

公牛集团(603195)

报告日期: 2023年05月13日

电工绝对龙头超额凸显, 成长动能充沛

——公牛集团深度报告

投资要点

□ 民用电工行业绝对龙头, 未来成长动能充足

公牛集团成立于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研发、生产和销售, 后逐步拓展至LED照明、无主灯、新能源等新领域。公司营收与利润增长稳健, 盈利能力及现金流表现优异。2015-2022年公司收入规模从44.59亿元上升至140.81亿元(CAGR达17.85%); 归母净利润从10.0亿元增长至31.89亿元(CAGR达18.02%)。2021年公司毛利率38%, 净利率22.64%, ROE为25.72%。经营性现金流净额由2015年的10.84亿元上升至2021年的30.58亿元(CAGR达18.59%)。分产品看, 现金牛业务转换器表现稳健, 第二成长曲线智能电工照明业务持续兑现, 无主灯、新能源充电枪/桩等新业务成长潜力深厚, 公司后续增长动能充足。

□ 核心优势: 极致的研发、供应链和渠道管理能力

产品力: (1) 研发推新能力突出。公牛转换器产品凭借强大的研发团队以及长期研发投入积累的技术优势, 在面对小米竞争时仅耗时4个月便推出了小米对标产品。墙开产品推新迭代速度快, SKU更齐全, 从而给予消费者更多选择空间满足个性化需求。(2) 性价比优势突出。公牛依托自身规模及供应链优势, 转换器业务出厂价及出厂成本均显著低于竞品小米。墙开业务则凭借高零部件自制率、生产自动化、原材料采购协同、规模优势, 推动公牛装饰性开关拥有极致性价比。**渠道力:** (1) 创新性引入“配送访销”实现对约75万家五金网点、12万家装饰网点、25万家数码网点的覆盖, 形成难以复制的渠道网络优势。(2) 充分让利, 经销商及网点粘性积极性强。(3) 对渠道管理精细化, 并充分赋能支持经销商展业。

□ 转换器&墙开: 优势现金牛业务, 份额绝对领先

转换器: 初期致力于解决业内产品低质量且不安全痛点, 产品思路偏实用主义, 将“公牛插座等于安全用电”的品牌形象植入人心。2015年与小米竞争启发公司对用户需求重新思考, 产品思路向功能化升级。我们测算当前公牛转换器对应终端市场份额超50%, 为我国转换器行业绝对龙头。后续依托工商业客户开拓及产品结构持续升级, 助力公牛转换器业务稳健增长。**墙开:** 凭借与转换器在技术路径和原材料采购方面的协同优势, 公牛于2007切入墙开业务, 产品差异化定位“装饰性开关”, 引领我国开关行业进入“个性化”时代。从行业规模来看, 2021年我国墙开市场规模约240.88亿元, 空间大于转换器。根据观研天下数据2019年公牛墙开市场份额达22%, 位居行业首位, 第二增长曲线已初步呈现。

□ LED照明: 渠道综合化助推增长, 无主灯或为突围利器

公牛于2014年紧抓LED光源替换需求切入照明领域, 后续随着家用LED替换高峰已过基础光源开发工商业客户, 并加速灯饰产品的开拓, 目前公牛灯饰产品矩阵已日益完善, 可充分满足消费者个性化需求。渠道端公司积极推动装饰网点综合化及专卖化升级, 通过与墙开、智能家居、生活电器等品类融合销售带动公司照明业务快速放量, 市场份额稳步提升。同时我们看好无主灯业务成为公司照明业务向上突围利器。行业层面无主灯当前市场规模超百亿且增速迅猛。产品层面偏标品, 公牛可充分发挥其规模生产能力, 构建产品性价比优势。渠道分散且对设计师依赖度高, 而公牛擅长管理分散终端。看好公牛无主灯业务在沐光及公牛双品牌驱动下快速放量。

□ 新能源充电枪/桩: 空间广阔, 潜力十足

我国新能源充电设备行业规模宽广且成长迅速, 2017-2022年我国充电桩行业规模由72亿元大幅增长至809.6亿元, CAGR高达62.3%。并且受新能源汽车渗透率提升、车桩比下滑、叠加政策催化, 预计未来我国新能源充电设备成长动力充

投资评级: 买入(首次)

分析师: 史凡可
 执业证书号: S1230520080008
 shifanke@stocke.com.cn

分析师: 马莉
 执业证书号: S1230520070002
 mali@stocke.com.cn

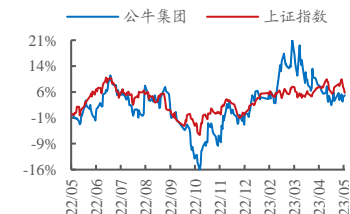
分析师: 傅嘉成
 执业证书号: S1230521090001
 fujiacheng@stocke.com.cn

研究助理: 褚远熙
 chuyuanxi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥150.61
总市值(百万元)	90,528.30
总股本(百万股)	601.08

股票走势图



相关报告

足。凭借新能源充电设备产品在品牌认知、技术、供应链等方面与公司优势业务协同，以及行业格局及终端网点分散利于公牛发挥其渠道管理优势，公牛于2021年切入新能源充电枪/桩领域，并已初步完成产品矩阵搭建。目前公牛充电枪/桩于线上渠道份额领先，线下渠道C端及B端并举，推动收入增长迅速。我们测算至2030年我国新能源充电设备行业规模有望达到3948亿元，其中若公牛新能源充电枪/桩市场份额达到3.5%，对应营业收入约为138.2亿元，有望为公司收入增长带来巨大动能。

□ 盈利预测与估值

公司民用电工绝对龙头，现金牛业务转换器表现稳健，第二成长曲线墙开持续兑现，LED照明、无主灯、新能源充电枪/桩等业务后续增长潜力深厚，公司长期成长动能充足。我们预计公司2023-2025年收入分别实现164.44/189.61/217.81亿元，同比增长16.78%/15.30%/14.88%；归母净利润37.43/43.33/50.23亿元，同比增长17.38%/15.77%/15.94%。对应当前市值PE分别为24/21/18X，首次覆盖，给予“买入”评级。

□ 风险提示

正房地产行业疲弱、原材料价格大幅波动、新业务拓展不及预期

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	14,081	16,444.03	18,960.63	21,781.38
(+/-) (%)	13.70%	16.78%	15.30%	14.88%
归母净利润	3,189	3,742.70	4,332.79	5,023.26
(+/-) (%)	14.68%	17.38%	15.77%	15.94%
每股收益(元)	5.30	6.23	7.21	8.36
P/E	28.39	24.19	20.89	18.02

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 民用电工行业龙头，未来成长动能充足	6
1.1 民用电工龙头，经营质量优异	6
1.2 公司股权结构集中，管理团队经验丰富	9
2 核心优势：极致的研发、供应链和渠道管理能力	12
2.1 产品力：研发推新、产品矩阵、性价比均领先行业	12
2.2 渠道力：充分让利+精细化管理挖深渠道端护城河	15
2.3 品牌力：店招抢占心智，“公牛=安全用电”形象深入人心	18
3 转换器&墙开：优势现金牛业务，份额绝对领先	19
3.1 转换器：由专注质量向功能化持续升级	19
3.2 墙开：差异化定位装饰性开关，引领行业进入个性化时代	21
4 LED照明：渠道综合化助推公牛照明业务成长提速	22
4.1 基础光源：把握LED光源替换需求切入	22
4.2 渠道综合化及专卖化为公司照明业务快速增长主要动能	24
5 无主灯：产品契合公牛基因，无主灯或为突围利器	28
5.1 智能照明赛道潜力深厚，无主灯行业空间宽广	28
6 新能源充电枪/充电桩：空间广阔，潜力十足	32
6.1 我国新能源充电设备行业星辰大海，规模快速扩容	32
6.2 消费者认知及供应链与转换器协同，产品及渠道日益完善	35
7 投资建议&盈利预测	39
7.1 核心假设	39
7.2 投资建议	40
8 风险提示	41

图表目录

图 1: 公司分产品营业收入及同比增速 (百万元)	7
图 2: 公司分产品营业收入及同比增速 (百万元)	7
图 3: 公牛集团渠道结构一览	8
图 4: 公牛集团公司发展历程	9
图 5: 公牛集团股权结构 (截至 2023Q1)	10
图 6: 公牛集团组织架构一览	10
图 7: 公牛转换器研发费用率与小米对比	12
图 8: 公牛墙开研发费用率与正泰、欧普、罗格朗对比	12
图 9: 公司转换器研发投入与小米 (动力未来) 对比 (百万元)	12
图 10: 公牛墙开产品研发费用投入及同比增速	12
图 11: 公牛墙开产品系列数量与竞争对手对比 (个)	13
图 12: 公牛墙开产品 SKU 数量与竞争对手对比	13
图 13: 公牛 VS.小米转换器业务收入及毛利率对比 (亿元)	13
图 14: 公牛与小米转换器单位出厂价及单位成本对比 (元/件)	13
图 15: 公牛墙壁开关插座&转换器零部件自制率	14
图 16: 公牛数字化工厂助力效率提升	14
图 17: 公牛募投项目进一步扩充产能扩大规模优势	14
图 18: 公牛主要原材料采购价与市场均价对比 (元/kg 或元/个)	14
图 19: 公牛直接材料成本结构 (2019H1)	14
图 20: 公司销售人员数量及人均创收变化	14
图 21: 公牛渠道体系发展历程	15
图 22: 公牛终端网点数量与竞争对手对比 (万个)	15
图 23: 公牛渠道端协同示意图	16
图 24: 公牛转换器渠道价值量分配	17
图 25: 公牛墙开产品渠道价值量分配	17
图 26: 按合作年限分类公牛经销商数量及毛利率 (家)	17
图 27: 公牛经销商数量变动情况 (家)	18
图 28: 公牛经销商汰换率情况	18
图 29: 公牛店头招牌和店内展示情况	19
图 30: 公牛销售费用率与竞争对手对比	19
图 31: 公牛转换器注重产品质量及安全性	19
图 32: 公牛转换器产品升级历程图	20
图 33: 2015-2021 年我国转换器行业市场规模及增速 (亿元)	20
图 34: 2015-2021 年我国插排行业分应用规模拆分 (亿元)	20
图 35: 2015-2021 年我国插排产品销售均价 (元/个)	21
图 36: 我国转换器行业竞争格局 (2021 年)	21
图 37: 公牛墙壁开关产品推新历程	21
图 38: 2016-2021 年我国墙壁开关插座市场规模 (亿元)	22
图 39: 2019 年我国墙壁开关插座行业竞争格局	22
图 40: 2016-2021 年公牛 LED 照明业务营业收入变动 (亿元)	23
图 41: 公司 LED 照明业务产品结构变化	23
图 42: 公司 LED 照明业务产品结构变化	24

图 43: 公牛董事长阮立平视察武汉品牌形象店	25
图 44: 公牛武汉 0 号店品牌专卖区	25
图 45: 公牛 0 号店将陈列货架统一标准化	25
图 46: 公牛装饰渠道店中店示意图	27
图 47: 公牛综合店内区域规划示意图	27
图 48: 我国智能家居行业规模及同比增速 (亿元)	28
图 49: 智能家居产品中国用户需求度统计	28
图 50: 中国智能照明市场规模及同比增速 (亿元)	28
图 51: 2021H1VS.2022H1 客厅空间灯光类型分布对比	29
图 52: 2021H1VS.2022H1 各户型面积下客厅无主灯占比变化	29
图 53: 2021 年各细分场景重点产品销售量及增长率	30
图 54: 公牛无主灯产品	31
图 55: 沐光无主灯产品	31
图 56: 2012-2021 年我国新能源汽车销售量 (万辆)	33
图 57: 2017-2022 年我国新能源充电桩行业规模 (亿元)	33
图 58: 2017-2022 年我国新能源汽车渗透率变化趋势	33
图 59: 2017-2022 年我国新能源车桩比变化趋势	33
图 60: 2022 年公共充电桩中直流、交流充电桩占比	35
图 61: 私有充电桩增速较快	35
图 62: 新能源充电桩/枪基本实现低功率到大功率产品全覆盖	37
图 63: 公牛荣获天猫平台 2022 年便携式充电枪热销榜冠军	38
图 64: 公牛集团新能源充电枪/桩业务渠道模式	38
表 1: 公牛集团财务报表概览	6
表 2: 公牛集团业务拆分 (百万元)	7
表 3: 公司员工持股计划及股权激励计划情况	10
表 4: 公牛集团高级管理人员简介	11
表 5: 公牛对经销商考核管理内容简介	18
表 6: 2016-2021 年我国墙壁开关插座市场公牛份额测算 (亿元)	22
表 7: 公牛 LED 照明产品价格与欧普照明产品价格对比 (元)	26
表 8: 装饰网店综合化对客单价提升测算	26
表 9: 公牛“1 号店”开店要求	27
表 10: 2022-2030E 我国无主灯行业规模测算 (亿元)	32
表 11: 我国新能源汽车充电基础设施相关政策一览	34
表 12: 直流、交流充电桩性能对比	35
表 13: 公牛新能源充电桩与竞品产品对比	36
表 14: 公牛新能源充电枪与竞品产品对比	36
表 15: 新能源充电设备行业规模及对应公牛营业收入规模测算	39
表 16: 公牛集团收入驱动因素拆分 (百万元)	40
表 17: 可比公司估值对比	41
表附录: 三大报表预测值	42

1 民用电工行业龙头，未来成长动能充足

1.1 民用电工龙头，经营质量优异

公牛集团成立于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研发、生产和销售，后逐步拓展至LED照明、无主灯、新能源充电枪/桩等新领域。

营收及利润成长稳健：2015-2022年公司收入规模从44.59亿元上升至140.81亿元（CAGR达17.85%）；归母净利润从10.0亿元增长至31.89亿元（CAGR达18.02%）。

盈利能力优异：公司毛利率波动较大主要受新国标推出致使模具等成本支出提高及原材料价格大幅上涨等因素影响。22年末公司毛利率为38%。期间费用持续优化推动净利率稳中有升。截至22年末，公司毛利率38%，净利率22.64%，ROE为25.72%，盈利能力优异。

经营现金流充裕：经营性现金流净额由2015年的10.84亿元上升至2021年的30.58亿元（CAGR达18.59%）。公司经营现金流/净利润比率仅17和22年小于1，经营质量优秀。

表1：公牛集团财务报表概览

单位：百万元	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
营业收入	4458.91	5366.48	7240.07	9065.00	10040.44	10051.13	12384.92	14081.37
YOY		20.4%	34.9%	25.2%	10.8%	0.1%	23.2%	13.7%
归母净利润	999.74	1407.45	1285.43	1676.86	2303.72	2313.43	2780.36	3188.62
YOY		40.8%	-8.7%	30.5%	37.4%	0.4%	20.2%	14.7%
扣非归母净利润	858.81	1213.71	1201.31	1555.74	2223.57	2221.82	2632.48	2904.15
YOY		41.3%	-1.0%	29.5%	42.9%	-0.1%	18.5%	10.3%
毛利率	41.61%	45.17%	37.74%	36.63%	41.41%	40.12%	36.95%	38.00%
期间费用率	17.42%	15.17%	18.40%	15.93%	14.75%	13.07%	11.07%	12.65%
销售费用率	10.23%	8.25%	9.39%	8.24%	7.23%	5.15%	4.52%	5.68%
管理费用率	3.94%	3.60%	4.96%	3.77%	3.78%	4.29%	3.45%	3.56%
研发费用率	3.39%	3.35%	3.96%	3.87%	3.92%	3.99%	3.80%	4.18%
财务费用率	-0.14%	-0.02%	0.08%	0.06%	-0.17%	-0.36%	-0.71%	-0.77%
归母净利率	22.42%	26.23%	17.75%	18.50%	22.94%	23.02%	22.45%	22.64%
存货周转天数	53.91	52.05	56.85	55.59	54.80	52.86	49.91	54.89
较上年同期增减		-1.85	4.79	-1.26	-0.79	-1.94	-2.95	4.98
应收账款周转天数	7.12	5.52	4.87	6.57	7.32	6.83	5.86	5.70
较上年同期增减		-1.60	-0.64	1.70	0.75	-0.50	-1.67	-0.16
应付账款周转天数	80.36	90.41	87.47	80.42	74.58	73.28	68.87	68.98
较上年同期增减		10.05	-2.94	-7.05	-5.85	-1.30	-12.60	0.11
预收账款（合同负债）	118.13	198.71	170.50	124.70	130.03	333.74	438.00	431.65
较上年同期增减		80.58	-28.21	-45.81	5.34	203.71	104.26	-6.35
经营性现金流净额	1083.74	1779.24	1163.79	1910.16	2297.33	3437.20	3014.33	3057.91
较上年同期增减		0.64	-0.35	0.64	0.20	0.50	-0.12	43.59
资本开支	240.74	363.13	413.87	485.27	448.61	418.94	475.38	1018.82
较上年同期增减		122.39	50.74	71.40	-36.66	-29.67	56.44	543.45
ROE	61.43%	57.49%	81.84%	51.63%	41.50%	25.32%	25.85%	25.72%
YOY (±)		-3.95%	24.35%	-30.20%	-10.14%	-16.18%	0.53%	-0.13%
资产周转率	1.66	1.63	1.84	1.99	1.60	1.01	0.89	0.88
YOY (±)		-0.04	0.21	0.15	-0.39	-0.58	-0.13	-0.01
期间最高PE						58.88	72.30	34.47
期间最低PE						22.10	31.14	24.51

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表2: 公牛集团业务拆分(百万元)

