

良信电器 (002706)

复盘与展望：探寻良信高增长的主要驱动力

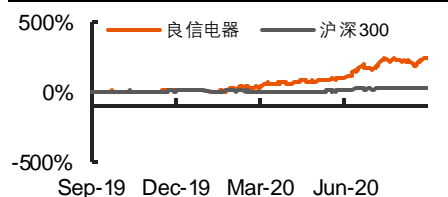
推荐（维持）

现价：26.11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/10.39%
实际控制人	任思龙、樊剑军、陈平、丁发晖、任思荣
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)	204.97
流通A股市值(亿元)	156.10
每股净资产(元)	2.45
资产负债率(%)	32

行情走势图



相关研究报告

《良信电器“002706”业绩表现亮眼，下半年有望加速成长》 2020-08-02

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



投资要点

事项：

从19年开始，公司逐步进入了高速增长期，业绩增速大幅跑赢行业。目前市场对公司业绩高增长的持续性存在一定的疑虑。我们认为，公司的快速发展，除了下游需求较好的外部因素，更为核心的是公司内部竞争力的不断提升。本篇报告对公司业绩增长原因进行了复盘，并从产品端性能提升和公司专利技术储备角度，展望公司高增长的持续性和未来重点发力领域。

平安观点：

- **四大举措推动公司进入业绩高速增长期：**从19年开始公司进入业绩高速增长期，尽管有下游行业景气度较高的外部因素，但是核心驱动因素是公司自身竞争力的提升。我们认为公司在四大方面的投入，使得公司有别于其它国产品牌，进入了快速发展阶段：（1）持续研发投入提升技术实力。（2）产线自动化升级提升产品质量。（3）建立完整的直销体系提升品牌认可度。（4）合理的激励机制提升客户需求响应能力。展望未来，我们认为公司建设海盐基地、向上游核心零部件延伸，将助力于公司在50亿以上营收体量与外资正面竞争，主要原因在于：（1）核心零部件自产可以显著提升产品性能。（2）上游一体化将使公司有更多利润空间用于市场推广。
- **产品是高端市场立足之本，公司技术实力跻身行业一流：**低压电器产品在性能、质量和功能上具有明显的差异性，只有对这点有明确的认识，才能够理解公司近年来大力投入研发、制造环节，并向上游核心零部件延伸对公司竞争力的巨大提升作用。今年公司推出了物联型框架断路器、具备中性线重叠转换功能的双电源开关等重磅新品，产品竞争力赶超头部外资，有望推动公司在电力和数据中心、工建等高端项目型市场的持续进口替代。通过对公司框架断路器产品性能指标的横向和纵向对比，可以看出公司近几年对产品性能的明显升级，目前技术实力已经跻身行业一流。
- **新增专利数量逐年上升，技术储备剑指高端市场：**公司近几年每年新增专利数量在逐步上升，与之相对应，公司从19年开始，高端新品的推出速

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,574	2,039	2,761	3,539	4,535
YoY(%)	8.4	29.5	35.5	28.1	28.2
净利润(百万元)	222	273	364	486	654
YoY(%)	5.6	23.0	33.1	33.6	34.6
毛利率(%)	40.8	40.8	41.0	41.4	42.0
净利率(%)	14.1	13.4	13.2	13.7	14.4
ROE(%)	12.6	15.1	18.4	21.7	24.4
EPS(摊薄/元)	0.28	0.35	0.46	0.62	0.83
P/E(倍)	92.3	75.1	56.4	42.2	31.3
P/B(倍)	11.6	11.3	10.4	9.2	7.6

度也明显加快，反映出之前的技术积累逐渐进入收获期。通过对公司 18-20 年发明专利的内容进行梳理，我们认为公司技术研发有四个主要方向，分别是：（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。从过往 5G 1U 断路器等产品的技术专利申请与产品上市时间来看，实际产品上市滞后专利申请约两年左右时间，预计明后年将会有更多重磅新品落地，为公司未来几年的份额快速提升奠定基础。

- **投资建议：**公司从 19 年开始进入业绩增长高速期，我们认为产品竞争力的提升奠定了公司在高端市场进口替代的基础，是公司业绩增长的核心驱动力。展望未来，从公司的技术专利储备来看，公司的研发方向主要集中在配电产品性能提升、高端双电源转换技术、智能化配电技术和智能家居产品四大领域，我们预计公司明后年将有更多高端新品上市，推动公司在电力、数据中心、工业厂房和智能家居等市场实现高速增长。我们维持对公司 20/21/22 年的归母净利润预测分别为 3.64/4.86/6.54 亿元，对应 9 月 24 日收盘价 PE 分别为 56.4/42.2/31.3 倍，维持公司“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、	业绩复盘：19年进入发展快车道，公司做对了哪几件事？	5
二、	产品是高端市场立足之本，公司技术实力跻身行业一流水平	7
	2.1 低压电器具备明显差异性，技术实力提升是追赶外资的基础	7
	2.2 从新品研发和产品横向/纵向对比看公司技术实力提升	8
三、	展望：公司技术专利储备剑指高端市场	11
四、	直销体系完善，通过快速响应客户需求加速份额提升	16
五、	投资建议	17
六、	风险提示	17

