

研究所
证券分析师： 杨阳 S0350521120005
yangy08@ghzq.com.cn

有望加速发展的电气分销行业龙头 ——众业达（002441）公司深度研究

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
众业达	23.6%	-3.0%	15.6%
沪深300	4.4%	-12.9%	-25.1%

市场数据

2022/05/25

当前价格(元)	9.06
52周价格区间(元)	7.05-11.73
总市值(百万)	4,933.57
流通市值(百万)	3,613.55
总股本(万股)	54,454.36
流通股本(万股)	39,884.60
日均成交额(百万)	81.29
近一月换手(%)	1.57

相关报告

投资要点:

- 深耕电气分销，业绩稳中向好。**众业达电气股份有限公司主营业务为通过自有的销售网络分销签约供应商的工业电气元器件产品，以及进行系统集成产品和成套制造产品的生产和销售，是电气产品分销行业龙头企业。2021年公司营业收入达到125.58亿元，同比增加16.92%，2021年实现归母净利润4.16亿元，较上年同期增加59.19%。2022年延续良好增长势头，一季度实现营业收入26.0亿元，同比增长4.47%；实现归母净利润1.50亿，同比增长20.08%。
- 电气产品下游需求逐年扩张，公司拓展品类进一步促进营收增加。**公司营业收入主要来源于低压电气产品和工控产品分销，预期未来几年“双碳”目标的落实和新基建的推进将催生对低压电气产品的需求，制造业转型升级的趋势也将拉动工控产品的需求扩张，公司主营业务有望保持较高增速。同时，公司依托渠道优势积极拓展品类，引入测量仪器、劳保用品等MRO产品，以更全面的产品门类迎合客户需求，进一步促进公司营收的增长。
- 众业达商城形成独特竞争优势，覆盖长尾客户带来业绩增长。**众业达在2015年上线了“众业达商城”电商平台，将传统电气产品分销服务移植到线上，大大拓展了原有的业务范围。众业达商城上线以来销售额保持高速增长，2021年众业达商城实现销售额68.6亿元（含税），同比增长34%，对营业收入的贡献率约50%。
- “3+1”战略助力公司行业领先，利润率有望持续增长。**公司核心竞争力可概括为“分销网、物流网、技术服务网，以及互联网”的“3+1”网络和“配电团队、工控团队、中小客户团队，加技术服务团队”的“3+1”团队，力求通过提供专业的差异化服务吸引客户，从而提高利润率。随着公司代销品牌逐年增加，平台优势使得公司在分销协议签订中逐渐掌握主动地位，有望利用行业地位获取溢价。同时，引入线上运营模式有效提高了公司的运营效率，存货周转率等指标的提升，有利于公司利润率的进一步提高。
- 盈利预测和投资评级** 公司作为国内电气分销行业龙头，销售网络遍及全国，拥有丰富的客户资源。在“双碳”目标落实与制造业升级的背景下，公司低压电气与工控产品分销收入有望随下游需求扩张持续增长。同时，公司在服务和运营方面竞争优势的确立有望促进降本增效，利润率有进一步提高空间。我们预计2022-2024年公司

营业收入分别为 146.05/171.31/201.21 亿元，同比增速分别为 16%/17%/17%，归母净利润分别为 4.08/5.19/6.43 亿元，同比增速分别为 -2%/27%/24%，2022-2024 年 PE 分别为 12.10/9.50/7.67 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示** 电气产品需求不及预期；制造业转型升级速度放缓；疫情加重影响工业投资进度；与生产商续签分销协议条款改变；传统电商平台发力电气业务引起竞争。

预测指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	12558	14605	17131	20121
增长率（%）	17	16	17	17
归母净利润（百万元）	416	408	519	643
增长率（%）	59	-2	27	24
摊薄每股收益（元）	0.76	0.75	0.95	1.18
ROE（%）	10	9	10	11
P/E	11.92	12.10	9.50	7.67
P/B	1.13	1.03	0.93	0.83
P/S	0.39	0.34	0.29	0.25
EV/EBITDA	7.44	7.15	5.30	4.45

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、深耕电气分销，业绩稳中向好.....	5
1.1、电气分销龙头，积极创新发展.....	5
1.2、业绩稳中向好.....	7
2、产品市场需求旺，品类渠道创新促增长.....	9
2.1、行业规模持续扩张，增长潜力充足.....	9
2.1.1、绿电与新基建拉动，低压电气保持高增速.....	9
2.1.2 制造业转型推进，带动工控产品需求.....	10
2.2、积极拓展品类，MRO产品促增长.....	12
2.3、线上商城促发展，长尾客户增营收.....	12
3、“3+1”战略助力公司行业领先，利润率有望持续增长.....	14
3.1、品牌多样性有望带来更大的议价空间.....	14
3.2、拓展线上分销业务，数字化建设提高经营效益.....	17
3.3、专业技术增强客户信任度，优质服务提升客户粘性.....	18
4、盈利预测与评级.....	19
5、风险提示.....	21

图表目录

图 1: 众业达 2021 年营业收入构成情况.....	5
图 2: 众业达部分分销品牌	6
图 3: 众业达股权结构图 (截至 2022 年一季度末)	6
图 4: 众业达历年营业收入及增速.....	7
图 5: 众业达历年归母净利润及增速	7
图 6: 众业达近五年销售净利率与销售毛利率	7
图 7: 众业达分产品收入及增速	8
图 8: 众业达 ROE	8
图 9: 众业达近五年资产负债率和流动比率	8
图 10: 部分低压电气产品	9
图 11: 低压电器行业历年市场规模及增速	9
图 12: 众业达低压电气产品分销历年收入及增速	9
图 13: 中国低压电器需求占比	10
图 14: 部分工控产品	10
图 15: 工控行业历年市场规模及增速	11
图 16: 众业达工控产品分销历年收入及增速	11
图 17: 众业达商城选型界面	13
图 18: 众业达商城历年销售额及增速	14
图 19: 国内电气机械制造行业企业数	16
图 20: 公司分地区 (除华南地区) 销售收入变化	17
图 21: 营运指标历年变化趋势	18
图 22: 人均营业创收和人均创利变化	18
图 23: 公司办事处	19
表 1: 工控产品市场分类	11
表 2: 众业达 MRO 产品介绍	12
表 3: 众业达商城主要产品品类	13
表 4: 公司合作部分品牌介绍	15
表 5: 收入成本拆分	20
表 6: 可比公司估值表	21

1、深耕电气分销，业绩稳中向好

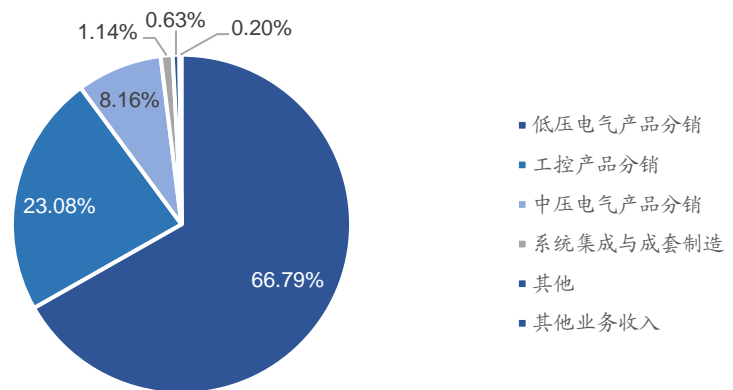
1.1、电气分销龙头，积极创新发展

主营电气分销，行业地位领先。众业达电气股份有限公司是工业电气产品的专业分销商，2010年在深圳证券交易所上市。公司主营业务为通过自有的销售网络分销签约供应商的工业电气元器件产品，以及进行系统集成产品和成套制造产品的生产和销售。2021年公司营业收入达到125.58亿元，是电气产品分销行业龙头企业。

