

公牛集团 (603195.SH)

买入 (维持评级)

公司深度研究
证券研究报告

深度探究系列三：“千亿公牛”达成

路径探讨及 ROE 展望

前言

公司是中国民用电工龙头，转换器、墙开利基市场优势稳固，20-23年平均ROE约为29%。近年来公司加速多元化，探索新能源/无主灯/出海三大新兴业务，经营韧性凸显，提出“千亿公牛”目标，本文重点解析新兴业务发展态势及后续ROE水平展望。

投资逻辑

参考丹纳赫经验，BBS支撑多元化发展。公司致力于走远路，积极学习丹纳赫等国际企业先进经验，探索出独有的公牛业务管理体系(BBS)，整合生活电器事业部。以利润率、市占率等为考核目标，为公司实现长期战略和各业务线协同发展奠定基础。

后续ROE水平展望：利润率主导节奏，加杠杆大有可为。未来ROE取决于新兴业务利润率爬坡节奏，分情景测算预计中期ROE在28-31%区间。若以分红/回购调整资本结构，则上行空间更大。

新能源业务：蓝海市场空间广阔，有望复制传统品类成功经验。公司21年推出充电枪/桩及储能产品，顺应新能源大趋势且技术积淀和品牌口碑可高效复用。公司产品、渠道布局顺利，推出高端“无极”系列彰显产品力，C端网店已超2.2万家，持续建立竞争力。

1H24新能源业务收入2.9亿元，同增120.2%，线上市占率位列第一，增长势头强劲，有望继续保持行业断层领先地位，将成为公司“千亿公牛”目标的重要支撑。

照明(无主灯)业务：聚焦健康照明，无主灯驱动成长。25年以来，公司以“大路灯”为切入点，将产品创新与品牌宣传聚焦于健康照明，期待消费场景从儿童护眼扩展至全场景护眼。公司于22年打造独立品牌“沐光”，以公牛+沐光双品牌运营。公司积极推进全品类家装旗舰店及沐光体验店渠道建设，目前已布局体验店超过300家，无主灯品类正驱动照明业务迎来新增长。

出海业务：因地制宜，加速成长可期。23年公司境外收入仅约1.8亿元，23年成立国际事业部加速出海。目前欧美市场主推新能源产品、东南亚市场重点推进电连接、电工照明等，期待复制中国成功模式。公司海外业务定位清晰，且海外本土化团队搭建完成，在东南亚重点国家拥有近20家本土经销商，有望进入成长快车道。

盈利预测、估值和评级

预计公司24-26年归母净利润为43.0/47.5/51.9亿元，同比+11.0%/+10.7%/+9.2%。公司主业优势稳固，积极开拓新业务。给予公司25年23X估值，目标价84.6元/股，维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧；新业务拓展不及预期；原材料价格上涨。

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓 (执业S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价(人民币)：70.69元

目标价(人民币)：84.60元

相关报告：

1.《公牛集团24中报业绩点评：龙头经营显韧性，国际化战略值期待》，2024.8.30



公司基本情况(人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14,081	15,695	17,113	18,786	20,827
营业收入增长率	13.70%	11.46%	9.04%	9.77%	10.86%
归母净利润(百万元)	3,189	3,870	4,295	4,754	5,192
归母净利润增长率	14.68%	21.37%	10.98%	10.68%	9.22%
摊薄每股收益(元)	5.305	4.341	3.324	3.679	4.018
每股经营性现金流净额	5.09	5.41	4.67	5.72	6.42
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.72%	26.79%	24.99%	23.72%	22.42%
P/E	27.01	22.03	21.13	19.09	17.48
P/B	6.95	5.90	5.28	4.53	3.92

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、中国民用电工龙头，多元化迈向千亿目标.....	6
1.1、ROE 拆解透析公司能力：产品&品牌力领先，高净利率有望延续.....	6
1.2、开辟新兴增长曲线，多元布局决胜未来.....	9
二、参考丹纳赫经验，公牛 BBS 赋能多元化发展.....	11
2.1、复盘丹纳赫：美国并购之王，DBS 赋能业务扩张.....	11
2.2、展望公牛：积极打造 BBS 体系，高效管理走远路.....	13
三、千亿目标下的 ROE 推演：利润率主导节奏，加杠杆大有可为.....	14
3.1、驱动一：新业务毛利率爬坡，主导 ROE 变动节奏.....	14
3.2、驱动二：加杠杆空间仍广阔，类现金资产占比高.....	16
四、传统业务：市场竞争优势稳固，结构性增长可期.....	17
4.1、转换器：细分市场绝对龙头，产品升级促增长.....	17
4.2、墙开：品类拓展成功案例，市占率仍有望提升.....	19
五、新兴业务：发挥公司成功基因，探索新增长曲线.....	20
5.1、新能源业务：蓝海市场空间广阔，有望复制成功经验.....	21
5.2、照明（无主灯）业务：无主灯驱动成长，打造智能全屋生态.....	23
5.3、出海业务：欧美+新兴市场并进，因地制宜探索机会.....	27
六、盈利预测与投资建议.....	29
七、风险提示.....	30

图表目录

图表 1：公司营业收入及增速.....	6
图表 2：公司归母净利润及增速.....	6
图表 3：公司 ROE 水平（%）.....	6
图表 4：公司杜邦分析拆解（%）.....	6
图表 5：公司净利率水平（%）.....	7
图表 6：公司毛销差水平（%）.....	7
图表 7：公司费用率水平（%）.....	7
图表 8：公司主力品类销售均价（元/件）.....	7
图表 9：公司总资产周转率水平.....	8
图表 10：公司流动资产周转天数.....	8
图表 11：公司负债水平（%）.....	8
图表 12：公司资金充裕（%）.....	8



图表 13: 可比公司 ROE (%)	9
图表 14: 20-23 年可比公司平均净利率 (%)	9
图表 15: 20-23 年可比公司平均毛销差及费用率水平 (%)	9
图表 16: 20-23 年可比公司平均总资产周转率、权益乘数	9
图表 17: 公司品类布局	10
图表 18: 公司三大赛道收入占比 (%)	10
图表 19: 公司细分品类矩阵	10
图表 20: 丹纳赫发展大事记	11
图表 21: 丹纳赫公司 Logo	11
图表 22: 丹纳赫 DBS 方法论图解	12
图表 23: 丹纳赫当前主营业务聚焦生物医药领域	12
图表 24: 丹纳赫收入规模持续增长	12
图表 25: 丹纳赫业务聚焦生物医药板块 (%)	12
图表 26: 丹纳赫 ROE 保持稳定 (%)	13
图表 27: 丹纳赫净利率水平提升明显	13
图表 28: 公司专门设置“公牛业务体系办公室”	13
图表 29: 公司打磨出专属 BBS 体系	14
图表 30: 公司精益管理人才认证	14
图表 31: 公司分类型资产周转率	15
图表 32: 公司主要业务净利率测算 (%)	15
图表 33: 公司分情景利润率变动推演	15
图表 34: 公司净利率展望 (%)	16
图表 35: 公司 ROE 展望 (%)	16
图表 36: 公司收益质量较高	16
图表 37: 公司类现金资产规模庞大	16
图表 38: 提高分红回购对 2023 年资产负债率边际影响	17
图表 39: 提高分红回购对 2023 年 ROE 影响	17
图表 40: 公司稳态 ROE 展望对照表	17
图表 41: 公司转换器收入及增速	18
图表 42: 公司转换器业务毛利率	18
图表 43: 转换器市场规模及增速	18
图表 44: 国内转换器市场需求量及增速	18
图表 45: 公司转换器市场份额 (%)	19
图表 46: 公司转换器产品种类丰富	19
图表 47: 公司墙开收入及增速	19



图表 48:	公司墙开毛利率	19
图表 49:	墙开市场规模及增速	20
图表 50:	中国房地产新开工面积 (亿平方米)	20
图表 51:	2019 年墙开线上格局	20
图表 52:	公司墙开市场份额 (%)	20
图表 53:	公司新能源业务收入及增速	21
图表 54:	公司新能源业务毛利率 (%)	21
图表 55:	中国新能源汽车渗透率 (%)	21
图表 56:	中国新能源汽车保有量 (万辆)	21
图表 57:	中国充电桩市场规模及增速	22
图表 58:	中国充电桩保有量 (万个)	22
图表 59:	中国充电桩“车桩比”	22
图表 60:	中国充电桩分类型“车桩比”	22
图表 61:	同类交流充电桩产品对比	23
图表 62:	公牛新能源业务渠道布局	23
图表 63:	公牛新品“无极”系列充电桩	23
图表 64:	公司 LED 照明业务收入及增速	24
图表 65:	公司 LED 照明业务毛利率	24
图表 66:	中国照明行业市场规模及增速	24
图表 67:	中国照明行业分产品结构 (%)	24
图表 68:	中国照明行业分产品 CR10 (%)	25
图表 69:	欧普照明利润率水平 (%)	25
图表 70:	公牛品牌无主灯产品系列	25
图表 71:	公司旗下沐光品牌	25
图表 72:	中国照明行业分产品线下渠道占比 (%)	26
图表 73:	公司全品类旗舰店	26
图表 74:	公司照明产品市占率 (%)	26
图表 75:	公司境外业务收入及增速	27
图表 76:	公司境外业务毛利率 (%)	27
图表 77:	公司欧美市场业务以新能源产品为主	27
图表 78:	东南亚国家人口规模持续增长 (亿人)	28
图表 79:	东南亚国家人口老龄化率较低 (%)	28
图表 80:	东南亚国家房地产投资额持续增长 (亿美元)	28
图表 81:	东南亚国家家电渗透率处于低位 (%)	28
图表 82:	东南亚市场产品均价偏低	29



图表 83: 公司董事长考察越南渠道拓展情况.....	29
图表 84: 公司收入拆分.....	29
图表 85: 可比公司估值.....	30



一、中国民用电工龙头，多元化迈向千亿目标

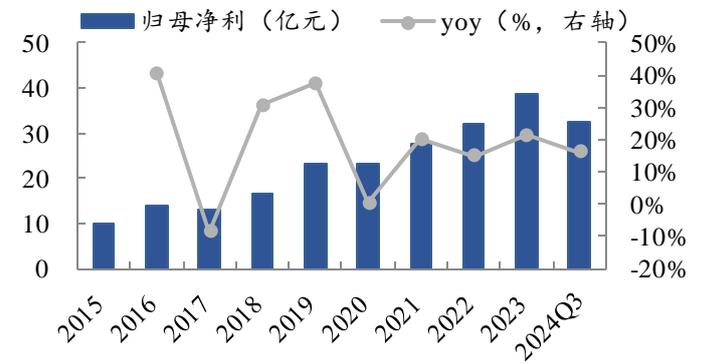
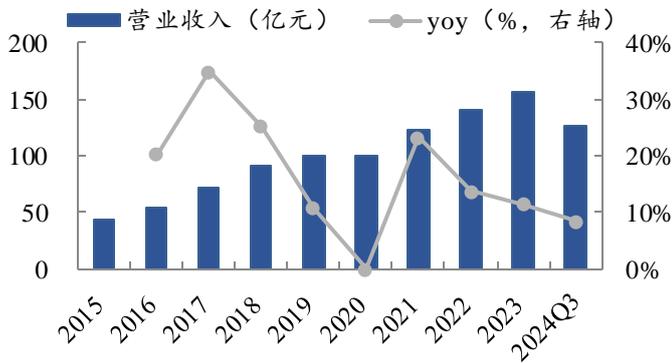
公司是中国民用电工龙头企业，1995 年成立后深耕转换器品类，在该品类取得成功切入墙壁开关领域，此后不断拓展新品类，目前已形成：1) 电连接、2) 智能电工照明、3) 新能源业务三大业务板块。2020 年公司上市后加速布局新品类，新老产品协同发展支撑公司稳健增长。

2020-2023 年公司营业收入、归母净利润复合增速分别为 16.0%、18.7%，2023 年分别达到 156.9 亿元、38.7 亿元。2024 前三季度，公司收入、归母净利润分别同比增长 8.6%、16.0%，保持增长态势。

在持续成长的同时公司 ROE 水平也始终维持高位，2020-2023 年平均水平录得 29.0% 位居 A 股轻工制造行业前列，实现高质量增长。

图表1：公司营业收入及增速

图表2：公司归母净利润及增速



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

公司在发展过程中坚持“专业专注、只做第一、走远路”的理念，志在成为“国际民用电工行业领导者”，并树立了“十年千亿”的宏大目标。过去公司围绕转换器、墙壁开关插座业务不断构筑壁垒并实现高质量增长，而当前为了实现更高的发展目标公司以多元化战略为抓手开辟新的增长曲线。

从中长期角度看，结合 ROE 指标分析，研判公司投资价值的关键在于：1) 新兴业务能否顺利发展从而扩充收入规模？；2) 新兴业务的增长质量如何，能否维持高 ROE？

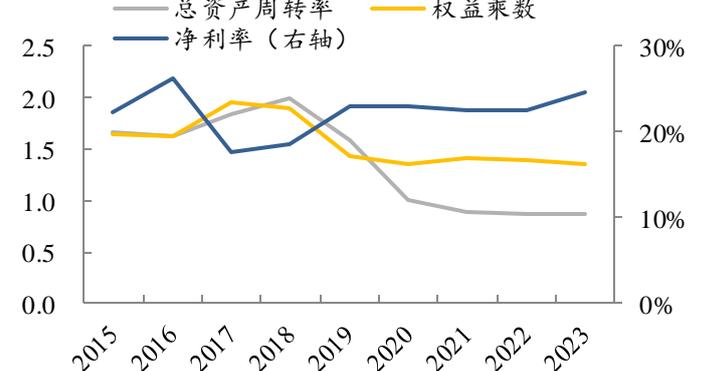
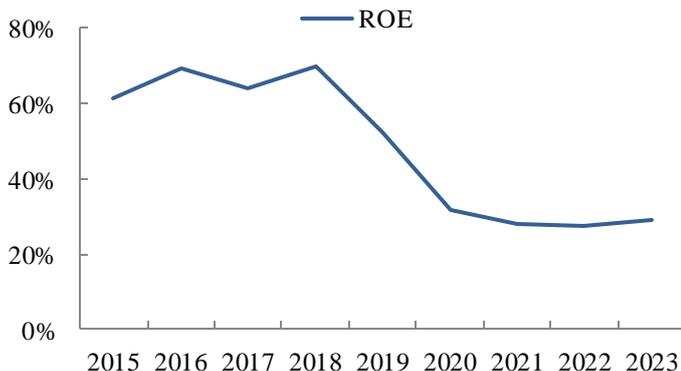
1.1、ROE 拆解透析公司能力：产品&品牌力领先，高净利率有望延续

首先从经营业绩表现复盘来看，公司长期保持较高的 ROE，2020 年上市后尽管因募集资金冗余拖累了总资产周转率但 ROE 依然接近 30%。

分项目看，公司具有“高净利率、中周转率、低负债率”的财务特征，深耕民用电工行业打造的突出品牌力&产品力所带来的高净利率水平是公司能长期维持高 ROE 的关键。

图表3：公司 ROE 水平 (%)

图表4：公司杜邦分析拆解 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所



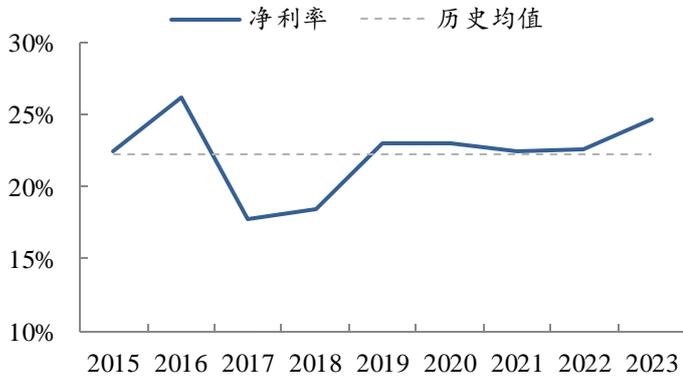
■ 纵向对比：高净利率+中周转率+低负债率，ROE 长期维持高位

1) 利润率：长期维持高利润率，产品&品牌力突出

2015-2023 年，公司整体净利率均值约为 22.3%，长期保持较高水平。毛销差的波动趋势与净利率也较为一致，在剔除会计准则对运输费用调整带来的影响后期间均值约为 32.8%，同样保持较高水平。