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
营业收入	5366.48	7240.07	9065.00	10040.44	10051.13	12384.92	14081.37
yoy		34.91%	25.21%	10.76%	0.11%	23.22%	13.70%
归母净利润	1407.45	1285.43	1676.86	2303.72	2313.43	2780.36	3188.62
yoy		-8.67%	30.45%	37.38%	0.42%	20.18%	14.68%
电连接(转换器、电工胶带、线盘、耦合器、数码配件)							
营业收入	3319.46	4178.42	5124.37	5408.50	5873.14	6765.23	7050.72
yoy		25.88%	22.64%	5.54%	4.80%	15.19%	4.22%
占比	62%	58%	57%	54%	58%	55%	50%
毛利率	44.82%	32.91%	32.68%	37.40%	39.13%	32.64%	34.25%
其中:转换器							
营业收入	3311.95	4037.47	4847.4	5052.91			
yoy		5.76%	21.91%	20.06%	4.24%		
占比	62%	56%	53%	50%			
毛利率	44.86%	33.37%	33.26%	38.29%			
净利率				23.63%			
净利润				1194.12			
其中:数码配件							
营业收入	7.51	140.95	276.97	355.59	324.30	272.07	
yoy		1776.8%	96.5%	28.4%	-8.8%	-16.1%	
占比	0.14%	1.95%	3.06%	3.54%	3.23%	2.20%	
毛利率	26.51%	19.84%	22.53%	24.70%	22.37%	27.00%	
净利率				12.80%			
净利润				45.52			
新能源业务(新能源充电枪/桩、便携式储能等)							
营业收入						21	153
yoy							638.62%
占比						0.31%	1.08%
毛利率						27.41%	32.34%
智能电工照明(墙开、LED照明、断路器、浴霸、智能门锁、智能晾衣机、智能窗帘机等)							
营业收入					4055	5551	6849
yoy					-8.33%	36.90%	23.39%
占比					40.34%	44.82%	48.64%
毛利率					43.15%	42.02%	41.93%
其中:墙壁开关插座							
营业收入	1605.52	2321.84	2796.88	3208.60	2952.23	3824.62	
yoy	45.70%	44.62%	20.46%	14.72%	-7.99%	29.55%	
占比	30%	32%	31%	32%	29%	31%	
毛利率	49.94%	49.00%	46.74%	51.65%			
净利率				27.94%	31.04%	33.76%	
净利润				896.48	916.37	1291.19	
其中:LED照明							
营业收入	157.30	415.57	740.58	983.61	769.77	1066.37	
yoy	314.93%	164.19%	78.21%	32.82%	-21.74%	38.53%	
占比	3%	6%	8%	10%	8%	9%	
毛利率	28.51%	29.40%	29.31%	35.06%			
净利率				17.04%			
净利润				167.61			

资料来源:公司公告,浙商证券研究所

图1: 公司分产品营业收入及同比增速(百万元)

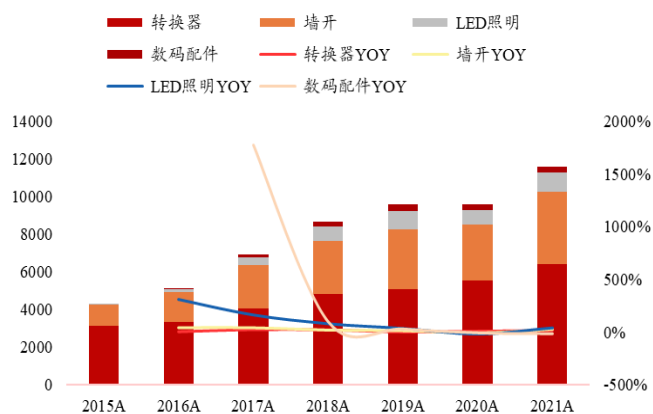
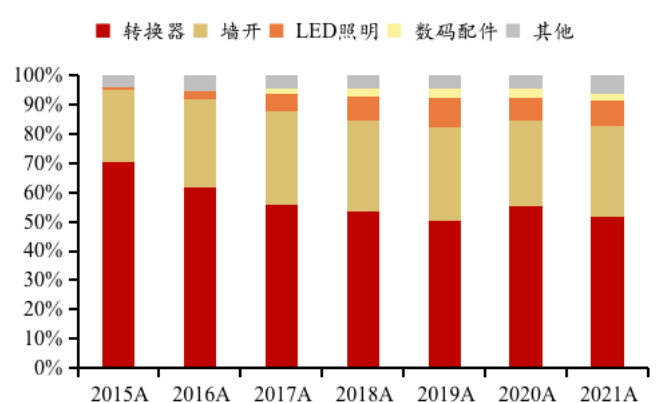


图2: 公司分产品营业收入及同比增速(百万元)

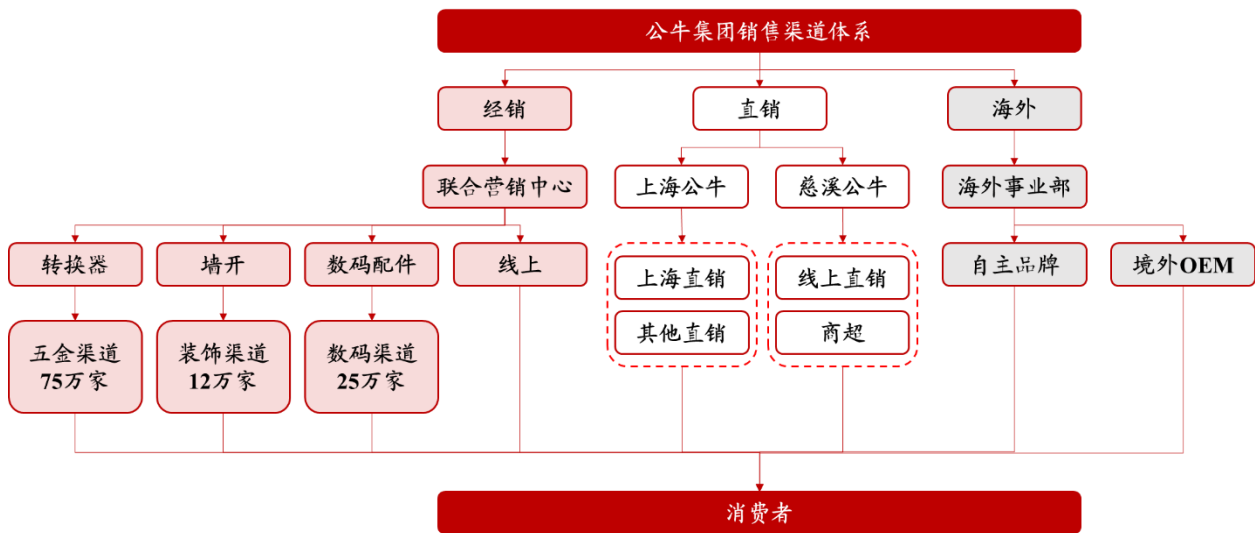


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司已建立覆盖线下线上全渠道覆盖的销售模式，其中线下销售以经销为主，直销为辅。根据公司招股书数据，截至 2019H1 公司经销/直销/外销占比分别为 86.41%/ 11.99%/ 1.59%。公司经销渠道扁平化，网点覆盖密集度高。公司采用一层经销体系，通过五金/装饰/数码渠道覆盖终端网点合计约 110 万家。

图3：公牛集团渠道结构一览



资料来源：公司招股说明书，公司公告，浙商证券研究所

回顾公牛集团发展历程，我们认为可分为以下三个阶段：

(1) 1995-2007 年：专注转换器主营，定位高品质安全插座。(2) 2007-2014 年：聚焦墙开第二主业开发，主打装饰性开关。(3) 2014 年至今：品类加速延展，同时产品向智能化、功能化升级，具体表现为：

(1) 扩品类节奏加快。2014 年切入照明业务；2016 年切入数码配件业务；2021 年切入新能源业务；2022 年切入智能无主灯业务。

(2) 拥抱智能化、数字化。受小米 USB 插座启发，公牛产品思路由实用主义向功能化及智能化升级。成立数码配件事业部，定位为学习窗口，为公司产品及智能化管理等方面提供赋能。公司成立公牛业务体系办公室（BBSO）负责构建集团 BBS 目标体系、规则体系、方法论案例体系，助力公司业务持续创新增长和降本增效。

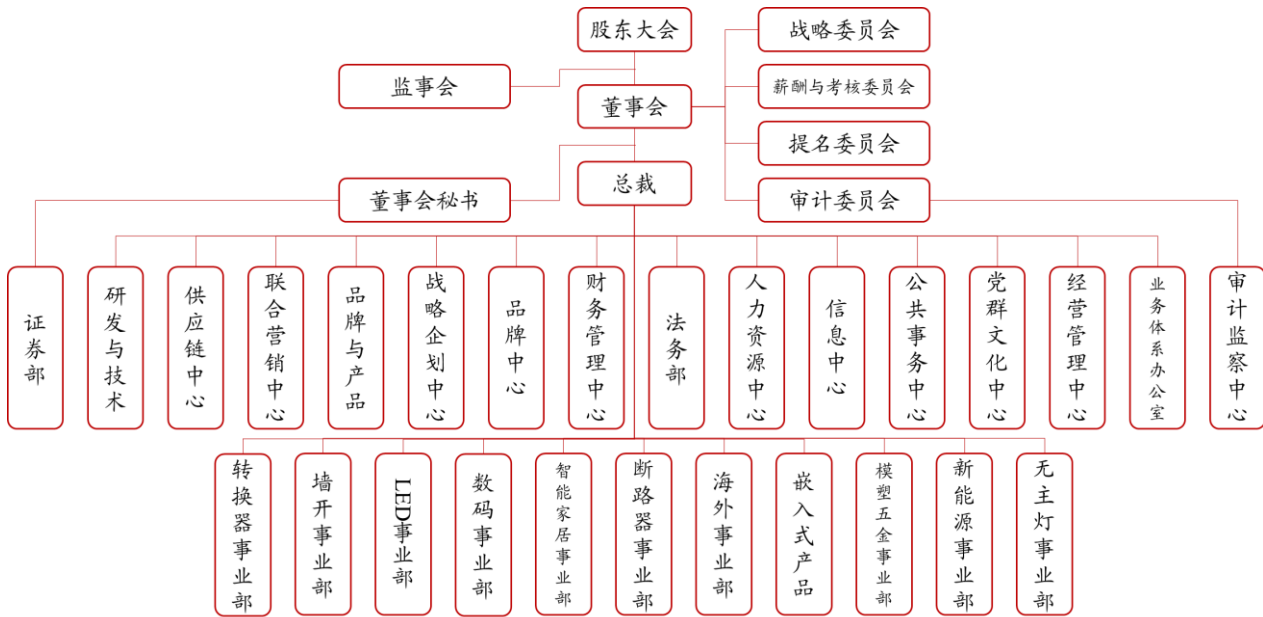
图4: 公牛集团公司发展历程



资料来源: 公司官网, 公司公告, 浙商证券研究所

1.2 公司股权结构集中, 管理团队经验丰富

公司股权高度集中。公司实控人阮立平、阮学平通过良机实业及直接持股方式, 合计持有公司股份 86.1%, 股权高度集中。**各子公司分工明确。**公牛全资子公司包括宁波公牛、班门电器、公牛光电、公牛数码、公牛精密制造、公牛新能源等, 分别负责公司墙开、海外 OEM、LED 照明、数码配件、五金配件、新能源充电枪/桩等的生产销售工作。



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

公司高管团队经验丰富。公司董事长阮立平先生曾任水电部杭州机械研究所工程师，奠定了公司产品追求质量和安全性的基础；多位副总裁履历美的集团、奥克斯集团、TCL等电器企业，行业经验丰富。

表4：公牛集团高级管理人员简介

姓名	职务	简历
阮立平	董事长、总裁	曾任水电部杭州机械研究所工程师，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。
阮学平	副董事长	曾任慈溪公牛生产经理，公牛集团有限公司副董事长。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。
蔡映峰	董事、副总裁	教授级高级工程师。曾任电力部杭州机械设计研究所重机室主任工程师，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。
曹伟	董事	曾任波士顿咨询公司咨询师，美国华平投资集团执行董事。现任高瓴资本集团合伙人，公牛集团董事。
刘圣松	董事、董事会秘书、副总裁	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。现任公牛集团董事，副总裁，董事会秘书。
周正华	董事、副总裁、墙开事业部经理	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。
李国强	副总裁	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，现任公牛集团副总裁。
张丽娜	副总裁、财务总监	曾任中国电信股份有限公司慈溪分公司财务主任，宜昌耀牛商贸有限公司监事，公牛集团有限公司财务经理，财务总监。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2 核心优势：极致的研发、供应链和渠道管理能力

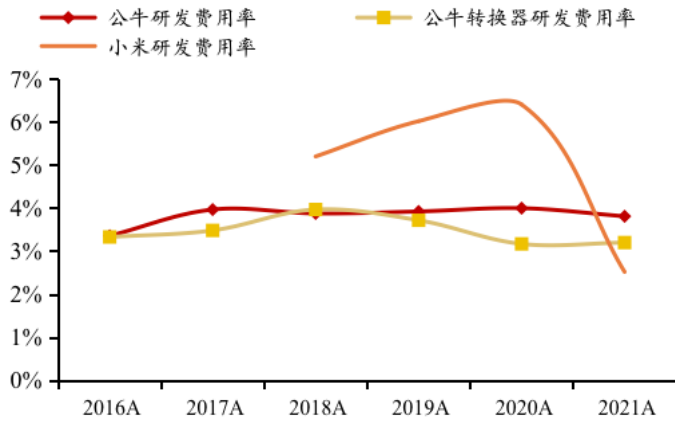
2.1 产品力：研发推新、产品矩阵、性价比均领先行业

公牛重视产品研发投入，在推新节奏和产品力方面均优于竞争对手。

(1) **转换器业务**：对研发长期投入，帮助公司面对竞争仍从容。根据 36 氪数据小米于 2015 年 3 月推出行业内收款配有 USB 接口的插线板产品，研发耗时约 15 个月。公牛则凭借强大的研发团队以及长期研发投入积累的技术优势，仅耗时 4 个月便推出了性价比更高的对标产品。

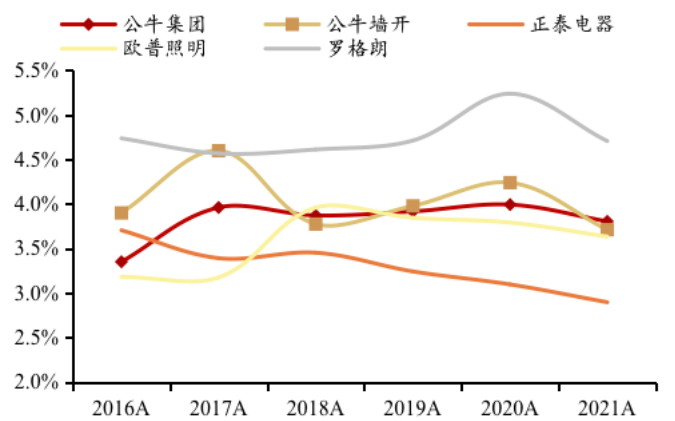
(2) **墙开业务**：公牛墙开产品推新迭代速度快，SKU 更齐全。公牛产品线的开发速度明显高于竞品，且每 2 元的价差就对应不同型号的墙开产品，消费者选择空间大，也使得公牛终端网点间销售的产品型号上有差异，避免自有体系内网点间的恶性竞争。同时，公牛也开发了诸如 6 孔、5 孔等其他品牌鲜有的墙开产品，充分满足消费者的个性化需求。其他竞品品牌产品开发速度慢且网点少，在曝光率等方面处于明显劣势。

图7：公牛转换器研发费用率与小米对比



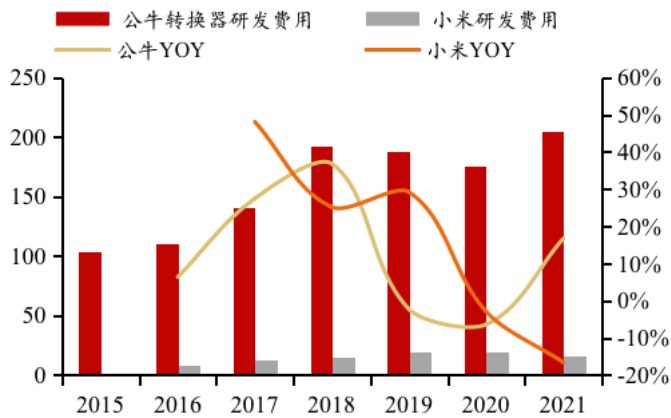
资料来源：公司招股说明书，公司公告，动力未来招股说明书，浙商证券研究所

图8：公牛墙开研发费用率与正泰、欧普、罗格朗对比



资料来源：Wind，公司招股说明书，公司公告，浙商证券研究所

图9：公司转换器研发投入与小米（动力未来）对比（百万元）



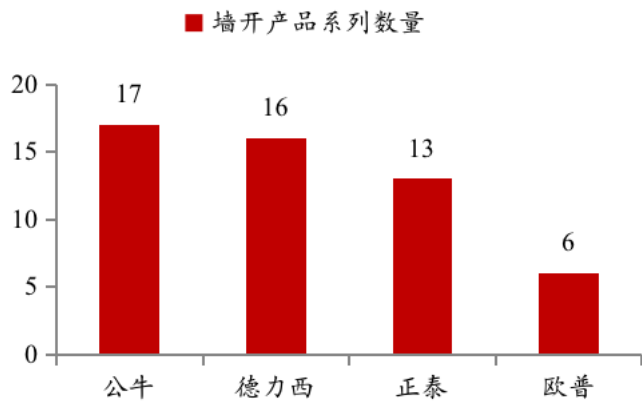
资料来源：公司公告，动力未来公司公告，浙商证券研究所

图10：公牛墙开产品研发费用投入及同比增速



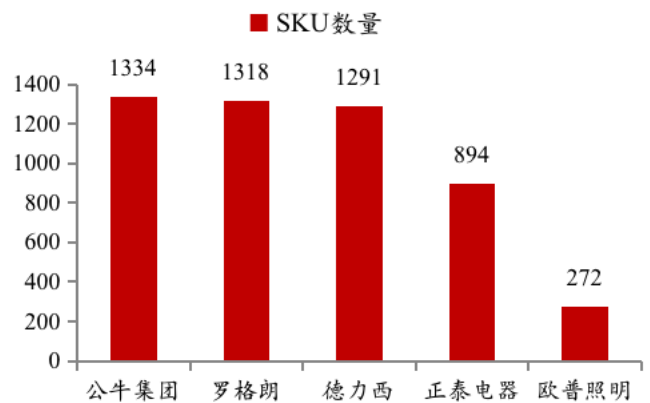
资料来源：公司招股说明书，公司公告，浙商证券研究所

图11: 公牛墙开产品系列数量与竞争对手对比(个)