图表目录

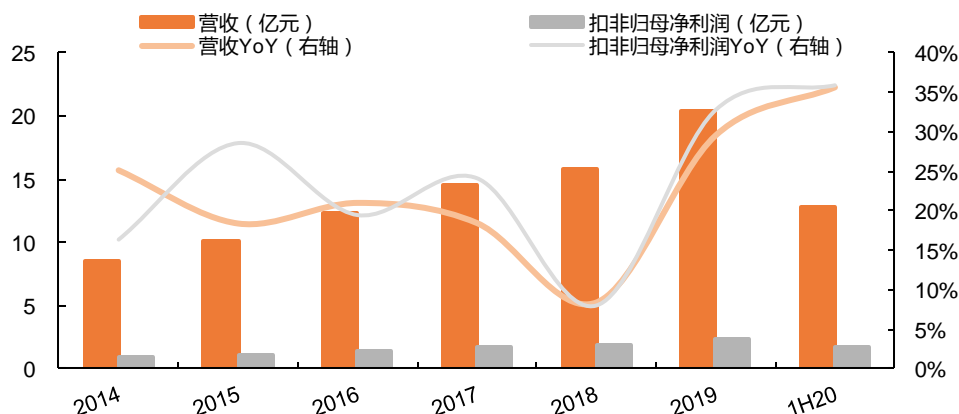
图表 1	公司业绩增速从 19 年开始持续上行	5
图表 2	海盐基地规划标准厂房四栋、自动化库房一栋.....	7
图表 3	洛凯股份低压断路器零部件毛利率	7
图表 4	低压电器对配电系统的安全性有较大影响	8
图表 5	低压电器不同档次产品价格差距明显	8
图表 6	公司智能配电解决方案更加简单易用	9
图表 7	公司物联网型框架断路器新品 NDW1A-2000.....	9
图表 8	普通产品零电位漂移将导致数据丢失等隐患	10
图表 9	良信电器新产品 NDQ5-4000 双电源开关	10
图表 10	公司框架断路器电气性能横向比较	10
图表 11	公司框架断路器电气性能纵向比较	10
图表 12	公司 NDW2 框架断路器生产线	11
图表 13	公司塑壳产品 NDM2 同步测试单元	11
图表 14	从公司专利情况可以前瞻性的了解未来可能开拓的重点市场	12
图表 15	公司每年新增专利数量明显上升	12
图表 16	公司发明专利申请说明书附图	13
图表 17	公司 5G 专用 1U 断路器	13
图表 18	公司发明专利申请说明书附图	13
图表 19	施耐德具有抽出式双旁路功能的 WBTPC 产品	13
图表 20	公司拓扑组网发明专利说明书附图	14
图表 21	公司物联网型断路器针对电力行业功能优化	14
图表 22	公司智能家居中控设备发明专利说明书附图	14
图表 23	公司 Magic Panels 系列智能家居产品	14
图表 24	公司 18-20 年主要发明专利梳理	15
图表 25	三大外资品牌在国内低压电器市场竞争力分析	16

一、业绩复盘：19年进入发展快车道，公司做对了哪几件事？

公司成立于1999年，一直专注低压电器中高端市场，目前公司的主要产品线包括框架断路器、塑壳断路器、微型断路器和智能家居产品。经过多年的发展，在19年公司营收体量迈过20亿元大关，超越常熟开关厂，成为国内低压电器品牌在中高端市场的领军企业。公司的品牌定位是**智能化高端低压电气系统解决方案专家**，以客户需求驱动产品研发，下游客户主要分布在地产、通信、电力、新能源、工建、商建等行业，是万科、华为、维谛、阳光电源和金风等龙头企业的核心供应商。

复盘公司过去几年的业绩，自公司14年上市以来，在14-18年，公司营收复合增速为16.5%，归母净利润复合增速为21.7%。从19年开始，公司发展进入快车道，业绩增速持续上行：19年公司营收为20.39亿元，同比增长接近30%；在20年上半年，公司营收和扣非后归母净利润增速分别为35.63%/35.89%，在行业大部分企业1H20营收同比增速-5~+5%的背景下，公司业绩大幅领先行业。

图表1 公司业绩增速从19年开始持续上行



资料来源：Wind, 平安证券研究所

复盘公司过去几年的发展，公司从19年开始的高增长，尽管有下游应用领域景气度较高的外部因素，但是核心驱动因素是公司自身竞争力的提升。在外部需求方面，公司抓住了地产竣工、5G基站建设和风电抢装等下游行业变化带来的需求增长；在公司自身竞争力方面，产品端和市场营销端的共同发力使得公司进口替代加速。

在外部需求方面，从下游行业来看，目前公司主要下游行业是智能楼宇、通信、新能源、电力、工控和工商建项目型市场。19年公司来自地产、通信和新能源行业的订单增长较快，展望未来几年，我们认为地产和通信行业需求仍将保持较高景气度，电力和工商建行业有望在需求增长和份额提升双重因素作用下成为公司的重要增长领域：

- 智能楼宇行业：**根据17-19年期房销售面积我们对20/21年实际竣工面积进行了测算，20年竣工面积增速预计将超过10%，21年同比增速在4%左右；由于今年疫情导致的工期滞后，我们预计部分项目将延期至明年竣工。低压电器采购安装一般领先竣工半年左右，因此明年地产行业对低压电器的需求规模预计仍有个位数增长。此外，Top30房企竣工面积占比已从15年的16%上升至18年的31%以上，公司目前是Top30房企中约20家的战略供应商，将显著受益于地产集中度的提升，其地产客户需求增速预计将明显超过我们测算的行业平均水平。除此之外，小区配电房开发商自建和一二线城市精装房比例上升将推动

智能楼宇行业对框架/塑壳等配电电器和智能家居产品的需求上升，预计将成为公司在智能楼宇行业的新增长点。

- (2) **通信行业：**公司今年通信业务显著受益于 5G 室外宏站建设带来的 1U 断路器需求增长，从三大运营商的基站建设规划来看，我们预计明年室外宏站建设数量同比仍有约 50% 的增长，推动对 5G 1U 断路器需求的进一步上升。此外，数据中心市场根据我们对平均每机柜对应低压电器价值量的测算，预计未来几年每年将有 35-40 亿元的低压电器需求，有望成为公司增长的重要领域。
- (3) **电力行业：**根据业内公司的估算，电力行业每年对低压电器的需求在 200 亿元左右，目前江苏、浙江等东部省份在推进电力物联网建设，各地试点项目的展开对智能化配电的需求在快速上升。根据我们对电力行业调研了解到的信息，目前苏州每年在电力物联网建设上的投资就达到了 50-60 亿元。我们预计公司将受益于智能化配电需求的上升和在供电局传统三箱业务中份额的上升，来自电力行业的收入有望持续增长。
- (4) **工商建项目型市场：**我们估算每年工商建项目型市场需求规模超过 300 亿元，受益于电子厂房、市政和医疗设施等项目投资的增加，需求保持较高景气度。这部分市场对于国产品牌而言属于蓝海市场，伴随公司产品竞争力和品牌认可度的提升，近两年公司来自工商建市场的收入快速增长；尽管目前收入体量相对较小，但是我们预计项目型市场将成为公司未来增长的重要领域。

