

众业达 (002441)

工业电气分销龙头，电商平台打开百亿成长空间

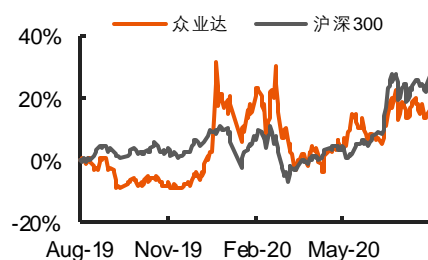
推荐 (首次)

现价: 8.44 元

主要数据

行业	电力设备
公司网址	www.zyd.cn
大股东/持股	吴开贤/29.11%
实际控制人	吴开贤
总股本(百万股)	545
流通 A 股(百万股)	394
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	45.96
流通 A 股市值(亿元)	33.23
每股净资产(元)	7.22
资产负债率(%)	27.2

行情走势图



证券分析师

朱栋	投资咨询资格编号
	S1060516080002
	021-20661645
	ZHUDONG615@PINGAN.COM.CN
皮秀	投资咨询资格编号
	S1060517070004
	010-56800184
	PIXIU809@PINGAN.COM.CN

研究助理

王霖	一般从业资格编号
	S1060118120012
	WANGLIN272@PINGAN.COM.CN



平安观点:

- 公司是国内工业电气分销龙头，与海外龙头相比有百亿级成长空间：公司深耕国内工业电气分销市场，目前在国内设有 55 个子公司和 120 多个办事处，19 年营收为 99.25 亿元；无论是从分销网络覆盖广度还是公司营收体量，均远超竞争对手。与海外成熟市场相比，目前国内工业电气分销市场仍然非常分散，根据我们的测算，19 年国内工业电气分销市场规模约为 1555 亿元，公司市占率为 6%；参考蓝格赛等海外工业电气分销龙头，其在德国、加拿大等成熟市场的市占率为 20-30%。公司在国内市场竞争优势明显，并且近两年通过发力工控产品分销和线上商城业务，呈加速增长之势，我们预计公司未来有望在国内达到 15-20% 的市占率，对应公司当前营收有超过 2 倍的成长空间。
- 低压电器和工控行业景气度向上，分销网络和服务专业化是公司核心竞争力：19 年低压电器和工控产品分销业务占公司营收比例分别为 63.10% 和 24.54%，我们预计，20 年地产进入竣工周期和 5G 开启大规模建设，将推动低压电器行业的需求增长，制造业投资信心的恢复将推动工控行业的底部复苏，公司作为施耐德、西门子等品牌的核心分销商，有望从市场景气度提升中明显受益。我们认为，完善的分销网络和向客户提供专业化服务的能力，是公司在工业电气分销市场的核心竞争力。公司的分销网络覆盖广度和密度远超进入中国多年的海外分销龙头蓝格赛和索能达；此外，公司具备售前产品选型、售中商务支持及物流配送、售后产品培训及现场技术支持等全流程服务能力，在规模效应的推动下，将加速占据外资竞争对手及中小分销商的市场份额。
- 引入更多国产品牌+加大工控产品分销，公司业绩增长提速：公司自 06 年以来成为施耐德、ABB 和西门子在国内最大的分销商之一，目前公司销售的产品仍以外资品牌居多。近年来随着国产品牌竞争力的提升，公司 18 年在低压电器领域新增了德力西和天正电气等国产品牌，由于公司在分销市场的龙头地位，公司在面对国产品牌时具有较强的议价能力，能够取得较好的返点政策及产品厂商较高的销售配合度。此外，公司在 18 年成立

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,555	9,925	11,765	14,405	17,855
YoY(%)	12.5	16.0	18.5	22.4	23.9
净利润(百万元)	206	225	282	354	468
YoY(%)	2.7	9.3	25.2	25.6	32.1
毛利率(%)	11.1	10.4	10.5	10.7	11.0
净利率(%)	2.4	2.3	2.4	2.5	2.6
ROE(%)	5.1	5.4	6.7	7.9	9.7
EPS(摊薄/元)	0.38	0.41	0.52	0.65	0.86
P/E(倍)	22.3	20.4	16.3	13.0	9.8
P/B(倍)	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0

了工控团队加大对工控分销业务的推广，通过与西门子签署战略合作协议和新增菲尼克斯、研华等工控品牌，公司工控分销业务逆市增长。19年公司低压电器和工控产品分销收入增速分别为16.17%和23.51%，均远超行业整体。

- **线上业务高速增长，布局 MRO 电商进入万亿级市场：**公司自15年发布“众业达商城”工业品垂直销售平台以来，电商业务快速增长，19年众业达商城实现含税收入33.88亿元，同比增长98.13%。线上分销业务通过对中小客户群体的覆盖，实现了与公司线下分销业务的互补，将加速公司在工业电气分销领域的市占率提升。此外，公司通过“众业达商城”销售与工业电气相关的MRO产品，实现在万亿级MRO赛道的布局。根据我们的测算，18年国内MRO市场约为1.2万亿元，其中99%的销售渠道仍为传统机电市场、五金门店和厂家直销；目前MRO电商在国内处于快速发展阶段，与固安捷、工品汇等竞争对手相比，公司有望凭借在细分领域的专业度和已经建成的高效配送网络，实现差异化竞争。参考海外MRO电商龙头固安捷在美国6%左右的市占率，我们预计MRO电商赛道有望在未来给公司带来百亿级的收入。
- **投资建议：**公司作为国内工业电气分销市场龙头，有望显著受益于低压电器和工控行业景气度的提升；此外，近几年随着公司线上商城的快速发展，公司在工业电气分销领域的客户群体覆盖范围明显扩大，并且有望在与工业电气相关MRO产品细分领域建立起专业优势。参考海外竞争对手蓝格赛和固安捷在欧美市场的表现，我们认为公司有望在国内工业电气分销市场实现市占率由6%至20%的提升，对应公司目前营收有2倍以上成长空间；此外，公司凭借专业服务和高效物流网络等优势，未来有望成为MRO细分市场龙头，取得百亿级营收增量。目前随着线下工业电气分销市场集中度的提升和公司线上业务的快速发展，公司已经在19年表现出加速发展的势头，未来业绩增速有望迈入新的台阶。我们预测公司20/21/22年归母净利润分别为2.82/3.54/4.68亿元，对应8月17日收盘价PE分别为16.3/13.0/9.8倍。**首次覆盖，给予“推荐”评级。**
- **风险提示：**1)若宏观经济大幅下行，将对低压电器和工控产品需求产生不利影响，进而影响公司业绩增速；2)公司对前五大供应商采购额占比较高，若与供应商的合作关系发生变化，可能短期内影响公司业绩表现；3)MRO电商市场正处于快速发展期，若竞争对手采取价格战抢占市场份额，将对公司MRO业务产生不利影响。

正文目录

一、 公司是国内工业电气分销龙头，线上商城业务快速增长	5
1.1 公司是国内工业电气分销龙头，分销网络遥遥领先	5
1.2 公司股权结构稳定，创始人深耕电气分销领域多年	6
1.3 线上商城业务快速增长，布局万亿级 MRO 市场	7
二、 下游需求增长+龙头规模优势，公司业绩增长提速	8
2.1 低压电器需求增长+工控行业逐步复苏，工业电气分销业务景气度向上	8
2.2 工业电气分销领域市场格局分散，龙头市占率有望加速提升	10
2.3 分销网络 and 专业化服务是公司核心竞争力，规模效应推动公司强者愈强	11
2.4 引入更多国产品牌+加大工控产品分销，公司业绩增长有望提速	15
三、 电商平台已初具规模，MRO 赛道打开公司未来百亿成长空间	17
3.1 电商平台拓宽公司客户覆盖范围，与线下分销业务互补性强	17
3.2 凭借在工业电气领域的专业优势，有望在 MRO 赛道形成差异化竞争	18
四、 投资建议	20
五、 风险提示	21

图表目录

图表 1	公司近三年营收持续增长.....	5
图表 2	19 年公司各类分销业务占整体营收比例	5
图表 3	公司分销的部分知名工业电气品牌	5
图表 4	公司分销网络领先竞争对手	6
图表 5	蓝格赛在国内市场的分销网络	6
图表 6	公司实控人及其关联方持股情况（2020 年一季报）	6
图表 7	众业达商城营收快速增长.....	7
图表 8	众业达商城销售的部分品牌	7
图表 9	众业达商城 MRO 产品.....	8
图表 10	国内低压电器整体市场规模测算	8
图表 11	国内低压电器产品销售流程.....	9
图表 12	国内自动化市场规模预测	9
图表 13	公司分销业务收入远超竞争对手	10
图表 14	索能达 19 年关键数据.....	11
图表 15	公司低压电器分销业务营收增速	11
图表 16	公司工控产品分销业务营收增速	11
图表 17	公司核心竞争力示意图.....	12
图表 18	公司分销网络远超竞争对手.....	12
图表 19	公司和蓝格赛近年来分销网络建设历程	13
图表 20	公司应收和应付账款情况	14
图表 21	公司的规模优势带来的正向循环	14
图表 22	19 年公司运营能力与蓝格赛比较.....	15
图表 23	19 年公司前五名供应商采购金额及占比.....	15
图表 24	前五名供应商采购金额占比呈下降趋势	15
图表 25	公司分销的主要低压电器品牌及定位.....	16
图表 26	公司低压电器分销业务毛利率小幅波动	16
图表 27	公司工控产品分销业务近两年逆市增长	17
图表 28	线上商城与线下分销网络实现客户群体覆盖的互补.....	18
图表 29	公司线上商城提供选型助手等工具帮助客户进行产品选型.....	18
图表 30	主要 MRO 工业品类别	18
图表 31	近年来国内工业产值.....	19
图表 32	国内 MRO 市场规模测算.....	19
图表 33	18 年国内 MRO 市场份额.....	19
图表 34	18 年国内 MRO 电商领域各平台份额.....	19
图表 35	19 年公司运营指标与海外 MRO 龙头对比	20

