

良信股份 (002706)

发力工建等项目型市场，未来百亿营收可期

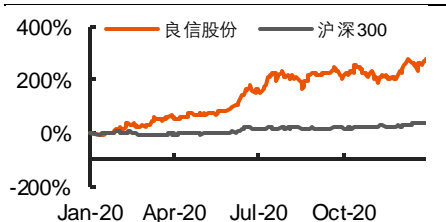
推荐 (维持)

现价: 30.24 元

主要数据

行业	电力设备
公司网址	www.sh-liangxin.com
大股东/持股	任思龙/10.40%
实际控制人	任思龙、樊剑军、陈平、丁发晖
总股本(百万股)	785
流通 A 股(百万股)	598
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	237
流通 A 股市值(亿元)	181
每股净资产(元)	2.65
资产负债率(%)	32

行情走势图



相关研究报告

《良信电器*002706*复盘与展望: 探寻良信高速增长的主要驱动力》 2020-09-25

证券分析师

- 朱栋** 投资咨询资格编号: S1060516080002
zhudong615@pingan.com.cn
- 皮秀** 投资咨询资格编号: S1060517070004
pixiu809@pingan.com.cn

研究助理

- 王霖** 一般从业资格编号: S1060118120012
wanglin272@pingan.com.cn
- 王子越** 一般从业资格编号: S1060120090038
wangziyue395@pingan.com.cn



投资要点

目前公司已经在地产、通信、新能源等行业形成了优势地位，市场份额稳居前列。从低压电器下游来看，以工建、关键基础设施、商建等为代表的项目型市场空间巨大，目前主要参与者为外资龙头企业。展望公司中长期发展，我们认为公司来自工建、基础设施等高端市场的营收比例将会明显上升，**项目型市场将成为公司成长为百亿级营收企业的重要增长点之一**。从公司产品、营销等方面的实力来看，我们预计未来三年公司在项目型市场的开拓将进入高速发展期。

平安观点:

- **21 年受益于多重利好因素，低压电器行业景气度向上**：展望 2021 年，业内龙头企业普遍认为行业景气度将较 20 年进一步上升，我们预测整体市场规模将超过 1000 亿元。行业增长主线有三条，包括：地产竣工、5G/数据中心等新基建项目落地和制造业投资增长。以中高端需求为主的项目型市场对国产品牌而言基本是蓝海市场，从中长期来看，我们认为随着良信股份产品线的不断丰富和在多个市场的客户开拓，未来公司在项目型市场的份额有望逐渐超越 ABB、西门子等外资品牌。
- **项目型市场是公司实现百亿级营收体量的重要发力点**：国内低压电器项目型市场主要包括工业厂房、商业/公共建筑、关键基础设施等，在这些领域业主通常采用项目招标方式确定低压电器品牌。以 19 年国内低压电器市场规模 890 亿元为基数，我们测算项目型市场规模大致为 429 亿元，其中工业厂房的需求占项目型市场总规模的 41%左右。目前公司在项目型市场的营收比例较小，若以项目型市场中 70%为与公司品牌定位相符的中高端需求，则可达市场空间为 300 亿元，考虑到公司在技术和品牌影响力上不断向施耐德、ABB 靠拢，我们预计公司未来五年在项目型市场的份额有望快速增长至 15-20%左右，为公司贡献 50 亿元左右的营收增量。此外，由于项目型市场的高毛利率，还将推动公司整体盈利能力的上升。
- **业务模式借鉴施耐德，在工建等领域不断突破**：公司在业务模式中借鉴了

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,574	2,039	3,041	4,575	6,024
YoY (%)	8.4	29.5	49.2	50.4	31.7
净利润(百万元)	222	273	379	610	821
YoY (%)	5.6	23.0	38.7	61.0	34.7
毛利率(%)	40.8	40.8	40.9	41.6	42.3
净利率(%)	14.1	13.4	12.5	13.3	13.6
ROE(%)	12.6	15.1	19.0	25.7	27.5
EPS(摊薄/元)	0.28	0.35	0.48	0.78	1.05
P/E(倍)	106.9	86.9	62.7	38.9	28.9
P/B(倍)	13.5	13.1	11.9	10.0	7.9

施耐德在国内市场的成功经验，核心表现在两个方面：（1）将技术实力提升视为基础；（2）不断优化直销体系。在技术实力提升方面，公司常年保持 7-8% 的研发费用率，新增专利数量持续增长；在营销方面，公司建立了以“区域销售+战略客户销售+行业线”为核心的矩阵式销售架构，全面覆盖项目型市场采购决策链。从目前的进展来看，公司来自工建、公商建等领域的收入保持高速增长，尤其是在工建领域，预计公司将进入收获期，在石油炼化、轨交等重点行业将率先实现大幅增长。