在公司自身竞争力方面，我们认为是在以下四方面的投入，使得公司有别于其它国产品牌，进入了高速增长期：

- (1) **持续研发投入提升技术实力：**低压电器产品差异化明显，以施耐德、ABB 为代表的外资高端品牌产品和国产中低端品牌产品在产品性能、可靠性上有明显差异。公司多年 8% 左右的研发投入，使得公司产品整体性能和稳定性已基本追平外资。
- (2) **产线自动化升级提升产品质量：**产线的自动化升级可以明显提升产品的一致性，减少人为因素导致的质量问题，此外，柔性化的生产模式可以满足客户小批量、定制化的需求，提升公司对客户的需求响应能力。
- (3) **建立完整的直销体系提升品牌认可度：**低压电器中高端市场主要以项目型+大客户销售为主，公司搭建的“区域销售+KA 销售+行业销售”的直销体系，与施耐德在国内建立的销售体系相似，能够较好的把握客户决策链的各个环节。
- (4) **合理的激励机制提升客户需求响应能力：**公司在 19 年对内部管理体系进行了优化，通过建立端到端的管理流程，解决了从前台客户端提出需求到中后台研发、生产端响应的问题；并且通过给予市场、研发等中后台部门合理的激励，使得公司能够快速响应客户需求。

从产品 (Product) /推广(Promotion)/渠道(Place)/价格(Price) 4P 竞争要素分析来看，公司近年来的高研发投入、产线自动化升级和提升客户需求响应能力，提升的均是公司产品的竞争力；而建立直销体系提升的是公司在推广和渠道方面的能力。与国产品牌相比，外资品牌在国内低压电器市场最大的优势就是产品竞争力，在性能和质量上明显领先大部分国产品牌，通过大幅领先的产品综合实力，外资逐步在行业客户中树立了高端的品牌形象；但是，外资品牌在价格和客户需求响应能力上弱于国产品牌。

针对外资品牌的竞争优势，公司通过在研发、生产端持续投入，不断缩小和外资的技术差距；通过建设直销团队及对中后台部门给予合理的激励，具备了直接接触客户，及时响应客户需求的能力，加速客户对公司品牌认可度的提升。叠加公司在产品价格和服务上的优势，使得公司具备了持续替代外资份额的能力。

展望未来，我们认为公司建设海盐基地、向上游核心零部件延伸，是公司在 50 亿以上营收体量和施耐德、ABB 展开正面竞争所做的最重要举措之一，主要原因有以下两点：

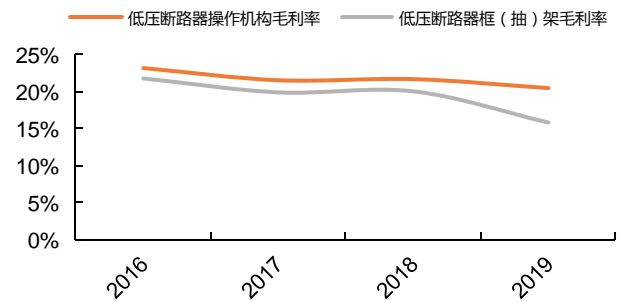
- (1) **核心零部件自产可以显著提升产品性能：**目前公司的生产模式是进行产品设计研发、组装、测试等环节，主要零部件由外部供应商按照公司设计要求制造。但是由于低压电器产品的核心性能参数如短时耐受电流、极限分断能力、机械寿命等均与核心零部件的工艺和材料有显著关联，因此例如施耐德等外资，其核心零部件均为自产。公司目前已经在产品的设计、测试等环节达到了与外资相当的水平，通过建设海盐基地，公司将具备自行生产核心零部件的能力，材料、制造工艺和模具精度等方面的提升将使公司自产零部件具备更好的性能，将有助于公司产品竞争力实现从追平外资到超越外资的跨越。
- (2) **上游一体化将使公司有更多利润空间用于市场推广：**根据低压电器零部件制造企业洛凯股份等披露的毛利率数据，我们估计触头、操作机构等零部件毛利率水平在 10%-15%之间。公司通过自产零部件，将实现上游一体化，获得的额外利润空间使得公司有更多资源进行产品推广以及客户让利，使得公司在与外资和常熟等国产中高端品牌的竞争中具备更灵活的价格策略。

图表2 海盐基地规划标准厂房四栋、自动化库房一栋



资料来源：良信电器，平安证券研究所

图表3 洛凯股份低压断路器零部件毛利率



资料来源：Wind，平安证券研究所

二、产品是高端市场立足之本，公司技术实力跻身行业一流水平

2.1 低压电器具备明显差异性，技术实力提升是追赶外资的基础

低压电器产品在性能和可靠性上具有明显的差异性，只有对这点有明确的认识，才能够理解公司近年来大力投入研发、制造环节，并向上游核心零部件延伸对公司竞争力的巨大提升作用。市场对低压电器行业的一个认识误区在于认为产品技术差异不大，低端与高端品牌的主要差异不在产品本身而在品牌认可度。我们认为，从行业实际角度来看，低压电器行业不同档次产品性能和质量差异明显，高端产品的技术差异也正是外资品牌能够在国内低压电器市场有稳定溢价的根本原因。

低压电器产品在配电系统中的主要作用是控制电路的分合并且在出现故障时及时进行保护动作，是影响供电安全性、连续性和稳定性的核心元器件。低压电器产品的差异体现在三方面：

- (1) **性能差异：**性能差异是可以量化的指标，主要影响供电的安全性和连续性。主要的性能指标包括极限分断能力、短时耐受电流、冲击耐受电压等，**这些指标是以量化的数值标注在产品样本中，也就是说，用户在进行产品选型时，是清晰的知道不同品牌产品在这些可量化性能上的差异。**从目前不同品牌产品的性能参数上来看，中低端和高端产品在性能上仍然有明显的差异。

(2) 质量差异：质量差异较难量化，但是会对用户供电的稳定性和安全性产生较大的影响，与产品质量相关的因素包括原材料的选用、产品结构的设计、生产工艺、检测流程等。由于产品质量较难在平时被感知，但是对于低压电器而言，一旦出现问题导致非计划断电事件对用户造成的损失较大，用户往往根据不同品牌在业内积累的口碑进行产品选择。外资品牌通过多年的行业积累，已经形成了产品性能好、运行稳定的口碑，这也是在高端市场用户往往将品牌选择范围圈定在外资和国产高端的主要原因之一。