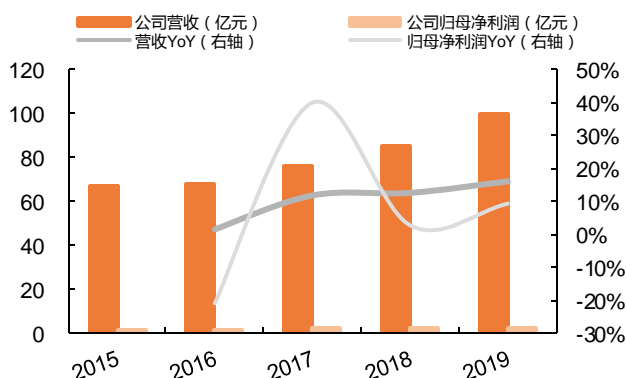
一、 公司是国内工业电气分销龙头，线上商城业务快速增长

1.1 公司是国内工业电气分销龙头，分销网络遥遥领先

公司成立于 2000 年，目前已经成长为国内最大的工业电气专业分销商。公司自成立以来，一直从事工业电气产品的分销业务和系统集成、成套制造业务。近三年来随着低压电器行业景气度的回升和公司加大对工控分销业务的开拓，公司营收持续增长；19 年公司营收为 99.25 亿元，其中电气分销业务占比达到 97.27%，为公司的核心业务。

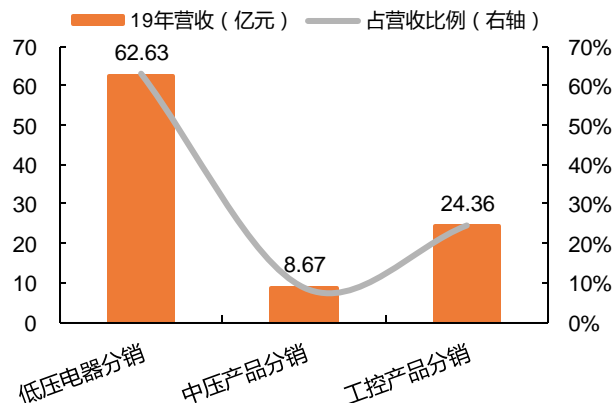
公司电气分销业务包括在输配电领域的低压和中压电气产品分销以及在工业自动化领域的工控产品分销，其中低压电器产品分销在 2019 年占公司营收比例为 63.10%，是公司最具优势的业务板块。公司在工业电气领域与国内外知名厂商均保持长期的战略合作关系，公司经销的品牌包括外资三大品牌施耐德、ABB 和西门子，以及国产品牌常熟开关、德力西电气和上海人民电器等。

图表1 公司近三年营收持续增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 19 年公司各类分销业务占整体营收比例



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 公司分销的部分知名工业电气品牌



资料来源: 众业达, 平安证券研究所

经过多年的发展，公司目前在国内主要城市以及新加坡设有 55 家子公司和 120 多个办事处，并且已经建成汕头、上海、北京、广州和成都等 8 个物流中心，形成了覆盖全国主要片区的销售、物流

配送和售后服务网络。与工业电气分销领域的国内竞争对手海得电气、福大自动化以及进入中国市场多年的外资分销商蓝格赛、索能达相比，在国内市场，公司无论是在分销品牌数量、产品种类还是分销网络的覆盖密度，均处于遥遥领先状态。

图表4 公司分销网络领先竞争对手



资料来源: 众业达, 平安证券研究所

图表5 蓝格赛在国内的办事处分布

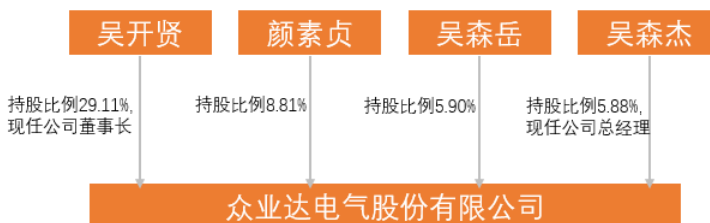


资料来源: 蓝格赛, 平安证券研究所

1.2 公司股权结构稳定，创始人深耕电气分销领域多年

公司实际控制人为吴开贤先生，根据公司 20 年一季报，目前吴氏家族共计持有公司股份 49.70%。吴开贤先生为公司创始人，具有多年电气行业经验，早年曾在汕头市电气控制设备厂从事销售、采购等工作，于 2000 年创立公司并一直担任董事长至今。

图表6 公司实控人及其关联方持股情况（2020 年一季报）



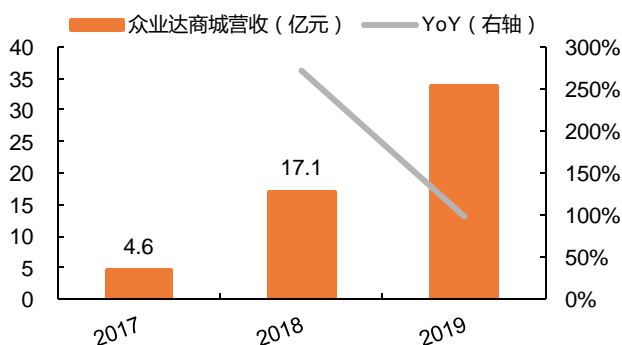
资料来源: 众业达, 平安证券研究所

公司 2010 年上市之时，除了公司实控人之外，另有接近 20 位公司高管和各地子公司总经理作为公司发起人持有股份。此外，公司于 2017 年实施股权激励计划，激励对象（含首次及预留）为公司董事、高级管理人员及核心骨干员工共计 89 人，其中包括公司大区经理和子公司经理近 50 名，实现了公司与核心员工的利益绑定。我们认为，公司股权结构稳定，公司创始人持有多数股权有利于其对公司发展大方向的把握；与此同时，公司作为以分销业务为主的销售型企业，各地子公司管理层的持股将有助于公司销售团队的稳定和业绩的持续增长。

1.3 线上商城业务快速增长，布局万亿级 MRO 市场

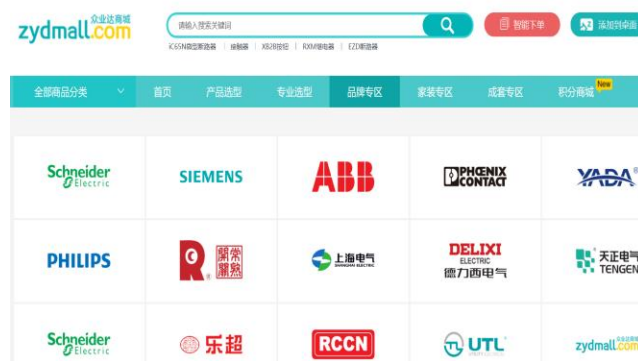
公司于 15 年上线了专业垂直工业品电商平台“众业达商城”，销售公司签约的主要工业电气品牌，包括施耐德、西门子、菲尼克斯、德力西等众多品牌。通过线上商城与线下分销网络相结合的方式，公司可以突破线下子公司和办事处辐射范围的限制，实现对中小型客户和零散订单的覆盖。经过 4 年多的发展，公司线上商城业务快速增长，在 19 年众业达商城实现含税收入 33.88 亿元，同比增长 98.13%，预计 20 年仍将保持较快增长势头。

图表7 众业达商城营收快速增长



资料来源: 众业达, 平安证券研究所

图表8 众业达商城销售的部分品牌



资料来源: 众业达, 平安证券研究所

从工业电气分销向 MRO 赛道延伸，未来成长空间可期。MRO 指用于维护 (Maintenance)、维修 (Repair) 和运营 (Operation) 的非生产性原料工业品，根据美国 MRO 电商龙头固安捷的数据，18 年美国和日本 MRO 市场规模分别为 1270/420 亿美元；我国作为制造业大国，MRO 市场容量更大，按照我国工业生产总值 4% 进行估算，则 18 年我国 MRO 市场规模约为 1.2 万亿元左右。目前国内 MRO 市场仍然以五金门店、机电市场等传统经销渠道和厂家通过销售办事处直销为主，MRO 电商平台的市占率仅为 1% 左右。近几年 MRO 电商平台在全球范围内呈现快速成长之势，18 年固安捷营收达到 112 亿美元，在美国和加拿大市场的市占率分别为 6% 和 7%；国内 MRO 电商工品汇和震坤行分别在 18、19 年获得京东、腾讯的投资，随着线上销售在工业品领域的加速渗透，国内 MRO 电商的整体市占率有望快速提升。

