

受益集中度提升，本土分销龙头并购整合迎快速成长

买入（首次）

2018 年 09 月 11 日

证券分析师 谢恒

执业证号：S0600518020001

021-60199793

xieh@dwzq.com.cn

研究助理 姚康

yaok@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	8,298	12,862	15,626	19,615
同比（%）	49.7%	55.0%	21.5%	25.5%
归母净利润（百万元）	412	693	855	1,071
同比（%）	-3.2%	68.2%	23.3%	25.2%
每股收益（元/股）	0.57	0.96	1.19	1.48
P/E（倍）	33.19	19.73	16.00	12.78

投资要点

■ **国内元器件分销规模万亿以上，集中度仍然较低。**分销是电子元器件产业中承上启下的关键一环，定位从匹配上下游供需，提供金融、物流、技术支持向提供完整的解决方案升级，附加值也得到提升。目前国内的分销市场规模超过 2 万亿，但前十厂商整体市占率不到 4%，相比于全球分销市场，三巨头艾睿电子、大联大、安富利规模均在百亿美元以上，合计市占率也超过了 10%，国内分销市场目前集中度仍然较低。

■ **规模效应逐渐显现，分销龙头有望实现加速整合。**海外巨头通过外延并购扩张，行业集中度逐渐提升，规模效应下盈利能力得到改善。分销商由于需要囤货垫资对资金有较高的要求，在当前时点，国内去杠杆的背景下，龙头分销商资金优势更大，有望通过横向整合+纵向渗透的方式，复制海外巨头成长路径实现加速整合。

■ **持续整合优质标的，百亿分销龙头再起航。**15 年开始，公司转型元器件分销，以交易+创新创业服务为双核心，致力于打造国内一流的电子信息产业高端服务平台。公司精选优质标的，并购的湘海电子、捷扬讯科等业绩超出预期，上游原厂代理权、产品线组合、客户资源都得到大幅强化，近两年的快速成长也验证了公司强大的并购整合能力，我们判断公司未来通过进一步的外延扩张，将继续受益行业集中度的提升。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2018-2020 年净利润为 6.9、8.6、10.7 亿元，实现 EPS 为 0.96、1.19、1.48 元，对应 PE 为 19.7、16.0、12.8 倍，基于公司近两年一系列并购整合带来较快的业绩增长预期，18 年估值仍有提升空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**子公司增长速度低于预期；并购整合进度低于预期；库存及应收账款风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.97
一年最低/最高价	16.90/28.13
市净率(倍)	3.17
流通 A 股市值(百万元)	12652.04

基础数据

每股净资产(元)	5.99
资产负债率(%)	53.19
总股本(百万股)	721.32
流通 A 股(百万股)	666.95

内容目录

1. 国内元器件分销规模万亿以上，集中度仍然较低	5
1.1. 分销环节承接上下游，以授权模式为主	5
1.2. 逐渐向综合解决方案延伸，附加值大幅增加	6
1.3. 整体市场空间广阔，行业集中度有待提升	7
2. 规模效应逐渐显现，分销龙头有望实现加速整合	8
2.1. 海外：三巨头通过外延并购快速成长，规模效应下盈利能力改善	8
2.1.1. 安富利：百起并购铸就全球分销行业龙头	9
2.1.2. 艾睿电子：近 40 年的大举扩张助力登顶全球第一	10
2.1.3. 大联大：承袭并购基因的亚洲后起之秀	12
2.2. 国内：去杠杆背景下龙头分销商凭借资金优势，有望实现加速整合	13
3. 深圳华强：精选优质标的，百亿分销龙头再起航	15
3.1. 转型元器件分销，引领电子信息高端服务业	15
3.2. 战略布局“交易+创新创业服务”双平台，发展路径清晰明确	16
3.3. 整合细分领域优质分销商，带动业绩高速增长	17
3.3.1. 湘海电子：受益村田业务多点开花，切入展讯 IC 产品分销	19
3.3.2. 捷扬讯科：立足国内领先信息平台，专注长尾市场	24
3.3.3. 其他并购：差异化整合优质标的，高度协同加速增长	26
4. 盈利预测与投资建议	29
5. 风险提示	30

图表目录

图 1: IC 产业链结构	5
图 2: 电子元器件种类繁多	5
图 3: 金字塔式电子元器件产业链	5
图 4: 分销模式的发展过程	6
图 5: 国内电子元器件采购市场规模	7
图 6: 2017 年中国电子元器件分销商营收排名	7
图 7: 2017 年电子元器件分销商 Top 20	8
图 8: 2007-2018H1 全球三大分销商并购数 (次)	8
图 9: 安富利 90 年代后的并购扩张带来营收规模扩大	9
图 10: 安富利在营收扩大阶段规模效应较为显著	10
图 11: 安富利并购分布	10
图 12: 艾睿电子 2000 年后的并购扩张带来营收稳步增长	11
图 13: 艾睿电子在营收扩大阶段规模效应较为显著	11
图 14: 艾睿电子并购分布	12
图 15: 大联大 2008 年后共完成 13 起并购	12
图 16: 大联大近年来随着规模扩大也呈现出一定的规模效应	13
图 17: 大联大并购分布	13
图 18: 2017 年新增社会融资规模增速下降	13
图 19: 国内分销商并购情况	14
图 20: 公司历史沿革	15
图 21: 公司股权结构图	16
图 22: 2017 年公司产品结构 (亿元)	16
图 23: 公司构建“交易+创新创业服务”双平台	17
图 24: 公司 2015 年开启大规模并购模式	17
图 25: 公司收购的企业均完成业绩承诺	18
图 26: 2013-2018H1 公司营业收入情况	18
图 27: 2013-2018H1 公司净利润情况	18
图 28: 公司毛利率居行业前列	19
图 29: 公司净利率排名第一	19
图 30: 湘海电子 2013-2017 营业收入 (单位: 亿元)	19
图 31: 湘海电子 2013-2017 归母净利润 (单位: 百万元)	19
图 32: 湘海电子部分代理权情况	20
图 33: 2016 年全球 MLCC 市占率排名	20
图 34: 各型号 iPhone 中 MLCC 用量变化 (颗)	21
图 35: MLCC 用量对比: 传统能源汽车 vs 新能源汽车 (颗)	22
图 36: MLCC 主要日、韩供应商历年扩产幅度	22
图 37: 2016 年 SAW 滤波器全球市占率排名	23
图 38: 单部手机 RF 器件价值量演变 (单位: 美元)	23
图 39: 2017 年中国 IC 设计公司营收 top10 (单位: 亿元)	24
图 40: 2014-2017 捷扬讯科营业收入 (单位: 亿元)	25
图 41: 2014-2017 捷扬讯科净利润 (单位: 百万元)	25
图 42: 独立分销商三要素模型	25

