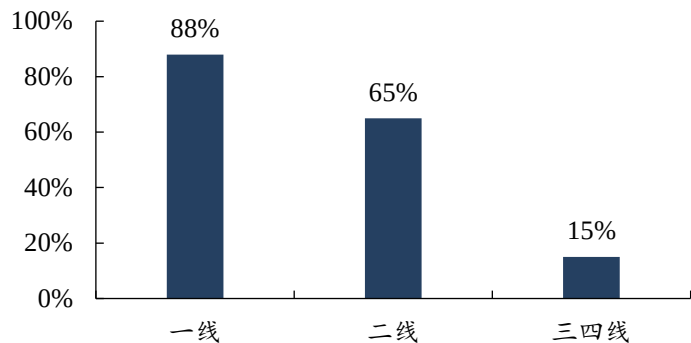
墙开品类特性：1) 单价低；2) 各品牌表现差异小；3) 一定比例消费者委托电工或装企购买。

行业两大趋势：1) 一二线城市精装房比例逐步提升，目前一线城市精装化率超 85%，二线城市也已超 65%；2) 毛坯房整装、全包趋势明显，根据中装协统计，2021 年一线城市中消费者选择整装、全包的占比分别达 30%/40%，三四线城市整装、全包也正成为趋势，家装公司渠道越发重要。

基于墙开品类特性与行业两大趋势，B 端拓展或将成为墙开品类份额进一步提升的关键：1) 目前公司墙开品类市场份额虽已成行业第一，但目前相较转换器品类而言，份额仍具提升空间，整体行业也相对并未足够集中。我们认为造成这一现象的关键原因或在于墙开产品的购买行为更多发生在装修或维修过程中，存在一定比例的电工或装企代买现象，使得实际产生购买行为的较多是非个人消费者，公司在 C 端渠道及品牌心智的优势因此削弱。墙开的品类特性一定程度决定了品牌商对于 B 端或小 B 端渠道不容忽视。并且目前行业的精装化及整装化两大趋势，也使得墙开品类的需求发生时点更为前置，布局 B 端渠道更显关键。

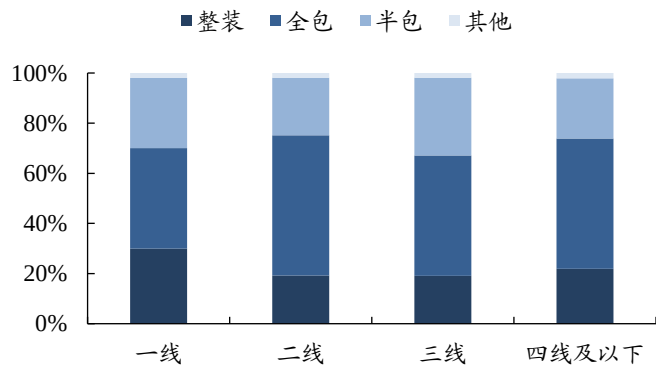
2) B 端渠道特性或更易做大份额：B 端渠道一方面采购量大、比价明显、存在竞争门槛，另外一方面，不论从大 B 端（房企）还是小 B 端（装企）角度来看，消费者的满意度一定是两者份额稳步提升的关键。从消协统计数据来看，消费者对于装修投诉较多在于质量、合同、售后服务等，这也正是房企、装企极为重视的方面，也是其选择产品供应商的考量关键。整体来看，随着公司 B 端渠道的深入覆盖，产品的质量、售后服务水平及成本优势将确保公司在 B 端持续扩大份额，尤其小 B 段的拓展将进一步打开公司股份天花板。

图表12：各级城市精装修楼盘渗透率



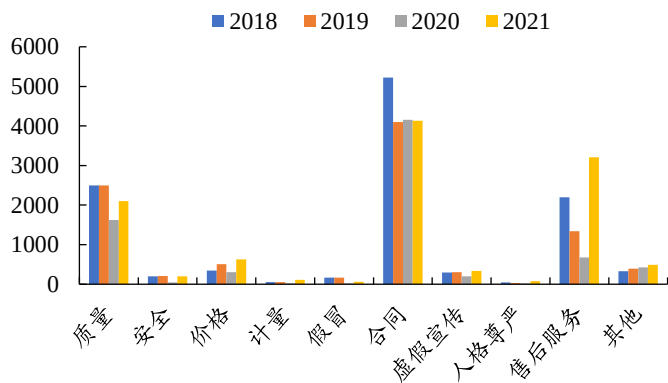
来源：奥维云网，国金证券研究所

图表13：整装、全包趋势明显



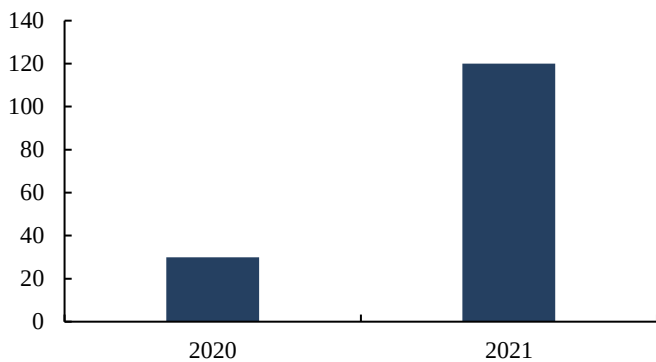
来源：中装协，国金证券研究所

图表14：历年家装投诉类型梳理



来源：消费者协会，国金证券研究所

图表15：合作全国性装企数量



来源：公司公告，国金证券研究所

3.中期：三大新品类驱动公司新成长

充电枪/桩、无主灯、便携式储能产品正成为公司三大潜力增长品类，三大品类特性与优势品类较为相似，公司优势大单品的运作经验未来有望持续在照明、充电枪/桩等泛民用电工品类上复制、迭代，公司大平台协同效应有望显现，为三大品类增长奠定坚实基础。并且三大品类所处赛道均具发展红利，其中充电枪/桩和便携式储能行业规模未来三年CAGR均有望超40%，未来均将成长为千亿级大行业。公司三大新品类先发优势明显，发展思路清晰，将显著打开公司中长期成长空间。

3.1 品类特性+平台优势奠定三大新品类成功基础

1) 品类相似度高，品牌+渠道协同性高，品类运作有迹可循

详细梳理公司充电枪/桩、无主灯、便携式储能的品类特性，可明显发现，标准化程度较高、SKU数量相对较少，并且从消费者诉求、销售渠道来看均与优势品类转换器具具备较高相似度。基于公司大平台的协同效应，三大新品类先发优势明显，运作思路也将有迹可循，支撑新品类规模快速扩张。

图表16：三大新品类与转换器品类

	转换器	充电枪/桩	无主灯	便携式储能	品类特性相似度
产品标准化程度	高	高	高	高	100%
功能迭代需求	较低	中	较低	中	80%
销售渠道	五金/建材店/商超/电商	4S店/汽车装潢店/电商	五金/建材店/电商	五金店/电商	70%
消费者诉求	安全/耐用	安全/耐用/充电速度	安全/性价比/耐用	安全/耐用/输出效率	90%

来源：国金证券研究所

2) 原材料采购协同，具备成本优势

公司新品类基础原材料和转换器等优势品类相近，原材料采购具备协同效应。公司为维持原材料整体采购成本的稳定，与塑料、铜材等关键性原材料供应商建立了长期、稳定的战略合作关系，持续大规模采购有利于公牛在供应链端维持较高议价能力。

图表17：各品类原材料对比

品类	所属行业	基础原材料
转换器	民用电工	铜，塑料，电子元器件
墙壁开关	民用电工	铜，塑料，电子元器件
LED 照明	民用电工	铜，塑料，电子元器件
便携式储能	民用电工	铜，塑料，电子元器件
充电枪/桩	民用电工	铜，塑料，电子元器件
数码配件	消费电子	铜，塑料，电子元器件