- **管理学习华为，完善激励机制+打造行业标杆服务能力：**公司在内部管理和外部客户服务上学习华为，使得公司相比外资同行能够形成差异化的竞争优势。在内部管理上，公司通过完善激励体系和理顺端到端响应流程，使得市场、研发和生产等中后台部门能够主动响应前线销售的需求。合理的激励机制，使得公司一方面能够汇聚更多国内低压电器行业的优秀人才，另一方面在客户需求响应的速度上也快于外资企业。在客户服务方面，围绕售前技术方案讲解、售中产品交付以及售后维保全流程，打造了满足客户差异化需求的服务体系，推动更多高端客户从外资切换至使用公司的产品。
- **投资建议：**我们认为以工建、公商建等行业为主的项目型市场将成为公司的重点发力领域之一，公司未来在项目型市场的份额有望达到 15-20% 左右，提供超过 50 亿元的营收增量。此外，项目型市场的高毛利率还将推动公司盈利能力的进一步提升。考虑到行业的高景气度和公司竞争力的快速提升，我们调整对公司的归母净利润预测为 20/21/22 年分别为 3.79/6.10/8.21 亿元（前值分别为 3.64/4.86/6.54 亿元），对应 1 月 25 日收盘价 PE 分别为 62.7/38.9/28.9 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1）若原材料价格大幅上涨，可能会对公司毛利率产生不利影响；2）若宏观经济大幅下行，将对低压电器行业整体需求产生不利影响；3）在高端项目型市场，目前仍然以外资为主，若公司市场开拓不达预期，可能影响业绩增速。

正文目录

一、	行业景气度向上，工建等项目型市场为公司未来重要增长空间	5
1.1	21年受益于多重利好因素，低压电气景气度向上	5
1.2	项目型市场是公司实现百亿级营收体量的重要发力点	7
二、	业务借鉴施耐德，服务学习华为，公司在项目型市场份额持续提升	10
2.1	业务模式借鉴施耐德，在工建等领域不断突破	10
2.2	管理学习华为，完善激励机制+打造行业标杆服务能力	12
三、	投资建议	13
四、	风险提示	13

图表目录

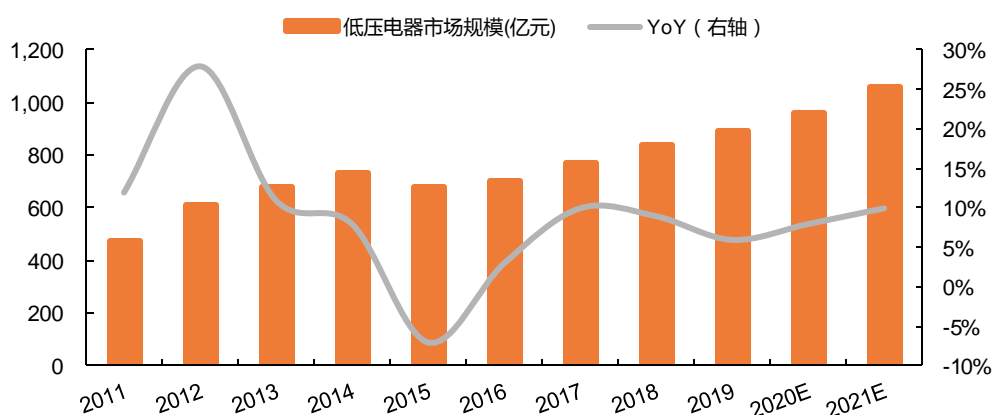
图表 1	国内低压电器整体市场规模测算.....	5
图表 2	国内数据中心行业每年新增机柜数量.....	6
图表 3	国内制造业呈现复苏势头.....	6
图表 4	按照终端市场和销售模式对国内低压电器市场进行划分.....	8
图表 5	四大终端市场规模占比估算.....	8
图表 6	建筑市场主要下游规模占比.....	8
图表 7	工业市场主要下游规模占比.....	9
图表 8	基础设施市场主要下游规模占比.....	9
图表 9	国内低压电器项目型市场主要下游行业占比.....	9
图表 10	良信股份研发费用率.....	10
图表 11	良信股份新增专利数量.....	10
图表 12	公司提升在项目型市场竞争力的部分发明专利摘录.....	10
图表 13	公司组织化工行业配电方案研讨会.....	12
图表 14	公司 NDW3 框架断路器用于沙钢集团项目.....	12
图表 15	公司 NDW2 框架断路器用于炼化项目.....	12
图表 16	公司 NDB3 断路器用于青藏铁路.....	12
图表 17	公司打造了行业标杆的服务体系.....	13

一、行业景气度向上，基建等项目型市场为公司未来重要增长空间

1.1 21 年受益于多重利好因素，低压电气景气度向上

我们测算 20 年国内低压电器整体市场规模约为 960 亿元，下游主要行业包括楼宇、工业厂房、关键基础设施、电力四大领域。20 年低压电器行业整体保持稳健增长，尤其是中高端市场，在地产竣工、5G 和数据中心等新基建投资持续的推动下，保持较高景气度。我们估算 20 年国内低压电器行业整体增速在 8% 左右，中高端市场整体增速在 10% 左右。展望 2021 年，业内龙头企业普遍认为行业景气度将较 20 年进一步提升，整体市场规模将超过 1000 亿元。