分销业务为主，系统集成助力。分销业务是公司收入和利润的主要组成部分。公司通过线下和线上销售相结合，以标准化方式运作和管理全国性的销售和物流网络，使分销业务的收入和利润持续增长。系统集成和成套制造业务是公司业务经营的重要环节。通过集成与成套业务，公司向终端客户直接提供其所需要的系统集成和成套制造产品。不仅使公司拓宽了客户基础，还使公司和客户之间的合作更加密切，间接地促进了分销业务的开展。

低压电气分销占比高，工控及中压电气次之。公司近年来营业收入持续增长，增速保持在15%左右（除2020年外），发展势头良好。分产品看，2021年公司核心业务为低压电气产品分销，占营业收入的66.79%，其次为工控产品分销和中压电气产品分销，分别占营业收入的23.08%和8.16%。系统集成产品和成套制造业务对营收的直接贡献较小，占比仅为1.14%。

图 1：众业达 2021 年营业收入构成情况



资料来源：wind、国海证券研究所

分销品牌多样，产品门类齐全。在分销品牌及产品选择上，公司采取多品牌、多品种的经营模式，主要销售 ABB、施耐德、西门子等国际知名品牌和常熟开关、德力西等国内知名厂商的工业电气元器件产品，具有较强的产品竞争力。产品主要包括断路器、继电器、软起动器、变频器、可编程控制器、传感器等，品类覆盖齐全。

图 2：众业达部分分销品牌

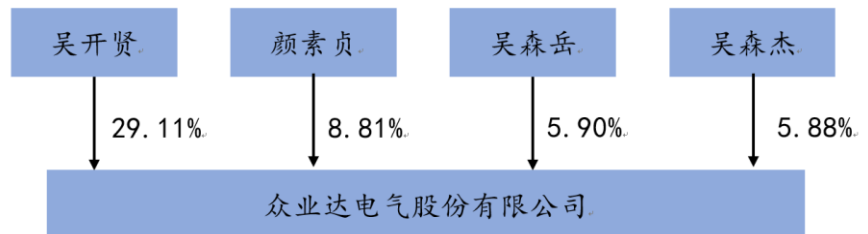


资料来源：众业达商城、国海证券研究所

线上商城发力，业务增长可期。公司在 2015 上线了众业达商城电商平台，通过网络平台向线下经销商难以覆盖的客户提供直接服务，有效拓展了业务范围。众业达商城自成立起每年均保持高速增长，2021 年，众业达商城实现销售额约 68.59 亿元（含税），同比增长 33.98%，约占公司营业收入的一半。同时，公司积极利用线上平台，在 2021 年启动“众业达在线”试点项目，通过联合品牌商及全国优质贸易企业共同搭建“众业达在线联营体系”，赋能核心合作联营商，以达到共同提升经营效率，联合形成市场头部竞争优势。

股权结构稳定，实控人经验丰富。公司实际控制人为董事长吴开贤先生，持有 29.11% 的公司股份，此外，其家人颜素贞、吴森岳、吴森杰共持有公司股份 20.59%（=8.81%+5.9%+5.88%），股权结构较为集中，股权结构稳定。实控人吴开贤先生具有多年的工业电气行业经验，曾在汕头市电气控制设备厂从事采购、销售等工作，后创立汕头市达濠机电设备有限公司，任董事长、总经理；2000 年创立众业达电气股份有限公司，至今任众业达电气股份有限公司董事长。

图 3：众业达股权结构图（截至 2022 年一季度末）



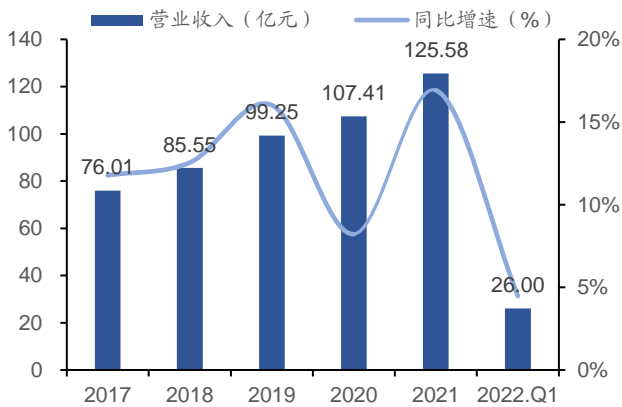
资料来源：wind、国海证券研究所

1.2、业绩稳中向好

下游行业需求整体回暖,公司营收实现持续性增长。得益于下游新基建、碳中和、新能源等新兴领域投资拉动,公司 2021 年度经营性业绩持续增长,公司 2021 年实现营业收入 125.58 亿元,同比增加 16.92%,2021 年实现归母净利润 4.16 亿,较上年同期增加 59.19%,其中,公司全资子公司上海泰高开关有限公司的房屋搬迁补偿款在 2021 年度进行确认并计入当期非经常性损益,该事项影响公司 2021 年净利润 1.05 亿元。2021 年实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 3.13 亿元,同比增长 22.42%。

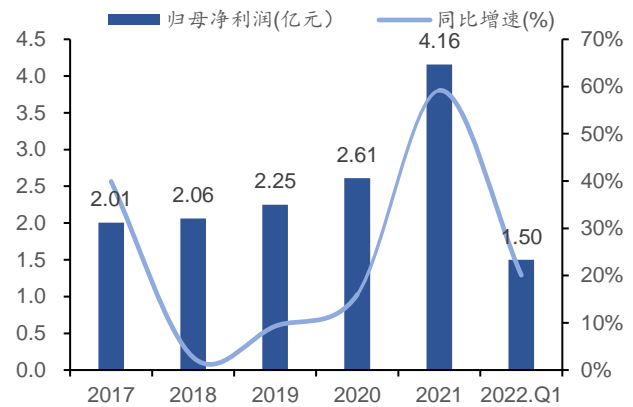
2022 年延续良好增长势头,一季度实现营业收入 26 亿元,同比增长 4.47%;实现归母净利润 1.50 亿,同比增长 20.08%;实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.48 亿元,同比增长 18.86%。

图 4: 众业达历年营业收入及增速



资料来源: wind、国海证券研究所

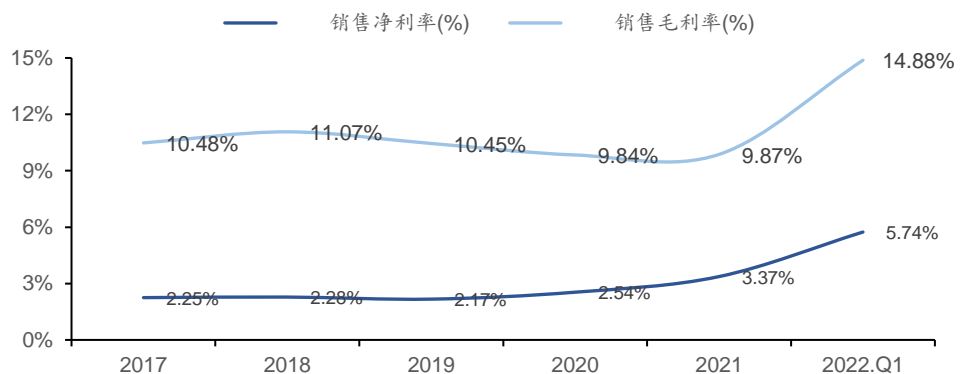
图 5: 众业达历年归母净利润及增速



资料来源: wind、国海证券研究所

2021 年度,销售净利率小幅提高,销售毛利率在 10%左右波动。2021 年公司销售毛利率为 9.87%,同比基本持平;2021 年销售净利率为 3.37%,净利率同比上升将近 1 个点。2022 年一季度销售毛利率为 14.88%,销售净利率为 5.74%,同比略增。