来源：Wind，国金证券研究所

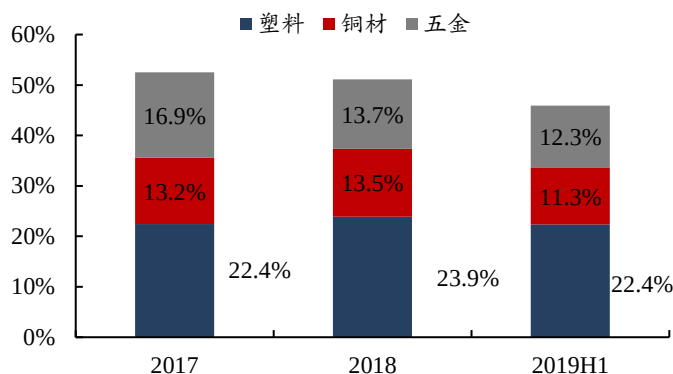
图表18：公牛供应商实力强劲

原材料	供应商	企业介绍
PC	科思创聚合物（中国）有限公司	科思创系原德国拜耳旗下材料科技业务，2015 年成为独立公司，是全球领先的高级聚合物和高性能塑料生产商
PC、PP 和 ABS	金发科技股份有限公司	上海证券交易所上市公司，证券代码：600143
PC 和 PA66	南京立汉化学有限公司	成立于 1994 年，国内首批成立的工程塑料改性企业之一
铜材	宁波金田铜业（集团）股份有限公司	全国中小企业股份转让系统挂牌公司，证券代码：834178

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

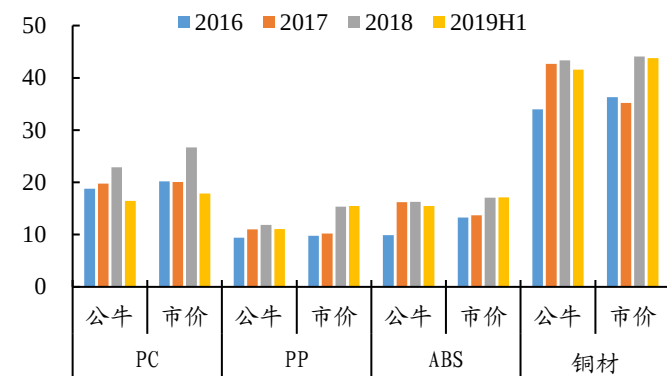
塑料、铜材与五金等主要原材料采购具备明显优势。公司主要原材料采购额占总体采购金额比例稳步下降，虽然铜材、塑料等原材料市价确有下降，但主要仍是由于随着采购规模扩大与采购模式成熟，公牛开始拥有采购成本优势。公牛主要原材料采购单价均可低于市场价，以 2019 年上半年为例，公牛 PC、PP、ABS、铜材相比市场主流价具有 8.1%/28.6%/9.6%/5.0%的采购优势。

图表19：公牛主要原材料采购占总采购比



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表20：公牛主要原材料采购单价比市价低（元/千克）



来源：Wind，国金证券研究所

3.2 新能源充电赛道红利已现，公牛布局节奏精准

随着中国新能源汽车市场的快速扩容，中国新能源充电设备（便携式充电枪、充电桩）市场空间持续扩大，根据我们测算，预计 2025 年新能源充电枪、充电桩存量市场规模将近 2000 亿元，新能源充电赛道已迎来发展红利期。目前行业内各品牌仍处于起步阶段，公司充电枪/桩品类除具备平台赋能外，整体渠道布局节奏也较为精准，先发优势明显，有望充分把握行业发展红利。

3.2.1 新能源汽车发展红利+政策推动，充电设备市场正加速扩容

根据中汽协统计，截至 2021 年底，我国新能源汽车保有量达 784 万辆，同比增长 59.3%，今年 8 月新能源汽车渗透率已达 28%，整体新能源汽车销售进入加速期。与此对应，多项相关政策逐步出台，积极推动新能源充电基础设施建设，整体充电设备市场规模将迎快速扩容，根据我们测算，预计 2025 年新能源便携式充电枪、充电桩存量市场规模将近 2000 亿元。

图表21：我国充电基础设施相关政策

发布时间	政策名称	政策内容
2022 年 8 月	《加快推进公路沿线充电基础设施建设行动方案》	加强高速公路服务区、普通公路沿线充电基础设施建设确保到“十四五”末，满足超过 2000 万辆电动汽车充电需求；加强充电基础设施运行维护。
2022 年 1 月	《国家发展改革委等部门关于进一步提升电动汽车充电基础设施服务保障能力的实施意见》	通过合理布局城市公共充电网络，加快补齐建设县城乡镇充电网络，确保到“十四五”末能够服务超 2000 万辆新能源汽车。
2021 年 5 月	《住房和城乡建设部等 15 部门关于加强县城绿色低碳建设的意见》	建设绿色节约型基础设施。加强配电网、储能、电动汽车充电桩等能源基础设施建设。
2021 年 2 月	《商务部办公厅印发商务领域促进汽车消费工作指引和部分地方经验做法的通知》	鼓励有条件的地方出台充(换)电基础设施建设运营补贴政策，引导企事业单位按不低于现有停车位数量 10%的比例建设充电设施。
2020 年 12 月	《关于提振大宗消费重点消费促进释放农村消费潜力若干措施的通知》	加快小区停车位(场)及充电设施建设按照一定比例配建充电桩；鼓励充电桩运营企业适当下调充电服务费。
2020 年 10 月	《新能源汽车产业发展规划(2021-2035 年)》	推动充换电、加氢等基础设施科学布局、加快建设，对作为公共设施的充电桩建设给予财政支持。
2020 年 6 月	《国务院关于落实<政府工作报告>重点工作部门分工的意见》	增加充电桩、换电站等设施，推广新能源汽车，激发新消费需求，助力产业升级。

来源：国务院办公厅，国金证券研究所

图表22：充电桩/桩市场规模测算

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
净增乘用车（万辆）	124.6	276.6	470.2	634.7	660.1	462.1
净增商用车（万辆）	12.1	15.4	19.3	23.1	25.5	19.1
乘用车保有量（万辆）	392	668.6	1138.7	1773.5	2433.6	2895.7
商用车保有量（万辆）	100	115.4	134.7	157.9	183.3	202.4
总保有量（万辆）	492	784	1273	1931	2617	3098
乘用车每辆车配置车枪数	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
乘用车充电枪数量（万）	215.6	381.1	649.1	1010.9	1387.1	1824.3
商用车每辆车配置车枪数	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
商用充电枪数量（万）	35.0	40.4	45.8	55.3	64.2	72.9
充电枪销售均价（元/个）	350	350	350	350	350	350
便携式充电枪市场规模（亿元）	8.8	14.8	24.3	37.3	50.8	66.4
车桩比	2.9	3.0	2.5	2.3	2.1	2.0
车桩数量（万）	169.7	261.3	509.4	839.7	1246.1	1549.0
交流占比	70%	72%	72%	74%	75%	75%
交流充电桩数量（万）	118.8	188.2	366.8	621.4	934.6	1161.8
直流占比	35%	34%	33%	32%	31%	30%
直流充电桩数量（万）	59.4	88.9	168.1	268.7	386.3	464.7
交流价格（元/个）	3000	2900	2800	2750	2700	2650
直流价格（元/个）	48000	48000	42000	39600	37200	34800
功率（kW）	120	120	120	120	120	120
功率单价（元/W）	0.4	0.4	0.35	0.33	0.31	0.29
充电桩存量市场规模（亿元）	320.6	481.1	808.7	1235.0	1689.4	1925.1