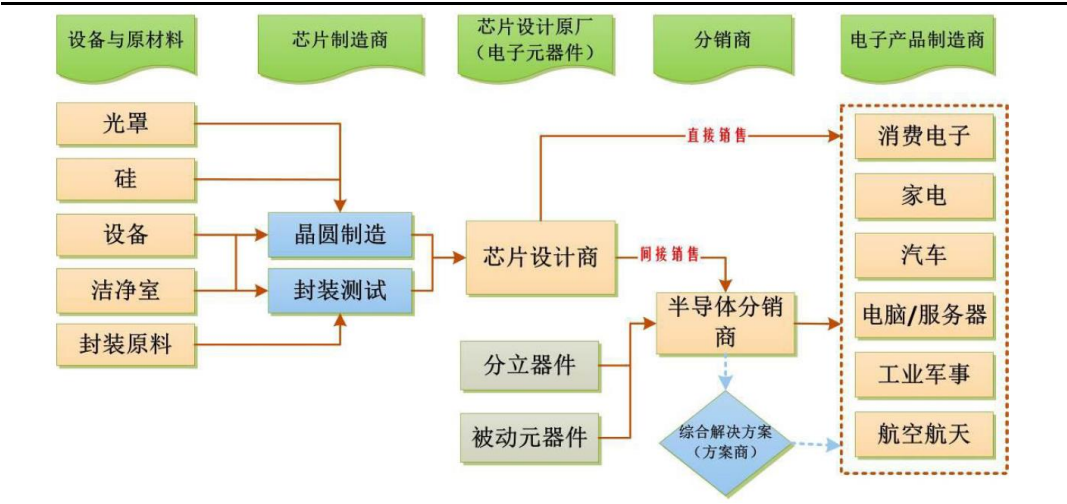
图 43: 高速连接器示意图	26
图 44: 高品质电容器示意图	26
图 45: 鹏源电子 2015-2017 营业收入 (单位: 亿元)	27
图 46: 鹏源电子 2015-2017 净利润 (单位: 百万元)	27
图 47: 2017-2023E 全球 SiC 器件市场规模.....	27
图 48: 2018E-2023E 全球汽车电子市场规模(单位: 亿美元)	27
图 49: 淇诺科技 2014-2017 营业收入 (单位: 亿元)	28
图 50: 淇诺科技 2014-2017 净利润 (单位: 百万元)	28
图 51: 淇诺科技代理品牌	28
图 52: 芯斐电子部分代理品牌	29
图 53: 公司营业收入预测	30
图 54: 可比公司估值水平	30

1. 国内元器件分销规模万亿以上，集中度仍然较低

1.1. 分销环节承接上下游，以授权模式为主

电子元器件产业链通常分为上游设备与原材料供应商、制造商、设计原厂、分销商及下游电子产品制造商。上游原厂存在较高的资金和技术壁垒，数量较少，以欧美日韩等世界巨头主导，但生产的电子元器件品种繁多。而下游电子产品应用领域广泛，制造商数量多且规模参差不齐，形成金字塔式结构。

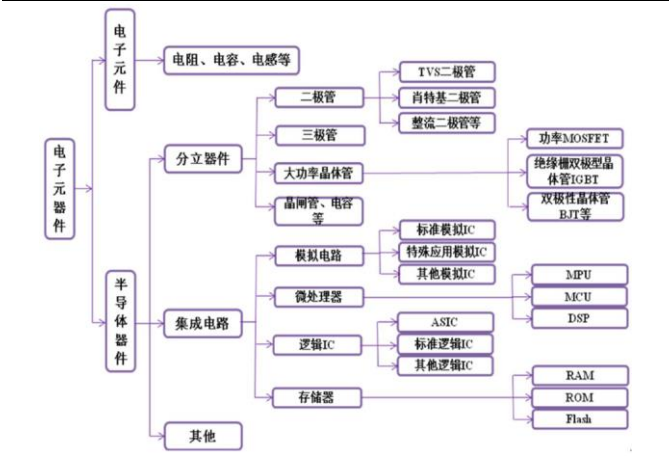
图 1：IC 产业链结构



数据来源：韦尔股份招股说明书，东吴证券研究所

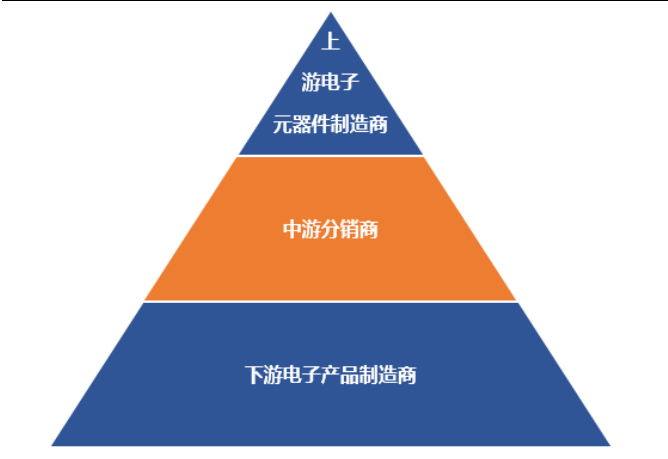
由于下游采购需求多样化，采购份额分散，难以通过直销模式完成无缝衔接，分销商在整个行业中承上启下的关键作用得以显现。目前，只有不足 1% 的电子产品制造商（超级大客户）直接向原厂采购，采购金额为总体份额的 44%，其余 99% 的电子产品制造商通过分销渠道采购 56% 的份额。

图 2：电子元器件种类繁多



数据来源：韦尔股份招股说明书，东吴证券研究所

图 3：金字塔式电子元器件产业链



数据来源：国际电子商情招股说明书，东吴证券研究所

元器件分销商可分为授权分销商、独立分销商、混合分销商，国内分销业务主体是授权分销商和混合分销商，所占比重达七成多。

1) 授权分销商：通过与原厂签订代理协议，获得产品的分销授权，并和原厂紧密合作，得到信息、技术、供货等方面的直接支持。授权分销商 100% 的产品线都来自原厂授权，如安富利、艾睿、大联大、科通集团、北高智等。

2) 独立分销商：能够供应任意品牌的电子元器件，无须与任何特定原厂制造商结成联盟或其他关系的供应商，如 Premier Farnell。通过自己的渠道可接触到全球供应链的库存，不论是来自元器件原厂、OEM/CEM 多余库存或其他分销商。独立分销商大多规模较小，以家族企业为主，服务灵活、响应快速，在人员、技术、销售和办公成本方面的束缚较小，并可根据自身成本和订单的情况决定最后的利润空间，但由于元器件并非直接来自原厂，产品质量是其需要注重的关键问题。

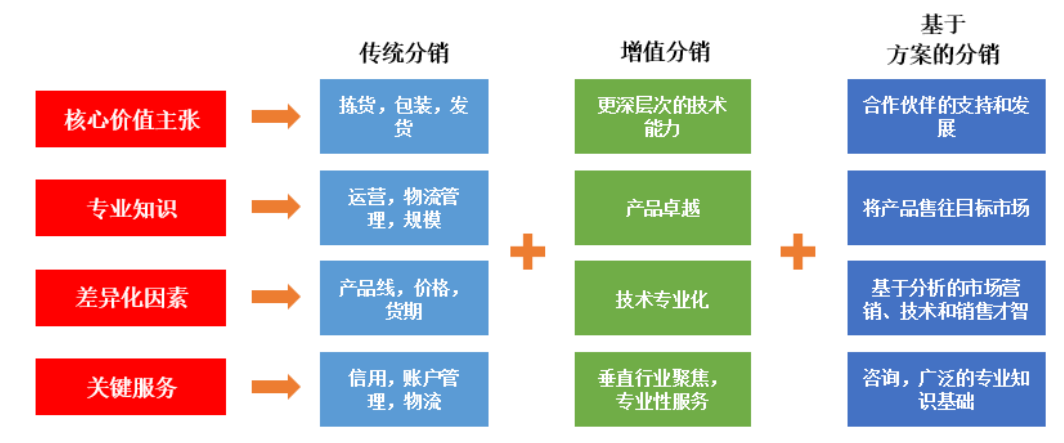
3) 混合分销商：混合分销商只有部分产品线是来自于原厂授权，余下的业务是独立分销，即现货贸易。通过兼具授权分销商和独立分销商两种特点，更好地满足客户的个性化需求。