图表1 国内低压电器整体市场规模测算



资料来源: Wind, 平安证券研究所

从下游需求来看，2021 年低压电器行业确定性较强的需求主线有三条：

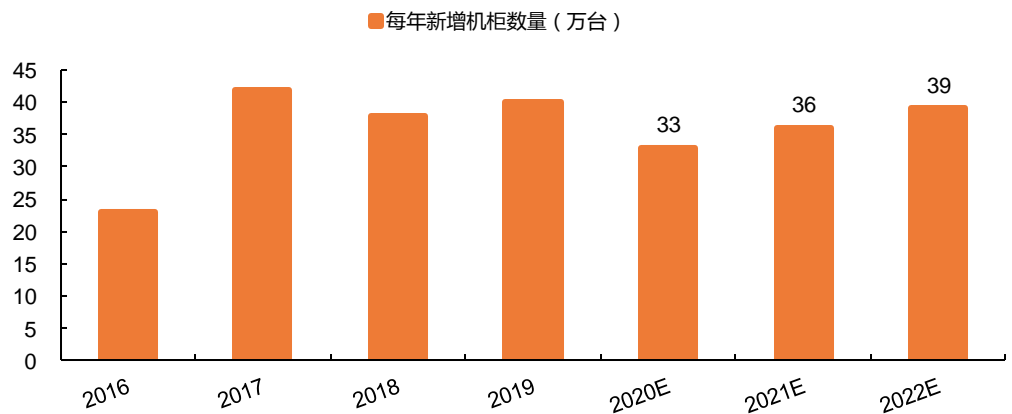
- 地产竣工面积绝对值处于高位带来的需求；
- 5G 建设、数据中心等新基建项目落地的需求；
- 制造业固定资产投资增加带来的基建领域需求增长。

地产行业需求有望在 21 年保持高位。从 19 年下半年开始，地产行业进入竣工周期，低压电器在地产中的需求包括入户配电箱、楼层非标箱和小区低压配电房这三大块。从订单下达节奏来看，由于低压电器是在建筑土建部分完工，进入水电气管路安装阶段进行大批量采购，因此其需求释放节奏与竣工具备很高的相关性，一般来说领先竣工半年左右。在 20 年上半年，由于疫情导致的项目施工进度滞后，地产行业需求弱于预期；进入下半年，来自地产行业的低压电器订单呈现快速增长趋势，由于 21 年地产竣工面积绝对值仍然处于高位，我们预计地产行业需求处于较为强劲的水平。目前公司是万科、碧桂园等多家龙头房企的战略供应商，并且在 Top20 房企中的份额在不断上升，替代施耐德、西门子等外资企业，地产行业由于竣工带来的需求增长在 21 年有望延续，对公司的业绩有较好的支撑作用。

5G、数据中心等新基建项目有望在 21 年带来更多需求。根据对通信设备企业的调研，目前预计 21 年国内 5G 宏站建设数量在 60 万站左右，与 20 年基本持平；但是由于高密电源方案在成本、空间方面的优势，预计 21 年华为、中兴等厂商在通信设备中采用高密电源方案的比例有望上升至 40-50% 之间，对公司的 5G 1U 断路器的需求仍有较大增长。除了 5G 之外，预计数据中心对低压电器的需求也将保持在较好水平。根据中国信通院的数据，2019 年国内数据中心机柜数量为 244 万个，同比

新增机柜 40 万个；预计在 20-22 年，每年新增机柜数量分别为 33/36/39 万个。根据我们对数据中心低压电器价值量的测算，平均每机柜低压电器用量约为 1.1 万元，预计 21 年数据中心行业对低压电器的需求规模为 40 亿元。近几年公司在数据中心领域与中移动等龙头客户有广泛合作，随着公司解决方案的成熟和品牌认可度在数据中心行业的提升，预计未来公司将在互联网厂商的数据中心项目中获得更多份额，带来较大的业绩弹性。

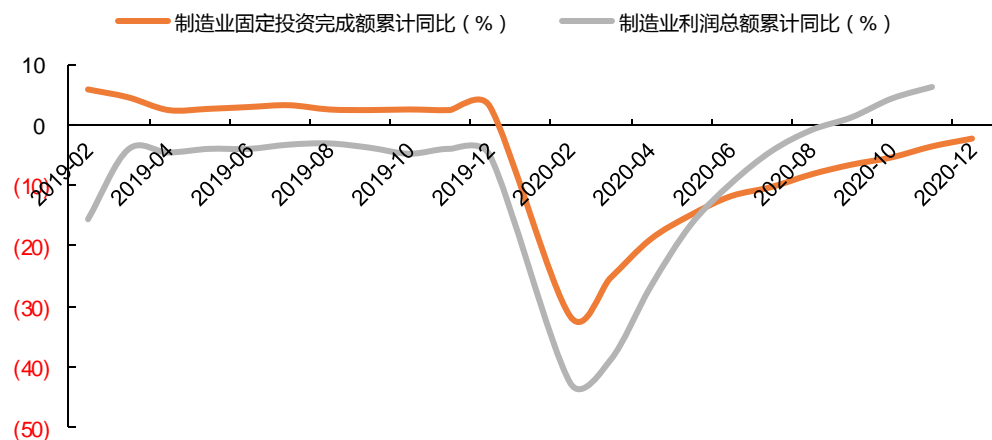
图表2 国内数据中心行业每年新增机柜数量



资料来源：通信协会、平安证券研究所

制造业复苏有望推动对低压电器需求上升。制造业对低压电器的需求分为工业厂房和 OEM 设备两部分，其中工业厂房领域的需求占低压电器总市场规模的比例在 25%左右。展望 21 年，全球经济的复苏有望推动制造业订单的增长和利润的改善，进而带动制造业固定投资的增加。根据国家统计局的数据，20 年 10-12 月，制造业固定资产投资完成额累计同比分别为 -5.3%/-3.5%/-2.2%，显示出制造业复苏带来的工建等领域需求的增长；此外，从我们对低压电器龙头外资的调研来看，业内普遍看好 21 年工建市场的需求增长。

图表3 国内制造业呈现复苏势头



资料来源：Wind、平安证券研究所

在行业整体需求保持较高景气度的同时，我们认为以中高端需求为主的项目型市场对国产品牌而言基本是蓝海市场，目前在项目型市场的主要竞争者是施耐德、ABB 等外资厂商，国产品牌中仅良信、