资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 动力未来招股说明书, 浙商证券研究所

图12: 公牛墙开产品SKU数量与竞争对手对比

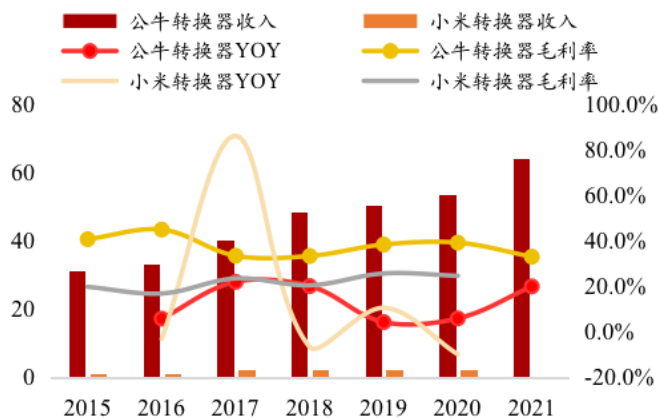


资料来源: Wind, 公司招股说明书, 公司公告, 浙商证券研究所

公牛依托自身供应链能力和规模优势, 使得产品具有极致性价比, 从而将原本定价高端的小众产品价格拉低至大众消费者可以接受的价格带, 获得更大的市场。

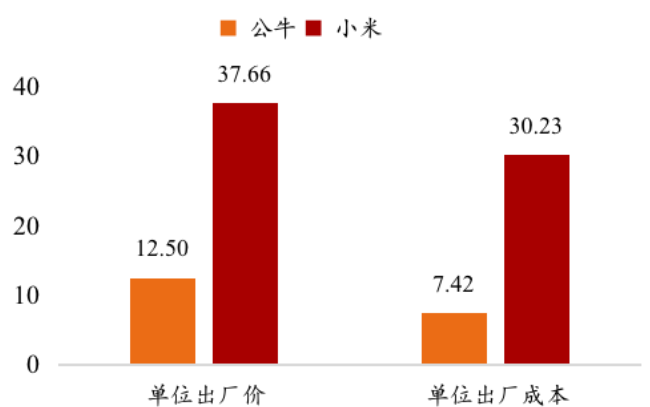
(1) **转换器业务:** 依托规模优势, 公牛转换器产品毛利率长期高于小米(动力未来)。同时, 我们测算小米转换器单位出厂价及出厂成本分别为 37.66/30.23 元/件, 对应公牛为 12.50/7.42 元/件, 均显著低于小米。因此公牛得以在维持高毛利率的同时有更多的利润空间分配给渠道环节, 构建渠道优势。

图13: 公牛 VS.小米转换器业务收入及毛利率对比(亿元)



资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 动力未来招股说明书, 浙商证券研究所

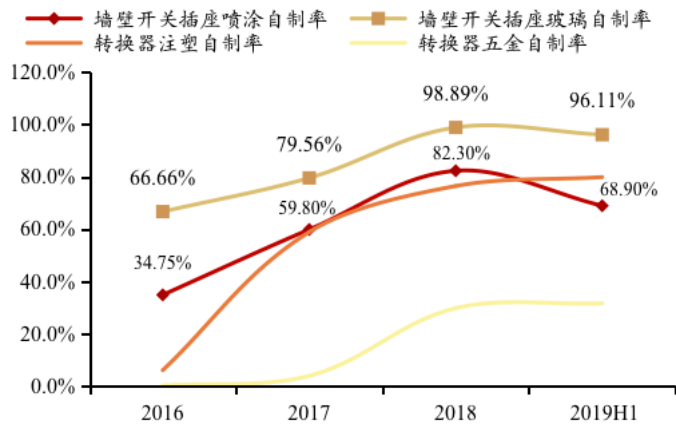
图14: 公牛与小米转换器单位出厂价及单位成本对比(元/件)



资料来源: 公司招股说明书, 动力未来招股说明书, 浙商证券研究所

(2) **墙开业务:** 公牛装饰性开关性价比高。公牛装饰性开关价格对比合资/外资品牌产品性价比优势突出, 价格带基本和次一级的产品价格带接近。性价比来源于公牛强大的**自动化生产及规模优势**。公司墙开在生产及运营端规模优势显著, 为公司得以制定具有竞争力的价格政策的能力来源: (1) 持续推进零部件自制率及生产自动化。截至2019H1公司墙开插座喷涂/插座玻璃自制率已分别达 96.11%/68.90%。同时截至2021年末公司墙开工厂自动化产能占比进一步提升, 人工效率提升 23.6%, 人均产值提升 28%, 同时墙开工厂已初步完成多系统协同的智慧交付体系, 整单交付率提升 60%, 库存呆滞率降低 94%。(2) 墙壁开关插座原材料同样为塑料、铜等, 与转换器具有原材料采购协同, 公司依托大规模采购优势实际采购价格低于市场价格。(3) 随着公司墙开收入规模的快速增长, 以及代理商的持续增多, 也使得公司营销人员编制得以有所缩减, 带动销售端人效提升。

图15: 公牛墙壁开关插座&转换器零部件自制率



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

图16: 公牛数字化工厂助力效率提升



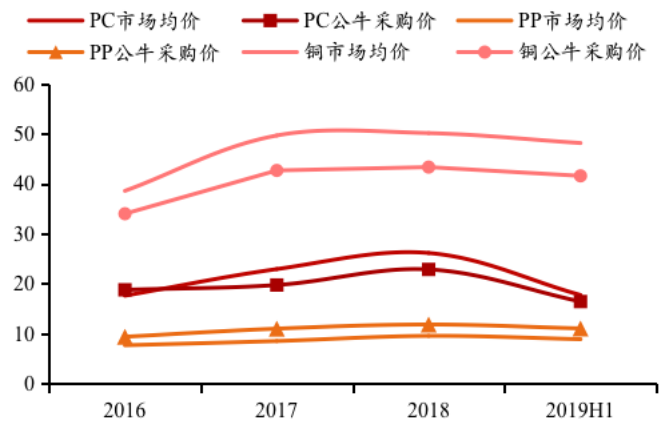
资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图17: 公牛募投项目进一步扩充产能扩大规模优势

项目名称	项目总投资(亿元)	募投金额(亿元)	项目地址
年产4.1亿套墙壁开关插座生产基地建设项目	12.05	7.55	浙江省宁波市慈溪市
年产4亿套转换器自动化升级建设项目	9.99	5.89	浙江省宁波市慈溪市
年产1.8亿套LED灯生产基地建设项目	7.44	4.44	浙江省宁波市慈溪市
研发中心及总部基地建设项目	7.08	7.08	浙江省宁波市慈溪市
信息化建设项目	2.40	1.60	-
渠道终端建设及品牌推广项目	9.91	8.47	-

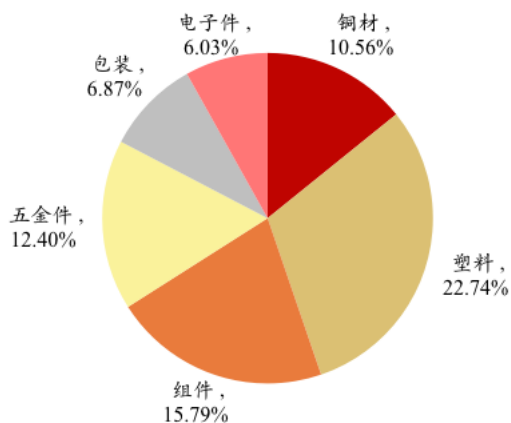
资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

图18: 公牛主要原材料采购价与市场均价对比(元/kg或元/个)



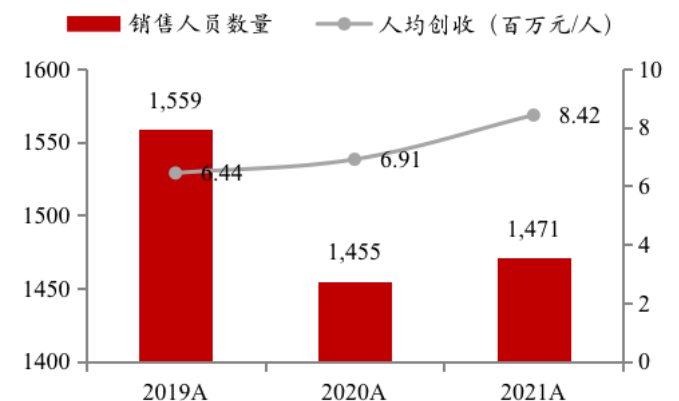
资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 浙商证券研究所

图19: 公牛直接材料成本结构(2019H1)



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

图20: 公司销售人员数量及人均创收变化



资料来源: Wind, 公司招股说明书, 公司公告, 浙商证券研究所

2.2 渠道力：充分让利+精细化管理挖深渠道端护城河

公牛通过三次创新性的渠道体系升级，实现对约 75 万家五金网点、12 万家装饰网点、25 万家数码网点的覆盖及精细化管理，形成难以复制的渠道网络优势。

2005 年：由坐商变行商。公牛创新地将快消品渠道思路引入民用电工行业，配备人员和车辆主动拜访终端，公牛渠道拓展开始由坐商向行商转变，推动公牛覆盖网点数量快速扩张。

2008 年：推动渠道结构扁平化。2008 年起，公牛扁平化经销体系，取消省级代理商并在地级市选取资金及资源出色的作为市级经销商，统一终端价格及营销策略，增强对终端把控，降低对单一经销商依赖的同时进一步让利渠道。

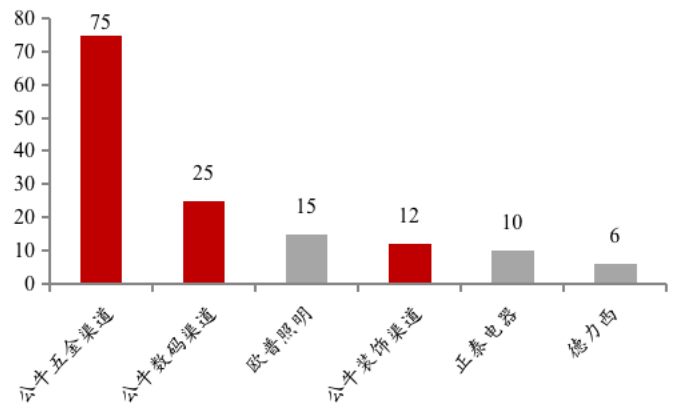
2009 年：推行配送访销，进一步加强对终端网点的管理。要求经销商定期对网点进行拜访，培训网点销售人员，管理网点库存，帮助网点理货，实现对终端网点的精细化管理。要求业务员进店绑定 IP 地址、GPS 定位，从而有效监管物料并掌握拜访路径。

图21：公牛渠道体系发展历程



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图22：公牛终端网点数量与竞争对手对比（万个）



资料来源：公牛、欧普照、正泰电器公司公告，浙商证券研究所

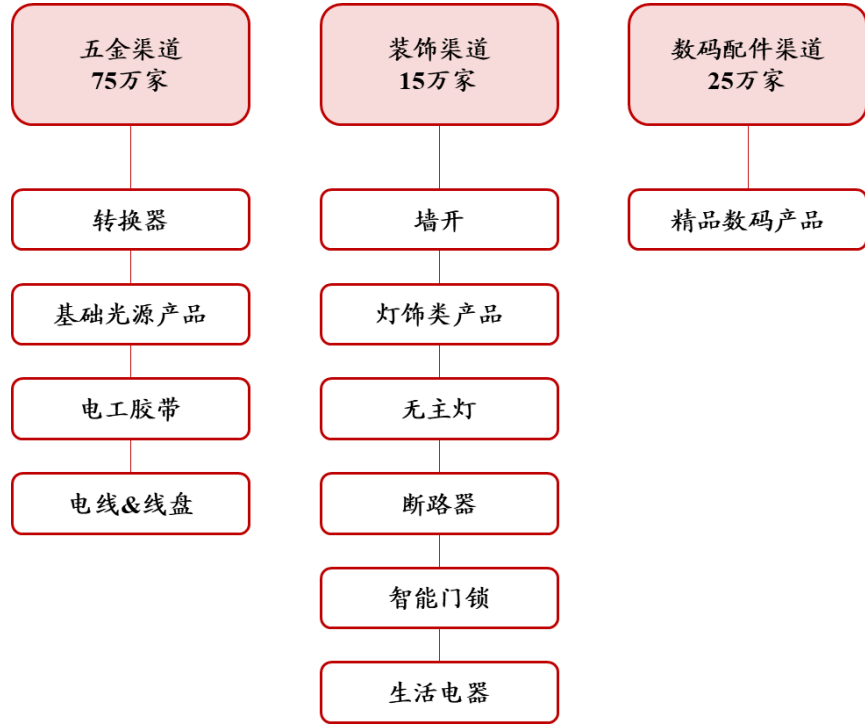
我们认为“配送访销”渠道模式的有效性已通过公司开拓装饰渠道进一步验证。转换器产品更多在五金渠道内售卖，而墙开产品更多在装饰渠道内售卖，二者渠道间协同较弱。公牛通过配送访销+充分让利，将五金渠道思路在装饰渠道复制，快速构建渠道优势。消费者对墙开产品的认知弱，销售非常依赖终端网点的推荐力度。公牛对墙开产品施行强价格管控，充分保证终端网点及经销商利润，因此门店推荐公牛墙开产品力度强。目前公司已开拓销售墙开产品的装饰网点约 12 万个，经销商数量已超 1500 个。

针对墙开行业竞争环境，公司对渠道开拓思路灵活调整。（1）经销商政策变化：为帮助公司快速突破单品类发展的瓶颈，公司于 2015 年调整经销商政策，不再允许新拓经销商同时经营转换器和墙开两种业务，对经销商经营产品施行严格区隔，从而保证墙开经销商的资源及精力更集中，助力公司墙开业务销量提升。（2）网点开拓思路：公牛切入墙开业务之初，彼时主流墙壁开关厂商渠道布局集中于中心城市，公牛选择差异化渠道建设思路，沿用转换器渠道铺设模式下沉至县级市场，并拓展水电、灯饰、装修公司等建材装饰渠道；除沿用店招模式外，为获得更多终端陈设面积降低后入者劣势，公牛还升级“配送访销”为“老板营销”，即要求经销商老板自己亲自上门拜访销售网点。

我们认为装饰渠道的有效开拓及渠道壁垒的形成，充分证明了公牛对分散的终端网点和渠道的开拓能力，看好公牛这一能力在开拓新能源车企 4S 店、汽车美容店等新能源相关

渠道中得到进一步验证，在新能源充电桩领域渠道端快速形成领先优势。同时，公司充分卡位 75W 五金渠道、12W 装饰渠道、25W 数码网点后，在后续延展 LED 照明、生活电器、智能电工照明产品等方面可充分发挥渠道复用的协同效果。通过将公司新品快速导入至公司已开拓网点内来实现销售快速放量。

图23：公牛渠道端协同示意图



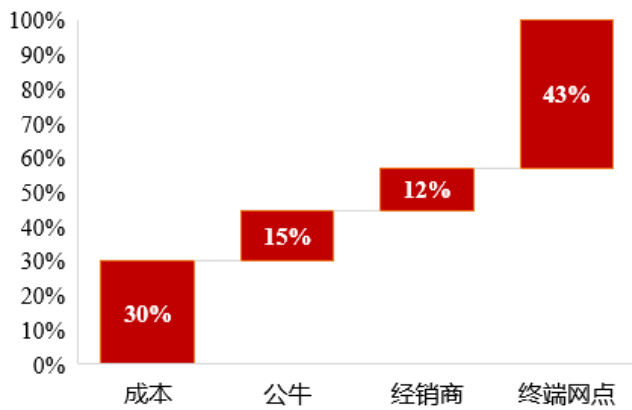
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公牛渠道优势的第二大动因来自于充分让利，经销商及网点粘性及积极性强。

终端利润空间大：根据公司招股说明书，以直销价格作为终端售价计算，公司转换器产品渠道加价率约 126%，墙开产品渠道加价率约 85%，对应转换器产品价值量分配终端网点/经销商/公司自身价值量占比分别为 43%/12%/15%，墙开产品价值量分配终端网点/经销商/公司自身价值量占比分别为 28%/18%/27%。网点盈利能力强，对消费者推销公司产品积极性高。从利润率角度看，公司/经销商/终端网点毛利率水平分别约 40%-50%/30%-40%/25%-45%。

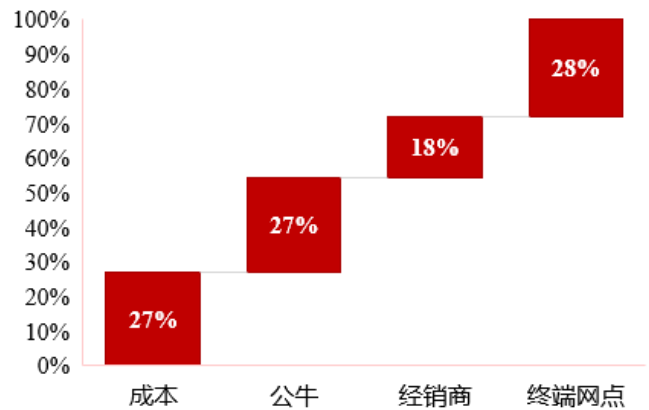
经销商盈利能力较好，粘性强。经销商利润来源为产品的加价销售和 sales 返点，且根据经销商评级不同销售返点约为 5%-7%。根据公司招股说明书，公司经销商毛利率水平约在 30%-40%区间，且合作越久的经销商其利润率越高。按合作年限分类来看，2015 年前便与公司合作的经销商数量达 1449 家，占公司合计经销商数量的 41%，说明公司经销商对公牛忠诚度高，粘性强。

