

公牛集团 (603195.SH)

民用电工行业领军者，新老业务与渠道协同并进

买入

核心观点

公司概况：民用电工行业领军者，我国家喻户晓的公众品牌。公牛集团创立于 1995 年，从插座开始逐步拓展，形成了电连接、智能电工照明、数码配件三大业务板块。渠道端形成了线下、线上协同发展的强大营销体系，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以及 25 万多家数码配件渠道售点，开拓了数十家线上授权经销商。“公牛”品牌家喻户晓，成为 70%家庭的选择，“安全用电专家”深入人心。

行业分析：传统民用电工行业公司市场地位稳固，新兴行业前景广阔。公司所在的民用电工行业，上游供应稳定，凭借规模优势和期货套期保值的方法一定程度降低原材料价格波动的不确定性；下游传统零售渠道网点分散业务格局稳固。**传统民用电工行业：**转换器及墙开插座行业处于地产后周期，拥有百亿级市场规模，增速放缓、集中度高，公牛市占率分别可达 51%和 34%；**LED 照明行业：**渗透率提升和产品升级持续驱动千亿级市场，应用领域有望拓宽，竞争格局分散公牛市占率低。**智能家居行业：**快速成长期品类不断丰富、渗透率提升空间大，行业格局尚未稳定，C 端与 B 端渠道市场有差异。**新能源汽车充电行业：**受新能源车及政策利好，市场前景广阔。

竞争力成长性分析：产品为基渠道为王。**产品力：**公司在传统电连接、墙开插座产品上市占率领先；产品优势在于研发创新能力强，在行业发展红利期可以推出符合消费趋势的新产品；产量大产能足，产销率高；套期保值锁定原材料价格，盈利能力稳定；坚持品质为根本。**渠道力：**传统零售五金和装饰渠道庞大且稳固，线下渠道网点多，形成较难复制的线下营销网络；线上平台增速快，核心品类市占率第一。**品牌力：**公司在民用电工领域具有高口碑、高国民度和知名度，线上销售平台人气与口碑并存。**成长性：**智能家居、新能源车充电市场广阔，为公司重点发展品类。装饰渠道的专业化、综合化升级赋能新产品的发展；同时 B 端装企等渠道为公司全部产品开拓增量。

风险提示：新业务与渠道开拓进度不及预期；地产开工下滑；竞争格局恶化。

投资建议：看好新老业务及新老渠道协同并进。我们看好公司进入更多民用电工、智能家居相关领域，实现长期稳健经营和成长。由于 2022 四季度疫情冲击线下消费，小幅下调业绩预测，预计 2022-2024 年的净利润分别为 30.94、36.19 和 42.02 亿元，同比增速 11.3%、17.0%、16.1%。维持“买入”评级，上调合理估值区间至 167.3~180.6 元，对应 2023 年 28~30x PE。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,051	12,385	14,302	16,402	18,424
(+/-%)	0.1%	23.2%	15.5%	14.7%	12.3%
净利润(百万元)	2313	2780	3094	3619	4202
(+/-%)	0.4%	20.2%	11.3%	17.0%	16.1%
每股收益(元)	3.85	4.62	5.15	6.02	6.99
EBIT Margin	25.9%	24.5%	22.9%	23.6%	24.2%
净资产收益率 (ROE)	25.3%	25.8%	24.8%	25.0%	25.1%
市盈率 (PE)	40.9	34.0	30.6	26.2	22.5
EV/EBITDA	34.5	30.5	28.6	24.4	21.3
市净率 (PB)	10.35	8.80	7.60	6.55	5.65

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 深度报告

轻工制造 · 家居用品

证券分析师：丁诗洁 联系人：刘佳琪
 0755-81981391 010-88005446
 dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn
 S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	167.30 - 180.60 元
收盘价	157.42 元
总市值/流通市值	94622/94313 百万元
52 周最高价/最低价	159.26/117.70 元
近 3 个月日均成交额	96.10 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《公牛集团 (603195.SH) - 第三季度收入增长 14%，新业务和渠道拓展顺利》——2022-10-30
 《公牛集团 (603195.SH) - 新业务新渠道拓展顺利，传统业务彰显韧性》——2022-08-22
 《公牛集团 (603195.SH) - 智能电工照明收入增长 36.9%，渠道拓展顺利》——2022-04-19
 《国信证券-公牛集团-603195-2021 年中报点评：新老业务并进，渠道开拓进取》——2021-08-24
 《公牛集团-603195-2020 年报&2021 年一季报点评：产品结构优化，盈利质量更上层楼》——2021-05-19

内容目录

公司概况：民用电工行业领军者，我国家喻户晓的公众品牌	6
业务分析：传统业务创新升级，新品类带动收入增长	6
发展历史：民用电工领先品牌，多元布局加多年深耕铸就家用轻工龙头地位	9
股权结构：股权高度集中，组织架构调整完善，管理层行业经验丰富	10
行业分析：传统民用电工行业公牛集团市场地位稳固，新兴行业前景广阔	13
产业链上下游：上游供应稳定，下游传统渠道格局稳固	13
细分行业市场规模及竞争格局：传统民用电工行业增速放缓市场份额相对集中，新兴行业前景广阔	15
1. 转换器行业：百亿级市场增速放缓集中度高，家电产品的日益丰富和普及系主要推动因素	15
2. 墙开插座行业：百亿级市场房地产后周期增速放缓，竞争格局相对集中	18
3. LED 照明行业：渗透率提升和产品升级持续驱动千亿级市场，应用领域有望拓宽竞争格局分散	21
4. 智能家居行业：快速成长长期渗透率提升空间大，行业格局尚未稳定	25
5. 新能源汽车充电行业：受新能源车及政策利好，市场前景广阔	30
竞争力：产品为基渠道为王	32
产品端：产品为基以质取胜，产销率与盈利水平稳定	32
渠道端：渠道为茅线线上线下网络强势布局，构建多元化渠道体系	37
品牌端：国民品牌口碑高，“安全用电专家”深入人心	41
成长性：传统品类渠道升级，新品类渠道带来增量	42
成长性 1：传统品类迭代升级，刺激更换需求+价格提升	42
成长性 2：以无主灯等智能家居和新能源充电为重点发展品类	43
成长性 3：以综合装饰渠道和 B 端渠道为重点发展渠道	45
财务分析：盈利能力与运营能力领先，2021 年收入增长明显回升	46
盈利预测	49
假设前提	49
未来三年业绩预测	51
盈利预测情景分析	51
估值与投资建议	52
绝对估值：167.3~185.1 元	52
相对估值：162.5~180.6 元	53
投资建议	55
风险提示	56
附表：财务预测与估值	58
免责声明	59

图表目录

图1: 公牛集团主要业务	6
图2: 公牛集团公司品类营收占比	7
图3: 公牛集团智能电工照明品类营收占比	7
图4: 公牛集团公司品类营收增速	7
图5: 公牛集团传统渠道布局	8
图6: 公牛集团新能源渠道布局	9
图7: 公牛集团发展历史	10
图8: 公牛集团股权结构(截至 2022Q3)	11
图9: 公牛集团组织架构	11
图10: 公牛集团产业链上下游	13
图11: 公牛集团分业务成本构成(2019 年 1-6 月)	14
图12: 2010-2022 年铜价格走势	14
图13: 2010-2022 年 PC 价格走势	15
图14: 2010-2022 年 PP 价格走势	15
图15: 2015-2021 年中国插排需求量及增长率	15
图16: 2015-2021 年中国插排市场规模及增长率	15
图17: 2021 年中国插排应用领域占比情况	16
图18: 中国全社会用电量及增长率	16
图19: 中国居民平均每百户电器拥有量(单位: 台)	17
图20: 1997-2022 前三季度房屋新开工面积(单位: 万平方米)	19
图21: 1997-2022 前三季度房屋竣工面积(单位: 万平方米)	19
图22: 2017-2021 年中国 LED 照明行业市场规模及增长率	21
图23: 2017-2021 年中国 LED 通用照明行业市场规模及增长率	21
图24: 2015-2021 年中国 LED 照明产品渗透率变化情况	21
图25: 无主灯与有主灯对比	23
图26: 智能家居主要产品	25
图27: 2022Q1 中国智能家居市场出货量市场份额	25
图28: 207-2022Q1 我国智能家居产品出货量(亿台)	26
图29: 2019-2021 年中国智能门锁产销量	26
图30: 2018-2021 年中国智能门锁渗透率变化情况	27
图31: 中国智能门锁渗透率与其他国家对比	27
图32: 中国智能门锁销售渠道占比	27
图33: 2019-2022. 9 月精装修智能门锁配套项目套数及配套率	27
图34: 2021 年中国智能门锁市占率	27
图35: 2021-2022. 9 月精装修智能门锁前五名市占率	27
图36: 2018-2021 年中国智能开关渗透率变化情况	28
图37: 2019-2022. 9 月精装修智能开关配套项目套数及配套率	28
图38: 2021 年中国智能开关精装修市占率	28

图 39: 2021-2022. 10 月精装修智能门锁前五名市占率	28
图 40: 2019-2022. 9 月精装修智能家居系统配套项目套数及配套率	29
图 41: 2021 年中国智能家居系统精装修市占率	29
图 42: 2021-2022. 9 月精装修智能门锁前五名市占率	29
图 43: 2021 年公牛集团天猫平台智能家居产品占比	30
图 44: 2021 年小米天猫平台智能家居产品占比	30
图 45: 我国新能源汽车/充电桩保有量及车桩比	30
图 46: 我国新能源汽车销量	31
图 47: 2021 年中国主要运营商充电桩数量占比	31
图 48: 公牛集团产品发展时间线	33
图 49: 公牛集团主要业务	35
图 50: 公牛集团产销率	36
图 51: 公牛集团产能利用率	36
图 52: 2018Q3-2022 年铜价格走势及公司毛利率变化	36
图 53: 公牛集团渠道布局	38
图 54: “配送访销”模式触达更多消费者	39
图 55: 长期合作经销商数量&收入占比高 (2019H1)	40
图 56: 2022 年天猫平台转换器行业市占率	41
图 57: 2022 年天猫平台墙开行业市占率	41
图 58: 公牛“安全用电专家”深入人心	41
图 59: 公牛产品天猫店价格带 2020-2022 有所上移	43
图 60: 公牛推出“沐光”无主灯品牌	44
图 61: 新老品类与新老渠道协同发展	46
图 62: 公牛集团营业收入及同比增速	46
图 63: 公司品类营收占比	47
图 64: 公司品类营收增速	47
图 65: 公牛集团归母净利润及同比增速	47
图 66: 公司品类毛利率	48
图 67: 公牛集团各项费用率	48
图 68: 公牛集团存货/应收/应付账款周转天数	49
图 69: 公牛集团 ROE 及 ROIC	49
图 70: 公牛集团股价估值复盘	54

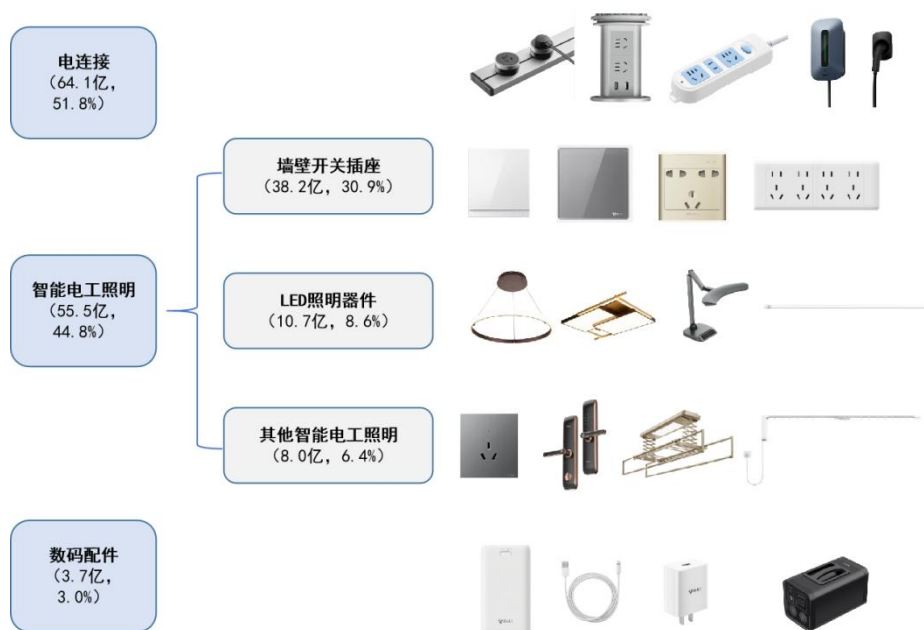
表1: 公牛集团董事会与高管基本情况	12
表2: 2021 年转换器市场规模测算	17
表3: 2021 年天猫平台转换器产品销售情况	18
表4: 2022 年天猫平台转换器产品销售情况	18
表5: 2021 年墙开插座市场规模测算	20
表6: 2021 年天猫平台墙开插座产品销售情况	20
表7: 2022 年天猫平台墙开插座产品销售情况	20
表8: 中国 LED 照明行业最新政策汇总	22
表9: 2021 年天猫平台灯饰照明产品销售情况	23
表10: 2022 年天猫平台灯饰照明产品销售情况	24
表11: 2021 年天猫平台无主灯（筒灯+射灯）产品销售情况	24
表12: 2022 年天猫平台无主灯（筒灯+射灯）产品销售情况	24
表13: 新能源充电桩/充电枪规模预测	31
表14: 2021 年天猫平台新能源汽车充电设备产品销售情况	32
表15: 2022 年天猫平台新能源汽车充电设备产品销售情况	32
表16: FY2021 公牛集团产销量及产销率	35
表17: 公牛集团与可比公司相比专利数量较多	37
表18: 公牛集团与可比公司相比网点数量较多	39
表19: 公牛经销商平均毛利率	40
表20: 相关品牌线上平台粉丝量及评价	42
表21: 公牛不同电连接产品价格比较	43
表22: 公牛集团及相关行业标杆业务规模对比（单位：亿元）	44
表23: 公牛集团及相关行业标杆渠道结构对比	45
表24: 公牛集团盈利拆分	50
表25: 公牛集团盈利预测假设条件	51
表26: 公牛集团盈利预测及市场重要数据	51
表27: 情景分析（乐观、中性、悲观）	52
表28: 公司盈利预测假设条件（%）	52
表29: 资本成本假设	53
表30: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）	53
表31: 可比公司估值	54

公司概况：民用电工行业领军者，我国家喻户晓的公众品牌

业务分析：传统业务创新升级，新品类带动收入增长

公牛集团创立于1995年，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。以创新为灵魂，凭借产品研发、营销、供应链及品牌方面的综合领先优势，公司在多年的发展过程中逐步拓展，形成了**电连接、智能电工照明、数码配件三大业务板块**，围绕民用电工及照明领域形成了长期可持续发展的产业布局。公司建立了以消费者需求为导向的产品研发创新优势，产品不断推陈出新。公司多年来参与起草国家标准、行业标准和团体标准93项，截至2022年6月末，公司有效专利授权1990项。公司始终坚持以质取胜的质量理念，形成了有效、系统的质量管理和控制体系。公司顺应时代趋势不断变化，依托覆盖全国城乡、110多万家网点的线下实体营销网络和专业的线上电商营销网络，在民用电工领域形成了线下、线上协同发展的强大营销体系，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以及25万多家数码配件渠道售点，开拓了数十家线上授权经销商。公司形成了以售点广告为核心的立体化品牌传播模式，使“公牛”品牌家喻户晓。并且，公司不断提升精益化、自动化、智能化制造水平，形成了具备先进制造技术能力和自动化生产能力的供应链系统，使公司在品质、效率、成本方面始终保持竞争力。同时，公司通过导入国内外先进管理方式，取其精华同时结合自身实践，不断总结提高持续迭代，构建起独特的公牛业务管理体系（BBS），以价值创造为核心，创新增长为重点，降本增效为基本，赋能研发、制造和营销等全价值链。

图1：公牛集团主要业务



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

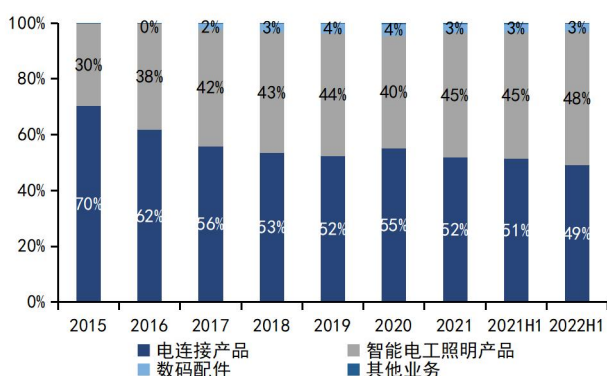
注：分业务收入及占比为FY2021数据

产品以电连接和智能电工照明产品为主，业绩增长稳健

从业务占比来看，公司以电连接产品和智能电工照明产品为主，2021 年二者收入分别占总收入的 52%和 45%，数码配件收入占比 3%。2022H1 智能电工照明业务占比进一步提升，智能电工照明产品又包括墙壁开关插座、LED 照明器件、其他智能产品三块业务，其中以墙壁开关插座为主，LED 照明器件、其他智能产品高速增长，2022H1 三者分别同比增长 14.1%/37.7%/60.7%。

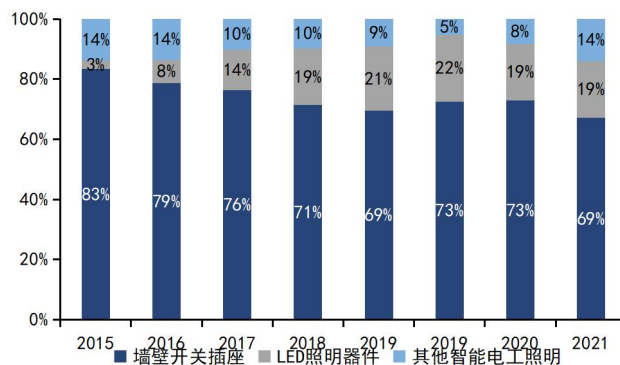
LED 照明器件中，无主灯业务从 2021 年开始孵化，2022 年 3 月正式推出产品，上半年已实现 5400 万收入；其他智能产品主要包括浴霸、智能门锁、智能晾衣机、智能窗帘机等智能生态产品，规模小、增速快。

图2：公牛集团公司品类营收占比



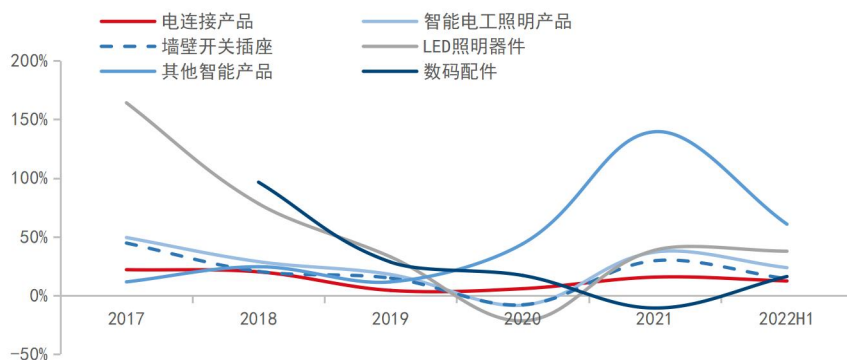
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图3：公牛集团智能电工照明品类营收占比



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图4：公牛集团公司品类营收增速



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

渠道端以经销为主，直销为辅，B 端重点发力

公司线下渠道以经销为主、直销为辅，在民用电工领域内创新性地推行线下“配送访销”的销售方式；线上渠道以直销+经销模式覆盖主流电商平台、短视频平台；同时加速 B 端渠道装企、工程项目的开发与销售力度，并积极探索海外市场，加快全球布局。

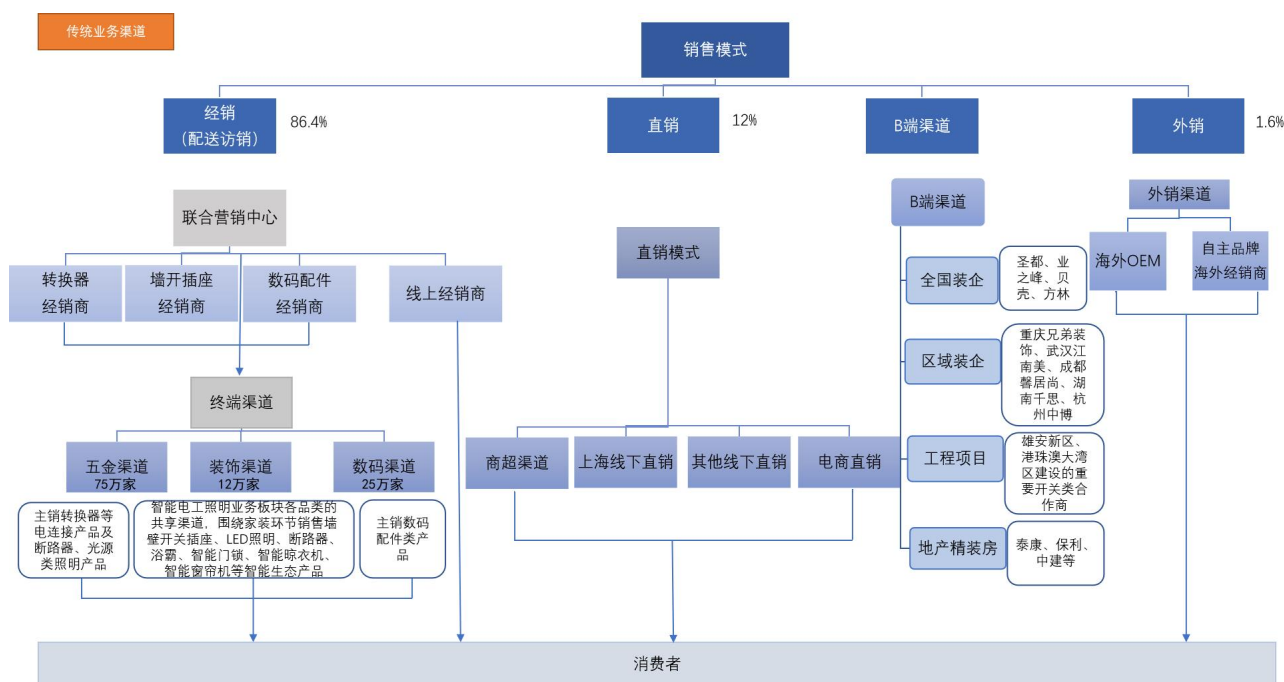
C 端零售渠道方面，在全国范围内拥有 110 余万家线下渠道，其中包括 75 万多家五金渠道售点（含五金店、日杂店、办公用品店、超市等）、12 万多家专业装饰