1.2. 逐渐向综合解决方案延伸，附加值大幅增加

分销商是电子元器件产业中承上启下的关键一环，作用主要包括：1) 解决上下游生产采购品种差异、订单规模不匹配、供货订货周期错位等问题，使供应链平滑运转；2) 帮助上下游厂商应对账期缺口问题，由于上游原厂在账期管理方面把控较严，而下游厂商大多是中小规模，存在资金短缺的情况，分销商可为供应链提供金融支持，因而融资成本显得比较关键，通常境外融资成本比境内发债低 1 个百分点，所以国外分销商在融资垫资方面更具优势，发展速度更快；3) 提供物流配送的基础服务；4) 传递最新的技术、信息，进行专业的市场推广。

随着行业发展越来越成熟，传统的分销模式将被淘汰，分销商正逐步发展成为集供应链服务和技术孵化为一体的增值分销商，不仅要向上游元器件企业提供产品市场和研发方向，也要为下游整机厂商提供完整的产品解决方案，包括高性价比的物料组合。同时，进一步提高附加服务，如发展更精准的客户需求预测、缓冲存货、供应商管理存货等。

图 4：分销模式的发展过程



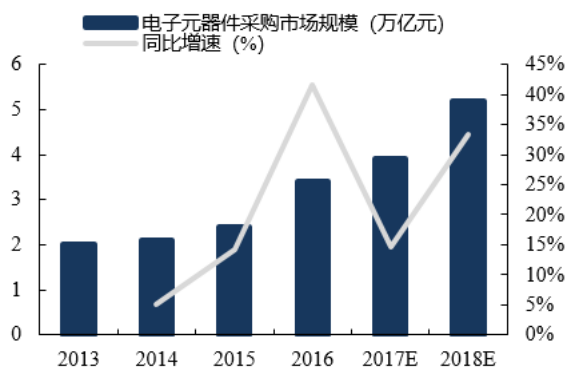
数据来源：华强电子网，东吴证券研究所

安富利是基于垂直领域的方案分销商的典型案例。其提供一站式支持服务，从全面的设计支持到完善的供应链服务，从开始构思到产品交付。安富利的应用工程师和销售工程师队伍的配置比例在 1:2，领先竞争对手，体现出优质的工程支持。同时，能为客户的新产品和新应用提供先进的设计解决方案，包括全套交钥匙解决方案、参考设计、评估电路板、软件支持和针对特定应用领域的解决方案等。未来，基于垂直领域的方案分销服务将成为行业新的利润增长点。

1.3. 整体市场空间广阔，行业集中度有待提升

中国电子元器件分销市场规模快速扩张。根据易观智库，2016 年国内电子元器件采购市场规模 3.4 万亿，2013-2016 年复合增长率超过 19%，2017 年将达到 3.9 万亿。根据国际电子商情，分销渠道采购占比约 56%，即 2017 年国内分销市场规模超过 2 万亿。

图 5：国内电子元器件采购市场规模



数据来源：易观智库，东吴证券研究所

图 6：2017 年中国电子元器件分销商营收排名

序号	公司名称	2017 年营收 (亿元)
1	泰科源	173
2	中电港	135
3	科通芯城	94
4	深圳华强	82.98
5	武汉力源	82.5
6	英唐智控	74
7	唯时信电子	64
8	路必康	58
9	信和达电子	55.5
10	新蕾电子	53

数据来源：国际电子商情，东吴证券研究所

本土分销渠道竞争激烈，市场集中度低。2017 年进入百亿营收的中国电子元器件分销商仅有泰科源和中电港两家，营收规模最大的泰科源市占率仅 0.8%，前十厂商整体市占率不到 4%。

放眼全球，中国电子元器件分销市场约占一半的份额，可测算 2017 年全球电子元器件分销市场规模约 4.4 万亿人民币（6424 亿美元）。2017 年全球电子元器件分销商营收规模突破十亿美元的有 11 家，其中艾睿电子、大联大、安富利的营收分别为 268.1、175.1、174.4 亿美元，稳居前三，市占率分别为 4.2%、2.7%、2.7%，前十厂商整体市占率超过 12%，市场集中度相对较高。

图 7：2017 年电子元器件分销商 Top 20

序号	公司名称	营收（十亿美元）	序号	公司名称	营收（十亿美元）
1	Arrow Electronics	26.81	11	Rutronik Elektronische Bauelemente GmbH	1.17
2	WPG Holdings Ltd.	17.51	12	DAC/Heilind	0.86
3	Avnet	17.44	13	Fusion Worldwide	0.53
4	Future Electronics Inc.	5.00	14	Sager Electronics	0.27
5	Digi-Key Electronics	2.33	15	Master Electronics	0.25
6	TTI	2.25	16	America II Electronics	0.24
7	Electrocomponents plc/Allied Electronics & Automation	1.87	17	PEI-Genesis	0.22
8	Smith	1.50	18	Advanced MP Technology	0.19
9	Mouser Electronics	1.34	19	Bisco Industries Inc.	0.16
10	Premier Farnell/Newark	1.20	20	The Powell Electronics Group	0.14

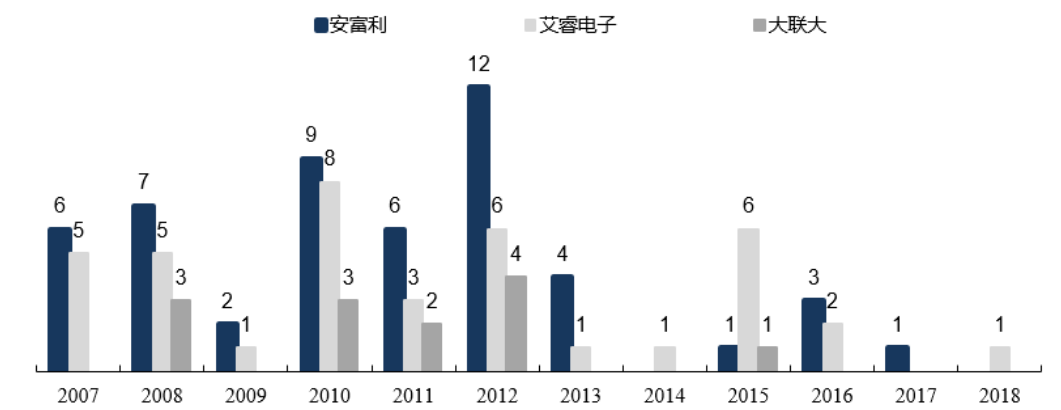
数据来源：SourceToday，东吴证券研究所

2. 规模效应逐渐显现，分销龙头有望实现加速整合

2.1. 海外：三巨头通过外延并购快速成长，规模效应下盈利能力改善

细观全球三大分销商安富利、艾睿电子和大联大的发展历程，不难发现并购整合成为其不断做大做强的核心战略之一。根据彭博数据，2007 年至今，安富利共完成 51 起并购，艾睿电子完成 39 起，大联大完成 13 起。