图24: 公牛转换器渠道价值量分配



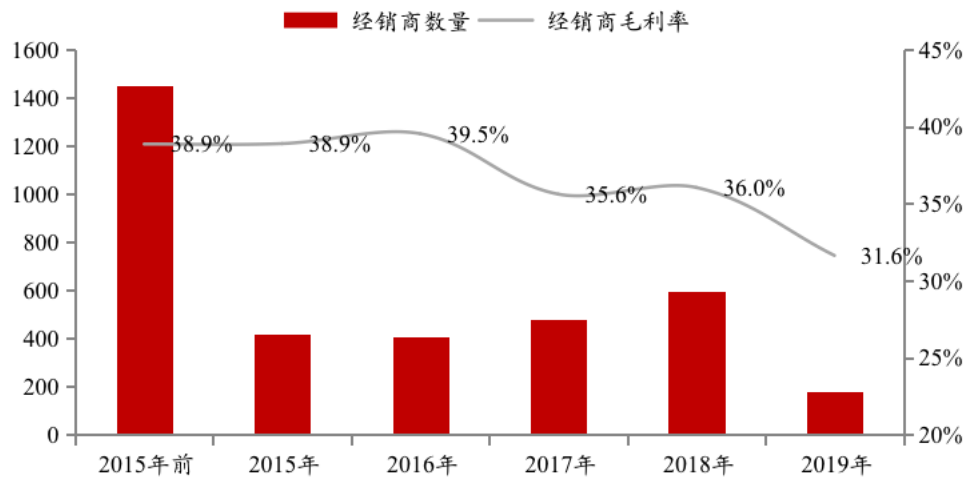
资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

图25: 公牛墙开产品渠道价值量分配



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

图26: 按合作年限分类公牛经销商数量及毛利率 (家)

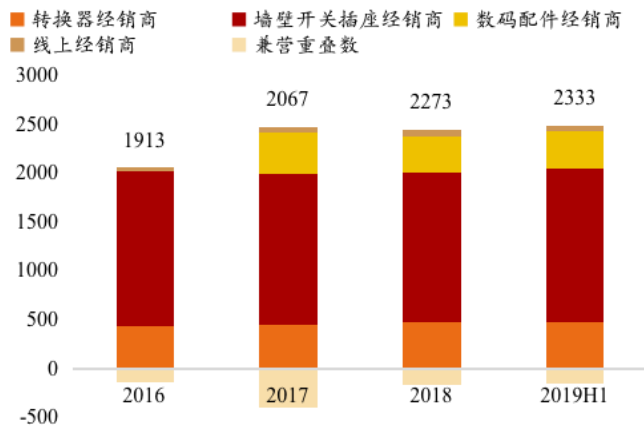


资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

公司对经销商管理精细化。在经销商准入方面, 公司从意愿、能力、资金、经验、市场发展等多维度考核, 严选优质经销商; 经营端鼓励经销商专营专销, 并针对经销商销售任务、网点开发、市场推广、经营规范性等方面跟踪考核, 对于业绩优良的经销商给予相应奖励措施, 对于经营状况和考核任务完成较差的经销商, 公司会进行帮扶或更新替换, 并保持对新经销商进行开发与储备。根据公司招股书数据, 公司经销商汰换率大约为 15%-20%。同时公牛通过 BBS 体系聚焦市场动销, 通过构建经销商市场规划能力、门店获客能力、日常管理能力、区域装企快速开发能力等举措, 促进渠道端持续增长。通过精益零售工具导入助力装饰渠道试点动销提升 51%、通过精益运营工具助力五金渠道试点销量增长 16%。

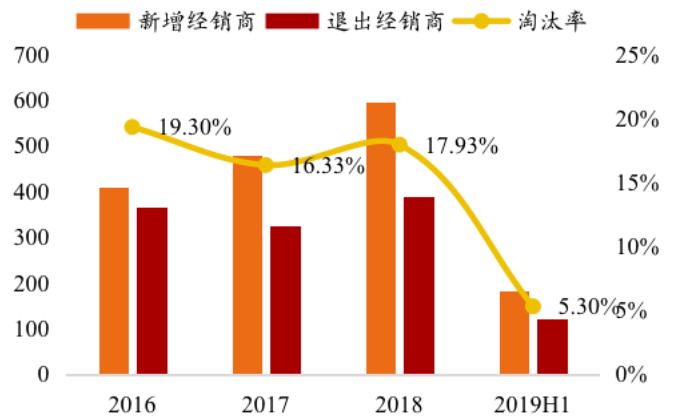
公司也充分赋能支持经销商, 助力经销商展业。公司会给予经销商开展营销活动补贴, 并派出营销人员帮助经销商培训网点, 普及专业知识, 帮助了解产品应用场景, 赋能经销商开发客户, 帮助经销商分析市场并给出营销方案, 指导经销商库存管理或开发新品类。公司也会对临时有资金周转需求的经销商提供少量信用支持。

图27: 公牛经销商数量变动情况(家)



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

图28: 公牛经销商汰换率情况



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

表5: 公牛对经销商考核管理内容简介

考核目标	说明	奖惩措施
销售额	根据经营规模、资金实力、营销能力、以往年度任务完成情况、当地市场情况等因素签订年度经销合同,并在合同中明确约定按一定的时间周期完成合同约定的销售任务	销售额折扣。公司按月对各经销商进行销售额统计和考核,针对各经销商任务达成情况,给予阶梯档次的销售额折扣。对未完成销售任务的经销商采取帮扶正泰措施,仍无法达标可取消合作。
网点开发	公司针对经销商设有网点开发率考核鼓励经销商开发更多、更优质的网点。公司根据全年的总体目标和不同的时间节点,设定相应考核标准	市场开发折扣。公司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。对未完成开发率考核的,公司会依据评估结构,采取帮扶整改直至取消合作措施。
市场推广	每年初公司依据各市场的实际情况及经销商售点数量、店招存有数量及需要提升的数量,制定各经销商目标店招存量,要求经销商按照公司要求进行店招投放。	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,支持金额计入经销商可享受的市场推广折扣。
经营规范	1. 公司制定了《经销商打假管理条例》等制度,打击假冒、仿冒产品,管控市场侵权行为; 2. 公司在《经销合同》中明确约定每家经销商具体的经销区域,确保各经销商的经销区域不存在重合,避免恶性竞争。同时公司销售人员密切关注市场秩序,及时处理假货、窜货、乱加等行为。	若发现有经销商制假、售假,公司将取消其经销商资格和所有年终销售折扣。经销商如拒不开展区域的假货打击工作,公司可直接取消其经销权。若发现经销商存在窜货行为,将按照公司规定收取相应的违约金。

资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

2.3 品牌力: 店招抢占心智, “公牛=安全用电” 形象深入人心

通过“店招”有效抢占消费者心智。转换器等民用电工产品为耐用消费品,消费频次低且购买行为具有随机性,高频率投放电视广告的营销效果及经济性均欠佳。因此,公牛通过在全国百万网点投放“公牛”店头招牌,既可以帮助消费者在有需求时能够及时找到公司门店,并潜移默化地增加公牛“安全”概念在消费者严重的出现频率,实现低成本、广覆盖、准触达的宣传效果,有效抢占消费者心智。2022年公司销售费用率仅为5.68%,显著低于欧普照明、雷士国际等竞争对手,公牛营销投入效率明显更优。

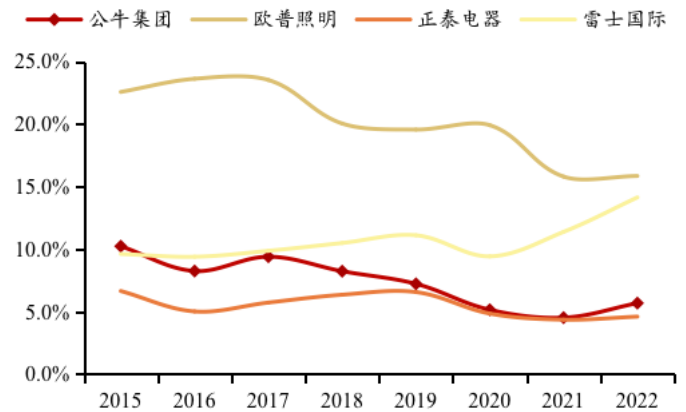
对产品质量的长期坚守,公牛品牌形象已与安全充分挂钩。公牛品牌形象主导“高安全”性能,发展初期打破同行“坏得快、卖的多”的营销策略,陆续推出防雷系列、过载保护系列等高质量产品,将公牛品牌形象与安全用电充分挂钩。此外公司产品重视差异化,墙开抓住“装饰性”、LED主打“护眼”、数码配件定位“快充、耐用”,品牌宣传亮点突出。公牛于2006年被认定为“驰名商标”,逐步打造“国际民用电工行业领导者”的品牌形象。

图29: 公牛店头招牌和店内展示情况



资料来源: 搜狐网, 浙商证券研究所

图30: 公牛销售费用率与竞争对手对比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3 转换器&墙开: 优势现金牛业务, 份额绝对领先

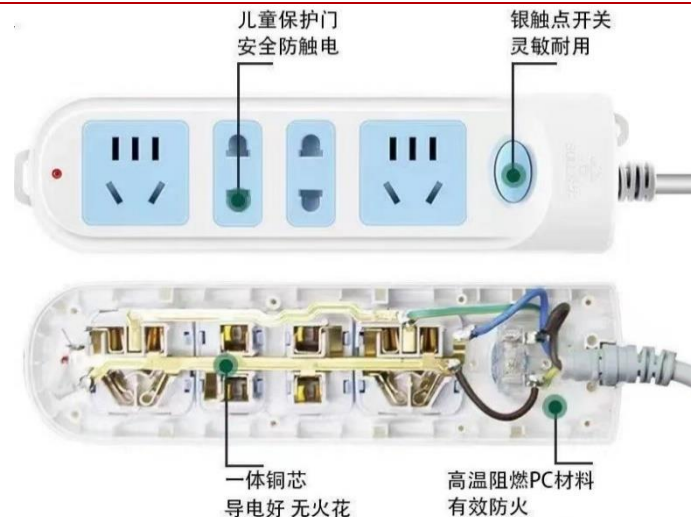
3.1 转换器: 由专注质量向功能化持续升级

公牛于 1995 年创立之初便专注转换器产品的研发销售。

初期致力于解决转换器产品低质量且不安全的痛点, 产品思路偏实用主义。90 年代初我国转换器产品普遍低质易坏且存在安全隐患, 消费者不得已频繁维修购以维持正常用电。因此公牛在发展初期充分瞄准行业转换器产品不耐用且不安全的痛点, 在产品思路上聚焦生产高品质且安全的插座产品, 并通过首创按钮式开关插座、推出防雷插座、儿童防触电插座等产品逐步将“公牛插座等于安全用电”的品牌形象植入人心。

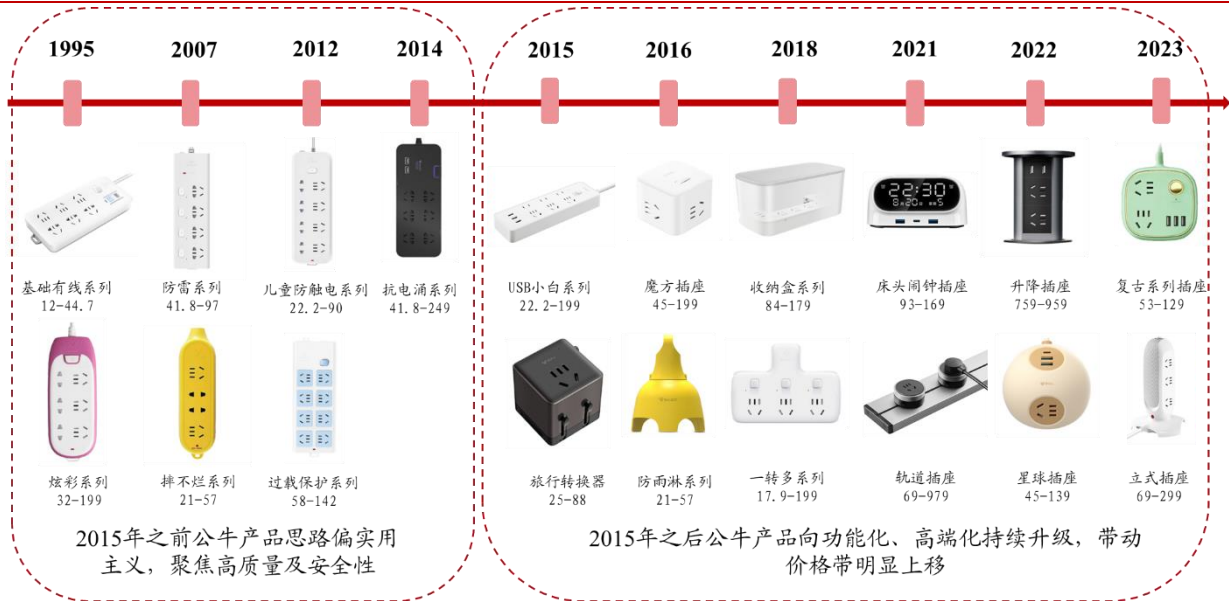
与小米竞争启发公司对用户需求重新思考, 产品思路向功能化升级。2015 年与小米 USB 转换器竞争后, 公牛意识到转换器产品不再是充电加外壳的产品, 逐渐体现出工业设计、智能控制等功能。公牛在产品思路开始迎合年轻消费者的个性化需求, 并关注到需求场景变化所带来的转换器功能方面的新需求。2015 年后公牛转换器产品开始向高颜值、功能化升级, 保持公牛转换器产品力长期领先, 在价格带也持续上移。

图31: 公牛转换器注重产品质量及安全性



资料来源: 公牛集团微信公众号, 浙商证券研究所

图32: 公牛转换器产品升级历程图



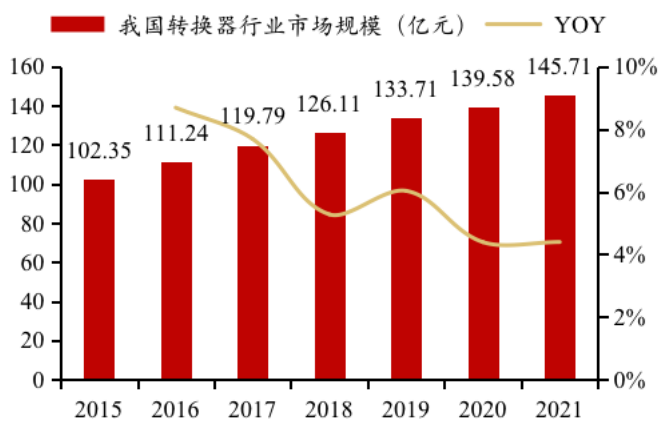
资料来源: 公司官网, 公牛天猫官方旗舰店, 浙商证券研究所

我国移动插座行业趋向成熟。2015-2021年我国插排（移动插座）行业规模由102.35亿元增长至145.71亿元，CAGR为6.06%。

家用移动插座占据主流。2021年家用插座/工业用插座/办公用插座规模分别为101.25/33.91/10.30亿元，其中家用插座占比达70%。

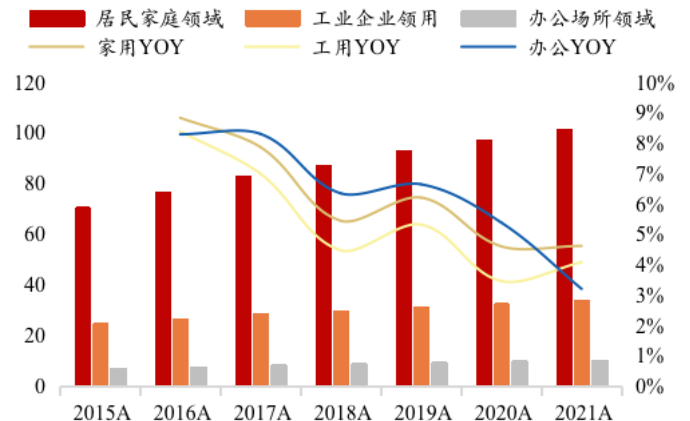
公牛系行业绝对龙头。2021年公牛转换器产品出厂口径收入达64.13亿元，以126%的加价率测算对应终端市场份额超50%。同时根据公司招股说明书，2018年公司转换器产品在天猫平台市占率达到66.39%，排名第一。

图33: 2015-2021年我国转换器行业市场规模及增速（亿元）



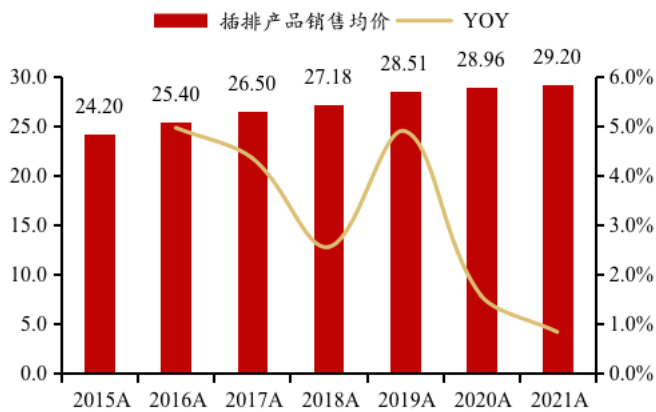
资料来源: 智研咨询, 浙商证券研究所

图34: 2015-2021年我国插排行业分应用规模拆分（亿元）



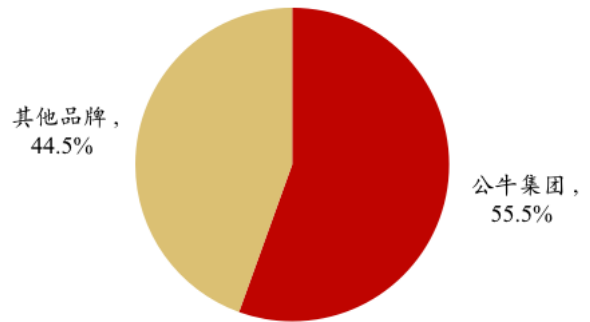
资料来源: 智研咨询, 浙商证券研究所

图35: 2015-2021年我国插排产品销售均价(元/个)



资料来源: 智研咨询, 浙商证券研究所

图36: 我国转换器行业竞争格局(2021年)

