



2023-01-08

公司深度报告

买入/首次

公牛集团 (603195)

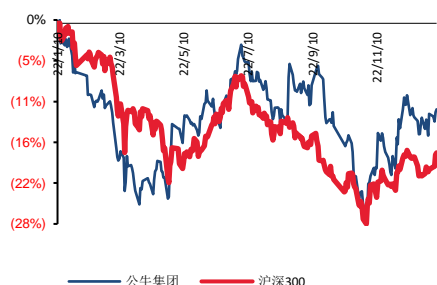
目标价: 174.3

昨收盘: 144.3

轻工制造 家居用品

首次覆盖: 强渠道行远路, 多业务新成长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	601/75
总市值/流通(百万元)	86,735/10,751
12 个月最高/最低(元)	167.15/119.67

相关研究报告:

证券分析师: 郭彬

电话: 18621965840

E-MAIL: guobin@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519090001

证券分析师: 崔文娟

电话: 021-58502206

E-MAIL: cuiwj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520020001

报告摘要

本报告对公牛的发展历程进行梳理, 并从渠道角度分析公司的核心竞争力, 发现公司在发展过程中通过横向拓张和纵向下沉形成了深厚的渠道壁垒, 并通过精细化的渠道管理形成了极强的渠道粘性, 进一步加深渠道护城河。在坚实的渠道基础上, 公司通过产品创新和品类拓展持续打开成长天花板, 实现中长期的稳步增长。

民用电工蚂蚁市场中成长为大龙头。公牛集团定位在民用电工领域, 该行业具备小产品大市场竞争格局高度分散化的特点, 公司深耕行业 26 年, 在转换器和墙开插座领域达到市占率第一的位置。业务边界持续拓展, 电连接业务中延伸至新能源的充电桩/枪, 布局无主灯完善智能家居生态。2021 年电连接/智能电工照明/数码配件业务营收分别为 64.13/55.51/3.73 亿元, 同增 15.6%/36.9%/-10.8%。公司具备清晰明确的业务拓展路径, 即专注专业领域, 做到第一后, 再布局其他潜在品类, 选择赛道时优先考虑上下游协同、渠道协同和行业机会。

纵观公司发展历程, 核心竞争力源自其深厚的渠道壁垒。公司以转换器起家, 通过五金渠道铺设到下沉市场, 实现多网点触达, 后随着业务拓展需求, 形成 2B 和 2C 的两大营销体系, 明确了线下五金渠道、装饰渠道、数码渠道和线上电商渠道的协同互补策略。截至 2021 年底, 公司已在全国范围内建立了 75 万多家五金渠道售点 (含五金店、日杂店、办公用品店、超市等)、12 万多家专业装饰及灯饰渠道售点及 25 万多家数码配件渠道售点, 网点数量远超同行。公司具备强大的终端渠道管理能力, 1) 合理的利润吸引并深度绑定经销商, 2) 经销商管理体系健全, 具备优惠政策和严格的信用政策; 3) 考核激励加强利益绑定。在强渠道管理下, 公司营运指标远超同业。

渠道为基产品为血实现中长期增长。我们认为在公司中长期增长的涡轮中, 核心的驱动力来自于产品创新、品类拓展和渠道深耕拓展。1) **产品创新:** 提供差异化场景化的新产品, 产品迭代升级助于提价和品牌升级, 带动毛利率向上; 2) **品类拓展:** 基于电连接业务和智能家居打造新品类, 为公司打开成长天花板; 3) **渠道深耕和拓展:** 品类间渠道共用以提高单网点的提货额, 多品类导入有利于提高经销商和网点的运营利润率, 为公司带来规模效应; 此外 B 端渠道拓展有助于前装阶段智能家居生态业务的拓展。

盈利预测与投资建议: 公司持续深耕渠道, 助力业务持续拓边界。(1)

电连接业务，转换器产品的场景化多样化和差异化产品的更新迭代使其具备结构性的增长机会；充电桩/枪开始逐步放量增长，目前以线上销售为主，随着与国网车网合作推进，有望提高线下覆盖率。**(2) 智能电工照明业务**，有地产关联性，受地产行业的影响存在一定波动，“保交楼”政策提估值的同时有望带动竣工端改善；公司积极主动寻求增长机会，产品端以无主灯为主打造智能家居生态，采取标准化和规模化的模式抢占无主灯市场；渠道端加快 B 端布局，2021 年公司构建了围绕装企业务、工程项目业务和地产精装房业务为核心的三大独立精细化开发体系，有望借助公司多品类/产品组合的优势与装企建立长期稳定的合作关系。我们预计 2022-2024 年公司净利润为 30.73/36.13/42.46 亿元，对应 EPS 为 5.11/6.01/7.06 元，当前股价对应 PE 分别为 28.23/24.01/20.43 倍，给予“买入”评级。

风险提示：新业务市场竞争加剧，B 端拓展不及预期，原材料价格大幅波动等

■ 盈利预测和财务指标：

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12385	14328	16563	18915
(+/-%)	23.22%	15.69%	15.60%	14.20%
净利润(百万元)	2780	3073	3613	4246
(+/-%)	20.18%	10.52%	17.57%	17.52%
摊薄每股收益(元)	4.63	5.11	6.01	7.06
市盈率(PE)	31.20	28.23	24.01	20.43

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、蚂蚁市场中何以成长为大龙头？	5
（一）民用电工：市场规模大、产品种类多、参与者众多	5
（二）26 年打造双龙头，业务拓展路径清晰	5
二、多网点触达，精细化管理，渠道护城河深筑	8
（一）渠道发展：横向拓张，纵向下沉	8
（二）终端管理：强管理高粘性	10
三、中长期增长：渠道为基产品为血，助力业务持续拓边界	13
（一）中长期增长核心逻辑梳理	13
（二）产品：业务边界持续延伸	15
1. 电连接场景拓展，乘新能源之风布局充电桩/枪	15
2. 借助无主灯建立智能照明生态	17
（三）渠道：强化适销对路，积极开拓 B 端渠道	17
四、盈利预测与投资建议	19
五、风险提示	19

图表目录

图表 1：民用电工领域的产品市场规模及竞争格局.....	5
图表 2：公司深耕多年根基深厚，具备持续挖掘新成长点的能力.....	6
图表 3：公司品类延展思路清晰.....	7
图表 4：公司 2016-2021 年营收、净利及增速.....	7
图表 5：传统业务稳步增长，新业务增速亮眼.....	7
图表 6：公司 2016-21 年转换器和墙开插座的营收（亿元）及增速.....	8
图表 7：公司 2016-21 年 LED 照明和数码配件的营收（亿元）及增速.....	8
图表 8：公司 2016-2021 年的盈利情况.....	8
图表 9：公司 2016-2021 年各项业务的毛利率水平.....	8
图表 10：公司转换器和墙开业务积累渠道资源为其他业务的拓展打下坚实基础.....	9
图表 11：公司终端渠道网点数量（万个）.....	9
图表 12：公司经销收入贡献大且稳步增长.....	9
图表 13：公司转换器阿里 GMV 同比增速.....	10
图表 14：公司转换器阿里 GMV 市占稳居第一.....	10
图表 15：公司自上而下层层制约的经销商管理体系.....	10
图表 16：公司经销商合作时间情况（截至 2019H）.....	11
图表 17：不同合作长度经销商的收入贡献占比.....	11
图表 18：公司 2016-2018 年各业务的毛利率情况.....	11
图表 19：公司各业务的价值拆解和加价倍率.....	11
图表 20：公司应收账款周转天数（与同业比较）.....	12
图表 21：公司存货周转天数（与同业比较）.....	12
图表 22：公司应付账款周转天数（与同业比较）.....	13
图表 23：公司经营净现金流 / 净利润（与同业比较）.....	13
图表 24：公司中长期增长的核心逻辑梳理.....	13
图表 25：公司推出的新品系列梳理（以数据线和插座为例）.....	14
图表 26：我国新能源充电桩目标台数和保有量情况（万台）.....	15
图表 27：公共充电基础设施运营商的市占率（截至 22 年 10 月）.....	15
图表 28：交流充电桩（慢充） VS 直流充电桩（快充）.....	16
图表 29：充电桩的线上渠道的 GMV 占比情况.....	16
图表 30：各户型面积下无主灯的占比变化.....	17
图表 31：公司主要销售渠道对比及未来成长性分析.....	18