及灯饰渠道售点以及 25 万多家数码配件渠道售点，开拓了数十家线上授权经销商。2021 年 C 端装饰渠道进一步推动专卖化和综合化，超 1.8 万家网点导入公牛墙壁开关插座、LED 照明、断路器、生活电器、智能门锁等电工照明产品；2022 年上半年，C 端装饰渠道开始了新业务无主灯的市场导入，完成了 8000 多家网点的初步布局，同时进一步开展全品类专卖区下沉建设；C 端五金渠道继续保持优势；C 端数码渠道店态持续丰富。

B 端渠道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。2021 年 B 端渠道销售收入同比增长 175.20%。2022 年公牛以智控无主灯产品为核心，强化开拓头部家装公司，上半年 B 端渠道销售收入同比增长 69%。电商渠道坚持全品类发展战略，2021 年收入同比增长 31.82%；2022 年上半年同比增长 15%。

新能源产品销售渠道以电商平台为主，线下渠道于 2022 年 3 月份开始组建，大力拓展线下新能源充电桩市场：在 C 端渠道方面，重点拓展新能源车销售商、汽车美容装潢店等专业售点上千家；在 B 端渠道方面，重点对机关事业单位、企业、物业、充电场站等客户进行开发试点，并总结形成方法论，实现销售每月持续增长，为公司新能源业务在全国大规模推广打下良好基础，早日实现公司的战略目标。

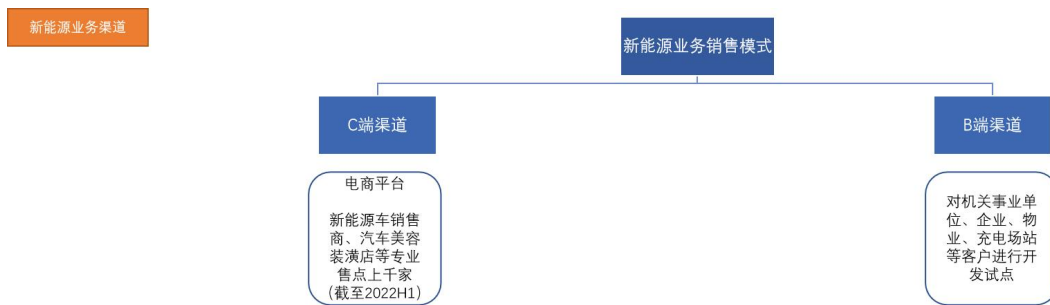
图5：公牛集团传统渠道布局



资料来源：公司招股书，公司财报，国信证券经济研究所整理

注：渠道占比数据为招股书中披露的 2019H1 数据

图6：公牛集团新能源渠道布局



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

发展历史：民用电工领先品牌，多元布局加多年深耕铸就家用轻工龙头地位

公牛集团创立于1995年，专注于以转换器、墙壁开关插座为核心的民用电工产品的研发、生产和销售，主要包括转换器、墙壁开关插座、LED照明、数码配件等电源连接和用电延伸性产品，广泛应用于家庭、办公等用电场合。1996年，创新推出插座专用按压式开关。2001年，设立班门电器。开拓海外市场。2004年工厂入驻观海卫工业园区。2007年，公牛进入墙壁开关插座领域。2009年，公牛创新实施“配送访销”销售模式。随后在2010年，建立公牛旗舰店，进军电商。2012年，公牛集团的慈东滨海工业园区新基地启用。2014年，公牛进入LED照明领域。紧接着在2016年，进入数码配件领域。2017年，引入外部投资人优化公司治理。自创立以来，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”（即转换器）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逐步拓展、形成了“安全插座”、“装饰开关”、“爱眼LED灯”、“数码精品”等品类定位鲜明、可持续发展的业务组合，“公牛”已成为一个家喻户晓的公众品牌。

1、第一阶段（1995-2007）崛起阶段。公牛转换器实现发展，对应中国家电行业快速发展形成用电需求。1995年，公牛抓住消费者对转换器产品品质、安全的根本诉求，从一开始即定位于制造高品质插座，不断提升消费者对于转换器的使用体验和品质认知。2001年公牛又将产品定位升级为制造“安全”插座，始终把握消费者对安全、品质、功能不断升级的需求变化，建立了公司在转换器这个传统行业中的持久优势。

2、第二阶段（2007-2020）培育阶段。公牛墙壁开关和智能生态业务培育起来，顺应房地产发展的背景。凭借在转换器领域的专心经营，2006年，公牛商标被认定为驰名商标，转换器产品销售收入也实现了持续增长，2018年实现销售收入48.47亿元，2016年-2018年销售收入复合增长率20.98%。2007年，公牛正式进入墙壁开关插座领域，在经营过程中敏锐把握了消费者对于开关装饰性的需求变化，确定了“装饰开关”的产品定位，开发出了系列广受市场欢迎的“装饰化”创新产品，如铝镁合金、高晶玻璃、双色注塑、幻影纹理、水晶系列等，并成功突破产业化的壁垒，大幅降低了产品生产成本，使“装饰开关”成功走向大众家庭。通过十余年发展，公司墙壁开关插座业务实现了从无到有、从小到强的跨越，成长为公司的战略明星业务。2018年销售收入为27.97亿元、2016年-2018年销售收入复合增长率31.98%。2014年，公牛依托渠道和品牌优势开始进入LED照明领域，把握消费者对视力健康尤其是儿童视力保护日益重视的需求变化，以“爱眼”作为产品定位，推出了多款具有防频闪、防蓝光等功能的LED照明产品，受

到消费者欢迎和认可。近几年公司不断扩充产品品类，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，销售收入也实现了快速增长，2018 年实现销售收入 7.41 亿元、2016 年-2018 年销售收入复合增长率 116.98%。2016 年，顺应消费电子产业发展趋势，公牛开始培育数码配件新种子业务，致力于为消费者提供更好的移动用电体验与更优质的品牌产品。在不到两年时间内，公司迅速推出了数据线、防过充充电器、金属车充、移动电源等系列产品，2018 年取得销售收入 2.77 亿元，2016 年-2018 年销售收入复合增长率 507.22%。

3、第三阶段（2020-2030）新发展阶段。公牛在国内和海外找到了属于自己的机会，已经进入新的发展中心。2021 年，公牛深刻洞察用户需求，持续推出家居智能化生态化、新能源用电等创新产品，电连接业务全年实现收入 64.13 亿元，智能电工照明业务实现收入 55.51 亿元，数码配件业务实现收入 3.73 亿元。2022 年，公牛进一步深化渠道变革，精益营销赋能传统优势渠道，加速新业务渠道开拓，实现营销精细化、数字化、系统化。同时，也积极推动公牛业务管理体系（BBS）落地，持续推进绩效管理变革，并持续推进数字化建设。

图7：公牛集团发展历史

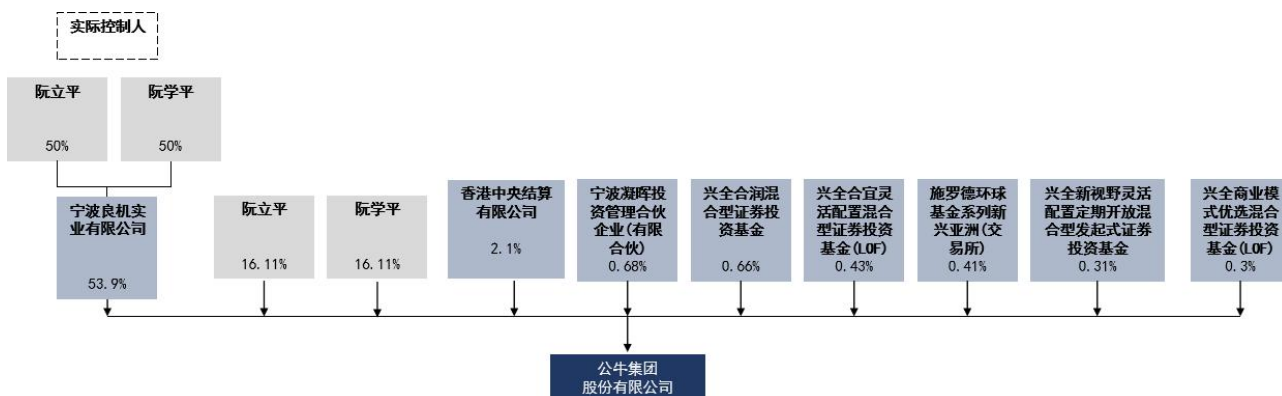


资料来源：公司官网，公司财报，国信证券经济研究所整理

股权结构：股权高度集中，组织架构调整完善，管理层行业经验丰富

股权高度集中，股权结构长期稳定。公司实际控制人阮立平和阮学平也是公牛集团品牌创始人，截止到 2022 年第三季度末，阮立平和阮学平各持有公司股份 16.11%，实际各持有 43.06%的股份，共计持有公牛集团公司股份 86.12%。股权高度集中且长期保持稳定，保障了公司的高效率决策制订及执行。此外，众多机构跻身公司前十大股东，体现了公牛集团作为具有良好成长性的龙头企业受到市场青睐。

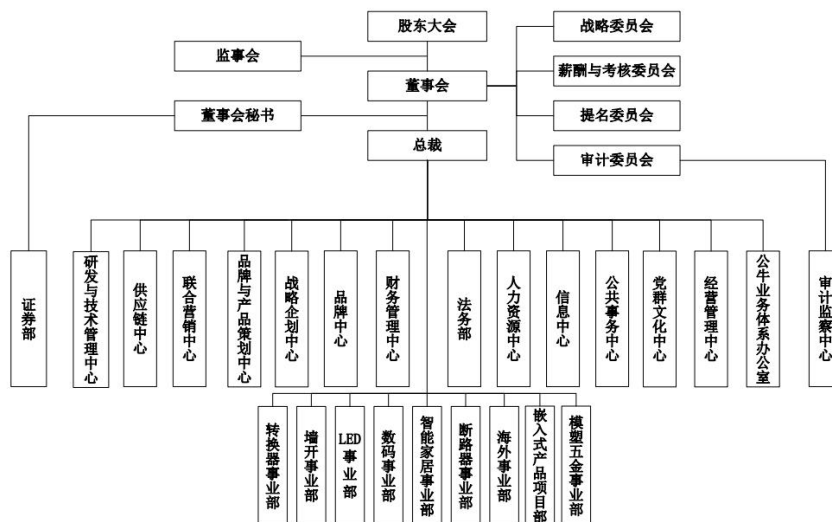
图8：公牛集团股权结构（截至 2022Q3）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

组织架构完善，运营效率高。公牛集团公司的组织架构十分完善，各部门分工明确，为业务长远发展提供了支撑。研发与技术管理中心负责支持事业部产品项目、培养技术人才，供应链中心负责确保交付流程效率提升和供应链专业能力提升。联合营销中心负责制定和实施营销和市场策略、进行渠道和经销商管理，而品牌与产品策划中心负责品牌策划与产品策划。战略企划中心主要负责组织集团的战略规划制订与部署，品牌中心则主要负责公牛品牌规划设计、推广，整合营销传播。各事业部根据集团战略进行业务规划，确保业务战略、经营目标的达成。

图9：公牛集团组织架构



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

公司管理层行业经验丰富，人才培养助力企业发展战略。公牛集团控股股东董事长阮立平、副董事长阮学平兄弟二人系公司创始人，公司董事会及核心管理层在家用电器行业有着丰富的行业经验，在行业的战略趋势、企业的发展方向、用人机制、激励措施等方面有着较好的判断和把握。在公司管理方面，公司持续学习借鉴先进的企业管理方法，融会贯通后打造公牛业务管理体系（BBS），通过改善实践公司不断实现 QDC（质量、交付、成本）等指标水平提升，持续培养黑带人才、绿带人才，实现精益转换大幅提升，公司业务管理水平不断提高。同时，公司继续围绕公牛领导力模型对各层级管理人员开展有针对性的领导力提升活动，并且

为了吸引和保留优秀人才，公司持续向核心管理层、技术骨干授予限制性股票激励计划、特别人才持股计划。股权激励计划将股东利益、公司利益和核心团队个人利益更紧密地结合在一起，进一步巩固了公司业绩持续增长与员工收入持续提升的双赢局面。

表1：公牛集团董事会与高管基本情况

姓名	职务	任职日期	出生年份	简介
阮立平	董事长、总裁	2017/12/23	1964	本科学历，中国国籍，拥有新加坡永久居留权、中国香港居民身份证。曾任水电部杭州机械设计研究所工程师，公牛集团有限公司董事长兼总裁等。现任公牛集团董事长、总裁，浙江省十三届人大代表，主要兼任宁波公牛执行董事兼总经理，公牛光电执行董事兼总经理，公牛数码执行董事兼总经理，良机实业执行董事等。
阮学平	副董事长	2017/12/23	1972	初中学历，中国国籍，拥有新加坡永久居留权、中国香港居民身份证。曾任慈溪公牛生产经理、公牛集团有限公司副董事长等。现任公牛集团副董事长，主要兼任慈溪公牛执行董事，上海公牛总经理，良机实业监事等。
蔡映峰	董事，副总裁	2017/12/23	1963	本科学历，教授级高级工程师，中国国籍，拥有新加坡永久居留权。曾任水电部杭州机械设计研究所起重室主任工程师，Portek International Pte Ltd（新加坡）高级工程师，公牛集团有限公司副总裁、总工程师。现任公牛集团董事、副总裁。
刘圣松	董事、副总裁、董事会秘书	2017/12/23	1970	本科学历，工程师，中国国籍，无境外永久居留权。曾任猴王集团科学技术部主任助理，美的集团股份有限公司高级经理，奥克斯集团有限公司战略运营总监、事业部副总经理，江西正邦科技股份有限公司总裁助理、事业部总经理，公牛集团有限公司副总裁。现任公牛集团董事、副总裁、董事会秘书，拥有上海证券交易所董事会秘书职业资格。
周正华	董事、副总裁	2017/12/23	1972	硕士研究生学历，中国国籍，无境外永久居留权。曾任中山嘉华电子（集团）有限公司进料品质控制（IQC）技术员，合一集团有限公司质量控制（QC）主管，美的集团股份有限公司产品公司总经理，公牛集团有限公司副总裁。现任公牛集团董事、副总裁、墙开事业部总经理。
周文川	董事	2021/5/20	1983	硕士研究生学历，博士研究生在读，中国香港永久居民。现任美瑞健康国际产业集团副董事长兼总裁，宇业集团有限公司助理总裁，深圳市晓舟投资有限公司总经理，深圳市工商联（总商会）执委会常委理事，公牛集团董事。
谢韬	独立董事	2017/12/23	1963	本科学历，英国注册会计师协会会员，新加坡国籍。曾任普华永道会计师事务所合伙人，Agria Corporation 首席执行官，安永会计师事务所合伙人，湖南大康国际农业食品股份有限公司首席执行官。现任上海维科精密模塑股份有限公司董事、China Yuchai International Limited 独立董事，浙江万丰奥威汽轮股份有限公司独立董事，公牛集团独立董事。
张泽平	独立董事	2017/12/23	1973	博士研究生学历，中国国籍，无境外永久居留权。曾任上海工程技术大学基础教育学院教师，华东政法大学国际法学院教师，中国驻马其顿共和国大使馆领事部主任。现任华东政法大学国际法学院教授，上海国际经济贸易仲裁委员会、上海仲裁委员会和深圳国际仲裁院仲裁员，上海中联律师事务所兼职律师，昆山协孚新材料股份有限公司独立董事，深圳素士科技股份有限公司独立董事，苏州市科林源电子有限公司董事，公牛集团独立董事。
何浩	独立董事	2017/12/23	1976	硕士研究生学历，注册会计师，中国国籍，无境外永久居留权。曾任安达信会计师事务所高级审计员，普华永道会计师事务所审计经理，德意志银行中国有限公司副总裁，渣打银行中国有限公司企业客户部财务总监。现任红星美凯龙控股集团有限公司执行总裁，上海星山投资管理有限公司董事长，上海星铎企业管理合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人，上海星敦科技有限公司执行董事，上海星宇信商业管理有限公司执行董事，北京星浩凯瑞科技有限公司执行董事兼经理，上海丽浩创意设计有限公司执行董事，上海美珑互动娱乐科技有限公司董事，重庆美技融资租赁有限公司董事，上海星朵酒店管理有限公司董事，西藏奕盈企业管理有限公司监事，常州盈鸿投资有限公司监事，上海家金所金融信息服务有限公司监事，上海星琴品牌管理有限公司监事，公牛集团独立董事。
申会员	监事会主席	2017/12/23	1964	本科学历，中国国籍，无境外永久居留权。曾任 TCL 集团股份有限公司国际电工开发部项目组长，惠州爱帝威电工科技有限公司电工研发部部长，公牛集团有限公司电器附件部负责人，宁波公牛电器有限公司常务副总经理兼研发副总经理，公牛集团有限公司研究院院长。现任公牛集团股份有限公司监事会主席，公牛集团研发与技术管理中心负责人、研究院院长。
官学军	监事	2017/12/23	1978	硕士研究生学历，中国国籍，无境外永久居留权。曾任佛山市顺德区顺达电脑厂有限公司采购科长，宁波方太厨具有限公司高级采购经理，全家私有限公司高级采购经理，公牛集团有限公司新业务管理中心总监。现任公牛集团监事，装饰渠道营销系统总经理。
李雨	职工监事	2017/12/23	1983	本科学历，中级审计师、国际注册内部审计师，中国国籍，无境外永久居留权。曾任公牛集团审计部经理、运营部经理、公牛大学执行校长、人力资源中心总监，现任公牛集团低压电器事业部总经理。
李国强	副总裁	2017/12/23	1967	大专学历，中国国籍，无境外永久居留权。曾任 TCL 国际电工（惠州）有限公司区域经理，爱帝威国际电工（惠州）有限公司营销总监，公牛集团有限公司营销副总裁。现任公牛集团营销副总裁。
张丽娜	副总裁、财务总监	2017/12/23	1960	大专学历，中国国籍，无境外永久居留权。曾任中国电信股份有限公司慈溪分公司财务主任，公牛集团有限公司财务经理、财务总监。现任公牛集团副总裁、财务总监。

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

行业分析：传统民用电工行业公牛集团市场地位稳固，新兴行业前景广阔

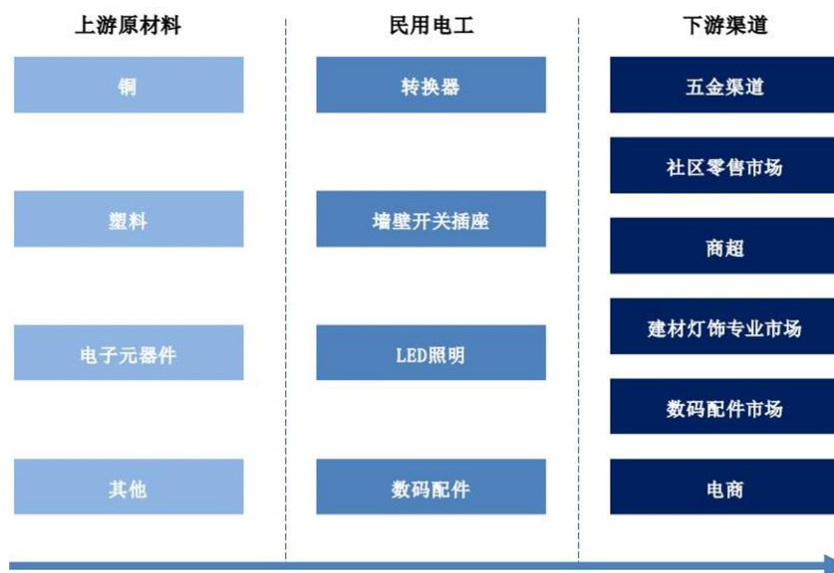
产业链上下游：上游供应稳定，下游传统渠道格局稳固

公牛集团的转换器、墙壁开关插座、LED 照明与数码配件的主要原材料均由铜、塑料、电子元器件等构成。转换器产品主要在五金渠道、社区零售市场、商超和电商渠道销售，墙壁开关插座产品主要在建材灯饰专业市场和电商渠道销售，LED 照明主要在五金渠道、社区零售市场、商超、建材灯饰专业市场和电商渠道销售，而数码配件产品则在数码配件市场和电商渠道销售。

上游供应稳定及时，公牛议价能力可减少大宗原材料价格波动的影响。公牛集团上游行业主要为以铜为主的有色金属行业，以 PC 料和 PP 料为主的塑料行业，以及电子元器件行业。上述原材料均为常规材料，供应稳定及时，不会出现短缺。**铜、塑料**等大宗原材料价格是影响本行业经营的重要因素，具有规模优势的公牛集团对上游供应商具有一定的议价能力，同时通过期货套期保值等方式锁定交易价格，可以降低原材料现货市场价格波动给公司经营带来的不确定性风险。

下游零售渠道网点分散，业务格局稳固，新渠道成长性大。公牛集团所生产的产品为民用消费品，主要通过五金渠道、社区零售市场、商超、建材灯饰专业市场、数码配件市场、电商等适销对路的渠道进行销售。消费者需求的稳定增长是公牛的生存和发展的基础，是其长期可持续发展的保障。因公牛渠道网点较为分散，经销商或销售网点通常规模较小，任一经销商或店主都不会影响公牛的业务格局。此外伴随公司智能家居生态产品及新能源充电产品的发展，B 端装企、工程、精装房渠道，以及新能源渠道成长空间较大。