公司依托“众业达商城”电商平台，围绕工业电气的应用场景，在开拓相关 MRO 产品的销售业务。目前公司的线上商城除了销售低压电器、工控自动化和测量仪表这三大类工业电气核心产品之外，也在销售与之关联度较高的电气辅材、五金工具和楼宇智能设备等 MRO 产品。我们认为，相比于震坤行、工品汇等大而全的 MRO 平台，公司在工业电气领域的优势将帮助公司形成差异化竞争；低压电器、工控产品等核心品类的线上分销不仅大幅提升了公司对中小客户群体的覆盖，也对公司的 MRO 产品销售起到很好的引流作用。我们预计，随着公司现有 MRO 产品销售业务的逐步成熟，公司将围绕工业电气产品的应用场景，扩大 MRO 产品的种类，覆盖更多长尾市场，实现营收和毛利率的双提升。

图表9 众业达商城 MRO 产品



资料来源: 众业达, 平安证券研究所

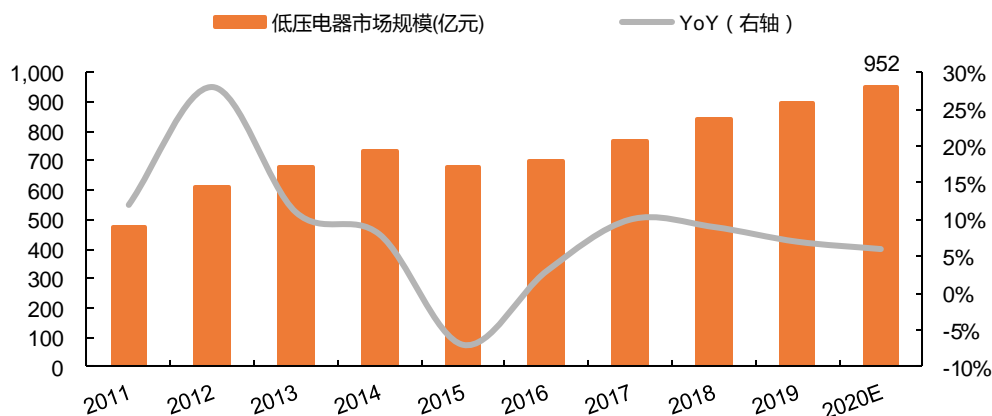
二、 下游需求增长+龙头规模优势，公司业绩增长提速

2.1 低压电器需求增长+工控行业逐步复苏，工业电气分销业务景气度向上

公司分销的主要产品为低压电器和工控产品，在 19 年分别占公司营收比例为 63.10%和 24.54%，由于分销商是工业电气产业链的重要环节，我们认为，20 年低压电器行业下游需求的增长和工控行业的底部复苏，将推动工业电气分销市场景气度的提升。

从营收占比来看，目前低压电器仍是公司分销业务的核心产品。根据我们的测算，19 年我国低压电器行业规模接近 900 亿元，从 16 年开始，低压电器行业在建筑市场复苏、轨交、数据中心等关键基础设施投资建设增加的推动下，保持稳步增长。我们预计，在地产进入竣工周期和 5G 建设开启等下游需求快速增长的环境下，需求已经逐步从疫情带来的影响中恢复，预计 20 年国内低压电器行业仍将保持稳健增长，预计市场规模将达到 950 亿元左右。

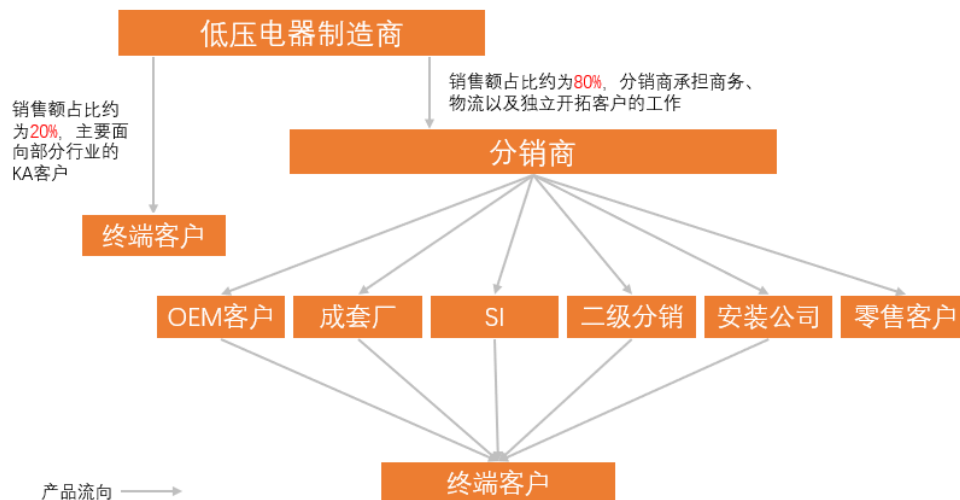
图表10 国内低压电器整体市场规模测算



资料来源: 平安证券研究所

根据施耐德电气披露的数据，其低压电器产品有近一半通过各类分销渠道进行销售，考虑到在国内低压电器行业中，分销商不仅需要独立开拓客户进行产品销售，在项目型市场还承担了整个销售环节中的商务支持和物流配送等工作，因此我们预计在国内低压电器市场中，分销商的可达市场容量约为整体市场规模的 80%，剩余 20%为低压电器厂商面向部分 KA 客户直接销售。以上述数据进行测算，则 19 年低压电器分销商的可达市场空间约为 718 亿元，公司作为分销市场龙头，市占率仅为 8.7%，仍有巨大提升空间。

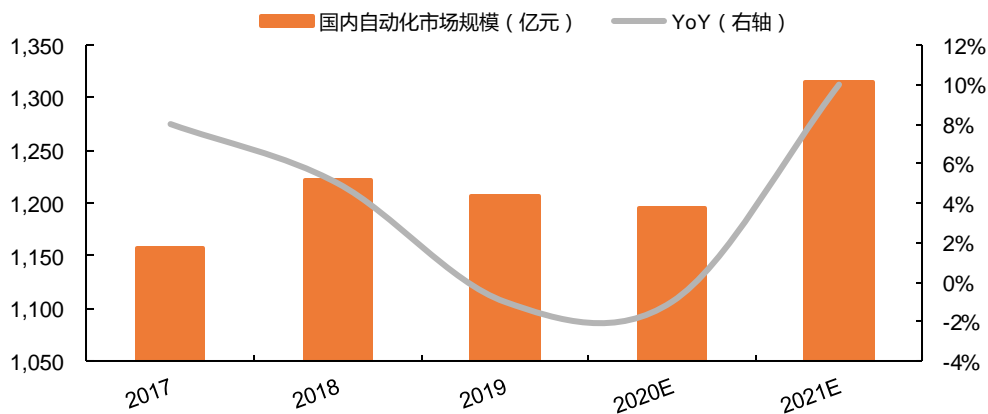
图表11 国内低压电器产品销售流程



资料来源: 工控网, 平安证券研究所

工控产品的分销是公司的第二大业务，也是目前公司重点投入的领域。根据睿工业的数据，19年国内自动化市场规模约为1207亿元（不含服务市场），其中OEM市场占比约为一半。20年上半年受疫情影响，自动化整体市场规模同比小幅下滑2.8%；下半年在海外疫情和中美关系带来的不确定性影响下，我们预计市场需求呈同比持平至小幅正增长状态，估算20年全年市场规模为下滑1%左右，约为1195亿元。

图表12 国内自动化市场规模预测



资料来源: 睿工业, 平安证券研究所

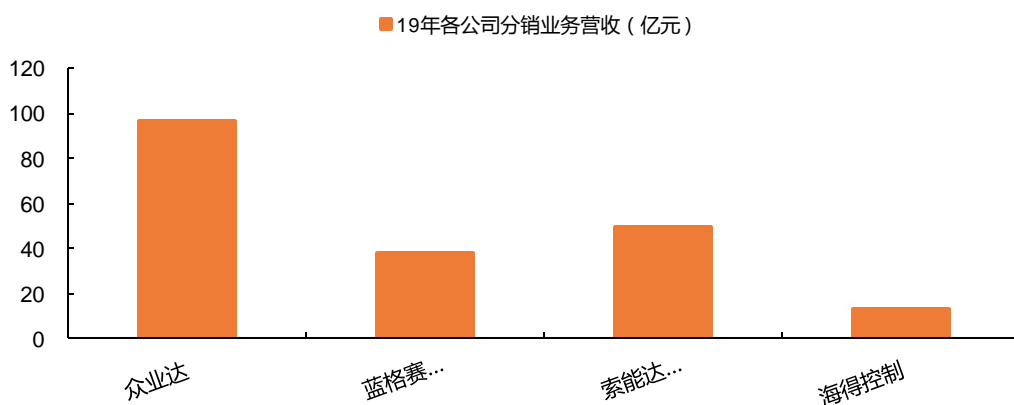
在工控市场，小功率低压变频器、PLC、伺服、HMI和传感器等标准产品主要通过分销商进行销售，而中压变频器、高压电机以及部分定制化产品以制造商直销为主，因此，我们按照各类产品的市场容量占比估算，分销商在工控市场的可达市场空间约为整体市场容量的70%；我们测算19年国内工控行业的分销市场规模约为837亿元（1195亿元*70%），公司市占率约为3%，市占率仍有大幅提升空间。