一、蚂蚁市场中何以成长为大龙头？

（一）民用电工：市场规模大、产品种类多、参与者众多

民用电工产品产业链主要包括上游原材料供应商、产品制造商、渠道经销商及终端消费者，其中中游产品制造商掌握核心技术、经销渠道与品牌效应，具备较强的定价与议价权，是控制产业的核心环节，盈利能力较强。其中下游民用电工消费品是指适合于家庭和办公等场所使用的转换器、墙开插座、照明灯饰、配电箱、断路器、智能门锁、浴霸等多类产品。

典型的蚂蚁市场，且产品具有同质化、低关注度和低门槛的特征。民用电工行业市场大，但是细分子行业多，单个子行业的规模小，属于典型的蚂蚁市场。民用电工产品属于无差别的耐用消费品，产品单价较低，大部分的价格普遍在几元至几十元之间，且购买频次相较于快消品偏低，主要是在前装阶段或者是临时性的需求，产品整体的关注度较低，不存在高的技术壁垒。

部分子行业的竞争格局已定。格局分散且竞争常态化的行业特征决定了竞争优势相对难获取。优势企业需要依靠规模优势的积累，达到一定高度后，会出现明显的马太效应。民用电工行业经过多年发展，细分行业中已经出现绝对的行业领导者，市场集中度提升明显，比如转换器和墙壁开关领域的公牛集团，照明领域的欧普照明等，但是大部分的子行业中尚未出现明显的领导者，市场被众多小企业瓜分。

图表 1：民用电工领域的产品市场规模及竞争格局



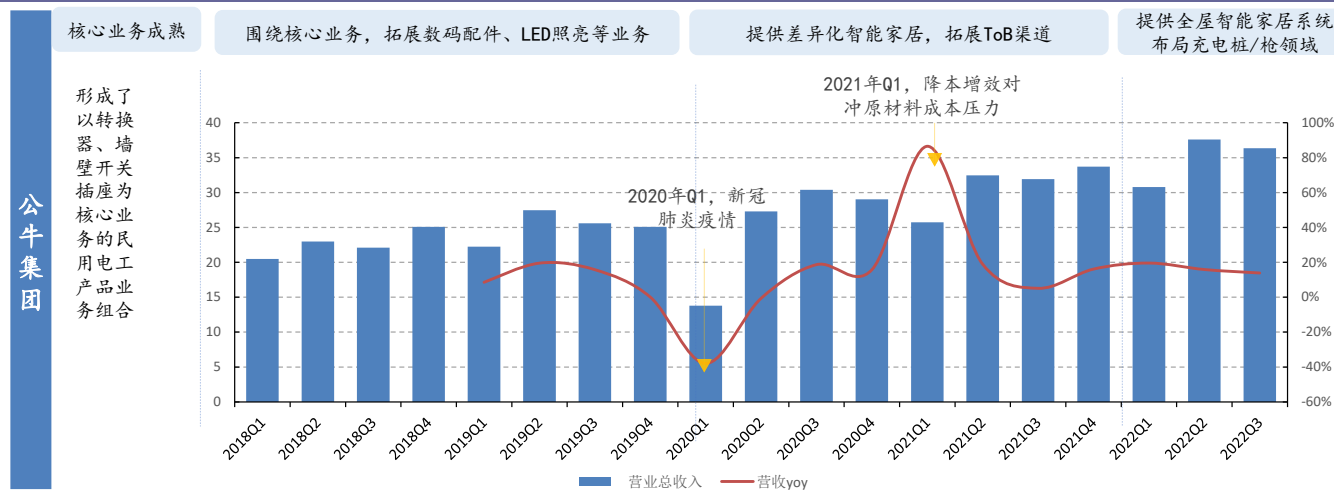
资料来源：中商情报网，智研咨询，太平洋证券整理

（二）26 年打造双龙头，业务拓展路径清晰

26 年深耕，成长为民用电工大龙头。公牛集团自 1995 年创立以来，公牛始终坚持以消费者需求为导向，以产品品质为根本，从“插座”这一细分领域开始，不断推动功能、技术与设计的创新，开发出了大批受消费者喜爱的新产品，并在多年的发展过程中，形成了以转换器、墙壁开关插座为核心业务的民用电工产品业务组合。此后在核心业务基础上，进行业务和渠道深耕。业务端包括传统业务中新场景下的新产品和新业务的开拓如无主灯、充电桩/枪等，渠道端包括传统渠

道的持续渗透和精细化运营，以及B端渠道的开拓，深化渠道护城河。

图表 2：公司深耕多年根基深厚，具备持续挖掘新成长点的能力

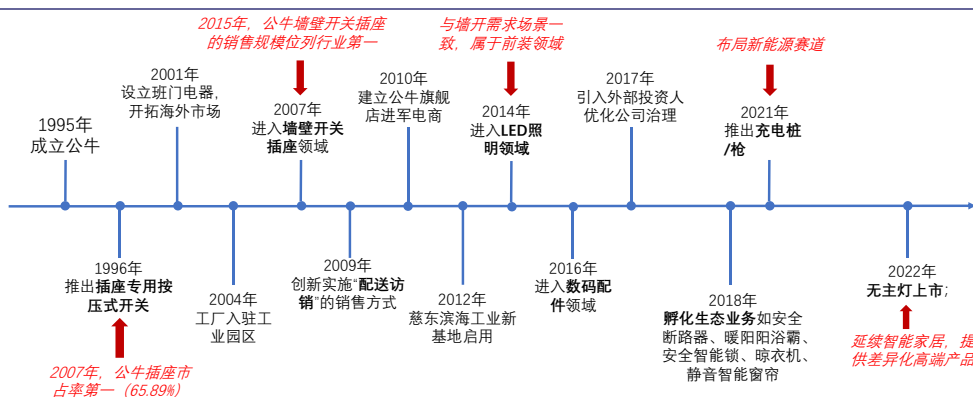


资料来源：公司公告，公开资料整理，太平洋证券整理

长坡厚雪，在民用电工行业走好品类扩张之路。通过梳理公牛的品类拓展历程可以看到，公牛最早是做插座，产品端，抓住消费者对于转换器产品品质、安全的根本诉求，定位高品质插座，不断提高行业标准；渠道端，搭建“毛细血管”式的渠道进行渗透，以快消品逻辑全面铺开满足消费者即时性需求；独创“配送访销”模式进行渠道精细化管理；营销端，大力支持经销商在终端投放“公牛”店头招牌、店内店外陈列展示和宣传资料，借助渠道同步进行宣传；最终在2007年公牛插座做到市占率第一。同年布局墙壁开关，以装饰性墙开切入，延续差异化高端的品类定位，承接过去积累的竞争优势，在2015年墙开插座销售规模达到市场第一。2014年布局LED照明，以“爱眼”作为产品定位，延续安全的品牌形象推出多款功能性产品，之后不断扩充品类，从球泡、筒灯逐步扩展到灯带、灯贴、吸顶灯等更多的照明产品。顺应消费电子产业发展趋势，2016年进入数码配件领域；2018年延续墙开照明品类孵化智能家居生态，陆续推出浴霸、智能门锁、智能晾衣机、智能窗帘机等智能生态产品，满足消费者前装的一站式需求；2021年推出充电桩/枪，在主销便携式充电枪和家用交流充电桩上进行优化升级，更好的满足消费者要求。2022年上市无主灯，延续智能家居生态战略。

综合公司的品类拓张之路可以看到，(1) 专注专业，做到第一：公司每一次布局新品类都是将上一个品类做到行业第一且遥遥领先其他参与者之后，再转战新品类战场。(2) 有机会的行业。