常熟等少数几家企业有一定的份额。从中长期看，得益于公司产品竞争力的提升和品牌认可度的提高，以及在工建、公商建等领域的投入增加，我们预计公司在项目型市场将进入快速发展期，未来份额有望逐渐超越 ABB、西门子等外资品牌。目前公司在石油炼化、冶金、轨交等重点行业市场开拓顺利，已处于项目型市场的加速渗透期，**随着公司解决方案的成熟和营销端客户覆盖面的提升，预计项目型市场将是公司未来成长为百亿级营收体量公司的重要增量空间。**

1.2 项目型市场是公司实现百亿级营收体量的重要发力点

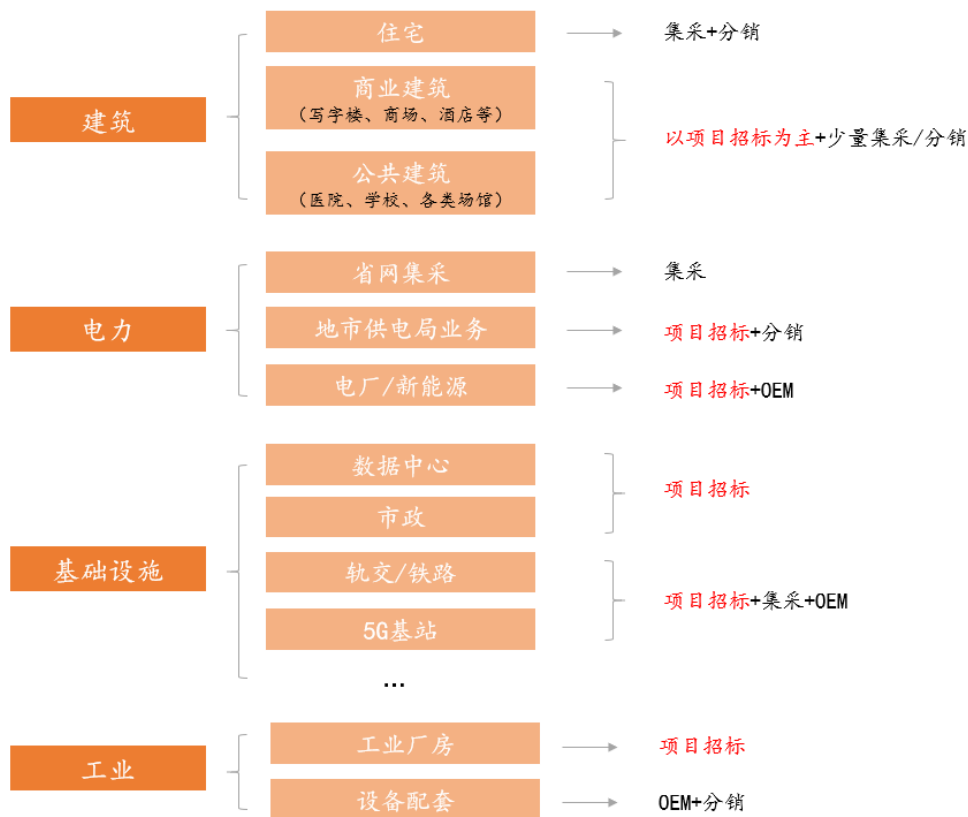
目前国内低压电器项目型市场主要包括工业厂房、商业建筑、公共建筑、数据中心等关键基础设施，在这些领域项目甲方主要通过招标方式确定工程项目中低压成套设备厂商和断路器等核心元器件品牌。若按照销售方式进行划分，在低压电器行业，除了通过项目投标进行产品销售之外，还有通过经销商分销、大客户集采和 OEM 供货这几种方式，每个细分市场的主要参与者和目标客户特点有所不同：

- (1) **项目型市场：**主要竞争者为施耐德、ABB 和西门子等外资品牌，以及良信电气、常熟开关等国内高端品牌；部分小型项目定位较低，以国产中端品牌为主。由于低压电器占项目投资比例较小，大部分项目业主对品牌、产品性能要求较高。
- (2) **分销市场：**主要竞争者为德力西等国产中端品牌，但是外资品牌中施耐德、ABB 也有一定比例的分销业务；主要面向散单客户，在满足基础功能的前提下用户对价格考虑较多。
- (3) **集采市场：**市场竞争者众多，主要国产和外资品牌均参与集采市场的竞争，主要客户包括地产商、通信运营商、国网省级公司等；用户对产品品质和价格的要求较为均衡。
- (4) **OEM 市场：**多数品牌均有参与，主要客户为设备厂商，用于机械或者电气设备配套；根据客户产品线定位的不同，会选用不同品牌的低压元器件，但总体来说用户对价格有一定的考量。

从以不同销售模式划分的各细分市场的特点可以看出，**用户对产品性能和品牌的要求是：项目型市场>集采市场>OEM 市场>分销市场；用户对产品价格的考虑是：分销市场>OEM 市场>集采市场>项目型市场。**这样的特征决定了在国内低压电器项目型市场中，外资凭借产品质量和性能优势，以及多年积累的品牌口碑，占据着较多的市场份额，对于以良信为代表的国产高端品牌而言，项目型市场基本属于蓝海，一旦能够实现大规模突破，将有巨大的增长空间。