从中长期看，公司作为国内工业电气分销龙头，将显著受益于低压电器和工业自动化市场规模的扩大。此外，目前国内整个工业电气分销市场，竞争格局非常分散，处于行业集中度提升的初期，预计在行业规模增长和公司市占率提升的双重因素推动下，公司业绩增速有望逐步加快。

2.2 工业电气分销领域市场格局分散，龙头市占率有望加速提升

与零售、家电等产品相比，工业电气分销具备较高的行业壁垒，并且在规模效应的推动下，市场集中度有望不断提升。目前国内工业电气分销市场集中度较低，除了公司以外，具有全国性分销网络的公司仅有外资分销龙头索能达、蓝格赛以及本土企业海得电气和福大自动化。19年公司分销业务收入为96.55亿元，营收体量远超竞争对手；外资分销商索能达和蓝格赛进入中国市场多年，19年来自中国区的收入分别约为50亿元和38亿元，海得电气19年分销业务收入仅为13.13亿元。除了上述呈规模的竞争对手外，国内工业电气分销市场仍然以单一品牌、单一覆盖区域的中小分销商为主。

图表13 公司分销业务收入远超竞争对手



资料来源: 各公司官网, 平安证券研究所

参考欧美成熟市场，龙头公司市占率将持续提升。以全球性工业电气分销商索能达和蓝格赛为例，索能达19年营收达240亿欧元，在全球设有3000家分支机构；市场份额排名第二的蓝格赛18年营收为137亿欧元，根据其年报披露的信息，公司在德国、加拿大等成熟市场的市占率为20-30%。由于工业电气分销主要以低压电器和工控产品为主，其他如电气附件、中压配电等产品占比均较少；此外，全球工业电气市场按照区域通常可以划分为EMEA（欧洲及中东）、North America（包括美国、加拿大和墨西哥）、Asia Pacific（包括中国、日本、澳大利亚等）、Others（包括非洲、南美等地区）四大区域，中国区的市场规模约占全球市场规模的15%左右；因此，我们若以19年国内低压电器和工控分销市场规模对全球市场进行粗略估算，则19年全球工业电气分销市场规模约为10367亿元，索能达和蓝格赛的全球市占率分别为18.5%和10.6%，低于其在发达国家的市占率。

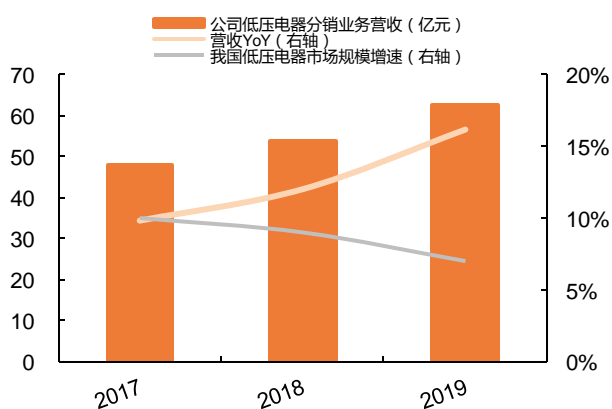
图表14 索能达 19年关键数据



资料来源: Sonepar, 平安证券研究所

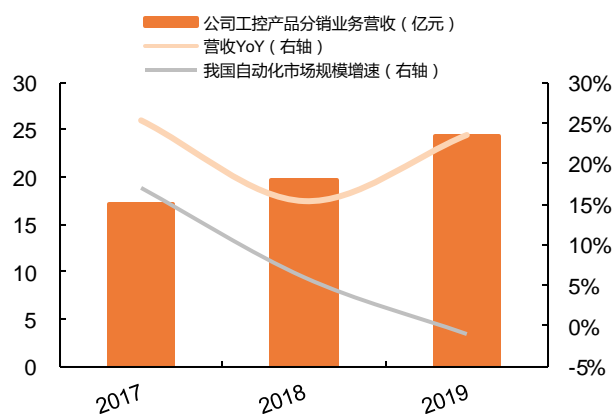
根据我们的测算, 仅考虑低压电器和工控产品, 那么 19 年国内工业电气的分销市场规模已达 1555 亿元, 公司作为行业龙头, 市占率仅为 6%。我们预计在规模效应愈发明显、用户对供应商服务要求提高和中小分销商在前两年资金链紧张环境下逐步出局等因素的作用下, 市场竞争格局将与欧美成熟市场类似, 公司市占率有望持续提升。对比近年来公司低压电器和工控产品分销业务增速与行业整体增速, 可以发现公司业绩增速远超市场平均水平, 呈现市占率加速提升的趋势。

图表15 公司低压电器分销业务营收增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表16 公司工控产品分销业务营收增速

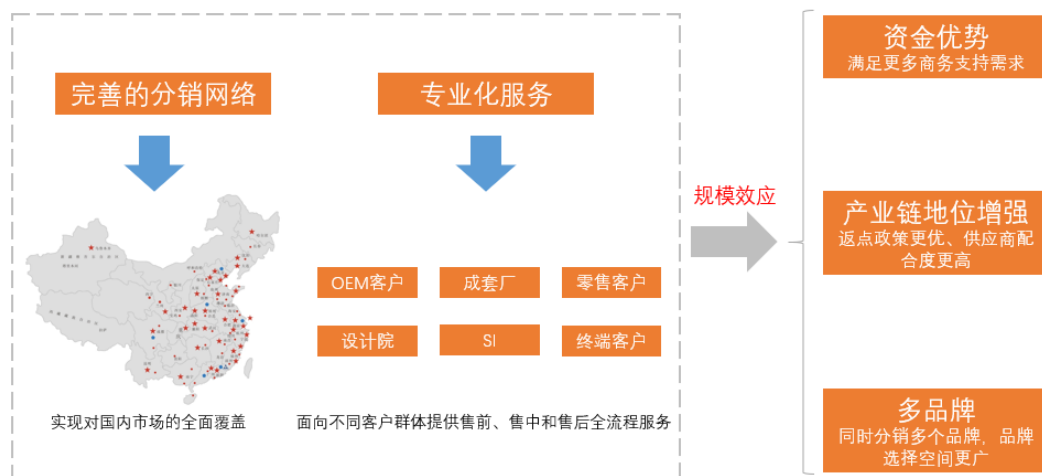


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.3 分销网络 and 专业化服务是公司核心竞争力, 规模效应推动公司强者愈强

我们认为, 完善的分销网络 and 专业化的服务是公司区别于竞争对手, 在分销市场中建立护城河的关键。此外, 规模化运营带来的资金优势、多品牌分销、产业链话语权增强使得公司能够进一步拉开与竞争对手的差距, 实现市场份额的提升。

图表17 公司核心竞争力示意图

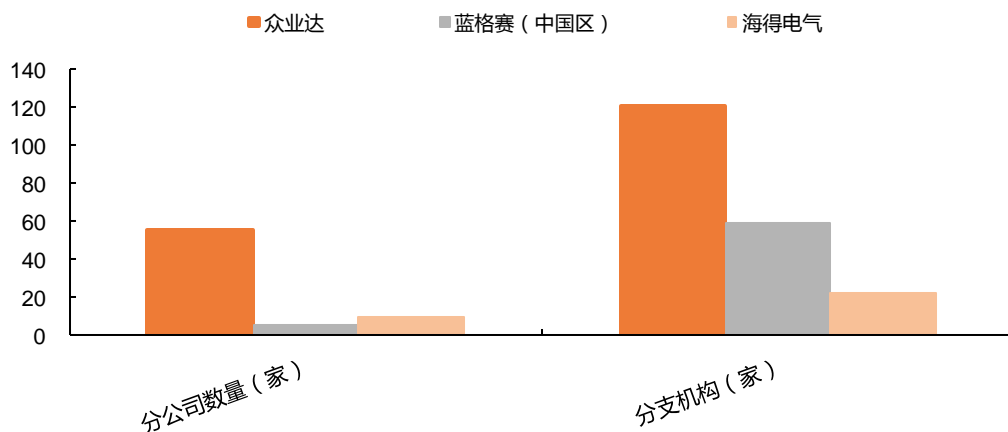


资料来源: 众业达, 平安证券研究所

■ 公司具备国内最完善的工业电气分销网络

公司目前在国内设有 55 家子公司和 120 多个办事处，公司销售网络得覆盖广度和密度远超已经进入中国市场多年的蓝格赛、索能达等老牌外资分销商。与公司相比，蓝格赛在国内仅有 5 家子公司和 59 个分支机构，索能达目前也仅在全国 34 个省级行政区域中的 20 个设立了分支机构；公司国内竞争对手的体量则更小，根据海得电气官网信息，目前其在国内分支机构数量为 22 个。除了销售网络之外，公司目前已经在北京、上海、广州、成都等 8 个核心城市设立了物流配送中心和 50 多个物流中转仓，覆盖公司各个销售大区，在公司高效的物流网络支持下，公司向客户交付产品的速度大幅超越了竞争对手。