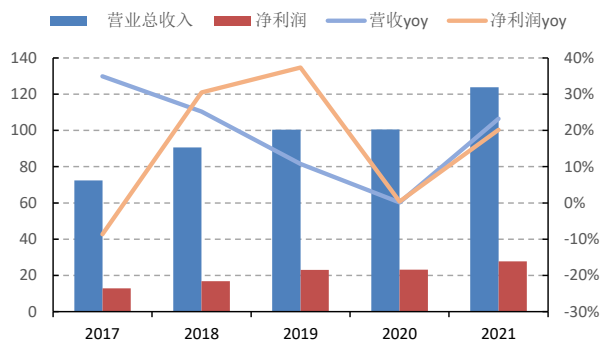
图表 3：公司品类延展思路清晰



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

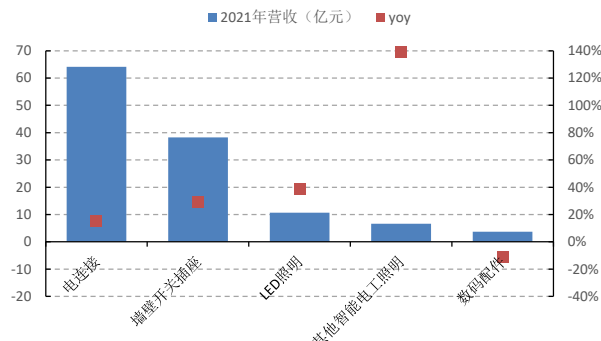
传统业务稳步增长，新业务增速亮眼。公司从转换器和墙开插座切入民用电工市场，围绕差异化细分市场的需求以及乘新能源行业之势，进行业务延伸。公司营收和净利保持较为稳定的增长，2021 年营收为 123.85 亿元/+23.2%，净利润为 27.8 亿元/+20.2%，分业务来看，1) 电连接业务依靠品牌优势及五金渠道优势保持平稳增长，2021 年营收为 64.13 亿元/+15.6%；2) 智能电工照明业务加快新业务发展，并加大装饰渠道拓展，各项业务均取得了良好增长，其中墙开插座营收为 38.24 亿元/+29.6%，LED 照明和其他智能电工照明保持较高增速，营收分别为 10.67/6.6 亿元，增速分别为 38.5%/139.6%，其他智能电工照明包括浴霸、智能门锁、智能晾衣机、智能窗帘机等智能生态产品。3) 数码配件业务受新品上市周期及线上线下流量变迁的影响，21 年营收为 3.73 亿元/-10.79%。

图表 4：公司 2016-2021 年营收、净利及增速



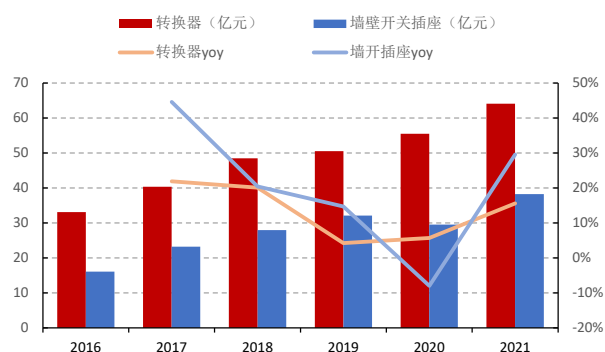
资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 5：传统业务稳步增长，新业务增速亮眼



资料来源：Wind，太平洋证券整理

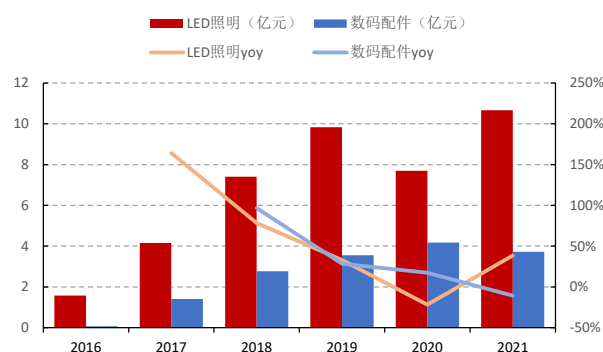
图表 6：公司 2016-21 年转换器和墙开插座的营收（亿元）及增速



资料来源：Wind，太平洋证券整理

注：转换器业务自 2020 年起更改为电连接业务，下同

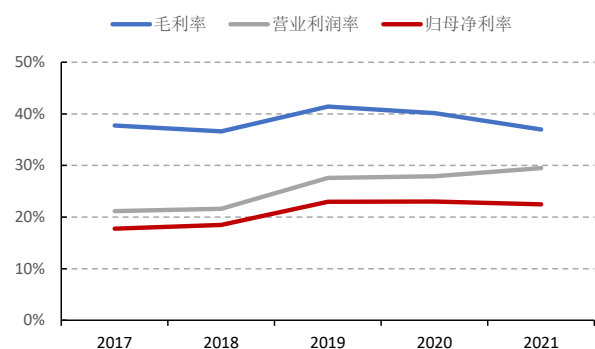
图表 7：公司 2016-21 年 LED 照明和数码配件的营收（亿元）及增速



资料来源：Wind，太平洋证券整理

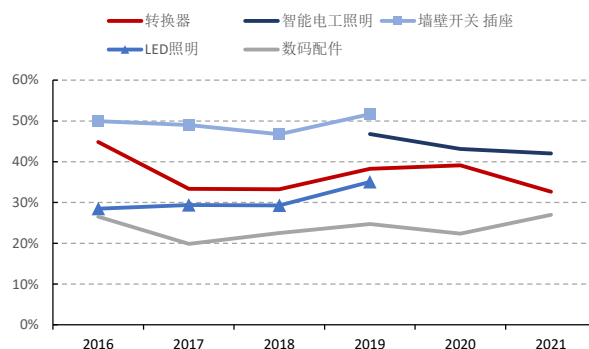
盈利方面来看，公司毛利率小幅波动，基本稳定在 35% 以上，主要受到原材料价格波动影响，内部具备前端的原材料成本的保值机制，通过套保手段或者将原材料成本压力向下游转移等方式来稳定毛利率水平。营业利润率和净利率稳中有升，主要得益于公司精细化的经营管理，持续提高运营效率和实现降本增效。分业务来看，电连接业务中，转换器受原材料波动影响较大，且由于市场竞争较为激烈，毛利率水平在 30%-35%；智能电工业务中，墙开毛利率在 40%+；LED 照明在 30% 左右；数码配件市场竞争较为充分，毛利率水平在 20%-30%。

图表 8：公司 2016-2021 年的盈利情况



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 9：公司 2016-2021 年各项业务的毛利率水平



资料来源：Wind，太平洋证券整理

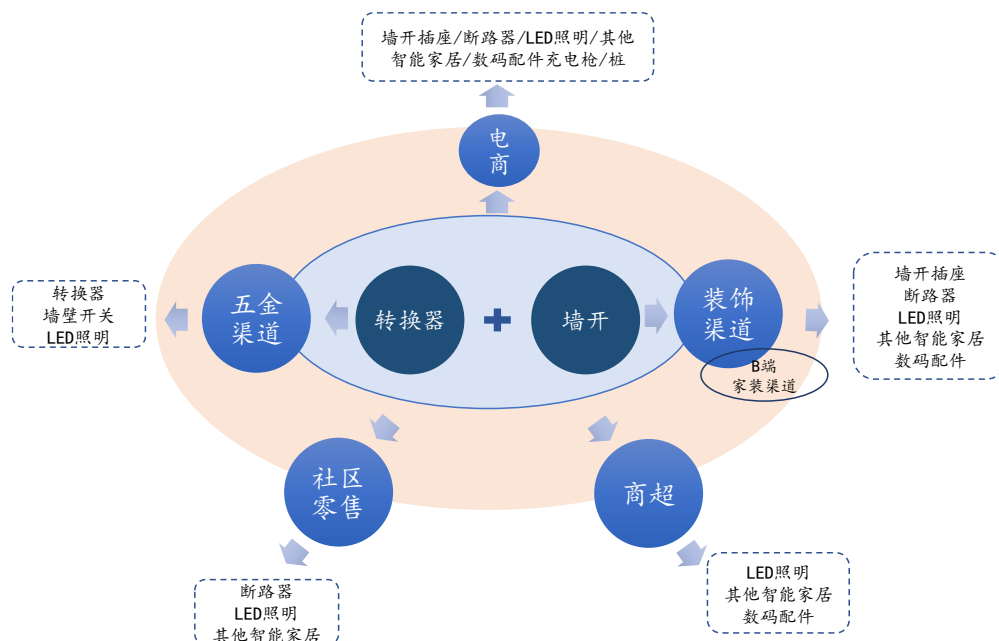
二、多网点触达，精细化管理，渠道护城河深筑

（一）渠道发展：横向拓张，纵向下沉

渠道结构清晰，各业务在渠道方面形成协同。公司旗下各业务的渠道与最早的转换器业务存在一定协同，最早是转换器业务起家，深耕五金渠道，之后布局墙开业务，逐步发展装饰渠道。渠道深度下沉为其他业务的拓展打下了坚实的基础。2021 年公司进一步明确了 2B 和 2C 的两大营

