



穿越周期，多元发展进入新阶段

——公牛集团首次覆盖报告

买入(首次)

行业：轻工制造
日期：2024年09月10日

分析师：黄骥
E-mail: huangji@yongxingsec.com
SAC编号: S1760523090002
分析师：李瑶芝
E-mail: liyaozhi@yongxingsec.com
SAC编号: S1760524020001
分析师：吴东炬
E-mail: wudongju@yongxingsec.com
SAC编号: S1760524060001

基本数据

09月06日收盘价(元)	62.91
12mthA股价格区间(元)	62.89-131.59
总股本(百万股)	1,292.48
无限售A股/总股本	99.53%
流通市值(亿元)	809.31

最近一年股票与沪深300比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

核心观点

公司深耕民用电工领域，形成电连接/智能电工照明/新能源三大主营业务。电连接产品主要为转换器（即插座）、数码配件等，智能电工照明产品主要包括墙壁开关插座、LED照明（智能无主灯）、安全断路器、智能浴霸、智能门锁、智能晾衣机、智能窗帘机等，新能源产品主要为新能源汽车充电桩/枪、家庭储能、工商业储能、户外便携式储能等。23年电连接/智能电工照明/新能源板块分别实现收入74/79/3.8亿元，YoY+5%/15%/149%。展望未来，公司在智能电工照明和新能源业务依然存在较大发展空间，转换器的增长更多依靠产品单价的提升。创新性推行线下“配送访销”销售模式，建立超110万的线下实体经销渠道，稳定的经销商队伍，帮助其在地产下行周期实现稳健增长。公司将制造业与服务业相融合，通过对经销商的培训、支持和深度服务，组织全国经销商在其经销区域内，配置专用车辆，配备专业的销售服务人员按照网点布局及既定线路，定期开展配货、送货、拜访服务及上门销售。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，广泛布局的终端网点能够及时、便捷地为消费者提供优质服务和产品。此外，忠诚而有活力的经销商，是公司的又一护城河。公司设立了销售额折扣、市场开发折扣及市场推广折扣等相应奖励措施，实现与经销商共赢，与公司合作的经销商平均毛利率基本在30%以上，通常随着合作年限的增加而提高，这些举措都增加了经销商的粘性。

电连接业务是业绩基石，智能电工照明业务成长属性更为突出。23年公司电连接业务实现收入74亿元，YoY+5%，公司是转换器行业龙头，市占率由01年约20%提升至目前超70%。未来转换器业绩成长的动力来源于产品创新更迭带来的单价提升，针对细分场景需求产生的增量产品和海外市场开拓带来的新需求。23年智能电工照明产品实现收入79亿元，YoY+15%。墙开业务方面，公司天猫市占率30%左右，依然有较大提升空间。基础光源业务，继家庭照明之后逐步完善了面向中小工程项目、中小工商业体用户的空间照明解决方案。智能无主灯也已成为公司照明业务重点发展方向，其中沐光品牌无主灯致力于为消费者提供套系化智能灯光解决方案，公司对其寄予厚望。

新能源业务有望持续高速发展。公司的新能源业务23年收入YoY+149%，在产品端为C端消费者和B端运营商提供了能满足其需求的充电桩/枪，借鉴之前在转换器/智能电工照明渠道端的成功经验，快速铺设经销商渠道，C端渠道重点拓展新能源汽贸店、汽车美容装潢店等专业分销商，B端渠道重点围绕覆盖机关事业单位、企业、物业、充电场站等场景的客户开发。

投资建议

作为民用电工行业领导者，公司在线下的经销渠道护城河优势难以撼动，保障了电连接和墙开业务的稳健增长，新布局的新能源及海外业务有望继续带给公司第二成长曲线。我们预计公司24-26年归母净利润44/50/56亿元，按9月6日收盘价，对应EPS 3.4/3.84/4.34元，对应PE18.5/16.36/14.51，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

宏观经济增速放缓的风险；新业务发展不及预期的风险；主要原材料价格波动的风险；

■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	15,695	17,823	20,218	22,905
年增长率 (%)	11.5%	13.6%	13.4%	13.3%
归属于母公司的净利润	3,870	4,396	4,969	5,604
年增长率 (%)	21.4%	13.6%	13.0%	12.8%
每股收益 (元)	4.36	3.40	3.84	4.34
市盈率 (X)	21.94	18.50	16.36	14.51
净资产收益率 (%)	26.8%	28.2%	29.2%	30.1%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2024年09月06日收盘价）

正文目录

1. 民用电工龙头业绩穿越周期稳健增长	5
1.1. “配送访销”构建坚实渠道壁垒，成就民用电工龙头	5
1.2. 公司业绩穿越周期稳健增长，海外市场全面开启新征程	7
2. 转换器行业龙头地位稳固，价升助力业绩增量	10
3. 智能电工照明业务持续增长，打造以无主灯为核心的智能生态	13
3.1. 墙壁开关持续开拓各类市场，市占率有望持续提升	14
3.2. 智能照明发展迅速，无主灯业务未来有望成为新增长点	15
4. 新能源新业务未来空间广阔，有望持续高速发展	20
5. 盈利预测及投资建议	22
5.1. 盈利预测	22
5.2. 投资建议	22
6. 风险提示	23

图目录

图 1: 公司业务拓展图	5
图 2: 公司产品介绍图示	5
图 3: 公司股权结构图	6
图 4: 公司 C 端营销体系	7
图 5: 16-24 年 Q1 营业总收入及同比	8
图 6: 16-24 年 Q1 归母净利润及同比	8
图 7: 2021-2023 年主要三大业务收入	8
图 8: 2023 年营业收入占比-分业务	8
图 9: 16-24 年 Q1 销售毛利率及净利率	9
图 10: 21-23 年公司毛利率-分产品	9
图 11: 16-19 年公司毛利率-分产品	9
图 12: 16-24 年 Q1 公司期间费用率情况	10
图 13: 19-23 年研发费用及累计有效专利授权	10
图 14: 19-23 年公司营业收入-分地区 (亿元)	10
图 15: 2023 年公司营业收入-分地区 (亿元)	10
图 16: 21-23 年电连接产品收入	11
图 17: 21-23 年电连接业务产销情况 (万件)	11
图 18: 16-21 年中国插排市场规模及同比	11
图 19: 16-21 年中国插排产量情况	11
图 20: 公牛各品类 (经典插座/氮化镓小电舱插座/轨道插座) 插座样式价格示意图	12
图 21: 19-22 年中国小家电市场规模及同比	12
图 22: 22 年全球主要国家户均拥有小家电数量 (个)	12
图 23: 公司针对细分场景痛点需求产品	13
图 24: 19-23 年智能电工照明产品收入及增速	14
图 25: 19-23 年智能电工照明产量及销量 (亿件)	14
图 26: 公司确定墙开业务“装饰开关”的产品定位	14
图 27: 16-19 年公司墙壁开关收入及增速	14
图 28: 16-19 年公司墙壁开关销量	14
图 29: 各类型 (基础/中高端/智能) 墙开样式价格示意图	15
图 30: 16-19 年公司 LED 照明收入及增速	16
图 31: 16-19 年 LED 照明产量及销量 (万件)	16
图 32: 公牛爱眼照明灯	16
图 33: 公牛爱眼台灯	16
图 34: 单品智能照明	17

图 35: 多品智能照明.....	17
图 36: 全屋场景化智能——通过模式转换实现不同区域场景配置.....	17
图 37: 家用智能照明解决方案.....	18
图 38: 普通灯具消费者平均选购花费占比图.....	18
图 39: 智能灯具消费者平均选购花费占比图.....	18
图 40: 公牛品牌无主灯示例.....	18
图 41: 沐光无主灯示例.....	19
图 42: 沐光无主灯体验馆覆盖示意图.....	20
图 43: 新能源汽车产量及增速.....	20
图 44: 新能源汽车/充电桩保有量及车桩比.....	20
图 45: 公牛充电桩/枪示意图.....	21
图 46: 公牛储能示意图.....	22