(3) 功能差异：功能差异主要体现在框架断路器和塑壳断路器上，由于框架断路器主要用在 400V 进线侧的保护，所需的保护功能较多，高端品牌凭借先进的电子技术和控制算法，在保护功能的丰富度和精度上都较为领先。此外，近年来兴起的智能化配电趋势，用户对于断路器的互联互通、状态实时监测等功能的需求在不断上升。

图表4 低压电器对配电系统的安全性有较大影响



资料来源：Wind, 平安证券研究所

对于行业客户而言，低压电器产品的价格相对较为透明，外资品牌如施耐德、ABB 同电流等级产品与国产中低端产品的价差可以到 1-2 倍。外资品牌长期稳定的高溢价，正是建立在低压电器产品具有明显差异化的基础上。此外，在高端项目型市场，通常低压电器占工程整体造价在 5-10%之间，成本占比较低但是对供电系统的安全性影响巨大，在这两个因素的共同作用下，中高端市场的客户往往愿意为产品性能、质量满足需求的品牌付出高溢价。

图表5 低压电器不同档次产品价格差距明显

断路器类型	良信	施耐德	常熟开关	德力西电气
框架断路器	NDW3-4000	MT40-H1b	CW3-4000	CDW3-4000
产品价格 (万元)	5.8	8.9	5.8	4.2
塑壳断路器	NDM3E-160	NSX-160	CM3E-1600	CDME6-160
产品价格 (元)	1850	2280	1600	1400

资料来源：经销商报价, 平安证券研究所

2.2 从新品研发和产品横向/纵向对比看公司技术实力提升

公司近两年技术实力明显提升,我们从**20年上市的重要新品所代表的技术水平、产品性能横向比较、纵向比较**这三个角度进行分析。今年公司推出了多款配电类高端新品,产品推出速度较19年进一步加快,我们认为公司今年推出的新产品具有明显的技术领先性,可以看出公司在重点领域对外资的赶超。在产品性能的横向和纵向比较方面,我们选取技术具备明显差异性的**框架断路器**产品进行比较,能够较好的反映公司当前技术水平在业内的位次,以及这几年的技术提升速度。

■ 公司 20 年新品技术水平分析

公司在今年推出了物联型框架断路器、具备中性线重叠转换功能的双电源开关、热磁可调塑壳断路器和 Magic Panels 智能家居等新产品。我们认为,物联型框架断路器和中性线重叠转换双电源这两款新品标志着公司在智能化配电和高端电源切换领域达到了行业内领先的水平,预计将分别助力公司未来在电力行业和数据中心、机场、医院、轨交等行业的市场份额快速提升。

在智能化配电领域,公司抓住江苏、浙江等东部省份对 400V 低压配网进行智能化试点改造的契机,推出了真正的一二次融合的智慧断路器,打造出极简的“低压台区电力物联网解决方案”,将智能改造所需要的设备全部整合到断路器中。在今年 7 月份,公司推出了 **NDW1A-2000 物联网型框架断路器**,具有拓扑识别、宽带电力载波通信等智能化功能。与施耐德推出的 EcoStruxure 电力物联网平台相比,公司的产品更加贴合电力行业客户的需求,并且整套解决方案架构更为简单,易于后期维护和降低综合使用成本,有利于未来电力客户对 400V 配网智能化改造的大范围推广。**在智能配电技术上面,公司相比于国产竞争对手,技术实力明显领先;相比于外资竞争对手,尽管公司推出智能化配电产品的时间相对略晚,但是更加符合电力行业客户对产品简单易用、维护方便、综合使用成本低的需求特点。**我们预计,凭借公司对电力行业客户需求的及时响应和未来更多智能化新品的推出,公司有望切入更多省市的供电局市场,电力行业将成为公司未来持续增长的重要领域。

图表6 公司智能配电解决方案更加简单易用



资料来源:良信电器,平安证券研究所

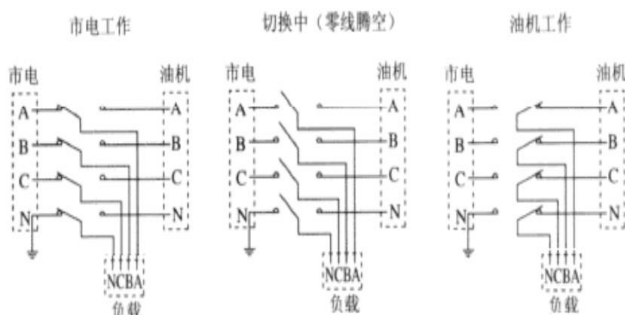
图表7 公司物联网型框架断路器新品 NDW1A-2000



资料来源:良信电器,平安证券研究所

在高端双电源领域,公司今年推出的 NDQ5-4000 双电源转换开关,其核心功能之一就是具备中性线重叠转换功能,该功能可以避免服务器等 IT 设备因常用/备用电源切换过程中零电位点漂移导致的数据丢失等问题。此前行业内只有施耐德(17年通过收购艾默生网络能源子公司 ASCO 获得该技术)、GE 等少数外资企业具备此技术,正是由于这项技术的缺失,使得在大型/超大型数据中心配电市场,外资占据超过 90%以上的份额。公司今年推出的 NDQ5-4000 产品,不仅在中性线重叠转换这项重要技术上追平头部外资,而且更进一步,实现了重叠转换时间可调、配置超温报警和短路故障闭锁等智能化功能,产品整体竞争力已经超越外资,预计将推动公司未来两三年在数据中心市场对 BAT 等龙头客户的突破。

图表8 普通产品零电位漂移将导致数据丢失等隐患



资料来源:GE, 平安证券研究所

图表9 良信电器新产品 NDQ5-4000 双电源开关



资料来源:良信电器, 平安证券研究所

■ 产品性能横向比较

在产品性能横向比较方面，我们选取公司的 NDW3-4000 框架断路器与施耐德、常熟开关、德力西电气的同类型产品进行比较，上述竞品分别代表外资高端、国产高端、国产中端品牌。从横向比较来看，在主要电气性能方面，公司产品参数指标均已达到了和国产高端品牌标杆常熟开关一样的水平，并且明显领先国产中端品牌的代表德力西电气；仅在极限分断能力方面，低于施耐德的高分断型号。此外，公司产品在 1140V 的高电压等级应用上，具备明显的优势；高电压等级主要应用在光伏行业，公司在 1140 V 电压等级上的优势，也是公司能够在光伏行业占据较高份额的主要原因之一。