销体系，明确了线下五金渠道、装饰渠道、数码渠道和线上电商渠道的协同互补策略。

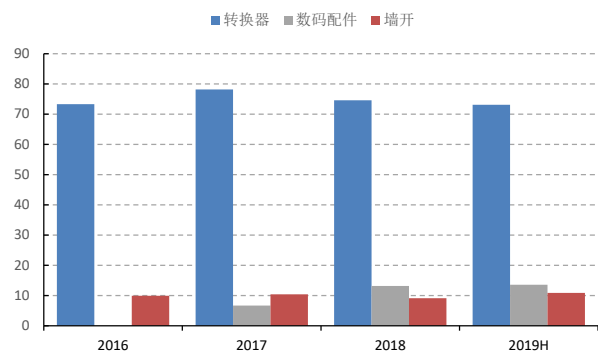
图表 10：公司转换器和墙开业务积累渠道资源为其他业务的拓展打下坚实基础



资料来源：公司公告，太平洋证券整理
注：其他智能家居包括浴霸、智能门锁等

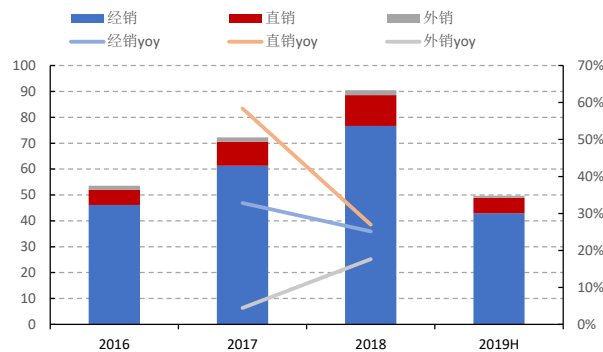
线下壁垒深厚，终端网点数远超同业。截至 2021 年底，公司已在全国范围内建立了 75 万多家五金渠道售点（含五金店、日杂店、办公用品店、超市等）、12 万多家专业装饰及灯饰渠道售点及 25 万多家数码配件渠道售点，网点数量远超同行，其中欧普照明流通渠道的网点数为 15 万家。这些渠道将销售网点拓展到城乡的门店、卖场、专业市场等各种场所，形成了较难复制的线下营销网络。

图表 11：公司终端渠道网点数量（万个）



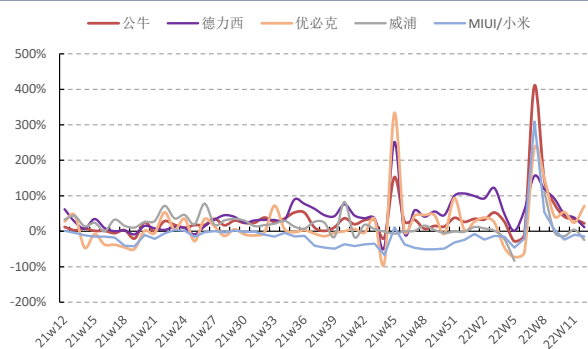
资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

图表 12：公司经销收入贡献大且稳步增长



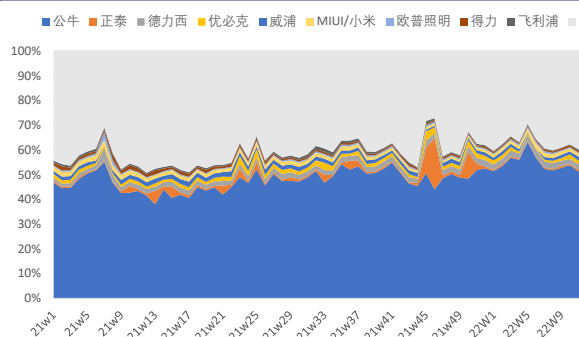
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 13：公司转换器阿里 GMV 同比增速



资料来源：第三方数据，太平洋证券整理

图表 14：公司转换器阿里 GMV 市占稳居第一

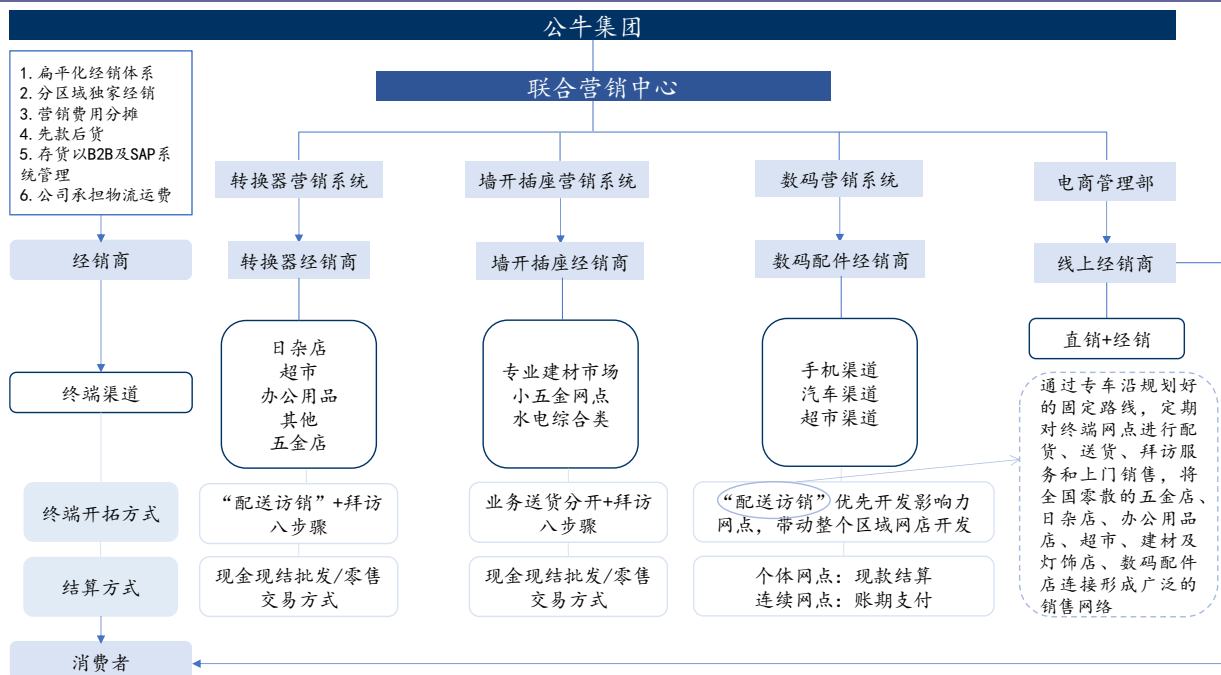


资料来源：第三方数据，太平洋证券整理

（二）终端管理：强管理高粘性

集团实施自上而下层层制约的严格的经销商管理体系，独创性的配送访销形成毛细血管的终端网络，扁平化经销体系下对经销商实行买断式销售。公司联合营销中心下设转换器、墙壁开关、数码营销和电商经销商管理部门，经销商均从公司买断式购入经销商品，再将产品销售给终端渠道，终端渠道再触达消费者。（1）配送访销；（2）专营专销：经销商一级对专营专销有明确规定；（3）扁平化的经销体系：不存在多级或间接经销商，买断式销售保障经销商的利益；（4）层层管理：公司对终端门店招头和产品类别做出规定，由经销商对终端渠道进行管理，且经销商开拓终端渠道后对其进行培训及指导，有利于提高经销商和终端渠道对公司的忠诚度。

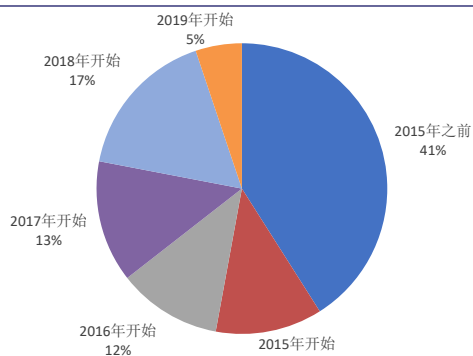
图表 15：公司自上而下层层制约的经销商管理体系



资料来源：公司招股说明书，公司公告，太平洋证券整理

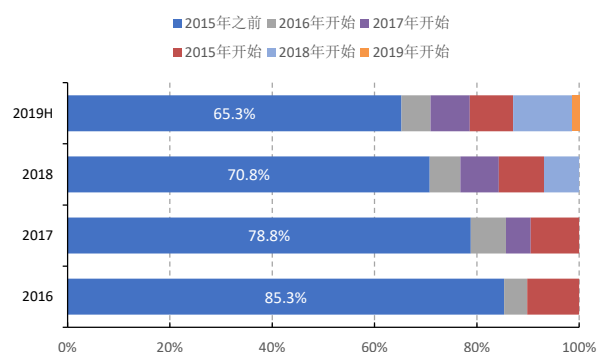
经销商合作时间长关系稳定，构筑强渠道粘性。公司有合作关系的经销商主要集中在 2015 年之前开始，截至 2019 年 6 月 30 日，与公司在 2015 年之前合作的经销商占比在 41%，这部分经销商的收入贡献占比 65%。我们认为公司具备强渠道粘性，主要系：(1) 合理的渠道利润吸引并深度绑定经销商；(2) 经销商管理体系健全，专业规范的渠道管理保障经销商利益，优惠政策（如销售折扣、信用支持等）为经销商运营提供支持；(3) 考核激励加强利益绑定，打造长期的合作关系。