图表5：公司净利率水平（%）

图表6：公司毛销差水平（%）



来源：Wind，国金证券研究所（注：均值以 2015-2023 年平均值）

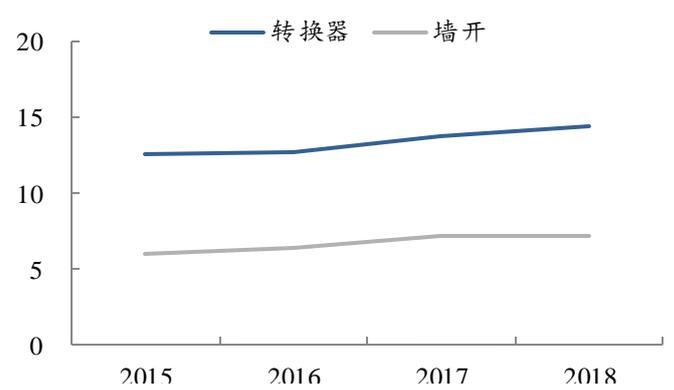
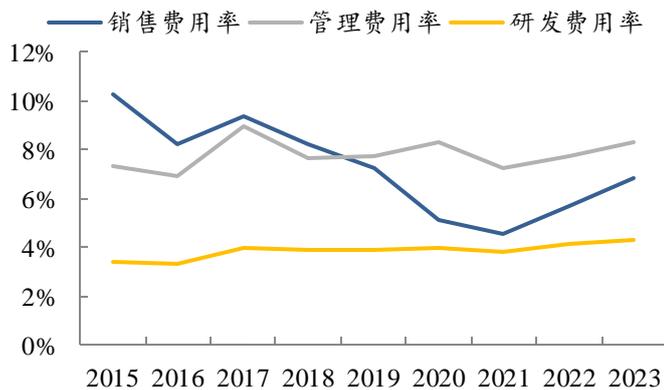
来源：Wind，国金证券研究所（注：均值以 2015-2023 年平均值）

高利润率中枢水平背后反映的是公司长期深耕民用电工细分品类所形成的强大竞争优势，包括持续营销打造的“安全用电专家”品牌认可度以及积极创新所带来的差异化产品力。2015-2023 年公司销售费用率、研发费用率均值分别为 7.3%、3.9%。

此外尽管 2016 年公司开始布局数码产品等毛利率相对更低的新兴产品以及新国标落实增加单位生产成本导致 2017-2018 年公司利润率水平短期下滑，但公司通过产品提价、结构升级顺利传递压力从而稳定了净利率。

图表7：公司费用率水平（%）

图表8：公司主力品类销售均价（元/件）



来源：Wind，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

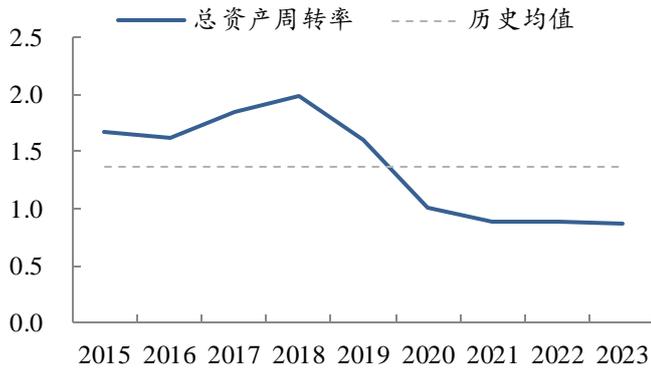
2) 周转率：市场议价能力强，冗余资金拖累周转

公司总资产周转率在上市前后发生较大变化，主要在于 IPO 募集资金堆积，这也是导致表观 ROE 水平 2020 年后下滑的主要原因。2015-2023 年，公司总资产周转率由 1.66 下行至 0.86，但同期固定资产周转率在 2016 年后均维持约 8.6 的水平，因此实际主业经营效率并未出现显著下滑，公司对新增产能的投放和把控较为精准。

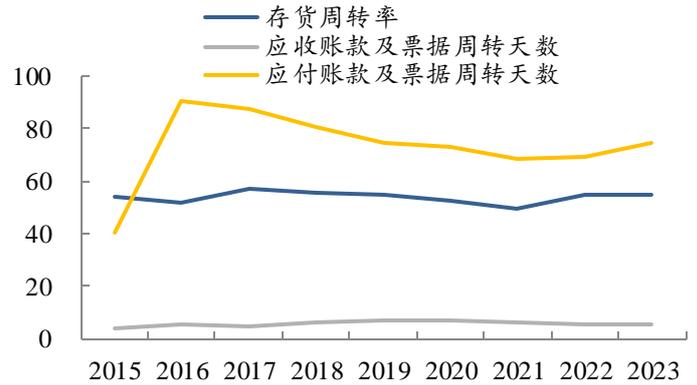
此外从公司流动资产周转效率上看，2015-2023 年存货、应收账款/票据、应付账款/票据周转天数均值分别为 54.2 天、6.1 天、75.5 天，“低应收、高应付”彰显公司在产业链上拥有较强的议价能力。



图表9: 公司总资产周转率水平



图表10: 公司流动资产周转天数



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 均值以 2015-2023 年平均值)

来源: Wind, 国金证券研究所

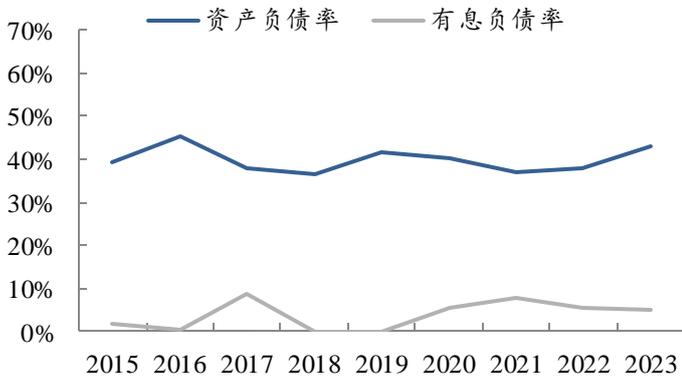
3) 杠杆率: 货币资金充裕, 杠杆率保持低位

同样是因为上市后公司资金相当充裕, 因此公司长期维持较低的负债率水平, 一定程度上制约了 ROE 水平。2015-2023 年, 公司资产负债率平均水平约为 39.2%, 而有息负债率水平则更低仅为 4.5%。

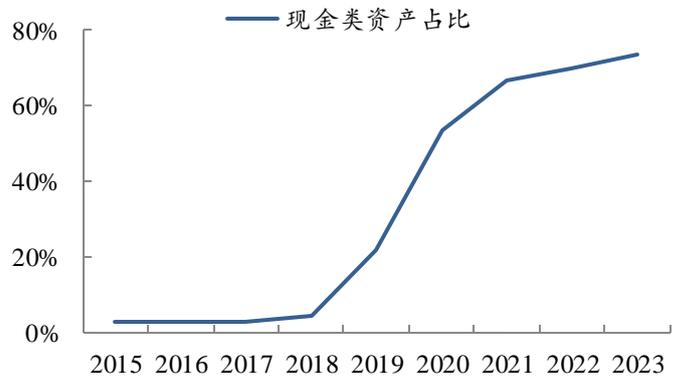
并且由于公司在传统主业所建立的竞争优势, 不仅反映在更高的利润率、更强的产业链议价能力, 同样也带来更好的收益质量和现金流表现。公司经营性现金流/净利润常年维持在 1 以上, 资金回笼规模超过资本开支需求导致现金类资产不断堆积。

截至 2023 年底“货币资金+交易性金融资产”占总资产的比例已达 73.2%, 2024 年上半年继续维持在 70.8%。因此预期短期内公司加杠杆意愿不强, 若需提高权益乘数或可通过增加现金分红、回购的方式实现。

图表11: 公司负债水平 (%)



图表12: 公司资金充裕 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

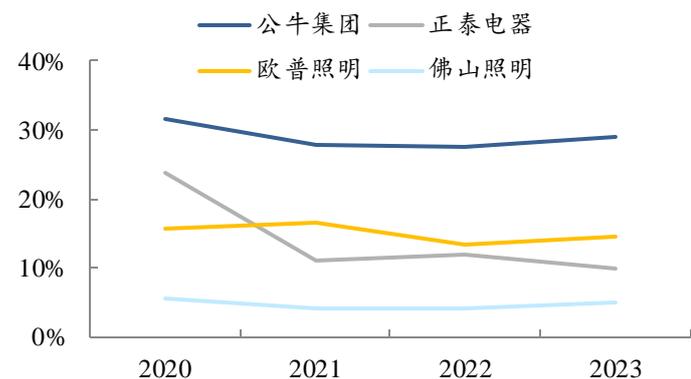
来源: Wind, 国金证券研究所

■ 横向对比: 利基市场绝对优势, 净利率行业领先

横向对比同行业可比公司, 更加凸显出支撑公司高 ROE 的竞争优势。2020-2023 年公司平均 ROE 约 29.0%, 远高于可比公司平均 11.3% 的水平。拆分来看, 更高的净利率水平是拉开差距的关键因素, 2020-2023 年公司平均净利率约 23.2%, 可比公司平均中枢则为 9.5%。

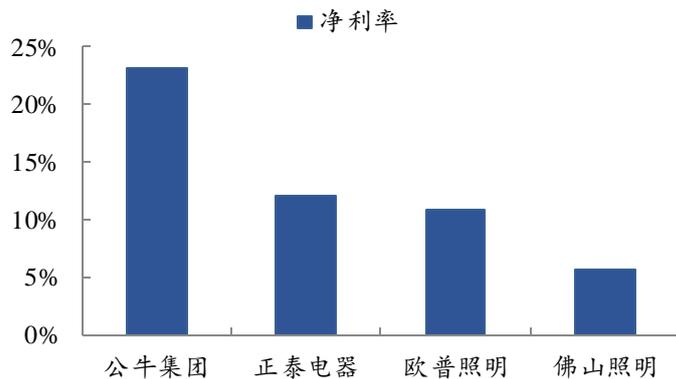


图表13: 可比公司 ROE (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表14: 20-23 年可比公司平均净利率 (%)

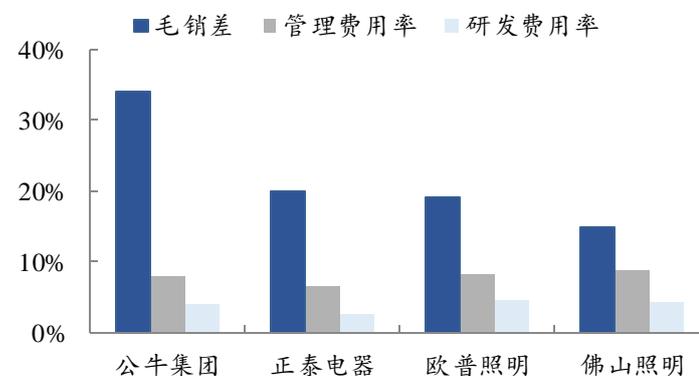


来源: Wind, 国金证券研究所

具体来看公司高净利率的成因, 背后是其在细分品类所建立的强大市场竞争优势。通过深耕转换器、墙壁开关插座品类, 构筑产品、品牌、渠道多层次的壁垒以及规模化生产, 公司实现较高市场占有率, 最终反映为更高的毛销差水平, 而在管理费用、研发费用方面和可比公司的水平较为接近。

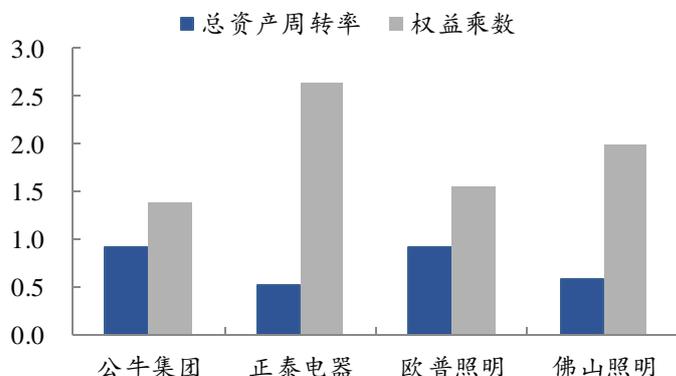
公司在民用电工利基市场已形成较强“统治力”, 因而以高利润率支撑 ROE。其他可比公司或受制于市场竞争导致毛利率不高、或需要通过高销售费用率维持高毛利率, 最终都导致利润率水平低于公司。在总资产周转率、杠杆水平上公司也没有显著差异, 并非高 ROE 的主要原因。

图表15: 20-23 年可比公司平均毛销差及费用率水平 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表16: 20-23 年可比公司平均总资产周转率、权益乘数



来源: Wind, 国金证券研究所

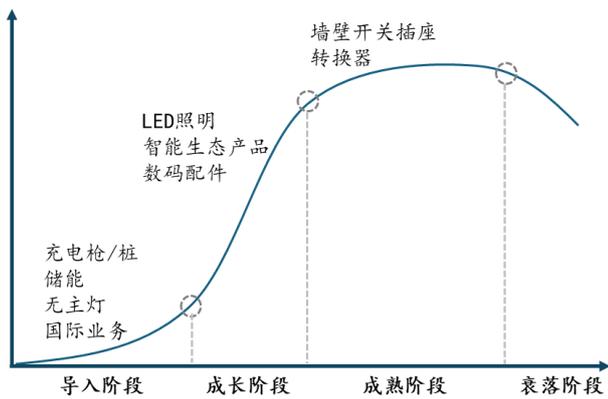
1.2、开辟新兴增长曲线, 多元布局决胜未来

结合前文的复盘分析, 公司在传统品类构建起的竞争优势+市场持续扩容使其过去实现了高质量的持续增长。而站在当下随着传统品类发展逐步成熟, 公司选择以多元化战略开辟新兴增长曲线, 通过新老品类搭配实现兼顾质量和增长的发展目标。从结构上看, 公司近年来不断开发新业务、调整战略架构, 形成了三大主要赛道:

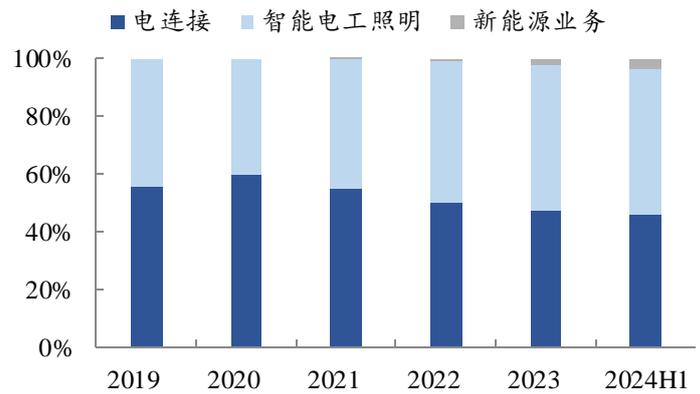
- 1) 电连接: 主要包括转换器、数码配件, 其中转换器是公司发展较早、竞争优势突出的传统品类, 2024H1 电连接业务合计收入占比约 46.2%、2023 年毛利率约 40.9%。
- 2) 智能电工照明: 主要包括传统主业墙壁开关插座以及后续拓展的 LED 照明(2014 年)、智能生态产品(2018 年)、无主灯(2022 年), 2024H1 合计收入占比约 50.2%、2023 年毛利率约 45.8%。
- 3) 新能源业务: 包括充电桩、储能两大块, 2021 年开始布局并搭建渠道, 顺应新能源时代趋势布局。当前规模较小但增速较高, 2020-2023 年收入复合增速约 328.5%; 2024H1 新能源业务合计收入占比约 3.5%、2023 年毛利率约 34.2%。