图表10 公司框架断路器电气性能横向比较

性能参数	良信 NDW3-4000	施耐德 MTZ2-40	常熟开关 CW3-4000	德力西电气 CDW9-4000
额定绝缘电压 (V)	1140	1000	1000	1000
极限分断能力 (kA)	415V: 100 690V: 85 1140V: 60	415V: 150 690V: 100 1140V: 无	415V: 100 690V: 85 1140V: 无	415V: 100 690V: 75 1140V: 无
运行分断能力	=100%极限分断能力	=100%极限分断能力	=100%极限分断能力	=100%极限分断能力
短时耐受电流 (kA)	415V: 100 690V: 85 1140V: 60	65	415V: 100 690V: 85 1140V: 无	415V: 85 690V: 75 1140V: 无
免维护机械寿命 (次)	10000	20000 (预防性维护)	10000	10000

资料来源:各公司官网, 平安证券研究所

■ 产品性能纵向比较

在产品性能纵向比较方面，我们对公司 NDW3-4000 框架断路器在 2016 年产品样本上标注的性能参数与 2020 年产品样本上标注的参数进行比较。通过与历史型号的比较，我们发现，公司对产品的电气性能参数进行了全面的升级，415V 常用电压等级下极限分断能力更强，已提升至跟国产高端标杆常熟开关同样的水平；并且增加了 1140V 高电压分断型号，提升了在光伏、冶金等特殊电压等级应用场景的适用性。

图表11 公司框架断路器电气性能纵向比较

性能参数	良信	良信
------	----	----

	NDW3-4000 2020年样本参数	NDW3-4000 2016年样本参数
额定绝缘电压 (V)	1140	1000
极限分断能力 (kA)	415V: 100 690V: 85 1140V: 60	415V: 85 690V: 85 1140V: 不适用
运行分断能力	=100%极限分断能力	=100%极限分断能力
短时耐受电流 (kA)	415V: 100 690V: 85 1140V: 60	415V: 85 690V: 85 1140V: 不适用
免维护机械寿命 (次)	10000	10000

资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

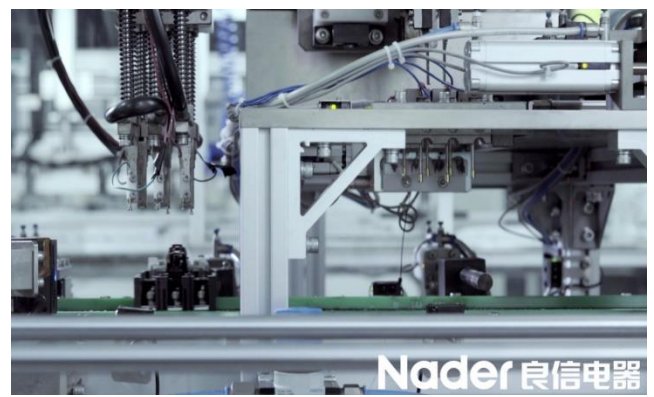
通过对产品的横向和纵向比较, 我们可以看到公司产品在可量化性能指标上的提升。此外, 如我们前文所述, 与质量相关的因素对低压电器的可靠性和稳定性有较大的影响, 也是用户选择不同品牌的重点考虑因素之一。从我们对产业链下游盘厂、项目甲方等调研了解到的情况来看, 用户普遍反映公司产品质量在这几年有较明显的提升, 我们认为, 这与公司近几年产线自动化率提高有较为显著的关系。目前公司共有各类自动生产线共计 48 条, 实现关键环节全自动生产, 减少人为因素导致的焊接不良等故障; 此外, 公司在配电、终端和工控三大车间共计配备 26 条自动检测线, 采用超声波无损检测、金相检测等方法在生产全流程严格监控质量风险, 确保产品质量的提升。

图表12 公司 NDW2 框架断路器生产线



资料来源: 良信电器, 平安证券研究所

图表13 公司塑壳产品 NDM2 同步测试单元

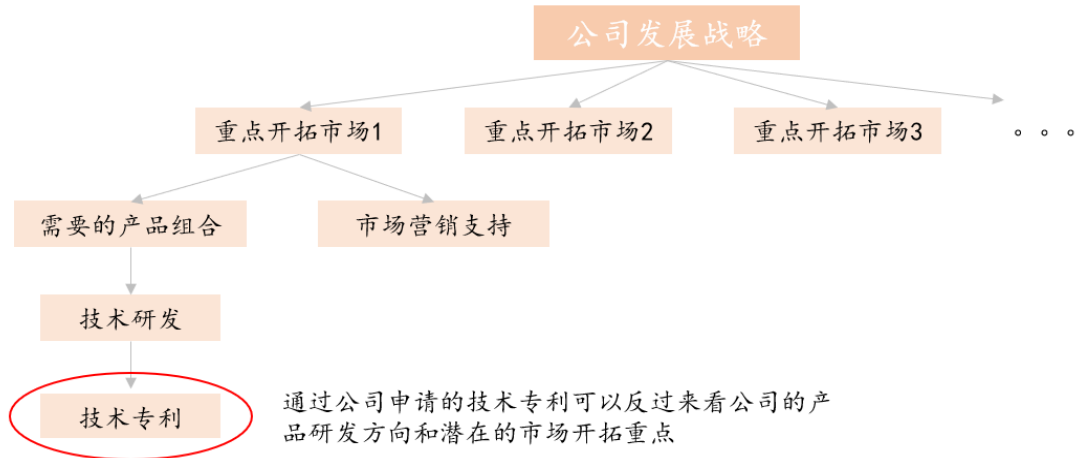


资料来源: 良信电器, 平安证券研究所

三、 展望：公司技术专利储备剑指高端市场

公司一直致力于通过技术研发驱动产品竞争力的提升, 对于公司专利情况的分析, 可以在一定程度上前瞻性的把握公司技术研发的方向。而具体的产品研发, 又是服务于公司的发展战略, 因此, 我们又能从产品研发方向上看到公司未来重点拓展的一些应用领域。