图表 16：公司经销商合作时间情况（截至 2019H）



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

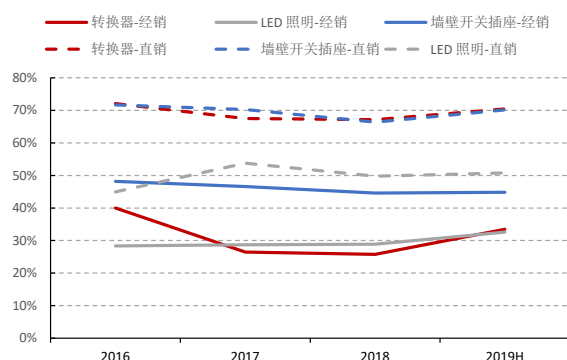
图表 17：不同合作长度经销商的收入贡献占比



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

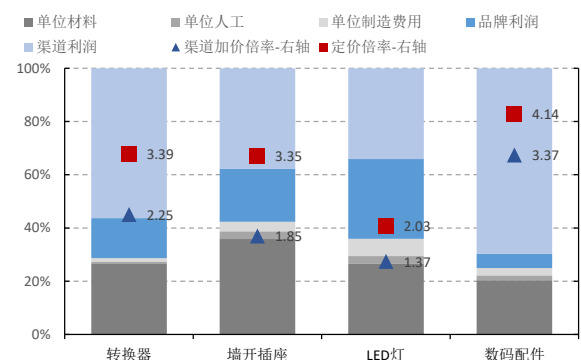
➤ **合理的渠道回报吸引并绑定经销商：**公司经销和直销渠道的毛利率波动趋势趋于一致，说明公司在上游原材料成本波动的背景下，能够做到保障经销商的利润。各业务价值拆分来看，公司能够做到合理的利润分配，渠道加价倍率能够保障各级经销商获得相应的投资回报率，而合理且稳定的渠道投资回报是拓展渠道和维持渠道商长期稳定的合作基础。不同业务的渠道加价倍率存在差异主要与细分行业及竞争格局有关，其中转换器和数码配件竞争较为激烈，市场参与者众多，需要给经销商让利更多以争取市场份额。

图表 18：公司 2016-2018 年各业务的毛利率情况



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

图表 19：公司各业务的价值拆解和加价倍率



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

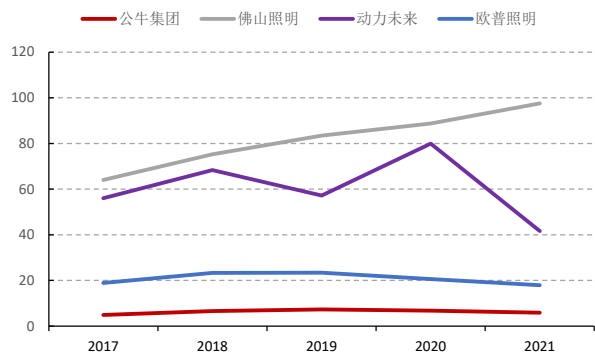
➤ **优惠政策提供支持：**公司对经销商在销售折扣、信用支持等方面给予优惠政策，其中销售折扣包括销售额折扣、市场开发折扣、市场推广折扣和结算优惠政策等。信用方面，公司在2018年的信用政策中明确，对进行市场开拓而出现临时资金周转需求的经销商及新经销商给予重点商业信用支持，此外实行单一经销商额度控制和总额度控制。经销商在使用授信额度后，公司根据经销商使用授信额度的金额、时间和一定利率扣减其销售折扣。公司提供少量商业信用的目的是为了解决部分经销商在业务经营过程中出现的临时性资金周转困难，同时为了避免在关联人收回经销商借款的过程中对相关经销商业务的开展产生不利影响。

➤ **考核激励加强利益绑定：**通过经销商的考核政策去提高管理质量。对经销商进行严格的准入管理，合作期间对经销商的经营实力和经营状况进行多维度跟踪。同时对经销商提供培训支持，对表现优秀的经销商设立奖励措施，通过渠道严格控价等方式保障经销商的利益，实现与经销商共赢。定期会对经销商进行考核，对表现不佳的经销商进行帮扶或者优化，也保持对新经销商的开发和储备。

营运指标显著优于同业。(1)公牛采取严格的先款后付的模式，公司的应收账款周转天数明显低于同业，说明公牛相较于其他品牌对经销商信用政策实施地更为彻底和严格；从存货周转天数来看，公牛货品周转更快，结合经销商严格的信用政策，说明终端动销和经销商动销顺畅。(2)针对上游供应商，一般的结算周期是2-3个月，应付账款周转天数来看，呈现逐年下降趋势且显著优于同业，基于公牛的规模体量，对供应商具备较大的议价能力，可以进一步去拉长付款周期以占用上游供应商的现金流，但是公牛反而加快付款节奏，一方面是其对下游经销商严格的信用政策使其收款快，且产品力保证其终端动销顺畅，现金周转良好，具备快速付款的能力；另一方面是公牛选择与上游供应商维持健康良好的关系，以较短的付款周期获取更为优惠的采购价格。

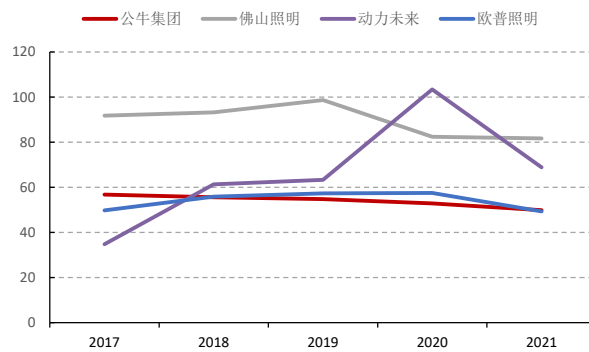
(3)从现金流情况看，基于公司对上下游的强掌控和存货的强管控，经营净现金流/净利润自2018年以来始终保持在100%以上，相较于同业具备稳定且优质的现金流水平。

图表 20：公司应收账款周转天数（与同业比较）



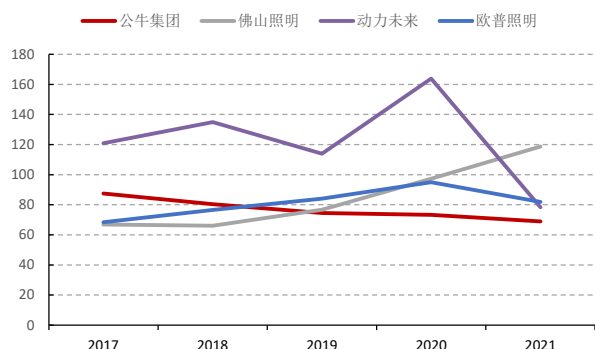
资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 21：公司存货周转天数（与同业比较）



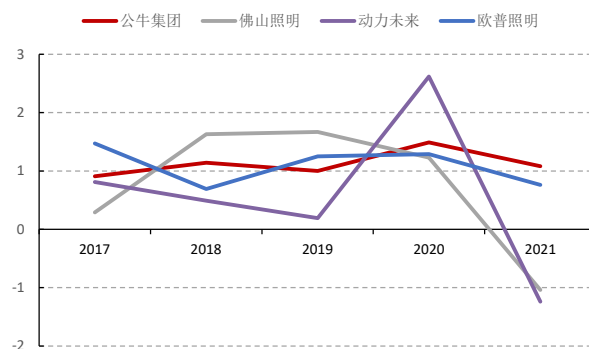
资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 22：公司应付账款周转天数（与同业比较）