图 10：公牛集团产业链上下游

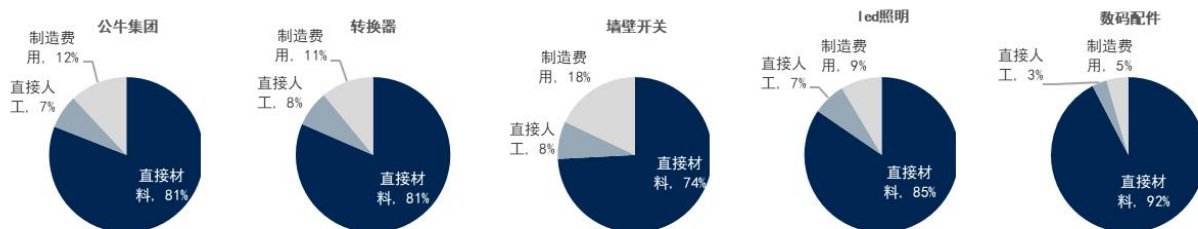


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

成本分析：直接材料成本约占八成，以铜和 PC/PP 塑料为主。从公牛集团整体成本构成来看，直接材料成本约占 81%，直接人工和制造费用成本分别占 7%和 12%。分业务来看，墙壁开关业务直接材料成本占比最低，约占 74%，制造费用成本占比较高且逐年提升，主要因公司策略性提升墙开业务的零部件自制率、加大自动

化生产能力建设，以及新基地投产、模具投入增加。**转换器**和**LED 照明**原材料成本占比分别为 81%和 85%，转换器制造费用增长主要来自提升零部件自制率，购置了较多注塑设备、五金设备带来相关折旧和电费的上升，应对新国标升级增加了保护门生产工序和相关人工、设备投入以及模具投入增加等；LED 照明制造费用增长主要来自投入了较多的模具、工量夹具；以及公司不断提升自动化生产能力，包括推行组装自动化和贴标、打胶等工序自动化等，相应带来制造费用的上升。**数码配件**原材料成本占比为 92%，占比较高主要系数码配件产品以 OEM 生产为主。

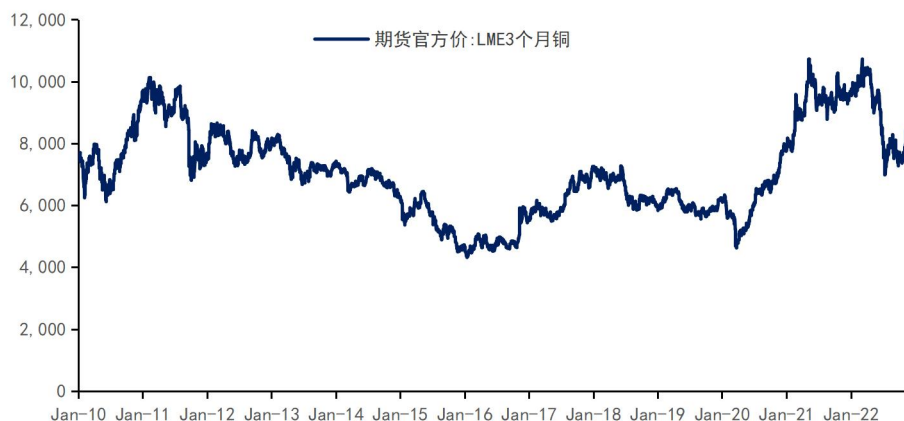
图 11：公牛集团分业务成本构成（2019 年 1-6 月）



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

从原材料构成来看，以铜和 PC/PP 塑料为主。由于**转换器**中有线产品占比较高、而有线产品中电源线的用铜量较高，因此，转换器产品材料成本中铜的占比平均达 50%左右，同时，另一主要材料改性 PP 占比约 10-15%。与转换器不同，**墙开**的主要原材料为改性 PC（占材料成本比约 40-50%）和五金件（以铜为主，还包括铁等其他材料，占材料成本比约 20-30%左右），铜材等金属占比较低，因此单位成本受铜材等价格影响亦相对较小。因此当铜价格上涨 10%，对转换器成本影响约 4%，对墙开成本影响约 1.5-2%。2020 年以来铜价涨幅较大，2021 年位于历史高位，2022 年价格有所回落，公司得益于通过期货套期保值，一定程度上平滑了铜价格上涨对公司原材料成本所带来的压力。

图 12：2010-2022 年铜价格走势



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图13: 2010-2022 年 PC 价格走势



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 2010-2022 年 PP 价格走势



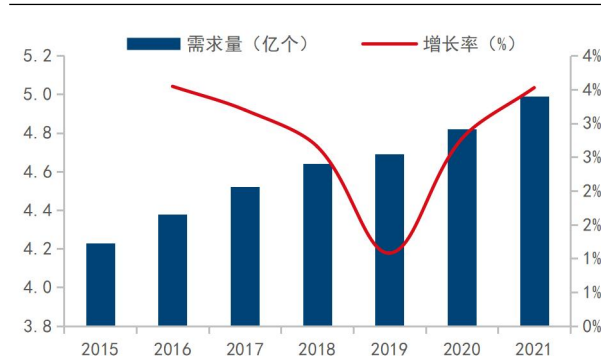
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

细分行业市场规模及竞争格局：传统民用电工行业增速放缓市场份额相对集中，新兴行业前景广阔

1. 转换器行业：百亿级市场增速放缓集中度高，家电产品的日益丰富和普及系主要推动因素

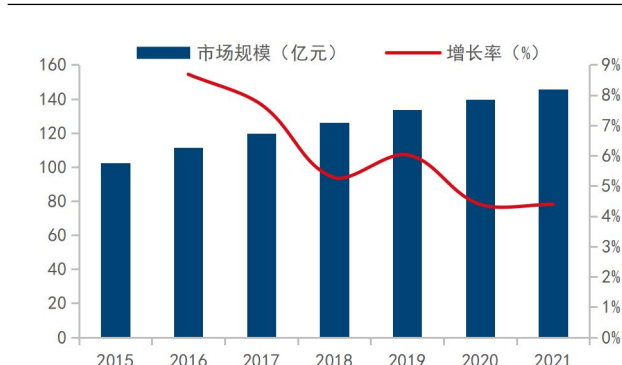
行业进入成熟期增速放缓。转换器（即“插座”）主要用途为电力转换，用于连接电源插头，使用场景包括居民家庭领域、工业企业领域及办公场所等。根据华经产业研究院数据显示，2021 年我国转换器需求量达 4.99 亿个，同比增长 3.53%；市场规模达 145.71 亿元，同比增长 4.39%，行业已进入市场成熟期，近年来增速有所放缓。按照应用领域占比划分，居民家庭领域、工业企业领域、办公场所及其他领域占比分别为 70%/23%/7%。

图15: 2015-2021 年中国插排需求量及增长率



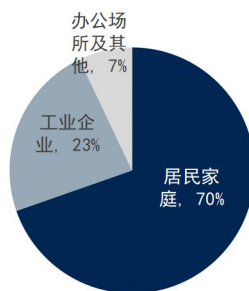
资料来源: 华经产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图16: 2015-2021 年中国插排市场规模及增长率



资料来源: 华经产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图 17: 2021 年中国插排应用领域占比情况



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

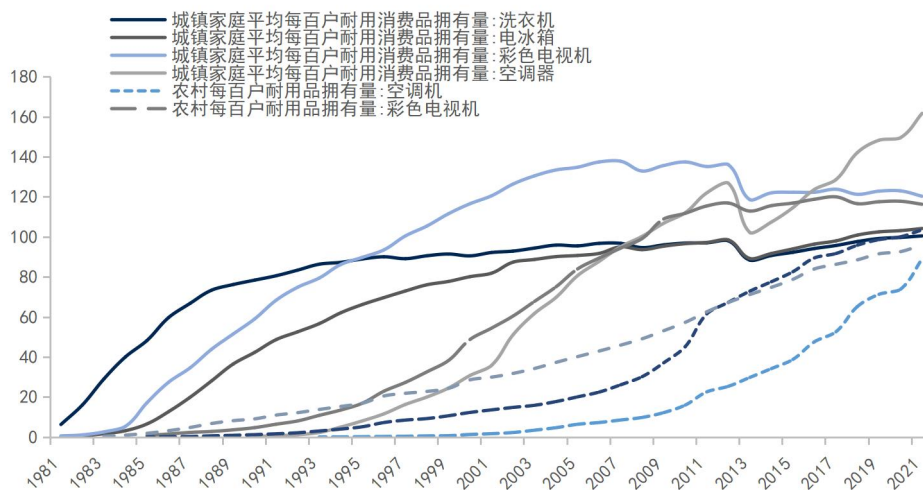
家电产品的日益丰富和普及驱动转换器行业需求增长。行业的增长动力主要在于国内居民家庭人均可支出水平提升、家庭电器种类与数量持续增长、对插座产品质量/形态等提出新的多样化需求后所产生的替换升级需求，进而转换器需求持续上升。但是转化器属于相对耐用品，替换周期较长，更新需求较弱，替换需求主要通过供给端产品创新升级来催化。需求端的推动因素，从过去几年的全社会用电量增长和家用电器保有量持续增长来看，大家电、小家电等家庭用电产品的日益丰富，推动了相应的电源连接产品需求的增长。

图 18: 中国全社会用电量及增长率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图19：中国居民平均每百户电器拥有量（单位：台）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

我们通过模型测算，2021 年人口 14.13 亿，城镇就业人员 4.68 亿，假设人均家用转换器为 2 个，人均商用转换器为 1 个，以公牛公告平均零售价 30.2 元作为终端价格，产品使用周期 5 年，测算得到转换器市场规模约为 254.8 亿元。未来量、价仍有增长空间，量的增长点在于电器品类和数量的增加，以及转换器更换频率的提升。

表2：2021 年转换器市场规模测算

	家用	商用	工业企业	合计
用户数量（亿）	14.1	4.7		
人均使用量（个）	2.0	1.0		
产品使用周期（年）	5.0	5.0		
均价（元/个）	30.2	30.2		
市场规模（亿元）	170.5	28.2	56.0	254.8

资料来源：wind，公牛招股书，国信证券经济研究所整理

国内竞争格局集中，公牛集团市占率约 51%。根据我们测算的 2021 年转换器市场规模，大约为 254.8 亿元；公牛集团 FY2021 转换器业务收入规模为 64 亿元，根据公司招股书，转化器平均出厂价约为 14.8 元，终端平均零售价格约为 30.2 元，加价倍率为 2.04 倍，故公牛终端零售规模约为 130.4 亿元，市占率达 51%。我们通过对天猫平台转换器产品销售数据的统计，2021 年转换器在天猫平台合计销售额为 21 亿元，公牛销售额最高，达 15.7 亿元，市场占比 75%；2022 年转换器在天猫平台合计销售额为 18 亿元，公牛销售额最高，达 13.7 亿元，市场占比 75%。

表3：2021 年天猫平台转换器产品销售情况

产品	品牌	销售额(百万元)	排名	市场占比
转换器	公牛 Bull	1,570.32	1	75%
转换器	小米 Mi	38.46	2	2%
转换器	德力西	32.88	3	2%
转换器	得力 Deli	17.77	4	1%
转换器	泽牛	17.69	5	1%
转换器	DERIPUS/戴利普	16.29	6	1%
转换器	欧普照明 Oppl e	15.12	7	1%
转换器	Erebor/爱瑞堡	14.64	8	1%
转换器	lengon/良工	14.10	9	1%
转换器	合计	2,100.64		

资料来源：阿里第三方平台，国信证券经济研究所整理

表4：2022 年天猫平台转换器产品销售情况

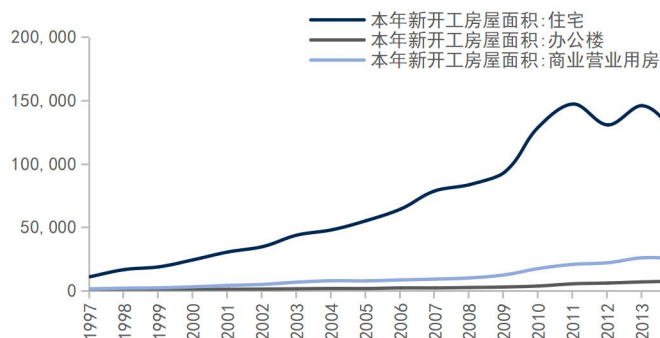
产品	品牌	销售额(百万元)	排名	市场占比
转换器	公牛 Bull	1,373.16	1	75%
转换器	德力西	44.29	2	2%
转换器	小米 Mi	24.37	3	1%
转换器	得力 Deli	18.47	4	1%
转换器	lengon/良工	14.84	5	1%
转换器	TREASURE BEAM/宝束	13.31	6	1%
转换器	督牌	11.47	7	1%
转换器	雅奇	10.70	8	1%
转换器	鼎达	9.93	9	1%
转换器	合计	1,826.70		

资料来源：阿里第三方平台，国信证券经济研究所整理

2. 墙开插座行业：百亿级市场房地产后周期增速放缓，竞争格局相对集中

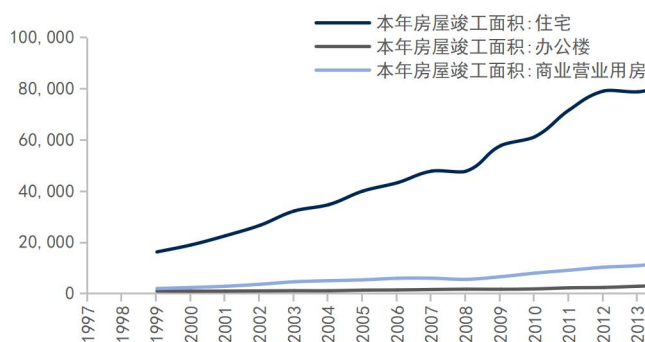
房地产市场、装修市场、电器市场增长共同推动墙开行业增长，未来存量房翻新需求成为上游主要支撑力。墙壁开关插座一般是指安装在墙壁上使用的电器开关、插座，用来接通和断开电路，以及控制照明灯的开关。作为为电器通电的装饰装修用品，墙壁开关插座行业过去发展直接受益于房地产市场、装修市场的发展，以及电器保有量的提升。过去 20 年，房地产市场快速增长，年度累计房屋新开工面积于 2019 年达到顶峰后开始回落，竣工面积 2021 年仍有正向增长，2022 年开始持续下行。房地产行业高速发展期已然过去，未来随新房竣工及购买需求的放缓，存量房翻新需求将成为墙开行业上游推动力的重要支撑因素，大量的、不断增长的存量房产，随着装修耐用年限逐步到期，相应的翻新装修需求逐步释放，近年来我国开始陆续在各省推行老旧小区翻新工程，其中水电气成为改造重点；同时办公商业场所随着市场主体不断增长，相应的翻新装修亦较为频繁，这对装饰装修行业的持续增长带来了重要的支撑和越来越明显的推动力。

图 20: 1997-2022 前三季度房屋新开工面积（单位：万平方米）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 21: 1997-2022 前三季度房屋竣工面积（单位：万平方米）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

我们通过模型测算，以 2021 年房屋销售面积为具有装修需求的新房面积，假设住宅平均面积为 90 平米/套，2021 年有装修需求的新住宅套数有 1739 万套；假设存量房翻新及二手房装修套数占总住宅装修需求量的 30%，故有 745 万套。假设每户需要墙开插座 50 个。办公楼和商业营业用房，以 2021 年竣工面积作为 2021 年新增装修面积，假设翻新需求占总需求 20%，假设每 4 平米安装一个墙开插座。以公牛公牛平均零售价 11.3 元作为终端价格，市场规模约在 144.65 亿元，若考虑学校等公共使用场景，我们预计市场总规模在 200 亿元左右。未来量、价仍有增长空间，量的增长点在于电器品类和数量的增加，以及装修翻新需求的提升。

表5：2021 年墙开插座市场规模测算

	住宅		办公楼	商业营业用房	合计
新房套数(万套)	1,739.24	新增面积(万平方米)	3,375.76	8,717.91	
旧房翻新+二手房装修套数(万套)	745.39	翻新需求(万平方米)	843.94	2,179.48	
户均使用个数(个/套)	50.00	插座使用密度(个/平方米)	0.25	0.25	
均价(元/个)	11.30	均价(元/个)	11.30	11.30	
市场规模(亿元)	140.38	市场规模(亿元)	1.19	3.08	144.65

资料来源：wind，公牛招股书，国信证券经济研究所整理

竞争格局较为集中，公牛市占率约 34%。根据我们测算的 2021 年墙开插座市场规模，大约为 143.7 亿元；公牛集团 FY2021 墙开插座业务收入规模为 38.2 亿元，根据招股书，墙开插座平均出厂价约为 6.35 元，终端平均零售价格约为 11.3 元，加价倍率为 1.78 倍，故公牛终端零售规模约为 68 亿元，市占率约为 34%。我们通过对天猫平台墙开插座产品销售数据的统计，2021 年墙开插座在天猫平台合计销售额为 2494.8 百万元，公牛销售额最高，达 422.3 百万元，市场占比 17%；2022 年墙开插座在天猫平台合计销售额为 2399.3 百万元，公牛销售额最高，达 524.1 百万元，市场占比提升至 22%；

表6：2021 年天猫平台墙开插座产品销售情况

产品	品牌	销售额(百万元)	排名	市场占比
墙壁开关插座	公牛 Bull	422.28	1	17%
墙壁开关插座	德力西	308.81	2	12%
墙壁开关插座	正泰 Chnt	268.69	3	11%
墙壁开关插座	施耐德 Schneider Electric	227.15	4	9%
墙壁开关插座	西门子 Siemens	199.54	5	8%
墙壁开关插座	欧普照明 Oppl	130.11	6	5%
墙壁开关插座	legrand/罗格朗	124.46	7	5%
墙壁开关插座	松下 Panasonic	46.01	8	2%
墙壁开关插座	西蒙电气 Simon	43.31	9	2%
墙壁开关插座	合计	2,494.76		

资料来源：阿里第三方平台，国信证券经济研究所整理

表7：2022 年天猫平台墙开插座产品销售情况

产品	品牌	销售额(百万元)	排名	市场占比
墙壁开关插座	公牛 Bull	524.15	1	22%
墙壁开关插座	正泰 Chnt	244.47	2	10%
墙壁开关插座	德力西	243.11	3	10%
墙壁开关插座	西门子 Siemens	203.16	4	8%
墙壁开关插座	施耐德 Schneider Electric	197.09	5	8%
墙壁开关插座	legrand/罗格朗	107.54	6	4%
墙壁开关插座	西蒙电气 Simon	47.67	7	2%
墙壁开关插座	松下 Panasonic	36.07	8	2%
墙壁开关插座	欧普照明 Oppl	35.53	9	1%
墙壁开关插座	合计	2,399.28		

资料来源：阿里第三方平台，国信证券经济研究所整理

3. LED 照明行业：渗透率提升和产品升级持续驱动千亿级市场，应用领域有望拓宽竞争格局分散

房地产市场增长、渗透率提升、产品升级共同推动通用照明行业增长，装饰属性较强。LED 照明即发光二极管照明，是以 LED 灯具来进行照明的统称。它是利用固体半导体芯片作为发光材料，在半导体中通过载流子发生复合放出过剩的能量而引起光子发射，直接发出红、黄、蓝、绿色的光，在此基础上，利用三基色原理，添加荧光粉，可以发出任意颜色的光。LED 照明的下游应用场景丰富，包括通用照明、显示屏、背光应用、汽车照明、信号指示等领域。公牛集团的 LED 照明产品主要为通用照明产品。通用照明行业与墙开行业同为地产后周期的装修装饰行业，与房地产的发展息息相关；与墙开行业不同但是：1）近年来行业发展同时收到白炽灯替换需求加持，LED 照明产品渗透率不断提升；2）照明产品的装饰属性更强，客单价、产品升级、产品更换需求更高。

根据华经产业研究院数据显示，2021 年我国 LED 照明行业市场规模达 9428 亿元，同比增长 9.3%；其中 LED 通用照明市场规模达 3005 亿元，同比增长 9.9%。行业渗透率持续提升，2021 年渗透率约为 80%。

图 22：2017-2021 年中国 LED 照明行业市场规模及增长率



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

图 23：2017-2021 年中国 LED 通用照明行业市场规模及增长率



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

图 24：2015-2021 年中国 LED 照明产品渗透率变化情况



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

未来增长动力主要在于渗透率持续提升和产品升级，应用领域有望拓宽。产品升级催化因素包括：1）政策层面，国家有关部门从产业配套和下游市场等方面，鼓励高效节能的电光源、配套电器、绿色环保的气体放电灯和固态照明产品在照明

中的应用，有效推动了照明系统配套器具的多样化、节能化发展，推动供给端升级以及需求端更换；2）技术层面，近年来，LED 照明技术在全球范围内取得了突飞猛进的进步，克服了早期发光效率低、使用成本偏高、颜色色系单一的缺点。在移动照明设备应用上，LED 照明具有低能耗、小体积、抗冲击、续航久等特点。LED 外延片、芯片、封装、驱动电路以及下游应用领域相关技术的发展推动 LED 光源价格下降，同时装饰性、智能化也有望推动产品进一步升级，更推动了 LED 在民用、商用和工业用等多个领域的广泛应用，预计未来应用领域将进一步拓宽。