图表17: 公司品类布局



图表18: 公司三大赛道收入占比 (%)



来源: 国金证券研究所整理

来源: 公司公告, 国金证券研究所测算

分析公司细分品类可以发现,公司多元化战略下以“中低增长、高毛利”的成熟业务和“高增长、中低毛利”的新兴业务相结合,成熟业务侧重巩固优势和提质升级、新兴业务则注重产品完善和市场拓展。

由于公司正尝试踏出旧有能力圈开发新业务,未来经营表现尚存不确定性。但我们认为公司转换器、墙开主业优势相对稳定,因此多元化战略执行效果更多取决于新兴品类发展情况,可做出以下分情景展望:

1) 悲观情景: 新业务发展不利, 增收不增利

在此情景下,公司凭借持续投入能够打开市场扩大收入规模,但未能建立差异化优势。可能需要持续费用投入支撑收入增长、利润率水平也可能较低,综合来看能帮助公司实现收入目标但对利润贡献较少,因此对公司整体投资价值带来负面影响。

2) 中性情景: 新业务成功孵化, 但利润率低

若公司新业务成功孵化,则收入扩张目标能按期完成,新增长曲线能够独立发展,进而带来利润贡献。但从质量角度看,若新业务领域的竞争优势不如公司传统强势品类转换器、墙开,则利润率可能较低,进而导致公司整体 ROE 出现下滑。综合来看公司利润规模扩张但 ROE 下降,整体内在价值变化取决于业绩规模扩张和估值下滑的相对变动幅度。

3) 乐观情景: 新业务发展顺利, 再创新辉煌

最理想状况下,公司新业务进展顺利,且利润率随着品牌得到认可或渠道搭建完成而持续提升,最终接近甚至超过传统业务,再次开启新一轮兼顾质量和增长的上行周期。

图表19: 公司细分品类矩阵

赛道	23年 收入占比	23年 毛利率	布局年份	具体品类	发展阶段	战略定位
电连接	47.1%	40.9%	1995	转换器	成熟期	公司起家产品,秉承“安全用电专家”定位,聚焦用户升级需求、细分场景痛点需求、海外差异化需求持续创新 坚持第三方精品战略,以创新产品满足全场景用电需求
			2016	数码配件	成长期	
			2007	墙壁开关 插座	成熟期	C端产品品牌升级布局高端,海外及B端产品强调模块化、平台化设计
智能电工 照明	50.4%	45.8%	2014	LED照明	成长期	坚持“护眼”定位,基础光源、灯饰、移动照明业务挖掘不同场景需求 打造家庭前装智能生态体系,包括浴霸/智能门锁/智能晾衣机/风扇灯/断路器等产品
			2018	智能生态 产品	成长期	
			2022	无主灯	导入期	照明业务重点方向,公牛&沐光双品牌运作,满足消费者升级需求
新能源	2.4%	34.2%	2021	充电枪/桩	导入期	围绕电动汽车全面场景化充放电体验,不断完善产品布局
			2021	储能	导入期	先后布局针对欧洲市场的家庭储能、针对国内市场的工商业储能

来源: 公司公告, 公司官网, 国金证券研究所整理



二、参考丹纳赫经验，公牛 BBS 赋能多元化发展

除了在产品创新、渠道建设和品牌培育等方面构建的竞争优势，公司精益高效的管理内核同样至关重要，也是支撑多元化业务成功拓展的底层逻辑。

学习借鉴丹纳赫 DBS，公牛 BBS 赋能内部治理深度变革。公司在发展过程中不断吸收学习丹纳赫等国际世界知名企业的先进经验，调整组织架构、沉淀管理方法，探索出一套契合自身发展需要的公牛业务管理体系（BBS, Bull Business System），为公司实现长期战略和各业务线协同发展奠定基础。丹纳赫在多元化扩张中形成的 DBS 方法论（Danaher Business System），是公牛打造自身 BBS 的重要参考，帮助公牛构建起提升内部经营质量的重要运营体系。在多年学习借鉴丹纳赫 DBS 先进经验的基础上，目前公牛已按照 BBS 推动内部治理的深度变革：在新业务拓展上公司可基于 PD（战略规划与部署）优先事项，通过导入精益商品企划、BPD 爆品改善、精益营销等工具赋能业务增长。在生产端公司同样可依赖 3P 生产准备流程、麻雀工厂等工具及方法论的应用实现新工厂新产线的快速投产。

2.1、复盘丹纳赫：美国并购之王，DBS 赋能业务扩张

丹纳赫是美国声名卓著的“并购之王”，也是公司在探索多元化发展、提升精益管理水平上的学习对象。不同于公牛以内生孵化为主扩展新业务，丹纳赫尤其擅长通过外延并购进军新领域，自 1984 年成立后相继进入汽车配件、手工工具、环境监测等工业制造领域，2005 年后又大举进军生命科学和医疗板块，收购了 Pall、Cepheid、Cytiva 等医药科技巨头。但两者所共通的是对新兴业务的培育赋能，即如何管理好新增业务、实现既定的战略目标。

丹纳赫自上世纪 80 年代起即热衷于多元化扩张，但不同于美国并购浪潮中的其他交易者，丹纳赫同样重视对并购资产的投后管理。丹纳赫在近四十年发展中探索出独特的 DBS 方法论，对内强调精益管理，对外重视创新驱动和体系建设。

历数丹纳赫的发展历程，DBS 的形成也经历多个阶段。早期丹纳赫在创始人 Rales 兄弟管理下以财务投资为主、缺乏对实业的管理经验，但在 1986 年收购 Chicago Pneumatic 后首次接触到来自日本丰田的精益生产理念，并在集团内进行推广。1990 年第二任 CEO Sherman 上任后开始更有针对性、规模更大但频次更低的并购，在对外扩张上布局科技含量更高的业务，至 2000 年丹纳赫旗下子公司数量达到 51 家。2001 年第三任 CEO Culp 在此基础上提出打造“战略成长平台”，并且在 2005 年前后开始大举进军生物医药领域，为今天丹纳赫的主营业务打下基础。2015 年第四任 CEO Joyce 上任，聚焦主业发展，先后在 2016、2019 年拆分了工业业务、牙科业务，并在任内收购了 Pall、Cepheid、Cytiva 等生物医药巨头，延伸到更多细分赛道。2020 年第五任 CEO Blair 上任，继续拆分了环境与应用解决方案部门，并继续在生物医药板块积极谋求并购。

图表20：丹纳赫发展大事记

时间	重要事项
1984	Rales兄弟收购DMG Inc.并更名为Danaher，丹纳赫成立
1984-1986	进军制造业并购Chicago Pneumatic、Qualitrol等十余家公司
1989	美国并购退潮，聚焦集团运作、梳理业务线，更换集团CEO
1990	收购工具制造商Easco Hand Tools，谋求“更少但更大”的并购
1995	收购德国零部件制造商Hengstler，开启海外并购
1995-2000	子公司由24增长至51家，布局科技含量更高的业务
2001	更换CEO打造“战略成长平台”，按业务划分并继续扩大兼并规模
2004	收购Radiometer、Leica Microsystems，大举进军医学诊断&生物科技领域
2007	收购水处理公司ChemTreat、测量解决方案提供商Tektronix
2015	更换CEO，出价138亿美元收购生命科学领域公司Pall
2016	公司分拆，丹纳赫主营技术与生命科学、工业业务注入Fortive集团
2016-2018	收购Cepheid、Phenomenex、ID Business、Integrated DNA等公司
2019	分拆牙科业务为Envista单独上市
2020	接手GE生命科学部门，更名为Cytiva
2023	分拆环境与应用解决方案部门为Veralto单独上市

图表21：丹纳赫公司 Logo



来源：维基百科，国金证券研究所

来源：Danaher 官网，国金证券研究所

DBS 是丹纳赫能顺利实现多元化扩张的杀手锏，本质上是一套企业管理体系。在日常应用执行上包括一系列内部流程和工具，在其多年迭代打磨中不断得到完善。而在企业治理上已经上升为公司文化，涵盖增长、精益、领导力三大要素，可以概括为以下几点：

1) The Best Team Wins. 强调团队建设和人才重要性，发掘最高效、富有热忱的领导者，鼓励公司员工都秉持相同的行为准则，重视团队合作。



- 2) Customers Talk, We Listen。注重客户需求，解决客户面临的挑战，也指导公司在业务扩张上的选择。
- 3) Kaizen is our Way of Life。不断强化运营效率、践行精益理念，依靠数据、分析来优化运营决策流程。设定清晰可衡量的计划和目标，推动业绩增长的良性循环。
- 4) Innovation Defines our Future。提供突破性的产品和解决方案，鼓励跨部门、跨平台、跨业务的合作。
- 5) We Compete for Shareholders。持续为股东创造价值，驱动全球变革。

丹纳赫 DBS 体系的形成与其多元化的业务结构和并购为主的扩张模式有关，对管理水平提出更高要求。截至 2023 年，丹纳赫主要有生物技术、医学诊断、生命科学三大业务板块，旗下主要运营公司超过 15 家，市场遍布全球。只有将众多子公司纳入统一的体系中，才有可能实现业绩持续增长和运营效率把控。

丹纳赫不仅通过 DBS 管理繁杂的业务部门，还不断扩充新的细分赛道，寻找生物医药领域的并购投资机会。并购战略上，丹纳赫会重点分析：1) 细分市场前景；2) 标的市场地位，包括品牌实力、技术、扩张机会；3) 能否融入 DBS 系统。在完成收购后，丹纳赫则致力于保留并购企业特性和成功之处的同时进行体系赋能，提供所需的支持和资源，例如全球市场、供应链体系，帮助其实现快速增长。

图表22：丹纳赫 DBS 方法论图解

图表23：丹纳赫当前主营业务聚焦生物医药领域



▼ 生物技术	cytiva				
▼ 医学诊断	BECKMAN COULTER	Cepheid	HemoCue	Leica	Mammotome
▼ 生命科学	abcam	Aldevron	BECKMAN COULTER Life Sciences	Genedata	IDBS
	Leica	MOLECULAR	PALL	Agela/诺美	SCIEX

来源：Danaher 年报，国金证券研究所

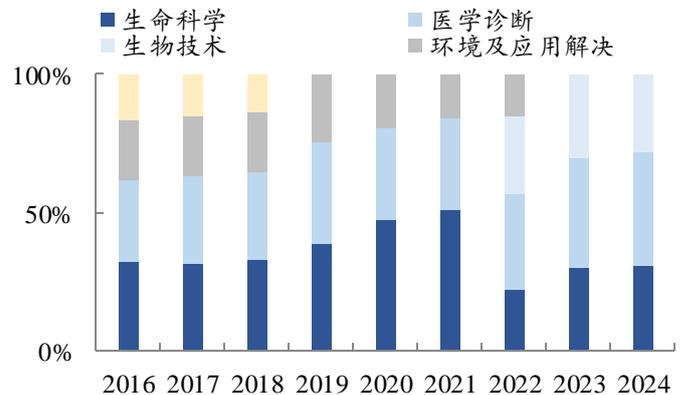
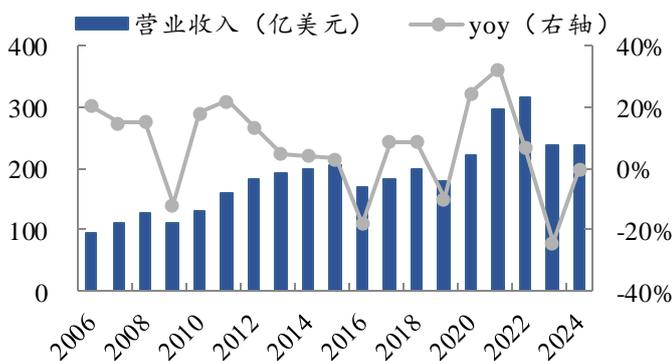
来源：Danaher 官网，国金证券研究所

从结果上看，丹纳赫通过并购战略成功实现了收入规模的持续增长。尽管 2016 年拆分工业业务 (Fortive)、2019 年拆分牙科业务 (Envista)、2023 年拆分环境及应用解决方案业务 (Veralto) 等重大交易减少了收入规模，但在生物医药板块的积极外延扩张和内生增长有效支撑了业绩增长，截至 2024 年集团营业收入仍接近 240 亿美元。

从结构上分析，2024 年生命科学、医学诊断、生物技术收入占比分别为 30.7%、41.0%、28.3%，丹纳赫在高利润率、高技术壁垒的生物医药领域完成了多元化布局。

图表24：丹纳赫收入规模持续增长

图表25：丹纳赫业务聚焦生物医药板块 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

2010 年丹纳赫初步进入生物医药领域时相关收入仅有 23 亿美元，2024 年已达到 239 亿

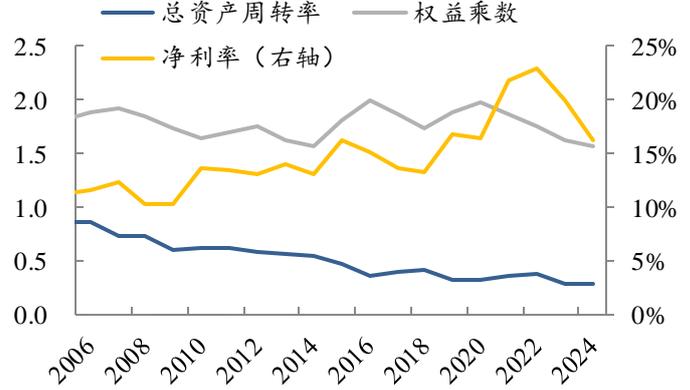
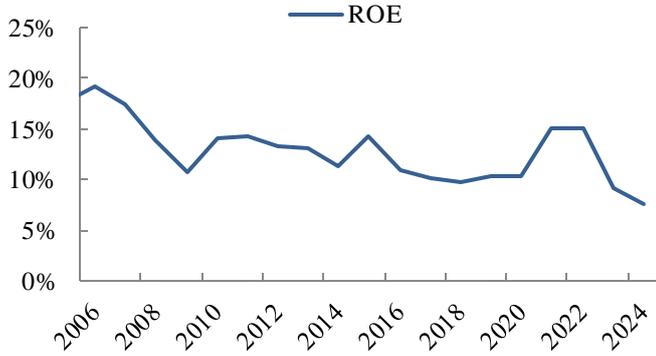


元并成为公司主业，期间复合增速约为 18.2%。丹纳赫在保持增长的同时，ROE 水平则维持较高水平，2019-2024 年均值约为 12.9%，实现了有质量的增长。

拆解来看，公司的权益乘数整体保持在 1.8 左右，杠杆率水平变化不大。业务结构的调整主要体现在利润率层面，因高毛利的生物医药收入占比持续提升，丹纳赫净利率从 2005 年的 11.2% 上升至 2024 年的 16.3%。但由于总资产周转率略有下降，因此整体 ROE 水平保持稳定。

图表26：丹纳赫 ROE 保持稳定 (%)