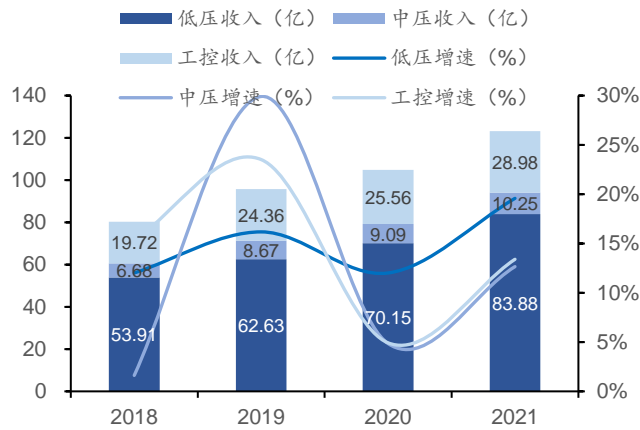
图 6: 众业达近五年销售净利率与销售毛利率



资料来源: wind、国海证券研究所

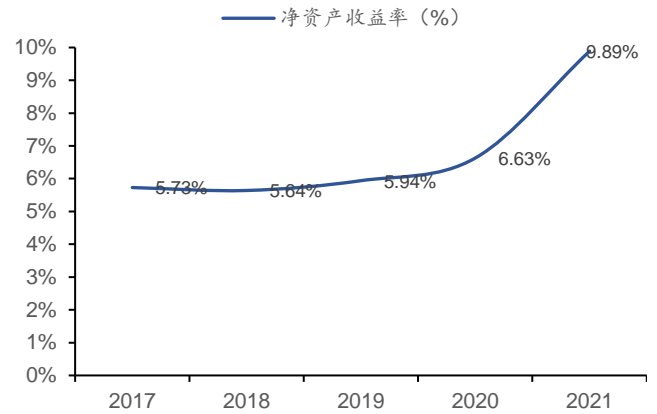
公司的中、低电压分销收入规模稳步增长。2021 年低电压分销实现营收 83.88 亿元，较去年增长 19.57%；2021 年工控分销收入 28.98 亿，同比增长 13.4%；2021 年中电压分销收入实现 10.25 亿元，同比增加 12.65%。同时，公司的净资产收益率继续稳定增长，2021 年其净资产收益率为 9.89%，较去年增长三个百分点。

图 7：众业达分产品收入及增速



资料来源：wind、国海证券研究所

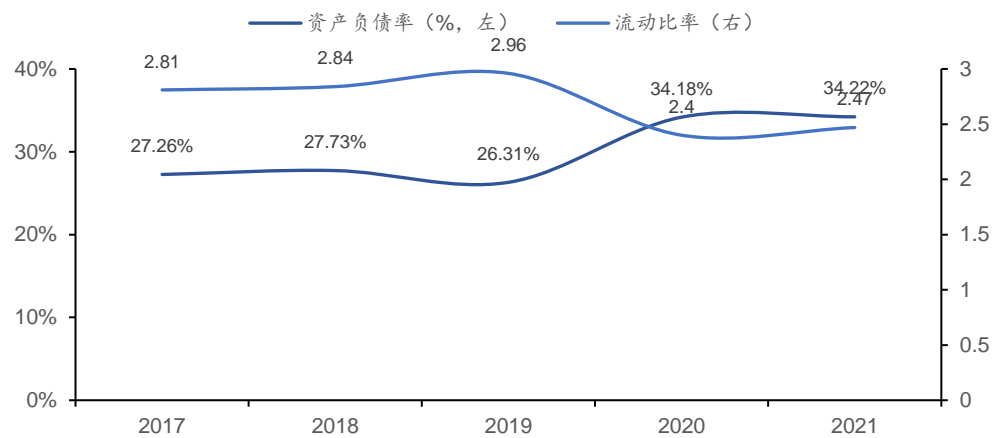
图 8：众业达 ROE



资料来源：wind、国海证券研究所

偿债能力强，财务风险小。公司近几年资产负债率保持低位，2021 年资产负债率仅为 34.22%。公司的流动比率维持在 2 以上，偿债能力强。

图 9：众业达近五年资产负债率和流动比率



资料来源：wind、国海证券研究所

2、产品市场需求旺，品类渠道创新促增长

2.1、行业规模持续扩张，增长潜力充足

2.1.1、绿电与新基建拉动，低压电气保持高增速

低压电气分销为主业，产品销售依赖分销。低压电气产品分销业务是公司最主要的收入来源，占公司 2021 营收的 66.79%。低压电器包括适用电流在交流 1,000V、直流 1,500V 以下的电器线路中用于电能分配、电路连接、电路切换、电路保护、控制及显示的各类电器元件和组件。目前低压电器市场厂商主要专注于产品研发和生产，产品销售工作则大多由专业分销商承担，分销业务规模与产品市场需求高度相关。

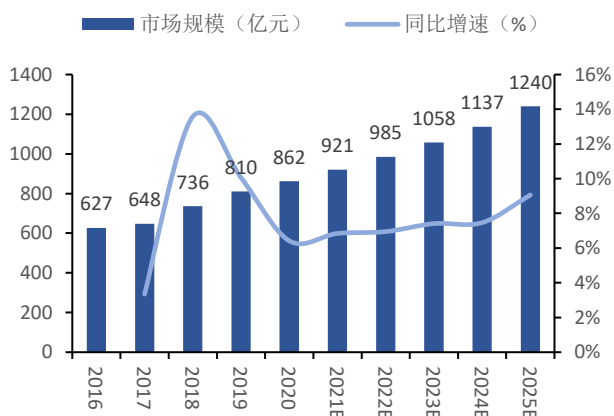
图 10：部分低压电气产品



资料来源：众业达商城、国海证券研究所

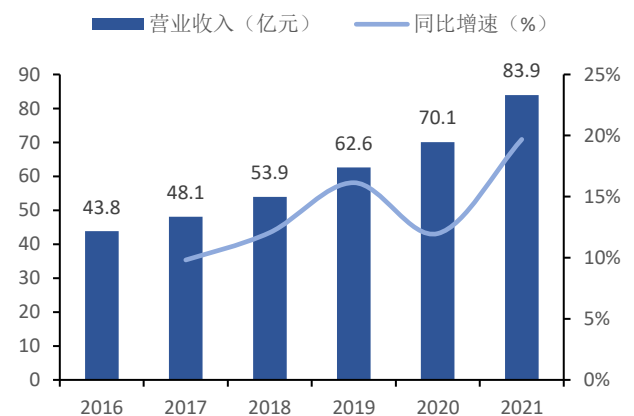
市场规模稳步增，公司营收增速快。近年我国低压电器市场发展迅速，2020 年市场规模达到 862 亿元，同比增长 6.42%。根据中国低压电器市场白皮书 2021 预计，2021-2025 年低压电器行业仍将保持较高的景气度，市场规模将在 2025 年达到 1240 亿元。2018-2020 年，在市场规模持续扩大的背景下，公司低压电气产品分销业务营业收入也保持高速增长，且增速明显高于行业增长水平。2021 年公司低压电气产品分销收入为 83.9 亿元，同比增长 19.69%，体现出公司强大的竞争力。