表目录

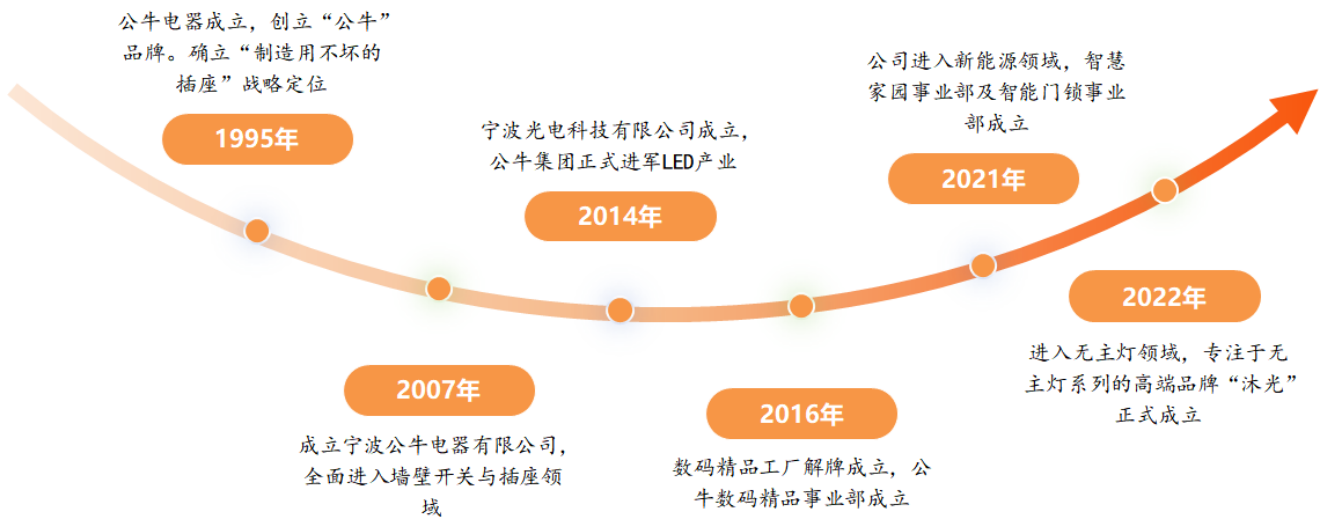
表 1: 公司对经销商的奖励措施.....	7
表 2: 按合作年限分类的各期经销商平均毛利率.....	7
表 3: 23-26 年公司收入和毛利率拆分.....	22

1. 民用电工龙头业绩穿越周期稳健增长

1.1. “配送访销” 构建坚实渠道壁垒，成就民用电工龙头

民用电工行业领导者，形成电连接/智能电工照明/新能源三大主营业务。公司自 1995 年创立以来，专注于民用电工产品的研发、生产和销售。公司坚守“成为国际民用电工行业领导者”的企业愿景，始终坚持以消费者需求为导向，以产品品质为根本，逐步形成电连接、智能电工照明、新能源三大业务板块，围绕民用电工及照明领域形成长期可持续发展的产业布局。

图1:公司业务拓展图



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

电连接产品主要为转换器(即插座)、数码配件等；智能电工照明产品包括墙壁开关插座、LED照明(智能无主灯)、安全断路器、智能浴霸、智能门锁、智能晾衣机、智能窗帘机等；新能源产品主要为新能源汽车充电桩/枪、家庭储能、工商业储能、户外便携式储能等。根据情报通数据，2023 年公司转换器产品、墙壁开关插座产品在天猫市场线上销售排名均为第一。

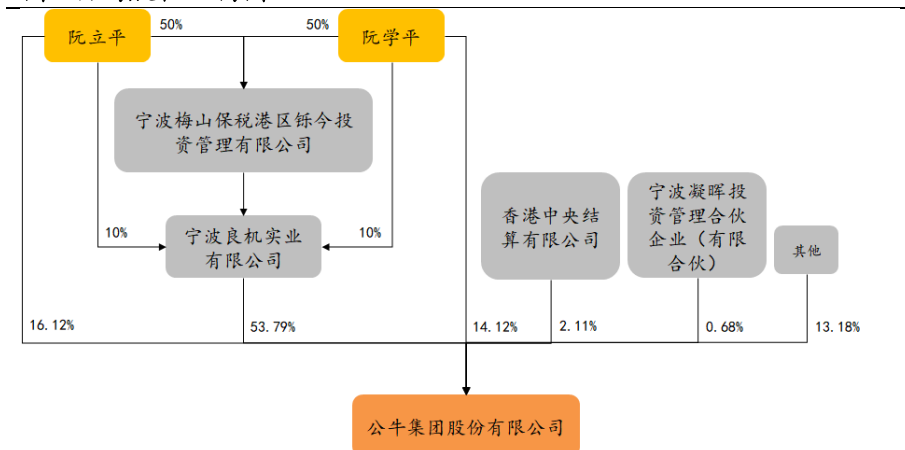
图2:公司产品介绍图示

电连接	转换器(插座)		智能电工照明	墙壁开关插座	
	数码配件			LED照明	
新能源产品	充电枪/桩		智能无主灯		
	储能		其他		

资料来源：公牛集团官网，甬兴证券研究所

家族企业股权集中，创始人专业性较高。阮立平、阮学平兄弟为公司的实际控制人，分别直接持有公司 16.12%和 14.12%股权，并通过宁波良机实业有限公司间接持有公牛集团股份 53.79%，合计持股 84%。其中，阮立平作为公司创始人及董事，曾任水电部杭州机械设计研究所工程师，专业背景奠定了公司强研发、重品质的技术优势。

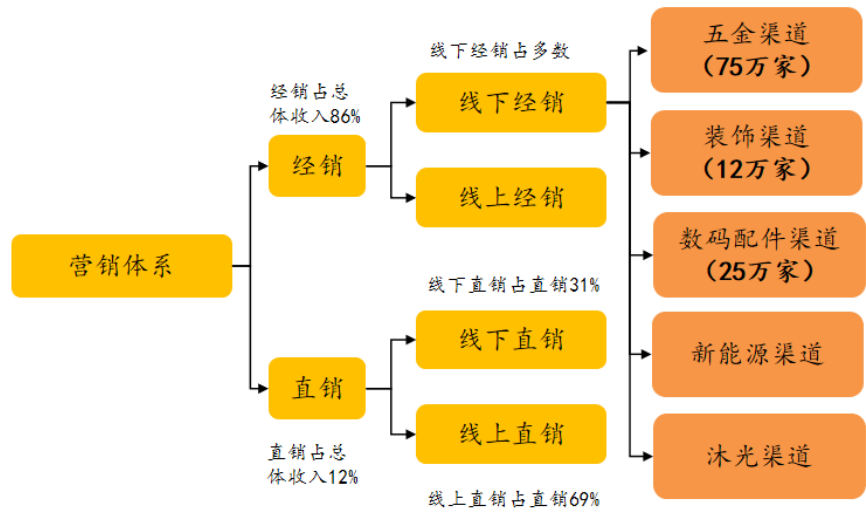
图3:公司股权结构图



资料来源：2023 年公司年报，甬兴证券研究所

公司首创“配送访销”模式，建立超百万家终端渠道售点，构建坚实销售渠道壁垒。民用电工产品具有消费者就近购买的属性，销售网点多而分散，建立覆盖面大、粘性强的营销网络至关重要。公司在民用电工领域内创新性地推行线下“配送访销”的销售模式，配送访销指一种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方法。配送访销的方式常结合拜访八步骤（访前准备+店外观察+打招呼+店内观察+生动化陈列+产品推介+下单收款+告知下次拜访时间）进行开拓售点。截至 23 年年报，公司已在全国范围内建立了 75 万多家五金渠道售点，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，形成了较难复制的线下营销网络，构了较高的渠道壁垒。

图4:公司 C 端营销体系



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所 注：图中经销占比数据截至 2019H1

渠道推广打响品牌，让利经销商稳固渠道。公司以售点为基础推广品牌，二十多年来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。公司设立了销售额折扣、市场开发折扣及市场推广折扣等相应奖励措施，实现与经销商共赢，与公司合作的经销商平均毛利率基本在 30% 以上，合作年限越长，经销商平均毛利率也相对较高，这些举措都增加了经销商的粘性。

表1:公司对经销商的奖励措施

奖励措施	说明
销售额折扣	按月对各经销商进行销售额统计和考核，给予阶梯档次折扣
市场开发折扣	针对经销商市场开发率、售点有效陈列品种数量等给予阶梯档次的市场开发折扣
市场推广折扣	经公司核实确认的店招等推广投放，由公司给予一定比例的投入支持

资料来源：招股说明书，甬兴证券研究所

表2:按合作年限分类的各期经销商平均毛利率

开始合作日期	2019年 1-6月	2018年	2017年	2016年
2019年	31.63%			
2018年	36.04%	32.88%		
2017年	35.61%	32.54%	33.11%	
2016年	39.53%	38.23%	40.33%	43.45%
2015年	38.89%	35.24%	36.32%	43.59%
2015年前	38.86%	34.38%	35.00%	44.04%