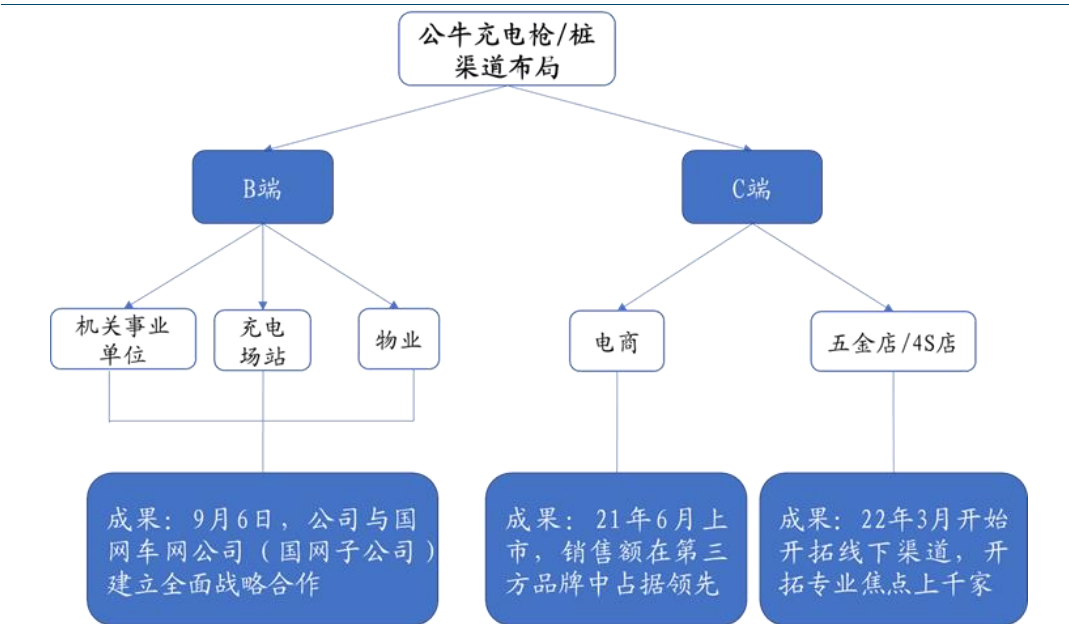
来源：中国充电联盟，国金证券研究所测算

3.2.2 公司发展节奏稳健，布局越发全面

公司充电桩/桩品类具备生产、渠道、品牌等多方面先发优势，近两年来，整体发展节奏稳健，亟待快速放量期。2021年6月起公司陆续上市新能源汽车充电桩、充电桩，鉴于产品销售经验积累需要及消费者购买渠道新趋势，整体发展先从电商起步，随着电商销售逐步占据行业前列后，在2022年3月起，开始组建新能源渠道，大力拓展线下新能源充电桩市场。

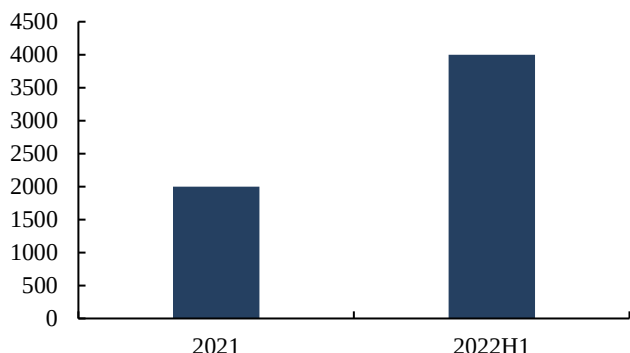
整体来看，公司发展节奏稳健，产品持续迭代，渠道布局越发全面。在B端渠道方面，重点对机关事业单位、物业、充电场站等客户进行开发试点，并于9月6日与国网车联网公司建立全面合作关系；在C端渠道方面，稳固电商优势的同时，新渠道拓展加速进行，目前公司新能源车销售商、汽车美容装潢店等专业售点已达上千家。虽然目前公司该业务体量仍较小，但已体现快速发展态势，公司2021年充电桩/桩业务实现营收2000万元，2022年H1已实现营收约4400万元。需求强劲叠加公司先发优势明显，有望逐步成为公司重要增长点。

图表23：充电枪/桩渠道布局



来源：公司公告，国金证券研究所

图表24：公司充电枪/桩历年营业收入（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表25：便携充电枪市场品牌价格对比

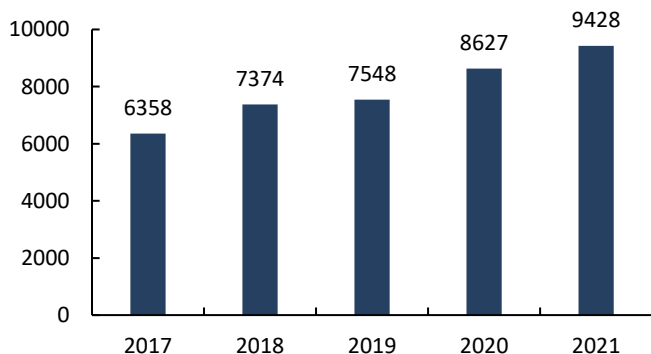
品牌名称	价格(长度为 5m)	额定电流
公牛	899 元	13A
一拓	688-1280 元(不同车型)	13A/16A/32A
科德森	1199 元	16A
PRTDT	1480 元	16A
德力西	643 元	16A
普乐固	749 元	16A
西比亚	1167 元	16A

来源：淘宝，国金证券研究所

3.3 无主灯或是公司照明业务份额提升的关键突破口

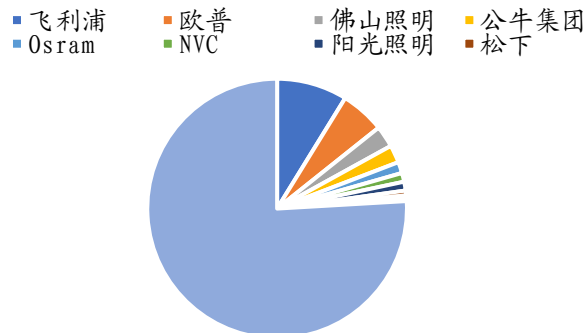
随着市场渗透率提升，政策支持叠加 LED 照明技术的成熟，LED 照明市场规模快速增长，但整体 LED 市场格局目前仍然相对较为分散。我们认为，除了产品本身技术壁垒较低外，装饰灯 SKU 较多、消费者诉求较大比例侧重美观度或是核心主因，产品品类属性决定市场份额相对较难集中。

图表26：中国 LED 照明市场规模（亿元）



来源：CSA，国金证券研究所

图表27：2021 年 LED 照明主要企业市场占有率

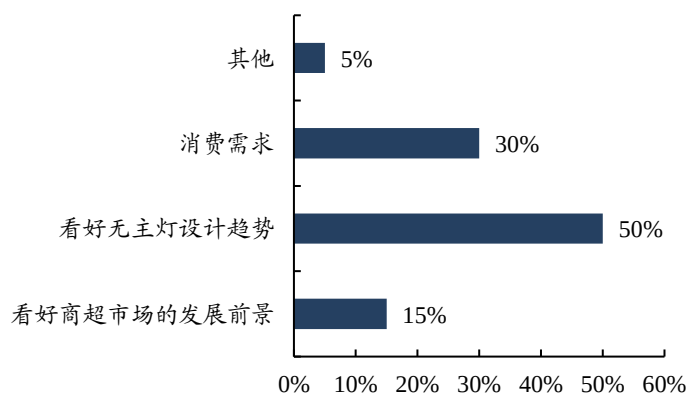


来源：Euromonitor，国金证券研究所

集中度难题是否无法破局：我们认为无主灯品类的兴起，或是破解行业集中度提升困局的关键。近年来，一方面供给端，无主灯具备隐蔽性、照明无死角等品类优势，并且随着技术升级，成本端逐步下降，另一方面需求端，随着消费者年轻化，消费观念升级叠加对简约装修风格越发追求，两方面共同使得无主灯逐渐成为行业发展趋势。而对于无主灯这一标准化程度非常高的品类，消费者的关注点更多在于安全、耐用层面，并不在于外观与SKU丰富度，无主灯品类的特性奠定了份额集中的基础。

品类特性决定公牛份额提升具备优势，中期持续增长可期：无主灯这一标准化程度较高的产品特性决定性价比是各品牌获客的关键，公司依托平台的材料采购、生产的规模优势，整体成本具备先发优势，从实际产品对比来看，公牛无主灯产品性价比较为明显，份额持续扩张可期。

图表28：经销商涉足家装商照的原因



来源：古镇灯饰融媒体中心，国金证券研究所

图表29：公牛无主灯产品具备性价比

	品牌	产品类别	单价（元/个）
筒灯	欧普	铝材筒灯4w	18.9
	雷士	铝材筒灯4w	17.9
	飞利浦	铝材筒灯4w	26.9
	公牛	铝材筒灯4w	23
射灯	欧普	铝材射灯4w	31
	雷士	铝材射灯4w	34.9
	飞利浦	射灯4w	30.9
	公牛	射灯4w	20.8
轨道灯	雷士	轨道灯12w（嵌入磁吸泛光）	109
	飞利浦	轨道灯12.5w（嵌入式磁吸泛光）	458
	公牛	轨道灯24w	63
线条灯	雷士	LED嵌入式线性灯10w/m	89
	飞利浦	LED线性灯6w/m	29.8
	公牛	LED线性软灯带6w/m	16.9