图 11：低压电器行业历年市场规模及增速



资料来源：中国低压电器市场白皮书 2021、国海证券研究所

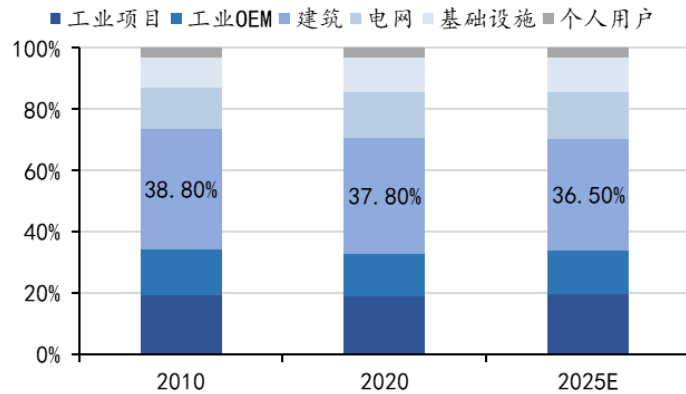
图 12：众业达低压电气产品分销历年收入及增速



资料来源：wind、国海证券研究所

建筑需求为主，对公业务占比高。从应用领域看，低压电器需求占比较为稳定，主要应用于建筑，占2020年低压电器总需求的37.8%，其次为工业项目、工业OEM和电网建设，个人用户和基础设施方面的需求则占比较小。因此，低压电器的市场规模与建筑业及工业投资息息相关。

图 13：中国低压电器需求占比



资料来源：中国低压电器市场白皮书 2021、国海证券研究所

双碳目标定规划，绿电建设促需求。2021年，我国提出2030年“碳达峰”、2060年“碳中和”的中长期发展目标，并提出到2025年，非化石能源占能源消费比重将达到20%左右。根据规划，以光伏、风电为代表的新能源发电机组及其配套的输电、储能设施建设有望保持高速增长，低压电器作为新能源产业配套产品，市场需求也将随之得到扩张，并进一步带动低压电器分销行业的发展。

新基建助力增长，新产品带动新需求。同时，在传统基建接近饱和的背景下，近年来新基建逐步受到各级政府重视，成为政策发力的重点方向。在以5G基站、大数据中心、新能源汽车充电桩为代表的新基建投资中，低压电器产品同样不可或缺，由此带来的市场规模扩展，也将有效促进产品分销行业销售额的增长。

2.1.2 制造业转型推进，带动工控产品需求

工控产品分销为辅，服务制造业升级。公司另一主要收入来源为工控产品分销，占公司2021年营业收入的23.08%。工控产品全名工业控制及自动化产品，主要用于对自动化生产过程的控制，在制造业升级中起到代替人工的作用。按照产品特性，工业自动化主要产品可分为控制层、驱动层和执行层，具体产品包括接触器、继电器、传感器等。

图 14：部分工控产品



限位开关



图形终端



报警器



电动机保护断路器

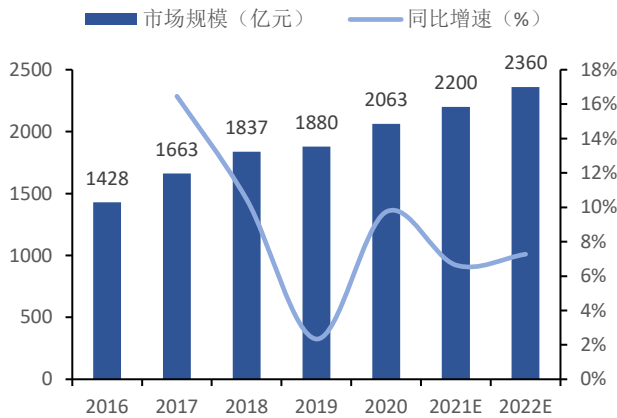


光电传感器

资料来源：众业达商城、国海证券研究所

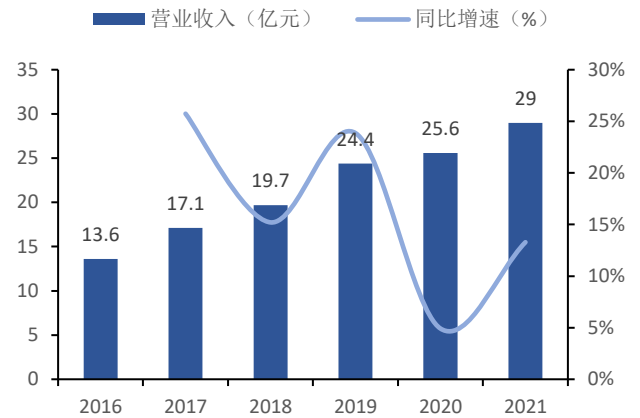
工控市场持续扩张，分销收入随之增长。近年我国工业自动化设备市场持续扩张，2020年市场规模达到2063亿元，同比增长9.73%。随着市场需求的增加，预计2022年工控行业市场规模有望达到2360亿元。公司近年工控产品分销收入随市场规模扩张稳步上升，且增长率高于市场增速。2021年，公司实现工控产品分销收入29亿元，同比增长13.28%，业务规模依然处于快速扩张之中。

图 15: 工控行业历年市场规模及增速



资料来源：2021年中国自动化市场白皮书、国海证券研究所

图 16: 众业达工控产品分销历年收入及增速



资料来源：wind、国海证券研究所

项目类需求放缓，OEM成为需求主力。工控产品的需求方大致可以分为项目型与OEM两大类。其中，项目型市场主要为冶金、石油、化工等行业，关注流程自动化。OEM市场则主要为半导体、锂电、纺织、食品等行业，关注工厂自动化。在全国推进低碳目标的背景下，项目类市场由于涉及高污染、高耗能企业较多，近期需求有所放缓，而OEM市场则得益于产业升级政策，对工控市场增长贡献较大。

表 1: 工控产品市场分类

市场分类	具体行业	特点
项目型	冶金、汽车、电力、化工、建材、石化、矿业	过程自动化 (PA)
OEM	纺织、印刷、食品、电梯、锂电、半导体、工业机器人	工厂自动化 (FA)

资料来源：鸿英智能招股书、商业新知、国海证券研究所

人口红利消退，催生自动化需求。我国是制造业大国，在全球产业链中占据重要地位。但目前我国食品饮料、纺织、快消等行业的生产依然以人力密集型为主，主要依靠低廉的劳动力成本取得竞争优势。未来随着人口红利减弱，制造业企业若要维持竞争力，就需要对生产线进行自动化改造，使用工控设备代替大量人力工作，由此催生工控产品的需求扩张。

制造业转型升级，推进新产线建设。我国制造业发展的另一方向是推进产业升级，通过生产更高附加值的先进工业品提升利润空间。在以新能源汽车、半导体设备等为代表的先进工业品生产中，传统的人工生产在精度上难以达标，对于产线智能化、自动化提出了更高要求。为配合新产品进行的新产线建设，同样将催生对工业自动化产品的需求，并有望同步带动产品分销商的业绩增长。

2.2、积极拓展品类，MRO 产品促增长

立足客户需求，拓展相关品类。公司采取多品牌、多品种的经营模式，积极拓展产品品类，扩大分销品牌数量，以此提高公司竞争力。公司深耕电气产品分销领域多年，拥有一批专业的销售团队和客户服务团队，与客户群体建立密切联系，对于客户需求有着充分了解。近年来，公司根据客户情况和市场需求，立足主业的同时积极引入新品，收获颇丰。

引入 MRO 产品，关注运维需求。公司客户购买电气设备后，在使用过程中会产生一系列运营维修需求，需要采购相关耗材和设备。针对这一需求，公司根据客户需求积极拓展品类，进军 MRO（维护、维修、运行）行业。截止目前，公司已拓展了测量与仪表、电气辅材与劳保、五金工具等主要品类，力求为客户提供一站式采购服务。

产品需求量大，有助于流量引导。MRO 产品虽然单个产品价值较低，但大多属于消耗品，客户需求量较大，采购频次高。客户反复采购 MRO 产品，有助于公司与客户建立更为紧密的关系，更好了解客户需求。同时，销售 MRO 产品能够为公司线上线下平台引流，有望提高公司销售额。