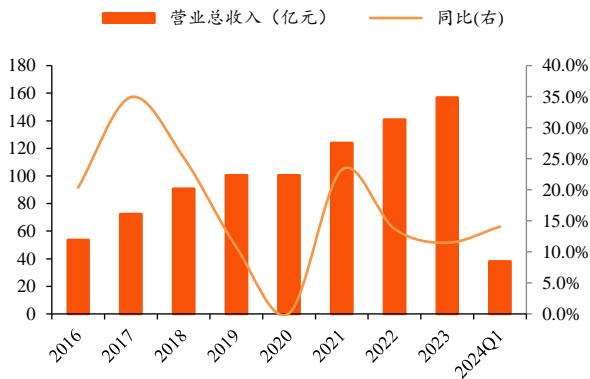
资料来源：招股说明书，甬兴证券研究所

1.2. 公司业绩穿越周期稳健增长，海外市场全面开启新征程

公司业绩穿越周期稳健增长，16-23 年营业收入/归母净利润 CAGR 为 16.6%/15.6%。公司主要产品转换器、墙壁开关插座、LED 照明和数码配件等市场需求与家电、消费电子、房地产、装修市场等行业高度相关，公司在 22-23 年地产销售持续下滑的背景下（22/23 年地产销售面积累计同比分别为 -24.3%/-8.5%），实现业绩稳健增长，23 年公司实现营业收入/归母净利润分别为 156.95/38.70 亿元，同比增长 11.46%/21.37%，16-23 年营业收入/归母净利润 CAGR 为 16.6%/15.6%。24 年 Q1 公司实现营业收入/归母

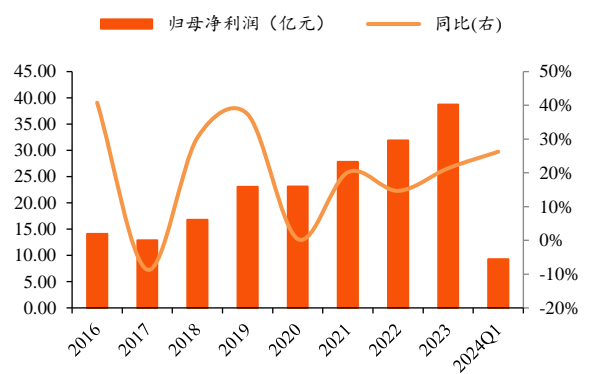
净利润分别为 38.03/9.29 亿元，同比增长 14.06%/26.27%。我们认为，公司业绩持续增长的核心原因在于核心产品（转换器和墙开）市占率持续提升。

图5:16-24 年 Q1 营业总收入及同比



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

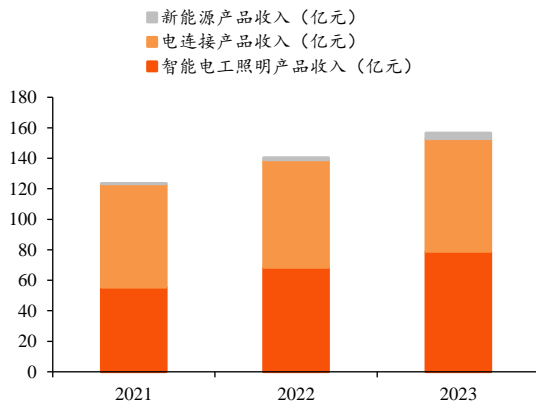
图6:16-24 年 Q1 归母净利润及同比



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

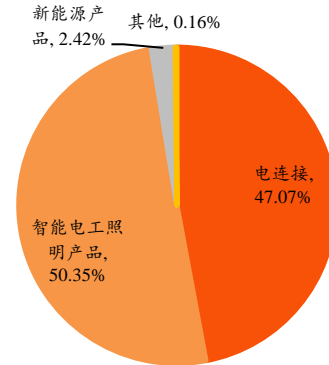
分业务看，23 年公司持续推动产品焕新，电连接业务实现营业收入 73.87 亿元，同比增长 4.77%，收入占比 47%，是公司业绩稳定增长的基石；智能电工照明业务打造高端产品生态，锐意推进旗舰店+新零售的渠道变革，23 年实现收入 79.02 亿元，同比增长 15.37%，收入占比 50.4%；新能源业务 23 年实现收入 3.8 亿元，同比增长 149%，实现跨越式增长。

图7:2021-2023 年主要三大业务收入



资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

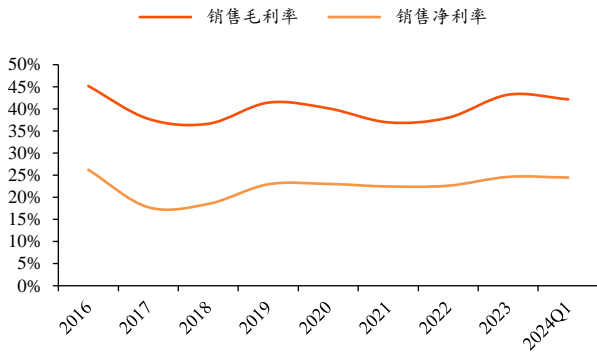
图8:2023 年营业收入占比-分业务



资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

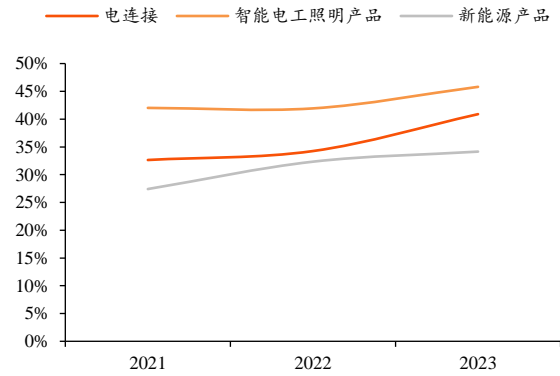
公司盈利能力突出，毛利率多年维持较高水平。23 年公司毛利率/净利率分别为 43.2%/24.62%，同比提升 5.2/2 个 pct，毛利率提升的主要原因大宗原材料价格下降带来的正收益及内部经营管理能力的提升。分业务看，23 年电连接/智能电工照明产品/新能源产品毛利率分别为 40.89%/ 45.81%/ 34.15%，同比分别提升 6.64/3.88/1.81pct。在产品分类调整前，19 年公司的主要产品转换器/墙壁开关/LED 照明的毛利率分别为 38.29%/51.65%/ 35.06%。

图9:16-24年Q1销售毛利率及净利率



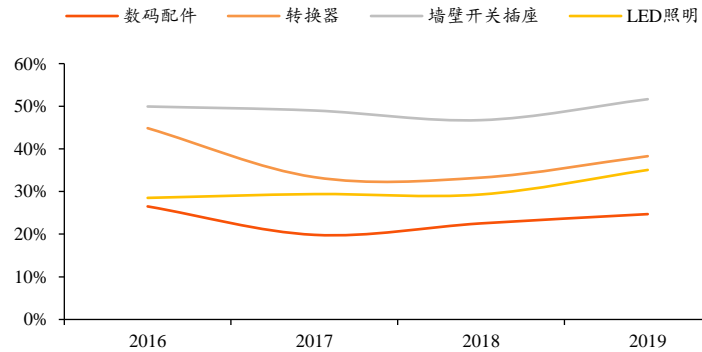
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图10:21-23年公司毛利率-分产品



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图11:16-19年公司毛利率-分产品

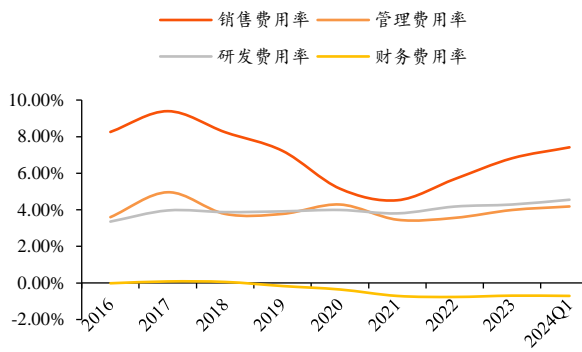


资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

公司 23 年销售费率/管理费/研发费率/财务费率分别为 6.82%/3.99%/4.29%/-0.69%，较 22 年分别变动 1.14/0.43/0.11/0.07pct。公司 23 年销售费用同比增长是广告费业务推广费增加所致，管理费用增加主要是人员工资及股权激励费用增长。24 年公司将持续推动转换器、墙开、新能源、无主灯等品类美誉度的提升以及新业务新市场的深化开拓，快速构建业务核心能力，同时推动渠道变革工作的快速开展。