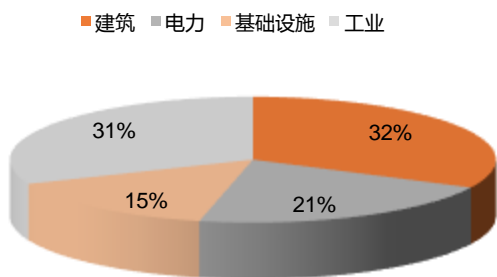
对于项目型市场的测算，我们采用的方式是先按照下游四大终端市场建筑、电力、基础设施和工业进行拆分，再估算每个终端市场中按照项目制进行销售的产品规模占比，以此测算出整体的项目型市场规模。

图表4 按照终端市场和销售模式对国内低压电器市场进行划分



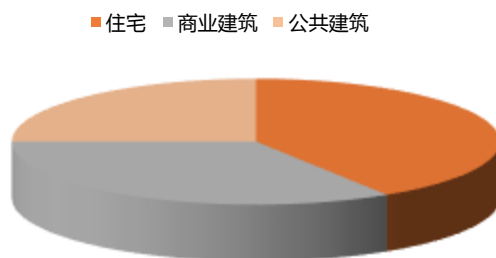
资料来源：行业调研，平安证券研究所

图表5 四大终端市场规模占比估算



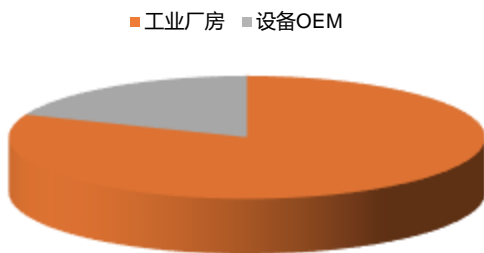
资料来源：行业调研，平安证券研究所

图表6 建筑市场主要下游规模占比



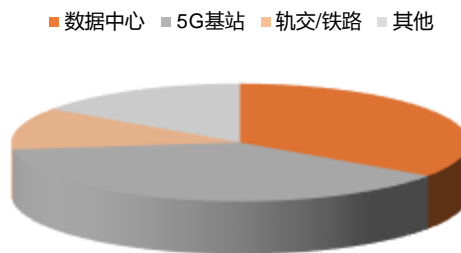
资料来源：行业调研，平安证券研究所

图表7 工业市场主要下游规模占比



资料来源: 行业调研, 平安证券研究所

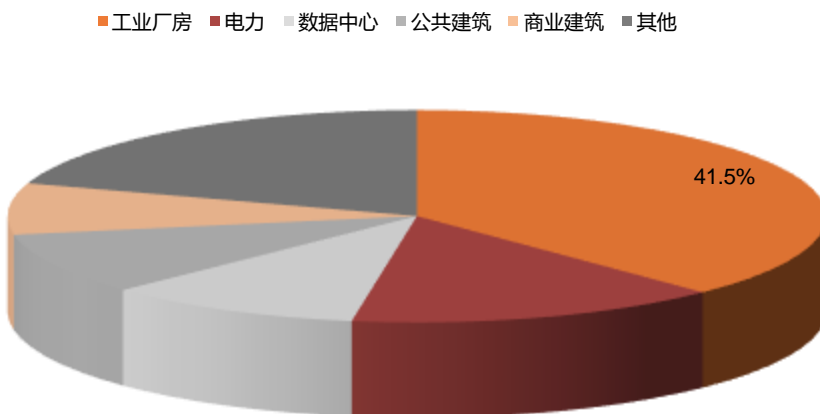
图表8 基础设施市场主要下游规模占比



资料来源: 行业调研, 平安证券研究所

通过对下游行业的拆分, 并且综合行业调研信息考虑不同细分市场项目型销售的比例, 以 19 年国内低压电器整体市场规模 890 亿元为基数, 我们估算在建筑/电力/基础设施/工业领域项目型销售的规模分别为 82/70/99/178 亿元, 因此 19 年国内低压电器项目型市场规模大致约为 429 亿元。从行业来看, 工业厂房、电力、商建、公建为项目型市场的主要下游应用。

图表9 国内低压电器项目型市场主要下游行业占比



资料来源: 平安证券研究所

从市场份额来看, 我们根据行业调研信息估算, 三大外资品牌在低压电器项目型市场的份额在 40-50% 左右, 二线外资和国产高端品牌良信、常熟合计占据约 15-20% 的份额, 主要集中在数据中心、大型工业厂房、一二线城市商建等高端应用中; 剩余 30% 左右的份额主要由中端国产品牌占据, 主要原因在于项目型市场并不完全等同于高端市场, 例如小型企业的厂房建设、中西部地区的部分供电局项目等, 尽管也是项目制的销售方式, 但是由于业主整体预算偏紧, 在低压元器件选择上多采用注重性价比的中档国产品牌。

目前公司在项目型市场的营收比例较小, 若以公司近两年工建、公商建业务的营收体量进行测算, 则目前在项目型市场的份额为个位数。从中长期看, 我们预计公司将成长为在低压电器赛道中对标施耐德的行业领军企业, 在保持现有在地产、通信、新能源等优势行业的龙头地位的同时, 我们认为项目型市场将成为公司达到百亿级营收体量的重要增长点。若以项目型市场中 70% 为与公司品牌定位相符的高端需求进行测算, 则可达市场空间为 300 亿元, 考虑到公司在技术和品牌影响力上不