图 8：2007-2018H1 全球三大分销商并购数（次）



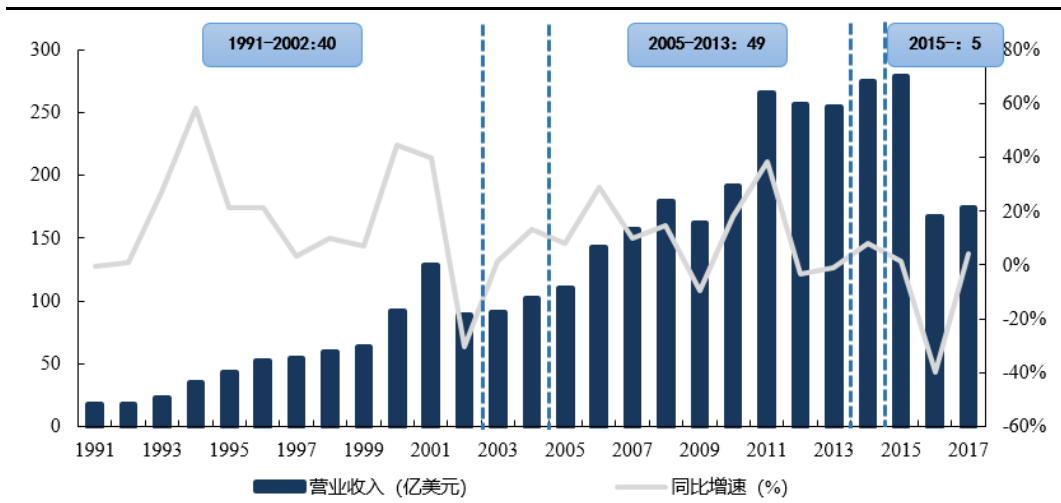
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

电子元器件分销行业的上游产品线多元化，下游客户高度分散，形成“网格状、蜂巢式”的特点，上游代理权和下游客户资源处于分割、稳定的状态，单个分销商很难打破细分领域的壁垒，获取竞争对手的代理产品线和客户。因此，并购成为分销商快速拓展上游代理权和下游资源、做大规模的最佳选择。此外，并购后公司可以享受规模效应，提升对原厂的议价能力，降低系统采购成本、仓储物流成本，强化对整体供应链的把控能力。

2.1.1. 安富利：百起并购铸就全球分销行业龙头

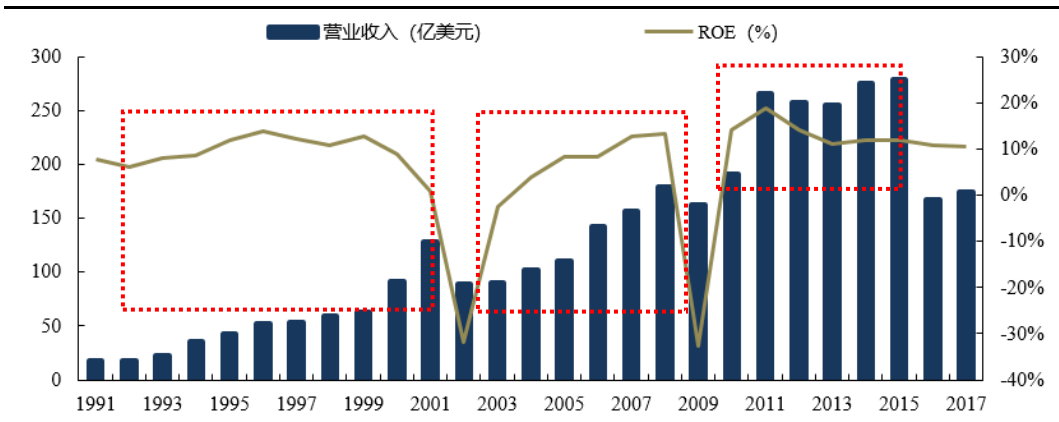
安富利创立于1921年，曾稳坐全球第一大元器件分销商数十年，在2015年创下279亿美元的辉煌成绩。安富利自1991年收购英国半导体分销商Access Group起，收购的企业已不下100家，并购战略带动其营收规模实现一轮一轮的增长。同时，伴随着营收扩大，ROE呈现阶段式提升，体现出一定的规模效应。

图9：安富利90年代后的并购扩张带来营收规模扩大



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 10：安富利在营收扩大阶段规模效应较为显著



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

21 世纪初，分销行业出现过度竞争，加之全球 IT 发展速度放缓，安富利进入微利阶段。但其在 2005 年以 6.65 亿美元吞下竞争对手科汇集团，从而进军日本等新兴市场，助其营收净利回到上升轨道。2005-2013 年是安富利并购最频繁的时期，共完成 49 起并购，营收年均复合增速达 11%。目前，安富利并购的公司包括杨氏电子、RTI 控股、日本 Internix、台湾得毅、合讯科技、itX Group、科汇集团、贝尔微产品、香港中联集团、Azzurri、Premier Farnell 等。

图 11：安富利并购分布



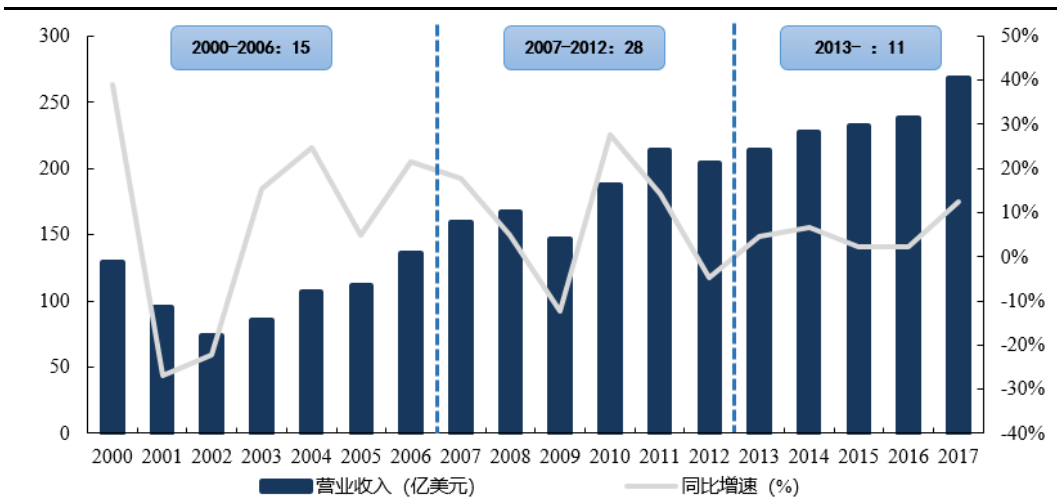
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

2.1.2. 艾睿电子：近 40 年的大举扩张助力登顶全球第一

艾睿创立于 1935 年，20 世纪 50 年代初开始销售电子零件，1970 年以 900 万美元的销售额位列美国电子元器件经销商第 12 名，而当时安富利的规模已是其 8 倍之多。