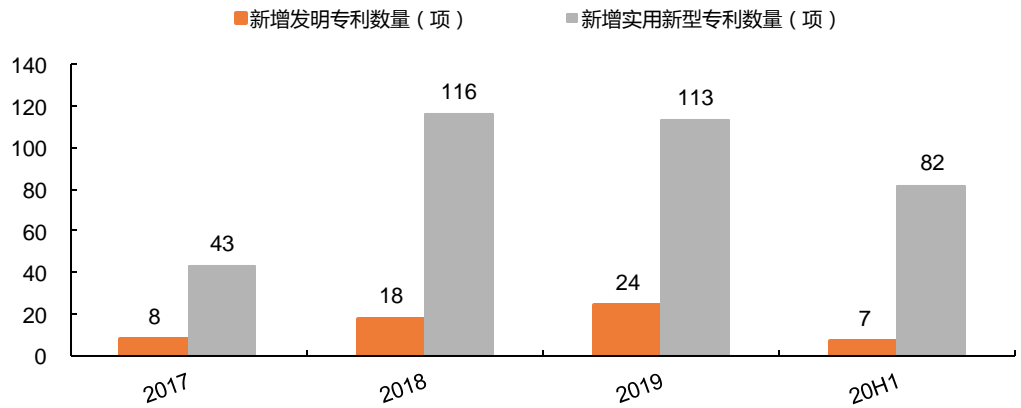
图表14 从公司专利情况可以前瞻性的了解未来可能开拓的重点市场



资料来源：平安证券研究所

根据公司 20 年中报披露的信息，截至 20 年上半年，公司累计获得专利授权 772 项，其中发明专利 97 项，实用新型专利 551 项，外观专利 124 项。通过对公司历年披露的专利数量计算，公司近几年每年新增专利数量在逐步上升，与之相对应，公司从 19 年开始，高端新品的推出速度也明显加快，反映出之前的技术积累逐渐进入收获期。

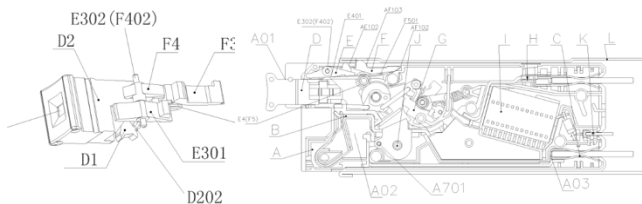
图表15 公司每年新增专利数量明显上升



资料来源：Wind,平安证券研究所

对于公司的技术专利储备，我们选取 17-20 年公司申请的部分具有代表性的发明专利进行分析，以对公司这几年的技术实力提升进行复盘和展望。在 17 年 10 月，公司申请了一项名为“一种插入式小型断路器”的发明专利，根据专利申请书摘要的描述，这种小型插入式断路器可以直接插入接线，并且有锁定机构，使得断路器在机柜外不可随意合闸，在机柜内可以自由分合闸。此外，通过按钮可以将断路器从机柜中取出，并且重新对断路器内部结构进行排布，解决局部温升过快的问题，使得断路器适用于狭小空间。结合说明书的描述和摘要附图，我们分析认为这项发明专利就是公司 19 年推出 5G 专用 1U 断路器的技术基础。也就是说，公司在 17 年进行的技术研发，在 19 年帮助公司推出了全行业领先的产品，该产品在今年成为了公司通信行业业绩增长的主要驱动因素之一。

图表16 公司发明专利申请说明书附图



资料来源: CNIPA, 平安证券研究所

图表17 公司 5G 专用 1U 断路器

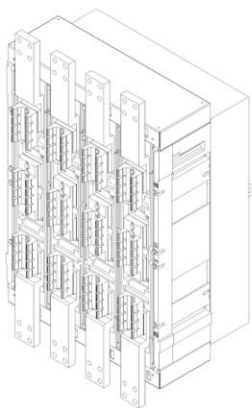


资料来源: Wind, 平安证券研究所

通过对公司 18-20 年发明专利的内容进行梳理, 我们认为公司技术研发有四个主要方向, 分别是:

- (1) **框架、塑壳断路器性能的提升:** 这方面的专利主要涉及对断路器核心零部件的设计技术, 例如“一种断路器灭弧室、触头系统、触头灭弧系统、万能式断路器的静触头、带有半封闭腔室的灭弧装置”等发明专利, 这些专利技术主要提升的是交流框架断路器/塑壳断路器、直流塑壳断路器产品的性能, 这些产品的主要应用行业包括新能源发电、工业厂房配电、商建/住宅变压器出线侧配电等领域, 显示出公司针对中高端项目型市场, 在不断加强框架、塑壳等具备较高技术门槛产品的研发。
- (2) **高端双电源转换技术:** 这部分技术专利主要针对的公司在自动转换开关产品线的研发, 例如“一种抽出式带双旁路的自动转换开关、自动转换开关的触头结构”等发明专利。双电源转换开关主要应用在数据中心、医院、轨交等需要冗余供电系统的高端项目中, 而这些高端项目型市场也是公司未来几年将大力开拓的领域。近几年公司双电源产品线快速发展, 双电源产品的份额已经跃居国产品牌第一, 我们认为与公司不断的高端新品推出有明显关系。根据我们对公司的“抽出式带双旁路的自动转换开关”发明专利的分析, 基于该专利技术的产品可以实现不断电对开关本体抽出进行检修, 从产品技术指标来看, 主要对标施耐德的高端双电源产品 WBTPC, 预计该产品将在近期上市, 成为公司在数据中心领域进行市场开拓的又一重磅利器。