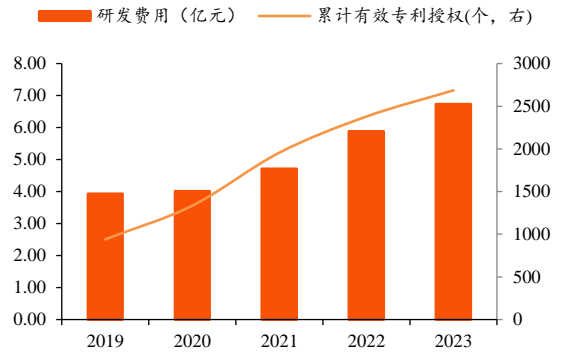
强研发推动产品创新，品牌价值不断提升。公司始终坚持以提升消费者使用体验作为产品研发创新的首要目标，每年滚动制定三年技术规划，形成了成熟的研发体系和完善的产品研发制度流程。23 年，公司研发投入 6.73 亿元，新增专利授权 370 项，累计有效专利授权达到 2686 项。推出大师轨道插座、蝶翼超薄开关、无叶风扇灯、小电舱、安全充电桩、智能无主灯等一系列广受消费者欢迎的新产品，使公牛产品的智能化、高端化、时尚化达到了新的高度。公司品牌价值再创新高，以 245.67 亿元品牌价值荣登世界品牌实验室 2023《中国 500 最具价值品牌》榜第 351 位。

图12:16-24年Q1公司期间费用率情况



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

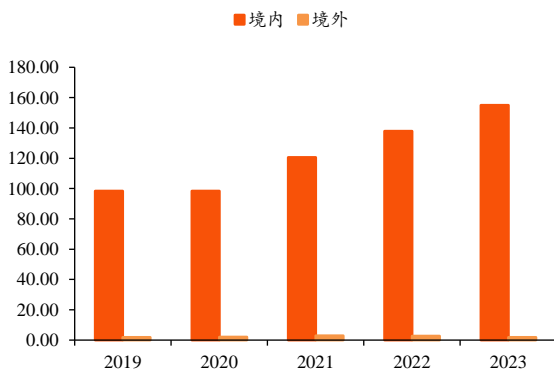
图13:19-23年研发费用及累计有效专利授权



资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

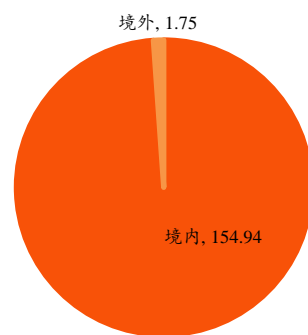
以电连接、电工照明为核心，公司23年全面开启海外市场开拓。2023年公司实现境内营业收入154.94亿元，境外收入1.75亿元，占比1.1%，海外收入占比有待提升。23年公司成立国际事业部，组建德国、印尼等海外子公司，加快推动组织和团队的本土化，快速整合内外部资源，顺应东南亚等国家家电化发展的新周期，以电连接、电工照明等产品为核心把握发展机遇。2023年公司率先完成了东南主要国家经销商体系的升级工作，同时开启了对中东、南美等新兴市场更深入的调研以及经销商招募，业务快速触达海外目标市场；围绕长期发展，公司秉承产品本地化理念，针对性地策划开发与当地市场需求相匹配的专业化产品，完成海外产品规划及部署；在市场开拓方面进行本地化创新，将国内“配送访销”的方法论迭代升级，推动海外市场渠道开发和管理的精耕细作；同时，公司通过在区域市场成立海外公司，高效地推动了海外业务的落地。

图14:19-23年公司营业收入-分地区 (亿元)



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图15:2023年公司营业收入-分地区 (亿元)



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

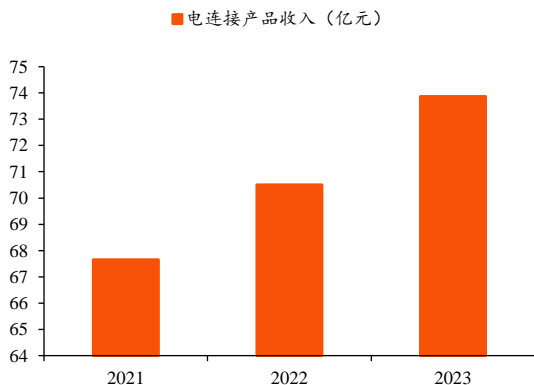
2. 转换器行业龙头地位稳固，价升助力业绩增量

电连接业务稳健增长。2023年公司电连接业务实现营业收入73.87亿元，同比增长4.77%，收入占比47%，是公司业绩稳定增长的基石，23年实现产销分别为6.19/5.91亿件，同比增长8.7%/4.81%。

超百万家线下终端渠道支撑转换器高市占率。电连接业务产品主要是
请务必阅读报告正文后各项声明

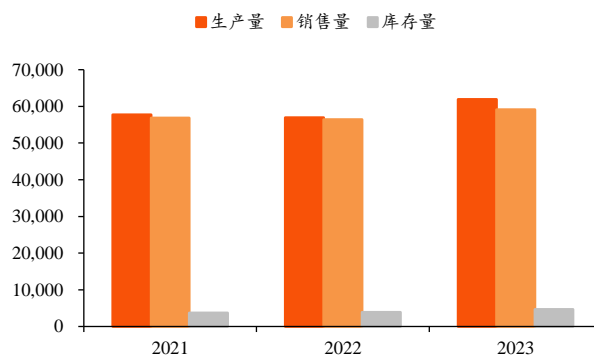
转换器（插座）及数码配件，主要通过公司具有传统优势的线下五金渠道、数码渠道，以及电商渠道销售。依托 75 万多家五金渠道售点、25 万多家数码渠道售点，公司能够及时、便捷地为消费者提供优质的产品和服务。据智研咨询，早在 2001 年公司便以超过 20% 的市场占有率夺取了插座行业全国第一的桂冠。随着销售规模和份额持续增长，至今已呈现公牛一家独大的局面。根据智研咨询预测，2023 年我国移动插座行业市场规模或突破 160 亿元，产量达到 8.69 亿个，通过产量大致测算公司转换器市占率超过 70%。

图16:21-23 年电连接产品收入



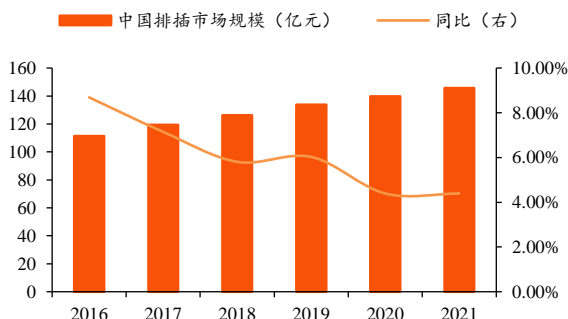
资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图17:21-23 年电连接业务产销情况 (万件)



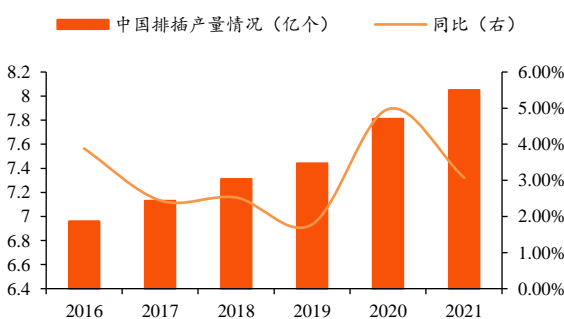
资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图18:16-21 年中国插排市场规模及同比



资料来源：智研咨询，甬兴证券研究所

图19:16-21 年中国插排产量情况



资料来源：智研咨询，甬兴证券研究所

我们认为，公司转换器业绩成长的动力来源于产品创新更迭带来的单价提升，小家电保有量增加带动电连接产品需求，针对细分场景需求产生的增量产品和海外市场开拓带来的新需求。

公司顺应用户多样化需求更迭升级产品，产品创新促插座单价提升。据人民网，“Z 世代”消费主体异军突起，对他们而言，消费不仅是满足日常生活需要，也是追求个性化的方式，更加最求产品颜值、品质以及科技感等附加体验。公司顺应年轻化、高端化、智能化的发展趋势，完成了轨道插座、高颜值插座、全球旅行转换器、Z 世代系列插座等深受用户喜爱的产品系列升级。据澎湃新闻，公牛轨道插座凭借新颖的设计理念、极具竞争力的科技创新，以及过硬的产品品质和安全性火出了圈，上市仅 8 个月，就实现

销售额突破亿元。智能化插座相比普通插座享有更高的市场价格，根据智研咨询，2020年我国智能插座市场均价为53.3元/个，而普通排插产品均价为28.96元/个。

图20:公牛各品类(经典插座/氮化镓小电舱插座/轨道插座)插座样式价格示意图

公牛经典蓝白排插
官方旗舰店
同时使用不碰头 大孔间距
会员专享 活动时间: 7.7 20:00 - 7.10 24:00
满99减5 一件85折
公牛插座插排排插接线板插线板
正品旗舰店带线家用多孔延长米
¥19.13 60万+人付款