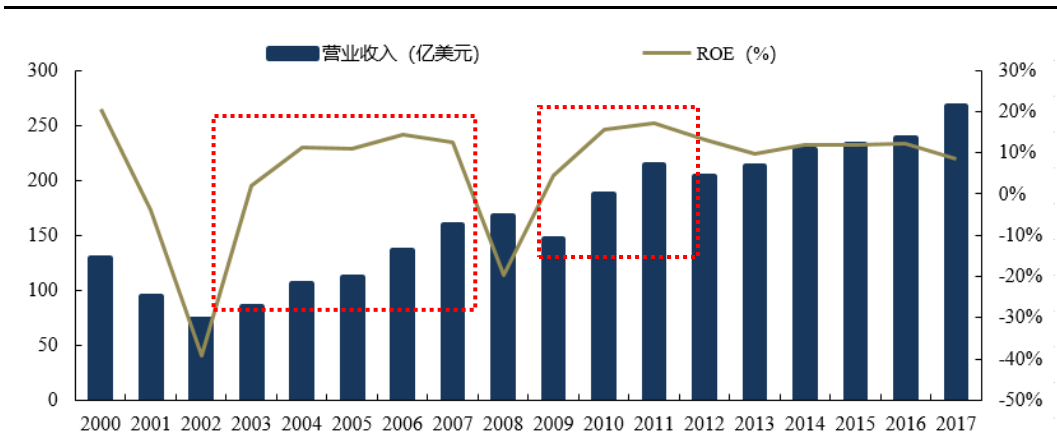
1979 年，艾睿收购前美国第二大经销商 Cramer Electronics，顺利打开美国西部市场。2007-2012 年是艾睿加速并购期，共完成 28 起并购，营收年均复合增速达 5%。同时，ROE 也随着营收扩大而提高，规模效应下盈利能力改善。

图 12：艾睿电子 2000 年后的并购扩张带来营收稳步增长



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

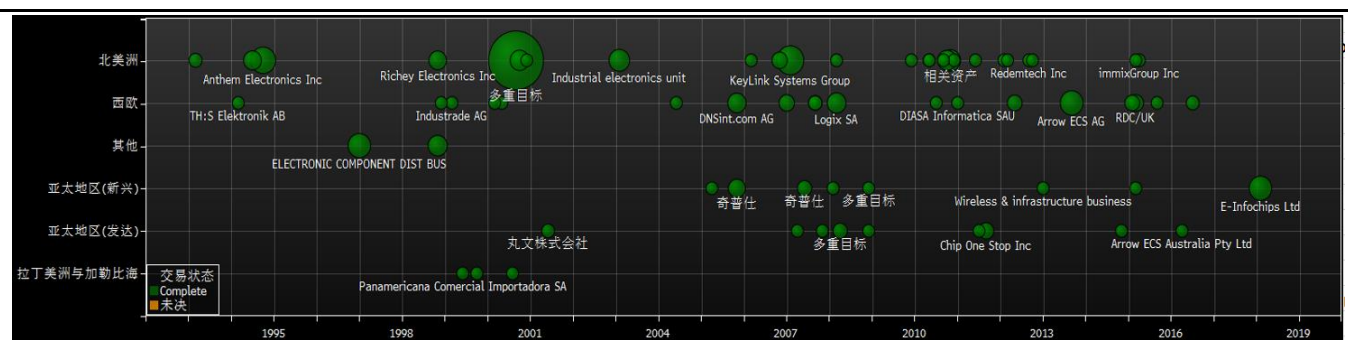
图 13：艾睿电子在营收扩大阶段规模效应较为显著



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

2015 年，艾睿完成 6 起并购，而同期的安富利并购速度放缓，使艾睿在 2016、2017 年成功击败安富利，成为全球第一大电子元器件分销商。目前，艾睿并购的公司包括物流服务供应商 Converge、日本最大的元器件电商 Chip OneStop、台湾 AMT 电子、欧洲 RDC 集团、电子元件目录零售商 Verical 等。

图 14：艾睿电子并购分布

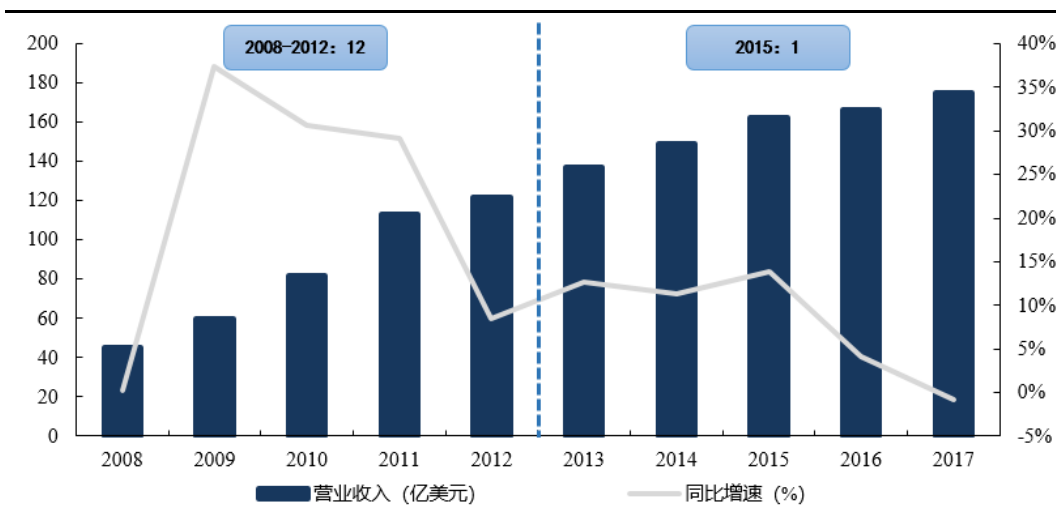


数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

2.1.3. 大联大：承袭并购基因的亚洲后起之秀

大联大成立于 2005 年，是亚洲最大的半导体授权分销商，旗下拥有世平、品佳、诠鼎及友尚等四大集团，代理产品供应商超过 250 家，在全球拥有约 71 个 IED 和 34 个 Non-IED 分销据点（亚太区 43 个 IED 和 34 个 Non-IED）。

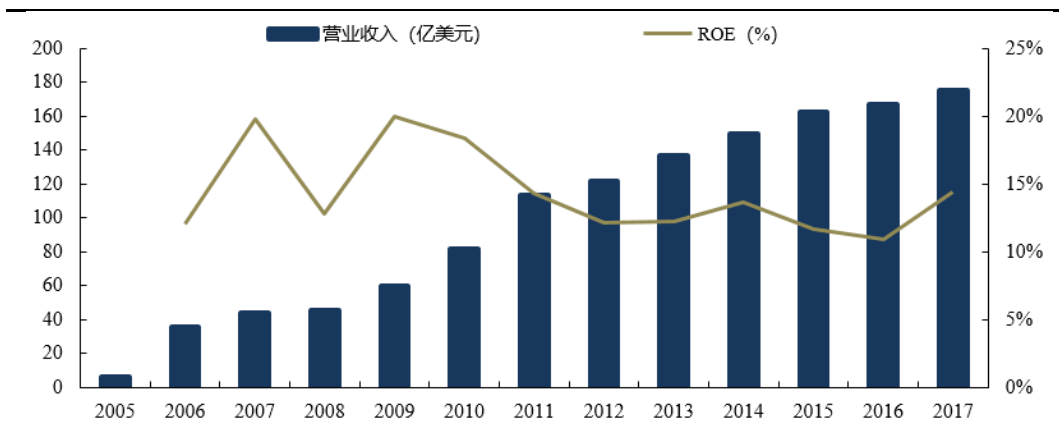
图 15：大联大 2008 年后共完成 13 起并购



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

大联大在 2008-2015 年间完成 13 次并购，先后收购凯悌、诠鼎、友尚、大传等多家行业排名前列的公司，营收年均复合增速达 20%，2012 年后逐渐受益营收扩大带来的规模效应，ROE 得到提升。2017 年实现营业收入 175 亿美元，首次超越安富利，成为全球第二大电子元器件分销商。