来源：淘宝，国金证券研究所

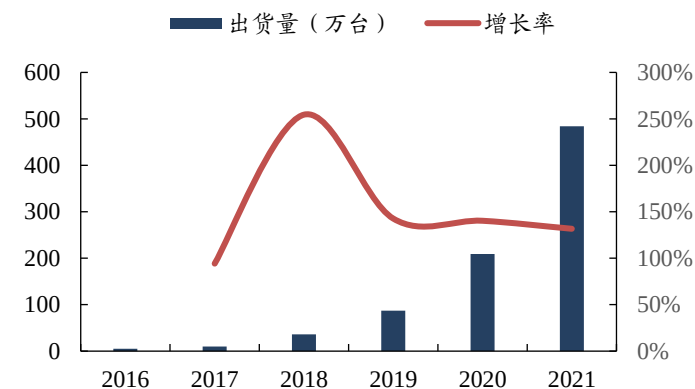
3.4 便携式储能已迎黄金发展期，公牛布局正当时

3.4.1 行业现状：规模快速扩容，中国已成最大生产国，而内需仍处起步阶段

便携式储能产品凭借绿色无污染、安全便携、适配性广泛等众多优点，精准匹配了消费痛点，广泛应用于户外出行和应急设备等多个领域，并且随着新能源汽车的发展带动上游锂离子电池产业的成熟，整体便携式储能行业市场规模快速增长。根据中国化学与物理电源行业协会统计，2021年全球便携式储能市场规模达111.3亿元，同比增加161.3%。

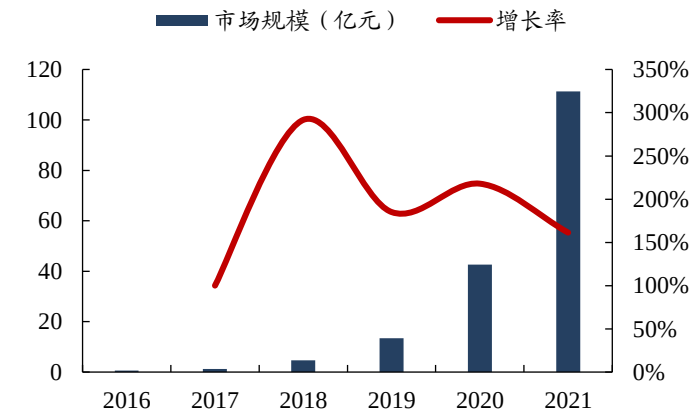
从需求端来看，2020年美国销售全球占比达47.3%，是便携式储能产品最大的应用市场，而中国仅占比4.9%，主要由于中国目前户外市场仍处起步阶段。而从供给端来看，中国是全球最大的便携式储能电源生产国，2021年中国便携式储能产值达92.2亿元，同比增长152.8%。

图表30：2016-2021年全球便携式储能出货量（万台）



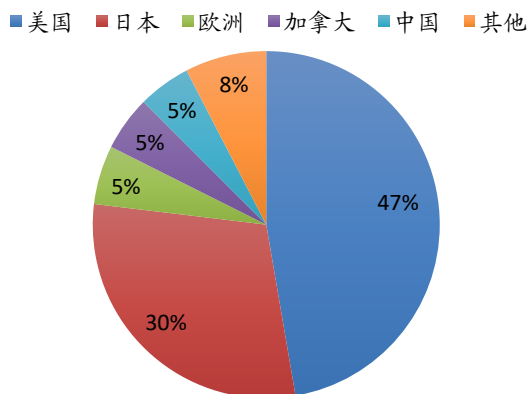
来源：中国化学与物理电源行业协会，国金证券研究所

图表31：2016-2021年全球便携式储能市场规模（亿元）



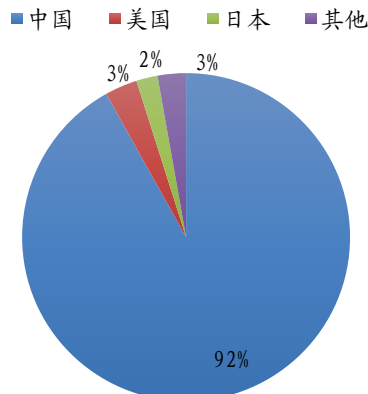
来源：中国化学与物理电源行业协会，国金证券研究所

图表32：2020 年全球便携式储能主要销售地区分布



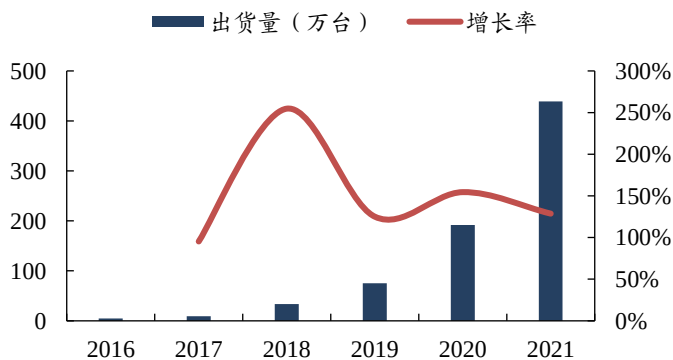
来源：中国化学与物理电源行业协会，国金证券研究所

图表33：2020 年全球便携式储能主要生产地区分布



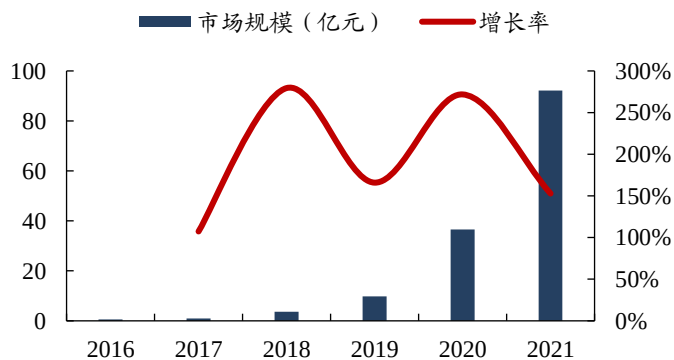
来源：中国化学与物理电源行业协会，国金证券研究所

图表34：2016-2021 年中国便携式储能出货量（万台）



来源：中国化学与物理电源行业协会，国金证券研究所

图表35：2016-2021 年中国便携式储能市场规模（亿元）

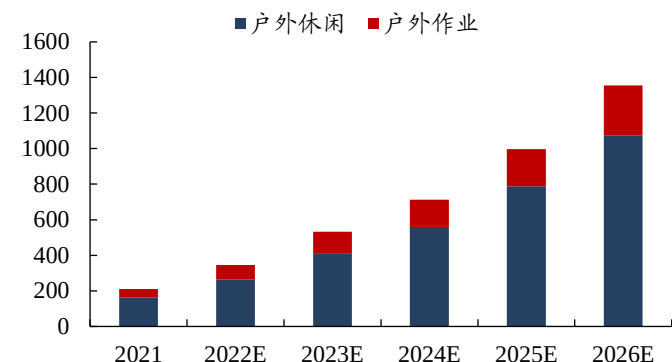


来源：中国化学与物理电源行业协会，国金证券研究所

3.4.2 行业发展：进一步扩容趋势确定，中国市场也正迎机遇

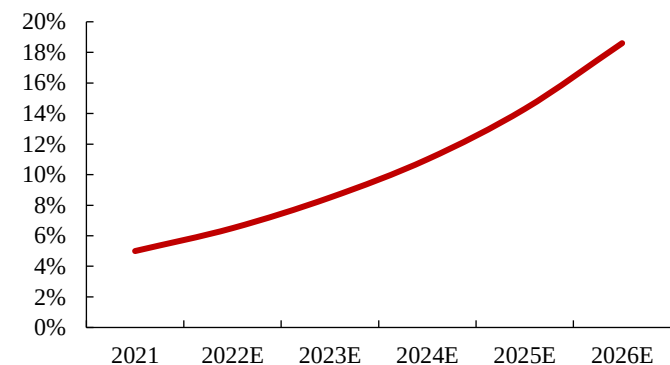
两大驱动力促使便携式储能行业有望迎来加速扩容：1) 随着户外活动正快速在全球普及，根据中国化学与物理电源行业协会预测，2026 年户外休闲及作业场景对便携式储能新增需求达 1355 万台，户外需求场景将显著支撑便携式储能行业扩容。2) 存量市场中，便携式储能产品也正对小型燃油发电机开始逐步替代。通过详细对比可发现，便携式储能产品相较于小型燃油发电机，在重量、使用及维护成本、环保等方面均有明显优势，2021 年替代率为 5%，根据中国化学与物理电源行业协会预测，2026 年替代率有望达 19%。依托两大驱动力的推动，预计 2026 年全球便携式储能规模有望达 882 亿元，2022-2026 年 CAGR 达 43.5%。