表8：中国 LED 照明行业最新政策汇总

日期	政策名称	内容
2021 年 5 月	《儿童青少年近视防控光明行动工作方案（2021-2025 年）》	落实教室、宿舍、图书馆（阅览室）等采光和照明要求，为学生提供符合用眼卫生要求的学习环境。
2021 年 4 月	《住房和城乡建设部等部门关于加快发展数字家庭提高居住品质的指导意见》	到 2025 年底，新建全装修住宅和社区配套设施，全面具备通信连接能力，拥有必要的智能产品；既有住宅和社区配套设施，拥有一定的智能产品，投字化改造初见成效
2021 年 3 月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	加快数字化应用及绿色经济，智能照明的智能家居方面将进一步完善，产品种类将进一步增多。
2019 年 11 月	《LED 夜景照明应用技术要求（征求意见稿）》	夜景照明用 LED 照明产品应符合 JGJ/T163 的规定。
2019 年 10 月	《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	将“半导体照明设备”，“半导体照明衬底、外延、芯片、封装及材料等”、“城市照明智能化、绿色照明产品及系统技术开发与应用”列入鼓励类产业。
2019 年 9 月	《公路隧道 LED 照明设计与施工技术指南》	公路隧道 LED 灯具的初始光通量不应小于额定光通量的 90%，且不应大于额定光通量的 120%
2019 年 3 月	《绿色产业指导目录（2019 年版）》	在节能环保产业目录中，将若干照明行业的产品和技术列入绿色产业指导目录。
2019 年 3 月	《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》	加快推进 4K 产业创新和应用，同时结合超高清视频技术发展趋势和产业发展规律，做好 8K 技术储备。超高清视频产业时代的来临，对 8K+5G 技术推进，为小间距、Mini/MicroLED 等新型显示技术提供了发展新契机。
2019 年 2 月	《建筑照明设计标准（征求意见稿）》	旅馆建筑的客房直采用 LED 灯，亦可采用紧凑型荧光灯；照明设计不应采用普通照明白炽灯，对电磁干扰有严格要求，且其他光源无法满足的特殊场所除外。
2018 年 1 月	《中国光电子器件产业技术发展路线（2018-2022 年）》	对光通信器件、光显示器件（包括发光二极管显示器件）等光电子器件产业技术现状和趋势进行梳理和分析，并提出了产业目标、发展思路、结构调整等一系列指导意见。
2017 年 1 月	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》	将新型 LED 照明应用产品列为高效照明产品及系统（7.1.6）之一，引导全社会资源投向，并作为战略性新兴产业中的节能环保产业进行重点支持。
2016 年 8 月	《关于引导企业创新管理提质增效的指导意见》	鼓励企业建立能源管理体系，提高能源管理水平，积极利用先进适用的节能降耗技术，提高资源、能源利用效率。从客户需求出发，增加服务环节投入，推动企业向“微笑曲线”两端升级，延伸产业链，提升价值链；变销售产品为向客户交付使用价值，实现产品的展业化，有针对性地发展研发设计、技术支持等上游技术服务，以及总集成、总承包、综合解决方案等整合服务，适应服务化转型的需要，合理调整业务流程、组织架构和管理模式，面向行业提供社会化、专业化、规范化服务。

资料来源：中商情报网，国信证券经济研究所整理

无主灯成为当前通用照明行业流行趋势。无主灯指没有主光源的照明，即根据空间照明要求，使用筒灯、射灯、灯带、轨道灯等灯具以点线面结合的方式，营造灯光（光影）氛围的照明设计手法。无主灯打破了此前单一灯具照明的方式，采用组合灯具照明，可以满足个性照明需求、便于搭配移动、使光线层次更加丰富、视觉上放大空间，同时对设计要求更高、电路改造复杂。

图 25: 无主灯与有主灯对比



资料来源：小红书，国信证券经济研究所整理

照明行业竞争格局分散，公牛市占率较低。2021 年 LED 通用照明市场规模，大约为 3000 亿元，市场空间广阔；公牛集团 FY2021 LED 照明业务收入规模为 10.7 亿元，根据公司招股书，LED 照明产品平均出厂价约为 8.69 元，终端平均零售价格约为 11.83 元，加价倍率为 1.36 倍，故公牛终端零售规模约为 14.6 亿元，市占率约为 0.5%。我们通过对天猫平台 LED 照明产品销售数据的统计，2021 年灯饰照明产品在天猫平台合计销售额为 308.9 亿元，公牛销售额 58.8 百万元，市场占比 0.2%，排名第一的欧普照明占有率为 4.7%；2022 年天猫平台公牛销售额占比为 0.7% 占有率有所提升，排名第一的雷士照明占有率为 4.6%。

表 9: 2021 年天猫平台灯饰照明产品销售情况

产品	品牌	销售额(百万元)	排名	市场占比
灯饰照明	欧普照明 Oppl	1,463.18	1	4.7%
灯饰照明	雷士 Nvc	1,285.25	2	4.2%
灯饰照明	月影	1,112.47	3	3.6%
灯饰照明	飞利浦 Philips	614.36	4	2.0%
灯饰照明	希尔顿	575.65	5	1.9%
灯饰照明	纽思维尔	239.12	6	0.8%
灯饰照明	松下 Panasonic	238.76	7	0.8%
灯饰照明	万火 Onefire	205.34	8	0.7%
灯饰照明	TCL	175.13	9	0.6%
灯饰照明	公牛 Bull	58.54	-	0.2%
灯饰照明	合计	30,894.02		

资料来源：阿里第三方平台，国信证券经济研究所整理

表 10: 2022 年天猫平台灯饰照明产品销售情况

产品	品牌	销售额(百万元)	排名	市场占比
灯饰照明	雷士 Nvc	1,244.79	1	4.6%
灯饰照明	欧普照明 Oppl	1,015.32	2	3.8%
灯饰照明	月影	638.83	3	2.4%
灯饰照明	飞利浦 Philips	588.20	4	2.2%
灯饰照明	希尔顿	332.08	5	1.2%
灯饰照明	松下 Panasonic	268.60	6	1.0%
灯饰照明	纽思维尔	249.62	7	0.9%
灯饰照明	DGY/大观园	241.59	8	0.9%
灯饰照明	孩视宝	221.01	9	0.8%
灯饰照明	公牛 Bull	198.23	-	0.7%
灯饰照明	合计	26,831.39		

资料来源：阿里第三方平台，国信证券经济研究所整理

无主灯行业线上格局相对集中，公牛市占率较低。无主灯产品 2021 年及 2022 年，在天猫平台的销售额分别为 20 亿元和 17 亿元，占照明产品整体的 6.4%。2021 年公牛销售额 13.6 百万元，市场占比 0.7%，排名第一的雷士照明占有率为 11.7%；2022 年天猫平台公牛销售额占比提升至 1.0%，排名第一的雷士照明占有率为 12.6%。

表 11: 2021 年天猫平台无主灯（筒灯+射灯）产品销售情况

产品	品牌	销售额(百万元)	排名	市场占比
无主灯（筒灯+射灯）	雷士 Nvc	232.33	1	11.7%
无主灯（筒灯+射灯）	欧普照明 Oppl	196.91	2	9.9%
无主灯（筒灯+射灯）	飞利浦 Philips	65.75	3	3.3%
无主灯（筒灯+射灯）	久欣灯饰	47.93	4	2.4%
无主灯（筒灯+射灯）	CDN/西顿照明	46.81	5	2.4%
无主灯（筒灯+射灯）	爱德朗	44.16	6	2.2%
无主灯（筒灯+射灯）	GDD'S/高灯大师	36.94	7	1.9%
无主灯（筒灯+射灯）	拉伯塔	35.24	8	1.8%
无主灯（筒灯+射灯）	铜之光	34.61	9	1.7%
无主灯（筒灯+射灯）	公牛 Bull	13.65		0.7%
无主灯（筒灯+射灯）	合计	1,984.18		

资料来源：阿里第三方平台，国信证券经济研究所整理

表 12: 2022 年天猫平台无主灯（筒灯+射灯）产品销售情况

产品	品牌	销售额(百万元)	排名	市场占比
无主灯（筒灯+射灯）	雷士 Nvc	220.67	1	12.6%
无主灯（筒灯+射灯）	欧普照明 Oppl	134.66	2	7.7%
无主灯（筒灯+射灯）	Yeelight	81.17	3	4.6%
无主灯（筒灯+射灯）	NAMEEK'S	59.12	4	3.4%
无主灯（筒灯+射灯）	良印	52.20	5	3.0%
无主灯（筒灯+射灯）	飞利浦 Philips	48.00	6	2.7%
无主灯（筒灯+射灯）	GDD'S/高灯大师	46.68	7	2.7%
无主灯（筒灯+射灯）	CDN/西顿照明	44.02	8	2.5%
无主灯（筒灯+射灯）	铜之光	38.38	9	2.2%
无主灯（筒灯+射灯）	公牛 Bull	18.19		1.0%
无主灯（筒灯+射灯）	合计	1,748.75		

资料来源：阿里第三方平台，国信证券经济研究所整理

4. 智能家居行业：快速成长长期渗透率提升空间大，行业格局尚未稳定

智能家居产业品类日益丰富。智能家居是以住宅为平台，利用综合布线技术、网络通信技术、安全防范技术、自动控制技术、音视频技术将家居生活有关的设施集成，构建高效的住宅设施与家庭日程事务的管理系统。当前市场上主流产品包括：智能灯光、电动窗帘、智能扫地机、智能门锁、智能摄像头、智能控制板、智能马桶、智能晾衣架等。随着供给端智能家居方案的日益成熟，以及需求端消费者接受度的逐渐提升，智能家居产业从单品智能时代向全屋智能时代迈进。

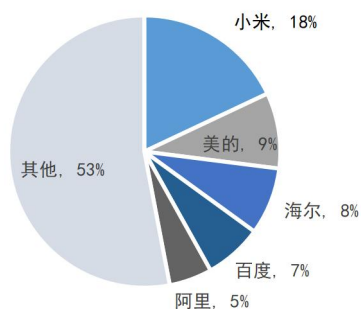
图 26: 智能家居主要产品



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

智能家居参与者以家电、互联网、智能家居公司为主，下游渠道分为 B 端和 C 端。目前市场上的代表性企业包括，传统家电企业海尔智家、美的集团等；互联网企业小米集团、百度集团、华为等；智能家居企业欧瑞珀、萤石网络等。根据 IDC 发布的数据显示，2022 年一季度按照出货量排名，市场份额前五的公司分别是小米、美的、海尔、百度、阿里。下游渠道中，B 端的代表企业有房地产企业和家装公司，与房地产企业的合作主要为精装房项目；C 端主要包括红星美凯龙、国美电器等线下商城，以及天猫、京东、苏宁易购等线上平台。

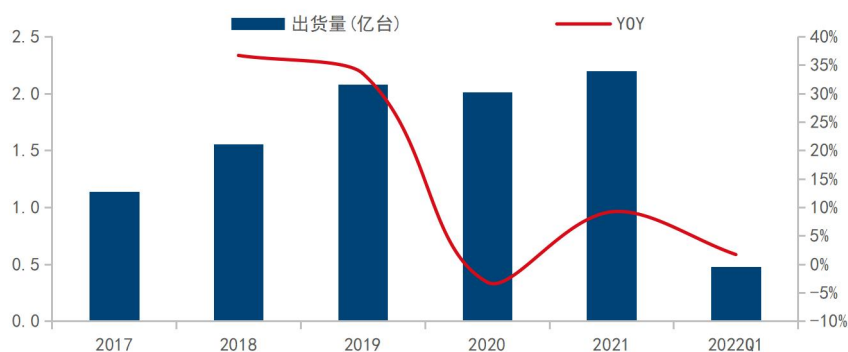
图 27: 2022Q1 中国智能家居市场出货量市场份额



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

智能家居出货量持续增长，B 端智能家居各品类配置率和规模快速增长。根据 IDC 数据统计，我国智能家居出货量在 2017 年为 1.14 亿台，2021 年为 2.2 亿台，4 年复合增速 18%；2022Q1 出货量同比增长 1.7%。受房地产销售竣工下滑、疫情反复影响，2022 年家居零售额持续下滑，但是智能家居的出货量和 B 端精装房配置率仍有逆势增长。根据奥维云网监测数据显示，2021 年中国住宅地产配套智能家居的精装修项目规模达到 254.7 万套，智能家居配置率达到 89%，较 2020 年提升 4.8 个百分点。2022 年 1-9 月精装修开盘楼盘项目个数 1454 个，同比下降 39.0%；精装套数 108.45 万套，同比下降 46.2%。与市场整体情况相反，智能部分品类的配置率逆势增长，2022 年 1-9 月智能门锁、智能开关、智能家居系统精装房配置率分别提升 4.9/3.8/3.7 个百分点。

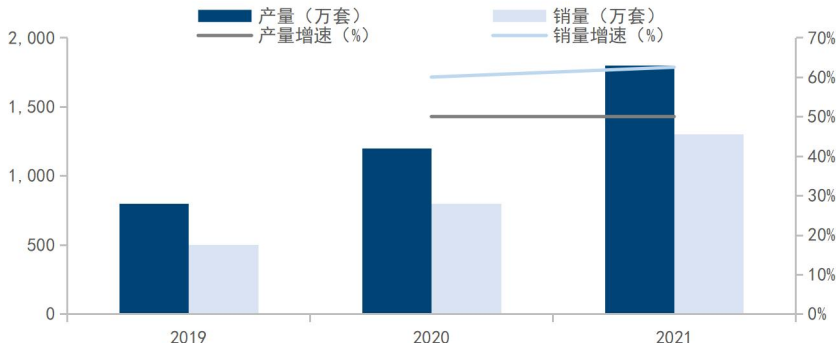
图 28：2017-2022Q1 我国智能家居产品出货量（亿台）



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

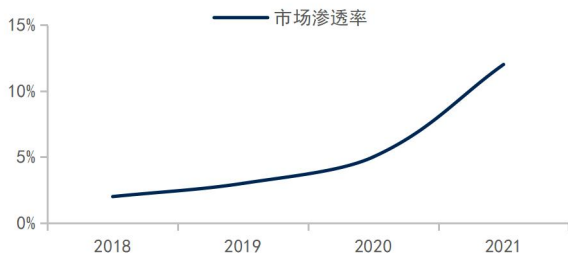
1) 智能门锁行业规模快速增长，渗透率仍有较大提升空间。根据华经产业研究院数据，近几年，中国智能门锁的产销量均实现稳健增长。2021 年中国智能门锁产品产量达到 1800 万套，同比 2020 年增长 50%，2021 年中国智能门锁产品销量达到 1300 万套，同比 2020 年增长 62.5%。2018 年至 2021 年中国智能门锁渗透率稳步且增长迅速，2021 年中国智能门锁渗透率达 12%。韩国智能门锁的渗透率已达到 75%，日本智能门锁渗透率达到 40%，欧美国家智能门锁渗透率 15%，相比于其他国家，中国智能门锁的渗透率还是有很大差距。

图 29：2019-2021 年中国智能门锁产销量



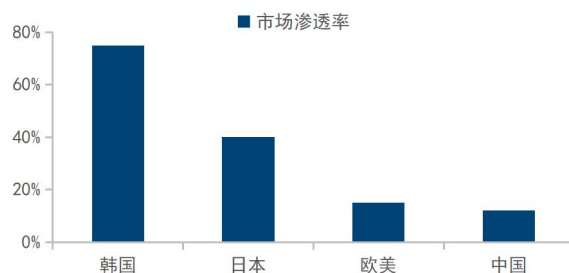
资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

图30：2018-2021 年中国智能门锁渗透率变化情况



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

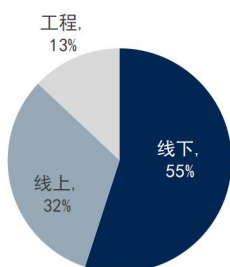
图31：中国智能门锁渗透率与其他国家对比



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

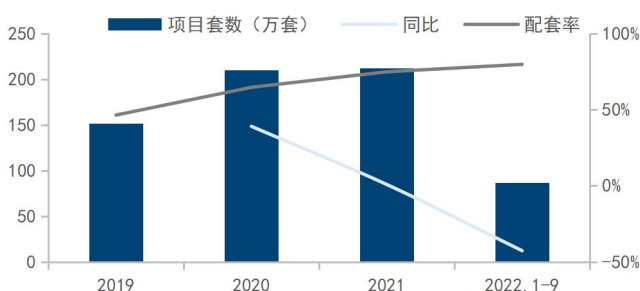
渠道占比以线下为主，精装房配置率持续提升。渠道结构方面，智能门锁销售渠道以线下渠道为主，占比 55%；线上渠道和工程渠道分别占比 32%和 13%。根据奥维云网监测数据显示，2022 年 1-9 月精装修市场智能门锁配套规模为 86.41 万套，同比下降 42.7%；配置率为 79.7%，配置率同比增长了 4.9 个百分点。

图32：中国智能门锁销售渠道占比



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

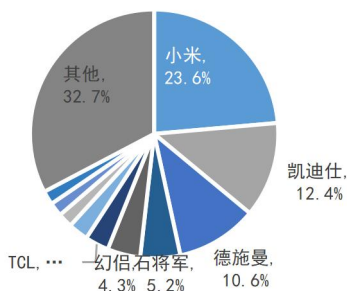
图33：2019-2022.9 月精装修智能门锁配套项目套数及配套率



资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

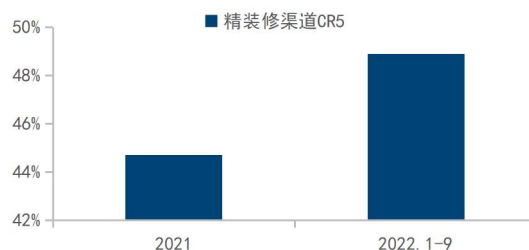
市场份额集中。根据华经产业研究院统计，2021 年中国智能门锁前十名品牌市占率达 67.3%，前五名达 56.1%，第一名为小米市场占比 23.6%。根据奥维云网统计，智能门锁在精装房渠道集中度同样较高且持续提升，截至 2022 年 9 月，前五名品牌的市场份额合计 48.9%，同比上升 4.2%，其中坚朗海贝斯市场占比 15.2%，稳居第一。

图34：2021 年中国智能门锁市占率



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

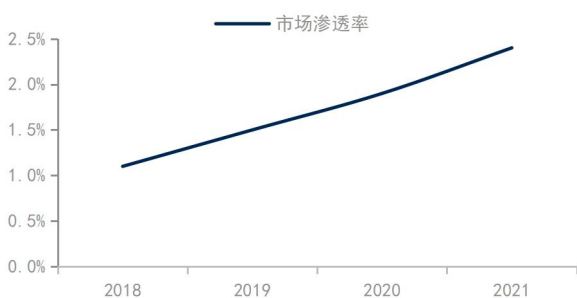
图35：2021-2022.9 月精装修智能门锁前五名市占率



资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

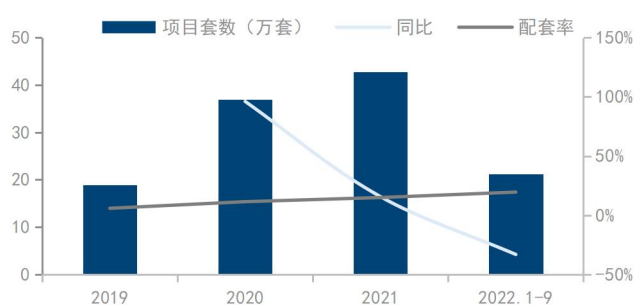
2) 智能开关行业精装房配置率持续增长, 渗透率提升空间大。根据奥维云网监测数据显示, 智能开关作为新兴部品, 近几年配置率实现持续增长, 2022 年 1-9 月精装修市场智能开关配套规模为 21.16 万套, 同比下降 33.2%; 配置率为 19.5%, 配置率同比增长了 4.6 个百分点。2018 年至 2021 年中国智能开关渗透率稳步增长, 2021 年中国智能门锁渗透率达 2.4%, 相比于其他智能家居设备, 中国智能开关的渗透率还是有很大差距。

图 36: 2018-2021 年中国智能开关渗透率变化情况



资料来源: Statista, 国信证券经济研究所整理

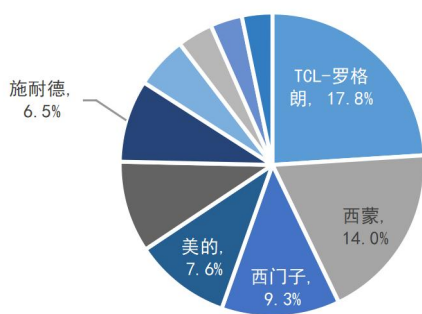
图 37: 2019-2022.9 月精装修智能开关配套项目套数及配套率



资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

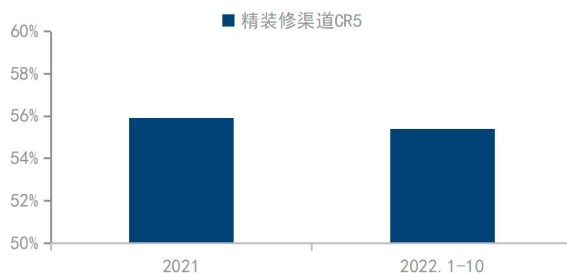
头部品牌逐步形成, 市场份额集中。根据奥维云网监测数据统计, 2021 年中国智能开关前十名品牌精装修市场市占率达 74.2%, 前五名达 55.9%, 第一名为 TCL-罗格朗市场占比 17.8%。智能开关在精装房渠道集中度较高且保持稳定, 截至 2022 年 10 月, 前五名品牌的市场份额合计 55.4%, 同比下降 0.9%, 其中 TCL-罗格朗市场占比 19.1%, 连续两年稳居榜首, 相比于去年, TOP3 品牌只有排名的变动, 头部品牌逐渐形成。

图 38: 2021 年中国智能开关精装修市占率



资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

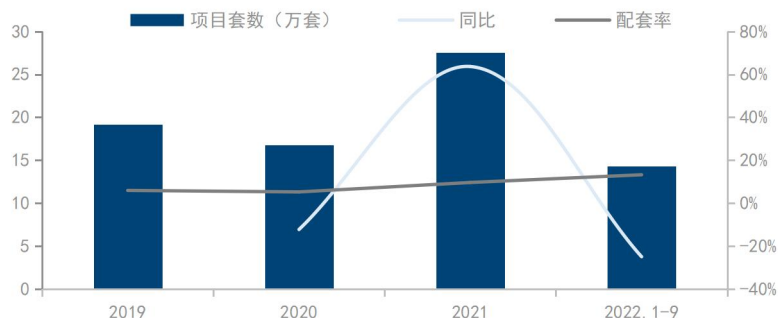
图 39: 2021-2022.10 月精装修智能门锁前五名市占率



资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

3) 智能家居系统行业精装房配置率稳步提升, 发展潜力高。根据奥维云网监测数据显示, 2022 年 1-9 月精装修市场智能家居系统配套规模为 14.3 万套, 同比下降 25%; 配置率为 13.2%, 配置率同比增长了 3.6 个百分点。