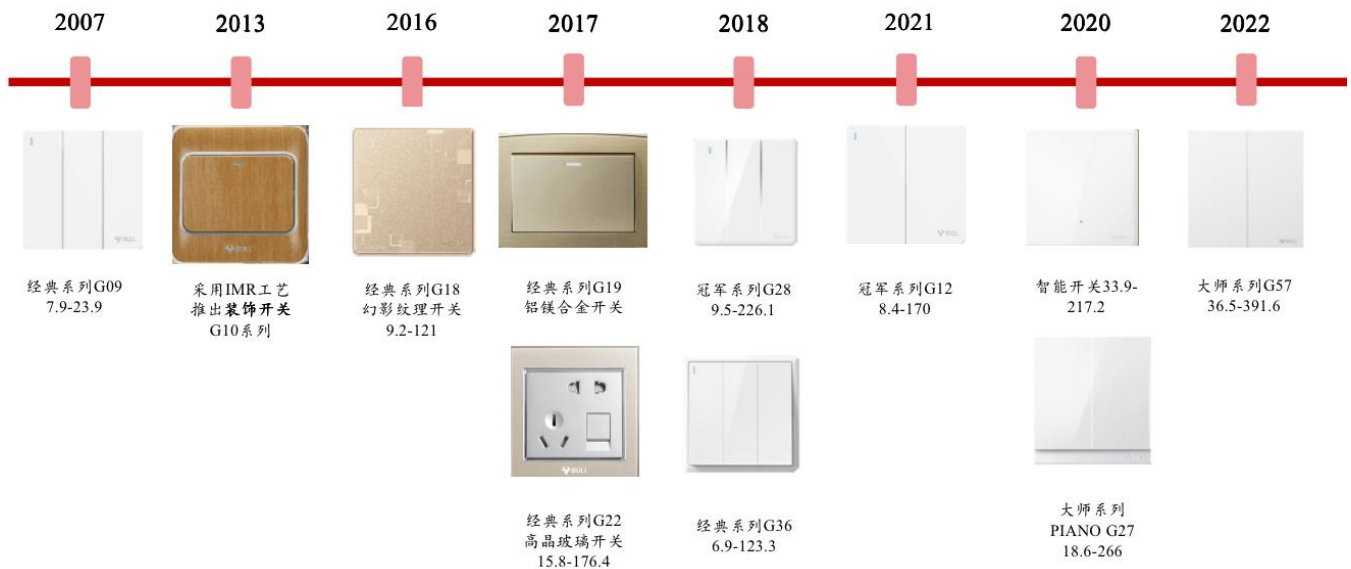


资料来源: 智研咨询, 浙商证券研究所

3.2 墙开: 差异化定位装饰性开关, 引领行业进入个性化时代

公牛墙开差异化定位“装饰性开关”。2000-2010年我国墙开产品主要分为两类, 一类为普通的白色开关产品, 生产厂家主要为国内厂商, 行业格局十分分散, 产品同质化严重, 价格战激烈; 一类为装饰性开关, 生产厂家多为外资或合资品牌, 市场主要集中在高线城市, 且产品单价昂贵, 单个开关的价格多在100元以上。因此公牛萌生主打生产大众消费者都用得起的装饰性开关, 并优先抢占下沉市场。2013年采用彩印与注塑一体化IMR工艺的多彩开关上市, 时尚外观+高性价比成功俘获消费者, 同年, 公牛墙壁开关销售规模跻身行业前三, 并彻底改变白色开关一统天下的局面, 引领开关行业进入“个性化”时代。

图37: 公牛墙壁开关产品推新历程

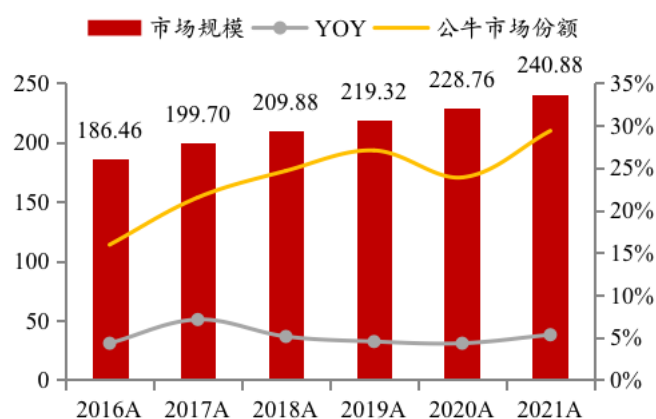


资料来源: 公司官网, 公牛天猫官方旗舰店, 浙商证券研究所

墙壁开关插座行业规模大于转换器, 目前公牛份额领先。21年我国墙开市场规模为240.88亿元, 同比+5.30%, 行业规模大于转换器。竞争格局方面, 根据观研天下数据2019年公牛墙开市场份额达22%, 位居行业首位, 根据公牛墙开收入及终端加价倍率测算截至21年末公司墙开市占率已达29%, 份额稳步提升, 但距离在转换器行业超50%的市场份额仍有较大提升空间。

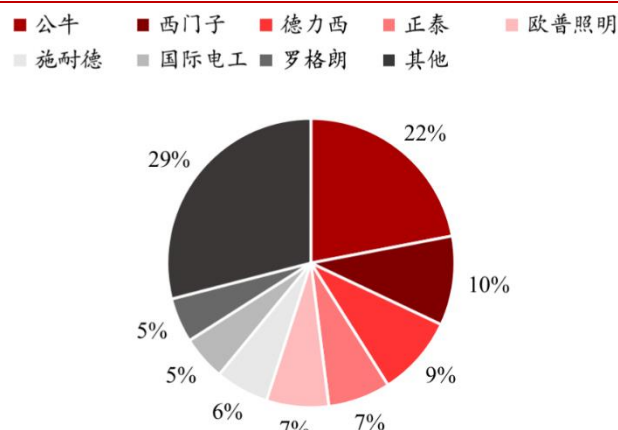
与转换器在技术路径和原材料采购方面的协同优势为公司切入墙开业务原因之一。墙壁开关插座与公牛转换器业务存在一定消费者认知、技术、供应链协同：墙壁开关插座同样属于民用电工产品，消费者对安全用电和高质量的需求高，而公牛产品安全优质的形象已深入人心；墙壁插座实际上和转换器业务的技术路径基本相同，技术可互通；墙开和转换器产品的原材料都是塑料、铜等，公司依托转换器业务的规模可实现原材料规模化采购的成本优势。

图38：2016-2021年我国墙壁开关插座市场规模（亿元）



资料来源：智研咨询，浙商证券研究所

图39：2019年我国墙壁开关插座行业竞争格局



资料来源：观研报告网，浙商证券研究所

表6：2016-2021年我国墙壁开关插座市场公牛份额测算（亿元）

单位：亿元	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
市场规模	186.46	199.70	209.88	219.32	228.76	240.88
YOY	4.30%	7.10%	5.10%	4.50%	4.30%	5.30%
公牛市场份额	16%	22%	25%	27%	24%	29%

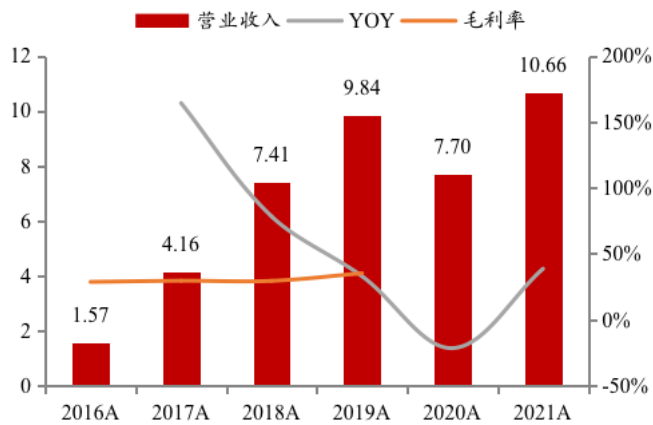
资料来源：智研咨询，浙商证券研究所

4 LED 照明：渠道综合化助推公牛照明业务成长提速

4.1 基础光源：把握 LED 光源替换需求切入

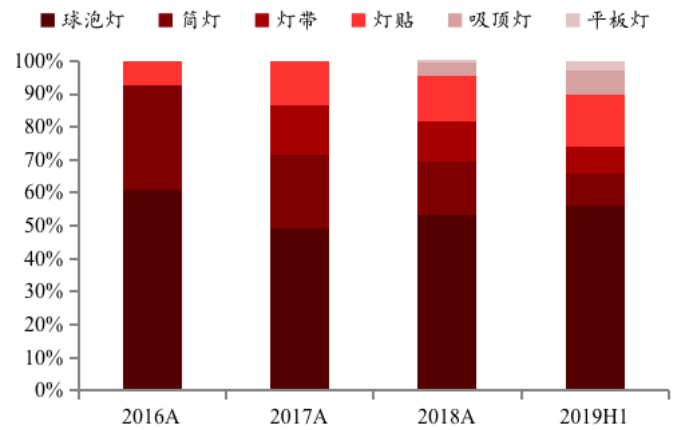
初期紧抓 LED 光源替换需求切入照明领域。2014年后我国陆续出台“十三五”城市绿色照明规划纲要、半导体照明产业“十三五”发展规划、《中国逐步淘汰白炽灯、加快推广节能灯行动计划》、《建筑照明设计标准（征求意见稿）》等，推动 LED 光源替换传统白炽光源的需求快速增长。公司于 2014 年推出“公牛球泡灯”正式切入照明赛道，随后产品差异化定位“护眼”，推出具有“防蓝光”、“防频闪”等功能的照明产品。同时，基础光源产品的消费场景主要在五金渠道内，与公司转换器渠道高度重合。因此公司凭借光源产品线的不断丰富及与自身转换器的渠道协同优势，公司 LED 照明业务快速增长，2016-2019 年公司 LED 照明业务收入由 1.57 亿元增长至 9.84 亿元，CAGR 达 84.23%。同时随着光源产品线的不断丰富，品类由球泡灯向高附加值品类如筒灯、灯带、吸顶灯等持续升级，带动公司 LED 照明业务毛利率由 2016 年的 28.51% 提升至 2019 年的 35.06%。

图40: 2016-2021年公牛LED照明业务营业收入变动(亿元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

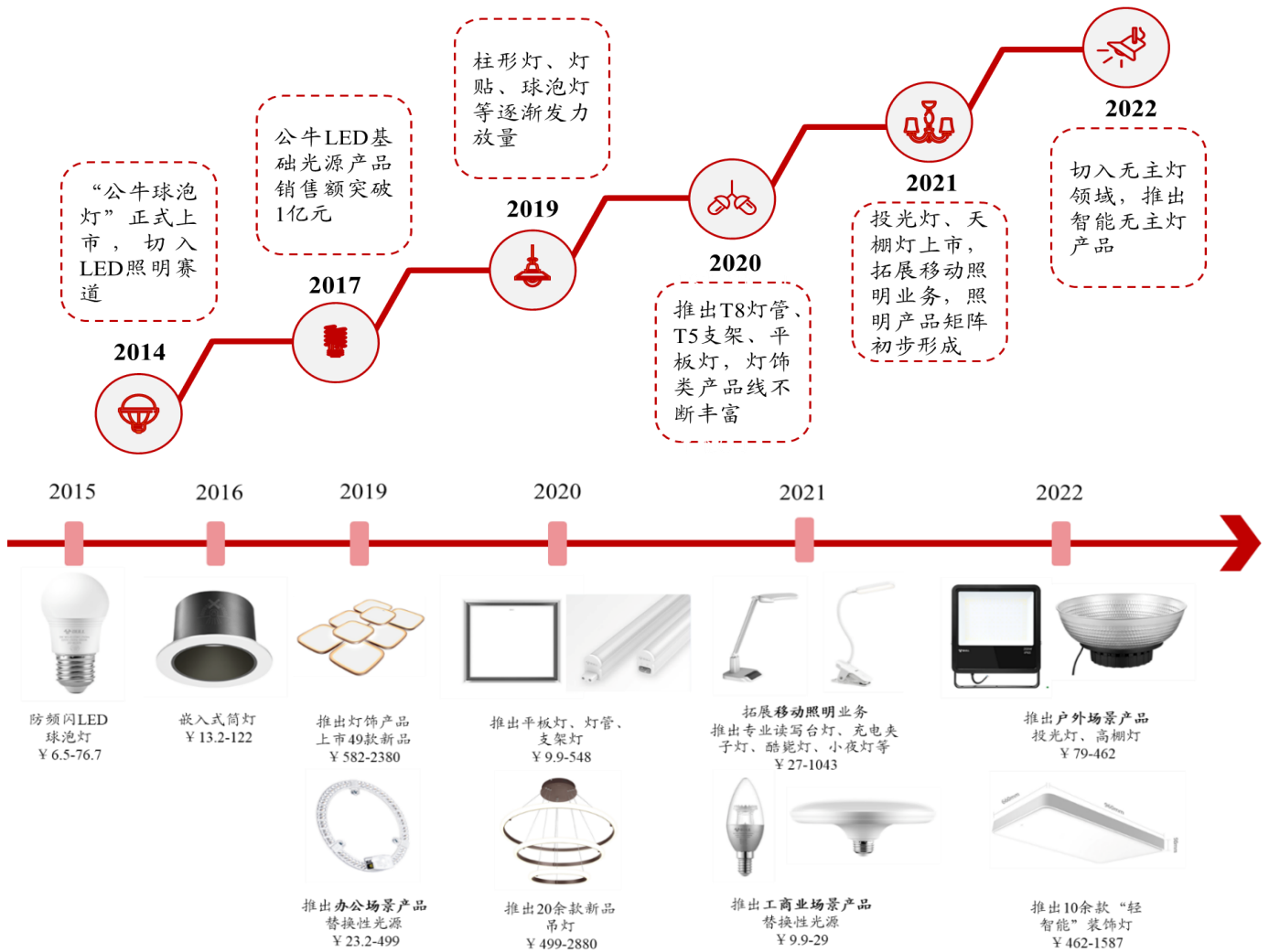
图41: 公司LED照明业务产品结构变化



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

2020年基础光源开发工商业客户，并加速灯饰产品的开拓。2019年我国LED照明产品渗透率已达75%，家用LED照明产品的替换高峰已过，因此随着需求的萎缩带动基础LED光源行业增长趋缓。同时行业竞争也日益激烈，众多厂商采取以价换量的策略致使行业价格战加剧。因此，2020年后公司基础光源产品聚焦产品升级及工商业客户的开拓。对同等、射灯、灯带等产品以双重防频闪、快速断电、更高亮度、开合式卡扣设计等为特点进行全面升级，并开发上市高亮款柱形灯、PB01办公平板灯、XB01线型灯以及消防应急灯等产品满足工商业场景需求。同时，公司加速灯饰产品迭代速度，产品线持续丰富。例如2020年公牛装饰灯先后推出旭日、郎晨、简影、格尚、星语、品轩、满棠等20余款风格化、个性化的新品，满足用户套系化购买的需求。面对灯饰产品个性化程度高，产品标准化程度低、SKU繁杂等问题，公牛灯饰业务借鉴优衣库的模式，将灯饰产品标准化、简单化、低价化，助力公司灯饰业务规模快速扩大。

图42: 公司 LED 照明业务产品结构变化



资料来源：公司公告，公司官网，公司天猫旗舰店，大照明公众号，浙商证券研究所

4.2 渠道综合化及专卖化为公司照明业务快速增长主要动能

公牛推出 0 号店试水多品类融合的专卖区销售形式，经营效果优异。一方面，随着公司在装饰网点内的墙开、照明、及其他生活电器类产品 SKU 的持续丰富，对陈列面积的需求不断扩大。另一方面，年轻消费者对一站式购物的需求持续提高，且 2020 年后在疫情影响下终端门店客流均受到一定冲击。公司团队走访发现多品类综合店业绩波动相对较小，因为多品类综合店可通过多品类融合销售满足客户对多样产品的一站式购齐需求，有效提高成家率及客单值，促进整体店面销量提升。因此，公司于 2020 年 10 月于武汉市开业第一家多品类融合的品牌形象店，定义为“0 号店”。

公牛 0 号店整合公牛开关、护眼照明、断路器、生活电器四大品类产品。同时为便于后续快速推广复制，公牛 0 号店将原本各品类形式各异的货架统一标准化，通过挂板展示方法节约陈列面积且使得展示形式一致，关键字眼统一，并有效降低装修成本。从销售数据来看，公牛 0 号店开业 1 个月墙开业务销售额环比增长 56%，LED 照明销售额环比增长 449%，断路器环比增长 243%，生活电器环比增长 1300%。

图43: 公牛董事长阮立平视察武汉品牌形象店



资料来源: 灯饰频道公众号, 浙商证券研究所

图44: 公牛武汉 0 号店品牌专卖区



资料来源: 灯饰频道公众号, 浙商证券研究所

图45: 公牛 0 号店将陈列货架统一标准化



资料来源: 公司公告, 公司官网, 公司天猫旗舰店, 大照明公众号, 浙商证券研究所

装饰网点综合化、专卖化后对公司灯饰类产品销售增长驱动作用明显。我们认为主要原因有:

(1) 公牛产品集中标准化陈列能更好凸显公牛照明产品效果。公牛照明产品主打“爱眼”，灯光效果偏柔和，与其他品牌产品一同陈列展示时，会显得公牛照明产品灯光效果略暗。渠道专卖化后更能充分凸显公牛灯光效果，也有利于公司中高端照明产品的销售。

(2) 专卖店形式消费者信任感强，终端转化率提升。通过打造专卖区或专卖店，以标准化的陈列集中售卖公牛品牌产品，消费者在购物时体验感更好且信任感强，推动终端网点转化率有效提高。

(3) 套系化销售，成交客单值提高。通过整合墙开、照明、断路器、生活电器、智能家居等多品类，能更好满足消费者一站式购物需求。多品类搭配销售也使得客单值有明显提高。我们假设：1) 根据月亮家居公众号分享数据，1室1厅住宅（即住宅空间包括1卧室、1客厅、1厨房、1卫生间、1阳台、1玄关）所需墙壁开关插座数量合计约49个，筒灯射灯约32个，主灯及吸顶灯等合计6个；2) 假设产品价格均为公牛线上官方旗舰店基础款产品售价；3) 假设筒灯及射灯与墙开联单率为50%，吸顶灯与墙开联单率为

20%，大灯与墙开联单率为 15%，生活电器中浴霸与墙开联单率为 15%，智能门锁与墙开联单率为 5%。综合测算，综合化渠道成套销售客单值约 1700-1800 元，较非综合化渠道客单值同比增长超 50%。