图表36: 2021-2026 年户外活动领域新增需求预测 (万台)



来源: 中国化学与物理电源行业协会, 国金证券研究所

图表37: 2021-2026 年便携式储能对小型燃油发电机的替代比预测 (%)



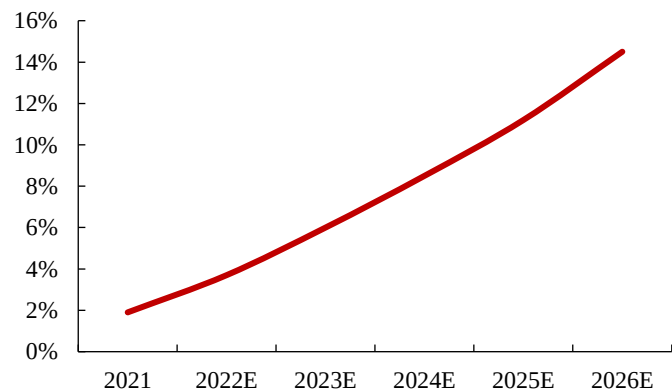
来源: 中国化学与物理电源行业协会, 国金证券研究所

图表38: 便携式储能和传统燃油发电机的对比

项目	便携式储能	传统燃油发电机
消耗能源	电能	柴油、汽油
功率	1-3KW	2-8KW
体积和重量	重量较轻, 单人可搬运	重量重, 一般需要2人及以上配合搬运
使用方法	操作简单, 无须转换, 即插即用, 节省大量准备时间	接口较多, 操作复杂
发电质量	输出电网同等质量的正弦波交流电力	纹波抖动, 电能质量较差, 功率因数低
购买成本	1000Wh/3000 元	单机约 2000 元
使用成本	充电, 度电成本约 0.5 元	柴油发电机组 1L 可发电 10kWh, 度电成本约 0.7 元
维护成本	几乎不需要维护, 但电量会衰减	周期性维护, 成本较高
寿命	500 次完整循环后约 80% 的初始电量	可持续使用 10000 至 30000 小时
环境保护	无污染	油烟多, 污染本体及周边环境
噪音	无噪音	噪音大, 影响周边环境, 伤害作业人员

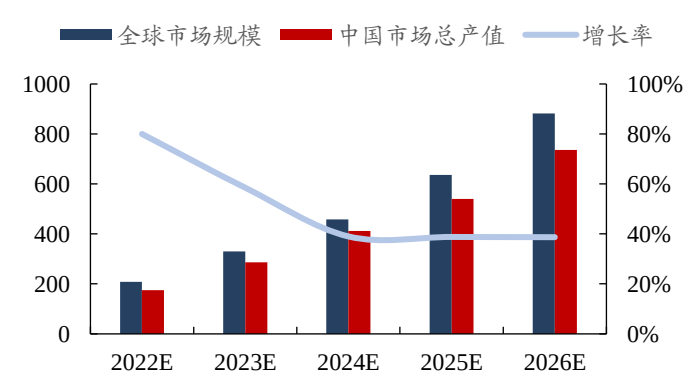
来源: 国金证券研究所整理

图表39: 便携式储能总体市场渗透率预测 (%)



来源: 中国化学与物理电源行业协会, 国金证券研究所

图表40: 2022-2026 年全球便携式储能市场规模预 (亿元)

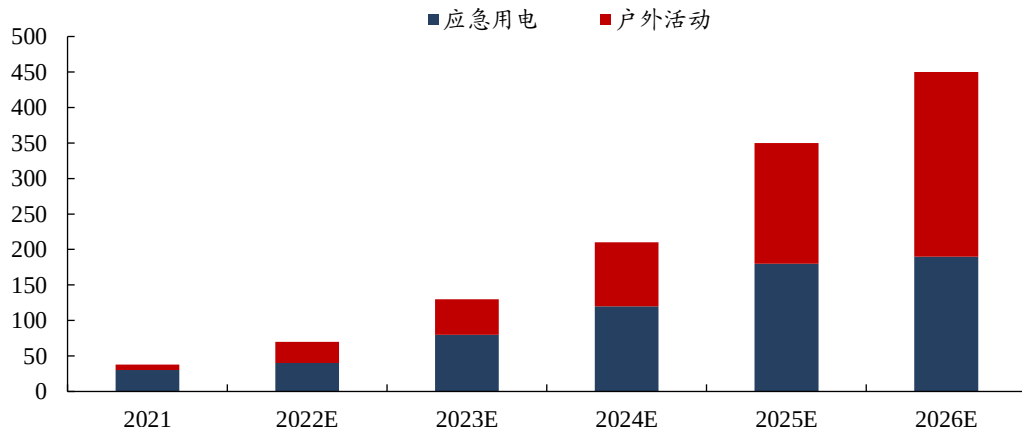


来源: 中国化学与物理电源行业协会, 国金证券研究所

中国户外市场正逐步兴起, 户外场景需求有望带动中国市场扩容: 今年以来, 在疫情影响出游、观念转变、综艺节目推动等因素催化下, 户外及露营行业呈爆发式增长, 户外行

业发展出现积极信号。目前国内露营人口渗透率仅为 3%左右，而美国露营人口渗透率已超 15%，整体国内市场随着户外运动渗透率的提升，户外领域便携式储能需求仍具较大提升空间，根据中国化学与物理电源行业协会测算，2026 年中国户外场景新增需求有望达 260 万台。

图表41：中国户外、应急领域便携式储能新增需求预测（万台）

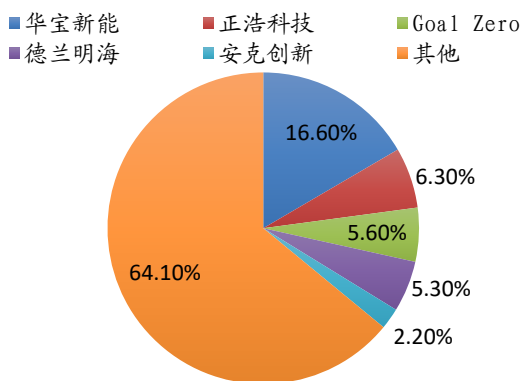


来源：中国化学与物理电源行业协会，国金证券研究所

3.4.3 竞争格局仍未成型，公牛入局正当时

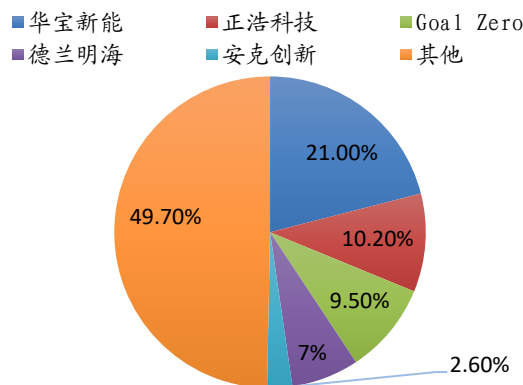
从目前全球便携式储能企业格局来看，出货量集中度（CR5 达 35.9%）仍未较高，并且目前份额较高的企业中较少拥有知名的自主品牌，更多以代工业务为主。整体品牌格局仍未成型，具有技术、成本和品牌优势的企业仍存发展空间，公司目前已逐步开始布局，仍有望步入一线阵营。