表 2: 众业达 MRO 产品介绍

品类	主要产品	分销品牌
辅材辅料	电线电缆、端子、胶黏、结束带、绝缘子、软管、线槽、扎带	尤提乐、约翰彼欧、长虹、凤凰电力、三利电器
五金工具	电动、焊接、焊锡、夹持、剪切、紧固、气动、润滑剂、汽保、修整工具	世达、博世、百塔、鹰之印、宝合
劳保用品	头部、眼面部、听力、呼吸和足部防护，以及化学品泄漏清理	代尔塔、3M、优维斯、星宇、君御
仪器仪表	变送器、电力仪表、互感器、量具、蓄电池检测与管理 系统、仪器仪表	雅达、汉华、世达、胜利仪器、优利德

资料来源：众业达商城、国海证券研究所

2.3、线上商城促发展，长尾客户增营收

创建线上平台，覆盖长尾客户。传统电气产品分销以线下渠道为主，分销企业在各大城市设置子公司或办事处，由线下销售人员发掘客户并为之沟通，完成产品选型、方案规划等一系列工作。这一模式有助于更好的了解客户需求，与客户保持密切联系。但由于线下经销商布局的有限性，往往只能覆盖大中城市，对于大量处于中小县市的长尾客户则难以有效覆盖。针对这一痛点，众业达上线了“众业达商城”电商平台，将传统电气产品分销服务拓展到线上，通过互联网渠道向全国客户提供服务，大大拓展了原有的业务范围。

产品品类齐全，特色服务加持。众业达商城主要销售作为公司主业的中低压配电和工业控制及自动化产品。除此之外，众业达商城还拓展了测量与仪表、电气辅材与劳保和办公文具等新产品类型，这些运营、维保类产品的客户群体与电气设备产品客户高度重合，有助于在更好满足客户需求的同时进一步提高平台销售额。工业速派服务也是众业达商城的一大亮点，客户可以在此项目下预约工程师到场进行现场勘测、设备安装调试、故障检查排除等服务，由此可以减少客户选择线上平台的顾虑，促进平台业务增长。

表 3: 众业达商城主要产品品类

品类	主要产品
中低压配电	微型断路器、塑壳断路器、空气断路器
工业控制及自动化	接触器、继电器、电动机控制与保护
测量与仪表	电力仪表、仪器仪表、量具、互感器
电气辅材与劳保	端子、劳保、胶黏、润滑、电线电缆
五金工具	电动工具、电动工具附件、夹持工具
楼宇智能与新能源设备	照明、充电设备、智能测量、智能安防监控
工业速派服务	低压配电服务、中压配电服务、工控产品服务
办公文具	书写工具、文件管理、桌面文具

资料来源：众业达商城、国海证券研究所

产品选型便捷，平台优势尽显。在产品选型过程中，客户可以通过系统预设的三级条件筛选产品品类，并通过“产品参数筛选”模块精确选择符合条件的产品，在此基础上还可以通过限定品牌和系列进行进一步筛选，即可在产品展示栏中浏览目标产品的价格、库存等具体信息。这一流程对目标客户采购人员而言简单便捷，是公司信息优势和平台优势的体现，有利于提高客户粘性，促进复购。

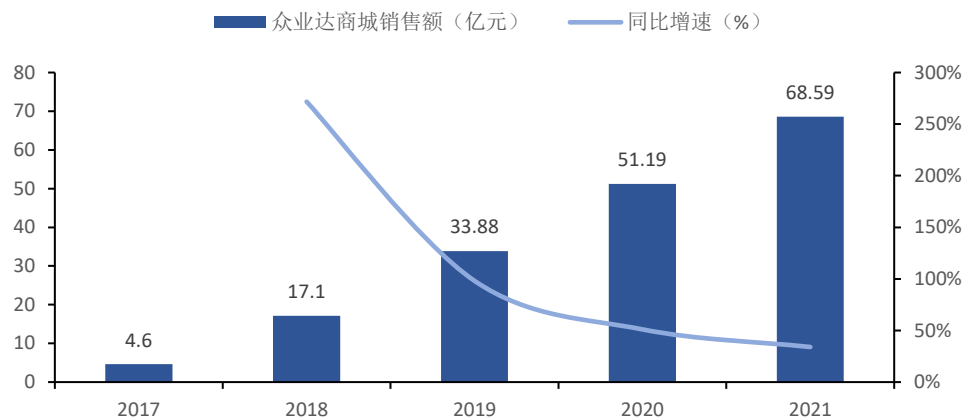
图 17: 众业达商城选型界面



资料来源：众业达商城、国海证券研究所

销售额持续增长，众业达商城成为营收主体。众业达商城上线以来业务量逐年增长，销售额在 2017 年仅为 4.6 亿元，随后四年增长率分别为 271.74%、98.13%、51.09% 和 33.99%。2021 年众业达商城实现销售额 68.6 亿元（含税），是 2017 年水平的近 15 倍，约占公司营业收入的一半，已经成为公司的主要收入来源。2022 年第一季度，众业达商城实现销售额约 15.60 亿元（含税），同比增长 4.98%。未来众业达商城有望保持高速增长势头，为公司营收增长做出主要贡献。

图 18：众业达商城历年销售额及增速



资料来源：wind、国海证券研究所

3、“3+1”战略助力公司行业领先，利润率有望持续增长

3.1、品牌多样性有望带来更大的议价空间

公司始终贯彻多品牌、多品类经营。目前，公司分销的产品已覆盖品牌近 200 个、品种 70 多万种。近年来，公司逐步与更多国产品牌建立了战略合作关系。目前，公司除了与 ABB、施耐德、西门子等国际知名品牌，还包括：常熟开关、德力西、上海人民电器厂、天正电气、华通电气等一系列优秀国产品牌。2022 年公司与 SMC 展开合作，引进气动类产品，进入一个新的市场领域。