表7：公牛 LED 照明产品价格与欧普照明产品价格对比（元）

	公牛	欧普照明
球泡灯/灯泡		
LED球泡灯3w	9.0	5.3
蜡烛灯泡3w	12.6	9.4
圆形灯盘12w	23.2	18.9
柱形灯泡30w（欧普28w）	43.5	48.9
筒灯/射灯		
PC筒灯3w（欧普4w）	11.7	16.9
金属筒灯4w	16.6	15.9
经典射灯4w	20.8	27.9
防眩射灯6w（欧普5w）	39.0	31.9
轨道射灯35w（欧普30w）	88.0	99.0
台灯		
酷毙灯插电款6w（欧普5w）	65.8	31.9
国AA级护眼台灯14w（欧普16w）	399.0	372.0
大灯		
三段调光圆形卧室灯24w	299.0	279.0
三头吊灯21w	499.0	469.0
简约三档调色客厅吸顶灯108w	999.0	899.0
智控客厅吸顶灯108w	1190.0	1359.0

资料来源：公牛天猫官旗，欧普照明天猫官旗，浙商证券研究所

表8：装饰网店综合化对客单价提升测算

品类	产品	卧室	客厅	厨房	卫生间	玄关	阳台	数量合计	产品单价	客单值测算	
开关	双控开关	3	3		1	3		10	14.4	144.0	
	单控开关	1		2	4		1	8	13.4	107.2	
插座	三孔插座			3	1		1	5	24.5	122.5	
	五孔插座	3	5	6	2	1	1	18	24.9	448.2	
	双联两孔插座	1	1					2	19	38.0	
	信息插座	2	1					3	50.6	151.8	
	两孔信息插座	1						1	75.9	75.9	
	空调专用插座（带开关）	1	1					2	35.3	70.6	
墙开插座费用合计										1158.2	
照明	筒灯/射灯	4	12	6	2	2	6	32	10/20	480.0	
	假设与墙开联单率									50%	
	主灯（灯饰类）	1	1					2	279/999	1278.0	
	假设与墙开联单率									15%	
	吸顶灯			1	1	1	1	4	45	180.0	
假设与墙开联单率									20%		
照明费用合计（考虑联单率）										467.7	
生活电器	浴霸					1			399	59.85	
	假设与墙开联单率									15%	
	智能门锁						1		1599	79.95	
假设与墙开联单率									5%		
生活电器费用合计										139.8	
套系化销售预测客单值（考虑联单率）										1765.7	

资料来源：月球家居，公牛天猫官方旗舰店，公牛淘宝官方旗舰店，浙商证券研究所

借助“0号店”成功经验，公牛推动装饰渠道网点向“1号店”和“2号店”持续升级。在“0号店”成功的经验基础上，公牛在其全国装饰渠道网点中选取门店市场位于灯饰、建材市场灯饰区、专业建材街区，门店位置优异，门店主营灯饰类产品且整体面积在100-200平方米，可供建设专卖区面积在30-60平方米的优质门店以店中店或专卖区的形式进一步推动综合化及专卖化升级，升级后门店定义为“1号店”，经营表现较“0号店”实现进一步增长。随着公牛产品线向智能无主灯、智能晾衣架等持续延展，公牛借助“0号店”及“1号店”的经验推动装饰渠道网点向“2号店”升级，即公牛品牌旗舰店。公牛品牌旗舰店公司全新VI形象和展示进行升级改造，门店面积在200-300平方米，店内展示公牛家居照明、电工开关、智能无主灯照明、智能门锁、智能晾衣架等全系列产品，推动门店客单值及坪效进一步提升。截至2021年末，公司已累计实现约1.8万家装饰网点的专综合化及专卖化升级，成为公司智能电工照明业务快速增长的重要驱动力。

表9：公牛“1号店”开店要求

要求	具体说明
市场布局	灯饰市场、建材市场灯饰区、专业建材街区；
门店位置	市场主通道、装修主材品类门店、专业灯饰街区门店附近等位置；
门店类型	灯饰门店（天花灯饰、灯具陈列面积≥50㎡或≥50个产品的门店）；
门店面积、品类要求	1. 整点面积在100-200㎡，专卖区建设面积在30-60㎡； 2. 主要经营灯具、灯饰产品，门店灯饰展示面积≥50㎡；
门店老板	1. 经营思路清晰且常年开展小区推广、异业联盟等引流动作，有品牌意识，主推公牛产品； 2. 年龄30-45岁；
销售业绩	1. 体系内：选择在当地灯饰和墙开销售最好的分销商客户（特殊情况需要申请报备）； 2. 体系外：在当地照明行业销售业绩优秀的专业灯饰门店（新开行业客户）；
布局形式	店中店（在分销灯饰店中划出一部分面积装修）

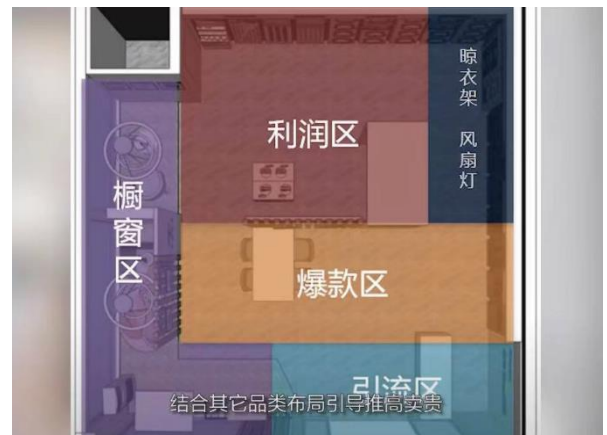
资料来源：公牛门店运营公众号，浙商证券研究所

图46：公牛装饰渠道店中店示意图



资料来源：公牛门店运营公众号，浙商证券研究所

图47：公牛综合店内区域规划示意图



资料来源：公牛门店运营公众号，浙商证券研究所

B端渠道侧重家装公司渠道建设，充分发挥自身强大C端基因。为应对精装房渗透率提升造成的家装流量入口前置问题，公司成立B端渠道事业部积极拓展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。在B端渠道开发策略方面，公司重点聚焦家装公司渠道开拓，原因主要为：与大型房企合作精装房公牛的议价权弱，且消费者在精装房业务中也没有话语权，造成房企只关注价格不关注品牌，一定程度上削弱公牛强品牌力和C端基因。装企直接对接消费者，且消费者在选择装企套餐时具有较多话语权，因此装企会更看合作品牌的产品力和品牌力，使得公牛在与装企合作中仍然享有较高的议价能力。因此在家装业务方面，公司借助多品类产品组合

优势，快速开拓家装与工装公司市场。截至 2021 年末公司与圣都、业之峰、贝壳等 120 余家全国及区域知名装饰公司平台建立了稳固合作，装企网点覆盖已超万家。

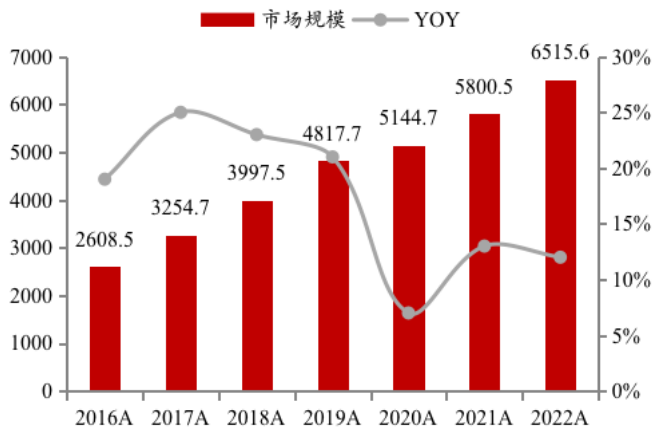
5 无主灯：产品契合公牛基因，无主灯或为突围利器

5.1 智能照明赛道潜力深厚，无主灯行业空间宽广

➤ 行业层面：

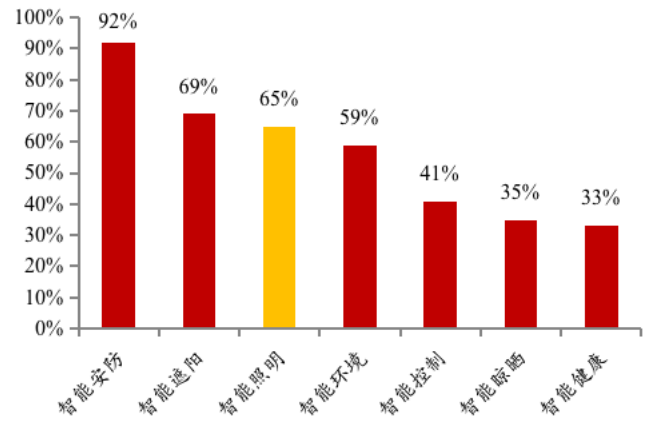
智能照明行业快速发展。2016-2022 年我国智能家居行业规模由 2608.5 亿元扩容至 6515.6 亿元，CAGR 为 16.5%，我国智能家居行业快速发展，目前已基本进入全屋智能时代。灯光则是整个居家空间用户可以感知最多、最直接，也是在全屋智能系统中能与其他产品带来场景联动最丰富的产品。根据 CSHIA Research 统计的智能家居产品中国用户需求度，智能照明以 65%排名第三位。因此受益于我国智能家居行业发展，2016-2022 年我国智能照明行业规模由 120 亿元增长至 337 亿元，CAGR 为 18.8%。

图48：我国智能家居行业规模及同比增速（亿元）



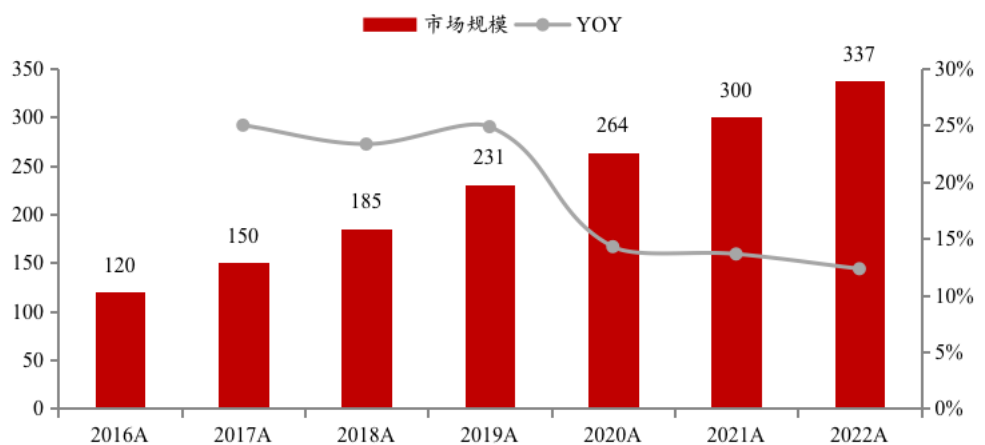
资料来源：中商产业研究院，浙商证券研究所

图49：智能家居产品中国用户需求度统计



资料来源：CSHIA Research，浙商证券研究所

图50：中国智能照明市场规模及同比增速（亿元）

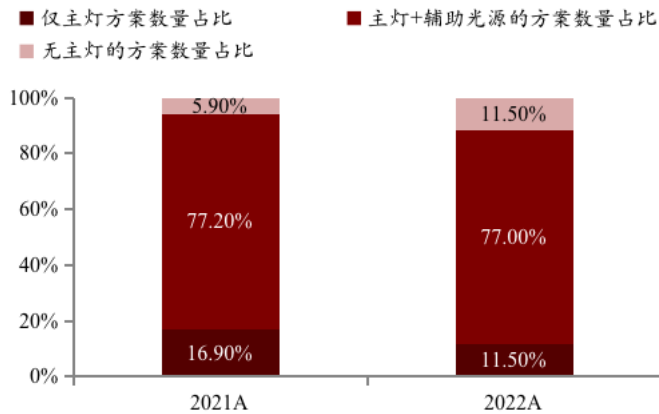


资料来源：智次方，浙商证券研究所

无主灯产品渗透率快速提升。广泛应用筒灯、射灯等实现全屋照明最初主要应用于商业领域。近年来伴随民用市场对“光空间”的理解以及消费者审美意识的觉醒，原本用于

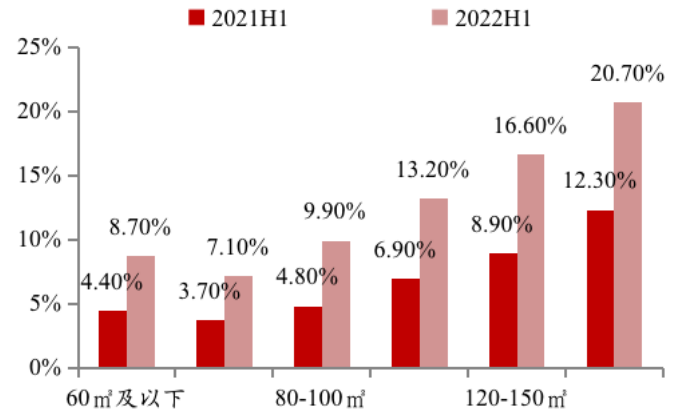
商业空间的筒射灯、线条灯被广泛应用于家居空间中。“见光不见灯”的无主灯设计理念逐渐得消费者的认可并持续走红。从渗透率角度看，根据群核科技发布的《2022 上半年家居行业趋势观察》，2022 上半年，客厅无主灯设计的占比翻倍增长。同时无主灯设计更受大户型青睐，随着户型面积增加，客厅无主灯设计的占比显著上涨。根据古镇灯饰传媒披露数据，截至 2022 年我国无主灯行业市场容量已超百亿元，近 3 年复合增速超 50%。目前我国无主灯渗透率仍然处于相对较低区间，后续随着渠道推广力度加大及产品价格的下降，我们预计无主灯产品渗透率有望加速提升。

图51：2021H1VS.2022H1 客厅空间灯光类型分布对比



资料来源：《2022 上半年家居行业趋势观察》，浙商证券研究所

图52：2021H1VS.2022H1 各户型面积下客厅无主灯占比变化



资料来源：《2022 上半年家居行业趋势观察》，浙商证券研究所

智能无主灯受益智能照明和无主灯行业的快速发展，增长潜力突出。智能无主灯也是实现全屋的最佳路径之一。智能无主灯以智能灯光系统为核心，以无处不在的照明产品融合为网络节点，联动个人家庭安防、门锁、面板、家电等设备来实现全屋智能化。因此我们认为在智能照明行业快速发展及无主灯产品渗透率加速提升双重催化下，我国智能无主灯产品后续增长潜力巨大。

无主灯行业当前竞争格局分散，但看好后续集中度提升。根据古镇灯饰传媒数据，目前我国无主灯行业头部品牌年销售额大约为 3-5 亿元，且年销售额超过 1 亿元的品牌也屈指可数，因此相对于超百亿元的无主灯市场容量，行业集中度偏分散，品牌之间差距并未完全拉开，行业仍有较大整合空间。同时我们看好企业通过无主灯产品实现行业集中度的快速提升。原有灯饰产品由于消费者的个性化需求分散，因此头部企业产品力和渠道力难以充分凸显，造成我国照明行业集中度难以提升。无主灯产品偏标品，头部企业可充分发挥其生产效率和规模效应形成产品端的性价比优势。同时无主灯产品对渠道的服务、设计能力要求高，头部企业依托对终端网点的精细化管理能力加速流量向头部网点集中。因此我们看好头部企业依托无主灯产品实现份额的快速增长，以及后续行业集中度的提升。

图53: 2021年各细分场景重点产品销售量及增长率



资料来源: 中国移动研究院《中国智慧家庭趋势研究报告》, 浙商证券研究所

➤ 产品层面:

无主灯产品偏标品, 头部企业可发挥其规模生产优势。无主灯主要通过灯效设计来满足消费者的个性化需求, 而无主灯产品 SKU 大多仅由筒灯、射灯、轨道灯等组成, 因此无主灯产品在 SKU 方面较装饰灯更精简, 便于企业产能的集中。同时在产品形态上也更偏标准化产品, 头部企业也更容易发挥其大规模工业化生产优势, 形成在生产端的规模效应。目前, 我国无主灯品牌仍主打定制化, 产品聚焦小众高端人群, 价格昂贵。我们认为公牛切入无主灯赛道可复制其在装饰开关业务的成功经验, 充分依托规模生产优势及规模采购优势帮助公司无主灯产品形成性价比优势, 实现收入和市场份额的快速提升。

公牛无主灯业务采取“公牛+沐光”双品牌运营。公牛无主灯定位为高性价比的硬件单品, 主要通过公司已有的装饰渠道网点销售, 通过供应链成本优势和低成本渠道, 以高性价比的价格触达消费者, 满足已有设计方案且注重产品价格的消费者。沐光无主灯定位专业灯光系统品牌。公司将加大“沐光”品牌建设抢占消费者心智, 并通过招商新开新店以及对原有经销商和渠道进行协同及升级来实现业务快速扩张。公牛推出定位专业灯光系统品牌“沐光”, 补充在灯效设计领域的品牌认知。沐光无主灯产品力突出。“沐光”产品光效达博物馆级, 旗舰产品显色指数达 98, 远超国家博物馆用光标准 (Ra>90)。护眼防眩指数(UGR)控制在 9 以下, 达到专业级防眩标准, 远超欧盟教育照明要求(UGR<19)。沐光 MOS 无主灯智控系统可实现多无主灯设备一屏掌控, 超广域色温/亮度一键切换, 自由定义上百种光效, 并可实现六大交互方式。公牛无主灯凭借性价比优势可充分抢占大众消费者市场, 沐光无主灯凭借突出产品力向上进行一二线城市高端市场补齐, 我们看好公司无主灯业务后续快速增长。

图54: 公牛无主灯产品



资料来源: 公司官网, 公牛官方微信公众号, 浙商证券研究所

图55: 沐光无主灯产品



资料来源: 沐光官方微信公众号, 浙商证券研究所

➤ 渠道层面:

无主灯业务对企业渠道管理能力提出更高要求。无主灯业务的难点在于光效设计，因此其产品销售对设计师的依赖度高。设计师在光效设计环节需要与消费者充分沟通希望达到的光效效果，再考虑采用何种产品，设计师在其中发挥巨大作用。因此无主灯是和设计师产生粘性的很好的抓手产品。公牛非常善于管理分散的渠道，例如曾通过装饰网点有效触达电工工人，通过电工工人帮助公司墙开产品转化。