图表42：2020 年全球便携式储能企业出货量竞争格局



来源：中国化学与物理电源行业协会，国金证券研究所

图表43：2020 年全球便携式储能企业营业收入竞争格局



来源：中国化学与物理电源行业协会，国金证券研究所

三方面优势确保公司便携式储能产品份额逐步提升，支撑公司中期成长

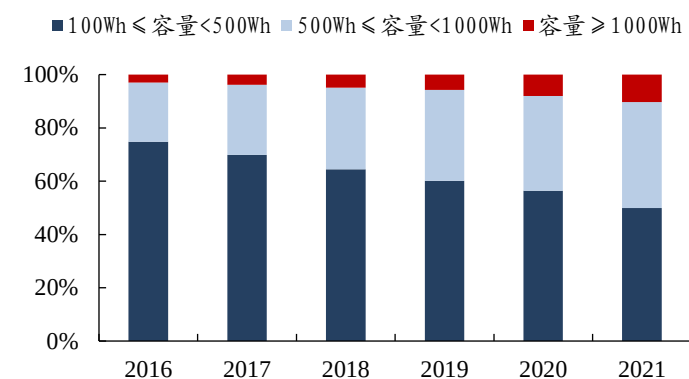
- 1) 规模优势，奠定产品性价比：依托公司强大供应链及生产平台，使得公司成本优势显著，通过天猫平台，与各同类产品对比，公牛性价比优势凸显。
- 2) 技术能力领先行业：公牛充分发挥在强电连接和数码快充方面的技术优势，不断深入研究电池组管理系统、低功耗高效率的快充和逆变等关键技术。2021 年公牛参与《分布式储能用锂离子电池和电池组性能规范第 1 部分：家庭储能》等十余份国家标准或行业标准的修订或起草工作，充分显现公司技术实力。
- 3) 精准把握行业发展方向：一方面，行业近年来大容量产品的需求占比持续提升，2021 年大于 500wh 的产品销售占比已超 50%，公司快速响应消费需求，分别推出了 300W、600W、1000W、1800W 等多功率段户外移动电源。另一方面，全球目前便携式储能销售渠道线上化趋势明显，公司目前布局较为精准，对该品类的整体资源投入更侧重于电商渠道，顺应渠道趋势。

图表44：天猫平台主流便携式储能产品价格对比

功率	品牌	电池容量	AC 输出	价格(元)
600W	电小二	168300mAh	220V	2699
	羽博	135200mAh	220V	2380
	公牛	165000mAh	220V	2280
	Kerpu	162000mAh	220V	2046
	Beeste	160000mAh	220V	1438
	Eaby	153600mAh	220V	2999

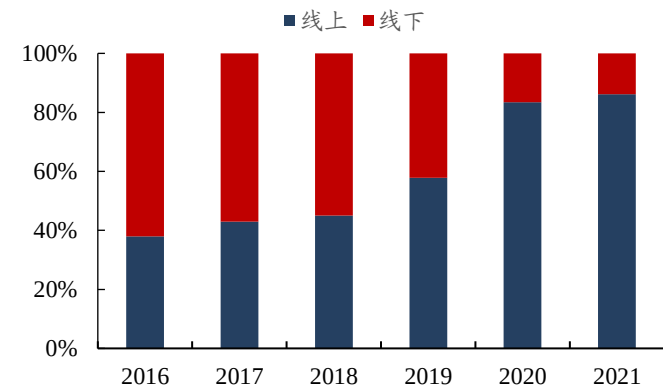
来源：天猫，国金证券研究所

图表45：2016-2021 年不同容量产品份额变化趋势



来源：中国化学与物理电源行业协会，国金证券研究所

图表46：2016-2021 年不同销售渠道份额变化趋势



来源：中国化学与物理电源行业协会，国金证券研究所

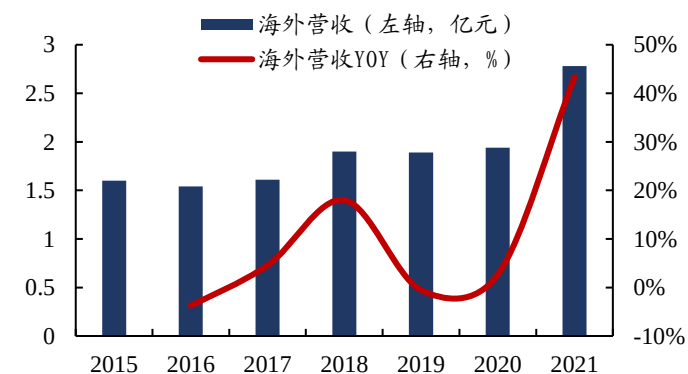
4. 远期：推进国际化有望再造一个“公牛”

公司海外业务仍处起步阶段，2021 年公司海外营收为 2.8 亿元，占比仅 2.2%，发展空间巨大。在海外市场新能源充电桩市场快速成长（预计欧洲/美国 2025 年充电桩市场规模将分别超 140/50 亿美元，CAGR 超 40%）叠加照明行业格局仍较分散（CR5 约 20%）的情况下，公牛或可凭借强大的产品力以及大规模生产制造能力带来的成本优势，以跨境电商渠道为抓手，在充电桩、LED（含无主灯）的国际市场中逐步成长，打开公司远期成长空间。

4.1 海外业务占比小，发展势能充足

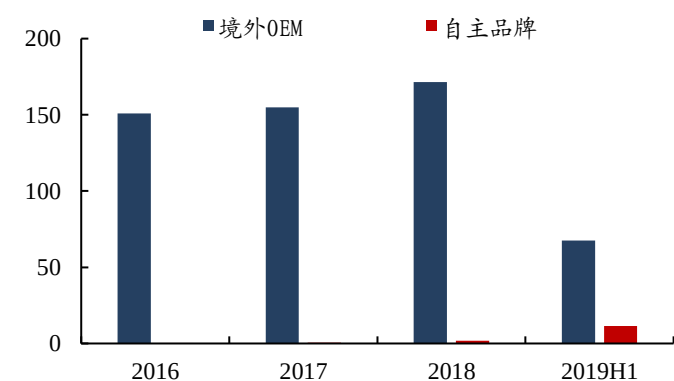
公司此前主要聚焦国内市场，目前海外业务规模小，仍处起步阶段，2021 年整体海外营收为 2.8 亿元，占比仅 2.2%。并且当前境外 OEM 业务仍是公司海外收入主体，自主品牌出海趋势已现，但相对体量仍较小，后续有望成为公司海外业务新增长点。

图表47：公司历年海外营收及 YOY（亿元，%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表48：公牛集团海外业务细分及 YOY（单位：百万美元）



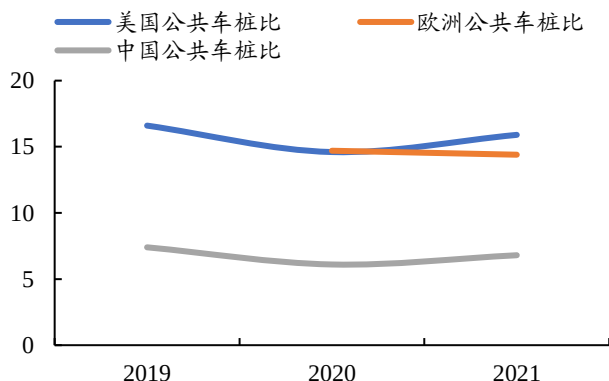
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

4.2 内外因共同支撑公司国际化战略推进

4.2.1 外因：新品类市场快速扩容，老品类行业格局未定

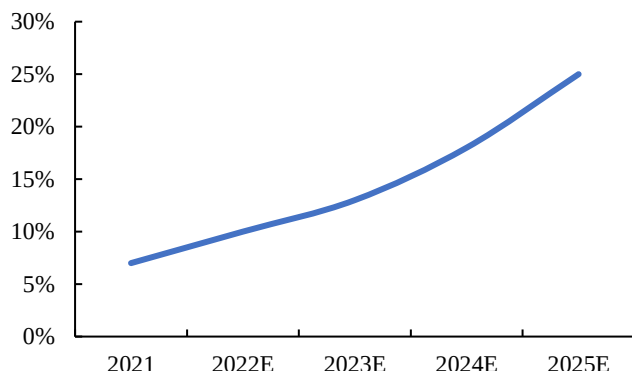
充电桩海外市场规模快速扩容：海外新能源车快速渗透，充电枪、桩行业规模持续扩容，孕育新品牌机遇。一方面目前欧美市场的车桩比过高，整体桩数量仍不足，显著存在配套提升空间。另一方面，海外电动车渗透率仍在加速提升阶段，根据 Marklines 预测，2025 年海外电动车渗透率有望超 25%。在此情况下，海外充电桩市场有望迎来快速扩容阶段，根据 IEA 中性情况预测，欧洲/美国 2025 年充电桩市场规模将分别超 140/50 亿美元，2022-2025 年 CAGR 均将超 40%。