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 23：公司经营净现金流 / 净利润（与同业比较）



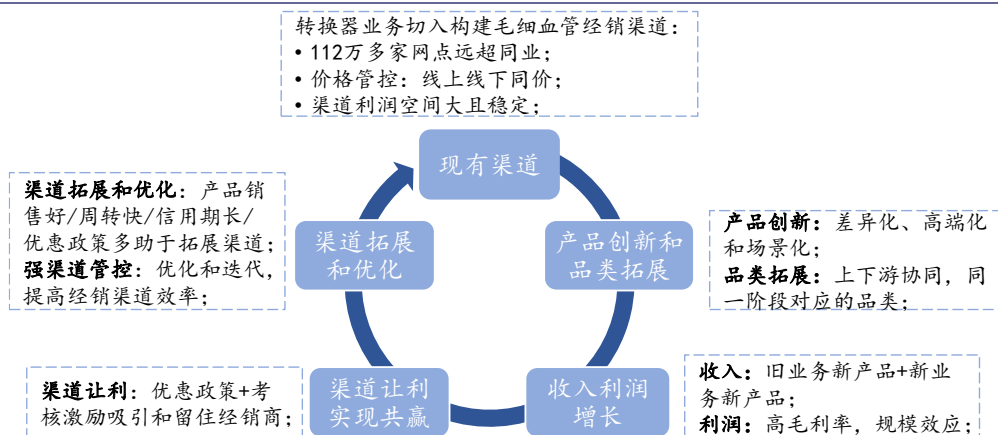
资料来源：Wind，太平洋证券整理

三、中长期增长：渠道为基产品为血，助力业务持续拓边界

（一）中长期增长核心逻辑梳理

结合上文的分析，可以看出公牛历经 26 年，在小产品大市场格局分散的民用电工市场中，走出了一条大龙头之路，其中最为核心的竞争要素来自其极强的渠道拓展和管控能力，为其构筑深厚的护城河。基于其渠道优势拓展业务边界，其中墙开插座、LED 照明等智能家居等业务自切入市场后也迅速达到市场前列的位置，现阶段顺延其电连接业务至充电桩/枪产品，同时借助无主灯业务打造智能家居，为公司带来中长期的业务增量。接下来主要从渠道和产品角度探讨公司中长期增长的核心逻辑。

图表 24：公司中长期增长的核心逻辑梳理



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

在公司中长期增长的涡轮中，核心的驱动力是产品创新、品类拓展和渠道深耕拓展。

➤ **产品创新：**民用电工行业属于典型的蚂蚁市场—小产品和大市场，产品的技术壁垒较低，要求参与者根据场景化需求推出符合消费者需求的产品。公牛集团采取事业部的组织架构，在矩阵式管理模式，具备持续推出差异化、高端化和场景化产品的能力，以数据线和插座为例，数

据线从 2017 年至 2022 年的变化趋势由防折断→防过充→智能快充，切合当时消费者的使用需求进行产品的持续升级；插座主要是在使用场景方向上持续迭代升级。

➤ **品类拓展：**公牛在做品类扩张时严格地遵循两个基本思路和策略，分别是（1）新品类与原有品类处于消费者购买的同一阶段，能够在购买时形成连带，同时也能做到渠道协同。（2）考量新品类所处的细分行业较为分散或者市场潜力大，且能够利用自身优势成为行业领导者。目前公牛的品类扩张主要基于两个支点，分别是以电连接为核心的领域如转换器、充电桩和充电枪，以及围绕家装的一站式系统化集成的需求如照明（包括无主灯）、开关灯、智能锁、晾衣架和浴霸等新品类。

➤ **渠道深耕和拓展：**（1）品类之间的渠道共用，公司以转换器切入民用电工领域，转换器在五金渠道地铺设率较高，而与其存在渠道共同的墙开插座和 LED 照明仍存在较大的铺设率提升空间，以带动渠道市占的提升；（2）B 端渠道开拓：B 端包括地产商项目、政企等项目，通过一城一商进行严格的渠道管理；过去 B 端产品主要是墙开为主，现可新增无主灯等智能家居品类；（3）**新渠道开拓：**充电桩/枪与原有的渠道协同不同，需要新建招募新的经销商，比如对接终端 4S 店、汽修店、汽配店等网点。

图表 25：公司推出的新品系列梳理（以数据线和插座为例）

推出时间	产品名称	创新点	图片
2017年9月	抗折断数据线	专门对线材尾端进行了加固加长设计，使其耐弯折能力得到明显提升，保证了数据线外壳长期使用而不破损。	
2018年	自动防过充USB充电器	解决了手机过度充电损害电池寿命的用户痛点，内置智能芯片能快速识别充电设备，充满自动断电，保护手机充电安全。	
2022年4月	智能快充	全系搭载公牛APO防过充芯片，充满自动断电，自动识别充电需求。	
推出时间	产品名称	创新点	图片
2015年3月	桌洞插座	一支顶三支！满足桌面桌下各种取电需求，USB充电安全高效。	
2015年3月	桌边插座	桌边、桌底、桌脚，随心固定，USB充电安全高效。	
2015年3月	桌面插座	美丽也可以兼顾温柔！伸缩式支架，柔胶呵护防刮，USB充电安全高效。	
2018年	收纳盒插座	创新性地将插座与理线盒合二为一，在极大程度上隐藏了杂乱的插头和电源线，保证了用电环境的整洁美观。	
2018年	智立方USB插座（Wi-Fi版）	采用了节省空间的立式设计，加入了Wi-Fi远程控制功能，可通过手机App远程遥控家中电器，将物联网技术与生活家居产品完美结合。	
2020年11月	轨道插	原位替换、随心改造；安全轨道、自由取电；左旋断电、右旋通电；锁定防脱、安全不掉落；日常生活、创意便捷。	
2022年5月	星球插座	充电器和插座二合一，支持PD20W快充，30分钟满电53%；内置芯片可自动识别不同设备所需攻略，多类设备可同时充电；一键总控开关；星际配色。	

资料来源：公牛微信公众号，太平洋证券整理

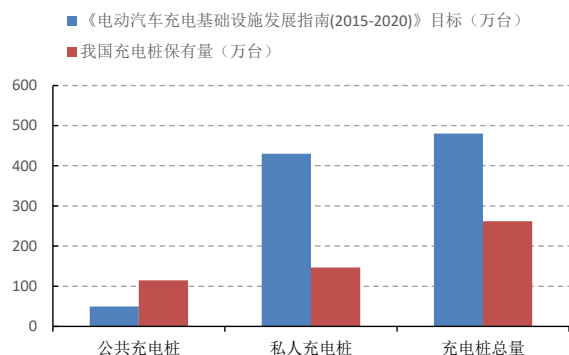
（二）产品：业务边界持续延伸

1. 电连接场景拓展，乘新能源之风布局充电桩/枪

乘新能源行业快风，政策支持下充电桩/枪行业预计迎来快速发展。截止 2021 年底，全国新能源汽车保有量 784 万辆，同比增长 165.1%，在汽车总销量中的占比从 2020 年的 5.4% 迅速提升至 13.4%。根据国务院办公厅发布《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》，到 2025 年新能源汽车新车销量达到汽车新车销量总量的 20% 左右，到 2035 年纯电动汽车成为新销售车辆的主流，公共领域用车全面电动化。

从产业链角度看，上游主要是设备元器件的供应商，同质化程度较高，对应毛利率较低，目前正逐步向下游延伸布局充电桩业务；中游主要是设备商和运营商，随着车企不再随车赠桩，预计设备商有望迎来广阔的成长空间。下游应用场景主要包括公共充电桩、专用充电桩和私人充电桩。公桩保有量已达标，市场集中度较高且主要由运营商主导，TOP5 分别为特来电、星星充电、云快充、国家电网和小桔充电，市占率分别为 69.01%。私桩保有量缺口较大，市场竞争较为激烈，私桩是公司的主要竞争领域。