图表27：丹纳赫净利率水平提升明显



来源：Wind，国金证券研究所

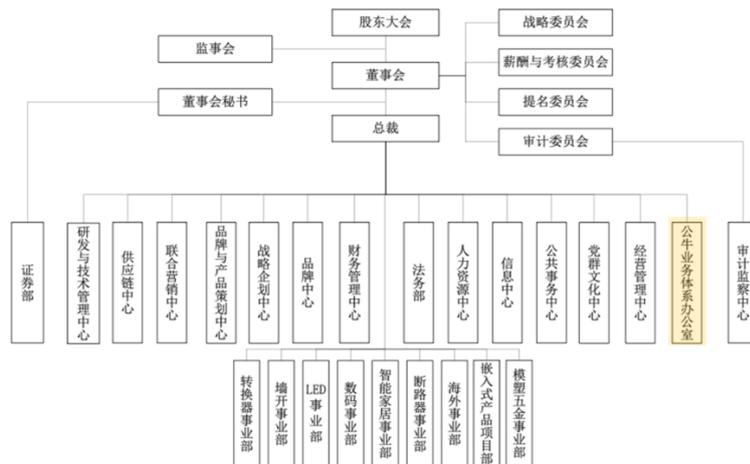
来源：Wind，国金证券研究所

2.2、展望公牛：积极打造 BBS 体系，高效管理走远路

以内生孵化为主线，公牛打造独属的 BBS 体系。无独有偶，公牛集团在主业发展至成熟后同样选择了多元化发展战略，积极布局更具增长前景的新兴业务。尽管在战术执行上丹纳赫选择外延并购、公司选择了内生孵化，但在企业管理层面面临相似的挑战，因此丹纳赫独到的 DBS 系统具有较强的借鉴意义。

公司一直以来贯彻“专业专注、做第一、走远路”的企业理念，因此也积极投入企业管理上的改造升级，打造出属于自己的公牛业务管理体系（BBS, Bull Business System）。公司最早在 2018 年成立 BBS 部门，设立了专门的公牛业务体系办公室（BBSO），此后则不断推广精益管理理念、覆盖更多业务环节，为公司业务增长提供有力支撑。

图表28：公司专门设置“公牛业务体系办公室”



来源：公司招股书，国金证券研究所

回顾公司 BBS 体系建立过程，2018 年确立精益管理发展方向，2019 年积极学习海外企业经验，2020 年完成全价值链覆盖，2021 年充分应用于对内的降本增效和对外的业务创新增长。目前 BBS 已成为公司业务发展的强大引擎，并基于此不断沉淀方法论、培育更多专业人才，提升公司综合竞争力。

2024 上半年，公司围绕全价值链运营管理，深化组织、人才与数字化变革，进一步探索



构建“数智驱动”战略核心能力，以全面提升公牛业务管理系统运营能力，推动公司高质量发展。

图表29：公司打磨出专属 BBS 体系

时间	关键事项
2018	成立BBS部门，推广精益管理理念
2019	学习先进经验，推动精益变革，培育专业人才
2020	深化BBS体系建设，从生产到研发、营销全价值链覆盖
2021	充分应用BBS方法论，对内降本增效、对外实现业务创新增长
2022	持续强化BBS，沉淀方法论40个、黑带/蓝带/绿带人才19/25/729人
2023	BBS成为驱动业务发展的强大引擎

图表30：公司精益管理人才认证



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：BBS0，国金证券研究所

我们认为公司在产品创新、渠道运营、品牌建设等方面的竞争优势在 BBS 系统赋能下均有望得到不断加强，从而支撑多元化战略目标的达成。若公司能在内部管理上成功学习丹纳赫在多元化业务运营上的丰富经验，不断提高内部事业群间的协作效率，不仅收入规模能再上一个台阶，ROE 水平也有望通过精益管理得到有效支撑，实现高质量的增长。

三、千亿目标下的 ROE 推演：利润率主导节奏，加杠杆大有可为

基于公司在多元化业务上的布局和内部精益管理上的提升，我们尝试推算公司未来几年以及稳态阶段的 ROE 水平。不同于与业务规模直接挂钩的增速指标，ROE 更重视资本使用效率，可用于评估公司增长的质量，对公司估值水平亦有影响。

展望未来，我们认为决定公司能否继续维持较高 ROE 的关键驱动因素有二：1) 新业务能否形成竞争壁垒；2) 公司的资本结构安排。

3.1、驱动一：新业务毛利率爬坡，主导 ROE 变动节奏

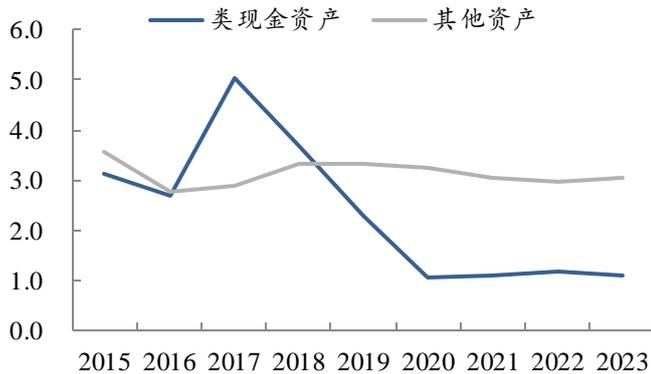
公司目前主营业务结构包括传统电连接业务、智能电工照明业务、新能源业务三块，其中电连接业务主要为转换器产品因此收入增速、利润率水平的确定性较强，其余板块由于尚处于产业早中期因此未来发展尚有不不确定性，我们以分情景分析来展望其未来发展。

根据杜邦分析框架，ROE 在业务经营层面主要受到净利率、资产周转率的影响，对公司而言净利率的影响会更大。

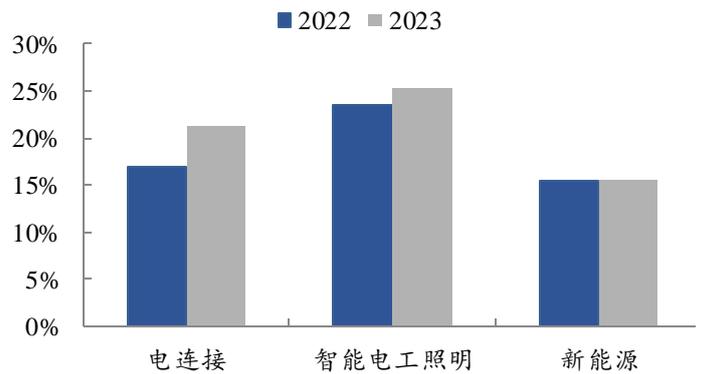
- 拆分来看公司资产周转率，类现金资产(货币资金、交易性金融资产、其他流动资产)周转率自 2017 年起整体呈下降趋势，尤其是 2020 年上市后募集资金较多导致进一步下滑。而其他资产周转率历史上一直在 3.0 左右小幅波动，期间公司相继进入多个新兴业务但对整体周转率影响不大。尽管公司未按照业务分部披露对应资产，但可以合理推测由于公司业务间相关性较强、内部管理水平较高，不同分部间的运营效率差距不大，则对 ROE 影响的主要因素是不同业务的净利率差异。
- 公司同样未披露分业务分部的净利率水平，我们假设：1) 各分部费用率接近；2) 忽略资产减值、投资收益等科目影响；3) 假定所得税率 15% 粗略测算各业务的净利率水平。可以看到电连接、智能电工照明、新能源业务 2023 年的净利率大致为 21.2%、25.4%、15.5%。由于目前海外业务收入占比较低，预计国内市场发展成熟的电连接业务净利率变动相对较小，而智能电工照明、新能源业务尚处成长阶段且格局未定，利润率仍有爬坡空间。



图表31: 公司分类型资产周转率



图表32: 公司主要业务净利率测算 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所测算

我们设置悲观、中性、乐观三类场景推演公司未来3年净利率及ROE水平变动路径, 分别假设2024-2026年的收入复合增速、毛利率变动。基于前文对不同业务发展前景的基本面分析, 估算中性假设下电连接、智能电工照明、新能源业务收入复合增速约4.0%、13.0%、85.0%, 毛利率逐年变动0.0pct、+0.8pct、+1.5pct, 其余情境下假设以此为基准调整。

从边际变化角度看, 未来公司净利率的变动取决于不同业务收入结构、不同业务毛利率的边际变动。因此根据“业务收入占比 X 业务毛利率边际变动 X (1-所得税率)”可测算对公司整体净利率的影响。暂不考虑周转率、资产负债率变化, 假设分别为0.85、25%, 则可推测ROE水平。

图表33: 公司分情景利润率变动推演

情景	业务板块	假设条件		收入占比 (%)			毛利率 (%)			净利率变动贡献 (pct)		
		3年收入增速	年度毛利率 Δ	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
悲观	电连接	3%	-0.2%	44.6%	41.8%	38.6%	40.7%	40.5%	40.3%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
	智能电工照明	11%	0.0%	51.5%	52.0%	51.7%	45.8%	45.8%	45.8%	0.0%	0.0%	0.0%
	新能源	75%	1.0%	3.9%	6.2%	9.7%	35.2%	36.2%	37.2%	0.0%	0.1%	0.1%
中性	电连接	4%	0.0%	45.1%	42.6%	39.7%	40.9%	40.9%	40.9%	0.0%	0.0%	0.0%
	智能电工照明	13%	0.8%	52.4%	53.9%	54.5%	46.6%	47.3%	48.1%	0.3%	0.3%	0.3%
	新能源	85%	1.5%	4.1%	6.9%	11.5%	35.7%	37.2%	38.7%	0.1%	0.1%	0.1%
乐观	电连接	5%	0.2%	45.5%	43.5%	40.9%	41.1%	41.3%	41.5%	0.1%	0.1%	0.1%
	智能电工照明	15%	1.5%	53.3%	55.8%	57.5%	47.3%	48.8%	50.3%	0.7%	0.7%	0.7%
	新能源	95%	2.0%	4.3%	7.7%	13.5%	36.2%	38.2%	40.2%	0.1%	0.1%	0.2%

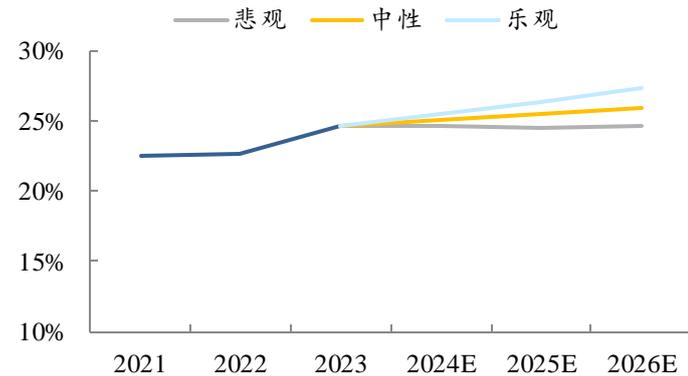
来源: Wind, 国金证券研究所

根据测算结果可以看到, 预计2024-2026年公司ROE变动主要受毛利率变动影响, 但由于传统业务收入占比较高整体中枢水平依然维持在高位, 预计2026年公司ROE水平将会在28%-31%区间。

- 乐观情景下, 传统+新兴业务毛利率分别随着产品结构升级、市场地位确立带动溢价能力提升及规模效应带来的成本摊薄开始上移, 到2026年净利率、ROE分别可达到27.4%、31.1%。同时公司收入规模也随着新业务成长进一步提升, 该情景下业绩、估值都有望提升形成戴维斯双击。
- 悲观情景下, 传统主业毛利率下行, 新业务尽管收入增速较高但毛利率提升相对缓慢因此增量贡献不大。在此情景下公司净利率水平略有下滑, 但2026年ROE依然能达到27.9%左右。

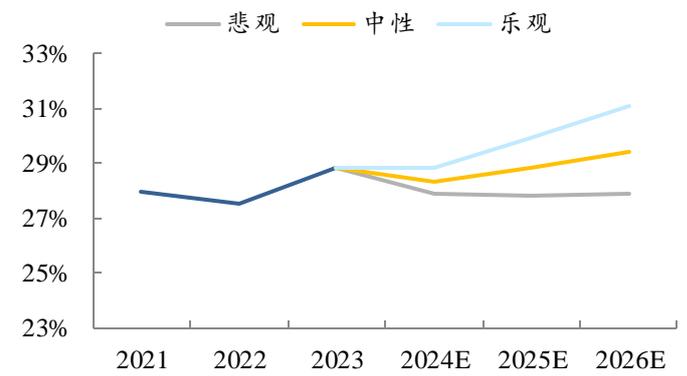


图表34: 公司净利率展望 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所测算

图表35: 公司 ROE 展望 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所测算

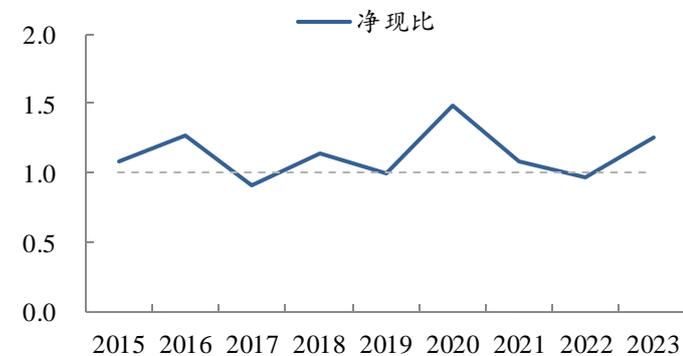
3.2、驱动二：加杠杆空间仍广阔，类现金资产占比高

ROE 的另一驱动因素在于杠杆率水平，公司长期保持较好的收益质量、现金回笼效率较高，但也一定程度导致类现金资产的堆积，拖累了整体周转率并拉低了权益乘数。

2015-2023 年公司经营性现金流净额/净利润比例多数时间保持在 1.0 以上，类现金资产整体规模也从 2015 年的 14.3 亿元上升至 2023 年的 145.8 亿元，占总资产比例也从 53.4% 上升至 73.8%。

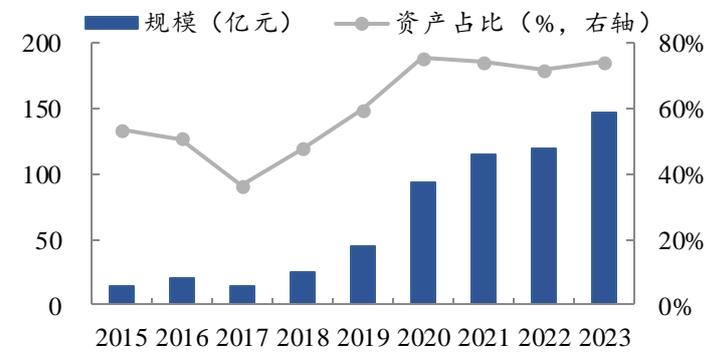
充沛的现金储备为公司加杠杆留下较大空间，相比直接增加有息债务规模提升资产负债率，通过常规/特别分红、股份回购等手段减少股东权益也能实现提振 ROE 水平的目标。

图表36: 公司收益质量较高



来源: Wind, 国金证券研究所

图表37: 公司类现金资产规模庞大



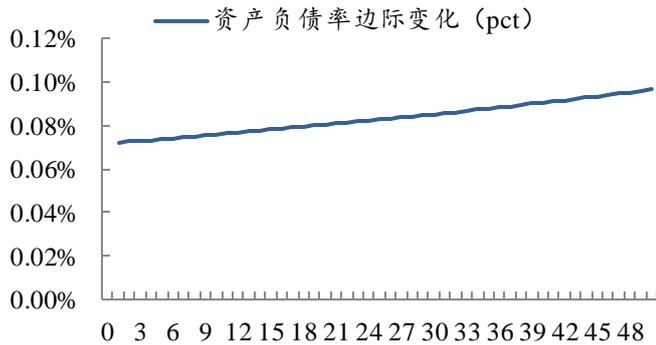
来源: Wind, 国金证券研究所

我们以 2023 年财报数据为例测算加杠杆对 ROE 的影响，并测算边际弹性。若公司在按照惯例发放已公告的 2022 年度分红基础上，通过特殊分红/回购额外返还 1 亿元现金，对公司资产负债率、ROE 的影响分别约为 +0.07pct、+0.11pct，并且随着金额增加边际弹性会逐步加大。