图表49：海外市场车桩比仍较高



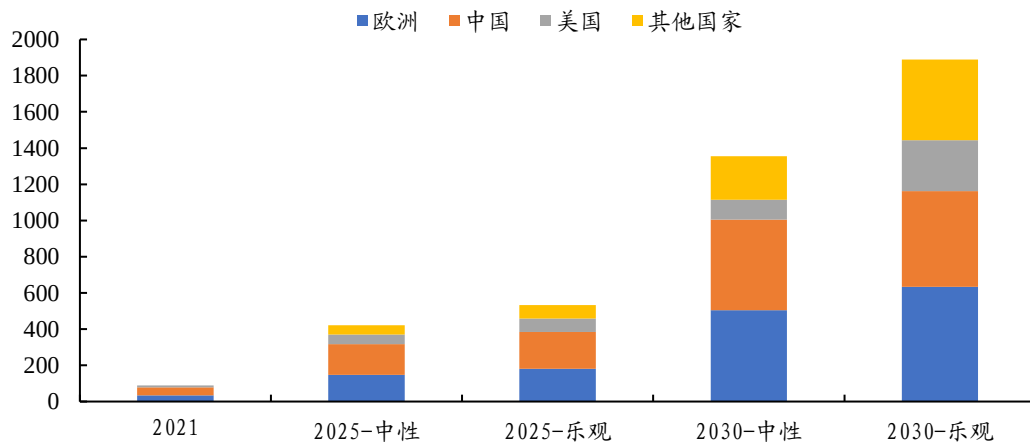
来源：Marklines, ACEA, 国金证券研究所

图表50：海外电动车渗透率正快速提升



来源：Marklines, ACEA, 国金证券研究所

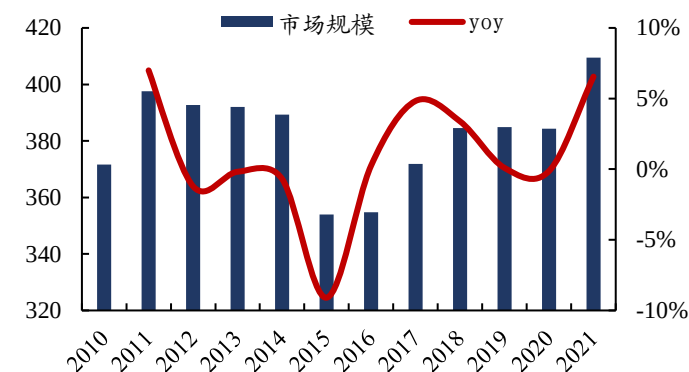
图表51：全球充电桩市场规模预测



来源：IEA, 国金证券研究所

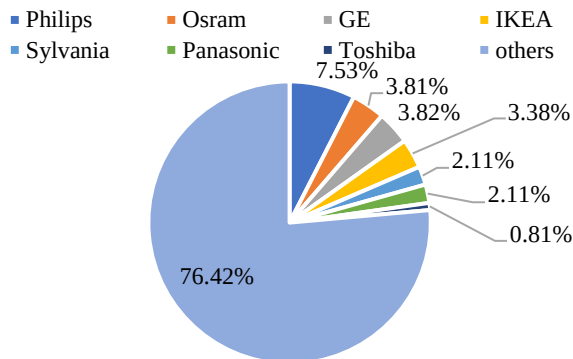
成熟品类（LED）：行业格局未定，新进企业发展空间仍存。根据欧睿统计，2021 年海外照明市场规模为 409.5 亿美元，CAGR5 为 2.9%，整体增幅较缓。但从品牌市场份额来看，飞利浦份额最大占比在 7.5%，宜家、通用电气、欧司朗等知名品牌占比均在 4% 以下，CR5 占比在 20.7%，行业集中度偏低，新进企业发展空间仍存。

图表52: 海外照明市场规模 (亿美元, %)



来源: 欧睿, 国金证券研究所

图表53: 海外照明品牌市场份额

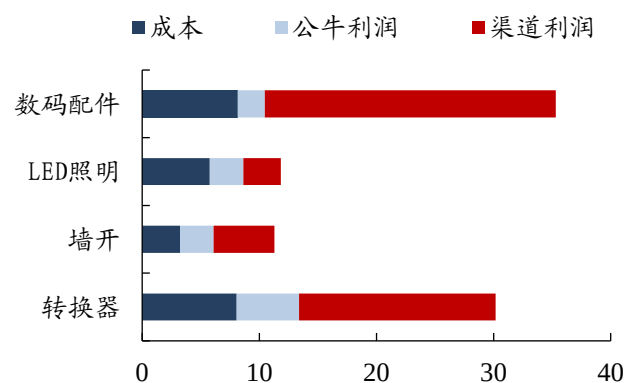


来源: 欧睿, 国金证券研究所

4.2.2 内因: 公牛成本优势明显, 具备竞争基础

公牛在二十余年的发展中始终坚持产品是支撑公司走远路之根本的理念, 核心品类多以自制为主, 具备大规模一体化生产能力。对比飞利浦、通用电气等品牌插座、LED 照明品类多以委外加工为主, 公牛依托规模化生产, 一方面有效保障了产品质量稳定性, 另一方面由于具备成本优势, 确保自身利润水平的同时可增大渠道利润空间, 保证了渠道端产品推进的充足势能, 并且保证产品性价比。整体来看, 依托成本优势, 公牛产品高性价比及强势渠道推力凸显, 在海外市场上具备竞争基础。

图表54: 公牛各产品渠道分成



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

图表55: 不同品牌分品类单价对比

产品	品牌	产品类别	单价
插排	公牛	1.8m六插位总控插排	47.0 CNY
	GE	6ft六插位总控插排	14.0 USD
	飞利浦	6ft六插位插排	21.0 USD
墙开	公牛	20孔墙开插座	54.8 CNY
	GE	18孔墙开插座	17.0 USD
	飞利浦	18孔墙开插座	14.7 USD
充电枪	公牛	5m便携式充电枪 (220V 16A)	789.0 CNY
	Lectron	21ft便携式充电枪 (240V 16A)	180.0 USD
	Elecvlife	25ft便携式充电枪 (240V 16A)	164.0 USD
无主灯	公牛	筒灯12w	36.2 CNY
	GE	筒灯13w (蓝牙、声控、可调光)	22.6 USD
	飞利浦	筒灯11w (可调光)	25.0 USD

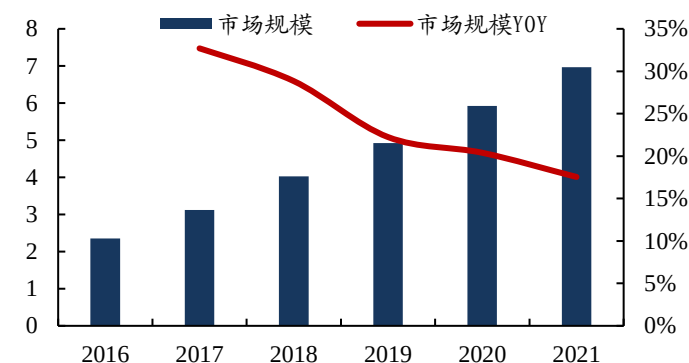
来源: 淘宝、Amazon、国金证券研究所

4.2.3 渠道: 跨境电商为公牛出海提供便捷渠道

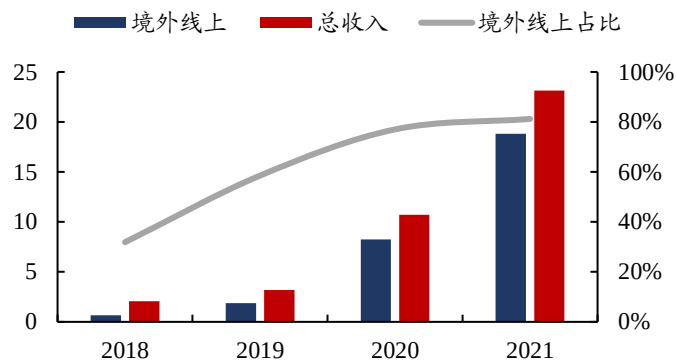
根据前瞻产业研究院统计, 2021 年我国跨境电商市场规模为 7.0 万亿元, CAGR5 达 24.2%, 跨境电商已成为我国企业对外贸易的重要渠道。以便携式储能企业-华宝新能为例, 公司便携式储能产品主要出口海外, 并且以境外线上销售为主, 其境外线上渠道收入从 2018 年 0.7 亿元提升至 2021 年 18.8 亿元, 在总收入中占比为 81.2%, CAGR3 达 206.2%, 电商渠道的快速放量支撑公司顺利快速拓展海外市场。对于公牛而言, 跨境电商渠道同样为其提供了更快打开海外市场的机会。