图 16：大联大近年来随着规模扩大也呈现出一定的规模效应



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 17：大联大并购分布



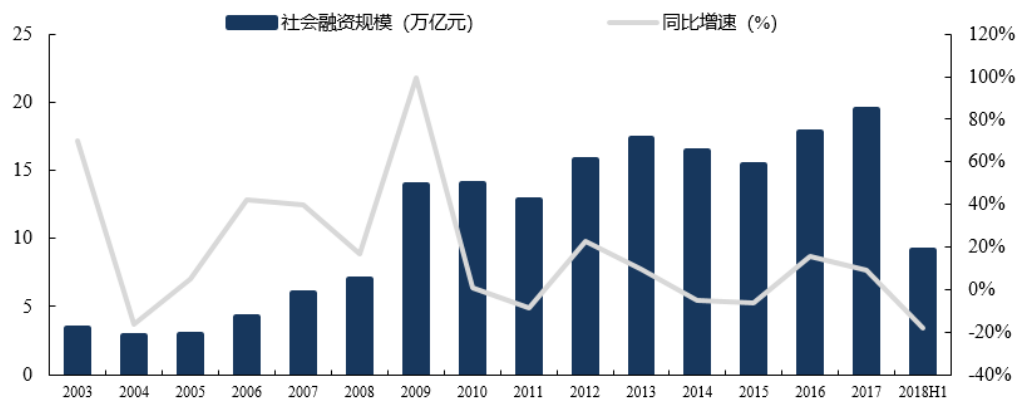
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

2.2. 国内：去杠杆背景下龙头分销商凭借资金优势，有望实现加速整合

在当前去杠杆的背景下，企业融资难度及融资成本增加。2017 年新增社会融资规模增速较 2016 年下滑 6.32 个百分点，2018H1 新增 9.1 万亿元，比上年同期少 2.03 万亿元，一系列强监管、去杠杆政策的综合作用使得新增规模逐步下降。进一步，银行信贷额度相继收紧，贷款增速放缓，对申贷企业的审核要求有所提高，导致企业的资金成本上升。

分销商的一大功能就是为供应链提供金融支持，需要囤货垫资，帮助上下游厂商应对账期缺口问题，这需要自身有充足的资金实力，融资能力显得尤为重要。小企业本身的融资成本就要高于龙头企业，加上国内去杠杆的大趋势，未来的融资成本将进一步推高，这样便会削弱其解决账期缺口的能力，逐步被淘汰，未来分销行业的市场集中度将有所提高。

图 18：2017 年新增社会融资规模增速下降



数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所

无论是为追求规模效应，亦或为降低融资难度和资金成本，做大规模都将成为国内分销商的必走之路。目前，国内分销商最高营收规模在百亿人民币，与国际巨头 200 亿美元的体量相比相差甚远。但近年来，国内分销商正在复制巨头成长路径，加快并购速度，借助资本力量做大体量。深圳华强、武汉力源、英唐智控、韦尔半导体、润欣科技等均采取横向整合的外延式发展战略，多元化产品线，整合客户资源，实现规模效应。华强、力源、英唐已表达 2018 年加快实现百亿规模的目标，未来将呈现稳固的大者恒大的竞争格局，国内电子元器件分销行业的市场集中度有望大幅提高。

图 19：国内分销商并购情况

分销商	时间	被收购/入股企业	企业类型	交易金额 (亿元)	事件
深圳华强	2015. 5.	湘海电子	分销商	10. 34	完全收购
	2015. 7.	捷扬讯科	分销商	0. 86	收购30%股权
	2015. 12.			1. 91	收购70%股权
	2016. 1.	天河星供应链	分销商	0. 18	入股5%，成为第二大股东
	2016	芯斐电子	分销商	0. 56	入股10%
	2018. 4.			2. 72	收购50%股权
	2016	香港庆瓷	分销商		
	2017. 1.	鹏源电子	分销商	6. 16	收购70%股权
武汉力源	2017. 7.	淇诺科技	分销商	4. 24	收购60%股权
	2013. 10.	鼎芯无限	分销商	1. 56	收购65%股权
	2015. 4.			1. 42	收购35%剩余少数股权
	2015. 9.	南京飞腾	分销商	3. 6	完全收购
	2016. 8.	帕太	分销商	26. 3	完全收购
英唐智控	2015. 3.	华商龙	分销商	11. 45	完全收购
	2017. 1.	联合创泰	分销商	0. 41	通过华商龙商务控股收购48. 45%股权
	2017. 6.	怡海能达	分销商	0. 38	收购51%股权
	2017. 11.	青岛英唐供应链	供应链公司	0. 26	合作投资，占注册资本51%
	2017. 12.	集创北方	IC设计公司	0. 3	自有资金3000万增资，占总注册资本1. 0285%
	2018. 1.	新能源项目	上游材料	0. 5	在腾冲边境经济合作区建设年产4千吨新能源电池正、负极材料项目
	2018. 5.	首科电子	分销商		正在进行
	2018. 5.	泽天电子	分销商		正在进行
	2018. 5.	豪威科技	IC设计公司		正在进行
	2018. 5.	思比科微	IC设计公司		正在进行
润欣科技	2018. 1.	博思达	分销商	1. 46	收购24. 99%股权

数据来源：国际电子商情，东吴证券研究所

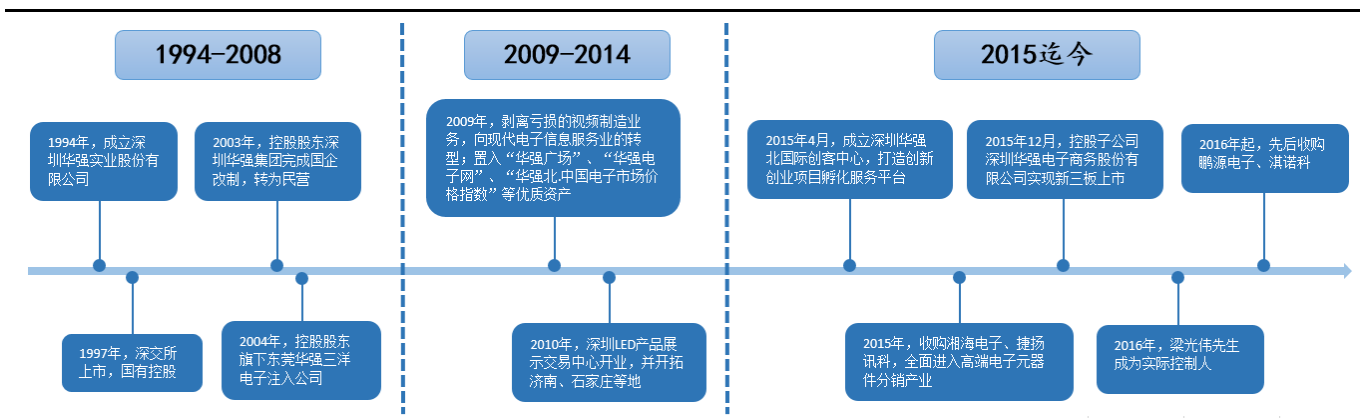
分销商或将纵向渗透，延伸产业触角。英唐智控增资集创北方，拓展上游芯片设计，建设新能源项目，发展新材料技术；韦尔半导体发起并购 IC 设计公司豪威科技、思比科微。此外，英唐智控合作设立青岛英唐供应链管理公司，延伸下游供应链服务；润欣科技将在无线通讯和传感器模块选择合作伙伴，向下游系统集成行业拓展。纵向渗透的方式将增强分销商的产业链地位及话语权，巩固代理资源，同时享受 IC 设计、新兴产业高毛利高成长的收益。