图表 26：我国新能源充电桩目标台数和保有量情况（万台）



资料来源：EVCIPA，太平洋证券整理

图表 27：公共充电基础设施运营商的市占率（截至 22 年 10 月）

充电运营商	数量	占比	累计占比
特来电	323773	19.27%	19.27%
星星充电	321028	19.11%	38.38%
云快充	228726	13.62%	52.00%
国家电网	196484	11.70%	63.70%
小桔充电	89152	5.31%	69.01%
蔚景云	65869	3.92%	72.93%
深圳车电网	65085	3.87%	76.80%
南方电网	61053	3.63%	80.43%
万城万充	47285	2.81%	83.24%
汇充电	42342	2.52%	85.76%
依威能源	39967	2.38%	88.14%
万马爱充	26527	1.58%	89.72%
上汽安悦	23986	1.43%	91.15%
中国普天	21847	1.30%	92.45%
蔚蓝快充	17639	1.05%	93.50%

资料来源：充电联盟，太平洋证券整理

交流耗时长、用电要求低、使用成本低，直流充电时间短、用电要求和成本高。直流快充采用直流电，安装成本和供电能力要求高，但是可以满足短时间内快充的需求，可分布于公路等。交流慢充采用交流电，对供电要求低且用电成本小，但是充电时间较长，可分布于社区停车位等。因此国务院提出积极推广“智能有序慢充为主、应急快充为辅”的居住区充电服务模式，促进电动汽车推广应用。因此预计未来智能有序慢充或成为主要应用产品之一，与运营商合作布局社区网点有望快速提高市场覆盖率。

图表 28：交流充电桩（慢充） VS 直流充电桩（快充）

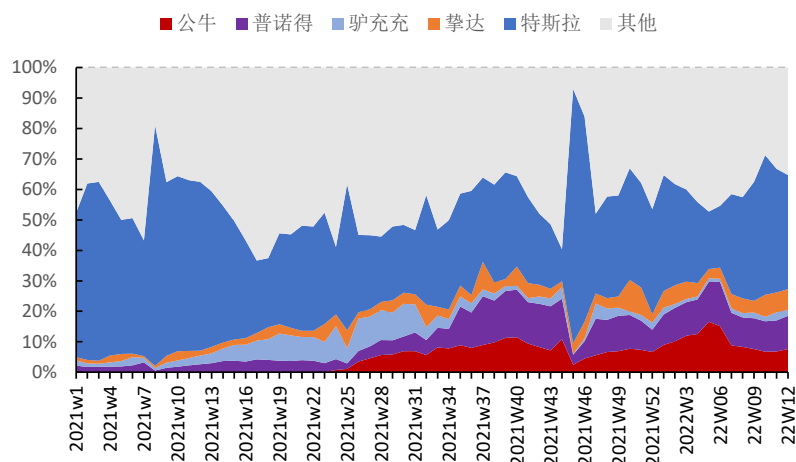
	直流充电桩（快充）		交流充电桩（慢充）
是否需要搭配车载充电器	否		是
平均价格	20000-50000元		2000元左右
分类	一体式	分体式	入地式、壁挂式、广告式、移动式
使用场景	商场、公园等非集中充电场所	高速公路服务区、公交车、物流车等集中重点场所	商业地产领域、公共楼宇、公共停车场、私人停车位、运营车专用停车场等
输出功率	60-180kW	360-480kW	6kW-15kW（主流7kW）
输出电流电压	750/1000V，80-250A		220V/16A与220V/32A
输入电压	380V		220V
充电时长	20-150 分钟		8-10 小时
建造成本	40000-50000元		800-2000元
充电方式	交流电转换为直流电，直接对蓄电池充电		通过连接车载充电输入交流电源
对电网要求	对电网供电能力要求高，审批较为繁琐		对电网供电能力要求低，审批较为简单
优点	短时间实现大容量充电		安装成本较低；电力低谷时段充电成本低；电池使用寿命较长；面积小、安装方便等
缺点	充电和安装成本较高；对充电的技术方法和安全性要求高；计量收费设计需特别考虑		充电时间过长；难以满足紧急运行需求

资料来源：EVCIPA，公开资料整理，太平洋证券整理

公司 2021 年开启充电枪/桩业务，2022 年 9 月携手国网车联网整合资源，有望助推公司新能源业务的增长。2021 年公司在新能源电连接领域取得零的突破，围绕用户使用痛点进行技术创新，先后推出多款新能源汽车便携式充电器、家用交流充电桩产品。目前公司已经完成了充电枪、交流充电桩、小直流/大直流充电桩全覆盖，剔除特斯拉，在私桩领域预计充电枪/充电桩的市占率分别为 37%/28%。2022 年 9 月与国网车联网合作，有望借助国网车联网对社区充电桩进行覆盖。

公司的充电枪在电商渠道销售 1 个月即达到第三方品牌的市场第一，现阶段线上:线下在 6:4，22 年 3 月开始搭建线下的新能源经销渠道包括 4S 店、汽修店、汽配店等网点以及小 B 端项目，新能源渠道与原有的五金、装饰渠道重合度不高。从线上数据来看，特斯拉市占率排名第一（主要系特斯拉新能源车市占率较高且具备独特标准的充电接口），公牛位列第三。

图表 29：充电桩的线上渠道的 GMV 占比情况



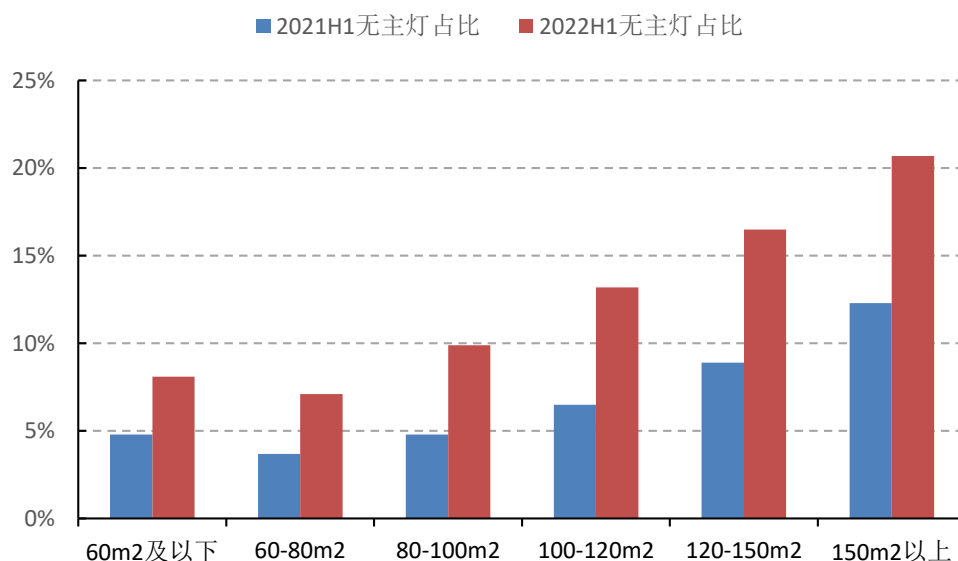
资料来源：第三方数据，太平洋证券整理

2. 借助无主灯建立智能照明生态

定位大众优质的光效产品的差异市场，产品的标准化和渠道通路的分散化抢占先机，形成规模化优势，打开大众市场。目前无主灯的落地主要是通过灯光设计师完成，需要定制化的方案，流行元素和创新风格使其在消费者端广受欢迎。但由于其个性化和定制化程度较高，经销商库存管理较为困难，且产品定价较高，行业格局较为分散。因此未来无主灯的发展方向可以分化为：1) 高端定制化，2) 走向大众化。公司希望能够定位大众化的差异化路线，将无主灯作为大众化的商品，不断弱化设计在落地环节的作用，通过标准化产品下的成本优势和渠道通路优势去抢占无主灯市场先机。**产品端**，公牛具备独特的商业模式，快速的消费者洞察和产品创新能力；**渠道端**，无主灯属于前装环节的产品，虽然是新业务，但是与原有业务处于同一阶段，能够与墙壁开关等前装业务的装饰通路、建材市场等渠道形成协同，与小店定制化有所不同。

以无主灯为基础，开拓B端渠道，打造智能化全屋家居生态。智能无主灯是当下的流行品类，消费者、装饰公司和设计师十分关注该品类，公司全面铺设无主灯后会对省区、地级市以及县级的经销商逐步进行智能无主灯的培训，实现渠道赋能。借助无主灯的推广，积极开拓B端的家装渠道。过去B端渠道产品主要以墙壁开关为主，较为单一，通过加快无主灯在装企中的战略性布局，一方面能够在产品端形成先发优势，另一方面能够加深与B端渠道的联系，为未来进一步推广智能全屋家居产品打下渠道基础。