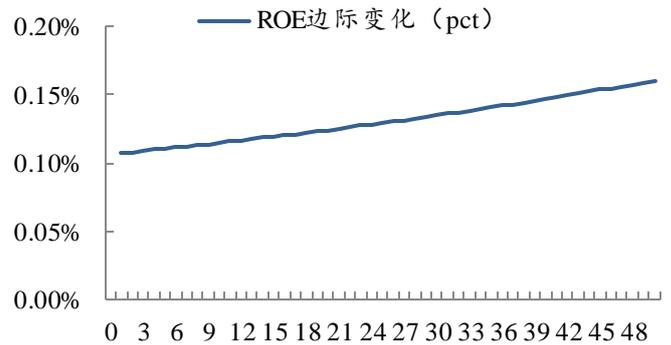
截至 2023 年底，公司类现金资产合计约 145.8 亿元（其中主要包括货币资金 47.4 亿元、交易性金融资产 97.3 亿元），能够做到在不影响主营业务扩张前提下大幅提升资产负债率和 ROE，最终执行力度取决于公司管理层对资本结构的安排。



图表38: 提高分红回购对2023年资产负债率边际影响



图表39: 提高分红回购对2023年ROE影响



来源: Wind, 国金证券研究所测算

来源: Wind, 国金证券研究所测算

综合上文讨论的公司净利率、资产周转率、权益乘数影响,可以展望长期ROE水平。对标可比公司稳态净利率水平,预计公司净利率在24-28%,主要由新兴业务利润率提升贡献增量。周转率随着公司BBS系统执行将继续维持高水平,若开启加杠杆则会有更显著提升。权益乘数则取决于公司资本结构安排,预计资产负债率在30-40%。

由于上述远期因素均有待持续跟踪,目前仅提供路径以供参考,ROE预计区间范围如下图。

图表40: 公司稳态ROE展望对照表

资产负债率	30%					资产负债率	35%					资产负债率	40%				
	净利率	20%	22%	24%	26%		28%	净利率	20%	22%	24%		26%	28%	净利率	20%	22%
0.75	21.4%	23.6%	25.7%	27.9%	30.0%	0.75	23.1%	25.4%	27.7%	30.0%	32.3%	0.75	25.0%	27.5%	30.0%	32.5%	35.0%
0.80	22.9%	25.1%	27.4%	29.7%	32.0%	0.80	24.6%	27.1%	29.5%	32.0%	34.5%	0.80	26.7%	29.3%	32.0%	34.7%	37.3%
0.85	24.3%	26.7%	29.1%	31.6%	34.0%	0.85	26.2%	28.8%	31.4%	34.0%	36.6%	0.85	28.3%	31.2%	34.0%	36.8%	39.7%
0.90	25.7%	28.3%	30.9%	33.4%	36.0%	0.90	27.7%	30.5%	33.2%	36.0%	38.8%	0.90	30.0%	33.0%	36.0%	39.0%	42.0%
0.95	27.1%	29.9%	32.6%	35.3%	38.0%	0.95	29.2%	32.2%	35.1%	38.0%	40.9%	0.95	31.7%	34.8%	38.0%	41.2%	44.3%

来源: Wind, 国金证券研究所测算

四、传统业务：市场竞争优势稳固，结构性增长可期

公司传统业务主要包括转换器、墙壁开关插座,经营时间长、产品力优秀且积累了良好的口碑,竞争壁垒稳固并且持续带来现金流,具有较高的业绩确定性和经营质量。

从财务角度看,由于公司已经具备市场领先地位并持续升级改造运营体系,因此传统业务的利润率、周转率都处于较高水平,仅收入增速因行业走向成熟而有所下滑。

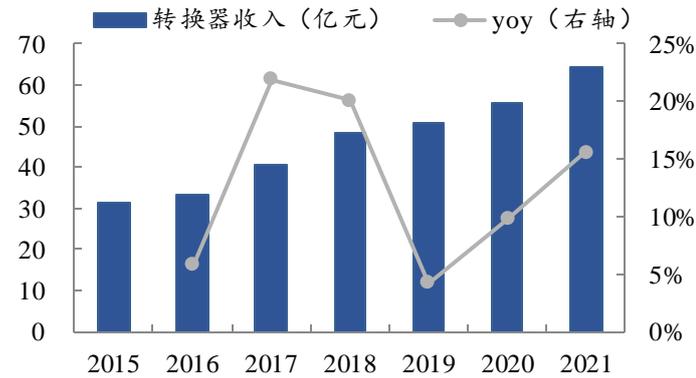
4.1、转换器：细分市场绝对龙头，产品升级促增长

转换器是公司代表性业务,自1995年成立起坚持以质量取胜,建立了“安全用电专家”插的品牌形象并深受消费者认可,多次参与起草行业标准,在产品、品牌、渠道、供应链上均有坚实壁垒,国内市场占有率稳居第一。由于家庭用电安全事关重大,消费者形成品牌印象后也更愿意支付略高的溢价,形成了公司高利润率的基础。

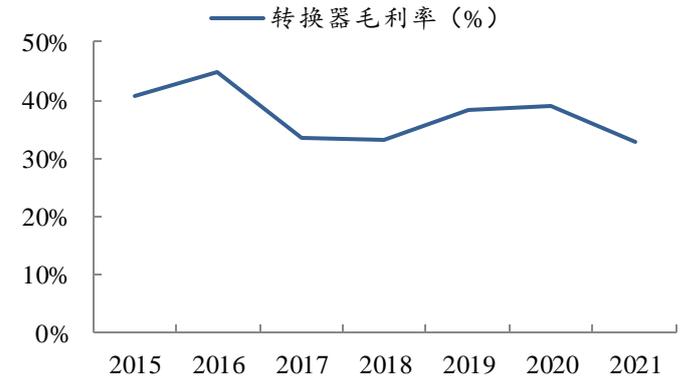
2015-2021年公司转换器收入复合增速12.7%,2021年收入规模64.1亿元,占公司当期主营业务收入的52.0%,是最主要的营收支柱。同期毛利率水平保持稳定,2015-2021年均值约为37.5%。2022年后公司未单独披露转换器业绩,但预计整体仍保持稳定。



图表41: 公司转换器收入及增速



图表42: 公司转换器业务毛利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

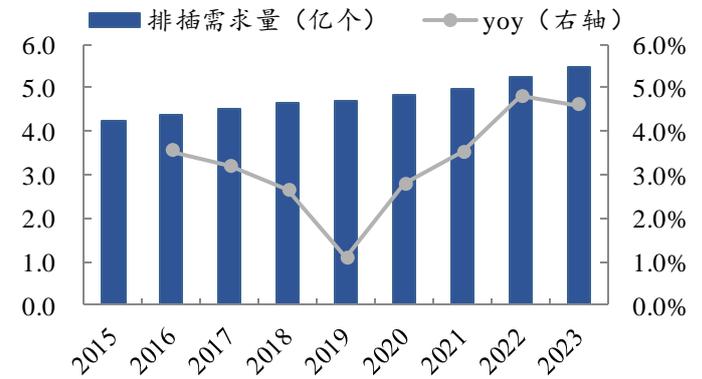
行业层面看, 中国转换器行业已经进入成熟阶段, 近年来市场规模维持中个位数增长。截至 2023 年中国转换器市场规模约 163 亿元, 2019-2023 年复合增速约为 5.1%。从量价拆分角度看, 2023 年中国转换器需求量约 5.47 亿个, 2019-2023 年的复合增速约为 3.9%, 贡献了主要的行业增长。

作为民用电工产品, 转换器需求与家电保有量、家庭户数等因素相关, 预计随着小家电产品渗透率提升及家庭小型化, 转换器行业销量仍有望保持低速增长。而在下一阶段, 以产品创新升级推动的价格提升或是行业继续扩容的主要驱动力。

图表43: 转换器市场规模及增速



图表44: 国内转换器市场需求量及增速



来源: 智研咨询, 国金证券研究所测算

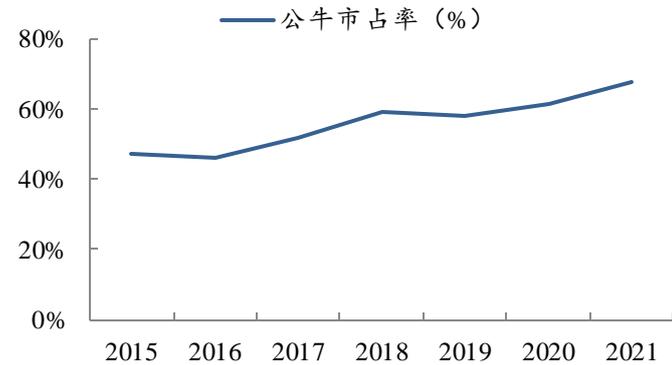
来源: 智研咨询, 国金证券研究所测算

从竞争格局角度看, 公司转换器市场率长期稳居国内前列, 2021 年已达到近 67.7% 的水平, 品牌形象深入人心、终端门店遍布全国, 竞争对手较难撼动公司地位。由于行业增速下降、公司又已占据主要地位, 因此预计转换器业务的确定性较强但增长空间有限, 未来增长有赖于产品升级。

目前公司致力于顺应消费升级需求推出更美观、更具差异化的特色产品, 例如嵌入式产品、轨道式插座、升降插座等高附加值产品。公司在家庭场景化、生活化方向进行创新, 形成了完备的产品矩阵, 着力提升产品均价。



图表45: 公司转换器市场份额 (%)



图表46: 公司转换器产品种类丰富



来源: 智研咨询, 公司公告, 国金证券研究所测算

来源: 公司官网, 国金证券研究所

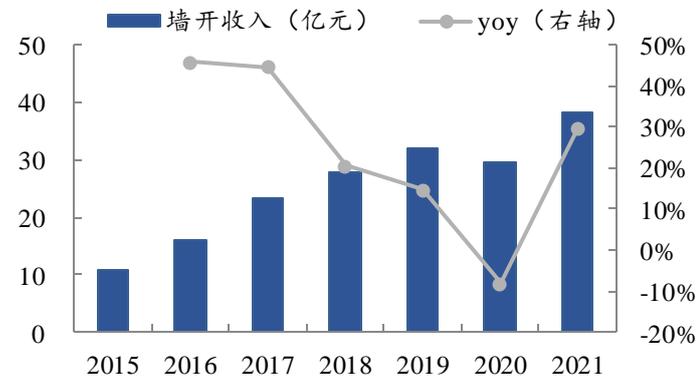
4.2、墙开: 品类拓展成功案例, 市占率仍有提升

墙壁开关插座是公司首次尝试进行品类拓展并取得成功的业务, 2007年进军墙开领域差异化定位“装饰开关”, 基于在转换器品类形成的品牌认知和渠道铺垫, 顺利的开拓第二增长曲线。

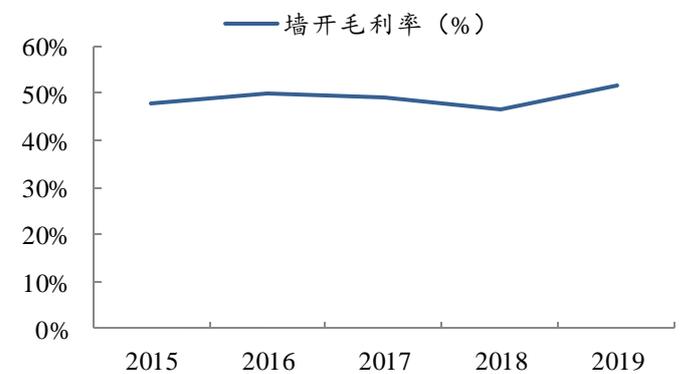
公司抓住 2000-2010 年代国内墙开行业市场机遇, 以更具性价比同时设计美观的产品打入西门子、罗格朗等海外品牌把持的装饰性墙开市场, 引领国产品牌实现升级。当时火热的房地产市场也为公司墙开业务扩张提供广阔空间, 2007-2015 年公司墙开收入从零开始达到 11.0 亿元, 占公司主营业务收入的 24.7%。

值得注意的是, 公司墙开业务毛利率相比转换器业务更高、波动性更小。2015-2019 年, 公司墙开业务毛利率均值约为 37.5%, 高出同期转换器业务 11.0pct。因此公司开拓墙开业务不仅有效加速收入规模扩张, 整体 ROE 水平亦得到提升。

图表47: 公司墙开收入及增速



图表48: 公司墙开毛利率



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

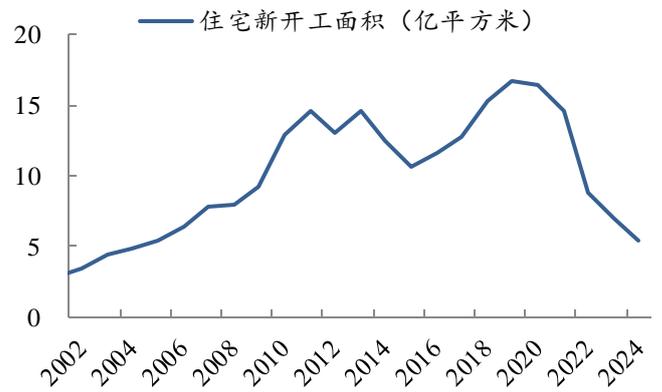
由于墙壁开关插座属于地产后周期行业, 受房地产行业景气影响较大。2019年后由于新房住宅新开工面积见顶回落, 相应的墙开市场规模增速也出现明显放缓。2021年中国墙开市场规模约 240.9 亿元, 按照 3-4% 年化复合增速估计, 则 2023 年市场规模约为 255-260 亿元。尽管房地产景气回落对行业增长构成制约, 但存量房改造、智能家居产品普及或能部分对冲下行压力。



图表49: 墙开市场规模及增速



图表50: 中国房地产新开工面积 (亿平方米)



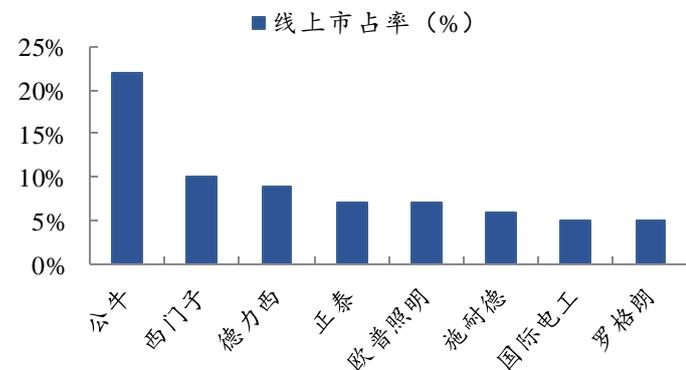
来源: 观研天下, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

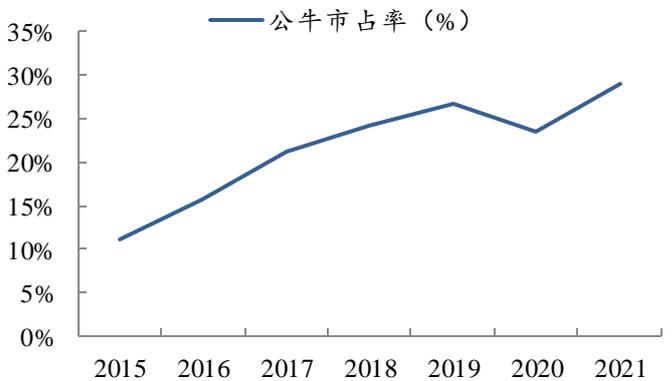
不同于转换器业务的是,公司在墙开领域尽管市占率已位居第一但依然存在较多竞争对手,展望未来市场份额或仍有提升空间。主要竞争对手包括国产品牌德力西、正泰电器、欧普照明以及海外品牌西门子、施耐德、国际电工等。

由于墙开产品同质化程度更高、品牌认可度对消费者选择的影响相比转换器更小,2019年公牛墙开线上市占率约22%,我们测算2021年公牛全市场市占率约为28.9%,整体低于转换器品类公司实现的60%以上的市场份额水平。对标松下品牌在日本市场的高市占率,若公司也能凭借自身优势继续扩大市场份额,则还有较大增长空间。

图表51: 2019年墙开线上格局



图表52: 公司墙开市场份额 (%)