3. 深圳华强：精选优质标的，百亿分销龙头再起航

3.1. 转型元器件分销，引领电子信息高端服务业

深圳华强成立于 1994 年，1997 年在深交所上市，共经历了三阶段发展：1) 1994-2008 年，从事视频产品（电信运营设备及其软件、移动通信定位调度终端产品等）及电子元器件制造业务（激光头、电池系列产品、微型马达、数码相机等）；2) 2009-2014 年，通过重大资产重组，剥离严重亏损的视频制造业务，实现了从传统电子制造业向现代电子信息服务业的转型；3) 2015 年起，通过一系列并购切入元器件分销市场，目前公司主营电子信息产业高端服务业，涉及产品、交易、数据、技术、创新创业的全链条服务。

图 20：公司历史沿革

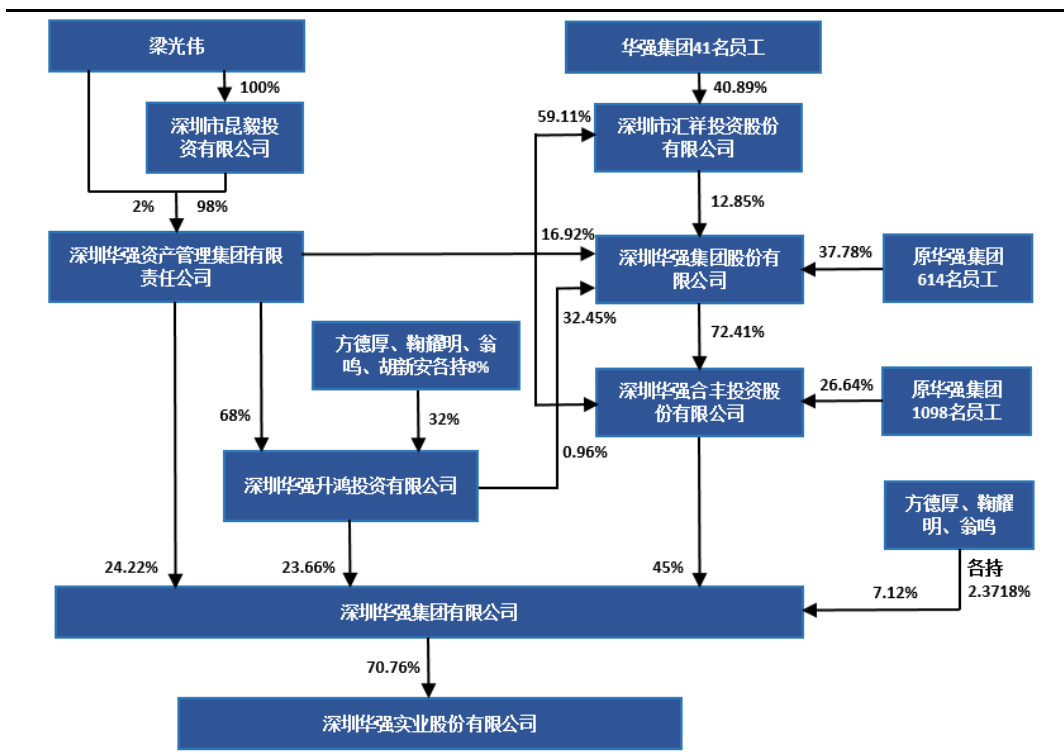


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2003 年，公司控股股东华强集团完成国企改制，由管理层和员工共同持股，形成多方股东相对均衡持股、相互制约的无实际控制人的股权结构。2016 年 11 月，董事长梁光伟先生通过要约收购，控制了上市公司 70.76% 的股权，成为公司实际控制人，完善

内部治理结构，有利于发展战略的部署和落地，助力电子信息高端服务业体系的完善。

图 21: 公司股权结构图

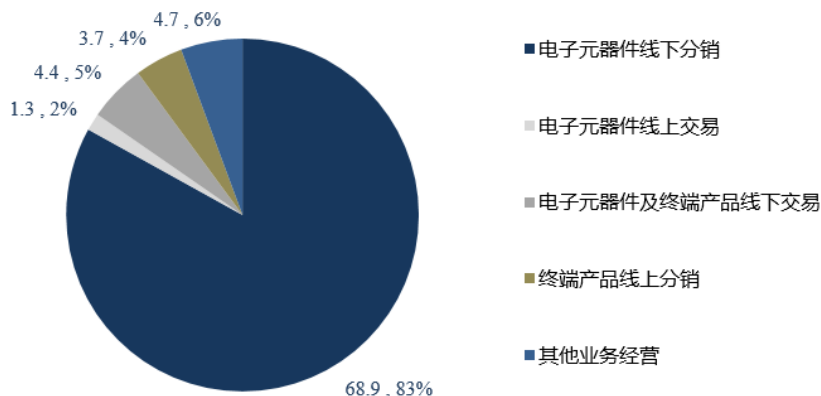


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

3.2. 战略布局“交易+创新创业服务”双平台，发展路径清晰明确

公司以交易+创新创业服务为双核心，致力于打造国内一流的电子信息产业高端服务平台，业务具体包括电子元器件线下分销、电子元器件线上交易、电子元器件及终端产品线下交易、终端产品线上分销、其他业务经营等五大环节。

图 22: 2017 年公司产品结构 (亿元)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1) 交易服务平台：深度整合电子元器件分销行业，充分利用和对接上游原厂、下游客户等资源，做大做强已并购企业；推动华强电子世界升级换代，加速转型电子专业化市场，并推进华强电子网线上交易平台建设，从单纯的 B2B 信息发布平台切入交易环节，向综合平台蜕变；完善华强北指数和 IT 指数，符合移动互联网+智能硬件时代的市场需求。

2) 创新创业服务平台：借助华强北聚集的丰富资源及众多创客群体的良好生态，成功孵化出数十个跨境卖家团队，并引入供应链、支付、物流、仓储、站外引流、人才输送等配套服务，跨境生态圈初见雏形。

图 23：公司构建“交易+创新创业服务”双平台



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.3. 整合细分领域优质分销商，带动业绩高速增长

公司自 2015 年起先后并购了湘海电子、捷扬讯科、香港庆瓷、鹏源电子、淇诺科技、芯斐电子等 6 家优质电子元器件分销商，且目前业绩均高于承诺数，带动营收规模两年翻两倍，2016、2017 年分别实现收入 55.45、82.98 亿，同比增长 172.64%、49.66%。同时，并购转型修复利润，2016 年实现净利润 4.26 亿，同比增长 13.39%，2017 年由于受到下游金立应收账款计提减值影响出现小幅下滑。2018H1 公司业绩延续高增长态势，实现营收 48.97 亿，同比增长 58.06%，净利润 3.60 亿，同比增长 83.85%。

图 24：公司 2015 年开启大规模并购模式

被收购方	时间	交易金额 (亿元)	获得股权	公司介绍
湘海电子	2015. 5.	10. 34	100%	聚焦于被动元器件，是Murata全球最大的代理分销商 专注于电子元器件长尾需求市场，其供应商、客户资源和业务系统优势，与华强电子网存在巨大的协同发展空间
捷扬讯科	2015. 7.	0. 86	30%	
	2015. 12.	1. 91	70%	
香港庆瓷	2016. 10.		51%	在高速连接器、高品质电容器、工业级电源用芯片和分立器件等项目上处于市场领先地位
鹏源电子	2017. 1.	6. 16	70%	国内领先的电力电子、新能源行业供应商，以IXYS和Wolf speed等硅半导体产线为核心开拓业务，并在向技术创新型电子元器件分销企业加速转型
淇诺科技	2017. 7.	4. 24	60%	国内数字电视和机顶盒、绿色电源等消费类电子行业优秀供应商，以代理国内知名原厂IC为特色，是三十余家国内知名IC设计制造厂的重要代理商
芯斐电子	2016	0. 56	10%	主动类电子元器件代理及技术方案提供商，兼具半导体产品设计能力，是汽车电子、车联网、智慧城市及安防、智能手机等领域优质供应商
	2018. 4.	2. 72	50%	