图表56：我国历年跨境电商市场规模及YOY（万亿元，%）

图表57：华宝新能跨境电商收入及占比（亿元，%）



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所



来源：华宝新能招股说明书，国金证券研究所

5.投资建议

我们维持此前盈利预测，预计公司 2022-2024 年 EPS 为 5.12/5.98/6.93 元，对应 PE 为 27/23/20 倍，维持“买入”评级。

图表58：盈利预测汇总

项 目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	10,040	10,051	12,385	14,083	16,300	18,759
营业收入增长率	0.00%	0.11%	23.22%	13.71%	15.74%	15.08%
归母净利润（百万元）	2,304	2,313	2,780	3,077	3,596	4,164
归母净利润增长率	37.38%	0.42%	20.18%	10.66%	16.88%	15.81%
摊薄每股盈利（元）	4.266	3.852	4.625	5.119	5.982	6.928
每股经营性现金流净额	4.25	5.70	4.95	5.22	6.81	7.84
净资产收益率	41.50%	25.32%	25.85%	25.00%	25.20%	25.40%
市盈率（倍）	0.00	53.30	36.17	27.03	23.13	19.97
市净率（倍）	0.00	13.49	9.35	6.76	5.83	5.07

来源：Wind，国金证券研究所；注：PE 为对应 12 月 29 日收盘价

6.风险提示

1. 疫情反复：疫情反复将影响终端需求及公司生产，进而影响公司收入；
2. 招商不畅：若公司经销渠道招商不畅，将影响公司 C 端业务收入；
3. 原材料价格大幅上涨：公司原材料采购成本占比相对较高，若未来原材料采购价格大幅上涨，将不利于公司的成本控制，进而影响公司业绩；
4. 限售股解禁：公司 2023 年 2 月 6 日有 52461.45 万股限售股解禁，占总股本的比例 87.28%。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	10,040	10,051	12,385	14,083	16,300	18,759
增长率		0.1%	23.2%	13.7%	15.7%	15.1%
主营业务成本	-5,882	-6,019	-7,809	-8,869	-10,234	-11,761
%销售收入	58.6%	59.9%	63.0%	63.0%	62.8%	62.7%
毛利	4,158	4,033	4,576	5,215	6,066	6,998
%销售收入	41.4%	40.1%	37.0%	37.0%	37.2%	37.3%
营业税金及附加	-75	-80	-83	-106	-122	-141
%销售收入	0.8%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-725	-518	-560	-732	-815	-919
%销售收入	7.2%	5.2%	4.5%	5.2%	5.0%	4.9%
管理费用	-379	-431	-428	-479	-554	-638
%销售收入	3.8%	4.3%	3.5%	3.4%	3.4%	3.4%
研发费用	-393	-401	-471	-521	-603	-694
%销售收入	3.9%	4.0%	3.8%	3.7%	3.7%	3.7%
息税前利润 (EBIT)	2,585	2,602	3,035	3,377	3,972	4,606
%销售收入	25.7%	25.9%	24.5%	24.0%	24.4%	24.6%
财务费用	17	36	88	66	99	142
%销售收入	-0.2%	-0.4%	-0.7%	-0.5%	-0.6%	-0.8%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	106	52	190	100	100	100
%税前利润	3.9%	1.9%	5.7%	2.7%	2.3%	2.0%
营业利润	2,769	2,803	3,651	3,663	4,281	4,957
营业利润率	27.6%	27.9%	29.5%	26.0%	26.3%	26.4%
营业外收支	-74	-48	-326	0	0	0
税前利润	2,695	2,755	3,325	3,663	4,281	4,957
利润率	26.8%	27.4%	26.8%	26.0%	26.3%	26.4%
所得税	-391	-441	-545	-586	-685	-793
所得税率	14.5%	16.0%	16.4%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	2,304	2,313	2,780	3,077	3,596	4,164
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	2,304	2,313	2,780	3,077	3,596	4,164
净利率	22.9%	23.0%	22.4%	21.8%	22.1%	22.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2,304	2,313	2,780	3,077	3,596	4,164
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	197	234	241	265	331	407
非经营收益	-95	-47	-174	-27	-89	-100
营运资金变动	-109	923	126	-180	254	240
经营活动现金净流	2,296	3,423	2,973	3,135	4,092	4,711
资本开支	-442	-417	-453	-624	-650	-750
投资	0	10	0	-200	-200	-200
其他	-1,350	-3,843	-1,136	100	100	100
投资活动现金净流	-1,792	-4,250	-1,589	-724	-750	-850
股权募资	0	3,567	59	11	164	44
债权募资	0	657	496	-600	-370	-50
其他	-3	-2,301	-1,257	-1,566	-1,809	-2,082
筹资活动现金净流	-3	1,923	-702	-2,155	-2,015	-2,088
现金净流量	500	1,096	682	256	1,327	1,773

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	734	3,753	4,377	4,632	5,958	7,730
应收款项	224	310	417	421	491	565
存货	979	788	1,377	1,361	1,542	1,772
其他流动资产	3,704	5,667	7,086	7,583	7,792	8,001
流动资产	5,641	10,518	13,257	13,997	15,783	18,069
%总资产	76.1%	84.6%	85.7%	84.5%	84.6%	84.9%
长期投资	10	0	0	0	0	0
固定资产	1,391	1,460	1,692	2,038	2,320	2,627
%总资产	18.8%	11.7%	10.9%	12.3%	12.4%	12.3%
无形资产	310	303	314	373	411	447
非流动资产	1,775	1,920	2,217	2,559	2,878	3,221
%总资产	23.9%	15.4%	14.3%	15.5%	15.4%	15.1%
资产总计	7,417	12,438	15,474	16,556	18,661	21,289
短期借款	0	500	1,174	520	150	100
应付款项	1,373	1,505	2,135	2,246	2,591	2,935
其他流动负债	457	1,059	1,307	1,300	1,470	1,679
流动负债	1,830	3,064	4,617	4,067	4,211	4,714
长期贷款	0	160	0	0	0	0
其他长期负债	36	76	101	184	183	182
负债	1,865	3,300	4,718	4,251	4,394	4,896
普通股股东权益	5,551	9,137	10,756	12,305	14,267	16,393
其中：股本	540	601	601	601	601	601
未分配利润	4,398	4,432	6,011	7,549	9,347	11,429
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	7,417	12,438	15,474	16,556	18,661	21,289

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	4.266	3.852	4.625	5.119	5.982	6.928
每股净资产	10.280	15.213	17.891	20.472	23.736	27.273
每股经营现金净流	4.252	5.699	4.946	5.216	6.807	7.838
每股股利	0.000	3.800	2.000	2.559	2.991	3.464
回报率						
净资产收益率	41.50%	25.32%	25.85%	25.00%	25.20%	25.40%
总资产收益率	31.06%	18.60%	17.97%	18.58%	19.27%	19.56%
投入资本收益率	39.57%	22.20%	21.18%	21.98%	23.01%	23.34%
增长率						
主营业务收入增长率	10.76%	0.11%	23.22%	13.71%	15.74%	15.08%
EBIT 增长率	42.64%	0.69%	16.61%	11.27%	17.63%	15.96%
净利润增长率	37.38%	0.42%	20.18%	10.66%	16.88%	15.81%
总资产增长率	43.62%	67.70%	24.41%	6.99%	12.72%	14.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.4	6.9	5.9	6.9	7.0	7.0
存货周转天数	55.6	53.6	50.6	56.0	55.0	55.0
应付账款周转天数	75.6	74.3	69.8	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	41.9	42.9	44.0	42.5	39.7	37.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-28.65%	-65.48%	-84.91%	-83.23%	-85.08%	-86.38%
EBIT 利息保障倍数	-149.7	-72.8	-34.5	-51.2	-40.2	-32.5
资产负债率	25.15%	26.53%	30.49%	25.67%	23.55%	23.00%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-07-20	增持	217.90	244.80~244.80
2	2021-08-18	增持	175.60	N/A
3	2021-09-27	增持	161.55	N/A
4	2021-10-29	增持	156.30	N/A
5	2022-04-12	买入	127.30	N/A
6	2022-04-26	买入	126.32	N/A
7	2022-08-17	买入	141.99	N/A
8	2022-10-28	买入	125.86	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402