来源: 观研天下, 国金证券研究所

来源: 观研天下, 公司公告, 国金证券研究所测算

五、新兴业务: 发挥公司成功基因, 探索新增长曲线

公司此前已提出“千亿公牛”宏伟目标,以多元化战略为依托,重点培育新能源业务、无主灯业务、出海业务,寻找新增长点。三大新兴发展方向的共同特征是市场发展空间广阔,同时与公司传统业务具有一定相关性(技术、渠道共通),因此能有效满足公司对于规模增长的诉求

公司在长期发展中已经积累了产品创新研发能力、民用电工领域品牌口碑、线上线下全渠道布局及运营能力等竞争优势,并验证了其在细分市场逐步建立全面竞争优势形成部分垄断并实现高利润率的能力。我们判断其成功基因有望在新业务上得到发挥,探索出新兴、高质量的增长曲线。



5.1、新能源业务：蓝海市场空间广阔，有望复制成功经验

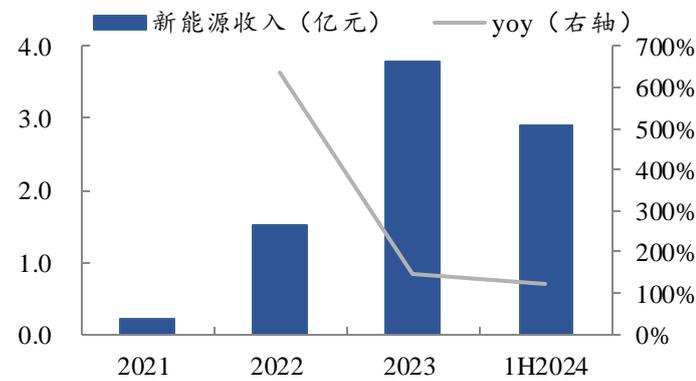
公司 2021 年进军新能源业务，主要包括充电桩/桩、储能，是支撑公司未来增长的重要增长点。一方面新能源进程大势所趋、未来成长空间广阔；另一方面公司在电连接业务方面有深厚的技术积淀和品牌口碑，拓展新能源业务属于能力圈范围内的合理拓展。

2021-2023 年，公司新能源业务收入从 0.2 亿元提升至 3.8 亿元，期间复合增速 328.5%；2024H1 实现收入 2.9 亿元，继续同比增长 120.2%，占营业收入比例达到 3.4%。收入快速增长的同时新能源业务毛利率也持续提升，2023 年毛利率约为 34.2%创历年新高，随着例如“无极”等高端产品推出，利润率有望继续提升。

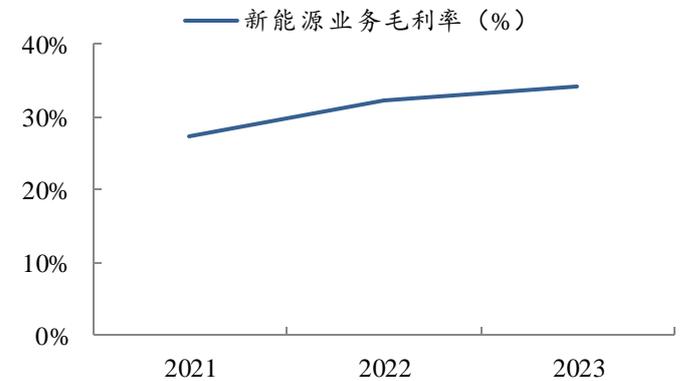
我们判断公司在新能源业务上的布局有较大成功概率主因：

- 1) 汽车电动化浪潮下充电设备需求持续增长提供增量市场，同时当前国内家庭私桩仍在普及。正如家电普及带动转换器市场扩容，新能源车的普及也将孕育又一个品类。尽管当前产品形态演变、终局前景下的销售价格还有待观察，但量增已经明确。
- 2) 公司凭借在转换器领域所建立的“安全用电专家”形象更容易获得客户，并且充电桩并非高技术壁垒产品，公司在搭建完产品线后可以更好的发挥自身品牌、渠道优势并复刻在转换器领域的成功。

图表53：公司新能源业务收入及增速



图表54：公司新能源业务毛利率 (%)



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

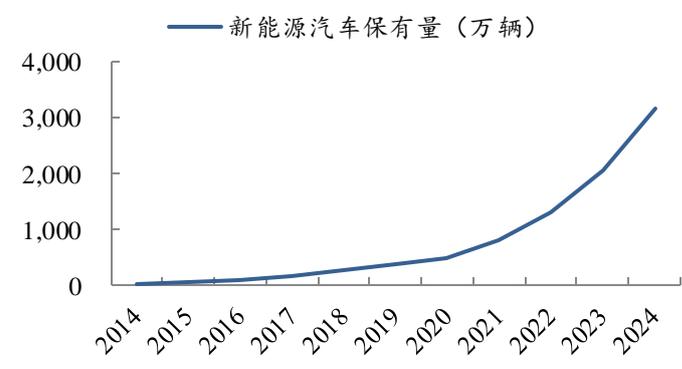
■ 电动车渗透率持续提升，充电桩/枪空间广阔

2019 年开始中国新能源汽车行业进入加速发展阶段，新能源汽车渗透率由不足 5%快速提升至超 50%。同期新能源汽车保有量也从 2019 年的 261 万辆上升至 2024 年的 3140 万辆，期间复合增速约 64.5%，汽车电动化已是大势所趋。

图表55：中国新能源汽车渗透率 (%)



图表56：中国新能源汽车保有量 (万辆)



来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

来源：公安部，国金证券研究所

随着新能源汽车保有量的持续提升，配套产品新能源充电桩的市场规模也同步增长。2019-2023 年中国充电桩市场由 195.1 亿元扩大至 1214.4 亿元，期间复合增速约 58.0%，与

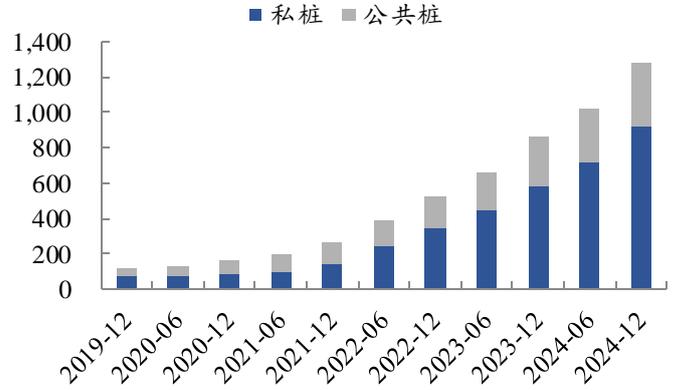
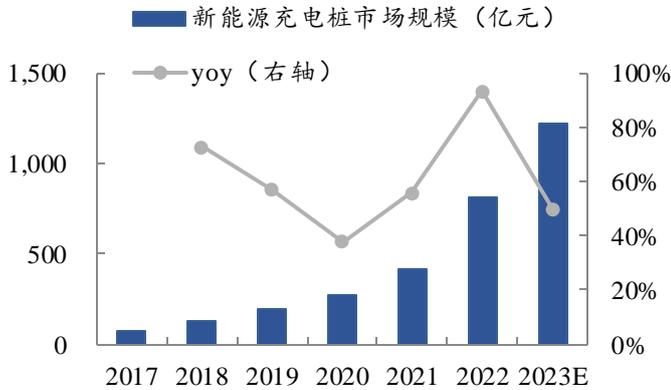


新能源汽车增速相对匹配。

结构上看，截至 2024 年 12 月中国私桩、公共桩数量分别为 923.9 万个、357.9 万个，家用新能源汽车的普及使得私桩数量远高于公共桩。

图表57：中国充电桩市场规模及增速

图表58：中国充电桩保有量（万个）



来源：观研天下，国金证券研究所

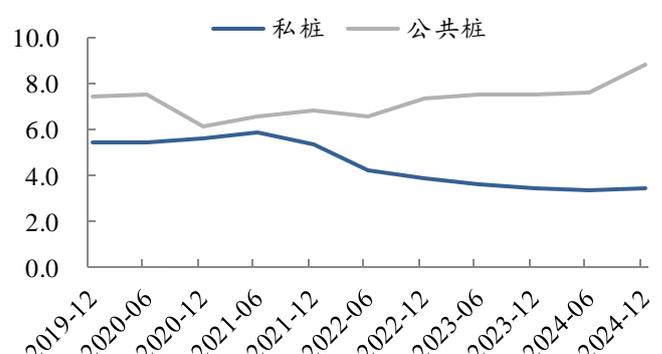
来源：充电联盟，国金证券研究所

以“车桩比”（新能源汽车与充电桩数量的比值）衡量新能源充电桩普及情况，可以看到 2019 年开始车桩比由 3.1 快速下行至 2024 年 12 月的 2.4，充电桩发展势头迅猛。

其中私桩的放量是带动充电桩数量提升的关键，2019 年底私桩、公共桩的车桩比分别为 5.4、7.4，而到 2024 年 12 月则为 3.4、8.8，私桩车桩比大幅下行 2.0。消费者为了追求更便捷的使用体验大多会选择购置私桩，并且部分新能源汽车品牌已不再随车赠送充电桩，进一步刺激 C 端新能源充电桩市场增长。

图表59：中国充电桩“车桩比”

图表60：中国充电桩分类型“车桩比”



来源：公安部，充电联盟，国金证券研究所

来源：充电联盟，国金证券研究所

■ 品牌&产品优势基础深厚，线上占有率实现领先

正如公司在转换器品类的战术打法，公司在新能源业务也积极构筑技术、产品与品牌壁垒。2021 年切入新能源业务后，公司基于自身电连接产品研发基础，持续完善产品布局。

目前公司 C 端市场已经拥有包括交流/直流充电桩、充电枪、安全放电插座在内的多款产品，充电功率覆盖 2.8kw、3.5kw、7kw、11kw、21kw 至最高 120kw，满足消费者不同场景下的充放电需求，新款产品也已接入公司“公牛智家”app 实现智能化操作。B 端市场公司以快充直流充电桩为主，群充产品采用全矩阵拓扑电路，最大可支持 12 枪，通过动态功率分配提升效率。2024 年上半年则继续推出最大电流 600A、最大电压 1000V 的液冷充电桩，有效解决长续航里程车辆快速补能问题。

横向对比行业内公司，公司实现产品力优秀的同时还具备性价比优势。以 C 端产品为例，公司 21kw 充电桩在充电功率、防护水平、充电方式等核心参数相近的情况下，销售价格显著低于特斯拉原厂充电桩及其他竞品。由于新能源业务产品本质上仍属于电连接产品，公司深耕民用电工近三十年已经构建完善的供应链，因此成本规模优势也更为显著。



图表61：同类交流充电桩产品对比

品牌	特斯拉	公牛	普诺德
产品	第三代家庭充电服务包	风尚智联款充电桩	北极星 21kw (4g 刷卡版)
价格	6800	3177	3530 (2985 桩体+545 安装费)
充电功率	7kw (220V)、21kw (380V)	21kw (兼容 3.5/7/11/16kw)	7kw/21kw
防护等级	IP54	IP55	IP55
充电线长	7.4m	5m	5m
安装服务	10m 安装服务	10m 安装服务	额外收费, 电缆+空开漏保
充电方式	刷卡、App 控制	刷卡、App 控制、车端控制	App 控制、车端控制

来源：特斯拉官网，淘宝，国金证券研究所整理

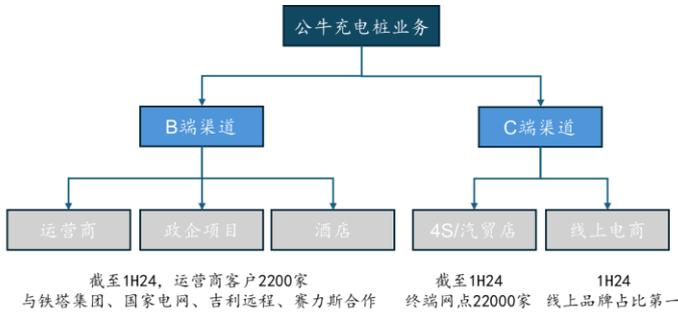
基于已经得到巩固的产品力，公司在渠道运营和品牌建设上的优势得以进一步发挥：

1. 渠道：由于 C 端充电桩/桩市场发展前景更优，公司在渠道构建上不仅迁移应用对线下经销体系的管理经验，也侧重线上电商市场的开拓。截至 2024 年 6 月公司 4S 店等线下网点数量已达 22000 家，同时更加面向个人消费者的线上渠道市占率已经位居行业第一。
2. 品牌：秉承“安全用电专家”的定位，公司继续推出行业内技术领先的“无极”系列充电桩，在智能化、美学设计方面领先行业，进一步夯实公司品牌力、彰显技术实力。同时公司打通线上线下建立了全链路品效销体系，通过数智化投放工具进行全域矩阵组合投放，依托高势能推广、创意内容破圈，加速新品打爆，抢占用户心智。

“好产品+全渠道+强营销”多管齐下，公司有望充分享受行业发展机遇，并扩大市场份额保持领先地位。

图表62：公牛新能源业务渠道布局

图表63：公牛新品“无极”系列充电桩



来源：公司公告，国金证券研究所整理



来源：淘宝公牛汽车用品旗舰店，国金证券研究所

5.2、照明（无主灯）业务：无主灯驱动成长，打造智能全屋生态

公司照明业务起步于 2014 年，前期主要聚焦于基础光源及灯饰产品，面临的市场竞争较为激烈，因此利润率也低于转换器及墙开业务。但在 2020 年开始公司调整战略思路，从套系化装饰灯具入手拓宽产品线，2021 年继续推出移动照明、商业照明及无主灯业务，并在 2022 年打造独立专业无主灯品牌“沐光”。

发展无主灯业务是公司重要战略，意在以其带动前装环节套系化智能产品销售，承担探索新兴增长曲线的使命。我们认为公司强大的渠道运营能力是智能照明成功的基石，同时持续创新能力以及公牛+沐光双品牌组合有助于公司扩大市场份额，未来增长值得期待。

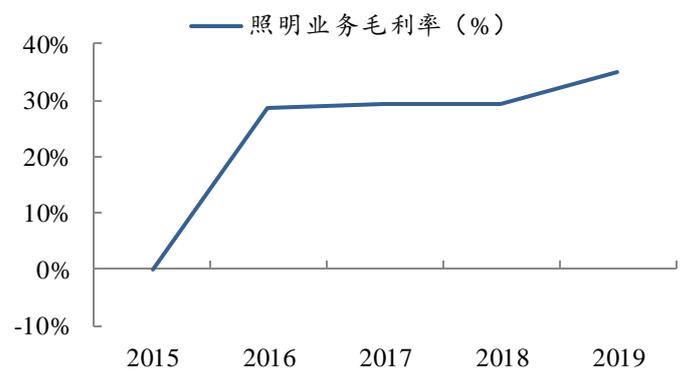
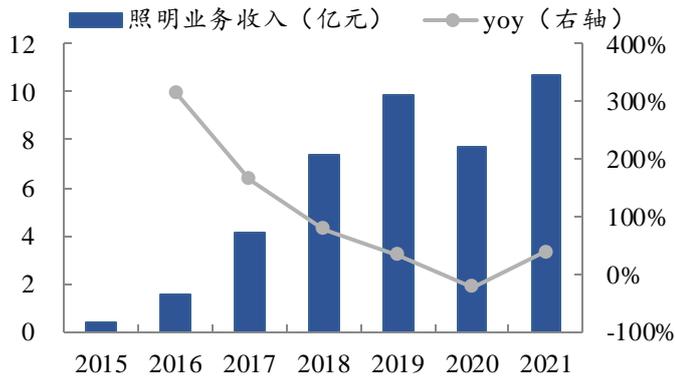
■ LED 照明：市场竞争较为激烈，挖掘用户细分需求