渠道端：“沐光”在渠道端采用品牌旗舰店+体验店的双轨驱动模式。品牌旗舰店重点聚焦产品的展示于体验，首家千平品牌旗舰店位于中山市国际性专业灯饰商场星光联盟8楼全球智能照明体验中心，目前已顺利开业。**23年沐光无主灯考核重点在于快速建店，全年拟新建终端门店超1000家，店态主要为200-300平方米的体验店及30-50平方米的卫星店。**为实现快速建店目标，沐光拟优选运营能力强且之前拥有无主灯产品运营经验的门店，以店中店形式经营沐光无主灯。同时公司也会给予经销商及门店更大补贴力度，帮助经销商缓解资金压力从而快速建店。**渠道发展将重点聚焦一二线等高线城市，和传统装饰渠道布局形成互补。**

招商端：公司将为“沐光”经销商提供多重支持。公司将为“沐光”经销商提供多重支持：(1)营销资源大幅倾斜；(2)公司光效师团队为经销商提供光效能力支持；(3)为经销商提供建店、上样、装修三重补贴，降低经销商前期投入。目前“沐光”招商正有序进行。在招商思路方面，在初期阶段为了让渠道内门店更好存货，公司倾向于优先招募拥有设计师资源的经销商客户。从中长期角度看，公司也会逐步赋能公司体系内经销商，通过设立内部运营中心等途径为经销商提供设计服务赋能。同时也会指导经销商搭建内部运营中心。根据沐光无主灯品牌发布会上经销商分享，当前沐光经销商门店落地、广告位投放、及终端成交情况良好，如浙江区域经销商已建立200㎡体验店并投入户外大牌广告，成

交方面已完成6单成交；西安区域经销商已建立140m²体验店并完成建材市场户外大牌广告的投放，沐光终端渠道建设已有序展开。

我们测算至2030年我国无主灯行业出厂口径市场规模为262.11亿元，假设公牛市占率达到25%，对应销售收入为65.63亿元，2022-2030年CAGR或达66.10%。

核心假设：(1) 存量房翻新周期为15年，翻新比例约为25%；(2) 根据《中国人口普查年鉴-2020》，2020年我国户均住宅面积111.18平方米，后续增速假设为1%；(3) 参考《2022上半年家居行业趋势观察》，假设2022年我国新房无主灯渗透率7%，至2030年渗透率提升至25%；存量房受部分老旧住宅不适合安装无主灯，渗透率略低于新房，2022年渗透率假设为5%，至2030年渗透率提升至20%。(4) 根据古镇灯饰，我国无主灯客单价为1-3万，假设取中值1.5万元，后续增速假设为3%；(5) 零售加价倍率假设为2.0。

表10：2022-2030E我国无主灯行业规模测算（亿元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
新增商品住宅竣工面积（万平方米）	65910.03	73016.20	62539.25	62873.37	63209.28	63546.99	63886.49	64227.82	64570.96	64915.94	65262.76
存量房翻新面积（万平方米）	33373.73	37532.40	41424.10	44692.23	49114.72	53606.78	59588.05	67411.42	72672.97	77586.10	78107.36
户均住宅面积（平方米）	111.18	112.29	113.41	114.55	115.69	116.85	118.02	119.20	120.39	121.60	122.81
新增商品住宅套数（万套）	592.82	650.24	551.42	548.88	546.35	543.83	541.32	538.82	536.34	533.87	531.40
新增存量房翻新住宅套数（万套）	300.18	334.24	365.24	390.16	424.52	458.76	504.90	565.53	603.64	638.06	635.99
新房装修无主灯渗透率假设	2.00%	4.00%	7.00%	10.00%	13.00%	15.00%	17.00%	19.00%	21.00%	23.00%	25.00%
存量房翻新无主灯渗透率假设	1.00%	3.00%	5.00%	7.00%	9.00%	11.00%	13.00%	15.00%	17.00%	19.00%	20.00%
新房无主灯需求量（万套）	11.86	26.01	38.60	54.89	71.03	81.57	92.02	102.38	112.63	122.79	132.85
二手房无主灯需求量（万套）	3.00	10.03	18.26	27.31	38.21	50.46	65.64	84.83	102.62	121.23	127.20
合计无主灯需求量（万套）	14.86	36.04	56.86	82.20	109.23	132.04	157.66	187.21	215.25	244.02	260.05
无主灯客单价假设（万元/套）	1.50	1.55	1.59	1.64	1.69	1.74	1.79	1.84	1.90	1.96	2.02
终端无主灯零售额（亿元）	22.29	55.68	90.49	134.73	184.41	229.60	282.38	345.36	409.01	477.59	524.23
终端加价倍率假设	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
出厂口径无主灯市场规模（亿元）	11.14	27.84	45.24	67.37	92.21	114.80	141.19	172.68	204.50	238.79	262.11
YOY		149.81%	62.52%	48.90%	36.87%	24.50%	22.99%	22.30%	18.43%	16.77%	9.77%
公牛市场份额假设			3%	6%	9%	12%	15%	18%	21%	23%	25%
公牛无主灯业务收入预测（亿元）			1.13	4.04	8.30	13.78	21.18	31.08	42.95	54.92	65.53
YOY				257.35%	105.31%	66.01%	53.74%	46.76%	38.17%	27.89%	19.31%

资料来源：Wind，国家统计局，住建部，《中国人口普查年鉴-2020》，《2022上半年家居行业趋势观察》，浙商证券研究所

6 新能源充电桩/充电桩：空间广阔，潜力十足

6.1 我国新能源充电设备行业星辰大海，规模快速扩容

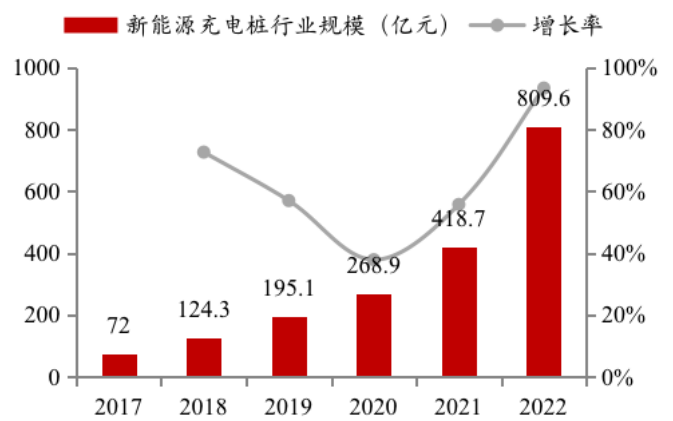
我国新能源充电设备行业规模宽广且成长迅速。根据艾媒咨询数据，2012-2021年我国新能源汽车销售量由1.3万辆提升至352.1万辆，CAGR高达86.34%。受益于我国新能源汽车行业的快速发展，我国新能源充电设备行业规模快速扩容。根据中国充电联盟数据，2017-2022年我国充电桩行业规模由72亿元大幅增长至809.6亿元，CAGR高达62.3%。根据一览众咨询数据显示，2021年中国新能源汽车充电枪市场规模约13.4亿元，未来随着新能源汽车市场的持续繁荣，充电市场仍将保持快速增长态势。目前，我国新能源汽车充电设备行业主要玩家主要以特斯拉为代表的新能源车企和以公牛、普诺德为代表的第三方品牌为主。未来伴随新能源车企不再购车送桩/枪，我们预计第三方品牌将迎来较大发展机遇。

图56: 2012-2021年我国新能源汽车销售量(万辆)



资料来源: 艾媒咨询, 浙商证券研究所

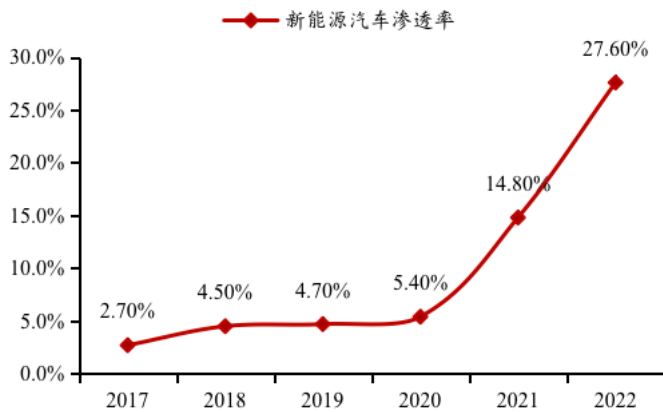
图57: 2017-2022年我国新能源充电桩行业规模(亿元)



资料来源: 中国充电联盟, 浙商证券研究所

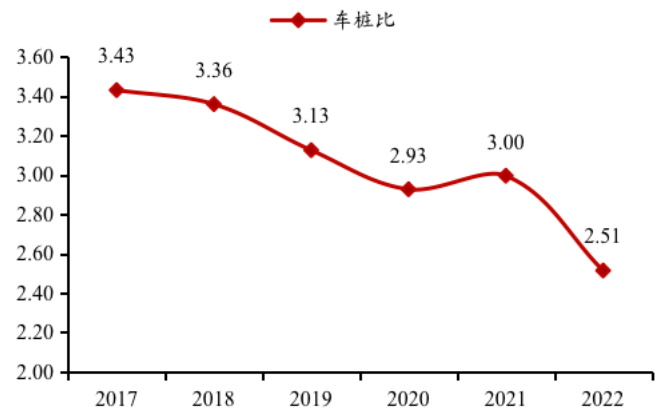
新能源汽车渗透率提升、车桩比下滑、叠加政策催化, 预计未来我国新能源充电设备成长动力充足。根据中汽协数据, 新能源汽车渗透率由2017年的2.7%快速提升至2022年的27.6%, 带动对新能源充电设备需求快速增长。同时受我国人口基数大, 高速公路里程长等特点影响, 消费者对于充电桩数量和充电设备的充电效率均提出了更高要求。从车桩比(新能源汽车与充电桩保有量的比值)角度看, 我国车桩比持续下降。根据公安部公布的新能源汽车保有量揣测, 我国新能源车桩比已由2017年的3.43下降至2022年的2.51。我国《电动汽车充电基础设施发展指南(2015-2020年)》中明确指出, 我国车桩比的建设目标为1:1, 目前车桩比水平距离目标仍有较大差距, 说明未来我国充电桩数量仍有较大增长空间。从政策角度看, 2020年发布的《新能源汽车产业发展规划(2021-2035年)》以及2022年发布的《国家发展改革委等部门关于进一步提升电动汽车充电基础设施服务保障能力的实施意见》均表示要求大力增加基础设施建设并给予财政支持, 也对建设目标作了明确指示, 要求到“十四五”末能够服务超2000万辆新能源汽车。综合以上因素, 我们认为未来我国新能源充电设备行业后续增长动能充足。

图58: 2017-2022年我国新能源汽车渗透率变化趋势



资料来源: 中汽协, 中商产业研究院, 浙商证券研究所

图59: 2017-2022年我国新能源车桩比变化趋势



资料来源: 中国充电联盟, 公安部, 浙商证券研究所

表11: 我国新能源汽车充电基础设施相关政策一览

发布时间	政策名称	政策内容
2023.2	《关于组织开展公共领域车辆全面电动化先行区试点工作的通知》	新增公共充电桩（标准桩）与公共领域新能源汽车推广数量（标准车）比例力争达到1:1，高速公路服务区充电设施车位占比预期不低于小型停车位的10%，形成一批典型的综合能源服务示范站。加快智能有序充电、大功率充电、自动充电、快速换电等新型充换电技术应用，加快“光储充放”一体化试点应用。
2022.12	《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》	优化城市交通网络布局，大力发展智慧交通。推动汽车消费由购买管理向使用管理转变。推进汽车电动化、网联化、智能化，加强停车场、充电桩、换电站、加氢站等配套设施建设。便利二手车交易
2022.8	《加快推进公路沿线充电基础设施建设行动方案》	力争2022年年底，全国除高寒高海拔以外区域的高速公路服务区能够提供基本充电服务。并对公路充电设施投资、建设、运营、维护全过程都作出了具体安排，进一步保障公路沿线电动汽车充电需求。
2022.7	《关于搞活汽车流通扩大汽车消费若干措施的通知》	积极支持充电设施建设，加快推进居住社区、停车场、加油站、高速公路服务区、客货运枢纽等充电设施建设，引导充电桩运营企业适当下调充电服务费。
2022.3	《“十四五”现代能源体系规划》	优化充电基础设施布局，全面推动车桩协同发展，推进电动汽车与智能电网间的能量和信息双向互动，开展光、储、充、换相结合的新型充换电场站试点示范。
2022.1	《国家发展改革委等部门关于进一步提升电动汽车充电基础设施服务保障能力的实施意见》	通过合理布局城市公共充电网络，加快补齐建设县乡镇充电网络，确保到“十四五”末能够服务超过2000万辆新能源汽车。
2021.12	《关于振兴工业经济运行，推动工业高质量发展的实施方案的通知》	加快新能源汽车推广应用，加快充电桩、换电站等配套设施建设。
2021.5	《关于进一步提升充换电基础设施服务保障能力的实施意见（征求意见稿）》	提出完善居住社区充电桩建设推进机制。各地充电基础设施主管部门会同住房和城乡建设、人防、消防等部门建立协同机制，统筹推进居住社区充电桩建设与改造。
2020.11	《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》	落实新能源汽车相关税收优惠政策，优化分类交通管理及金融服务等措施。推动充换电、加氢等基础设施科学布局、加快建设，对作为公共设施的充电桩建设给予政策支持。

资料来源：国务院办公厅，浙商证券研究所

未来直流充电桩占比有望持续提升。以充电技术分类，主要分为直流充电桩和交流充电桩。交流充电桩充电时间较长，充满电一般需要 5-8 小时，安装灵活、成本更低，主要用于公共停车场等；直流充电桩功率较大，充电时间一般低于 1 小时，但技术壁垒较高。据中国充电联盟发布的《2021 中国电动汽车用户充电行为白皮书》，直流充电桩已成为 99.3% 用户的首选，在公共充电桩保有量中，直流充电桩占比仅为 40%，随着居民快充需求提高，直流充电桩占比有望快速提升。

私桩市场容量快速提升，三方化成趋势。公共充电桩市场主要参与者为运营商和大型国企，但随着新能源汽车保有量的快速提升，公共充电桩逐渐难以满足人们的充电需求，因此私有充电桩市场快速发展。根据中国充电联盟数据，2017-2022 年我国私人充电桩保有量由 23.2 万个增长至 341.2 万个，CAGR 达 71.2%，快于公用充电桩 CAGR 53.05%。同时随着部分车企不再随车附赠充电桩，私桩市场三方化成趋势，公牛等第三方品牌有望快速占领市场。

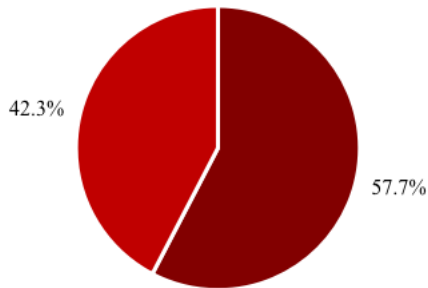
表12: 直流、交流充电桩性能对比

	直流充电桩 (快充)	交流充电桩 (慢充)
充电方式	可直接供电池使用	需要搭配车载充电机
均价	2万-5万元	2000-4000元
充电时长	1.5-3h	8-10h
功率	60kw-80kw	7kw
主要使用场景	商场、企事业单位等	私人停车位、社区等
安装要求	线路铺设安装费用高; 输入电流大; 对供电线路要求严格	费用低; 安装简单; 只需要接入220V的电源就能使用

资料来源: 中国充电联盟, 浙商证券研究所

图60: 2022年公共充电桩中直流、交流充电桩占比

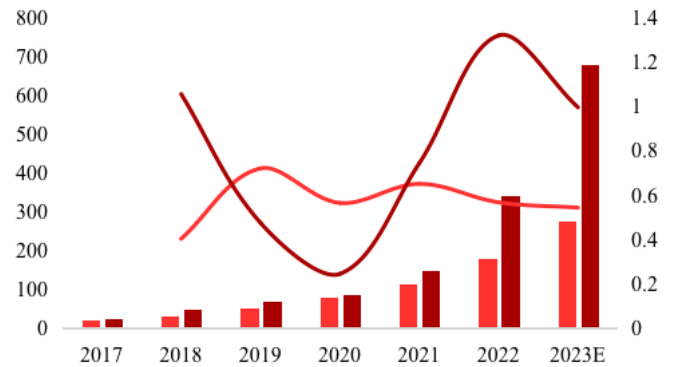
■ 公共交流充电桩占比 ■ 公共直流充电桩占比



资料来源: 中国充电联盟, 浙商证券研究所

图61: 私有充电桩增速较快

■ 公共充电桩保有量 (万个) ■ 私人充电桩保有量 (万个)
— 公共充电桩YOY — 私人充电桩YOY



资料来源: 中国充电联盟, 浙商证券研究所

6.2 消费者认知及供应链与转换器协同, 产品及渠道日益完善

凭借在品牌认知及技术和供应链等方面的协同优势, 公牛于2021年切入新能源充电枪/桩领域。公牛选择切入新能源充电设备的原因在于: (1) 品牌认知与转换器协同。消费者对于新能源充电枪/桩产品的关注重点仍然在于安全用电, 公牛作为民用电工龙头, “安全”的品牌形象早已深入人心。因此公司发展新能源充电枪及充电桩业务可充分发挥品牌协同作用, 快速实现对消费者心智的占领。(2) 技术及供应链等方面与公司原有业务协同。新能源充电枪及充电桩本质上仍然属于电连接产品, 因此在技术路径和产品研发等方面与转换器产品存在一定共通。凭借在技术和供应链方面与原有业务的协同优势, 公司新能源充电枪/桩产品在价格端具有一定优势。(3) 行业竞争格局分散, 且渠道网点分散。公司不聚焦公用充电桩市场, 而更多聚焦C端消费者和小B运营等分散客户。我国私人充电桩市场随新能源汽车保有量提升未来有望成为我国充电桩行业主流, 且当前行业竞争格局分散, 公牛后续份额增长潜力深厚。同时面对分散的C端消费者和小B客户, 对渠道运营和管理的能力要求高。公牛凭借过往开发运营五金和装饰渠道的经验, 在渠道开发方面具有优势。