图表18 公司发明专利申请说明书附图



资料来源: CNIPA, 平安证券研究所

图表19 施耐德具有抽出式双旁路功能的 WBTPC 产品

WBTPC开关组成

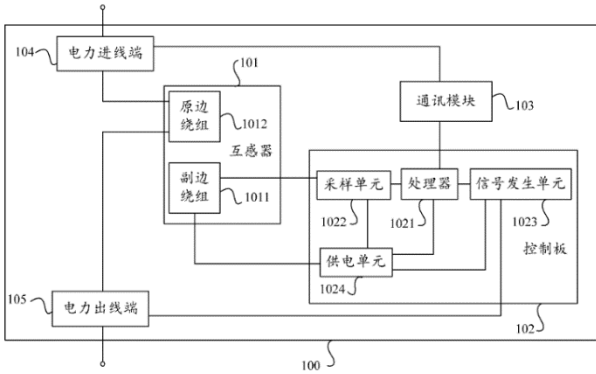


资料来源: 施耐德电气, 平安证券研究所

- (3) **智能化配电技术:** 这部分技术专利主要针对断路器的状态采集监测和通信功能, 能够大幅提升断路器的智能化程度。目前随着智能配电技术的加速渗透, 外资品牌中以施耐德为代表, 推出了具备互联互通功能的 MTZ、ComPacT NSX 断路器产品和智能配电柜 BlokSeT。公司从 19 年开始, 与智能配电相关的发明专利数量大幅上升, 包括“断路器的拓扑识别方法及断路器、监测模块及融合断路器、断路器的故障分析方法及智能配电系统”等, 标志着公司在智能配电领域技术实力的快速提升。公司在今年 7 月份推出了 NDW1A-2000 物联网型框架断路器, 具有

拓扑识别、宽带电力载波通信等智能化功能，从公司的相关专利储备角度分析，预计公司在电力物联网领域，将推出更多的智能化配电产品。

图 表 20 公 司 拓 扑 组 网 发 明 专 利 说 明 书 附 图



资料来源: CNIPA, 平安证券研究所

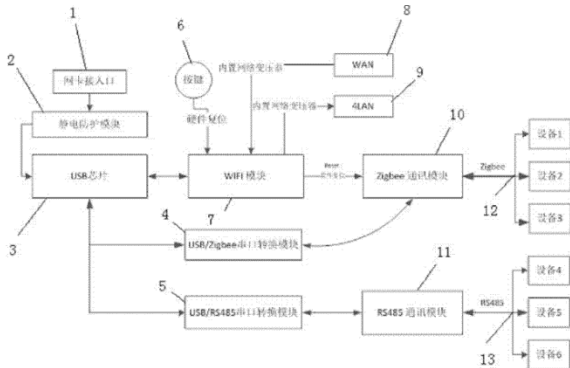
图 表 21 公 司 物 联 网 型 断 路 器 针 对 电 力 行 业 功 能 优 化



资料来源: 良信电器, 平安证券研究所

(4) **智能家居技术:** 这部分技术专利主要涉及智能家居产品的开发，公司从 18 年开始，获得了包括“智能家居中投设备控制、智能家居设备自动组网方法和系统、智能家居控制实现方法”等多项专利。公司在智能家居领域，充分发挥与万科等头部房企的多年战略合作关系的优势，成立了联合实验室进行智能家居产品的研发。在今年 9 月，公司与万科联合发布了 Magic Panels 系列智能家居产品，预计全屋智能家居产品将是公司未来在地产领域重要的增长领域，随着头部房企精装房对智能家居产品集采需求的上升，公司智能家居业务收入体量有望迎来高速增长。

图 表 22 公 司 智 能 家 居 中 控 设 备 发 明 专 利 说 明 书 附 图



资料来源: CNIPA, 平安证券研究所

图 表 23 公 司 Magic Panels 系 列 智 能 家 居 产 品



资料来源: 良信电器, 平安证券研究所

通过对公司上述专利技术研究方向的梳理，我们分析认为数据中心、工建等高端项目型市场和电力行业的智能配电建设均将会成为公司未来发力的重点领域，此外，公司在地产领域的优势也将会随着智能家居产品的不断推出进一步扩大。

从不同类型专利的申请时间来看，在 19 年之前，公司的主要专利集中在对断路器和双电源的性能提升上，与之相对应，我们看到公司近两年产品性能明显升级，高端配电新品推出速度加快。在 19 年，公司加大了对智能配电技术的研发投入，从 20 年初开始，与智能配电相关的发明专利数量大幅上升，我们预计随着电力物联网建设的推进，未来公司将在智能配电领域推出更多新品。智能家居技术在 18-19 年是公司的重点研究方向之一，公司在自动组网、场景应用等方面均实现技术储备，我们预计随着智能家居产品在 B 端销量的上升，未来与龙头房企可能合作开发更多产品。

从过往 5G 1U 断路器、自动转换开关等产品的技术专利申请与产品上市时间来看，实际产品上市滞后专利申请约两年左右时间，也就意味着，公司在 18、19 年大幅增长的发明专利数量，将在今明两

年陆续转化为产品落地。公司今年推出了智能配电框架断路器、高端双电源、智能家居新品，新品推出速度较 19 年进一步提升，预计明年将会有更多重磅新品落地，为公司未来几年的份额快速提升奠定基础。

图表24 公司 18-20 年主要发明专利梳理

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	断路器防弹跳辅助触头	2018 年 3 月	提升开关信号准确度
	开关辅助触头的可靠转换方式	2018 年 3 月	提升辅助触头切换可靠性
	一种断路器的灭弧室	2018 年 4 月	提升直流框架断路器灭弧性能
	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
	一种电动操作装置驱动脱扣联动机构	2018 年 9 月	降低框架断路器远程操作的安全隐患
	断路器的直流电流测量电路、方法及断路器	2019 年 5 月	提升直流电流检测效率和可靠性
	断路器的剩余电流保护装置及方法	2019 年 6 月	降低剩余电流检测装置成本
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
	一种双电源自动转换开关的机械联锁机构	2018 年 6 月	提升维护便利性，降低成本
	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
智能配电技术	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
	断路器的拓扑识别方法及断路器	2020 年 2 月	解决因配置专用拓扑识别模块导致可制造性差的问题
	一种监测模块以及融合断路器	2020 年 2 月	使断路器准确监控和分析用电设备数据
	一种断路器、拓扑网络、拓扑组网方法以及装置	2020 年 2 月	提升拓扑网络生成的便捷性和效率
	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
智能家居技术	一种智能开关及其控制方法	2018 年 10 月	提升场景设置便捷性
	一种多协议及功能的智能家居中控	2018 年 10 月	针对职能家居多协议

设备的控制方法		配置,提升安装便利性
一种智能家居设备自动组网的方法和系统	2018年10月	优化组网过程,减少现场安装工作量
智能家居系统控制实现方式	2018年10月	实现向用户推荐专属场景功能
一种智能家居系统自动化组网的设备及组网方法	2019年12月	实现自动化组网,减少安装调试时间