断向施耐德、ABB 靠拢，我们预计公司未来五年在项目型市场的份额有望提升至 15-20%左右，则
 将为公司贡献 50 亿元左右的营收增量。此外，由于项目型市场中各类高端应用的高毛利率，未来公
 司来自工建等项目型市场收入比例的上升还将推动公司整体毛利率的上升。

二、业务借鉴施耐德，服务学习华为，公司在项目型市场 份额持续提升

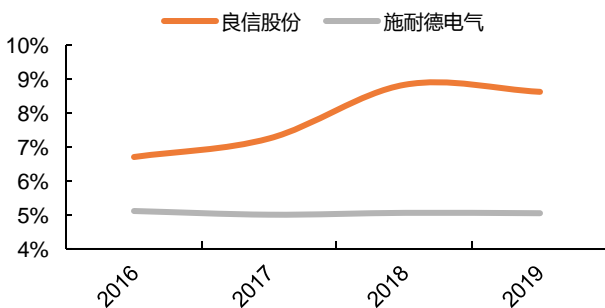
2.1 业务模式借鉴施耐德，在工建等领域不断突破

公司在业务模式中借鉴了施耐德在国内低压电器市场的成功经验，核心表现在两个方面：

- (1) 将技术实力提升视为基础，产品竞争力赶超施耐德等领先企业；
- (2) 不断优化直销体系，能够高效的覆盖目标客户采购决策链。

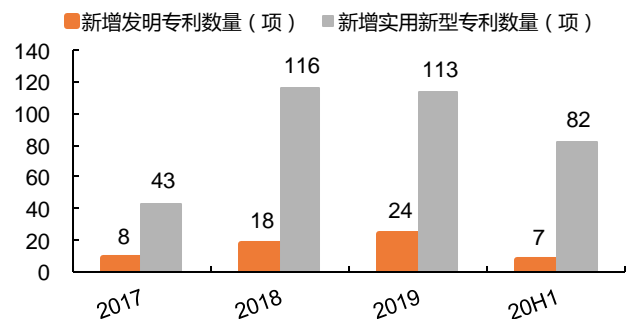
在技术实力的提升上面，如我们在 20 年 9 月份发布的公司深度报告《复盘与展望：探寻良信高增长
 的主要驱动力》中所分析，公司近年来一直致力于通过技术研发驱动产品竞争力的提升，常年保持
 7-8%的研发费用率，新增专利数量持续增长，公司技术专利储备主要包括：(1) 框架、塑壳断路器
 性能的提升、(2) 高端双电源转换技术、(3) 智能化配电技术、(4) 智能家居技术四个方面。除了
 智能家居技术主要用于地产行业的大客户集采之外，其他三个方面的技术储备对于公司在项目型市
 场产品竞争力的提升均有明显的帮助。

图表10 良信股份研发费用率



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 良信股份新增专利数量



资料来源: CNIPA, 平安证券研究所

图表12 公司提升在项目型市场竞争力的部分发明专利摘录

专利研发方向	专利名称	专利申请时间	涉及主要内容
断路器性能提升	一种断路器的触头系统	2018年4月	提升框架断路器电弧熄灭能力
	断路器动触头系统的改良结构	2018年5月	提升动触头动作的可靠性和稳定性
	万能式断路器的静触头结构	2018年5月	提升断路器分断能力
	有半封闭腔室的灭弧装置	2018年6月	提升快速灭弧能力
双电源技术	抽出式带双旁路的自动转换开关	2018年6月	使得双电源具备不断电旁路检修功能
	一种自动转换开关的触头结构	2018年6月	实现中性线重叠转换功能的基础

	一种具有中性线重叠功能的自动转换开关	2018年6月	实现重叠转换,提升在数据中心的竞争力
	断路器温度采集装置	2018年12月	对断路器内部温度进行监控
智能配电技术	断路器的故障分析方法、断路器及智能配电系统	2020年2月	提升断路器智能化程度,减少故障排除工作量
	断路器、断路器系统、断路器通信方法、装置	2020年2月	实现断路器智能化管理和维护

资料来源: CNIPA, 平安证券研究所

在直销体系方面,公司建立了以“区域销售+战略客户销售+行业线”为核心的矩阵式销售架构,与施耐德在国内的销售体系有较多相似之处。在借鉴施耐德的成功经验的同时,公司根据自身的客户开拓情况,从2020年下半年开始通过增加区域办事处的销售人员,大幅增强了在工建等项目型市场的客户覆盖面,为未来三年的发力打下了基础。由于低压电器的下游行业众多,且多数行业应用之间的差异小于工控行业,因此公司目前以区域销售为基础、辅以行业线的矩阵式直销体系其覆盖客户的效率要高于过往曾经采用过的行业线销售架构。公司直销体系的不断完善,使得公司在把握项目型市场核心决策链、快速响应客户需求等方面的表现都优于国内竞争对手,具体而言体现在三个方面:

- (1) **分工明确,能够把握客户决策链各个环节:**在区域销售层级,直销体系通常按照职责将销售人员划分为项目型销售、设计院销售和盘厂销售。其中,项目型销售在项目招投标中起到主导作用,包括甲方关系维护、了解客户需求、标书应答等。通过这种方式,公司能够较好的把握项目型市场采购决策的各个环节,实现更高的项目中标率。
- (2) **直接触达客户,快速响应客户需求:**公司直销团队对公司产品和竞品的优劣势更为了解,能够更好的向客户推广公司的产品并及时传递客户需求,在向客户提供解决方案时也能更好的获得研发、产品经理等中后台部门的支持。
- (3) **市场推广更为高效,提升客户对品牌认可度:**在直销体系之下,各地区销售可以面向重点甲方客户、设计院组织更有针对性的市场推广活动,例如对电气设计师组织技术交流、产品选型讲解、技术研讨会等活动;针对甲方客户组织工厂参观、邀请产品经理上门讲解技术方案优点等活动。通过持续高频的市场推广活动,产业链各环节的客户能够更快的感知公司的技术水平提升,提高对公司品牌的认可度。