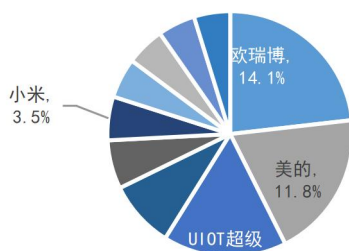
图40: 2019-2022.9月精装修智能家居系统配套项目套数及配套率



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

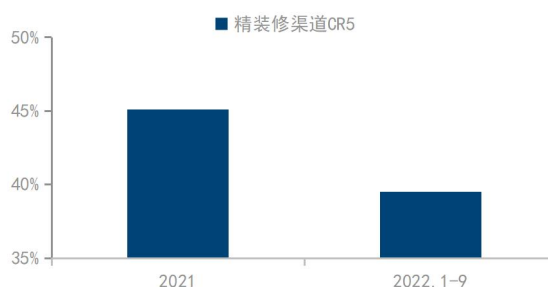
市场竞争激烈，竞争格局尚未稳定。根据奥维云网监测数据统计，2021年中国智能家居系统前十名品牌精装修市占率达60.8%，前五名达45.1%，第一名为欧瑞博，占比市场14.1%。2022年市场竞争愈发激烈，新玩家加入抢占份额，截至2022年9月，前五名品牌的市场份额合计39.5%，同比下降12.4%，其中头部品牌瑞住智能市场占比9.8%，竞争格局尚未稳定。

图41: 2021年中国智能家居系统精装修市占率



资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

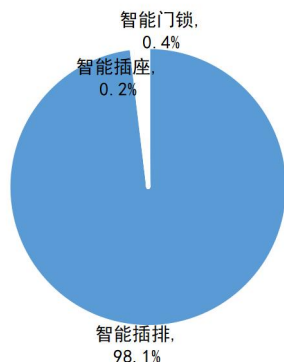
图42: 2021-2022.9月精装修智能门锁前五名市占率



资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

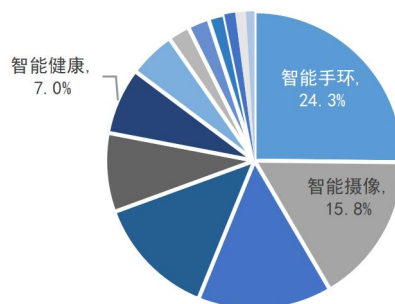
公牛集团智能家居产品仍以电工产品为主，小米智能门锁产品销量较高。公牛智能家居产品以智能插排、智能控制系统为主，智能门锁、智能晾衣机、智能窗帘机为辅。我们通过对天猫平台智能家居产品销售数据的统计，公牛集团和小米2021年智能产品销售额分别为11.85亿元和16.87亿元。其中，公牛集团以智能插排产品为主，占总份额的98%以上，智能门锁销售4.4百万元；小米品类较为丰富，以智能穿戴设备为主，智能摄像、门锁、安防占比也较高，智能插排体量规模较少，其中智能门锁销售额237.6百万元。智能开关品类，公牛和小米销售额分别为5.8和4.4百万元。

图 43：2021 年公牛集团天猫平台智能家居产品占比



资料来源：阿里第三方平台，国信证券经济研究所整理

图 44：2021 年小米天猫平台智能家居产品占比

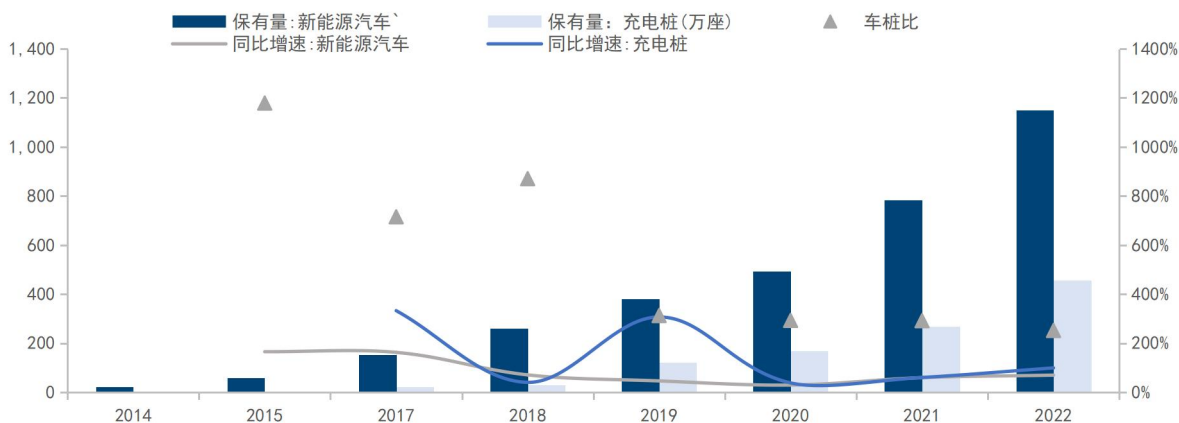


资料来源：阿里第三方平台，国信证券经济研究所整理

5. 新能源汽车充电行业：受新能源车及政策利好，市场前景广阔

新能源汽车发展与政策支持共同推升新能源汽车充电桩行业增长。新能源汽车充电桩能够针对不同的额定电压为各种各样型号的电动车充电。新能源汽车充电桩的导入端与交流电力网直接连接，输出端都配有充电器插头用以为电动车充电。得益于新能源汽车数量的快速增长，以及衍生出的充换电需求和政策补贴共同推动下，新能源充电桩数量近年来快速发展。据统计，我国新能源汽车保有量 2021 年达到 784 万辆，同比增长 59%；截至 2022 年 9 月，保有量达到 1149 万辆，同比增长 69%；同时充电桩加速发展，车桩比逐渐降低，2015 年车桩比为 11.8，2021 年车桩比降至 2.9，2022 年 9 月进一步降至 2.5。

图 45：我国新能源汽车/充电桩保有量及车桩比



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

预计未来充电桩充电枪市场将持续扩容。我们通过模型构建：1）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；按照此前各机构对 2025 年的市场规模约 3500 万的预测计算，新能源销量占比 20%，市场规模大约为年销 700 万辆。2021 年新能源汽车销量为 352 万辆，2022 年截至 10 月，新能源汽车销量为 528

万辆，故假设 2022–2025 年，每年新增新能源汽车 550–700 万辆。根据测算，2025 年新能源汽车保有量将达到 3284 万辆。

图 46：我国新能源汽车销量



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

2) 根据 2022 年各省市出台政策推动新能源充电桩建设，到 2025 年车桩比将低至 2: 1，2022 年 9 月为 2.5，我们假设车桩比逐年降低。根据测算，2025 年充电桩保有量达 1642 万个。3) 新能源车与充电桩配比约为 1: 1，故 2025 年充电桩保有量达 3284 万个。

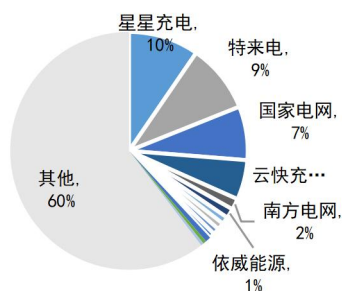
表 13：新能源充电桩/充电桩规模预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
新能源汽车保有量 (万辆)	492	784	1334	1934	2584	3284
车桩比	2.93	2.92	2.52	2.4	2.2	2
充电桩数量 (万个)	168	269	529	806	1,175	1,642
车枪比	1	1	1	1	1	1
充电桩数量 (万个)	492	784	1334	1934	2584	3284

资料来源：wind，中汽协，公安部，国信证券经济研究所整理

市场份额较为集中。2021 年全国充电运营企业所运营充电桩数量超过 1 万台的共有 13 家，其中星星充电、特来电和国家电网分别运营 25.7 万台、25.2 万台和 19.6 万台，分别占充电桩总数量的 10%、9%和 7%。

图 47：2021 年中国主要运营商充电桩数量占比



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

公牛集团新能源充电产品线上渠道市占率较高。公牛新能源充电产品以充电桩、充电枪为主。我们通过对天猫平台新能源汽车充电设备销售数据的统计，2021 年新能源汽车充电设备在天猫平台合计销售额为 795 百万元，公牛集团产品从 6 月份开始销售，销售额 27.7 万元，市场占比 3.5%，排名第四；2022 年天猫平台公牛销售额占比提升至 9.4%，排名第三。

表 14: 2021 年天猫平台新能源汽车充电设备产品销售情况

产品	品牌	销售额(百万元)	排名	市场占比
汽车充电设备	特斯拉 Tesla	429.14	1	54.0%
汽车充电设备	普诺得	56.07	2	7.1%
汽车充电设备	挚达	36.40	3	4.6%
汽车充电设备	公牛 Bull	27.69	4	3.5%
汽车充电设备	充精灵	22.22	5	2.8%
汽车充电设备	YZ	17.70	6	2.2%
汽车充电设备	SAFE BET/百德	13.90	7	1.7%
汽车充电设备	科德森	12.99	8	1.6%
汽车充电设备	鸣朗智能	8.83	9	1.1%
汽车充电设备	合计	794.93		

资料来源：阿里第三方平台，国信证券经济研究所整理

表 15: 2022 年天猫平台新能源汽车充电设备产品销售情况

产品	品牌	销售额(百万元)	排名	市场占比
汽车充电设备	特斯拉 Tesla	567.14	1	42.1%
汽车充电设备	普诺得	154.47	2	11.5%
汽车充电设备	公牛 Bull	126.84	3	9.4%
汽车充电设备	挚达	88.39	4	6.6%
汽车充电设备	充精灵	31.44	5	2.3%
汽车充电设备	阿呆充电	16.75	6	1.2%
汽车充电设备	立牌	15.36	7	1.1%
汽车充电设备	Highbluer/小充嗨跑	11.93	8	0.9%
汽车充电设备	鸣朗智能	9.33	9	0.7%
汽车充电设备	合计	1,347.88		

资料来源：阿里第三方平台，国信证券经济研究所整理

竞争力：产品为基渠道为王

产品端：产品为基以质取胜，产销率与盈利水平稳定

产品优势 1：研发创新能力强，产品成长期乘时代之风。

公司以创新为灵魂，建立了以消费者需求为导向的产品研发创新优势，产品不断推陈出新。主要产品快速成长期既基于公司自身产品实力强大，又得益于公司对于时代趋势的准确把握进而享受了行业发展红利。按照产品推出时间我们大致分为三个阶段：

图48：公牛集团产品发展时间线



资料来源：公司官网，公司财报，国信证券经济研究所整理

（一）1995-2007 年：家电行业快速发展推动转换器产品快速增长

1995 年，公牛抓住消费者对转换器产品品质、安全的根本诉求，从一开始即定位于制造高品质插座，不断提升消费者对于转换器的使用体验和品质认知。2001 年公牛又将产品定位升级为制造“安全”插座，始终把握消费者对安全、品质、功能不断升级的需求变化，建立了公司在转换器这个传统行业中的市场地位。

（二）2007-2020 年：房地产行业快速发展带动墙壁开关和照明产品快速增长

2007 年，公牛正式进入墙壁开关插座领域，在经营过程中敏锐把握了消费者对于开关装饰性的需求变化，确定了“装饰开关”的产品定位，开发出了一系列广受市场欢迎的“装饰化”创新产品，并成功突破产业化的壁垒，大幅降低了产品生产成本，使“装饰开关”成功走向大众家庭。通过十余年发展，公司墙壁开关插座业务实现了从无到有、从小到大强的跨越，成长为公司的战略明星业务。

2014 年，公牛依托渠道和品牌优势开始进入 LED 照明领域，把握消费者对视力健康尤其是儿童视力保护日益重视的需求变化，以“护眼”作为产品定位，推出了多款具有防频闪、防蓝光等功能的 LED 照明产品，受到消费者欢迎和认可。近几年公司不断扩充产品品类，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，销售收入也实现了快速增长。

2016 年，顺应消费电子产业发展趋势，公牛开始培育数码配件新种子业务，致力于为消费者提供更好的移动用电体验与更优质的品牌产品。在不到两年时间内，公司迅速推出了数据线、防过充充电器、金属车充、移动电源等一系列产品。

（三）2020 年之后：智能家居与新能源领域成为新趋势，公司开始布局并初具规模

首先公司传统业务保持推陈出新。2020 年公司成功上市首款智能墙壁开关插座——“公牛智能单火开关”，支持语音、APP 远程、本地等多种控制方式，一键智

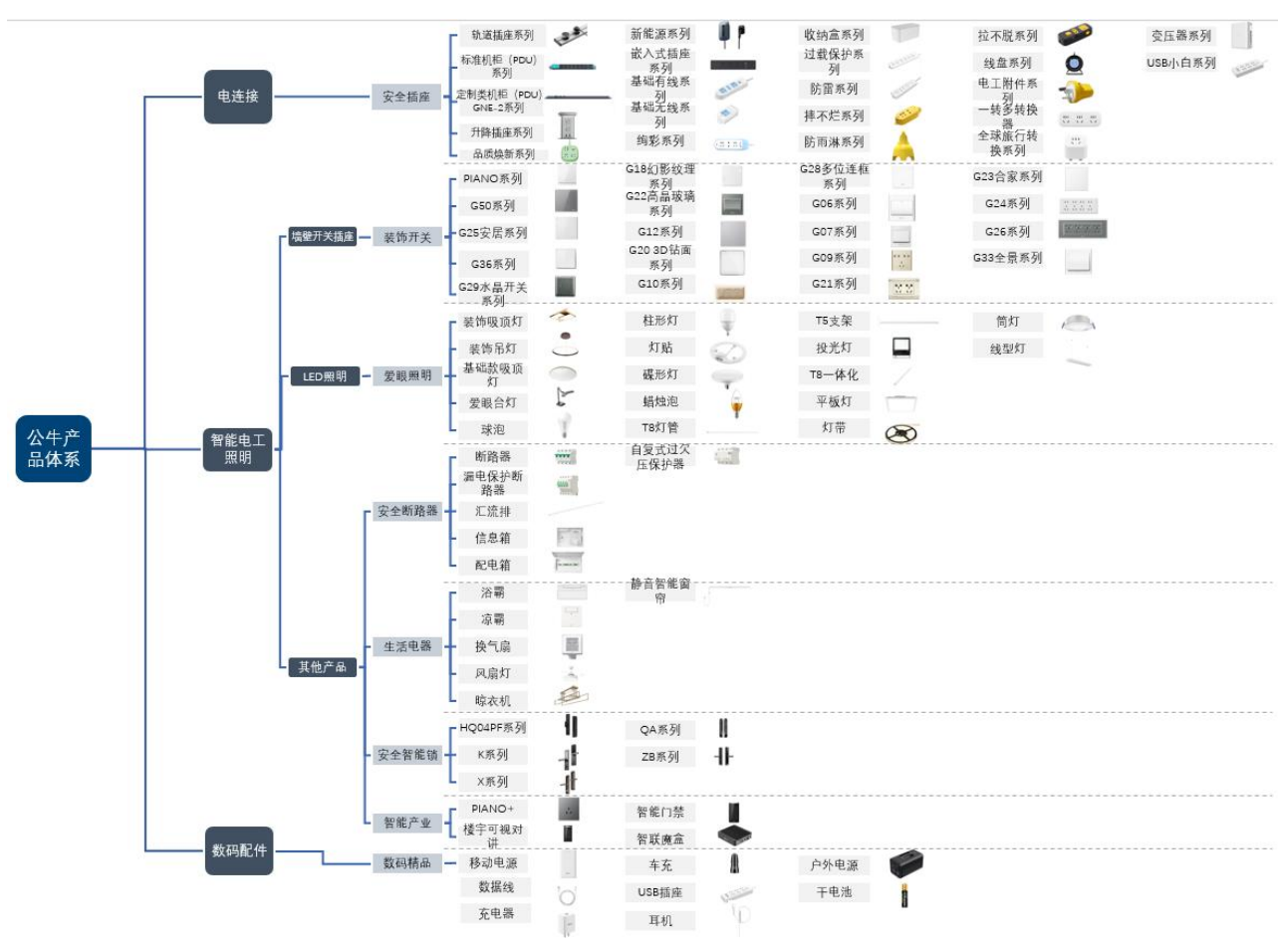
控全屋灯光，智能墙壁插座可实现远程定时控制用电器的通断电，具有电量统计及信号中继功能。2021 年推出升降插座、成立智能商业照明业务团队、先后推出筒射灯、磁吸灯、线型灯等无主灯产品。

智能家居产品方面，多种产品先后布局。2020 年，智能门锁产品成功上市，2021 年推出多款新品系列，WIFI 款、蓝牙款智能门锁已全部接入“公牛智家”APP，从软硬件层面不断提升用户使用体验，建立了研产销一体化能力，并同步深化垂直供应链能力，完成占地千余平的智能门锁专业实验室建设工作，作为家居场景智能控制的重要入口，为公司智能家居生态化布局奠定基础。同时智能晾衣机、智能窗帘机等产品成功上市并推出数个产品系列，通过平台化开发快速完成产品的差异化布局。

围绕用户对光效和光质量的需求，持续优化公牛智家控制系统，以用户视角进一步提升“公牛智家”APP 使用的便利性、安全性与稳定性，加快智能模块和公牛云的开发，扩大业务中台的开放性，加强与阿里、百度、京东、小米等物联网平台的深度合作，支持多款主流智能音箱的语音控制，快速提升公牛智能产品的产品力和技术能力。为进一步强化公司智能光控技术竞争力，公司于 2021 年投资了邦奇智能科技（上海）股份有限公司。公牛将在邦奇智能光控基础上，结合自身智能产业研发，打造以无主灯为核心的全屋智能生态。

新能源产品方面，布局“充”与“储”。2021 年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，凭借过硬的技术、车规级的品质、创新的外观及体验设计，获得市场广泛好评。2022 年上半年推出多款新产品，陆续上市高功率充电枪、A00 级车型专供 MINI 交流桩、支持 20kW~240kW 全功率段灵活定制的直流充电桩等多款新品。同时根据细分人群特点和使用场景，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。蓝牙款新品全面接入“公牛智家”APP，从软硬件层面不断提升了用户使用体验。储能方面，先后推出了 300W、600W、1000W、1800W 等多功率段高端户外移动电源，覆盖自驾露营，家庭应急、户外作业、抢险救灾等多个应用场景。

图49：公牛集团主要业务



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

产品优势 2：产量大产能足，产销率高。

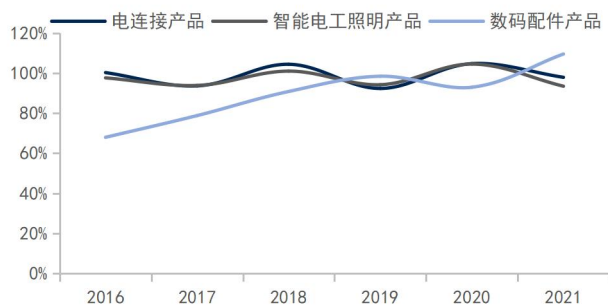
公司 FY2021 电连接、智能电工照明、数码配件产品生产量分别为 5.46/7.16/0.31 亿件，销量分别为 5.34/6.69/0.34 亿件，产销率分别为 98%/93%/109%。公司上市前产能一度较为紧张，产能利用率和产销率超过 100%；后续通过不断扩张产线，产能快速提升，FY2021 电连接和智能电工照明产品产量同比增速分别为 30%和 43%。同时，销量也维持快速增长，历年来公司产销率保持在 90%以上。

表16: FY2021 公牛集团产销量及产销率

主要产品	单位	生产量	销售量	生产量比 2020 年增减 (%)	销售量比 2020 年增减 (%)	生产量比 2019 年增减 (%)	销售量比 2019 年增减 (%)	产销率
电连接产品	万件	54,626.38	53,465.18	30%	21%	46%	55%	98%
智能电工照明产品	万件	71,632.68	66,935.42	43%		24%	23%	93%
数码配件产品	万件	3,070.48	3,361.83	-17%	-3%	-3%	8%	109%

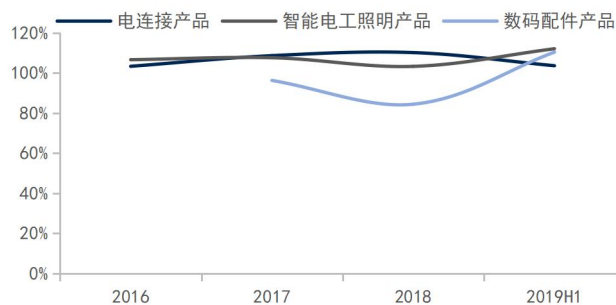
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图50：公牛集团产销率



资料来源：公司财报，公司招股书，国信证券经济研究所整理

图51：公牛集团产能利用率

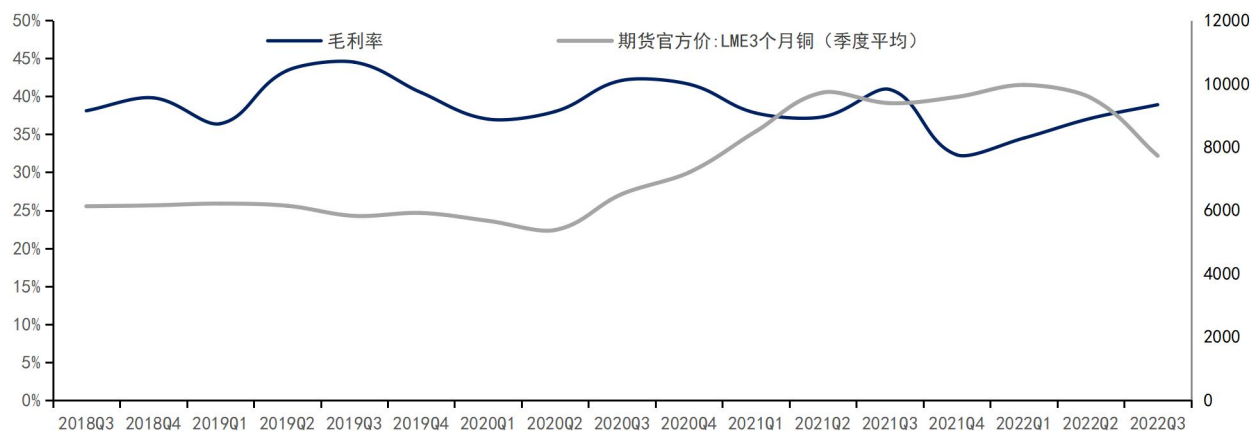


资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

产品优势 3：通过套期保值锁定原材料价格，盈利能力稳定。

由于公司直接材料成本占比高达80%以上，故原材料价格波动对于公司毛利率本身有较大影响。公司一直通过套期保值、与供应商签订长期战略合作协议等方式管控原材料价格，已经形成了成熟的套期保值机制和专业的团队，降低原材料现货市场价格波动给公司经营带来的不确定性风险，进而拥有稳定的盈利能力。铜为公司重要原材料之一，2020年以来铜价大幅波动，相比而言，公司毛利率仍然维持在稳定且较高的水平。