图表18 公司分销网络远超竞争对手



资料来源: 各公司官网, 平安证券研究所

工业电气分销网络的建设并非一朝一夕可以完成，需要多年的行业积累和不断的并购整合。回顾公司以及蓝格赛等国际分销巨头的发展历程，我们发现在工业电气分销领域，对于分销网络的建设，主要有内生性拓展和收购当地经销商两种方式。内生性的拓展主要是在有业绩增长潜力的地区，从初期有销售人员覆盖，到设立当地办事处配置更多销售和服务人员，最终升级为子公司，成为具备售前、售中和售后全流程服务能力的区域中心，整个过程需要数年时间；通过收购当地经销商实现

分销网络的拓展，需要前期对当地合作伙伴的考察，以及收购完成后在商务系统、物流配送和人员培训等多方面的整合。无论是采用哪种方式，建立并维护一个覆盖全面的工业电气分销网络，均需要大量的时间和资源投入；在目前阶段，公司凭借成熟的分销网络，已经成功卡位行业龙头地位，我们预计随着公司线下渠道的进一步下沉、扩张以及与线上分销业务的结合，公司对三四线城市和空白区域的覆盖将推动市占率的持续上升。

图表19 公司和蓝格赛近年来分销网络建设历程



资料来源: 各公司官网, 平安证券研究所

■ 专业化服务能力帮助公司形成差异化竞争

工业电气的分销主要面向行业客户，需要分销商能够提供定制化的物流方案、全面的现场支持和售后服务。具体而言，

- 1) **在售前阶段**，由于低压电器、工控产品具有多个品牌以及种类繁多的型号以适应不同的应用需求，分销商需要根据客户的需求和预算进行品牌推荐和帮助客户进行产品选型，这也要求分销商的销售人员具备较好的电气产品技术能力；
- 2) **在售中阶段**，提供定制化的物流解决方案以及对于重要客户提供合适的付款条件，均是行业客户所看重的；
- 3) **在售中阶段**，提供全面的现场安装调试支持、产品使用培训等售后服务，既是客户的核心需求，也是如施耐德、西门子等外资供应商对分销商的主要考核指标之一，这需要分销商配备经验丰富的售后人员。

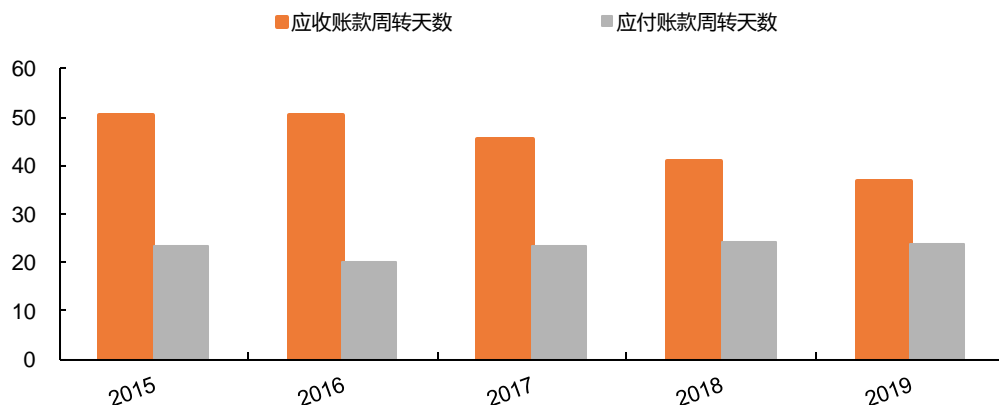
因此，从提供专业化服务的能力上来看，公司通过“分销网、物流网和技术服务网”可以提供全流程的专业服务，无论从物流配送效率、专业人员技术储备还是客户需求响应速度，均远超地区性的中小型分销商和个体门店。

规模化带来的优势将使公司进一步拉开与竞争对手的差距，实现龙头市占率的加速提升。由于国内分销市场目前仍以单门店、单品类的中小分销商为主，公司规模化运营带来的资金优势、多品牌分销、较强的产业链话语权将在当前的市场竞争环境中加速公司市占率的提升。

- 1) **资金优势**。工业电气分销商的上游供应商为低压电器、工控产品厂商，其给分销商的账期一般为一个月左右；分销商的下游客户则包括成套厂、OEM客户、系统集成商及终端客户等，通常这些客户需要更长的账期，尤其是在项目型市场面对成套厂客户时，账期往往会达到2个月及更长。因此，需要分销商具备一定的资金规模，承担在销售流程中为上游产品厂商“垫资”的角色。在18、19年金融去杠杆阶段，下游地产等行业客户由于资金链紧张，通常会要求分销商给予更长的账期，许多中小分销商由于资金体量较小、客户类型单一，不得不退出市场。公司凭借规模优势，客户类型多样，在平衡业务风险的同时，能够对资质较好的客户给予一定的账期支持；此外，由于公司较强的产业链地位，同时能够要求上游产品供应商适当放宽对公司的账期要求。从公司近几年的运营能力数据来看，公司应收账款周转天数在持续下降，应付账款

周转天数保持稳定，反映出公司凭借较强的产业链地位，在保持营收稳健增长的同时，对下游客户的付款标准在逐步升高。

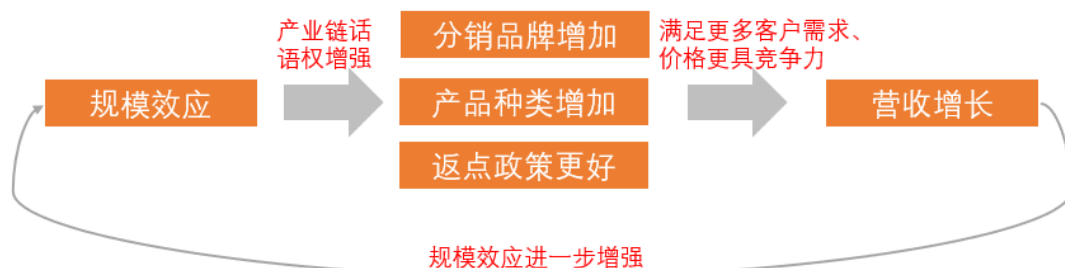
图表20 公司应收和应付账款情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2) **多品牌分销及产业链地位优势。**与大多数中小分销商只能代理单个品牌不同，公司分销的品牌有 200 多个，涵盖 60 多万种产品。绝大多数分销商受上游供应商的约束，无法同时销售同档次品牌的竞品，公司凭借规模优势，在产业链中有较强的话语权，即使在同一档次的品牌中，也可销售多个品牌。一方面，多品牌销售能够提供给下游客户更多的选择，提升公司满足客户需求的能力；另一方面，多品牌销售使得公司在面对单一品牌时，话语权大大增强，使得公司能够获得更好的产品折扣和返点政策，进一步加强了公司在客户端的价格优势。

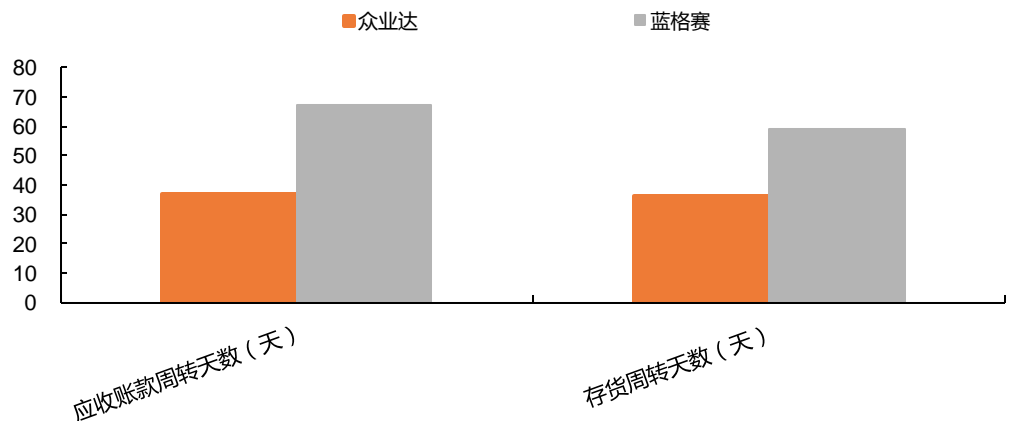
图表21 公司的规模优势带来的正向循环



资料来源: 平安证券研究所

我们认为，公司通过分销网、物流网、技术服务网和互联网构筑的“3+1”分销渠道优势，将使公司在分销网络和向客户提供专业服务能力这两方面建立起深厚的护城河；借助规模效应，公司在面对中小分销商时竞争优势有望愈发牢固。通过与国际分销龙头蓝格赛进行比较可以发现，19年公司在应收账款周转天数和存货周转天数上均显著低于蓝格赛，表明公司的分销网络具备行业领先的运营效率，此外公司面对下游客户时议价能力也较强。