从目前公司在项目型市场的进展来看,由于产品和营销两端的持续发力,公司在工业厂房、商业建筑、关键基础设施等领域的业务近两年保持了高速增长。尤其是在工建领域,公司近两年已有较多的客户资源积累,在石油炼化、轨道交通、冶金制造等重点行业已经有部分标杆客户的项目落地;此外,公司通过组织技术研讨会、参观交流等活动提升了客户对公司产品和品牌的认知,获得了中石油、中石化、申通地铁等多个重量级客户的好评。

图表13 公司组织化工行业配电方案研讨会



资料来源: 良信股份, 平安证券研究所

图表14 公司 NDW3 框架断路器用于沙钢集团项目



资料来源: 良信股份, 平安证券研究所

图表15 公司 NDW2 框架断路器用于炼化项目



资料来源: 良信股份, 平安证券研究所

图表16 公司 NDB3 断路器用于青藏铁路



资料来源: 良信股份, 平安证券研究所

由于项目型市场客户培育周期较长，一个大型项目从设计院上图设计到最终落地采购可能有 2-3 年的周期，考虑到公司近两年在项目型市场的产品投放和品牌宣传活动的明显增多，我们预计未来三年将成为公司项目型市场营收快速增长的收获期，将为公司成长为百亿级营收企业提供重要增长动力。

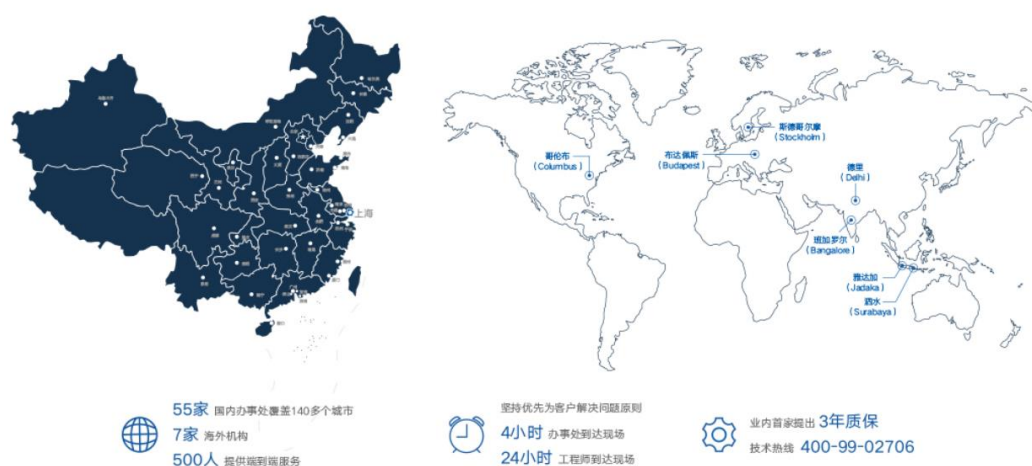
2.2 管理学习华为，完善激励机制+打造行业标杆服务能力

公司在业务运营上借鉴施耐德的同时，在内部管理和外部客户服务上学习华为，使得公司相比外资同行能够形成差异化的竞争优势，主要体现在以下两个方面：

- (1) **内部加强对中后台员工的激励，理顺客户需求端到端的传递和响应：**低压电器外资企业主要针对一线销售人员有一定的弹性激励政策，但是对研发、市场等中后台部门给予的激励较少。公司在 20 年发布员工持股计划的同时，也在内部完善了对中后台员工与产品线业绩挂钩的激励政策，使得市场、研发和生产等部门能够主动响应前线销售的需求，而不是被动承接。通过这种方式，公司一方面能够汇聚更多国内低压电器行业的优秀人才，另一方面公司在客户需求响应的速度上也快于外资企业。对于项目业主而言，由于设计、用途等原因多数项目均有一定程度的定制化需求，因此项目业主对产品厂商的响应能力也非常看重，公司打造的端到端的快速响应能力在增加客户信任度上具有明显优势。

- (2) **对外打造行业标杆的客户服务能力：**由于项目型销售业务流程长，不同客户需求存在差异，因此对公司的客户服务能力也有一定的要求，包括售前的技术方案讲解、售中的商务合同签署和产品交付、以及售后的产品维保等。公司目前的销售网络覆盖国内 140 多个城市，并在海外设立 5 个办事机构，围绕以客户为导向，满足客户差异化需求，打造亲近客户型的服务网络。公司目前的服务体系有 500 人提供端到端的服务，能够实现 4 小时办事处到达现场、24 小时工程师到达现场，每亿元销售对应的服务人员数量和承诺的响应时间均明显优于竞争对手。在一定程度上得益于公司售前对客户重视和售后服务的优异口碑，使得大量高端客户愿意从外资品牌切换到使用公司的产品。