图52：2018Q3-2022 年铜价格走势及公司毛利率变化



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

产品优势 4：坚持以质取胜的质量理念，形成了有效、系统的质量管理和控制体系。

品质可靠安全，解决多种用电安全难题。公司以产品品质为根本，自创立初期即定位于制造高品质产品，以质取胜的质量理念在公司内部深入人心，通过可靠的产品品质，公司在市场上建立了良好的品牌形象和口碑。电连接产品方面解决了一系列转换器防电涌、防过载、防触电、阻燃等一大串的连锁难题；墙开产品方面攻克了防过充、防短路等技术难点；新能源充电桩方面经历78项严苛安全测试，从容应对复杂极端环境，具备高防护性、安全可靠、智能便捷等特点，不仅充电速度快，而且还具备过流保护、过温保护、防水保护、防雷保护等9重防护，能够有效保护充电桩以及车辆充电安全。

研发体系专业，产品获得多项质量奖项。为确保质量管理体系的高效运行，公司配备了900余名从事质量管理、实验测试、检验分析与品管的专职人员，配置了

7,000 余台实验及产线自动化检测设备,建立了 10 个行业内高标准研发、质量检测实验室,相关实验室获得 CNAS 国家实验室认证、美国 UL WTD 实验室认证以及 CCC、VDE、UL、NF、CE 等相关产品认证,为产品质量管控提供了坚实的资源保证。经过长期积淀,公司已形成了有效、系统的质量管控体系,通过了 ISO9001、ISO14001 及 OHSAS18001 管理体系认证,并先后获得了“全国质量稳定合格产品”、“中国出口质量安全示范企业”等 20 多项质量相关奖项。

参与行业标准起草,专利数量较多。公司多年来参与起草国家标准、行业标准和团体标准 93 项,是中国电器工业协会电器附件及家用控制器分会副理事长单位,全国电器附件标准化技术委员会副主任委员单位,也是行业第一家承担“浙江制造”标准起草并取得认证的电工企业。截至 2022 年 6 月末,公司有效专利授权 1990 项。同时,公司为国家工业及信息化部认可的国家级工业设计中心、国家级博士后工作站设站单位。多年来参与起草国家标准、行业标准和团体标准 93 项。

表 17: 公牛集团与可比公司相比专利数量较多

可比公司	品牌布局	专利情况	产品类型	供应链模式	渠道情况	境内外销售
公牛 (Bull)	成立于 1995 年并创立“公牛”品牌,专注于民用电工及照明领域,以境内线下渠道网点销售为主	截至 2022 年 6 月 30 日,在境内拥有授权发明专利 90 项,实用新型专利 504 项,外观设计专利 305 项	电连接产品 (52%)、智能电工照明产品 (45%)、数码配件 (3%)	自主生产为主	线下以经销为主、直销为辅,建立了覆盖面较广的线下销售网络;线上直销及经销模式兼有	境内销售为主 (98%), 境外销售为辅 (2%)
绿联科技	公司 2012 年设立之初即采用自主品牌策略,打造“UGREEN 绿联”品牌,公司已成为全球科技消费电子领域的领先品牌之一	截至本问询函回复出具之日,公司及其子公司拥有授权发明专利 12 项,实用新型专利 202 项,外观设计专利 1,083 项	传输类 (36%)、音视频类 (25%)、移动周边类 (23%)、存储类 (10%)、存储类 (5%)	外协为主,自主生产为辅	线上为主 (78%), 线下为辅 (22%); 线上包括境内境外较为均衡,境内京东、天猫、亚马逊、销售占比 54%,境外销售速卖通、Shopee、Lazada 等	境内销售占 46%
Belkin	成立于 1983 年,2018 年与 Foxconn 合并,是周边产品的全球领先厂商,为电脑、数码和移动产品的用户提供创新的连接技术	无公开资料	传输类、音频类、充电类、数码配件、创新产品	无公开资料	线上包括天猫、京东、亚马逊、苹果官网、百思买等及自有平台	无公开资料
安克 (Anker)	成立于 2011 年,拥有以“Anker”为核心的充电类和无线音频类产品品牌,以“Eufy”、“Roav”等为主的智能创新类产品品牌,以及“Zolo”等音频类产品品牌等	截至 2022 年 6 月 30 日,在境内拥有授权发明专利 67 项,实用新型专利 376 项,外观设计专利 316 项	充电类 (44%)、智能创新类 (33%)、无线音频类 (23%)	外协为主,自主工厂	线上为主 (64%), 线下为辅 (36%); 线上渠道包括: 亚马逊、天猫、京东、速卖通、乐天等自有平台等	境外销售为主 (97%), 境内销售为辅 (3%)
海能实业 (Ge-link)	成立于 2004 年,面向全球销售电子信号传输配置产品。主要以 ODM 形式供应给零售市场及企业客户等线下客户	截至 2022 年 6 月 30 日,在境内拥有授权发明专利 3 项,实用新型专利 37 项,外观设计专利 61 项	信号适配器 (41%)、电源适配器类 (31%)、线束类 (27%)、其他消费电子产品 (1%)	自主生产为主	主要以 ODM 形式供应给零售市场及企业客户等线下客户	境外销售为主 (81%), 境内销售为辅 (19%)
品胜 (Pisen)	成立于 2003 年,专注于国内、外智能物联、电能支持、音视频播放、智能存储领域产品的研发、制造、销售	截至 2022 年 6 月 30 日,在境内拥有授权发明专利 5 项,实用新型专利 76 项,外观设计专利 711 项	传输类、充电类、音频类、移动周边类	无公开资料	线上渠道包括天猫、亚马逊等	无公开资料

资料来源: 绿联科技招股书, 国信证券经济研究所整理

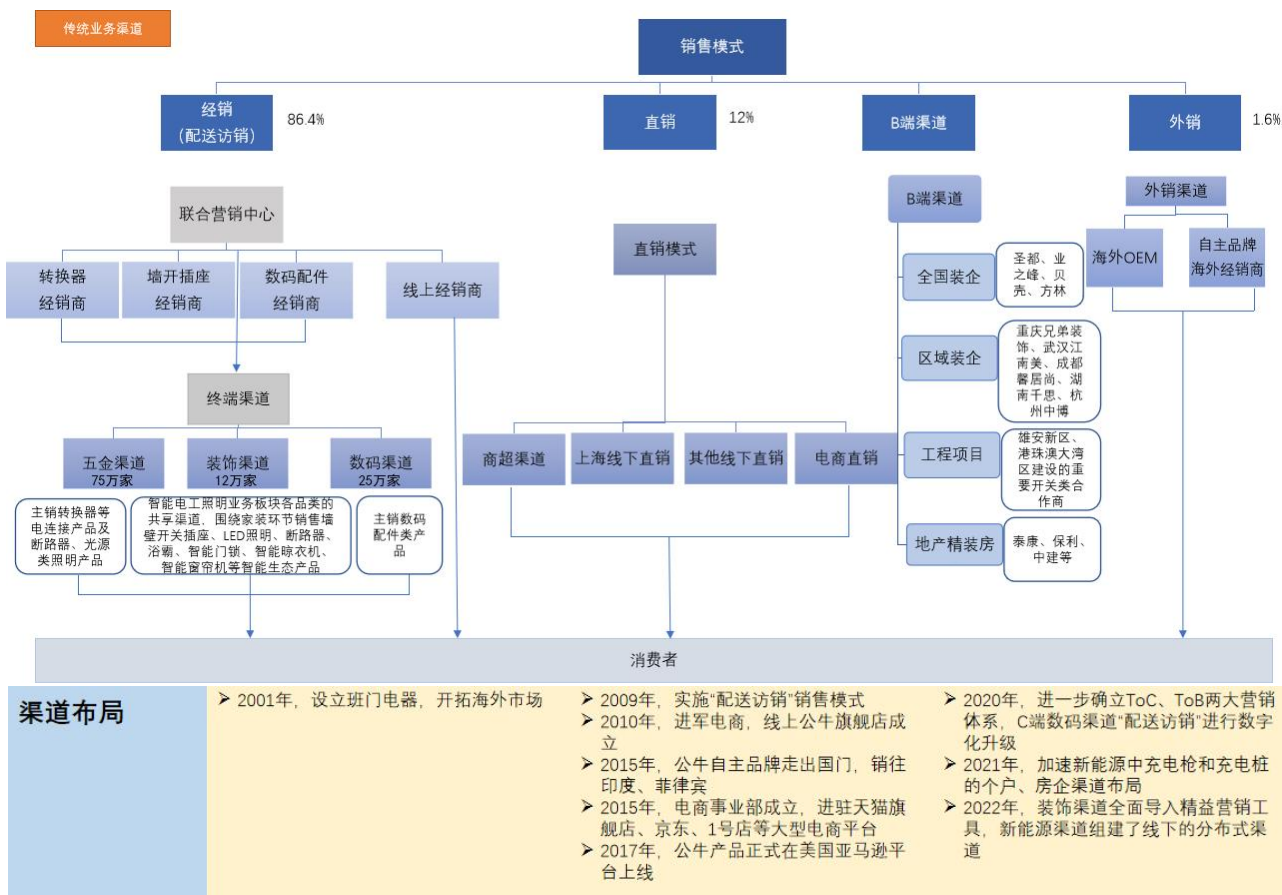
渠道端: 渠道为茅线上线网强势布局, 构建多元化渠道体系

公司构建了包含 C 端线下、C 端线上、B 端的全覆盖、多层次、多元化渠道体系,成为支撑公司持续发展及在行业内持续保持竞争力的独特渠道优势。同时,公司多年来始终坚持渠道的精细化管理,在渠道开发、管理、运营等方面形成了成熟的体系,具备快速开拓新渠道的能力优势。

零售渠道强势, 经销为主直销为辅。公牛集团销售渠道以经销渠道为主,直销渠道为辅,近年来 B 端渠道成为新开拓重点。渠道结构的形成与公司产品类型相关,

公司产品属于价格相对较低的民用消费品，终端网点规模小、数量多、分布广，采用经销模式能够简化公司管理，降低公司对终端渠道和网点的管理复杂度；同时，能够充分发挥经销商覆盖面更广的优势，更有效开拓和巩固网点、实现市场精耕细作，从而有利于提升公司对终端网点的服务能力，更好地满足消费者的购买需要。根据公司招股说明书，截至 2019H1，经销和直销收入占比分别为 96.4% 和 12.0%。

图 53：公牛集团渠道布局



资料来源：公司招股书，公司财报，国信证券经济研究所整理

C 端线下渠道网点多，形成较难复制的线下营销网络：公司经销体系包括转换器、墙壁开关插座、数码配件三大线下经销体系和线上经销体系，在三大线下体系内实行分区域独家经销。公司线下和线上经销商均从公司买断式购入经销产品，线下经销商将产品销售给终端渠道，终端渠道再将产品销售给消费者；线上经销商则通过电商等线上渠道将产品直接销售给消费者。

公司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，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，便于新品快速导入。

公牛集团经销商、网点数量都领先同业，我们认为这既是原因又是结果，公司产品小而散的特性决定了渠道特性，渠道的打造又决定了当前公司产品的强势地位。

表 18: 公牛集团与可比公司相比网点数量较多

公司名称	主要产品	经销商数量	下游网点数量
公牛集团	转换器、开关插座、LED 照明设备等	截至 2019 年 6 月底 2,333 家	截至 2020 年 6 月底, 公司已在全国范围内建立了近 75 万个五金渠道网点、近 12 万个专业建材及灯饰渠道网点及 18 万多个数码配件渠道网点
欧普照明	家居照明灯具、光源、商业照明灯具、照明控制及其他	截至 2015 年末 2,162 家	截至 2019 年末, 全国流通网点数量超过 14 万个
三雄极光	绿色照明灯具、照明光源及照明控制类产品等		截至 2019 年末, 公司在全国拥有的销售终端已超过 350 多家 20,000 家, 其中专卖店 4,000 多家, 灯饰店达到 98 家, 全国领航店 15 家
奥普家居	浴霸、集成吊顶、集成墙面、晾衣机、照明、集成灶、新风系统等	截至 2019 年末 921 家	截至 2019 年末, 公司拥有经销商 921 家, 经销商合计拥有专卖店 1,659 家

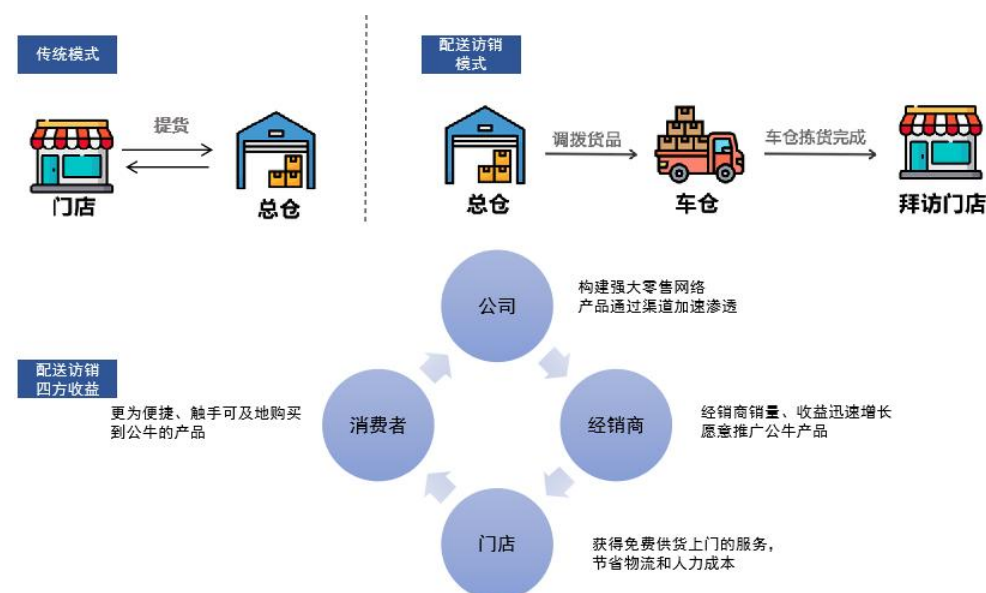
资料来源: 公司招股书, 公司财报, 国信证券经济研究所整理

规模庞大、层次扁平、运作高效、紧密连接消费需求的零售渠道网络的形成, 与以下几个因素相关:

1) **配送访销的销售模式触达更多消费者:** 公牛成立之初, 小型五金店是插座市场的最大流量入口, 但五金店销售产品品牌没有排他性, 创始人阮立平为了调动经销商积极性, 主动销售公牛产品, 收到了可口可乐配送车送货的想法, 打破传统五金店店主自己提货的方式, 在民用电工领域内创新性地推行线下“配送访销”的快消品销售模式, 即使用专车并沿规划好的固定路线, 定期对终端网点进行配货、送货、拜访服务和上门销售的销售。“配送”, 即让经销商从“坐商”变为“行商”, 经销商定期主动为辖区内的店铺配送产品; “访销”, 即公司派出专业人士对市场情况、客户需求、产品改进等方面展开走访调查。

借助“配送访销”模式, 公司-经销商-终端门店-消费者四方收益: 公牛插座的产品和广告渗透到各种场所; 经销商销量、收益迅速增长; 终端门店获得了免费供货上门的服务, 节省了物流和人力成本; 消费者也可以更为便捷、触手可及地购买到公牛的产品。

图 54: “配送访销”模式触达更多消费者



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2) **注重经销商利益保护, 维持长期稳定合作关系:** 注重经销商利益保护, 经销商利润率较高, 2019H1 合作五年以上经销商平均毛利率为 38.9%。

表 19: 公牛经销商平均毛利率

年限分布	2019 年 1-6 月	2018 年度	2017 年度	2016 年度
2019 年开始合作	31.63%	不适用	不适用	不适用
2018 年开始合作	36.04%	32.88%	不适用	不适用
2017 年开始合作	35.61%	32.54%	33.11%	不适用
2016 年开始合作	39.53%	38.23%	40.33%	43.45%
2015 年开始合作	38.89%	35.24%	36.32%	43.59%
2015 年之前开始合作	38.86%	34.38%	35.00%	44.04%

资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

与包括经销商在内的各方逐步形成了较为成熟、稳定的长期合作关系。截至 2019H1, 公司有合作关系的经销商主要集中在 2015 年之前开始合作、即合作关系达 5 年以上, 经销商数量占比达 41%; 公司经销收入亦主要来源于开始合作时间在 2015 年之前的经销商, 收入占比达 65%。

图 55: 长期合作经销商数量&收入占比高 (2019H1)

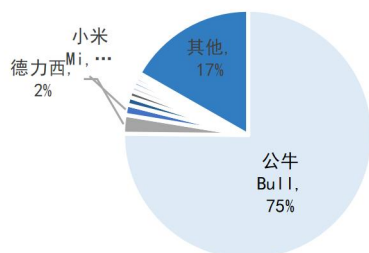


资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

3) 严格的经销商管理制度体系, 保障终端零售价格统一: ①公牛集团插排类产品在全国采用区域代理制度, 以地级市为单位, 每个地级市仅有一家代理商, 代理商给全区所有终端铺货, 不能跨区, 不能变价。②制定了《产品信息及价格发布表》, 直接确定产品的终端零售价格, 要求经销商必须按照价格表中标识的“销售价格”进行销售。针对其最核心的产品转换器, 更是要求经销商排他性地“专营专销”, 墙壁开关插座则要求直辖市、计划单列市、省会城市的经销商也均为专营专销。③此外, 公牛集团不仅自身成立了市场督查部, 还委托多家第三方公司对经销商变价或窜货的行为进行督查。

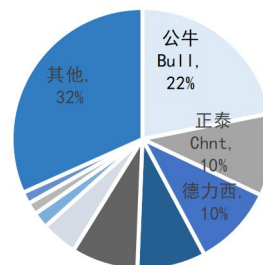
线上渠道快速发展, 核心品类线上平台市占率第一: 公司已建立了专业化的电商直销业务运营团队和具有较强实力的线上经销商体系, 目前公司已全面入驻天猫、淘宝、京东、唯品会、拼多多等领先电商平台, 有效开拓了数十家线上授权经销商, 并积极开展数字化营销, 借助各流量入口, 实现“站外导流、站内销售”。2022 年度公司转换器、墙壁开关插座两个品类天猫市场占有率均为第一。电商渠道仍在快速成长期, 2021 年收入同比增长 31.82%; 2022 上半年同比增长 15%。

图56：2022 年天猫平台转换器行业市占率



资料来源：阿里第三方数据，国信证券经济研究所整理

图57：2022 年天猫平台墙开行业市占率



资料来源：阿里第三方数据，国信证券经济研究所整理

品牌端：国民品牌口碑高，“安全用电专家”深入人心

70%家庭的选择，公司在民用电工领域具有高口碑、高国民度和知名度。根据尚普咨询调查，使用或曾使用过公牛产品的家庭超过中国家庭总量的 70%。公牛在创立之初，当时我国插座市场鱼龙混杂，公牛却提出要做“用不坏的插座”，以“守护中国家庭用电安全”为初心，公牛一直以来秉承并践行做极致的产品品质，坚持用最好的材料和科技，公牛 logo 下“安全用电专家”的一行字深入人心。凭借“产品品质可靠、行业地位领先、安全科技引领”三大特点，公牛通过了中国航天严苛的筛选，成了民用电工行业首家中国航天事业合作伙伴。

公司坚持以售点为核心的品牌传播模式，二十多年来持续不断地大力支持经销商在终端售点投放“公牛”店头招牌、店内店外陈列展示和宣传物品等广告资源，成功地把“公牛”品牌传播到大小城市及各级乡镇，形成了简单却又行之有效、独具特色的品牌传播推广模式，公司品牌知名度、美誉度不断提升，“公牛”已成为一个家喻户晓的公众品牌。同时，公司借助多样化、智能化、年轻化的新品以及互联网新媒体宣传推广方式持续丰富品牌内涵，提升品牌在不同消费群体中的渗透率和粘性。

图58：公牛“安全用电专家”深入人心



资料来源：公牛官网，微信公众号，国信证券经济研究所整理

线上销售平台人气与口碑并存。通过统计公牛及相关品牌在天猫、京东、抖音平台的粉丝量和评价，公牛品牌在各平台的人气和口碑并存。在天猫平台粉丝量 269 万，位列同类第一，综合评分五星；在京东平台的官方旗舰店和自营旗舰店粉丝量分别为 85 万和 604 万，分别位列第二和第三，评分 5.0；在抖音平台粉丝 42 万，遥遥领先，综合评分 4.89。

表 20：相关品牌线上平台粉丝量及评价

天猫平台	品牌店铺	粉丝量	回头客	综合体验评分
	公牛官方旗舰店	268.7 万	10 万+	5 星
	西门子家居电气旗舰店	36.6 万	8.9 万	5 星
	西门子璞高专卖店	30.7 万	3.9 万	5 星
	施耐德电气官方旗舰店	34.9 万	6.5 万	3 星半
	西蒙电气官方旗舰店	21.9 万	2.9 万	4 星
	飞利浦电工旗舰店	29.9 万	3.1 万	4 星
	正泰电工官方旗舰店	82.5 万	10 万+	5 星
	德力西官方旗舰店	68 万	10 万+	4 星
	罗格朗官方旗舰店	54.1 万	5.3 万	3 星半
京东平台	品牌店铺	粉丝量		综合体验评分
	公牛官方旗舰店	84.7 万		5.0
	西门子家电官方旗舰店	27.1 万		4.6
	西蒙电气官方旗舰店	7.0 万		5.0
	正泰电器官方旗舰店	162.3 万		4.2
	德力西官方旗舰店	73.2 万		3.9
	罗格朗旗舰店	33.4 万		5.0
	公牛插座京东自营旗舰店	604.2 万		
	西门子家电京东自营旗舰店	643.4 万		
	施耐德电气京东自营旗舰店	169.4 万		
	施耐德电工京东自营旗舰店	123.6 万		
	飞利浦官方旗舰店	1838.3 万		
	正泰居家京东自营官方旗舰店	32.6 万		
	德力西插座京东自营旗舰店	96.8 万		
	罗格朗京东自营旗舰店	4.1 万		
抖音平台	品牌店铺	粉丝量		综合体验评分
	公牛官方旗舰店	42.3 万		4.89
	西门子朗驰专卖店	5.7 万		4.63
	施耐德电气历顺专卖店	5084		4.68
	simon 西蒙旗舰店	4776		4.59
	西蒙电气旗舰店	1466		4.44
	正泰官方旗舰店	2.6 万		4.97
	德力西官方旗舰店	7.2 万		4.88