图表22 19年公司运营能力与蓝格赛比较

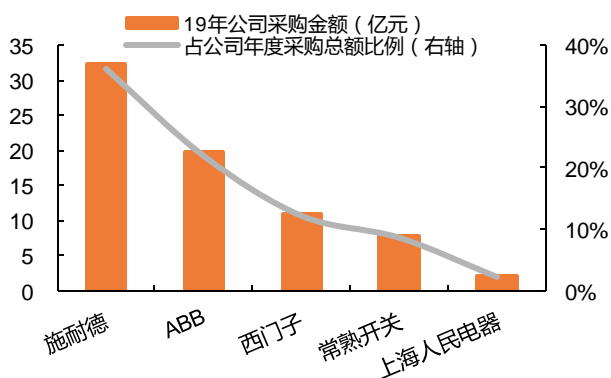


资料来源: 各公司官网, 平安证券研究所

2.4 引入更多国产品牌+加大工控产品分销, 公司业绩增长有望提速

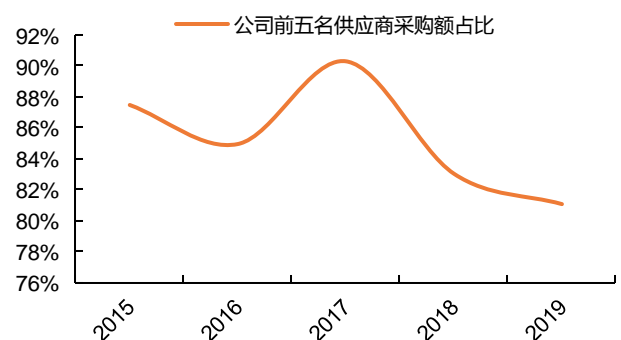
公司从施耐德、ABB 和西门子等外资品牌进入中国之初, 便率先与之建立合作关系。自 06 年起, 公司已经成为三大外资品牌在国内最大的分销商之一, 在 19 年公司对三大外资品牌的采购额占公司总采购额的比例依然超过 50%。由于三大外资品牌在国内业务稳定, 多年来呈现营收稳健增长的态度, 与其合作多年形成的利益绑定关系, 既帮助了公司这些年来逐渐成长为国内分销市场龙头, 也进一步提升了公司的行业地位。与电气行业的中小企业不同, 三大外资对其分销商有严格的管理和考核要求, 对分销商的人员配备、资质、区域覆盖、商务支持等各方面要求较高; 与此同时, 例如施耐德等公司也会定期对分销商的销售和售后服务人员进行产品卖点、技术支持等方面的培训, 帮助分销商提升竞争力。公司作为施耐德等品牌在国内最核心的分销合作伙伴, 多年来的合作关系既提升了公司各方面的实力, 本身也是对公司业务实力的认可, 进一步提升了公司的行业地位。

图表23 19年公司前五名供应商采购金额及占比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表24 前五名供应商采购金额占比呈下降趋势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

除了分销外资品牌以外, 近年来随着国产品牌技术实力的提升, 公司也在分销渠道中不断引入更多的国产品牌。除了有多年合作关系的常熟开关和上海人民电器之外, 公司近两年新增了低压电器领域中的德力西电气、天正电气和工控领域的研华科技等国产品牌。凭借在全国有 120 多个分支机构的分销网络与施耐德、西门子等行业巨头多年的战略合作关系, 公司在产业链中地位较为强势, 在选择新增代理品牌时, 往往是公司选择上游供应商, 而不是上游供应商选择公司。

我们认为，公司引入更多国产品牌进行分销，将会推动公司营收和毛利率的双重提升。具体原因包括如下三点：

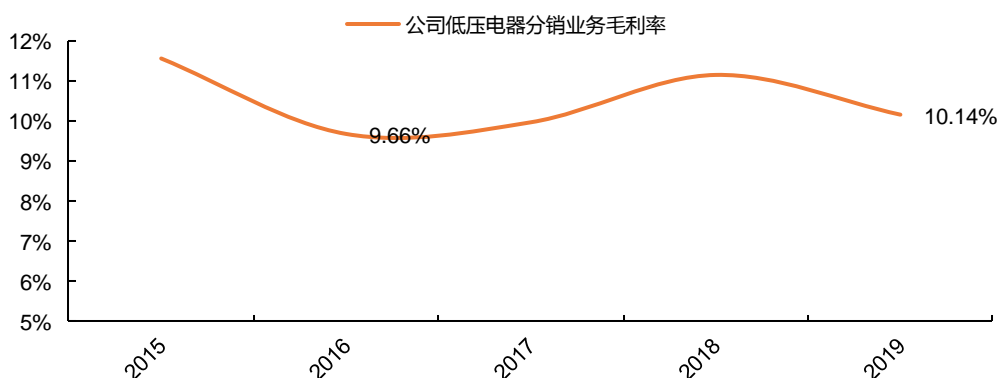
- 1) 扩大了公司覆盖的目标客户群体。公司过往分销的品牌主要以外资为主，其产品主要定位在中高端市场；近两年公司新增的德力西、天正等品牌，主要面向中端市场客户，根据我们的测算，目前国内低压电器中端市场有 300-400 亿元的规模，对于公司而言，完全是新的细分市场成长空间。
- 2) 公司在面对国产品牌时议价能力更强，国产品牌的配合度也较高。公司毛利率主要由产品销售溢价和分销商返点组成，尽管国产品牌由于售价相对较低，在销售溢价上无太多优势，但是国产品牌在面对公司时往往处于较为弱势的地位，给公司的返点更高，并且更愿意在商务政策上给予支持以配合公司的产品推广业务。
- 3) 公司的品牌选择面更广。分销品牌的增多，使得公司在面对客户时，可以向客户推荐既能满足客户需求和采购预算，同时对公司而言有更高毛利率的产品。与众多中小分销商受制于供应商的限制，无法同时代理多个同档次的品牌不同，公司强势的产业链地位使得公司可以在同档次产品中均有多个品牌进行分销，极大的拓展了公司的选择空间。

图表25 公司分销的主要低压电器品牌及定位



资料来源: 各公司官网, 平安证券研究所

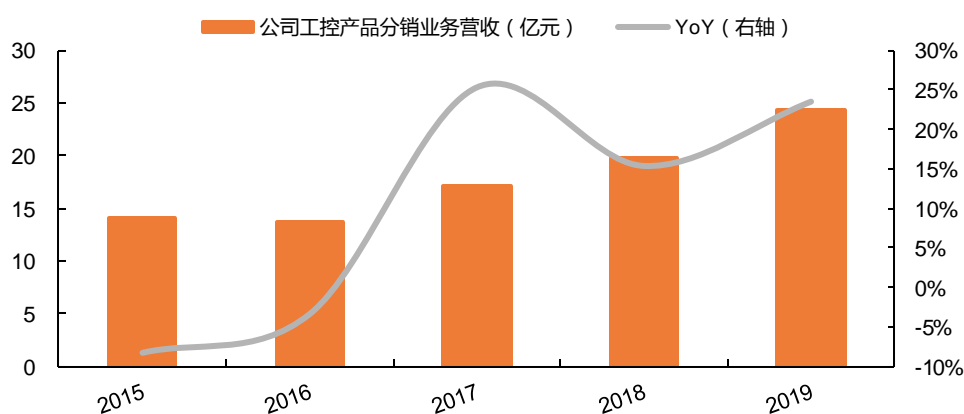
图表26 公司低压电器分销业务毛利率小幅波动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

除了在低压电器行业代理分销更多的品牌之外,公司通过成立工控团队,在加大对工控市场的开发。由于公司在成立之初主要以低压电器的分销为主,在多年的发展中,公司主要侧重于配电类标准产品的销售和部分成套制造业务,工控产品的分销收入一直相对较低。近一两年随着国内自动化 OEM 市场规模的扩大,对标准化的工控产品如 PLC、HMI、传感器等的需求快速增长,公司也通过成立专门的工控团队,重点开拓工控产品分销业务。在 18 年,公司在工控领域新增了菲尼克斯、研华等外资和国产品牌,并且与自动化龙头西门子签署战略合作协议,在 SI、OEM 等业务上实现了更深度的合作。通过这一系列的举措,公司工控产品分销业务从 17 年开始快速增长,尽管国内自动化市场在 18-19 年处于行业底部,但是公司工控业务依然实现了逆市增长,增速远超行业整体水平。