表 4: 公司合作部分品牌介绍

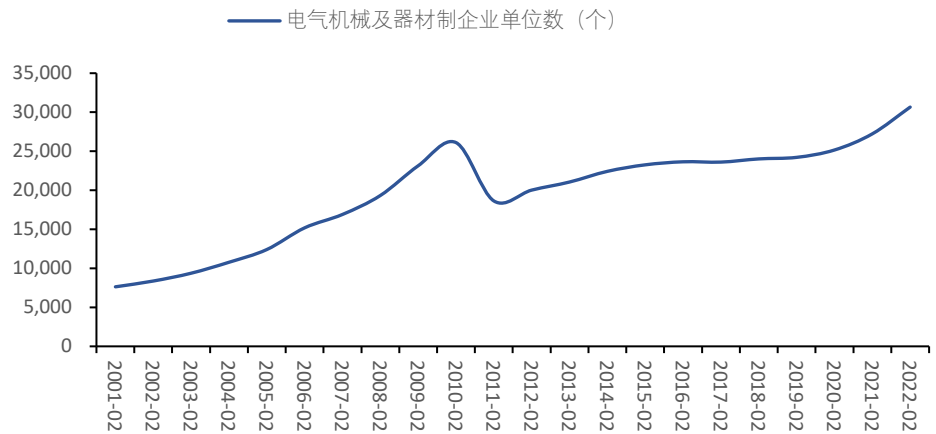
品牌	说明
ABB	ABB 位列全球 500 强，是电力和自动化技术领域的领导企业。ABB 致力于帮助电力、工业、交通和基础设施等领域客户提高业绩，同时降低对环境的影响。ABB 集团业务遍布全球近 100 个国家，拥有 14 万名员工，ABB 在中国拥有研发、制造、销售和工程服务等全方位的业务活动，员工 1.9 万名，拥有 39 家本地企业和遍布全国 126 个城市的销售与服务网络。
施耐德	施耐德电气有限公司 (Schneider Electric SA) 是总部位于法国的全球化电气企业，全球能效管理和自动化领域的专家。全球能效管理专家施耐德电气为 100 多个国家的能源及基础设施、工业、数据中心及网络，楼宇和住宅市场提供整体解决方案，其中在能源与基础设施、工业过程控制、楼宇自动化和数据中心与网络等市场处于世界领先地位，在住宅应用领域也拥有强大的市场能力。
西门子	西门子股份公司 (总部位于柏林和慕尼黑) 是一家专注于工业、基础设施、交通和医疗领域的科技公司。从更高效节能的工厂、更具韧性的供应链、更智能的楼宇和电网，到更清洁、更舒适的交通以及先进的医疗系统，西门子致力于让科技有为，为客户创造价值。通过融合现实与数字世界，西门子赋能客户推动产业和市场变革，帮助数十亿计的人们，共创每一天。西门子持有上市公司西门子医疗的多数股权，西门子医疗是全球重要的医疗科技供应商，塑造着医疗产业的未来。此外，西门子持有西门子能源的少数股权，西门子能源是全球输电和发电领域的重要企业。
德力西	德力西电气是一家行业领先的低压配电及工业自动化全面解决方案供应商。经过数十年发展，德力西电气已建立起世界一流的研发技术平台和体系，率先通过 CNAS 国家一级实验室的认证，拥有 400 多项自主研发专利。德力西电气产品广泛应用于电力、能源、建筑、工业、基础设施、冶金和航天等行业。于 2007 年与全球 500 强施耐德电气强强携手，合资成立德力西电气有限公司 (简称“德力西电气”)。拥有 700 多家一级代理商、60000 多家线下门店、多个线上销售平台和合作伙伴、5 个研发中心、3 个国家级实验室、3 大自动化工业生产基地、五星级客户支持服务团队、17 个国内物流中心以及数十个运输合作伙伴、1 个国际物流中心和在发展中国家的 4 大业务合作伙伴。
常熟开关	常熟开关制造有限公司是国有参股的电器研发制造领军企业，注册资本 3.8 亿，现有员工 1700 人，专业研发和制造中低压配电电器、工业控制电器、中低压成套装置、光伏逆变器及光伏发电配套电器和智能配电监控系统及配套测控器件。产品广泛应用于电力、机械、矿山、冶金、石化、建筑、船舶、核电和新能源发电等领域。公司是国家级创新型试点企业，建有国家级企业技术中心、CNAS 检测中心、博士后科研工作站。常熟开关致力于为用户提供精品电器产品，为社会、客户创造更高价值，打造一流领先的民族电器品牌。
天正电气	天正电气创建于 1990 年，主要生产以低压配电及工控电器、智能仪表、电源电器、变频器、高压电器、建筑电气器为主的多种规格的工业电器产品。为电力、工民建、冶金、石化、机械制造等行业提供优质的低压电器产品和服务解决方案，立志成为“影响中国”的工业电器企业，最终成为具有全球地位的受人尊敬的伟大公司。
上海人民电器厂	上海电器股份有限公司人民电器厂 (简称上海人民电器厂) 隶属于上海电气集团股份有限公司，是集研发、生产、加工、销售、服务为一体的中低压电器制造商，专业制造断路器、接触器、热继电器、电磁启动器和自动化控制产品，企业创建于 1914 年，拥有百年专业制造历史，被同行誉为“国内低压电器的摇篮”。
SMC	SMC 是世界知名的气动元件制造商，公司成立于 1959 年，总部位于日本东京。SMC 的产品现已多达 12,000 种基本型元件、700,000 个规格，广泛应用在各个领域的自动化生产中。SMC 的“气动控制技术”正广泛应用于汽车、半导体、电子、机床、食品、包装、印刷、医疗、制药、纺织等基础工业领域中。通过气动技术与尖端技术的融合，即使是在新一代信息技术、机器人、航空航天、新能源、智能制造等最尖端的产业中，气动技术也有着无限发展的可能。在半导体工程、液晶制造、生物医药、医疗器械等高新技术领域，SMC 的产品大显身手，气动技术正在不断扩大新的应用领域。
欧姆龙	欧姆龙自动化 (中国) 有限公司是一家引领工业自动化产品和应用先进技术的跨国公司，作为欧姆龙全

	球事业的一部分，它已经成为自动化领域的佼佼者。在中国，欧姆龙自动化（中国）有限公司建有研发、生产、技术服务和物流基地，在华北、华东和华南拥有销售公司，其下属 40 多个事务所、办事处遍布全国，为客户提供直接的服务。
菲利克斯	菲尼克斯（中国）投资有限公司自 1993 年起扎根中国为客户提供智能器件、创新技术和数字工业解决方案。经过二十多年快速成长，现已发展成为集团在海外最大的生产与研发基地、跨国公司国家级地区总部以及集团公司全球三大竞争力中心之一。

资料来源：众业达商城和各品牌官网、国海证券研究所

供应商行业竞争充分，公司买方议价能力有望提升。目前，国内电器市场处于充分竞争状态，形成了实力较强的跨国公司与本土优势企业共存的竞争格局，且在逐步的走向行业整合。跨国公司掌握了电器行业中较为先进的技术，而本土品牌只能通过不断的技术和管理创新以提升市场竞争力，行业竞争趋于激烈。截止到 2022 年 2 月，行业内相关的企业就已达 3 万多家。一方面，得益于公司在电气分销行业的龙头地位，市场影响力大，国产品牌与之合作将具有更大的发展空间；另一方面，公司也在积极寻找市场发展潜力大，能给公司更多活动支持的品牌商进行合作。公司买方议价能力有望提升，并拉动公司盈利能力提升。

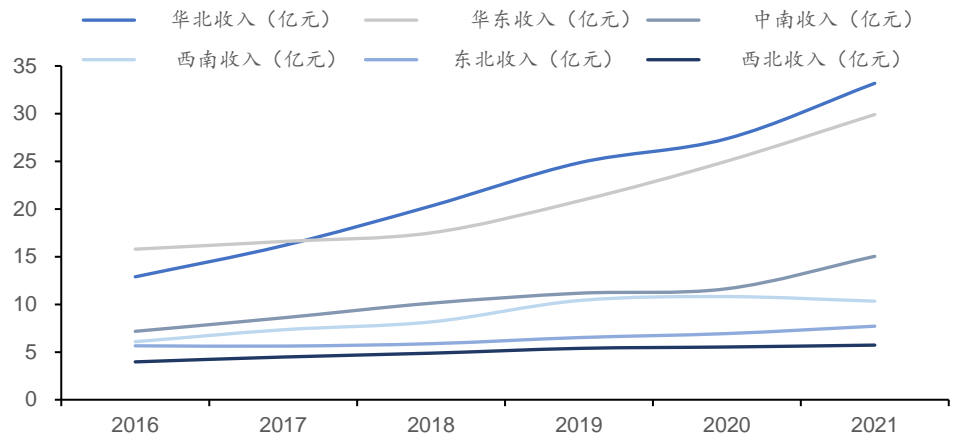
图 19：国内电气机械制造业企业数



资料来源：wind、国海证券研究所

下游客户对分销商要求越来越高，溢价能力有望提升。虽然目前电气分销行业处于充分竞争状态，但随着市场竞争的进一步深化，客户对分销商的综合服务能力和多品牌支持能力要求愈来愈高，未来市场将逐步向具有全国性销售网络的多品牌分销商集中。众业达作为工业电气领域综合实力强的综合分销商，可以凭借公司 3+1 网络以及多品牌经营领先于行业内其他企业。公司近年收入业绩节节走高，除了销售占比最大的华南地区外，在其它各区域的销售收入在持续扩大。