图表17 公司打造了行业标杆的服务体系



资料来源：良信股份，平安证券研究所

我们认为，产品品质可以看作是公司的硬实力，管理和服务能力的提升则是公司的软实力，能够加速提升客户对公司品牌的认知，有利于打消过去习惯使用外资品牌的中高端用户对公司产品的顾虑，为公司赢得更多的业务机会。

三、投资建议

公司定位低压电器高端市场，目前在地产、通信、新能源等优势行业发展势头良好，龙头地位不断巩固。从中长期看，我们预计以工建、商建和基础设施等行业为主的项目型市场将成为公司增长的又一重要领域。根据我们的测算，19年项目型市场规模约为 429 亿元，其中属于中高端需求的规模大约为 300 亿元，我们预计公司未来在项目型市场的份额有望达到 15-20%左右，提供超过 50 亿元的营收增量。此外，考虑到项目型市场的高毛利率，我们预计公司未来在项目型市场的放量将带来营收和毛利率的双提升。考虑到行业的高景气度和公司内部管理的不断优化，我们调整对公司的归母净利润预测为 20/21/22 年分别为 3.79/6.10/8.21 亿元（前值分别为 3.64/4.86/6.54 亿元），对应 1 月 22 日收盘价 PE 分别为 62.7/38.9/28.9 倍，维持“推荐”评级。

四、风险提示

1. 低压电器原材料成本占比较高，若铜、钢、银等大宗商品价格大幅上升，将导致生产成本明显上升。部分行业客户具备一定的议价能力，低压电器厂商可能无法将新增成本完全向此类客户转移，故会对毛利率产生不利影响。
2. 低压电器市场规模的增长短期与固定投资相关，长期与用电量相关，若宏观经济大幅下行，将导致用电量下降、固定资产投资增速放缓，将对低压电器的整体市场需求产生不利影响。
3. 高端项目型市场是公司未来几年需要开拓的重要市场，该市场进入的技术门槛较高、营销难度均大，需要在技术和品牌建设上持续投入。若公司在项目型市场的开拓不达预期，将会对公司营收增长产生负面影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1238	1506	1842	2244
现金	285	182	229	305
应收票据及应收账款	199	354	477	618
其他应收款	10	20	26	35
预付账款	4	8	10	14
存货	269	471	630	802
其他流动资产	471	471	471	471
非流动资产	1092	1333	1707	2071
长期投资	25	51	76	102
固定资产	672	897	1252	1578
无形资产	102	105	110	117
其他非流动资产	292	279	268	275
资产总计	2330	2839	3549	4315
流动负债	514	841	1166	1315
短期借款	0	22	112	0
应付票据及应付账款	330	595	780	1009
其他流动负债	184	224	273	306
非流动负债	9	9	9	9
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	9	9	9	9
负债合计	523	850	1175	1324
少数股东权益	0	0	0	0
股本	785	785	785	785
资本公积	385	385	385	385
留存收益	747	855	1016	1210
归属母公司股东权益	1807	1989	2373	2991
负债和股东权益	2330	2839	3549	4315

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	331	394	673	888
净利润	273	379	610	821
折旧摊销	70	83	110	122
财务费用	-2	3	12	13
投资损失	-7	-4	-4	-4
营运资金变动	-14	-67	-54	-65
其他经营现金流	11	-0	-0	-0
投资活动现金流	45	-320	-480	-482
资本支出	319	216	348	339
长期投资	-26	-25	-25	-25
其他投资现金流	339	-130	-157	-168
筹资活动现金流	-243	-199	-237	-217
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	-0	0	0	0
资本公积增加	5	0	0	0
其他筹资现金流	-248	-199	-237	-217
现金净增加额	133	-125	-44	188

利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2039	3041	4575	6024
营业成本	1207	1797	2673	3478
营业税金及附加	7	14	20	26
营业费用	277	408	599	813
管理费用	92	146	215	283
研发费用	176	262	380	494
财务费用	-2	3	12	13
资产减值损失	-0	0	0	0
其他收益	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	7	4	4	4
资产处置收益	-0	0	0	0
营业利润	287	416	680	921
营业外收入	28	22	23	24
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	314	438	703	944
所得税	41	59	93	123
净利润	273	379	610	821
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	273	379	610	821
EBITDA	376	514	811	1062
EPS(元)	0.35	0.48	0.78	1.05

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入(%)	29.5	49.2	50.4	31.7
营业利润(%)	26.5	45.2	63.3	35.4
归属于母公司净利润(%)	23.0	38.7	61.0	34.7
获利能力				
毛利率(%)	40.8	40.9	41.6	42.3
净利率(%)	13.4	12.5	13.3	13.6
ROE(%)	15.1	19.0	25.7	27.5
ROIC(%)	14.6	18.5	24.4	27.2
偿债能力				
资产负债率(%)	22.5	29.9	33.1	30.7
净负债比率(%)	-15.3	-7.6	-4.5	-9.9
流动比率	2.4	1.8	1.6	1.7
速动比率	1.1	0.7	0.7	0.8
营运能力				
总资产周转率	0.9	1.2	1.4	1.5
应收账款周转率	6.8	11.0	11.0	11.0
应付账款周转率	3.9	3.9	3.9	3.9
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.48	0.78	1.05
每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	0.50	0.86	1.13
每股净资产(最新摊薄)	2.30	2.53	3.02	3.81
估值比率				
P/E	86.9	62.7	38.9	28.9
P/B	13.1	11.9	10.0	7.9
EV/EBITDA	62.3	45.7	29.1	22.0

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033