公牛小电舱插座 便携氮化镓插座
官方旗舰店
安全快充插座小电舱
预计到手价: 69.9起 下单享优惠 赠数据线

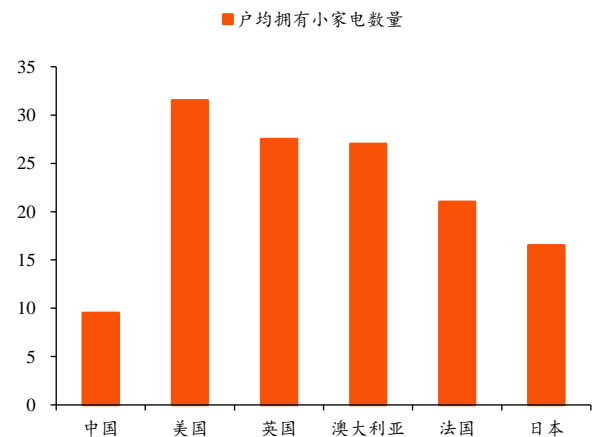
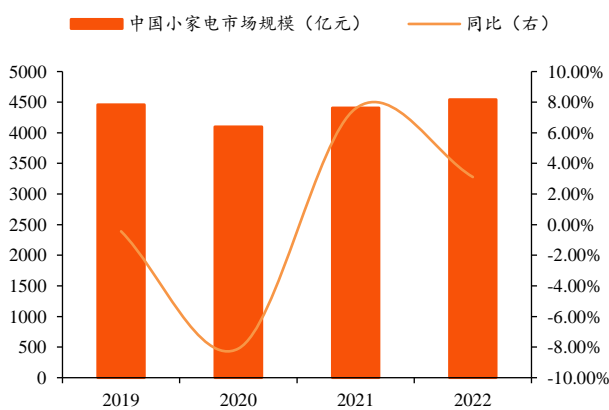
公牛轨道插座 明装
官方旗舰店
高承载 防脱锁扣 即插即用
预计到手价 269.03起 一件85折 活动时间: 7.7 20:00 - 7.10 24:00

资料来源: 公牛天猫官方旗舰店官网, 甬兴证券研究所

小家电保有量增加带动电连接产品需求。随着我国人民富裕程度和生活水平的不断提高, 各类小家电产品得以逐步普及。小家电品种多、数量大的特点大幅提升了家庭对转换器、墙壁开关插座等电源连接产品的需求。我国小家电行业大盘维持着“小家电, 大市场”的局势, 据蝉妈妈智库, 欧睿国际及奥维云网数据, 近三年来市场规模持续增长, 2022年我国小家电市场规模达到4543亿元, 但对标国际, 我国家庭户均拥有小家电数量仅9.5个, 小家电市场仍有很大的发展空间。

图21:19-22年中国小家电市场规模及同比

图22:22年全球主要国家户均拥有小家电数量(个)



资料来源: 欧睿国际, 奥维云网, 蝉妈妈智库, 甬兴证券研究所

资料来源: 欧睿国际, 奥维云网, 蝉妈妈智库, 甬兴证券研究所

针对细分场景痛点需求，扩充相应应用产品矩阵，进一步提升产品渗透率。针对二轮电动车充电、缝隙微空间取电、大功率设备取电等痛点，推出了二轮电动车防过充插座、延长线插座、16A 转换插头等创新单品；聚焦数据中心配电和工厂生产等 B 端场景，推出 PDU 和工业连接器。面向追求极致安全和高性价比的电工人群，公司推出的经济款一转多、工程类、电器附件类产品，进一步增加公司电连接产品渗透率。

图23:公司针对细分场景痛点需求产品



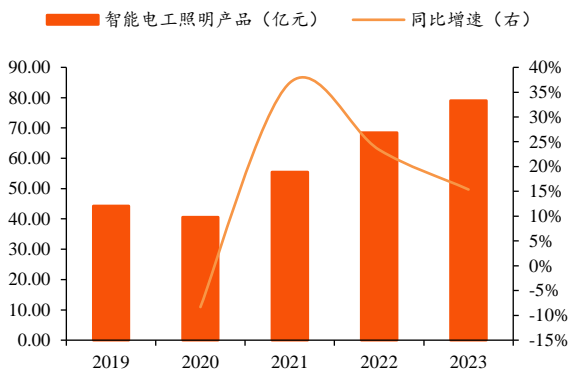
资料来源：公牛产品手册，甬兴证券研究所

产品本土化改造，海外布局开拓新兴市场。根据亚马逊公众号，在方向选择、产品研发等方面，公司根据各站点的消费者差异进行本土化改造，公牛在外观设计和质感上进行创新：2017 年 2 月 1 日，公牛的车载 USB 充电器和魔方 USB 插座双斩德国 iF 设计大奖。在渠道布局方面，23 年公司率先完成了东南主要国家经销商体系的升级工作，同时开启了对中东、南美等新兴市场更深入的调研以及经销商招募，将国内“配送访销”的方法论迭代升级，推动海外市场渠道开发和管理的精耕细作。

3. 智能电工照明业务持续增长，打造以无主灯为核心的智能生态

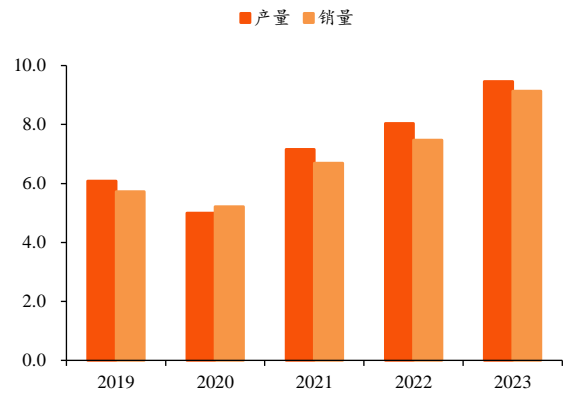
2023 年公司致力于打造以智能无主灯为核心的智能前装用电产品生态，包括了墙壁开关插座、LED 照明、浴霸、断路器、智能门锁、智能晾衣机等全屋前装产品，锐意推进线下旗舰店+线上引流的新零售模式变革，满足消费者一站式购买+体验的需要，克服房地产行业深度调整挑战，实现穿越周期的持续增长，23 年智能电工照明产品实现收入 79.02 亿元，同比增长 15.37%。

图24:19-23年智能电工照明产品收入及增速



资料来源：公司公告，Wind，甬兴证券研究所

图25:19-23年智能电工照明产量及销量（亿件）



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

3.1. 墙壁开关持续开拓各类市场，市占率有望持续提升

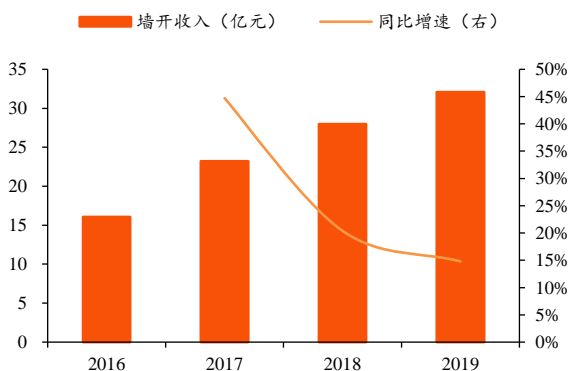
装饰开关定位获得市场认可，突破产业化壁垒19年毛利率高达51.65%。公牛敏锐把握消费者需求，确定“装饰开关”产品定位，开发一系列广受市场欢迎的“装饰化”创新产品，突破产业化壁垒，大幅降低产品生产成本，19年墙开毛利率高达51.65%，墙壁开关插座产品销量逐年增长，19年销量为4.5亿件，墙开销售收入32.09亿元，占19年总体收入32%，16-19年墙开收入CAGR达26%，据中国市场监管报，20年墙开产品在天猫市场占有率为30.7%，排名第一。