公司 2014 年进入 LED 照明业务后业务规模一度开启快速成长，依托公司墙开业务所建立的线下装饰渠道顺利推出新品类。2015-2019 年照明业务收入从 0.4 亿元上升至 9.8 亿元，复合增速约为 125.7%。但由于照明行业竞争更加激烈，公司 LED 照明业务毛利率中枢约为 30%，低于传统主业。此外 2020 年因公共卫生事件出现，公司照明业务也开始面临增长瓶颈，2021 年收入规模约为 10.7 亿元，与 2019 年接近。



图表64: 公司 LED 照明业务收入及增速

图表65: 公司 LED 照明业务毛利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

传统 LED 照明业务承压与行业因素关联度较高, 中国照明行业规模在 2019 年迎来历史高点, 此后 2019-2023 年复合增速仅为-3.4%, 截至 2023 年约为 607 亿元, 下滑趋势有所缓和。结构上看, 照明行业灯饰、光源占比相当, 2023 年分为约为 51.6%、48.4%。

图表66: 中国照明行业市场规模及增速

图表67: 中国照明行业分产品结构 (%)



来源: 欧睿, 国金证券研究所

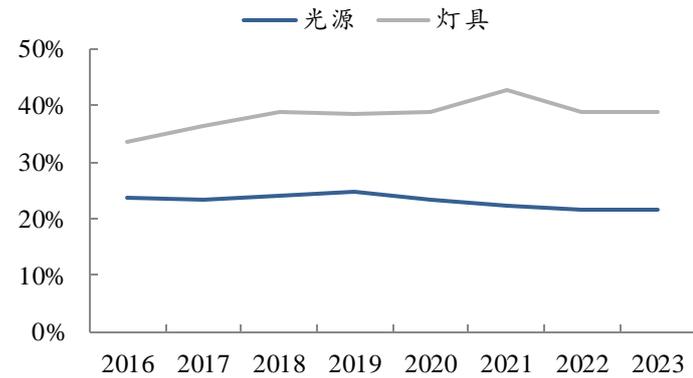
来源: 欧睿, 国金证券研究所

照明行业的竞争较为激烈, 市场集中度偏低, 也导致行业整体利润率水平偏低。以行业龙头欧普照明为例, 其在灯具领域市占率常年保持第一、光源领域市占率仅次于飞利浦照明, 但 2014-2023 年平均毛销差约为 17.6%。尽管平均毛利率水平保持在 37.6%, 但销售费用率也长期维持在 20.0%, 从侧面反映出市场竞争程度较高。

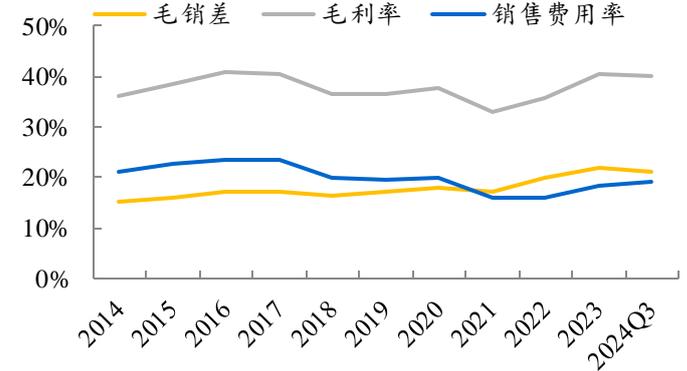
为了应对行业增速趋缓、传统照明产品竞争激烈的情况, 公司在 2020 年后开始拓展产品线, 形成了基础光源、灯饰、移动照明三大产品线, 在消费场景、设计风格、专利技术上寻求差异化, 挖掘细分市场的需求, 从而摆脱行业约束。例如公司 2024 年上半年在移动照明领域发布新品“落地护眼灯”, 是细分类目中首个获得德国 TUV 莱茵全局护眼认证的产品, 引领行业护眼技术发展。



图表68：中国照明行业分产品 CR10 (%)



图表69：欧普照明利润率水平 (%)



来源：欧普，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 无主灯：公牛+沐光双品牌运营，牵引全屋智能生态

无主灯产品作为智能化程度、技术含量更高的产品，不仅能有效实现产品差异化，也切实满足消费者对于极简装修风格和智能光效体验的升级需求，被公司选定为最重要的新兴品类。以无主灯产品及配套“公牛智家”app为抓手，公司软硬件生态已经形成闭环，能有效带动包括智能门锁、智能晾衣架、智能窗帘等前装智能生态体系产品的销售。

公司的长处在于品牌营销与渠道运营，因此照明业务战略调整上也着重突出公司在相关领域的强大竞争力，二者相辅相成。

1) 品牌端：公牛定位性价比，沐光主打专业市场

公司 2021 年成立智能商业照明团队，以模组化产品设计和精致轻奢的设计语言重塑家居灯光体验，陆续推出了筒射灯、磁吸灯、线型灯等无主灯产品，可以提供多种照明方案，基本完成了产品线布局，形成市场认知。

2022 年公司继续在推出专业无主灯品牌“沐光”，形成公牛+沐光双品牌运营格局。其中公牛品牌主打标准化照明产品，产品创新围绕提供高价值感、性价比展开；沐光品牌则致力于提供更加智能、定制化的套系化灯光解决方案，在氛围科技、健康科技、智能科技领域均处于行业领先地位，并邀请全球灯光设计大师罗杰·纳博尼担任首席顾问。

双品牌的组合有利于公司全面覆盖不同层次的市场需求，公司也积极的在小红书等兴趣社交平台、广州国际照明展览会（光亚展）等专业展会进行针对性的营销宣传活动，树立品牌价值。并且由于无主灯属于家居前装阶段产品，获取客户后也能很好的带动套系化智能家居的连带销售，将品牌势能辐射到其他生态品类。

图表70：公牛品牌无主灯产品系列



图表71：公司旗下沐光品牌



来源：公司官网，国金证券研究所整理

来源：沐光官网，国金证券研究所

2) 渠道端：发挥渠道拓展能力，开设旗舰集合店

公司照明业务早期的快速成长有赖于在线下装饰渠道的成功拓展，公司在后续新产品拓展



上依然沿用了其强大的渠道管理能力。尽管 2010 年后由于电商崛起导致照明产品渠道结构发生变化，但线下渠道依然是最重要的部分，2023 年光源、灯具产品线下销售占比分别为 80.9%、88.5%。公司在装饰渠道的长期布局，有助于无主灯及其他产品铺向市场，满足客户一站式购买需求。

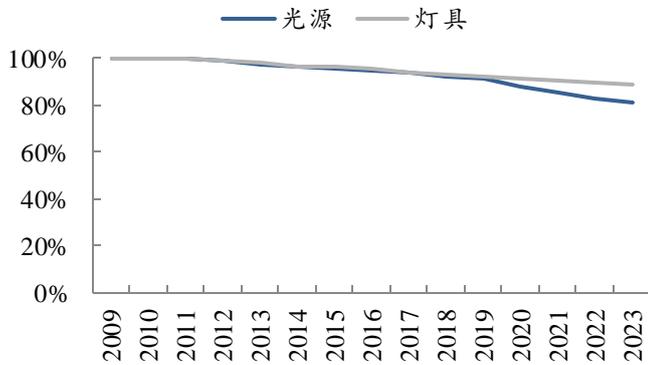
在公牛主品牌方面，公司自 2020 年首次提出 C 端装饰渠道的专卖化、综合化，导入全品类产品销售，次年即成功开发 18000 家终端网点。2022 年公司进一步启动全品类旗舰店以及公牛无主灯核心网点建设，带动全品类业务发展，并下沉至县镇市场。

在沐光品牌方面，公司 2023 年开始独立渠道建设，2023 年 3 月首家旗舰店在广州中山开业。目前全国已有超过 300 家体验店，门店运营能力显著提升，并持续强化前端团队的主动营销、培训赋能、招商和区域管理能力，此外还组建新零售团队以增强线上直播、短视频、本地生活广告的引流能力。

除了线下渠道的拓展，公司也在电商渠道积极执行“全品类、全平台数字化营销”战略，围绕新品类打造新标杆店铺。通过持续优化“1+专+N”店铺矩阵，建设了照明、数码、新能源等品类旗舰店，与经销商共创渠道发展健康生态。在平台布局上，一方面在传统平台天猫、京东保持良好增长，同步加速抖音、拼多多等新型平台布局。

图表72：中国照明行业分产品线渠道占比 (%)

图表73：公司全品类旗舰店

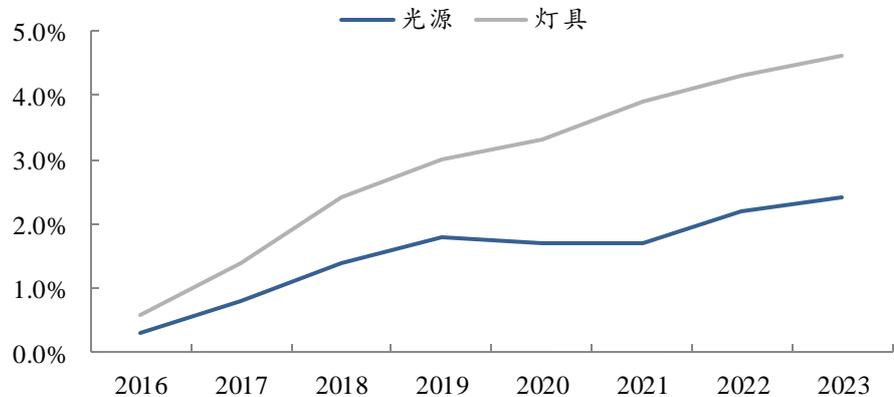


来源：欧睿，国金证券研究所

来源：公司官网，国金证券研究所

复盘来看，公司照明业务的战略调整已经收到成效，照明产品市占率不断提升。在差异化产品、定位明确的双品牌组合、强大的线上线下渠道支持下，公司光源、灯具产品市占率在 2021 年后均持续上行。截至 2023 年，分别已达到 2.4%、4.6%，较 2020 年上升 0.7pct、1.3pct。

图表74：公司照明产品市占率 (%)



来源：欧睿，国金证券研究所



5.3、出海业务：欧美+新兴市场并进，因地制宜探索机会

公司上市之初即确立成为“国际民用电工领导者”的发展愿景，因此海外业务一直是公司重要战略方向，早期主要以OEM业务为主。随着当前国内市场趋于成熟，海外业务探索尤其是自有品牌出海的重要性进一步提升。公司也在2023年成立了国际事业部，组建德国、印尼等海外子公司，全面启航海外市场。

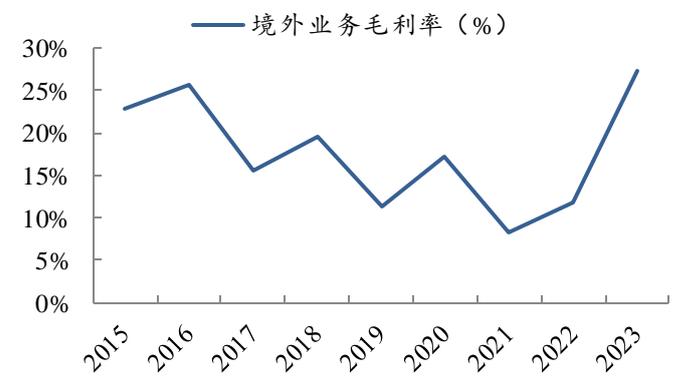
在具体打法上，公司针对不同地区发展阶段和需求差异采取不同策略。欧美市场顺应新能源发展潮流，主推家用储能、新能源充电产品；东南亚市场则把握家电化发展机会，以电连接、电工照明产品为核心。

截至2023年，公司境外收入规模约1.8亿元，占主营业务收入的1.1%，整体还处于导入培育阶段。我们认为基于公司在国内市场已经得到验证的优秀产品力和强大渠道运营能力，随着海外本土化团队搭建完成，“全品类、全市场、全面本土化”策略执行到位，海外业务有望进入成长快车道。

图表75：公司境外业务收入及增速



图表76：公司境外业务毛利率 (%)



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 欧美市场：顺应新能源潮流，主推储能及充电产品

欧美市场由于经济水平较为发达、传统民用电工企业林立，因此公司在品类探索上以新能源产品为主要切入点，辅以升级类的电连接产品，以“GONEO”品牌开拓市场。

1. 产品方面，公司精准识别市场需求，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。2024年上半年，公司持续丰富光储充产品线，上市第二代储能产品。
2. 渠道方面，公司结合前期市场开发探索，在德国、意大利等代表性国家进行试点招商和试销工作，完成了商业模式的初步验证，积极开发分销商、安装商客户，建设本土化团队和贴近用户的分布服务体系，持续构筑渠道能力。

图表77：公司欧美市场业务以新能源产品为主



来源：公司官网，国金证券研究所

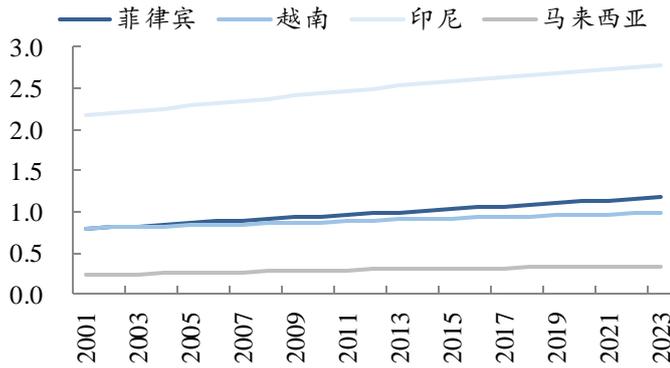


■ 新兴市场：把握家电化机会，秉承本土化理念

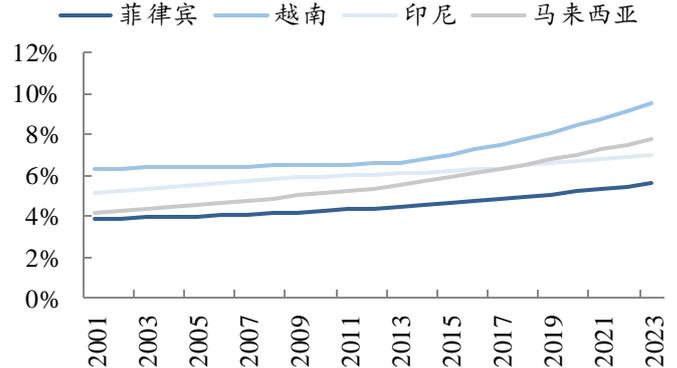
公司新兴市场业务已经覆盖东南亚、中东、南美等地区，其中东南亚作为新兴市场代表，发展环境类似于上一阶段的中国，经济增长潜力大、家用电器普及率有待提升，因此公司以电连接、电工照明等产品把握市场机遇。

东南亚市场不仅人口规模日益增长，年轻化的人口结构也提供了充足的劳动力，创造了庞大的消费市场。截至 2023 年，菲律宾、越南、印尼、马来西亚等公司重点拓展市场合计人口达到 5.3 亿人，接近同期中国总人口的 37.4%。而在人口年龄结构上，2023 年东南亚代表国家平均老龄化率仅为 7.5%，远低于中国的 14.3%。

图表78：东南亚国家人口规模持续增长（亿人）



图表79：东南亚国家人口老龄化率较低（%）



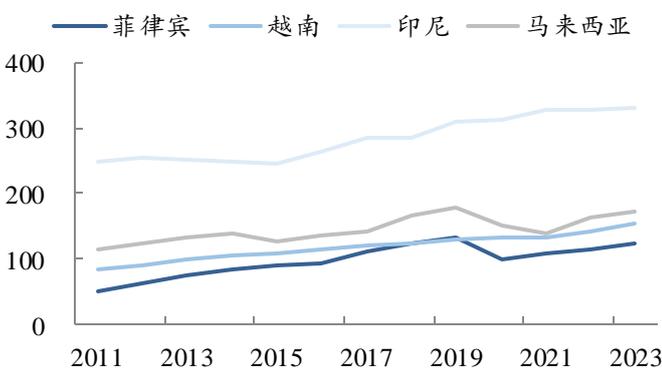
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