图表 27 公司工控产品分销业务近两年逆市增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

我们认为,由于低压电器和工控产品的客户群体存在较多的重叠,借助公司已有的分销网络和销售人员开拓客户的能力,公司将在更多客户中实现低压与工控产品的交叉销售。目前公司工控分销业务已经走上快速增长的轨道,预计在未来两年国内工控行业逐步复苏的助推下,公司工控分销业务增速有望再上一个台阶。

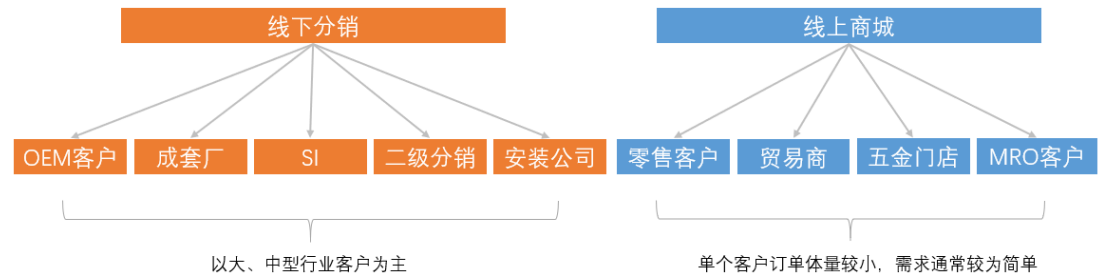
三、电商平台已初具规模, MRO 赛道打开公司未来百亿成长空间

3.1 电商平台拓宽公司客户覆盖范围, 与线下分销业务互补性强

公司线上分销平台众业达商城自 15 年上线以来一直在快速成长,根据公司 19 年报,19 年实现含税销售收入 33.88 亿元,估算占公司整体营收在 30%左右。公司于 18 年在上海等区域试行对线上商城的地推,并于 19 年在全国各子公司成立了中小客户团队,从事线上商城的推广工作。从公司披露的数据来看,目前众业达商城注册用户为 65459 家,成交客户数量为 29627 家,注册成交率为 45.26%,较高的注册成交率显示出公司的线上平台能够较为精准的把握目标客户群体的需求。

公司线上商城与线下分销业务具有较好的互补作用。此前公司的线下团队主要覆盖行业大客户及一二线城市,在新增办事处或者区域子公司时,需要基于人力成本等因素对当地市场容量和客户情况进行考量,因此尚无法对三四线地区和机电市场等细分领域实现全面覆盖。公司的电商平台弥补了在中小客户群体的空白,并且帮助公司以最小的成本实现对三、四线下沉市场的覆盖。中小客户群体的需求主要为通用型产品,定制化产品需求不强,同时客户本身往往并不具备电气选型能力,公司通过线上平台,可以在大幅减少新增人力成本的同时实现对这类客户的覆盖,并且通过提供专业选型、在线技术支持等服务在中小客户群体中获得良好的口碑。

图表28 线上商城与线下分销网络实现客户群体覆盖的互补



资料来源: 众业达, 平安证券研究所

图表29 公司线上商城提供选型助手等工具帮助客户进行产品选型



资料来源: 众业达, 平安证券研究所

3.2 凭借在工业电气领域的专业优势，有望在 MRO 赛道形成差异化竞争

MRO 指的是非生产性原料工业品，通常来说，企业的 MRO 支出约占企业总产值的 4-7%之间，即使以 4%的保守比例进行测算，那么 19 年我国 MRO 市场的整体规模已经达到了 1.27 万亿元。目前国内 MRO 市场仍然非常分散，以线下小型经销商、机电市场门店为主，线上电商平台的市场份额占比不到 1%；在近几年，随着线上销售从消费领域向工业领域的渗透，以销售 MRO 工业品为主的电商平台在国内市场逐步崛起，凭借较低的运营成本和多品类的优势，对线下机电市场门店形成挤压之势。参考海外成熟市场，根据美国 MRO 市场龙头固安捷的测算，19 年美国 MRO 市场规模约为 1300 亿美元，固安捷在美国市场的市占率达到了 7%。

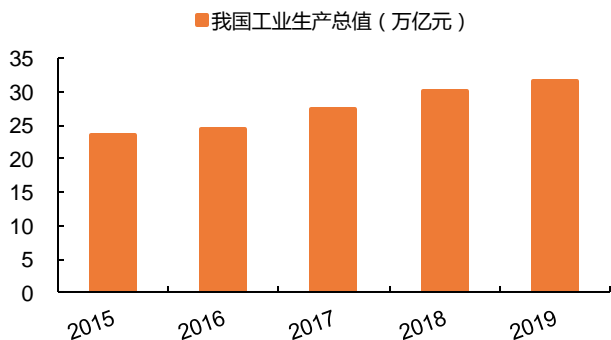
图表30 主要 MRO 工业品类别

范围	产品线	主要产品
保养 Maintenance	机械	气动元器件、液压工具等
	电气	电线、灯具、开关、照明设备等
	耗材	润滑油脂、皮带等
维修 Repair	工具类	手动、电动工具、焊接工具等
	辅助用品	工业胶带、消防等
	耗材	砂纸、铜皮等
运营 Operation	仓储物流	搬运设备、起重设备、货架等

劳动防护 员工安全防护、安全标识、安全锁具等
工作场所环境控制 静电控制、环境监测、化学品泄漏控制等

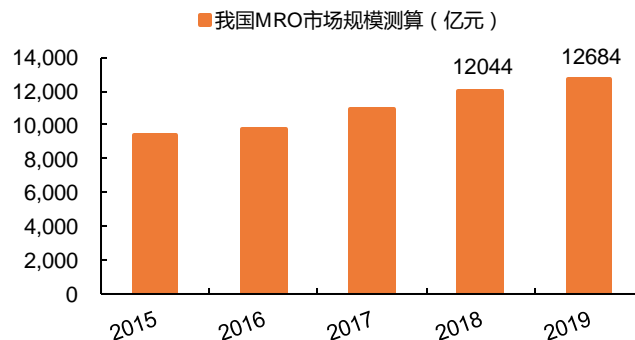
资料来源: 36 氪, 平安证券研究所

图表31 近年来国内工业产值



资料来源: Wind, 平安证券研究所

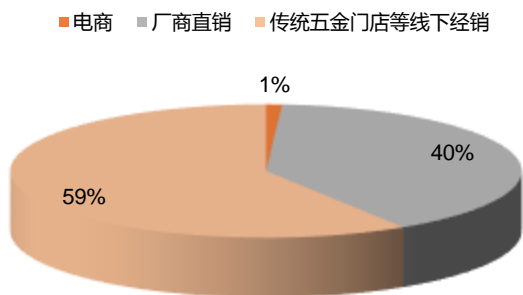
图表32 国内 MRO 市场规模测算



资料来源: Wind, 36 氪, 平安证券研究所

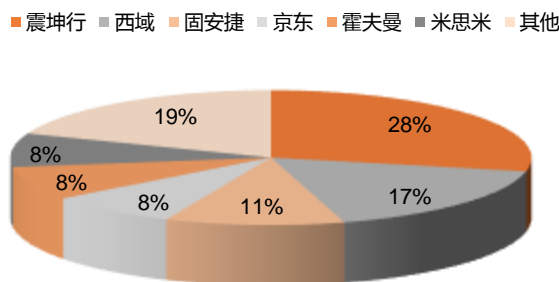
目前国内主要 MRO 电商平台包括外资品牌固安捷、米思米和国内品牌如工品汇、震坤行、西域机电等，由于国内 MRO 电商仍处于发展初期，其整体市占率极低，并且各平台之间也尚无明显胜出的龙头。总体来看，在 MRO 市场，分销商可以分为产品线相对集中，立足多个细分领域形成专业优势和产品线大而全、追求一站式满足客户所有采购需求这两大类型；从欧美成熟市场来看，这两类 MRO 电商平台均有成长为市场龙头的可能性。产品线相对集中的代表性 MRO 企业为法思诺，其 19 年营收为 53.34 亿美元，其中紧固件类产品占公司营收比例达到 35%；产品线分散的典型企业为固安捷，其 19 年营收为 115 亿美元，其中约 15% 的销售收入来自于未形成产品线的零散类别产品。