图26:公司确定墙开业务“装饰开关”的产品定位



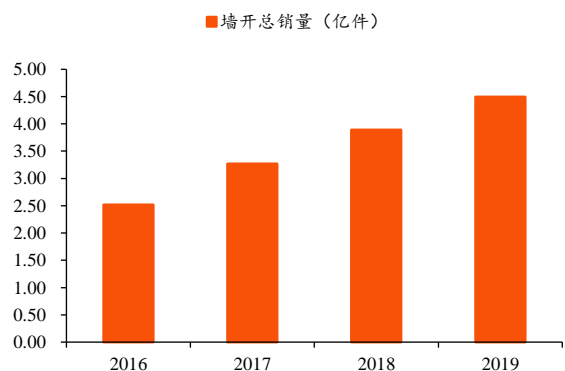
资料来源：公牛集团官网，甬兴证券研究所

图27:16-19年公司墙壁开关收入及增速



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图28:16-19年公司墙壁开关销量



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

公司持续创新以基础+高端+智能三位一体优化墙开产品，竞争优势显著，市占率有望进一步提升。2023 年公司墙壁开关插座持续优化以基础产品、高端产品、智能产品三位一体的组合，战略新品与创新单品并行，在市场竞争中持续保持领先地位，据公牛天猫官方旗舰店所示，不同定位墙开定价差异化较大，精准对位相应客群。顺应品牌升级战略和消费者对家居美学的追求，2023 年公司推出的蝶翼家族超薄开关，以良好的工业设计和使用体验得到了市场好评，引领行业超薄心智；为满足消费者差异化的材质选择，公司推出了玻璃开关插座，进一步增强了中高端产品竞争力。

墙开业务不断开拓各类消费者群体，积极开拓海内外，B 端 C 端不同市场。2023 年装饰渠道推动墙壁开关插座、LED 照明、生活电器、公牛无主灯、智能门锁等电工照明产品下沉至县镇市场，并启动了全品类旗舰店的建设布局，有力带动了全品类业务的发展。顺应行业发展趋势，装饰渠道全面发力拓展头部装企，打造以无主灯、墙壁开关、轨道插座为核心品类的全屋用电解决方案，同时通过中小装企、中小工程的开拓，打造新的战略型增长渠道。面向海外市场和 B 端市场，公司积极开展墙开产品的策划和开发工作，针对各类消费群体和客户的差异化需求，通过加强平台化、模块化结构设计，进一步改善产品柔性及可拓展性，建立了高效的产品研发流程。

图29:各类型（基础/中高端/智能）墙开样式价格示意图

 <p>公牛插座旗舰店开关插座空调 16A插座五孔10A面板暗装多孔</p>	 <p>公牛蝶翼超薄G57开关插座五孔 插座16a面板86型usb暗装家用</p>	 <p>公牛插座开关智能人体感应开关 自动控制开关86型接近开关</p>
<p>¥10.05 10万+人付款</p>	<p>¥22.33 1万+人付款</p>	<p>¥69 900+人付款</p>

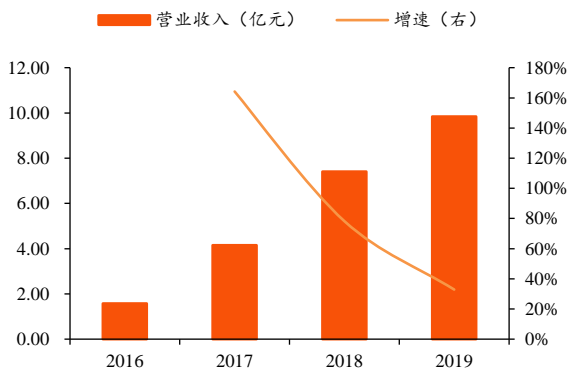
资料来源：公牛天猫官方旗舰店官网，甬兴证券研究所

3.2. 智能照明发展迅速，无主灯业务未来有望成为新增长点

公司不断创新产品以满足不同场景光源需求。公司坚持“护眼”定位，根据不同类型客户群、不同应用场景进行需求挖掘，致力于为更多消费者提供舒适、健康的光环境。基础光源业务以高目标为牵引，围绕新机会挖掘、大单品打造，积极进行产品创新，不断丰富和扩展产品线，继家庭照明之后逐步完善了面向中小工程项目、中小工商业体用户的空间照明解决方案；灯请务必阅读报告正文后各项声明

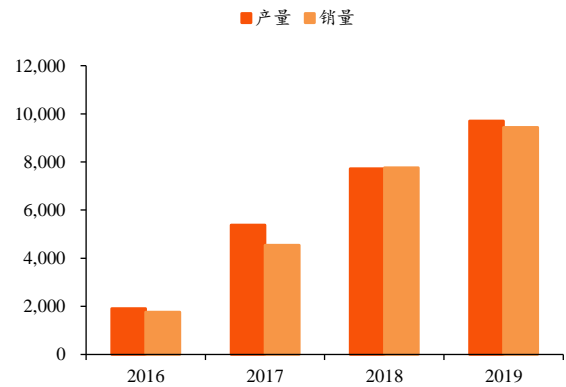
饰业务将“爱眼科技”、智能控制、平台化和标准化作为重要业务发展方向；移动照明业务持续聚焦读写、补光场景。2019年公司LED照明产品实现收入9.84亿元，同比增长33%，16-19年CAGR84%。根据艾瑞咨询，家用智能照明方面，各大厂商纷纷开始布局，从家用智能照明市占率从16年仅2.0%升至22年的20.4%，占比增长20%，23年家用智能照明市场规模或突破百亿。

图30:16-19年公司LED照明收入及增速



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图31:16-19年LED照明产量及销量（万件）



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图32:公牛爱眼照明灯



资料来源：公牛集团官网，甬兴证券研究所

图33:公牛爱眼台灯



资料来源：公牛集团官网，甬兴证券研究所

智能照明发展路径：单品智能——多品智能——全屋智能照明。据艾瑞咨询，2012年随着无线技术的广泛应用，智能照明开始向家用领域发展，以LED为主的单品智能照明兴起。随之各个照明品类开始初步智能化，产品类型产生套系概念：吸顶灯、台灯、床头灯等组成简单的场景开始应用。2020年家用智能照明广泛应用，单品向成套照明方案设计转变，照明产品通过搭载IOT模组实现多品智能。2023年家用智能照明将进入3.0阶段，全屋智能照明整套解决方案正在快速发展，打造更智能更舒适的家庭光环境将成为趋势。

图34:单品智能照明



资料来源：艾瑞咨询，甬兴证券研究所

图35:多品智能照明



资料来源：艾瑞咨询，甬兴证券研究所

无主灯概念流行。据艾瑞咨询，单品智能中，较为常见的是主灯品类，指通过一个光源实现室内某个区域的照明；多品智能是通过多种光源完成系统的家居照明，可以方便进行系统调光，通过无主灯实现系统调光是目前智能照明的新潮流；全屋智能是通过语音控制，中控面板，情景开关或手机/平板 APP 实现不同空间不同时间段的照明需求。

图36:全屋场景化智能——通过模式转换实现不同区域场景配置



资料来源：艾瑞咨询，甬兴证券研究所

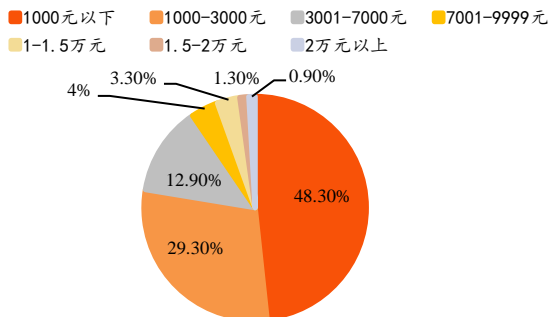
智能照明灯具消费者平均选购花费大约为普通灯具消费者选购花费的2倍。据艾瑞咨询，智能照明通过精准设计，将单品链接成系统，通过算法和云平台实现智能化。单品智能主要依托于 Wifi 协议，通过控制单个灯具的开关，亮度，色温等实现智能化；而多品和全屋智能则引入了更多的通信协议，Wifi 联动 ZigBee 和蓝牙 mesh，可以同时控制多种灯具，实现不同场景下的模式转换。单看灯具，根据艾瑞咨询调研，智能灯具消费者平均采购花费大约为普通灯具消费者的2倍，普通/智能灯具花费均值2690/5309元，而整体智能照明系统，除了灯具的花费，系统的费用也是重要的组成部分；

图37:家用智能照明解决方案



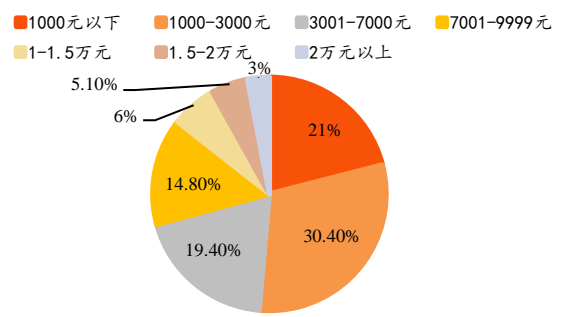
资料来源: 艾瑞咨询, 甬兴证券研究所

图38:普通灯具消费者平均选购花费占比图



资料来源: 艾瑞咨询, 甬兴证券研究所

图39:智能灯具消费者平均选购花费占比图



资料来源: 艾瑞咨询, 甬兴证券研究所

公司重点发展智能无主灯照明，公牛和沐光双品牌运营布局。围绕消费者对简约装修风格和智能光效体验的升级需求，公司将智能无主灯作为照明业务的重点发展方向。公司以公牛和沐光双品牌运作的方式推动无主灯业务的发展，公牛品牌无主灯聚焦高性价比，沐光品牌无主灯为消费者提供套系化智能灯光解决方案。