资料来源: CNIPA, 平安证券研究所

四、直销体系完善,通过快速响应客户需求加速份额提升

不断提升的产品竞争力奠定了公司在高端市场持续实现进口替代的基础,与此同时,公司逐步完善的直销体系,助力于公司加速在高端市场的份额提升。从国内低压电器行业竞争格局来看,产品力是各公司在高端市场的立足之本,产品技术实力是否达到要求决定了公司品牌是否能够获得高端行业客户的认可;而销售体系是否完善,则很大程度上决定了各公司能达到的营收规模。我们以施耐德、ABB和西门子三家外资企业在国内低压电器市场的产品竞争力、销售体系和营收体量进行分析,可以看出销售体系的完善程度对各公司的市场份额有明显的影

图表25 三大外资品牌在国内低压电器市场竞争力分析

	施耐德	ABB	西门子
19年营收体量	120-140亿元	50-60亿元	20-30亿元
产品综合竞争力	优	优	良好 (本土化、产品线覆盖面较弱)
销售体系	优 (销售分工明确,支持体系完善)	良好 (销售人员少于施耐德,较为依赖盘厂合作)	一般 (销售分工较为粗略,人数较少,部分销售为业务集团共享)

资料来源:行业调研,平安证券研究所

低压电器中高端市场主要以项目型+大客户销售为主,公司现有的“区域销售+KA销售+行业销售”的直销体系,与施耐德在国内建立的销售体系相似,能够较好的把握客户决策链的各个环节。公司直销体系对于份额提升的助力作用,主要表现在以下三个方面:

- (1) 直接触达客户,快速响应客户需求:**与分销商相比,公司自有的销售人员具有更高的专业度,对于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。此外,公司自有的直销体系能够更加及时的传递客户需求,在向客户提供定制化的解决方案时能够更好的获得研发、产品经理等中后台部门的支持。
- (2) 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低压电器采购决策的各个环节,实现更高的项目中标率。
- (3) 协作能力更强,提高集采项目落地采购率:**在地产、通信等行业,采用总部签署品牌集采协议+具体项目招标采购的客户较多,客户总部和具体项目所在地往往在不同地区,需要各地不同职能销售紧密配合,才能够实现集采协议签署至具体项目采购的真正落地。

- (4) **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，各地区域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。

五、 投资建议

公司从 19 年开始进入业绩增长高速期，我们认为产品竞争力的提升奠定了公司在高端市场进口替代的基础，是公司未来业绩持续增长的核心驱动力；公司构建的类似施耐德的直销体系，对公司市占率的提高有明显助力作用。**复盘过往**，我们认为公司持续高研发投入、产线自动化升级、建立完整的直销体系、理顺激励机制是公司当前能够进入高速增长期的主因。**展望未来**，从公司的技术专利储备来看，公司的研发方向主要集中在配电产品性能提升、高端双电源转换技术、智能化配电技术和智能家居产品四大领域，我们预计公司明后年将有更多高端新品上市，推动公司在电力、数据中心、工业厂房和智能家居等市场实现高速增长。

我们维持对公司 20/21/22 年的归母净利润预测分别为 3.64/4.86/6.54 亿元，对应 9 月 24 日收盘价 PE 分别为 56.4/42.2/31.3 倍，维持公司“推荐”评级。

六、 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，该市场目前主要被外资品牌占据，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	1697	1614	2353
现金	285	187	239	306
应收票据及应收账款	199	612	427	905
其他应收款	10	19	18	30
预付账款	4	7	7	11
存货	269	402	452	631
其他流动资产	471	471	471	471
非流动资产	1092	1310	1533	1839
长期投资	25	51	76	102
固定资产	672	834	1008	1247
无形资产	102	105	110	117
其他非流动资产	292	320	339	373
资产总计	2330	3007	3148	4192
流动负债	514	1024	904	1499
短期借款	0	309	116	441
应付票据及应付账款	330	509	559	795
其他流动负债	184	207	229	264
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	1033	914	1508
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	851	979	1134
归属母公司股东权益	1807	1974	2234	2684
负债和股东权益	2330	3007	3148	4192

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	84	795	359
净利润	273	364	486	654
折旧摊销	70	81	99	101
财务费用	-2	3	7	9
投资损失	-7	-6	-5	-4
营运资金变动	-14	-356	208	-401
其他经营现金流	11	-0	-0	-0
投资活动现金流	45	-293	-318	-403
资本支出	319	193	198	281
长期投资	-26	-25	-25	-25
其他投资现金流	339	-125	-145	-148
筹资活动现金流	-243	-199	-233	-213
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	-233	-213
现金净增加额	133	-407	245	-257

利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2039	2761	3539	4535
营业成本	1207	1630	2075	2631
营业税金及附加	7	13	16	19
营业费用	277	370	467	594
管理费用	92	116	142	177
研发费用	176	237	301	381
财务费用	-2	3	7	9
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	6	5	4
资产处置收益	-0	0	0	0
营业利润	287	399	537	728
营业外收入	28	22	23	24
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	314	420	560	752
所得税	41	57	74	98
净利润	273	364	486	654
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	273	364	486	654
EBITDA	376	503	666	862
EPS(元)	0.35	0.46	0.62	0.83

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	29.5	35.5	28.1	28.2
营业利润(%)	26.5	39.1	34.7	35.6
归属于母公司净利润(%)	23.0	33.1	33.6	34.6
获利能力				
毛利率(%)	40.8	41.0	41.4	42.0
净利率(%)	13.4	13.2	13.7	14.4
ROE(%)	15.1	18.4	21.7	24.4
ROIC(%)	14.6	15.9	20.8	21.1
偿债能力				
资产负债率(%)	22.5	34.4	29.0	36.0
净负债比率(%)	-15.3	6.7	-5.1	5.3
流动比率	2.4	1.7	1.8	1.6
速动比率	1.1	0.8	0.8	0.9
营运能力				
总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.2
应收账款周转率	6.8	6.8	6.8	6.8
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	0.46	0.62	0.83
每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	0.11	1.01	0.46
每股净资产(最新摊薄)	2.30	2.51	2.85	3.42
估值比率				
P/E	75.1	56.4	42.2	31.3
P/B	11.3	10.4	9.2	7.6
EV/EBITDA	53.6	40.9	30.6	23.9

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