图 20: 公司分地区（除华南地区）销售收入变化



资料来源 wind、国海证券研究所

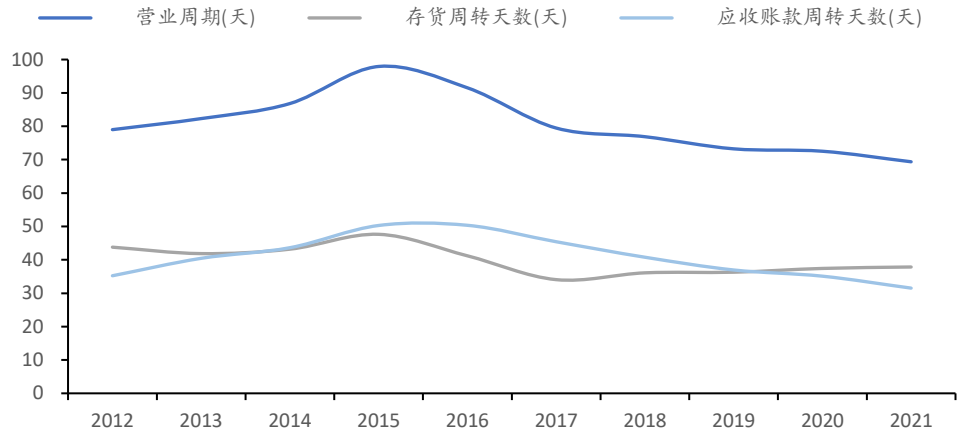
品牌趋于多样化，主动权更加明显。随着合作品牌和品类的增加，公司将有能力为客户针对性地定制产品方案，并有选择地对回报率较高的产品进行重点分销，从而优化公司的分销体系，进一步改善公司盈利水平。

3.2、拓展线上分销业务，数字化建设提高经营效益

开拓线上商城，经营效率提高。2015年，整体宏观经济不景气，国家产业政策进行调整，工业和自动化行业增长停滞。在这样的时期，公司立足长远，升级发展战略，重点发展电子商务领域，同年并购了工控网，并积极建设众业达线上商城，截止到2021年线上商城的收入额实现销售额约为68.59亿元（含税），约达销售总额一半。2022年第一季度，线上商城实现销售额约15.60亿元（含税），同比增长4.98%。

从公司的财务指标来看，公司的存货周转天数从2016年的41.20天下降到2021年的37.85天，存货的周转速度不断加快，资产流动性提高；同时，公司的应收账款周转天数也从2016年的50.34天降到了2021年的31.52天，公司的收账能力和资金管理能力增强。在2015年之前公司的营业周期天数呈上升趋势，2015年后开始逐步下降。这间接表明了公司2015年的转型道路是正确的。

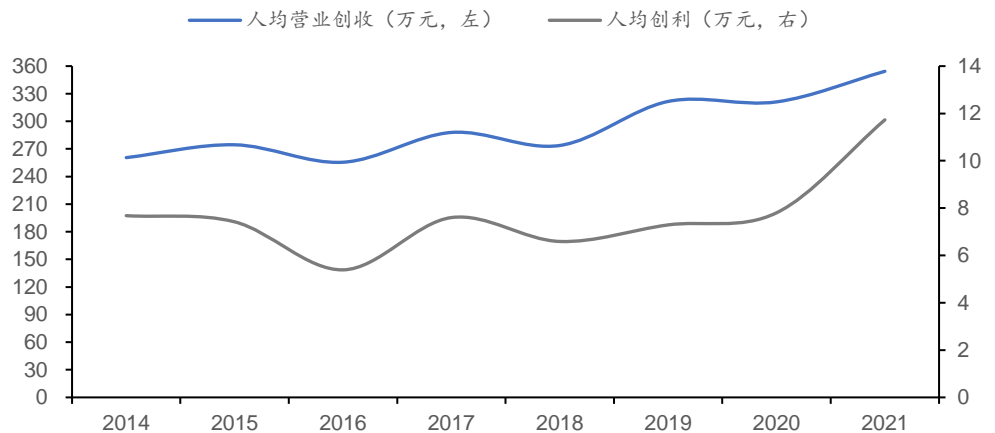
图 21: 营运指标历年变化趋势



资料来源: wind、国海证券研究所

人均创收呈增长趋势,人均创利近三年保持增长状态。公司 2022 年开启众业达在线模式,进一步推进数字化升级。通过数字化建设,人均覆盖订单收入上升。2021 年,公司人均营业创收达到 354.36 万元,相比去年增加 33.25 万元;人均创利均达到 11.73 万元,相比去年增加 3.93 万元。

图 22: 人均营业创收和人均创利变化



资料来源: wind、国海证券研究所

3.3、 专业技术增强客户信任度, 优质服务提升客户粘性

“3+1”网络提升综合竞争力,打造核心竞争优势。“分销网”:公司拥有完善的销售网络,可以为客户提供稳定、及时、快捷的产品与服务,并通过全国销售网络联动为客户提供全国范围内的全面服务。“物流网”:公司通过覆盖全国核心城市的 8 大物流中心和 50 个物流配送中转仓有效缩短了全国范围内产品的供货周期,从而使得公司能够为客户提供及时和快捷的配送及仓储管理服务。“技术服务网”:公司通过信息化系统的应用和服务管理体系的搭建,能够为客户提供售

前技术支持、行业解决方案、人员培训、售后技术服务等。“加互联网”：公司通过数字化的应用，整合三网资源，赋能于三网之间的联动。并通过电子商务平台“众业达商城”发展工业品一站式采购 B2B 业务，依托“工控猫商城”拓展工业领域 B2B 业务，同时上线的工业领域技术服务外包平台“工业速派”，实现从产品前端销售到后端技术维保服务的数字化闭环。

“3+1”团队结构，服务更加专业化。“3+1”团队细分为了配电团队、工控团队、中小客户团队和技术服务团队。**配电团队及工控团队**聚焦成套制造商、OEM、系统集成商、终端用户等核心客户；**中小客户团队**聚焦中小客户，通过线下线上相结合的方式实现对碎片化市场的数字化覆盖、小客户维护以及二级市场渠道开发；**技术服务团队**以向客户提供工业电气产品相关服务为基础、行业配套应用方案为延伸，以向新兴行业客户提供行业应用解决方案为增值服务。公司通过打造不同领域的专业化团队，既可以实现精准营销，又可以为提供更加专业的服务。

线下门店覆盖地区广，售后服务有保障。公司在国内目前已有 55 家子公司，120 多个办事处，除西藏地区外，几乎覆盖了全国一二线城市，未来还将继续覆盖三四线城市。依托强大的分销网，公司能够为客户提供更及时和便利的售前售中及售后服务，赢得客户的信任，增加客户粘性。

图 23: 公司办事处

济南公司办事处	青岛公司办事处	福州公司办事处	杭州公司办事处	南京公司办事处	上海公司办事处
陕西公司办事处	深圳公司办事处	沈阳公司办事处	武汉公司办事处	郑州公司办事处	天津公司办事处
石家庄公司办事处	宁波公司办事处	昆明公司办事处	山西公司办事处	厦门公司办事处	大连公司办事处
无锡公司办事处	重庆公司办事处	安徽公司办事处	成都公司办事处	长沙公司办事处	甘肃公司办事处
襄阳公司办事处	哈尔滨公司办事处	新疆公司办事处	广西公司办事处	广州公司办事处	南昌公司办事处
汕头公司办事处	唐山公司办事处	北京公司办事处	洛阳公司办事处	温州公司办事处	

资料来源：众业达官网、国海证券研究所

物流系统持续优化，供货效率有望继续提升。公司的 8 大物流中心，分别位于汕头、北京、上海、广州、成都、郑州、西安、沈阳，几乎覆盖了全国所有核心城市。如此强大的物流网可以有效缩短全国范围内产品的供货周期，更好满足下游不同客户的不同的供货需求。未来通过持续优化物流管理与服务体系，提高供应链的灵活性，可以进一步增强客户对于众业达物流配送能力的信赖。