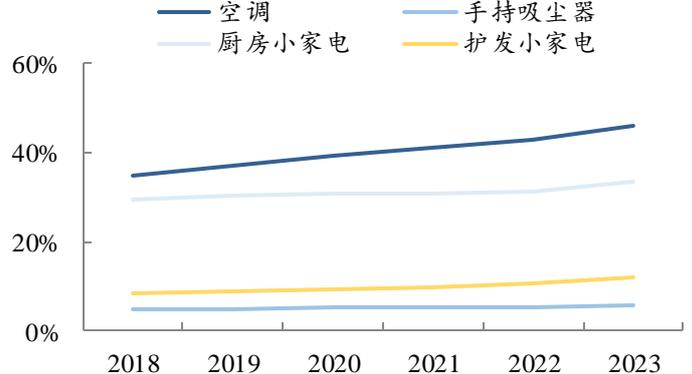
正如中国早期依靠人口红利实现了制造业扩张、居民收入提升和房地产兴盛，东南亚国家也在走类似的发展道路，而大量新建住宅交付将有效带动家电普及，进而催生对于转换器、墙开等电工产品的需求。

从数据上看，菲律宾、越南、印尼、马来西亚房地产投资额近年来持续增长，2023 年投资规模分别达到 125、153、331、171 亿美元，占年度 GDP 的比例平均约为 3.3%，仍有进一步提升空间。受益于房地产行业发展，东南亚国家平均家电渗透率也都有明显提升，其中受益最明显的是空调，2018-2023 年由 34.6% 上升至 46.0%，其他小家电品类未来随着东南亚居民消费能力提升预计渗透率也将迎来上升。

图表80：东南亚国家房地产投资额持续增长（亿美元）



图表81：东南亚国家家电渗透率处于低位（%）



来源：Wind，国金证券研究所

来源：欧睿，国金证券研究所（注：以菲律宾、越南、印尼、泰国平均值计算）

顺应东南亚等国家家电化发展的新周期，公司秉承本地化策略，积极把握地区市场机会。

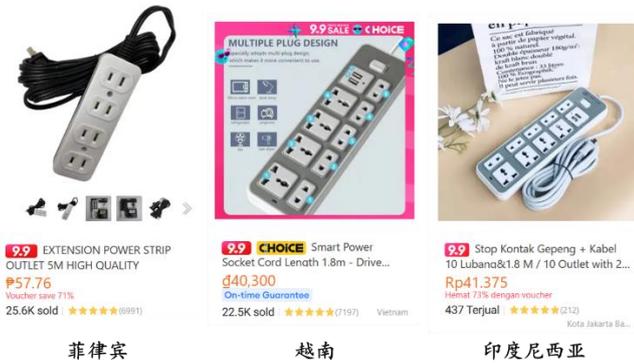
- 1) 产品方面，由于新兴市场还处于发展初期阶段，产品质量鱼龙混杂、单价低于国内市场，公司针对性的策划开发与当地需求相匹配的专业化产品。例如 2024 年上半年公司在东南亚陆续上市“基础款”、“插头”、“工程用大功率”等转换器系列产品。



2) 渠道方面, 2023 年公司已率先完成了东南亚主要国家经销商体系的升级工作, 同时开启了对中东、南美等新兴市场的调研以及经销商招募, 业务快速触达海外目标市场。截至 2024 年上半年, 公司继续完善海外团队配置, 实现销售团队常驻帮扶及人员本地化。目前东南亚市场经销商体系布局初步完成, 在菲律宾、越南、印尼等重点国家拥有近 20 家本土经销商, 同步开始拓展线上旗舰店。

图表82: 东南亚市场产品均价偏低

图表83: 公司董事长考察越南渠道拓展情况



来源: Lazada, 国金证券研究所

来源: 公牛越南官网, 国金证券研究所

六、盈利预测与投资建议

■ 收入预测

- 电连接:** 电连接业务主要包括公司长期深耕的转换器业务、数码配件业务以及新推出的电动工具业务, 其中转换器占多数。由于公司国内转换器市占率已位列第一, 行业趋于成熟, 预计未来增长主要来自于产品结构升级提价及新兴国家市场拓展。我们预计 2024-2026 年电连接收入增速分别为 3.9%/3.8%/3.8%; 毛利率则随着产品结构提升略有上行, 分别为 41.0%/41.5%/41.5%。
- 智能电工照明:** 智能电工照明主要包括墙开、LED 照明、无主灯及其他智能家居生态产品。其中墙开属于传统业务, 行业趋于成熟但公司市占率尚有一定提升空间。照明业务方面随着公司“沐光”品牌推出, 快速建立渠道和市场认知, 有望拉动照明产品及全屋智能产品的增长。综合来看, 我们预计 2024-2026 年智能电工照明收入增速分别为 9.0%/10.0%/11.0%; 毛利率有望在无主灯产品拉动下实现小幅增长, 2024-2026 年分别为 46.0%/46.3%/46.5%。
- 新能源业务:** 新能源充电桩/桩及储能产品是公司重要增长曲线, 也是公司布局欧美发达国家市场的主要抓手。我们判断在公司产品矩阵完善、渠道拓展顺利情况下, 新能源业务收入有望保持高速增长, 预计 2024-2026 年收入增速分别为 110%/65%/60%, 毛利率则随着品牌得到认可进入上行区间, 2024-2026 年分别为 35.0%/36.5%/36.5%。

■ 核心费用率预测

- 销售费用率:** 公司正探索海外市场、推广无主灯、新能源产品, 因此销售费用可能小幅上涨, 我们预计 2024-2026 年销售费用率略有上升, 分别为 7.2%/6.9%/7.0%。
- 管理费用率:** 公司管理稳健高效, BBS 系统持续赋能, 我们预计 2024-2026 年管理费用率小幅下滑, 分别为 3.8%/3.7%/3.7%。
- 研发费用率:** 公司持续投入产品创新, 我们预计研发投入强度保持稳定, 2024-2026 年研发费用率分别为 4.3%/4.3%/4.3%。

图表84: 公司收入拆分

单位: 亿元; %	2022	2023	2024E	2025E	2026E
公司营业收入	140.81	156.95	171.13	187.86	208.27
yoy	13.70%	11.46%	9.04%	9.77%	10.86%
整体毛利率	38.00%	43.20%	43.26%	43.59%	43.51%



单位：亿元；%	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入拆分					
电连接	70.51	73.87	76.75	79.67	82.70
yoy	4.22%	4.77%	3.90%	3.80%	3.80%
毛利率	34.25%	40.89%	41.00%	41.50%	41.50%
智能电工照明	68.49	79.02	86.14	94.75	104.22
yoy	23.39%	15.37%	9.00%	10.00%	10.00%
毛利率	41.93%	45.81%	46.00%	46.30%	46.50%
新能源	1.53	3.80	7.97	13.16	21.05
yoy	638.62%	148.64%	110.00%	65.00%	60.00%
毛利率	32.34%	34.15%	35.50%	36.20%	36.50%
其他	0.29	0.26	0.27	0.28	0.30
yoy	-40.47%	-10.76%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	54.02%	42.34%	44.00%	45.00%	46.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 可比估值

根据我们测算，预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 171.1/187.9/208.3 亿元，分别同比+9.04%/+9.77%/+10.86%。预计公司 2024-2026 年归母净利润为 43.0/47.5/51.9 亿元，同比+10.98%/+10.68%/+9.22%，对应 EPS 为 3.32/3.68/4.02 元，对应 PE 分别为 21.1X/19.1X/17.5X。

我们选取同属通用照明行业的欧普照明、佛山照明以及同样具备品牌、渠道壁垒的细分消费品行业龙头晨光股份作为可比公司，2024 年可比公司平均 PE 估值约 18.5X。

我们认为公司作为中国民用电工龙头，转换器、墙开主业竞争优势稳固，积极探索新能源、无主灯、海外市场等新兴业务，在 BBS 赋能下有望成功打开第二增长曲线。考虑到公司多元化战略持续推进，市场拓展顺利，给予公司 2025 年 23X 估值，目标价 84.6 元/股，维持“买入”评级。

图表85：可比公司估值

代码	名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE		
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603515.SH	欧普照明	114.60	9.24	8.73	9.39	10.13	13.06	12.14	11.26
000541.SZ	佛山照明	82.53	2.90	3.68	4.18	4.83	25.57	22.54	19.48
603899.SH	晨光股份	280.38	15.27	16.28	18.44	20.03	16.98	15.00	13.81
	平均值						18.54	16.56	14.85
603195.SH	公牛集团	913.43	38.70	42.95	47.54	51.92	21.13	19.09	17.48

来源：Wind，国金证券研究所（注 1：数据截至 2025/4/11；注 2：欧普照明、佛山照明、晨光股份盈利预测采用 Wind 一致预期）

七、风险提示

- 市场竞争加剧风险。民用电工领域竞争激烈，若市场竞争显著加剧可能影响公司利润率水平。
- 新业务拓展不及预期风险。公司积极拓展的新能源、无主灯及海外市场等新兴业务具有重要战略意义，但目前仍存在较大不确定性，若未来发展不及预期可能对业绩造成压力。
- 原材料价格上涨风险。公司核心原材料为铜材、塑料等产品，若原材料价格大幅波动将对公司毛利率造成不利影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	12,385	14,081	15,695	17,113	18,786	20,827	货币资金	4,377	4,612	4,744	5,715	6,670	8,313
增长率		13.7%	11.5%	9.0%	9.8%	10.9%	应收款项	417	300	282	360	386	418
主营业务成本	-7,809	-8,730	-8,914	-9,710	-10,597	-11,764	存货	1,377	1,285	1,421	1,475	1,566	1,695
%销售收入	63.0%	62.0%	56.8%	56.7%	56.4%	56.5%	其他流动资产	7,086	7,363	9,901	10,899	11,963	13,079
毛利	4,576	5,351	6,781	7,403	8,189	9,063	流动资产	13,257	13,560	16,348	18,449	20,586	23,505
%销售收入	37.0%	38.0%	43.2%	43.3%	43.6%	43.5%	%总资产	85.7%	81.4%	82.7%	83.6%	83.2%	83.1%
营业税金及附加	-83	-116	-133	-140	-154	-171	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	1,692	2,466	2,793	3,211	3,710	4,277
销售费用	-560	-800	-1,070	-1,232	-1,296	-1,437	%总资产	10.9%	14.8%	14.1%	14.6%	15.0%	15.1%
%销售收入	4.5%	5.7%	6.8%	7.2%	6.9%	6.9%	无形资产	314	391	358	383	427	479
管理费用	-428	-501	-626	-650	-695	-771	非流动资产	2,217	3,090	3,414	3,612	4,154	4,773
%销售收入	3.5%	3.6%	4.0%	3.8%	3.7%	3.7%	%总资产	14.3%	18.6%	17.3%	16.4%	16.8%	16.9%
研发费用	-471	-588	-673	-736	-808	-896	资产总计	15,474	16,650	19,762	22,061	24,740	28,278
%销售收入	3.8%	4.2%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	短期借款	1,174	854	995	844	340	340
息税前利润 (EBIT)	3,035	3,346	4,278	4,645	5,236	5,789	应付款项	2,135	2,090	2,762	2,638	2,847	3,128
%销售收入	24.5%	23.8%	27.3%	27.1%	27.9%	27.8%	其他流动负债	1,307	1,141	1,313	1,309	1,436	1,586
财务费用	88	108	109	57	81	109	流动负债	4,617	4,086	5,070	4,791	4,624	5,054
%销售收入	-0.7%	-0.8%	-0.7%	-0.3%	-0.4%	-0.5%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-41	-42	-124	-20	-20	-20	其他长期负债	101	149	232	72	71	70
公允价值变动收益	0	0	18	0	0	0	负债	4,718	4,235	5,302	4,863	4,695	5,124
投资收益	190	272	199	350	280	220	普通股股东权益	10,756	12,399	14,446	17,189	20,041	23,156
%税前利润	5.7%	7.2%	4.4%	6.9%	5.0%	3.6%	其中：股本	601	601	892	892	892	892
营业利润	3,651	3,814	4,727	5,147	5,692	6,213	未分配利润	6,011	7,757	9,384	11,961	14,813	17,928
营业利润率	29.5%	27.1%	30.1%	30.1%	30.3%	29.8%	少数股东权益	0	16	14	9	4	-3
营业外收支	-326	-60	-191	-40	-40	-40	负债股东权益合计	15,474	16,650	19,762	22,061	24,740	28,278
税前利润	3,325	3,754	4,536	5,107	5,652	6,173	比率分析						
利润率	26.8%	26.7%	28.9%	29.8%	30.1%	29.6%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税	-545	-569	-672	-817	-904	-988	每股指标						
所得税率	16.4%	15.2%	14.8%	16.0%	16.0%	16.0%	每股收益	4.625	5.305	4.341	3.324	3.679	4.018
净利润	2,780	3,185	3,864	4,290	4,748	5,186	每股净资产	17.891	20.628	16.203	13.302	15.510	17.920
少数股东损益	0	-3	-6	-5	-6	-7	每股经营现金净流	5.014	5.087	5.415	4.667	5.719	6.415
归属于母公司的净利润	2,780	3,189	3,870	4,295	4,754	5,192	每股股利	2.400	3.300	3.100	1.927	2.133	2.329
净利率	22.4%	22.6%	24.7%	25.1%	25.3%	24.9%	回报率						
							净资产收益率	25.85%	25.72%	26.79%	24.99%	23.72%	22.42%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	17.97%	19.15%	19.58%	19.47%	19.21%	18.36%
							投入资本收益率	21.18%	21.31%	23.47%	21.62%	21.57%	20.70%
							增长率						
净利润	2,780	3,185	3,864	4,290	4,748	5,186	主营业务收入增长率	23.22%	13.70%	11.46%	9.04%	9.77%	10.86%
少数股东损益	0	-3	-6	-5	-6	-7	EBIT 增长率	16.61%	10.26%	27.84%	8.58%	12.73%	10.56%
非现金支出	282	307	407	318	388	471	净利润增长率	20.18%	14.68%	21.37%	10.98%	10.68%	9.22%
非经营收益	-174	-320	-302	-174	-227	-176	总资产增长率	24.41%	7.60%	18.69%	11.63%	12.14%	14.30%
营运资金变动	126	-115	858	-273	189	238	资产管理能力						
经营活动现金净流	3,014	3,058	4,827	4,161	5,098	5,719	应收账款周转天数	5.9	5.8	5.7	5.8	5.7	5.6
资本开支	-453	-1,015	-653	-724	-954	-1,114	存货周转天数	50.6	55.7	55.4	56.0	55.0	54.0
投资	0	-19	0	-1,005	-1,055	-1,105	应付账款周转天数	69.8	69.9	75.8	76.0	75.0	74.0
其他	-1,136	-712	-2,782	350	280	220	固定资产周转天数	44.0	48.1	46.2	47.0	47.7	47.7
投资活动现金净流	-1,589	-1,746	-3,434	-1,379	-1,729	-1,999	偿债能力						
股权募资	59	95	111	166	0	0	净负债/股东权益	-84.91%	-86.24%	-93.25%	-90.75%	-90.37%	-90.08%
债权募资	496	-325	137	-238	-503	0	EBIT 利息保障倍数	-34.5	-31.0	-39.4	-81.8	-64.7	-53.3
其他	-1,256	-1,715	-2,235	-1,737	-1,910	-2,077	资产负债率	30.49%	25.44%	26.83%	22.04%	18.98%	18.12%
筹资活动现金净流	-701	-1,945	-1,987	-1,809	-2,414	-2,077							
现金净流量	723	-627	-593	973	956	1,643							

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	4	9	12	49
增持	0	4	7	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.50	1.44	1.43	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

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

最终评分与平均投资建议对照：

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

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

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

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

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究