资料来源：天猫旗舰店，京东旗舰店，抖音，国信证券经济研究所整理

成长性：传统品类渠道升级，新品类渠道带来增量

成长性 1：传统品类迭代升级，刺激更换需求+价格提升

公凭借强大的研发创新能力和消费者洞察，将产品快速迭代升级，不断推出更加美观、方便、人性化、个性化的产品。例如电连接产品先后推出体积更小、插孔更多的魔方插座；自由移动、取电灵活的轨道插座；墙开产品推出 6.4mm 纤薄开关；照明产品推出智能无主灯。随产品升级迭代，一方面有望刺激消费者更换需求；另一方面有利于价格提升。

表21：公牛不同电连接产品价格比较

产品	蓝白四孔插排	USB 多孔多功能插座	快充魔方	轨道插座
配置	4 插位全长 1.8 米	3 插 3USB 全长 1.8 米	3 插 3USB 全长 1.5 米	3 个五孔 0.5 米
价格	37.5	59	179	349
样图				

资料来源：公牛天猫旗舰店，国信证券经济研究所整理

图59：公牛产品天猫店价格带 2020-2022 有所上移

2020年	墙壁开关插座	照明	转换器	无主灯	2022年	墙壁开关插座	照明	转换器	无主灯	汽车充电设备
<10	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	<10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<20	6.1%	13.1%	0.0%	0.0%	<20	13.5%	6.7%	0.0%	0.0%	0.0%
<30	27.1%	58.0%	0.0%	62.3%	<30	4.1%	43.6%	0.0%	90.9%	0.0%
<40	49.2%	16.3%	82.9%	34.3%	<40	14.5%	18.4%	0.0%	1.0%	0.0%
<50	17.5%	0.2%	17.1%	0.3%	<50	58.2%	2.8%	100.0%	3.2%	0.0%
<100	0.0%	4.8%	0.0%	3.0%	<100	9.7%	21.5%	0.0%	4.8%	0.0%
<150	0.0%	1.1%	0.0%	0.0%	<150	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
<200	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%	<200	0.0%	3.1%	0.0%	0.0%	0.0%
<250	0.0%	1.0%	0.0%	0.0%	<250	0.0%	2.9%	0.0%	0.0%	0.0%
<300	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<1000	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.9%
<350	0.0%	2.3%	0.0%	0.0%	<1100	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					<1200	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.7%
					<1300	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.2%
					<1400	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	23.2%
					<1500	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					>=1500	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	48.0%

资料来源：阿里第三方平台，国信证券经济研究所整理

成长性 2：以无主灯等智能家居和新能源充电为重点发展品类

未来公司重点发展品类包括无主灯等智能家居产品和新能源充电产品。公司过去在产品、渠道、品牌方面的优势对新产品形成协同和赋能。一方面体现在渠道赋能产品，公牛集团以产品品质和口碑为基石，以完善的渠道布局为坚实壁垒和进攻方向，新业务可以快速导入、快速增长；另一方面体现在渠道管理能力的复用，公牛集团对于“蚂蚁市场”有序的组织和管理有丰富的方法论和经验，可以快速复制到新渠道。

公司优势赋能方面协同效益较强：

1) 充电桩充电枪业务对安全用电要求高，协同效益体现在：①电连接产品技术和供应链的优势可以复用；②“安全用电专家”的品牌形象协同性强；③充电桩渠道需要新构建体系，目标客户是 c 端和小 b 端，商业模式、渠道模式与过去相同，管理经验可以复用，帮助新能源线下渠道快速开拓。

2) 无主灯业务在过去照明业务的基础上，协同效益体现在：①渠道上和装饰渠道协同，供应链和 led 照明业务协同。②品牌方面协同性较小，消费者对于无主灯和“安全用电”的品牌概念存在一定差距，公司目前采用双品牌、差异性定位的经营策略，于 2022 年年底推出“沐光”无主灯品牌：公牛定位高性价比，新品牌

沐光定位为专业无主灯品牌，未来通过在中高低档产品线上丰富产品，提高无主灯专业度。

图 60：公牛推出“沐光”无主灯品牌



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

新产品增速快已初具规模：

1) 新能源业务同样初具规模，2022 年前三季度新能源充电桩充电枪净收入 9000 万，全年预计将完成 1 亿的收入目标，同时以户外储能为主要产品的储能业务也在逐步推进；12 月，公司与吉利商用车达成战略合作，一方面，公牛为达成吉利远程商用车终端网络的智慧配送及品牌形象统一，在其经销商层面推广远程超级 VAN 与公牛的专属定制车型；另一方面，公牛依托吉利远程商用车平台，在充电桩产品研发、零售等项目及海外出口开展合作。

2) 无主灯业务从 2021 年开始孵化，2022 年 3 月正式推出产品，目前惠州生产基地已正式投产，并完成了 8,000 多家网点的初步布局，同步开展了客户光效设计培训赋能。2022 年 3-9 月，6 个月的时间实现收入 8000 万元；

3) 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，2022 上半年实现收入同比增长 60.70%；

β 叠加 α 成长空间广阔：

公牛始终以争做行业第一为目标要求自己，市占率有望逐步提升。新能源行业与智能家居行业前景广阔，我们在行业部分根据相关数据统计及测算，2021 年智能家居产品出货量 2 亿台以上，新能源充电桩产品新增数量近 400 万个，行业仍处于成长期增速较快，竞争格局较为分散，公司在这两大领域未来大有可为。

表 22：公牛集团及相关行业标杆业务规模对比（单位：亿元）

	公牛集团 2022E	行业标杆	FY2021
led 照明	13（其中无主灯约 1 亿）	欧普照明	87
		小米智能生态	850
智能家居	10	萤石智能家居产品	37
		好太太智能家居产品	11
新能源充电桩充电枪	1	特锐德	31

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

对标行业当前优秀公司来看，照明行业传统渠道以线下建材渠道和五金门店为主，网点分散；近年来线上渠道、工程渠道、家装渠道快速发展，与电工产品渠道类似。以欧普照明为例，收入占比由高到低分别是专卖店（公牛装饰渠道发展方向）、流通渠道（类似公牛五金渠道）、KA 渠道，截至 2019 年底，拥有 4500 家专卖店，基本覆盖所有建材渠道，店面不断扩张；流通网点从 2018 年的 4 万家加密到 2019 年 10 万家。公牛集团与欧普照明相比，优势在于网点数量多、覆盖面广、密度大。劣势在于缺乏类似欧普照明专卖店的专业渠道，专业度不够、单店收入低。公牛

当前照明产品收入规模仍较低，未来通过装饰渠道的升级以及 B 端渠道的拓展，有较大的成长空间。

智能家居行业渠道：以萤石网络为例，以经销商渠道为主，收入占比 41%；专业客户渠道（B 端）为辅，主要为电信运营商，收入占比 17%；线上渠道占比 14%。公牛集团与萤石网络相比，发展路径同样在于专卖店的专业化及 B 端渠道的开拓。

表 23：公牛集团及相关行业标杆渠道结构对比

公司	渠道结构	经销商数量	网点数量
公牛集团	经销 86%，直销 12%（2019H1）；线上 12%，线下 88%	2333（2019H1）	110 万（五金渠道 75 万家，装饰渠道 12 万家，数码渠道 25 万家）
欧普照明	收入占比：专卖店>流通网点>KA	2162（2015）	4500 专卖店；14 万流通网点（2019）
萤石网络	线下经销 41%，B 端 17%，线上 14%		

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

成长性 3：以综合装饰渠道和 B 端渠道为重点发展渠道

公司传统零售渠道规模庞大、层次扁平、运作高效、紧密连接消费需求、多方受益合作关系稳固。家居智能化和套系化是家居行业趋势，除传统零售渠道和电商渠道外，我们认为综合化的装饰渠道、B 端渠道将成为公司智能产品导入市场的一大重要途径，新老产品与新老渠道间的协同作用将持续巩固和深化。未来成长性在于：

- 1) **传统渠道升级**，一方面是推动装饰渠道的综合化、专卖化，通过扩大门店面积、丰富产品品类、扩充 sku，来提升客单价。另一方面体现在为终端门店提供数字化营销、私域流量获取转换等营销工具，提升线下渠道的竞争力、运营管理效率。
- 2) **B 端渠道成为公司发力重点**，公牛以智控无主灯产品为核心，自上而下地开拓从头部全国性装企到区域性装企，目前合作数量约 1 万家，其中大型装企超过 200 家；同时凭借核心品类和智能生态产品打通精装房合作项目，开拓力度、合作数量、合作深度上持续加码，销售收入快速增长。
- 3) **新能源渠道的扩张**，新能源渠道最初以线上为主，2022 年 3 月开始拓展线下渠道，截至年底经销商近 100 个，网点数量超 5000 家，中长期对标公司传统零售渠道，有望突破 10 万家；同时开拓部分小 B 端客户。

成长性总结：公司在传统电连接、墙开插座产品上市占率领先；智能照明及其他智能生态产品、新能源汽车充电产品市场广阔，为公司核心成长品类。传统零售五金和装饰渠道庞大且稳固，公司对渠道的管理能力和经验可以复用，装饰渠道的专业化、综合化升级赋能新产品的发展；同时 B 端装企、新能源等渠道为公司全部产品开拓增量。

图61：新老品类与新老渠道协同发展

传统品类	基于消费者洞察的产品创新升级（如：导轨插座）： 产生新购买需求+客单价提升			
新品类	无主灯、智能家居生态产品： ①传统渠道和供应链赋能②双品牌运营策略		主要渠道	主要成长性
	新能源充电产品： ①电连接产品的技术和供应链协同；②安全用电专家品牌 形象协同；③零售渠道管理能力协同		传统品类	转换器 墙开插座 基础光源 灯饰
				五金、线上、B端 五金、装饰、线上、B端 五金、装饰、线上、B端 装饰、线上、B端
				新产品+新渠道 新产品+新渠道 新产品+新渠道 新产品+新渠道
传统渠道	优势巩固：零售渠道规模庞大、层次扁平、运作高效、紧密连接消费需求、 多方受益合作关系稳固 装饰渠道的综合化、专变化，丰富产品品类sku、扩张店面，提升客单价 为终端门店提供数字化营销、私域流量获取转换等营销工具		新品类	无主灯
				装饰、线上、B端
新渠道	发展B端装企客户为主、地产客户，小B端工商业客户 新能源渠道以C端和中小运营商为主，数量成长空间大		智能家居生态	装饰、线上、B端
			新能源充电产品	线上、中小运营商

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

财务分析：盈利能力与运营能力领先，2021年收入增长明显回升

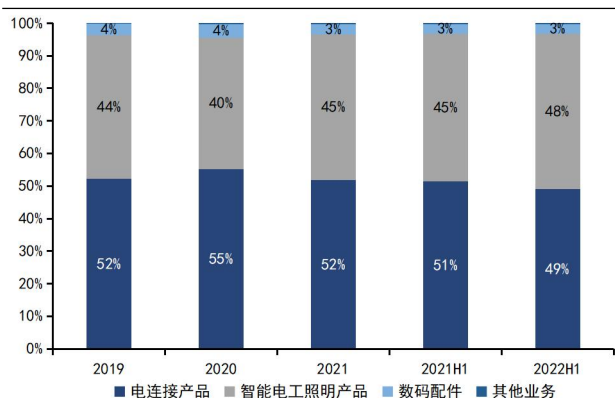
2021 年收入增长再次进入快车道。FY2016–2021 收入五年复合增速为 18.2%，主要受疫情冲击，FY2019–2020 年收入增速下滑。FY2021 公司实现营业收入 123.85 亿元，同比增长 23.22%，增速重新回归快车道；主要得益于家居智能化生态化、新能源用电等新品类的推出和产品升级，各品类收入获得快速增长。分品类来看：1) 电连接业务为公司传统优势业务，FY2021 规模达 64.1 亿元，历年来占比稳定在 52%左右，近年有所下降，近 3 年复合增速为 10.5%，2021 年电连接业务快速增长，同比+15.6%，增长重回疫情前水平；2) 智能电工照明业务为公司规模第二大的业务，FY2021 规模为 55.5 亿元，增速较快，历年来占比从 44%提升至 48%，近 5 年复合增速为 22.2%。其中，墙壁开关插座、LED 照明器件、其他智能产品业务 FY2021 分别同比增长 29.6%/38.5%/139.6%，FY2016–2021 五年复合增速分别为 19.0%/46.6%/23.6%，2021 年智能生态产品的推出带动了收入的增长。3) 数码配件业务为第三大业务，FY2021 规模为 3.7 亿元，自成立以来近 5 年复合增速为 18.3%，规模小、增速快。

图 62：公牛集团营业收入及同比增速



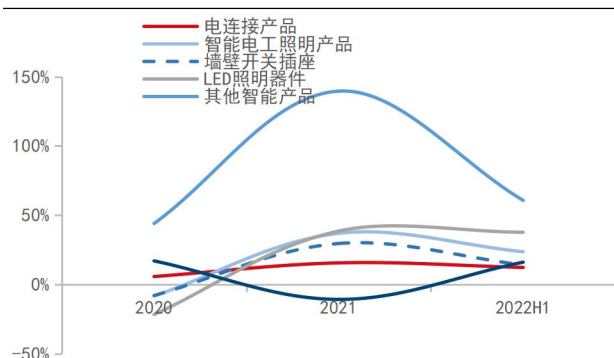
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 63: 公司品类营收占比



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图 64: 公司品类营收增速



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

净利润受稳健增长。基于收入增长较快，盈利能力稳定，历年来公牛集团净利润稳步增长，FY2016-2021 五年复合增速为 14.6%，略低于收入复合增速。2021 年度实现归母净利润 27.8 亿元，较去年同期上升 20.2%。2020 年受疫情冲击和原材料价格成本上升影响，净利润增速有所下降，2021 年度净利润增速回升主要一方面基于产品矩阵的完善、多元化渠道的扩张、产品创新契合消费者需求，带来销量的增加；同时家居智能生态化、新能源用电等新品类带来增量；另一方面公牛产品升级提高了市场竞争力，产品单价提高带来利润增长。

图 65: 公牛集团归母净利润及同比增速



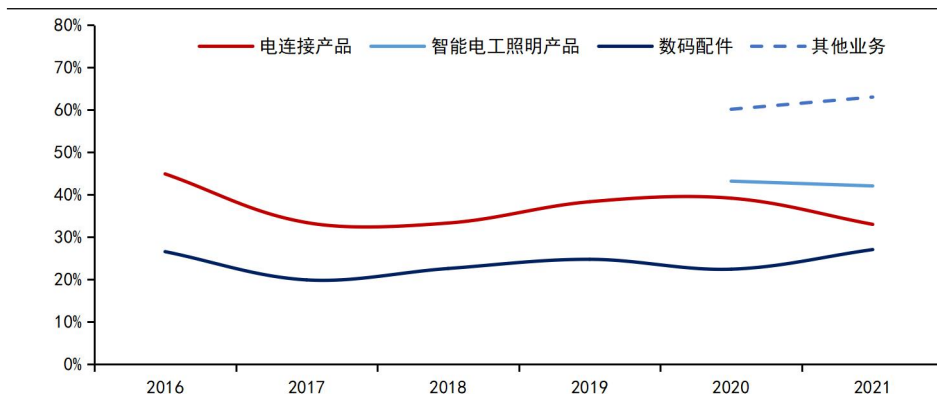
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

毛利率水平基本稳定，2021 年度受原材料成本上涨影响毛利率水平下降。公牛集团毛利率历年来基本稳定在 37% 左右，其中核心品类智能电工照明毛利率较高。FY2021 公牛集团毛利率为 37.0%，同比-3.1pp，毛利率下降主要受到大宗原材料价格上涨影响，公司使用期货套期保值等方式锁定交易价格，一定程度降低原材料现货市场价格波动给公司经营带来的不确定性风险。

从毛利率拆分来看，分品类来看，电连接产品作为公牛集团的传统核心、优势业务，毛利率始终处于较高水平，大约在 33%~40%。智能电工照明产品占比进一步提升，同时毛利率水平在三大业务中最高，近年来维持在 42%~44%。数码配件业务起始于 2016 年，至今为止，数码配件业务毛利率维持在 20%~28%，与同业此品类运营成熟后的毛利率相比，仍有提升空间。公牛集团 FY2021 电连接/智能电工

照明 / 数码配件业务毛利率分别为 33.0%/42.0%/27.0%，同比 -15.8%/-2.6%/+20.7%，电连接/智能电工照明业务毛利下滑主要因上游原材料价格上升。

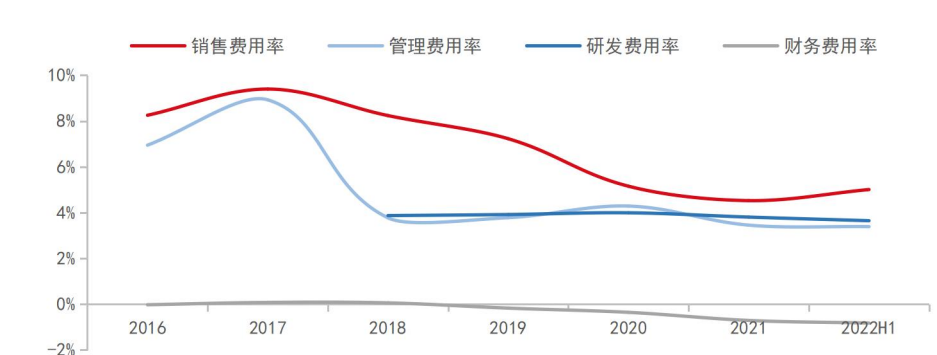
图66：公司品类毛利率



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

费用端短期内维持稳定投入。费用管控良好，FY2017-2021 销售费用率维持下行趋势，其他费用率维持在稳定均衡的水平，波动幅度小。FY2021 销售费用率同比-0.7pp 至 4.5%；管理费用率同比-0.8pp 至 3.5%；研发费用率同比-0.2pp 至 3.8%；财务费用率绝对值同比+0.3pp 至-0.7%。

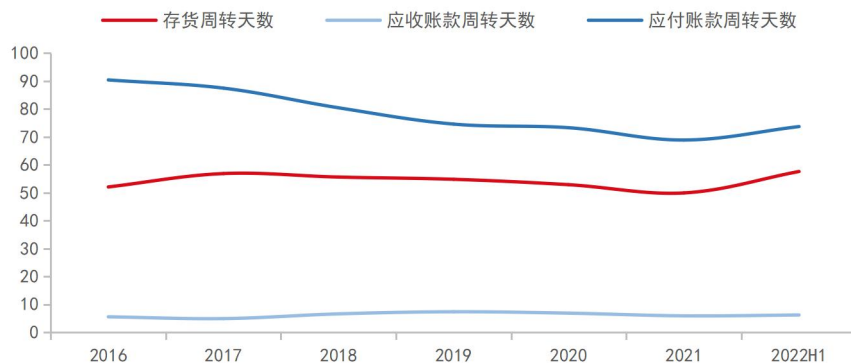
图67：公牛集团各项费用率



资料来源：公司财报，wind，国信证券经济研究所整理

营运效率稳定。基于不断扩充的品类和供应链管理持续优化，公司各项周转天数始终维持在稳定较低的水平，波动幅度较小。从存货周转天数、应收账款周转天数和应付账款周转天数来看，受疫情影响，公司严控成本及库存，降低营运成本，FY2021 存货周转天数为 49.9 天，同比缩短 3.0 天；FY2021 应收账款周转天数为 5.9 天，同比缩短 0.9 天。FY2021 应付账款周转天数 68.9 天，同比缩短 4.4 天。

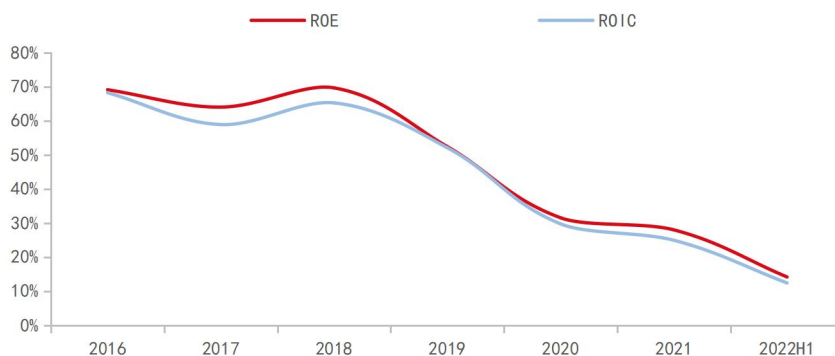
图 68: 公牛集团存货/应收/应付账款周转天数



资料来源：公司财报，wind，国信证券经济研究所整理

ROE 和 ROIC 持续下行。2018 年之前，公司 ROE、ROIC 稳定且处于业内较高水平，主要与稳定的盈利水平和营运效率有关。FY2016-2021 的平均 ROE、ROIC 分别为 52.4% 和 49.8%。FY2019-2021 的 ROE 和 ROIC 大幅下滑，主要系上市后货币资金大幅增加，流动资产周转率下行，以及资产负债率下降。

图 69: 公牛集团 ROE 及 ROIC



资料来源：公司财报，wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

按假设前提，我们预计公司未来 3 年年归母净利润分别为 30.94、36.19 和 42.02 亿元，同比增速 11.3%、17.0%、16.1%；EPS 为 5.15/6.02/6.99 元。

收入：预计 2022-2024 年的收入分别为 143.02、164.02 和 184.24 亿元，同比增速 15.5%、14.7%、12.3%。

1) 电连接业务系公司重点优势品类，其中新能源充电业务为成长品类，预计 2022~2024 年收入分别增长 10%/12%/10%。电连接业务已较为成熟，且基数较大，未来成长性主要在于：①渠道进一步开拓带来量的增长；②加大布局新能源充电储能一体化，充电桩充电枪具有高增长潜力；③产品创新升级带来的单价提升。