图表33 18 年国内 MRO 市场份额



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表34 18 年国内 MRO 电商领域各平台份额



资料来源: Wind, 36 氪, 平安证券研究所

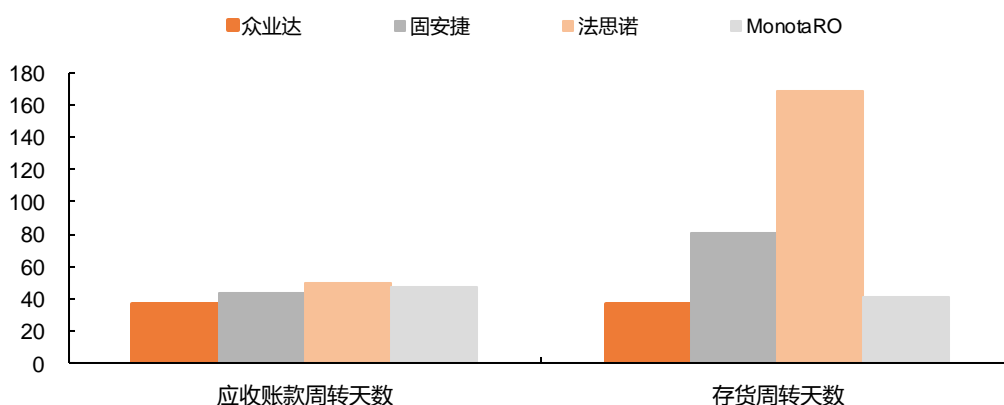
目前国内 MRO 电商平台主要以产品线分散，追求品类齐全的企业为主，例如震坤行、工品汇和已经进入中国市场的固安捷等。我们认为，公司凭借在工业电气分销领域积累的多年专业经验，能够通过立足与工业电气应用场景关联度较高的 MRO 品类，形成在细分领域的差异化竞争优势。复盘海外 MRO 龙头固安捷和法思诺的发展，我们认为优秀的产品管理能力、高效的物流配送能力、专业化的服务和良好的运营能力是公司在 MRO 市场能够长久发展的核心因素；在工业电气及其相关 MRO 产品领域，公司对产品及相关技术的理解、深耕分销市场多年积累的专业服务能力都是公司在细分市场建立护城河，与全品类 MRO 电商拉开差距的关键。

1) 优秀的产品管理能力。公司具有多年分销低压电器和工控产品、以及成套电器制造经验，对于工业电气的应用场景非常了解，对于用户需求最多的产品型号、在现场安装接线和日常维护中

常用工具种类、电气附件和耗材类别等有着深入的认知，能够在精选产品系列提高周转率的同时，最大程度上满足客户的需求。

- 2) **高效的物流配送能力。**公司在工业电气分销领域已经建立了分布于全国 8 个核心城市的物流中心和 50 多个中转仓，并且有成熟的 ERP、物流管理等 IT 系统相配套，能够实现快速的产品交付。
- 3) **专业服务能力。**公司已经通过线下分销形成了行业领先的产品选型、商务方案、物流配送和售后能力，在围绕工业电气的相关 MRO 品类上，公司的专业能力将有助于形成客户黏性。
- 4) **良好的运营能力。**公司运营能力优异，与海外 MRO 电商龙头固安捷、法思诺和日系的 MonotaRO 相比，公司各项运营指标突出。

图表35 19年公司运营指标与海外MRO龙头对比



资料来源: 各公司 18 年财报, 平安证券研究所

我们认为，从长期来看，公司 MRO 业务有望凭借公司已经建成的高效分销配送网络和工业电气领域的专业优势，成长为产品线相对聚焦、在细分领域优势明显的 MRO 电商龙头；随着 MRO 电商对线下机电门店市占率的挤压，未来公司若能在国内 MRO 市场占据 5% 左右的市场份额，将带来 600 多亿的营收增长空间；此外，由于在形成规模效应后公司毛利率和净利率均有望进一步提升，保守估计 600 多亿的 MRO 业务收入将对应约 20 亿元净利润。短期来看，公司电商平台处于快速增长期，电商业务有望在 3 年内营收达到 70 亿元以上，叠加公司线下分销业务的稳健增长，预计公司在未来三年有望实现 20% 左右的年化复合增长率。

四、投资建议

公司自上市以来保持较为稳健的发展势头，近几年随着公司线上商城的快速发展，公司在工业电气分销领域的客户群体覆盖范围明显扩大，并且有望在与工业电气相关 MRO 产品细分领域建立起专业优势。根据我们的测算，19 年以低压电器和工控产品为主的国内工业电气分销市场规模达到了 1555 亿元，目前公司市占率仅为 6%，参考蓝格赛等海外分销巨头在发达国家市场 20-30% 的市占率以及公司在分销网络、物流配送和运营效率等方面的明显优势，我们预计公司未来有望在国内达到 15-20% 左右的市占率，对应公司当前营收有 2 倍成长空间。此外，目前国内 MRO 电商正处于起步阶段，公司有望在细分领域通过专业壁垒建立护城河，并逐渐实现品类拓展，若公司未来能在国内万亿级的 MRO 市场获得 5% 的份额，将带来 600 多亿元的营收增量。

对标全球行业龙头如工业电气分销领域的蓝格赛和 MRO 电商领域的固安捷，公司有巨大的成长空间。我们认为，随着线下工业电气分销市场集中度的提升和公司线上业务的快速发展，公司已经在 19 年表现出加速发展的势头，未来业绩增速有望迈入新的台阶。我们预测公司 20/21/22 年归母净利

润分别为 2.82/3.54/4.68 亿元，对应 8 月 17 日收盘价 PE 分别为 16.3/13.0/9.8 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

五、风险提示

1. 低压电器及工控产品的需求与宏观经济和固定资产投资密切相关，若宏观经济大幅下行或者全社会固定资产投资大幅减少，将会对工业电气分销市场需求产生不利影响，进而影响公司的业绩增长。
2. 前五大供应商占公司采购额的比例较高，并且前三大供应商均为外资企业，若公司与供应商的长期合作关系出现变化，或者外资供应商出现撤出中国市场等情况，将会在短期内对公司的分销业务产生不利影响。
3. 国内 MRO 市场格局仍然较为分散，部分竞争对手依赖于通过融资方式获取资金，若竞争对手采取激烈的价格战手段抢占市场份额，或者短期内出现大量新的市场参与者，将对公司在 MRO 市场的毛利率和市场份额产生不利影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4134	4783	6504	6423
现金	439	538	432	357
应收票据及应收账款	1357	1584	3217	2734
其他应收款	13	34	18	41
预付账款	65	116	105	168
存货	936	1186	1407	1797
其他流动资产	1324	1324	1324	1324
非流动资产	1231	1319	1458	1643
长期投资	3	5	7	10
固定资产	644	720	840	1005
无形资产	87	87	87	83
其他非流动资产	496	507	524	545
资产总计	5365	6102	7962	8067
流动负债	1397	1979	3581	3324
短期借款	101	101	200	258
应付票据及应付账款	938	1401	2886	2411
其他流动负债	357	477	494	654
非流动负债	15	15	15	15
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	15	15	15	15
负债合计	1412	1994	3596	3339
少数股东权益	110	102	92	82
股本	545	545	545	545
资本公积	1880	1880	1880	1880
留存收益	1438	1594	1780	2011
归属母公司股东权益	3844	4006	4274	4645
负债和股东权益	5365	6102	7962	8067

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	402	342	66	211
净利润	215	274	344	458
折旧摊销	40	46	54	63
财务费用	-8	-9	-5	2
投资损失	-3	-2	-2	-4
营运资金变动	104	32	-325	-309
其他经营现金流	53	0	0	0
投资活动现金流	-229	-132	-191	-246
资本支出	110	86	137	183
长期投资	-122	-2	-3	-3
其他投资现金流	-241	-48	-57	-65
筹资活动现金流	-351	-111	-80	-98
短期借款	-224	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	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-127	-111	-80	-98
现金净增加额	-179	99	-205	-133

利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9925	11765	14405	17855
营业成本	8888	10524	12862	15893
营业税金及附加	31	39	48	59
营业费用	462	541	684	845
管理费用	185	241	288	357
研发费用	35	41	43	54
财务费用	-8	-9	-5	2
资产减值损失	-32	0	0	0
其他收益	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	2	2	4
资产处置收益	-0	0	0	0
营业利润	304	388	487	650
营业外收入	3	6	6	7
营业外支出	1	3	2	2
利润总额	305	390	492	655
所得税	90	116	147	197
净利润	215	274	344	458
少数股东损益	-10	-8	-10	-10
归属母公司净利润	225	282	354	468
EBITDA	339	428	540	720
EPS(元)	0.41	0.52	0.65	0.86

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	16.0	18.5	22.4	23.9
营业利润(%)	11.6	27.6	25.7	33.4
归属于母公司净利润(%)	9.3	25.2	25.6	32.1
获利能力				
毛利率(%)	10.4	10.5	10.7	11.0
净利率(%)	2.3	2.4	2.5	2.6
ROE(%)	5.4	6.7	7.9	9.7
ROIC(%)	5.3	6.5	7.6	9.4
偿债能力				
资产负债率(%)	26.3	32.7	45.2	41.4
净负债比率(%)	-8.4	-10.5	-5.2	-2.0
流动比率	3.0	2.4	1.8	1.9
速动比率	1.3	1.1	1.0	0.9
营运能力				
总资产周转率	1.9	2.1	2.0	2.2
应收账款周转率	5.2	8.0	6.0	6.0
应付账款周转率	10.5	9.0	6.0	6.0
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.52	0.65	0.86
每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	0.63	0.12	0.39
每股净资产(最新摊薄)	7.06	7.35	7.85	8.53
估值比率				
P/E	20.4	16.3	13.0	9.8
P/B	1.2	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	12.9	10.0	8.3	6.4

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 2020 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