图40:公牛品牌无主灯示例

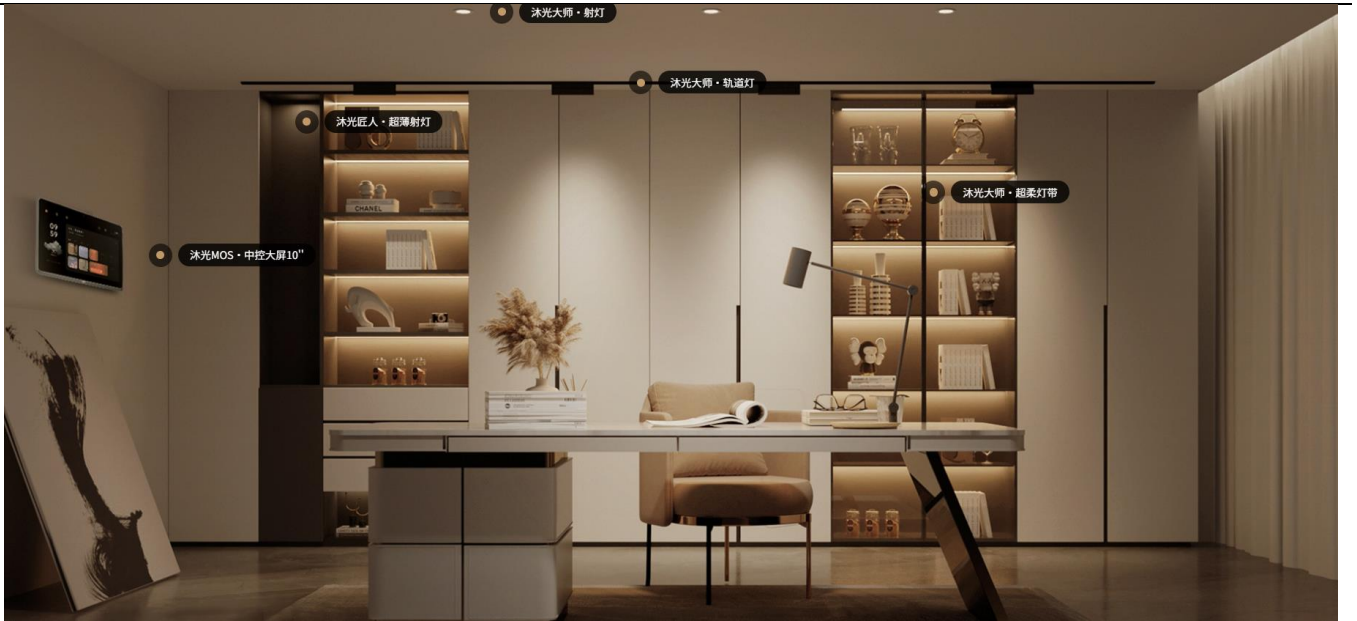


资料来源: 公牛集团官网, 甬兴证券研究所

沐光无主灯推出大师级智能灯光解决方案。2023年沐光无主灯联合国际灯光大师推出专业灯光套餐，涵盖筒射灯、轨道灯、灯带、氛围灯、沐光 MoS 系统等多类产品，大师 T200、S100 系列在设计、体验、光学平台均处于领先行业水平，一经面世即摘得 G-Mark 大奖。自研的沐光 MoS 系统聚焦用户对灯光的核心需求，围绕大众化、优质体验等维度持续优化迭代用户体验，与智慧屏和周边系列生态产品共同实现家居场景的联动，为用户带来舒

适的智能家居体验。

图41:沐光无主灯示例

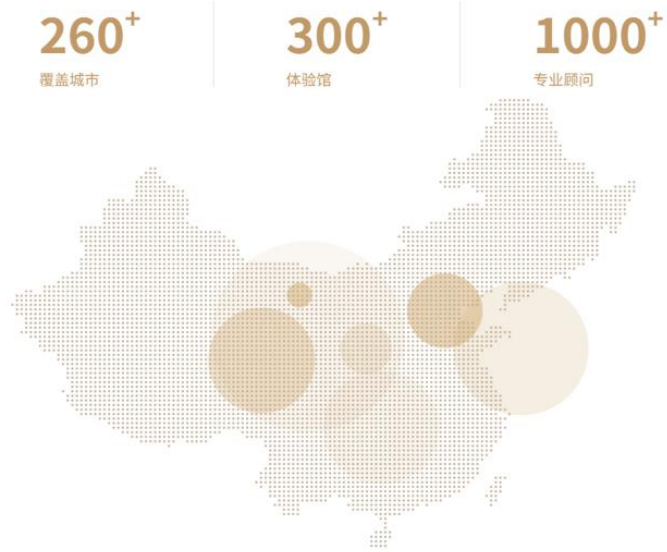


资料来源：“沐光”无主灯官网，甬兴证券研究所

沐光无主灯渠道架构已建立，无主灯业务未来有望助力公司业绩增速。目前公司拥有超过 12 万家的装饰渠道售点，近年来，公司积极顺应消费趋势向家装公司等方向拓展，并通过大力推动门店综合化、专卖化升级，更好地服务于家庭装修前装环节一站式的购买需求。23 年沐光无主灯专业渠道完成了系统性的营销网络建设工作，快速组建了近百人的专业团队，形成公司-经销商-沐光体验店的高效渠道架构，目前沐光门店已经基本覆盖全国省会城市、大部分地级市以及经济发达区域，线下沐光体验馆超 300 家，覆盖城市数量超过 260 个。

图42:沐光无主灯体验馆覆盖示意图

300+专业无主灯体验馆覆盖全国

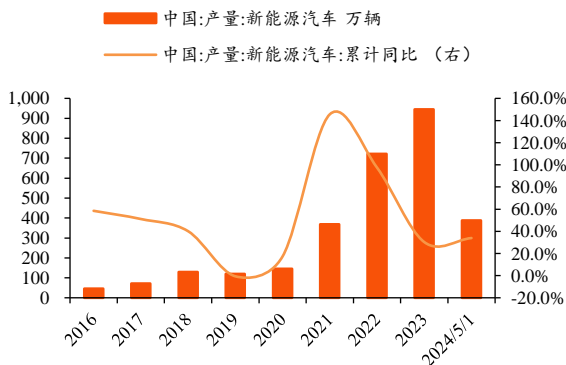


资料来源：“沐光”无主灯官网，甬兴证券研究所

4. 新能源新业务未来空间广阔，有望持续高速发展

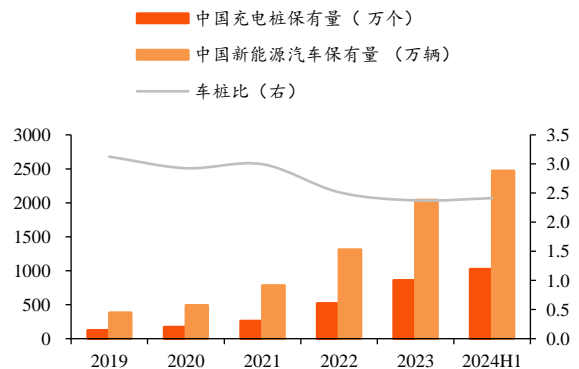
新能源及充电桩保有量均迅速增长，2030年车桩比有望由目前2.4降至1，未来充电桩需求空间广阔。近年来，新能源汽车高速发展，23年国内新能源汽车产量944万辆，同比增长30%，16-23年CAGR+54%；截至2024年6月，新能源汽车保有量2472万辆，同比增速53%；中国充电桩保有量1024万个，同比53%，其中私人/公用充电桩分别为712/312万个，同比增速分别为58%/45%；据海南省绿色金融研究院，车桩比即新能源汽车和充电桩数量的比例，比值越低，意味着充电桩供给越充分，我国工信部计划2025年实现车桩比2:1，2030年实现车桩比1:1。近年来，车桩比逐渐降低，车桩比由19年的3.1降至24年6月的2.4，新能源汽车与充电桩保有量均在不断增加。