故给予中等增速。

2) 智能电工照明业务，尤其是无主灯业务，系未来重点发展品类之一，预计2022~2024年收入分别增长22%/18%/15%。2022年新开拓的无主灯业务带动收入增长，未来一方面公司在产能端继续积极投产供应链布局；另一方面，针对消费升级的需求，公司推出差异化创新品牌和产品以及销售渠道专卖化模式，有望实现销售的快速增长。故给予较高增速。

3) 数码配件业务，预计2022~2024年收入分别增长15%/14%/14%。主要因数码配件业务目前体量仍较小，一方面关键技术不断革新，产品品类持续完善和升级，数码配件业务有望快速发展；另一方面公司积极推动产品向数码快充、新能源储能领域创新升级，有望实现销售的快速增长。故给予中等增速。

毛利率：预计2022~2024年分别为37.0%/37.4%/37.8%。

考虑到公司三大业务稳步发展，线下五金渠道和装饰渠道格局基本稳定，线上渠道处于爬坡期，我们预计各品类毛利率基本维持稳定；同时由于2021年开始原材料成本上涨，2022年上半年仍位于高位，我们预计未来原材料成本缓解后，毛利率将保持小幅上涨。电连接、智能电工照明、数码配件未来三年毛利率分别为33.0%/33.3%/33.7%左右；41.5%/41.9%/42.4%左右；27.0%/27.0%/27.0%左右。由于高毛利品类占比提升，整体毛利率相较往年有所上升。

表24：公牛集团盈利拆分

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	合计	4,458.91	5366.48	7240.07	9065.00	10,040.44	10,051.13	12,384.92	14,302.40	16,402.26	18,424.50
	电连接产品	3131.69	3311.95	4037.47	4847.4	5,248.62	5,548.84	6413.21	7,054.53	7,901.07	8,691.18
	智能电工照明产品	1321.79	2039.65	3046.09	3921.56	4,423.16	4,054.71	5550.98	6,772.20	7,964.10	9,126.86
	数码配件		7.51	140.95	276.97	357.03	417.73	372.68	428.58	488.58	556.99
	其他业务	5.43	7.37	15.57	19.07	11.43	29.85	48.05	47.09	48.50	49.47
营收占比	合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	电连接产品	70%	62%	56%	53%	52%	55%	52%	49%	48%	47%
	智能电工照明产品	30%	38%	42%	43%	44%	40%	45%	47%	49%	50%
	数码配件		0%	2%	3%	4%	4%	3%	3%	3%	3%
	其他业务	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
YoY	合计		20%	35%	25%	11%	0%	23%	15%	15%	12%
	电连接产品		6%	22%	20%	8%	6%	16%	10%	12%	10%
	智能电工照明产品		54%	49%	29%	13%	-8%	37%	22%	18%	15%
	数码配件			1777%	97%	29%	17%	-11%	15%	14%	14%
	其他业务		36%	111%	22%	-40%	161%	61%	-2%	3%	2%
毛利率	合计	41.61%	45.2%	37.7%	36.6%	41.4%	40.1%	37.0%	37.4%	37.8%	38.3%
	电连接产品	40.64%	44.9%	33.4%	33.3%	38.3%	39.1%	32.9%	33.3%	33.7%	34.0%
	智能电工照明产品						43.2%	42.0%	41.9%	42.4%	42.8%
	数码配件		26.5%	19.8%	22.5%	24.7%	22.4%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%
	其他业务						60.1%	63.0%	62.5%	62.5%	62.5%

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

费用率：

- 1) 销售费用率：考虑到公司新产品、新品牌的营销投入，同时电商渠道投入有所扩大，假设未来三年销售费用率维持较高投入水平，分别为5.5%/5.4%/5.3%。
- 2) 管理费用率：考虑公司通过优化管理效率节约费用，以及规模效益递增，我们假设未来三年管理费用率较过去保持稳定，未来三年分别为

3.8%/3.7%/3.7%。

- 3) 研发费用率：考虑到公司将继续丰富产品矩阵，研发投入增加，我们假设未来三年研发费用率分别为 4.0%/3.9%/3.8%。
- 4) 财务费用率：由于公司上市后持有大量货币资金以及交易性金融资产，未来亦无增大有息负债计划，故我们假设未来三年财务费用率为 -0.7%/-0.4%/-0.6%。

表 25：公牛集团盈利预测假设条件

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入增长率	25.2%	10.8%	0.1%	23.2%	15.5%	14.7%	12.3%
毛利率	36.6%	41.4%	40.1%	37.0%	37.0%	37.4%	37.8%
销售费用率	8.2%	7.2%	5.2%	4.5%	5.5%	5.4%	5.3%
管理费用率	3.8%	3.8%	4.3%	3.5%	3.8%	3.7%	3.7%
研发费用率	3.9%	3.9%	4.0%	3.8%	4.0%	3.9%	3.8%
财务费用率	0.1%	-0.2%	-0.4%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-1.2%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

未来三年业绩预测

预计 2022-2024 年的收入分别为 143.02、164.02 和 184.24 亿元，同比增速 15.5%、14.7%、12.3%；预计 2022-2024 年的净利润分别为 30.94、36.19 和 42.02 亿元，同比增速 11.3%、17.0%、16.1%；EPS 为 5.15/6.02/6.99 元。

表 26：公牛集团盈利预测及市场重要数据

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,385	14,302	16,402	18,424
(+/-%)	23.2%	15.5%	14.7%	12.3%
净利润(百万元)	2780	3094	3619	4202
(+/-%)	20.2%	11.3%	17.0%	16.1%
每股收益(元)	4.62	5.15	6.02	6.99
EBIT Margin	24.5%	22.9%	23.6%	24.2%
净资产收益率(ROE)	25.8%	24.8%	25.0%	25.1%
市盈率(PE)	34.0	30.6	26.1	22.5
EV/EBITDA	30.5	28.6	24.4	21.3
市净率(PB)	8.80	7.60	6.55	5.65

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测情景分析

我们根据乐观、中观、悲观三种情景假设，得到以下盈利预测结果：1) 乐观假设下，公司 2022~2024 年净利润分别为 31.9/37.4/43.5 亿元；2) 中性假设下，公司 2022~2024 年净利润分别为 30.9/36.2/42.0 亿元；3) 悲观假设下，公司 2022~2024 年净利润分别为 30.0/35.0/40.6 亿元。

表 27: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
乐观预测					
营业收入(百万元)	10,051	12,385	14,341	16,488	18,562
(+/-%)	0.1%	23.2%	15.8%	15.0%	12.6%
净利润(百万元)	2313	2780	3193	3740	4347
(+/-%)	0.4%	20.2%	14.8%	17.1%	16.2%
摊薄 EPS	3.85	4.62	5.31	6.22	7.23
中性预测					
营业收入(百万元)	10,051	12,385	14,302	16,402	18,424
(+/-%)	0.1%	23.2%	15.5%	14.7%	12.3%
净利润(百万元)	2313	2780	3094	3619	4202
(+/-%)	0.4%	20.2%	11.3%	17.0%	16.1%
摊薄 EPS(元)	3.85	4.62	5.15	6.02	6.99
悲观的预测					
营业收入(百万元)	10,051	12,385	14,264	16,316	18,288
(+/-%)	0.1%	23.2%	15.2%	14.4%	12.1%
净利润(百万元)	2313	2780	2996	3498	4059
(+/-%)	0.4%	20.2%	7.7%	16.8%	16.0%
摊薄 EPS	3.85	4.62	4.98	5.82	6.75
总股本(百万股)	601	601	601	601	601

资料来源: 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 167.3~180.6 元, 维持买入评级。

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 167.3~185.1 元

公司在传统电连接、墙开插座产品上市占率领先; 新品类智能照明及其他智能生态产品、新能源汽车充电产品市场广阔, 成长性强。传统零售五金和装饰渠道庞大且稳固, 公司对渠道的管理能力和经验可以复用, 装饰渠道的专业化、综合化升级赋能新产品的发展; 同时 B 端装企、新能源等渠道为公司全部产品开拓增量。我们预计公司未来收入和净利润端保持一定增长, 未来五年估值假设条件见下表:

表 28: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	10.8%	0.1%	23.2%	15.5%	14.7%	12.3%	11.8%	11.2%
毛利/营业收入	41.4%	40.1%	37.0%	37.0%	37.4%	37.8%	38.3%	38.4%
管理费用/营业收入	3.8%	4.3%	3.5%	3.8%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
销售费用/销售收入	7.2%	5.2%	4.5%	5.5%	5.4%	5.3%	5.2%	5.2%
营业税及附加/营业收入	0.8%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
所得税税率	14.5%	16.0%	16.4%	16.4%	16.4%	16.4%	16.4%	16.4%
股利分配比率	0.00%	98.82%	44.44%	45.00%	45.00%	45.00%	45.00%	45.00%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表 29：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.8	T	16.38%
无风险利率	3.00%	Ka	7.80%
股票风险溢价	6.00%	有杠杆 Beta	0.80
公司股价（元）	157.42	Ke	7.82%
发行在外股数（百万）	601	E/(D+E)	99.47%
股票市值（E，百万元）	94609	D/(D+E)	0.53%
债务总额（D，百万元）	500	WACC	7.80%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 167.3~185.1 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表 30：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		7.4%	7.6%	7.80%	8.0%	8.2%
永续 增长 率变 化	2.4%	198.34	190.09	182.46	175.39	168.82
	2.2%	192.84	185.08	177.89	171.20	164.97
	2.0%	187.75	180.43	173.63	167.29	161.37
	1.8%	183.02	176.10	169.65	163.63	158.00
	1.6%	178.61	172.05	165.93	160.20	154.83

资料来源：国信证券经济研究所分析

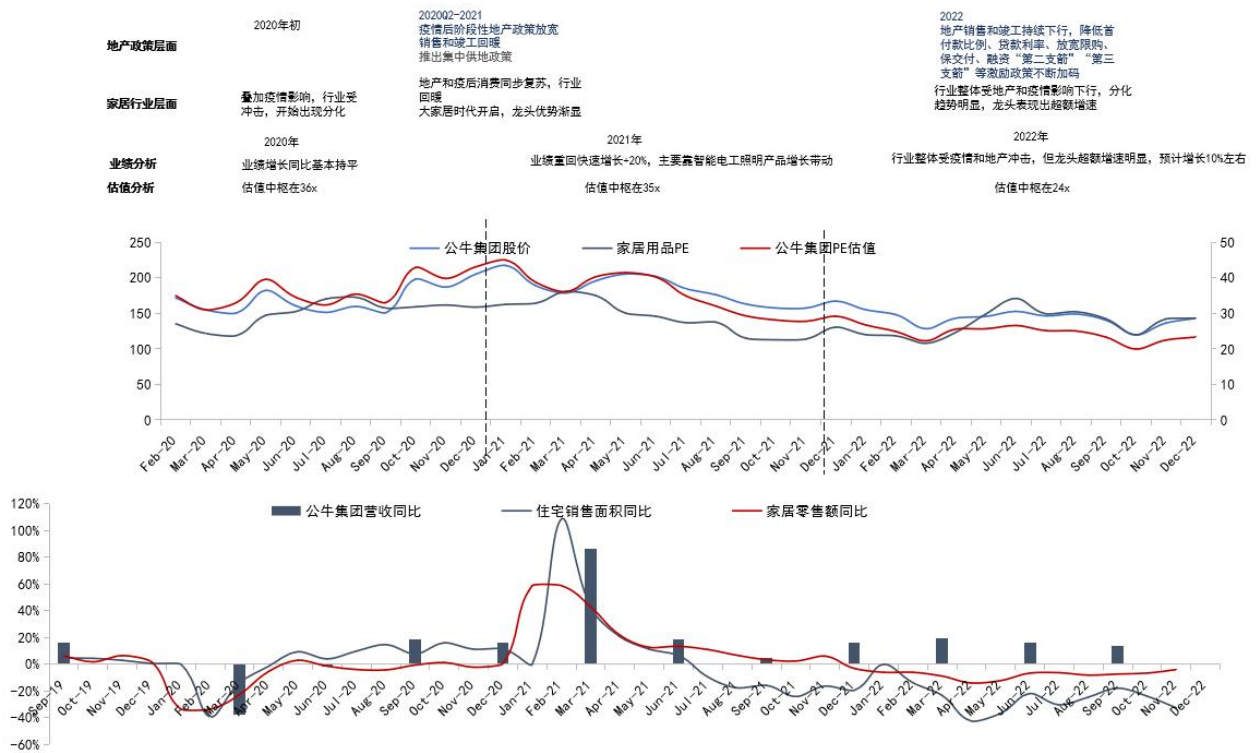
相对估值：162.5~180.6 元

公牛集团系电工行业龙头企业，在上市公司中具有稀缺性；由于公司业务属于家装家居行业，我们选取业务有可比性的家居、照明公司作比较，包括定制家居企业：欧派家居、索菲亚、志邦家居；以及软体家具企业：喜临门、顾家家居、敏华控股；智能家居企业好太太；照明企业欧普照明、佛山照明。

未来 12 个月预测 PE 估值横向来看，近两年家居标的估值中枢在 20xPE 左右，行业龙头欧派家居的估值中枢为 28x；公牛集团基于其稀缺性和相对较高且较为稳定的业绩增速，自上市以来估值与家居其他标的相比较，通过股价复盘，2020/2021/2022 未来 12 个月预测 PE 的中枢分别为 36/35/24x，净利润增速分别为 0.4%/20%/预计 11%。2022 年主要受到地产链整体基本面和预期的影响，估值下滑至历史低位，且与家居用品整体估值相比溢价缩小。

我们看好公牛集团在传统业务强大的竞争实力以及新业务上的成长空间，以及未来消费复苏和地产回暖使得整个家居板块估值中枢修复，主要参考历史估值给予公牛集团 2023 年 27~30x PE，对应 162.5~180.6 元的合理估值区间。

图70：公牛集团股价估值复盘



资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表31：可比公司估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
603195	公牛集团	买入	157.4	4.6	5.2	6.0	7.0	34.0	30.6	26.1	22.52
同类公司											
603833	欧派家居	买入	131.1	4.4	4.5	5.2	6.1	29.8	29.4	25.0	21.40
603816	顾家家居	买入	44.4	2.7	2.2	2.5	2.9	16.8	20.4	18.0	15.32
002572	索菲亚	买入	21.5	0.1	1.1	1.4	1.6	165.1	18.9	15.1	13.11
603801	志邦家居	买入	34.0	1.6	1.8	2.1	2.4	21.0	19.2	16.5	14.06
300616	尚品宅配	买入	24.2	0.5	0.7	1.1	1.3	53.8	33.2	23.0	18.33
603008	喜临门	买入	35.7	1.5	1.5	1.7	2.1	24.6	24.4	20.7	17.20
603208	江山欧派	增持	65.3	2.5	0.7	2.7	3.2	26.7	98.9	24.5	20.53
1999	敏华控股	无评级	7.4	0.5	0.7	0.8	0.9	16.1	11.3	9.3	8.70
603848	好太太	无评级	14.8	0.8	0.8	1.0	1.1	19.7	18.5	15.4	13.11
000541	佛山照明	无评级	5.8	0.2	0.2	0.3	0.4	31.4	24.1	18.6	15.30
603515	欧普照明	无评级	17.6	1.2	1.1	1.3	1.4	14.6	15.7	13.7	12.19
603313	梦百合	无评级	11.6	-0.6	0.5	0.9	1.2	-20.4	23.8	13.7	8.70
603818	曲美家居	无评级	7.5	0.3	0.5	0.8	1.0	24.3	15.2	9.6	7.51
301061	匠心家居	无评级	34.7	4.6	2.6	2.9	3.5	7.6	13.6	12.0	9.91
603180	金牌厨柜	无评级	37.7	2.3	2.4	3.0	3.6	16.3	15.4	12.7	10.51

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

注：无评级公司盈利预测来自 wind 和彭博一致预期

投资建议

看好新老业务及新老渠道协同并进。我们看好公司凭借自身研发、创新、制造等产品优势、零售端渠道优势、安全用电的国民品牌优势持续进入更多民用电工、智能家居相关领域，实现长期稳健经营和成长。

由于 2022 年四季度受线下消费受疫情冲击严重，我们小幅下调业绩预测，预计 2022-2024 年的收入分别为 143.02、164.02 和 184.24 亿元（前值为 144.90、166.06 和 186.43 亿元），同比增速 15.5%、14.7%、12.3%；预计 2022-2024 年的净利润分别为 30.94、36.19 和 42.02 亿元（前值为 31.82、37.41 和 43.4 亿元），同比增速 11.3%、17.0%、16.1%。我们维持“买入”评级，根据相对估值和绝对估值方法上调合理估值区间至 167.3~180.6 元（前值为 136.9~149.3 元），合理估值对应 2023 年 28~30x PE。

风险提示

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观、从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

估值的风险

我们采取绝对估值相对估值方法计算得出公司的合理估值区间。但该估值是建立在较多假设前提的基础上得出,假设具有一定主观性,因而估值结论具有一定主观性。若后续公司发展或一些宏观因素变化方向与幅度与我们预期不符,可能导致估值区间和实际结果不符。

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观,导致未来10年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权资本成本(WACC)对公司估值影响非常大,我们在计算WACC时假设无风险利率为3.0%、风险溢价6.0%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值较低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来10年后公司TV增长率为2.0%,公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较,同时考虑公司增发的因素、公司成长性,对行业平均动态PE进行修正,最终给予公司28~30倍PE,可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们对公司的业绩预测基于对量价、品类扩张、渠道拓展、财务比率的假设。其中涉及的公司销量与售价、品类扩张速度、渠道拓展进度等假设均带有一定主观性,可能和实际结果有所偏差,导致对公司的盈利预测高于实际情况。

经营风险

公司在新市场的进入、培育、扩张上可能无法适应新的环境与挑战,导致扩张受阻,无法支撑量价成长。

公司研发和推出的产品存在不能适应市场需求,导致销量和价格下降、品牌影响力减弱的可能。

公司成本主要为多种原材料,其中一类或者多种原材料价格大幅上涨将对公司成本产生压力。若原材料价格上涨速度过快或幅度过大,销售端无法有效对冲,则可能会使公司利润率低于我们预期并产生大幅波动。

公司可能无法如我们预期那样持续有效提高管理运营效率,优化各类成本与费用,导致费用率高于我们预期,从而使得盈利预测和实际结果产生偏差。

财务风险

公司可能失去政府补助等非经常性收入,对盈利产生负面影响。

公司的应收账款可能因下游大客户或经销商无法付款而造成损失,存在坏账风险。

行业风险

照明和智能家居市场竞争激烈，且泛家居行业逐渐融合，以及部分互联网平台加入家装业务竞争，带来竞争进一步加剧交错。

市场风险

若大盘因系统性风险导致下跌或投资者情绪、交易策略等发生变化，公司估值可能出现较大波动，导致股价阶段性背离基本面趋势。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	3753	4377	3118	5252	7675	营业收入	10051	12385	14302	16402	18424
应收款项	310	416	480	551	619	营业成本	6019	7809	9017	10267	11452
存货净额	788	1377	1605	1826	2036	营业税金及附加	80	83	110	126	142
其他流动资产	2803	1160	3128	3233	3129	销售费用	518	560	787	884	973
流动资产合计	10518	13257	14258	16788	19386	管理费用	479	444	555	623	698
固定资产	1460	1692	1942	2174	2397	研发费用	401	471	572	643	708
无形资产及其他	300	296	284	272	260	财务费用	(36)	(88)	(100)	(69)	(114)
投资性房地产	160	229	229	229	229	投资收益	52	190	286	328	368
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	7	16	(21)	(12)	(1)
资产总计	12438	15474	16713	19463	22273	其他收入	167	371	41	70	101
短期借款及交易性金融负债	500	1174	500	500	500	营业利润	2803	3651	3709	4338	5038
应付款项	1286	1704	1986	2260	2520	营业外净收支	(48)	(326)	(9)	(11)	(12)
其他流动负债	1278	1738	1657	2134	2362	利润总额	2755	3325	3700	4328	5026
流动负债合计	3064	4617	4144	4894	5382	所得税费用	441	545	606	709	823
长期借款及应付债券	160	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	76	101	111	121	131	归属于母公司净利润	2313	2780	3094	3619	4202
长期负债合计	236	101	111	121	131	现金流量表（百万元）					
负债合计	3300	4718	4255	5015	5513	净利润	2313	2780	3094	3619	4202
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	5	10	4	2	2
股东权益	9137	10756	12457	14448	16759	折旧摊销	234	223	181	213	241
负债和股东权益总计	12438	15474	16713	19463	22273	公允价值变动损失	(7)	(16)	21	12	1
关键财务与估值指标						财务费用	(36)	(88)	(100)	(69)	(114)
每股收益	3.85	4.62	5.15	6.02	6.99	营运资本变动	842	1790	(2041)	366	326
每股红利	3.81	2.06	2.32	2.71	3.15	其它	(5)	(10)	(4)	(2)	(2)
每股净资产	15.21	17.89	20.72	24.03	27.88	经营活动现金流	3382	4777	1255	4210	4771
ROIC	43%	45%	54%	65%	76%	资本开支	0	(462)	(448)	(447)	(457)
ROE	25%	26%	25%	25%	25%	其它投资现金流	(2007)	(3063)	0	0	0
毛利率	40%	37%	37%	37%	38%	投资活动现金流	(2007)	(3525)	(448)	(447)	(457)
EBIT Margin	26%	25%	23%	24%	24%	权益性融资	(3)	59	0	0	0
EBITDA Margin	28%	26%	24%	25%	26%	负债净变化	160	(160)	0	0	0
收入增长	0%	23%	15%	15%	12%	支付股利、利息	(2286)	(1236)	(1392)	(1628)	(1891)
净利润增长率	0%	20%	11%	17%	16%	其它融资现金流	5899	2105	(674)	0	0
资产负债率	27%	30%	25%	26%	25%	融资活动现金流	1644	(628)	(2067)	(1628)	(1891)
息率	2.4%	1.3%	1.5%	1.7%	2.0%	现金净变动	3019	624	(1259)	2134	2423
P/E	40.9	34.0	30.6	26.2	22.5	货币资金的期初余额	734	3753	4377	3118	5252
P/B	10.3	8.8	7.6	6.6	5.6	货币资金的期末余额	3753	4377	3118	5252	7675
EV/EBITDA	34.5	30.5	28.6	24.4	21.3	企业自由现金流	0	4089	429	3369	3844
						权益自由现金流	0	6034	(204)	3426	3939

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032