图表 30:: 各户型面积下无主灯的占比变化



资料来源：《2022 上半年家居行业趋势观察》，太平洋证券整理

(三) 渠道：强化适销对路，积极开拓B端渠道

民用电工产品主要是通过五金市场、装饰渠道、商超渠道、社区渠道、电商等渠道进行销售，不同渠道具有不同的优劣势，而民用电工产品种类多，且产生需求的场景存在差异化，因此适销对路是决定产品销售的关键因素之一。

图表 31：公司主要销售渠道对比及未来成长性分析

渠道	特点	成长性
五金渠道	<p>渠道特点：覆盖面广、购买方便、消费群体固定、销量稳定等优势，向下可渗透至县级区和农村偏远地区，具有较大的增量空间，但管理难度大；</p> <p>网点数量：是公牛的第一大渠道，截至21年底有75万多家五金销售网点；</p> <p>适销产品：转换器，墙开插座，LED照明；</p>	<p>加大品类导入有利于实现产业链协同，提高渠道效率：具有渠道协同的品类导入有利于提高经销商的边际收入，降低终端运营成本，进而提高单店OP；同时为公牛带来规模效应。</p>
装饰渠道	<p>渠道趋势：专卖化和综合化趋势，按照一镇一店模式进行店铺规划；</p> <p>网点数量：截至21年底有12万多家专业装饰及灯饰渠道售点，新建装饰灯渠道1.8w个；</p> <p>适销产品：墙开插座，LED照明，无主灯，其他智能电工产品等</p>	<p>加大网点铺设：全国有5w多乡镇（21年新增1.8w个装饰灯渠道），仍存在较大渗透提升空间。</p>
B端	<p>渠道特点：分为中小装企和大装企，21年中小装企合作1w家（全国共10w家），成立B端事业部与头部大装企合作；</p> <p>适销产品：前装产品如墙开插座、无主灯等</p>	<p>提高装企渗透：全国有10w多家装企（21年开拓1w家），仍存在较大渗透提升空间。</p>
线上渠道	<p>渠道趋势：线上覆盖面广，可触达更多消费者，计划性需求下有利于产品的放量增长；</p> <p>适销产品：转换器、数码配件、充电桩/枪等</p>	<p>保持线上线下同价，电商渠道持续放量增量，解决非临时性需求。</p>
新渠道	<p>渠道趋势：公司布局充电桩/枪业务，与原有渠道重合度角度，需要拓展新渠道如终端4S店、汽修店、汽配店等网点；</p> <p>适销产品：充电桩/枪等</p>	<p>充电桩/枪行业快速发展，私桩缺口较大，产品布局持续完善，渠道开拓触达更多消费者。</p>

资料来源：公司公告，公开资料整理，太平洋证券整理

(1) 五金渠道：五金渠道具备覆盖面广的特点，能够解决最后一公里的问题，因此各类民用电工企业均在争取五金渠道的布局。公牛在五金渠道具有绝对的领先地位，截至 21 年底共有 75 万多家五金渠道。在渠道网点数量增量逐步触及天花板、网点数量增加的边际贡献降低时，未来单网点的提货额有望继续贡献新增量。根据上文的分析，公牛产品拥有更高单价、更快周转以及盈利水平，投资回报高于竞品。通过多品类的导入，有望提高经销商的运营利润率，也为公司带来规模效应。

(2) C 端装饰渠道：网点呈现专卖化和综合化趋势，逐步推行一镇一店模式。过去农村市场是以墙开插座产品为主，建立集合店后，加上铺设浴霸、晾衣机等智能家居产品，预计农村市占率会有较大提升。去年已经完成 1.8 万家网点改造和开拓，较全国 5 万多乡镇仍存在较大的提升空间。

(3) B 端渠道：装企能够为公司提供新的流量入口，尤其是公司借助无主灯开始打造智能家居生态，规范化建设 B 端渠道有望为客户提供有针对性的产品和服务。21 年开拓 1 万多家中小装企，全国有 10 万多家，覆盖率提升有望带来更多增量。设立 B 端事业部与大装企合作样板房去提高品牌在前装环节的知名度。2021 年 B 端渠道销售收入同比增长 175.20%。

(4) 线上渠道：继续坚持线上线下同价策略，全品类导入继续带来放量增长，线上海量的流量能够为新产品提供流量入口，同时新品类能够借助线上渠道触达更多消费者。2021 年线上收入同增 31.82%。

四、盈利预测与投资建议

公司持续深耕渠道，助力业务持续拓边界。(1) 电连接业务，转换器产品的场景化多样化和差异化产品的更新迭代使其具备结构性的增长机会；充电桩/枪开始逐步放量增长，目前以线上销售为主，随着与国网车网合作推进，有望提高线下覆盖率。(2) 智能电工照明业务，有地产关联性，受地产行业的影响存在一定波动，“保交楼”政策提估值的同时有望带动竣工端改善；公司积极主动寻求增长机会，产品端以无主灯为主打造智能家居生态，采取标准化和规模化的模式抢占无主灯市场；渠道端加快 B 端布局，2021 年公司构建了围绕装企业务、工程项目业务和地产精装房业务为核心的三大独立精细化开发体系，有望借助公司多品类/产品组合的优势与装企建立长期稳定的合作关系。我们预计 2022-2024 年公司净利润为 30.73/36.13/42.46 亿元，对应 EPS 为 5.11/6.01/7.06 元，当前股价对应 PE 分别为 28.23/24.01/20.43 倍，给予“买入”评级。

五、风险提示

新业务市场竞争加剧，B 端拓展不及预期，原材料价格大幅波动等。

资产负债表(百万)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3753	4377	3162	7475	11007
应收和预付款项	345	445	4013	1552	1993
存货	788	1377	1115	1746	1481
其他流动资产	5632	7058	7058	7058	7058
流动资产合计	10518	13257	15346	17831	21539
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	1182	1494	1400	1392	1180
在建工程	278	198	120	0	0
无形资产开发支出	300	296	279	263	247
长期待摊费用	3	18	6	0	0
其他非流动资产	157	211	211	211	211
资产总计	12438	15474	17364	19697	23177
短期借款	500	500	741	390	390
应付和预收款项	1286	2135	2224	2380	2887
长期借款	160	0	0	0	0
其他负债	1354	2083	1409	1409	1409
负债合计	3300	4718	4374	4179	4686
股本	601	601	601	601	601
资本公积	3820	3914	3923	3923	3923
留存收益	4717	6241	8465	10994	13966
归母公司股东权益	9137	10756	12989	15518	18490
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	9137	10756	12989	15518	18490
负债和股东权益	12438	15474	17364	19697	23177

现金流量表(百万)					
经营性现金流	3437	3014	-112	5603	4558
投资性现金流	-4250	-1589	89	14	117
融资性现金流	1926	-701	-1193	-1304	-1143
现金增加额	1113	725	-1216	4314	3532

资料来源: WIND, 太平洋证券

利润表(百万)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	10051	12385	14328	16563	18915
营业成本	6019	7809	8986	10319	11638
营业税金及附加	80	83	106	122	135
销售费用	518	560	639	744	830
管理费用(含研发)	832	899	1025	1202	1369
财务费用	-36	-88	-79	-131	-131
资产减值损失	-7	-16	-3	-4	-5
投资收益	52	190	116	119	142
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	2803	3651	3765	4425	5212
其他非经营损益	-48	-326	-150	-174	-217
利润总额	2755	3325	3615	4250	4995
所得税	441	545	542	638	749
净利润	2313	2780	3073	3613	4246
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	2313	2780	3073	3613	4246

预测指标					
毛利率	40.1%	37.0%	37.3%	37.7%	38.5%
销售净利率	23.0%	22.4%	21.4%	21.8%	22.4%
销售收入增长率	0.1%	23.2%	15.7%	15.6%	14.2%
EBIT 增长率	-1.1%	21.8%	13.9%	16.5%	18.3%
净利润增长率	0.4%	20.2%	10.5%	17.6%	17.5%
ROE	25.3%	25.8%	23.7%	23.3%	23.0%
ROA	18.6%	18.0%	17.7%	18.3%	18.3%
ROIC	59.8%	98.6%	42.8%	35.3%	52.5%
EPS (X)	3.8	4.6	5.1	6.0	7.1
PE (X)	37.5	31.2	28.2	24.0	20.4
PB (X)	9.5	8.1	6.7	5.6	4.7
PS (X)	8.6	7.0	6.1	5.2	4.6
EV/EBITDA (X)	40.5	28.0	21.5	17.5	14.2

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。