图43:新能源汽车产量及增速



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

图44:新能源汽车/充电桩保有量及车桩比



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

持续提升全国范围内新能源业务的网点数量与覆盖率。公司新能源产品主要为新能源汽车充电桩/枪、家庭储能、工商业储能、户外便携式储能等。凭借多年来用电技术和品牌优势的积累，C端渠道重点拓展新能源汽车店、汽车美容装潢店等专业分销商，截至23年累计开发终端网点1.7万余家，初步建成了遍及城乡的销售服务网络；B端渠道重点围绕覆盖机关事业单位、企业、物业、充电场站等场景的客户开发，通过精准客户画像、固化政企工程项目开发方法论、精炼公牛标杆运营场站一体化建站方案，大幅提升拓展效率，截至23年累计开发运营商客户1500余家。2023年公司新能源业务收入3.8亿元，同比增长148.64%，实现高速增长。

图45:公牛充电桩/枪示意图



资料来源：公牛集团官网，甬兴证券研究所

欧洲家庭储能需求旺盛，公司新能源业务欧洲布局有望受益。根据华经产业研究院，2022年全球家庭储能新增装机量达15.6GWh，同比增长136.4%，预计随着全球能源转型战略的持续推进以及各国政府对家庭储能的政策支持和补贴，以欧美为主要市场的全球家庭储能装机量将会继续保持上升趋势。到25年，预计全球家庭储能新增装机量达到52.6GWh，CAGR+50%，到2030年新增装机量达到172.7GWh，CAGR+35%。由于欧洲对进口能源依赖性强，俄乌冲突导致能源紧缺，叠加电价高企以及政府政策支持，欧洲是全球家庭储能应用市场最大地区，22年欧洲家庭储能新增装机量5.68GWh，占比高达36.4%。面对欧美市场新能源发展新周期，公司以新能源充电和家用储能业务为核心快速切入，精准识别市场需求，快速开发多款自研自制储能产品，逐步向上游供应链进行整合，强化自身成本优势。

图46:公牛储能示意图



资料来源：公牛集团官网，甬兴证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

5.1. 盈利预测

电连接板块，我们认为，产品的收入增长主要在于单价的提升及销量的小幅增长，我们假设预计 24-26 年电连接收入分别为 78.73/83.26/87.63 亿元，同比增长率分别为 6.6%/5.8%/5.2%。

智能电工照明板块，由于墙开市占率的持续提升以及智能无主灯业务的推进，我们假设，24-26 年智能电工照明产品的收入增速为 15%/14%/13%。我们预计 24-26 年智能电工照明产品收入分别为 90.88/103.6/117.07 亿元；

新能源板块，由于该板块为公司新进入板块，业务收入基数低以及公司对新能源业务的大力发展，我们预计 24-26 年新能源收入增速分别为 120%/80%/60%，对应收入 8.35/15.04/24.06 亿元。

表3:23-26 年公司收入和毛利率拆分

	2023	2024E	2025E	2026E
电连接				
营业收入（百万）	7387	7873	8326	8763
增长率	4.8%	6.6%	5.8%	5.2%
电连接毛利率	40.9%	41.0%	41.2%	41.5%
智能电工照明				
营业收入（百万）	7902	9088	10360	11707
增长率	15.4%	15.0%	14.0%	13.0%
智能电工照明毛利率	45.8%	46.0%	46.0%	46.0%
新能源				
营业收入（百万）	380	835	1504	2406
增长率	210.0%	120.0%	80.0%	60.0%
新能源毛利率	34.2%	34.5%	34.5%	34.5%

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

5.2. 投资建议

作为民用电工行业领导者，公司在线下的经销渠道护城河优势难以撼动，保障了电连接和墙开业务的稳健增长，新布局的新能源及海外业务有望继续带给公司第二成长曲线。我们预计公司 24-26 年归母净利润 44/50/56 亿元，按 9 月 6 日收盘价，对应 EPS 3.4/3.84/4.34 元，对应 PE18.5/16.36/14.51，

请务必阅读报告正文后各项声明

首次覆盖，给予“买入”评级。

6. 风险提示

宏观经济增速放缓的风险：公司主要产品为民用消费品，广泛应用于家庭、办公等用电场合。经济周期性波动将直接影响消费者的实际可支配收入水平、消费者收入结构以及消费者信心指数，进而影响消费者对包括电连接、智能电工照明产品在内的消费品的需求。如国内宏观经济出现增速放缓或下滑，会导致居民可支配收入和消费能力的下降，将降低消费者对公司产品的需求和购买能力，从而影响到公司的业务发展和业绩增长。

新业务发展不及预期的风险：公司围绕新能源用电充储场景、家庭装修场景，开拓了充电枪/桩、储能、无主灯、断路器、浴霸、智能门锁、智能晾衣机、智能窗帘机等新兴业务，但考虑到相关领域发展趋势、市场竞争、消费偏好变化等不确定性因素，不排除未来新业务存在发展不及预期的可能性。

主要原材料价格波动的风险：公司生产所需要的原材料主要为铜材、塑料、组件、五金件、包材、电子件等，原材料采购价格与铜材、塑料等大宗商品价格存在一定相关性。原材料的采购价格对公司主营业务成本存在较大影响。若未来原材料采购价格大幅上涨或发生大幅波动，将不利于公司的成本控制，进而影响公司业绩。

资产负债表						现金流量表					
单位：百万元						单位：百万元					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	13,560	16,348	17,648	19,676	22,053	经营活动现金流	3,058	4,827	4,936	5,626	6,334
货币资金	4,612	4,744	5,599	7,169	9,177	净利润	3,186	3,864	4,392	4,964	5,598
应收及预付	276	321	358	403	454	折旧摊销	265	283	267	290	308
存货	1,285	1,421	1,545	1,756	1,992	营运资金变动	-115	858	245	342	387
其他流动资产	7,386	9,862	10,146	10,348	10,431	其它	-278	-178	33	30	41
非流动资产	3,092	3,414	3,544	3,472	3,308	投资活动现金流	-1,746	-3,434	-685	-440	-258
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-1,015	-653	-526	-439	-394
固定资产	1,854	1,986	2,216	2,308	2,280	投资变动	-19	0	-295	-210	-90
在建工程	611	807	635	479	356	其他	-712	-2,782	135	209	226
无形资产	326	335	335	329	317	筹资活动现金流	-1,945	-1,987	-3,397	-3,616	-4,068
其他长期资产	300	287	359	357	355	银行借款	345	-257	-50	-50	-50
资产总计	16,652	19,762	21,192	23,148	25,361	股权融资	95	111	-127	0	0
流动负债	4,086	5,070	5,348	5,888	6,505	其他	-2,385	-1,841	-3,221	-3,566	-4,018
短期借款	845	588	538	488	438	现金净增加额	-627	-593	855	1,570	2,008
应付及预收	1,644	2,057	2,248	2,554	2,898	期初现金余额	2,553	1,925	1,332	2,187	3,757
其他流动负债	1,597	2,425	2,562	2,846	3,169	期末现金余额	1,925	1,332	2,187	3,757	5,765
非流动负债	151	232	262	262	263						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	151	232	262	262	263						
负债合计	4,237	5,302	5,611	6,151	6,767						
股本	601	892	1,292	1,292	1,292						
资本公积	3,864	3,761	3,233	3,233	3,233						
留存收益	8,059	9,946	11,204	12,625	14,227						
归属母公司股东权益	12,399	14,446	15,572	16,992	18,594						
少数股东权益	16	14	10	5	0						
负债和股东权益	16,652	19,762	21,192	23,148	25,361						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	13.7%	11.5%	13.6%	13.4%	13.3%
营业利润增长	4.5%	23.9%	13.2%	12.9%	12.6%
归母净利润增长	14.7%	21.4%	13.6%	13.0%	12.8%
获利能力					
毛利率	38.0%	43.2%	43.2%	43.2%	43.1%
净利率	22.6%	24.6%	24.6%	24.6%	24.4%
ROE	25.7%	26.8%	28.2%	29.2%	30.1%
ROIC	22.0%	24.5%	26.4%	27.5%	28.5%
偿债能力					
资产负债率	25.4%	26.8%	26.5%	26.6%	26.7%
净负债比率	-30.2%	-25.9%	-30.3%	-37.3%	-45.1%
流动比率	3.32	3.22	3.30	3.34	3.39
速动比率	2.90	2.91	2.98	3.02	3.06
营运能力					
总资产周转率	0.88	0.86	0.87	0.91	0.94
应收账款周转率	63.14	63.86	63.45	64.06	64.56
存货周转率	6.56	6.59	6.82	6.96	6.96
每股指标 (元)					
每股收益	3.59	4.36	3.40	3.84	4.34
每股经营现金流	5.09	5.41	3.82	4.35	4.90
每股净资产	20.63	16.20	12.05	13.15	14.39
估值比率					
P/E	39.91	21.94	18.50	16.36	14.51
P/B	6.95	5.90	5.22	4.79	4.37
EV/EBITDA	22.25	17.22	14.26	12.40	10.76

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。