4、盈利预测与评级

公司作为国内电气分销行业龙头，销售网络遍及全国，拥有丰富的客户资源。在低碳目标落实与制造业升级的背景下，公司低压电气与工控产品分销收入有望随下游需求扩张持续增长。同时，公司在服务和运营方面竞争优势的确立将促进降本增效，利润率有进一步提高空间。

我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 146.05/171.31/201.21 亿元，同比

增速分别为 16%/17%/17%，归母净利润分别为 4.08/5.19/6.43 亿元，同比增速分别为 -2%/27%/24%，2022-2024 年 PE 分别为 12.10/9.50/7.67 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5: 收入成本拆分

产品拆分	指标	2021A	2022E	2023E	2024E
低压电气产品分销	营业收入 (百万元)	8,387.83	9,897.64	11,778.19	14,016.04
	营业成本 (百万元)	7,583.42	8,938.56	10,625.10	12,629.86
	毛利 (百万元)	804.41	959.08	1153.08	1386.19
	毛利率	9.59%	9.69%	9.79%	9.89%
中压电气产品分销	营业收入 (百万元)	1,024.54	1,157.73	1,308.23	1,491.38
	营业成本 (百万元)	929.63	1,049.36	1,184.47	1,348.81
	毛利 (百万元)	94.90	108.36	123.76	142.58
	毛利率	9.26%	9.36%	9.46%	9.56%
工控产品分销	营业收入 (百万元)	2,898.36	3,304.13	3,799.75	4,369.71
	营业成本 (百万元)	2,636.18	3,001.80	3,448.27	3,961.15
	毛利 (百万元)	262.18	302.33	351.48	408.57
	毛利率	9.05%	9.15%	9.25%	9.35%
系统集成与成套制造	营业收入 (百万元)	142.99	135.84	129.05	122.60
	营业成本 (百万元)	123.12	116.82	110.98	105.43
	毛利 (百万元)	19.87	19.02	18.07	17.16
	毛利率	13.90%	14.00%	14.00%	14.00%
其他业务	营业收入 (百万元)	104.63	109.86	115.35	121.12
	营业成本 (百万元)	46.06	48.34	50.75	53.29
	毛利 (百万元)	58.57	61.52	64.60	67.83
	毛利率	55.98%	56.00%	56.00%	56.00%
合计	营业收入 (百万元)	12,558.34	14,605.19	17,130.57	20,120.85
	营业成本 (百万元)	11,318.41	13,154.88	15,419.58	18,098.53
	毛利 (百万元)	1239.93	1450.31	1710.98	2022.32
	毛利率	9.87%	9.93%	9.99%	10.05%

资料来源: wind、国海证券研究所

众业达深耕电气产品分销业务，覆盖品类全面，与国内外多数知名厂商都建立了业务联系。公司分销采用线下渠道与线上商城相结合模式，客户遍布全国，处于行业优势地位。我们看好公司电气产品分销业务的发展前景，认为电气产品分销属于工业品经销商范畴，因此我们选取同益股份、小商品城和国联股份进行比较，根据 Wind 一致预期可比公司 2022-2024 年平均市盈率分别为 25 倍、16 倍、14 倍。

表 6: 可比公司估值表

序号	股票代码	股票名称	股价 (元)	EPS				PE			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
1	300538	同益股份	12.34	-0.14	0.68	1.15	-	-	18.15	10.73	-
2	600415	小商品城	5.13	0.24	0.30	0.36	0.43	21.38	17.10	14.25	11.93
3	603613	国联股份	74.88	1.68	1.93	3.10	4.76	44.57	38.80	24.15	15.73
	平均							32.97	24.68	16.38	13.83
	002441	众业达	9.06	0.76	0.75	0.95	1.18	11.92	12.10	9.50	7.67

资料来源: Wind、国海证券研究所 (注: 股价为 5 月 25 日收盘价, 同益股份、小商品城、国联股份盈利预测为 Wind 一致预期)

5、风险提示

- 1) 电气产品需求不及预期;
- 2) 制造业转型升级速度放缓;
- 3) 疫情加重影响工业投资进度;
- 4) 与生产商续签分销协议条款改变;
- 5) 传统电商平台发力电气业务引起竞争。

附表：众业达盈利预测表

证券代码:	002441				股价:	9.06				投资评级:	买入				日期:	2022/05/25				
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E		每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力						每股指标														
ROE	10%	9%	10%	11%		EPS	0.76	0.75	0.95	1.18										
毛利率	10%	10%	10%	10%		BVPS	8.02	8.77	9.72	10.90										
期间费率	5%	6%	6%	6%		估值														
销售净利率	3%	3%	3%	3%		P/E	11.92	12.10	9.50	7.67										
成长能力						P/B	1.13	1.03	0.93	0.83										
收入增长率	17%	16%	17%	17%		P/S	0.39	0.34	0.29	0.25										
利润增长率	59%	-2%	27%	24%																
营运能力						利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E										
总资产周转率	1.87	1.98	2.01	2.10		营业收入	12558	14605	17131	20121										
应收账款周转率	10.87	10.17	10.43	10.48		营业成本	11318	13155	15420	18099										
存货周转率	9.64	10.04	9.89	9.87		营业税金及附加	38	45	52	61										
偿债能力						销售费用	497	607	684	812										
资产负债率	34%	34%	37%	37%		管理费用	192	250	284	328										
流动比	2.47	2.47	2.33	2.34		财务费用	-42	-10	-8	-11										
速动比	1.78	1.82	1.71	1.69		其他费用/(-收入)	42	49	57	67										
						营业利润	582	568	730	899										
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E		营业外净收支	-1	0	0	0										
现金及现金等价物	1181	1010	1325	1365		利润总额	581	568	730	899										
应收款项	1425	1820	2066	2406		所得税费用	158	158	199	246										
存货净额	1302	1454	1732	2038		净利润	424	410	531	653										
其他流动资产	1627	1843	2120	2469		少数股东损益	8	2	12	10										
流动资产合计	5535	6127	7242	8278		归属于母公司净利润	416	408	519	643										
固定资产	739	814	861	906																
在建工程	30	25	20	15		现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E										
无形资产及其他	396	385	378	380		经营活动现金流	-145	-105	331	25										
长期股权投资	8	11	13	16		净利润	416	408	519	643										
资产总计	6709	7362	8513	9595		少数股东权益	8	2	12	10										
短期借款	7	10	13	17		折旧摊销	53	61	63	69										
应付款项	1670	1866	2373	2674		公允价值变动	5	0	0	0										
预收帐款	0	102	40	63		营运资金变动	-537	-523	-183	-571										
其他流动负债	561	504	675	777		投资活动现金流	154	-69	-19	13										
流动负债合计	2239	2482	3102	3531		资本支出	-19	-66	-14	19										
长期借款及应付债券	0	0	0	0		长期投资	99	-2	-2	-2										
其他长期负债	57	57	57	57		其他	74	0	-2	-3										
长期负债合计	57	57	57	57		筹资活动现金流	-191	2	2	3										
负债合计	2296	2539	3159	3588		债务融资	3	3	3	4										
股本	545	545	545	545		权益融资	15	0	0	0										
股东权益	4413	4823	5354	6007		其它	-209	-1	-1	-1										
负债和股东权益总计	6709	7362	8513	9595		现金净增加额	-182	-171	315	41										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【公共事业小组介绍】

杨阳，中央财经大学会计硕士，湖南大学电气工程本科，5年证券从业经验，现任国海证券公用事业和中小盘团队首席，曾任职于天风证券、方正证券和中泰证券。获得2021年新财富分析师公用事业第4名，21世纪金牌分析师和Wind金牌分析师公用事业行业第2名，21年水晶球公用事业入围，2020年wind金牌分析师公用事业第2,2018年新财富公用事业第4、水晶球公用事业第2核心成员。

【分析师承诺】

杨阳，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
 增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
 中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。