表13: 公牛新能源充电桩与竞品产品对比

	特斯拉	公牛	普诺得
产品型号	家用充电器国标三代	充电桩(风尚版)	家用交流充电桩
价格	7200 (含服务包)	2699+1500 (安装服务)	3192 (含立柱)
功率	11KW/7KW	11KW	11KW
充电效率 (特斯拉Model 3标准版)	11kw: 65km/h 7kw: 45km/h	约5h充满	约5.5h充满

资料来源: 特斯拉官网, 天猫, 浙商证券研究所

表14: 公牛新能源充电枪与竞品产品对比

	特斯拉	公牛	普诺得
产品型号	移动充电连接器 (欧标6m)	安全随车充智联款 (线长5m)	便携充电枪(无屏 线长5m)
价格	4775	1359	964
产品赠品	需购买电源转换器	附赠10A转16A转换器, 家用普通插座也可充电	可调节电流, 赠送固定背架

资料来源: 特斯拉官网, 天猫, 浙商证券研究所

关注不同用电场景需求, 公牛新能源充电枪/桩产品矩阵日益完善。公牛于2021年开始推出新能源充电桩/枪产品, 始终以用户需求为核心导向, 围绕各类用电场景全面打造产品矩阵, 例如针对B端运营商市场, 推出支持20kW~240kW全功率段灵活配置的直流充电桩, 高集成化、联网运营、独立部署、远程监控等属性可以满足运营商对产品功能、运营效率、后期维保的核心诉求, 目前公牛已经通过交流充电桩、大直流/小直流充电桩、便携式充电枪等产品, 基本实现从低功率到大功率充电产品的全覆盖。同时, 新能源充电桩和充电枪蓝牙款新品也全面接入了“公牛智家”APP, 既可以提升客户使用体验, 也可以联动其他智能家居产品, 提高用户粘性。未来, 公司将持续构建直流充电领域核心技术能力, 支撑运营业务突破增长, 为不同用户群体提供优质、可靠、安全的产品。

图62: 新能源充电桩/枪基本实现低功率到大功率产品全覆盖



资料来源: 公司官网, 公司 ESG 公告, 浙商证券研究所

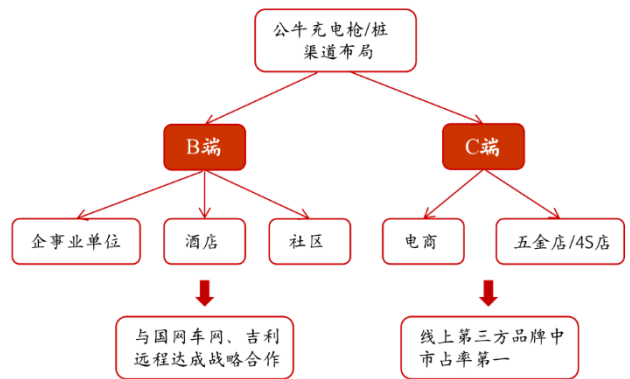
公牛充电枪/桩线上份额领先，线下渠道 C 端及 B 端并举。 凭借“安全用电”的品牌认知协同及在产品里和产品价格等方面的优势，公牛新能源充电枪和充电桩业务快速放量。根据尚普咨询研究数据显示，公牛充电桩产品于 2022 年前三季度全国销量表现优异，在新能源车自用充电桩、新能源车交流充电桩和新能源车挂式充电桩三大细分领域均位列第一。同时 2022 年公牛安全充电枪荣获天猫平台充电枪热销版冠军。线下渠道加快开拓，公司沿用过往对分散网点渠道的开发和管理经验，采取配送访销策略加速线下 C 端网点开发，目前已成功拓展新能源汽车零售商、汽车美容装潢店等专业售点上千家。在 B 端渠道方面，目前公牛已与国网车联网技术公司建立合作关系，通过整合公牛的技术优势和国网车联网的运营服务能力，加速公牛充电桩产品落地社区。同时，公牛也于与吉利远程新能源商用车达成战略合作，吉利远程作为新能源商用车细分赛道龙头，公牛可以借助其平台探索“车+桩”商业模式，进一步打开公用充电桩和海外市场。未来公司将重点对企事业单位、酒店、充电站等客户进行开发试点，加速 B 端渠道的布局与开拓。截至 22 年末，我们预计公司新能源充电枪/桩业务线上渠道占比约 60%，线下占比约 40%，其中 C 端占比预计为 30%，B 端客户占比约 10%。

图63: 公牛荣获天猫平台 2022 年便携式充电枪热销榜冠军



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图64: 公牛集团新能源充电枪/桩业务渠道模式



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

我们认为新能源充电枪/桩业务未来成长空间广阔, 未来有望为公司带来巨大收入贡献。我们假设:

我国乘用车市场较为成熟, 根据中国汽车工业协会预测后续我国乘用车销量将维持温和上涨趋势, 假设至 2025 年我国乘用车销量达到 2561 万台, 至 2030 年我国乘用车销量达到 2827 万台;

新能源汽车渗透率在政策等因素推动下预计持续上涨, 我们保守假设至 2025 年新能源汽车渗透率达到 35%, 至 2030 年我国新能源汽车渗透率达到 45%;

受益于用电场景的日益丰富, 消费者倾向于购买多把充电枪来满足充电需求。因此我们预计新能源车枪比或持续提升, 至 2025 年我国新能源车枪比或达到 1:1.4, 至 2030 年或达到 1:1.9;

我国《电动汽车充电基础设施发展指南(2015-2020 年)》中明确指出, 我国车桩比的建设目标为 1:1, 因此我们假设我国车桩比持续下降。至 2025 年我国车桩比假设为 2.1:1, 假设至 2030 年我国车桩比为 1.6:1;

随着用电场景的丰富, 买车送桩的比例持续下滑等因素影响, 我们预计私人充电桩有望成为行业主流。假设至 2015 年私人充电桩占比达到 62%, 至 2030 年私人充电桩比例达到 65%。

新能源充电枪和充电桩价格参考公牛线上旗舰店售价, 且后续变动幅度相对较小。

综合以上假设, 我们测算至 2030 年我国新能源充电设备行业规模有望达到 3948 亿元, 其中若公牛新能源充电枪/桩市场份额达到 3.5%, 对应营业收入约为 138.2 亿元, 或为公司收入增长带来巨大动能。

表15: 新能源充电设备行业规模及对应公牛营业收入规模测算

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
中国乘用车销量(万台)	2,355	2426	2498	2561	2625	2677	2731	2786	2827
YOY	10.0%	3.0%	3.0%	2.5%	2.5%	2.0%	2.0%	2.0%	1.5%
新能源汽车渗透率	27%	30%	32%	35%	37%	39%	41%	43%	45%
新能源汽车销量(万台)	689	728	799	896	971	1044	1120	1198	1272
YOY	96%	6%	10%	12%	8%	8%	7%	7%	6%
新能源汽车保有量	1369	2058	2785	3585	4481	5452	6497	7616	8814
YOY	75%	50%	35%	29%	25%	22%	19%	17%	16%
新能源充电桩									
车枪比	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9
充电桩数量(万个)	1506	2469	3621	5019	6722	8724	11044	13709	16747
充电桩零售价格(元/个)	1080	1134	1191	1251	1301	1340	1367	1394	1422
充电桩市场规模(亿元)	163	280	431	628	874	1169	1509	1911	2381
新能源充电桩									
车桩比	2.51	2.4	2.3	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6
充电桩保有量(万个)	521	857	1211	1707	2241	2870	3609	4480	5509
2)私人充电桩占比	58.0%	60.0%	61.0%	62.0%	63.0%	63.5%	64.0%	64.5%	65.0%
私人充电桩保有量(万个)	302	514	739	1058	1412	1822	2310	2890	3581
私人充电桩单价(万元/个)	0.40	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	0.43	0.43	0.44
私人充电桩市场规模	122	210	304	441	593	774	991	1252	1566
新能源充电设备市场规模合计(亿元)	285	490	736	1068	1468	1943	2500	3163	3948
YOY	104%	72%	50%	45%	37%	32%	29%	27%	25%
公牛市场份额假设	0.4%	0.5%	0.7%	1.0%	1.4%	1.9%	2.5%	3.0%	3.5%
公牛新能源充电桩/桩收入预测	1.2	2.4	4.8	10.7	20.5	36.9	62.5	94.9	138.2

资料来源: 中国汽车工业协会, 乘联会, 公牛天猫旗舰店, 浙商证券研究所

7 投资建议&盈利预测

7.1 核心假设

电连接业务: 公司电连接业务主要包括转换器、电工胶带、耦合器、线盘、数码配件等, 其中转换器为公司电连接业务基本盘。从行业端来看, 目前我国转换器行业需求量随经济环境波动, 且公牛转换器当前市场份额已超 50%, 后续份额增长空间有限, 所以我们判断后续转换器业务销量增长相对略缓。依托轨道插座等功能化中高端新品占比提升, 叠加公司根据市场环境适度提价, 预计后续转换器业务成长动能主要依靠均价提升。我们预计公司电连接业务 23-25 年收入增速分别为+8.1%/+7.6%/+7.1%。考虑到公司转换器产品结构优化以及电连接业务中低毛利率数码配件、电工胶带、耦合器品类收入占比提升, 我们预计公司整体电连接业务毛利率相对稳定, 23-25 年分别为 39.0%/ 39.1%/ 39.0%。

智能电工照明业务: 智能电工照明业务主要包括墙开、LED 照明、无主灯、其他电工照明产品。(1) 墙开: 销量端受益公司持续完善产品及渠道布局, 推动公司墙开在高端及下沉市场份额进一步提升, 销量增长仍为墙开业务收入增长主要动能, 价格端则相对稳定;(2) LED 照明: 基础光源预计随工商业客户开拓增长稳健, 灯饰业务随品类日益丰富、渠道综合化推动下增长较快;(3) 无主灯业务预计在公牛及沐光双品牌驱动下快速放量。综合来看, 预计公司智能电工照明业务 23-25 年收入增速为+23.8%/ +18.7%/ +16.2%, 毛利率分别为 42.8%/ 42.3%/ 41.9%。

新能源业务: 新能源业务主要包括新能源充电桩/桩及便携式储能业务, 为公司成长盘。其中新能源充电桩/桩业务线上渠道表现优异, 线下 C 端及 B 端渠道持续开拓, 产品矩阵日益完善, 推动公司新能源业务快速放量。预计 23-25 年公司新能源业务收入增速分别为+120.0%/ +104.3%/ +89.0%, 毛利率为 33.8%/ 34.8%/ 35.8%。

表16: 公牛集团收入驱动因素拆分(百万元)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
电连接业务					
营业收入	6765.2	7050.7	7625.4	8207.6	8789.4
YOY	13.4%	4.2%	8.1%	7.6%	7.1%
毛利率	37.0%	38.0%	39.0%	39.1%	39.0%
其中: 转换器					
营业收入	6371.9	6631.5	7172.0	7719.6	8269.2
YOY	14.83%	4.07%	8.15%	7.63%	7.12%
智能电工照明					
营业收入	5551.0	6849.3	8482.7	10066.9	11695.0
YOY	36.9%	23.4%	23.8%	18.7%	16.2%
毛利率	42.0%	41.9%	42.8%	42.3%	41.9%
其中: 墙壁开关插座					
营业收入	3824	4442	5159	5732	6224
YOY	29.6%	16.2%	16.2%	11.1%	8.6%
其中: LED照明					
营业收入	1067	1285	1591	1922	2246
YOY	38.5%	20.5%	23.8%	20.8%	16.9%
其中: 无主灯					
营业收入			120.0	330.0	660.0
YOY				175.0%	100.0%
新能源业务					
营业收入	21	153	336	686	1297
YOY		638.6%	120.0%	104.3%	89.0%
毛利率	27.4%	32.3%	33.8%	34.8%	35.8%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

7.2 投资建议

公司民用电工绝对龙头, 现金牛业务转换器表现稳健, 第二成长曲线墙开持续兑现, LED 照明、无主灯、新能源充电枪/桩等业务后续增长潜力深厚, 公司长期成长动能充足。从可比公司角度看, 公牛为民用电工行业绝对龙头, 公牛品牌形象深入人心, 且在经营质量等方面均优于正泰电器、欧普照明, 可享受一定龙头估值溢价。我们认为公司业务模式及成长逻辑与充分卡位校边店渠道的文具龙头晨光股份、以及渠道体系树大根深的大家居龙头欧派家居更为相似。公司与晨光、欧派均为行业绝对龙头, 依赖自身强渠道管理能力充分形成渠道卡位, 并通过横向延展品类、产品优化升级、多品类融合销售促进单店提升等途径持续成长。因此, 我们预计公司 2023-2025 年收入分别实现 164.44/ 189.61/ 217.81 亿元, 同比增长 16.78%/ 15.30%/ 14.88%; 归母净利润 37.43/ 43.33/ 50.23 亿元, 同比增长 17.38%/ 15.77%/ 15.94%。对应当前市值 PE 分别为 24/ 21/ 18X, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表17: 可比公司估值对比

所属行业	可比公司	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603899.SH	晨光股份	414.43	17.66	21.33	25.34	23.47	19.43	16.35
603833.SH	欧派家居	642.84	31.60	37.00	42.72	20.35	17.38	15.05
601877.SH	正泰电器	585.44	51.82	60.89	71.86	11.30	9.61	8.15
603515.SH	欧普照明	151.56	9.22	10.47	11.66	16.44	14.48	12.99
		平均值				17.89	15.23	13.14
		中位数				18.40	15.93	14.02
603195.SH	公牛集团	905.28	37.43	43.33	50.23	24.19	20.89	18.02

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

8 风险提示

房地产行业疲弱: 公司墙壁开关插座、LED 照明、无主灯等产品均属于地产后周期产品, 其消费需求与上游地产销售及竣工、存量房翻新需求息息相关, 若上游地产销售及竣工数据疲弱, 或存量房翻新需求释放不及预期, 或导致公司墙开、照明等产品销售冷淡, 影响公司收入成长。

原材料价格大幅上涨: 公司民用电工产品原材料主要为铜、塑料等, 公司随积极进行套期保值业务平滑原材料价格波动对公司盈利能力的影响, 但若原材料价格持续大幅上涨, 公司套期保值效果会受到削弱, 最终对公司利润端产生不利影响。

新业务拓展不及预期: 公司中长期成长动能依赖新能源充电枪/桩、智能无主灯、储能等新业务的发展。若市场环境、政策、行业主流技术等出现快速变化, 致使新能源充电枪/桩、无主灯、储能等产品渗透率提升不及预期, 或公司新业务的份额增长不及预期, 对公司业务长期成长或产生较大扰动。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	13,560	18,665	23,434	29,521
现金	4,612	8,965	13,696	19,147
交易性金融资产	6,949	6,969	6,979	6,989
应收账款	227	314	252	391
其它应收款	72	190	237	177
预付账款	50	51	54	76
存货	1,285	1,707	1,693	2,197
其他	366	469	521	545
非流动资产	3,090	2,968	2,835	2,692
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1,854	1,739	1,602	1,440
无形资产	326	331	344	374
在建工程	611	581	566	552
其他	299	317	323	326
资产总计	16,650	21,633	26,268	32,213
流动负债	4,086	5,370	5,668	6,601
短期借款	845	1,018	1,202	1,214
应付款项	1,644	2,282	2,144	2,946
预收账款	0	0	0	0
其他	1,597	2,070	2,322	2,441
非流动负债	149	109	117	111
长期借款	0	0	0	0
其他	149	109	117	111
负债合计	4,235	5,479	5,785	6,712
少数股东权益	16	13	8	4
归属母公司股东权	12,399	16,142	20,474	25,498
负债和股东权益	16,650	21,633	26,268	32,213

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3,058	4,244	4,493	5,343
净利润	3,185	3,739	4,329	5,018
折旧摊销	265	272	271	281
财务费用	(31)	37	44	48
投资损失	(272)	(282)	(327)	(378)
营运资金变动	(115)	353	49	254
其它	25	125	128	120
投资活动现金流	(1,746)	13	91	142
资本支出	(1,015)	(235)	(224)	(228)
长期投资	0	(25)	(12)	(10)
其他	(731)	273	327	379
筹资活动现金流	(1,945)	96	147	(35)
短期借款	345	173	184	12
长期借款	0	0	0	0
其他	(2,290)	(77)	(38)	(47)
现金净增加额	(627)	4,353	4,731	5,450

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	14,081	16,444	18,961	21,781
营业成本	8,730	10,034	11,551	13,281
营业税金及附加	116	127	148	167
营业费用	800	951	1,106	1,273
管理费用	501	568	646	744
研发费用	588	671	783	901
财务费用	(108)	14	(0)	(20)
资产减值损失	(12)	(14)	(13)	(14)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	272	282	327	378
其他经营收益	133	172	200	229
营业利润	3,814	4,494	5,212	5,998
营业外收支	(60)	(88)	(83)	(83)
利润总额	3,754	4,407	5,129	5,915
所得税	569	668	800	896
净利润	3,185	3,739	4,329	5,018
少数股东损益	(3)	(4)	(4)	(5)
归属母公司净利润	3,189	3,743	4,333	5,023
EBITDA	3,702	4,559	5,224	5,951
EPS (最新摊薄)	5.30	6.23	7.21	8.36

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	13.70%	16.78%	15.30%	14.88%
营业利润	4.46%	17.84%	15.97%	15.07%
归属母公司净利润	14.68%	17.38%	15.77%	15.94%
获利能力				
毛利率	38.00%	38.98%	39.08%	39.03%
净利率	22.64%	22.76%	22.85%	23.06%
ROE	25.72%	23.19%	21.16%	19.70%
ROIC	21.97%	21.16%	19.26%	17.99%
偿债能力				
资产负债率	25.44%	25.33%	22.02%	20.84%
净负债比率	34.11%	33.91%	28.25%	26.32%
流动比率	3.32	3.48	4.13	4.47
速动比率	2.90	3.06	3.74	4.05
营运能力				
总资产周转率	0.88	0.86	0.79	0.74
应收账款周转率	63.14	61.01	67.39	68.17
应付账款周转率	5.22	5.12	5.22	5.22
每股指标(元)				
每股收益	5.30	6.23	7.21	8.36
每股经营现金	5.09	7.06	7.48	8.89
每股净资产	20.63	26.85	34.06	42.42
估值比率				
P/E	28.39	24.19	20.89	18.02
P/B	7.30	5.61	4.42	3.55
EV/EBITDA	22.25	18.12	14.94	12.20

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“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，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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和/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。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>