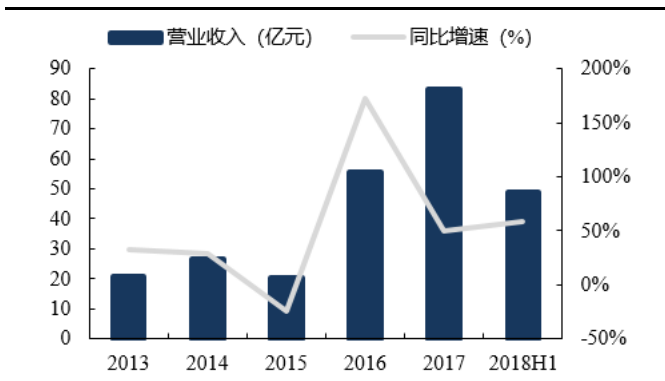
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 25：公司收购的企业均完成业绩承诺

被收购方	净利润（百万元）	2015	2016	2017
湘海电子	承诺		>301. 05	
	实际	124. 23	221. 86	144. 32
捷扬讯科	承诺	20. 90	24. 04	27. 64
	实际	23. 12	33. 67	34. 32
淇诺科技	承诺			61. 55
	实际			71. 11
鹏源电子	承诺			64. 90
	实际			90. 47

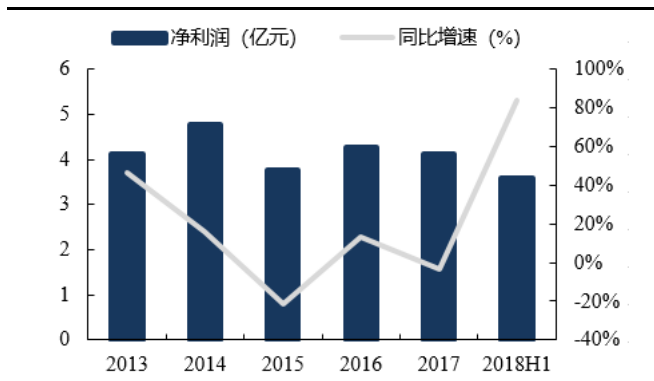
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 26：2013-2018H1 公司营业收入情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

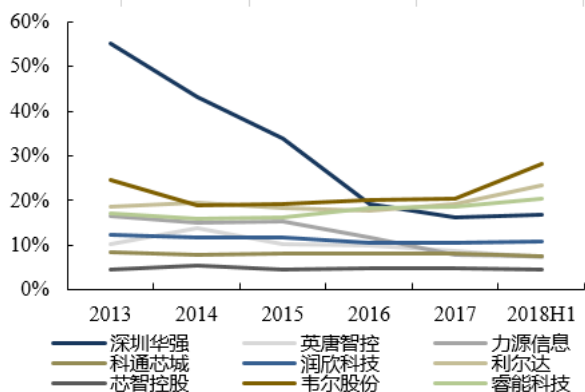
图 27：2013-2018H1 公司净利润情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

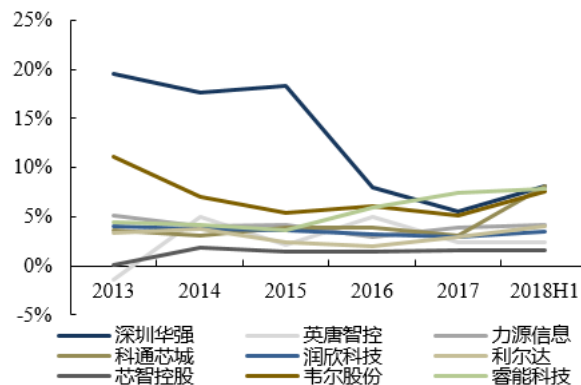
由于并购的 6 家子公司质地良好，在吸纳多元产品线代理权，协同分销渠道及客户资源后，公司的盈利能力表现出色。2018H1 毛利率 16.85%，居行业前列，净利率 8.15%，同比提高 1.36 个百分点，排名第一。18 年 5 月，公司公告组建华强半导体集团作为整合平台，对公司电子元器件授权分销业务进行进一步的、全方位的深度整合。我们判断公司未来通过进一步的外延扩张，将继续受益行业集中度的提升。

图 28：公司毛利率居行业前列



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 29：公司净利率排名第一

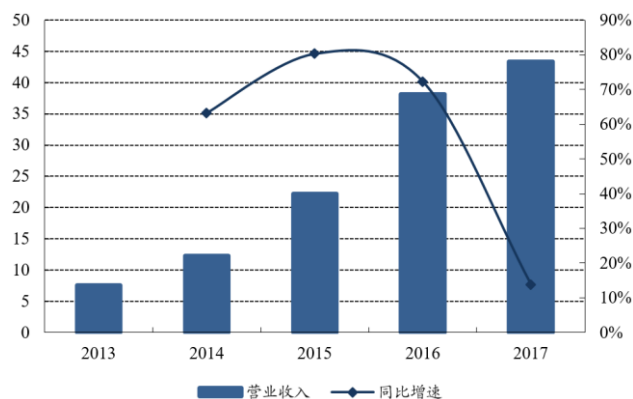


数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.3.1. 湘海电子：受益村田业务多点开花，切入展讯 IC 产品分销

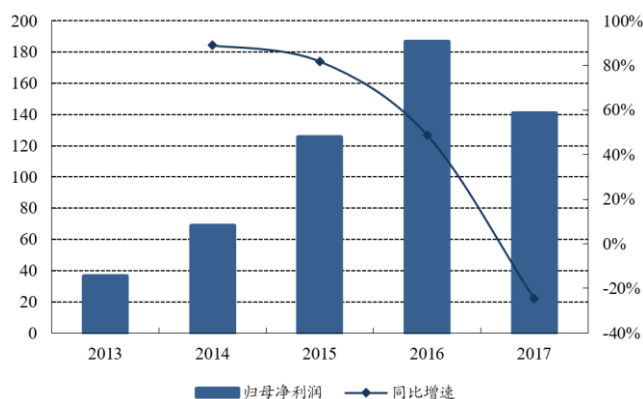
湘海电子是国内最著名的电子元器件授权分销商之一，代理产品以被动元器件为主，下游覆盖移动通讯、智能穿戴、汽车电子等领域。深圳华强于 2015 年 10 月发行股份和配套募集资金收购湘海电子 100% 股权，股权作价 10.34 亿元，其中通过发行股份购买湘海电子 75% 股权，另支付现金购买剩余 25% 股权。公司通过收购湘海电子打造线下授权分销平台，与现有业务协同发展，使业绩进一步增厚。

图 30：湘海电子 2013-2017 营业收入（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 31：湘海电子 2013-2017 归母净利润（单位：百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

湘海电子自 2014-2016 年营业收入高增长，同比增速连续三年高于 60%，同期归母净利润连续三年同比增速超过 40%。收购时，业绩承诺为 2015-2017 年扣非归母净利润总和不低于 3.01 亿元，而该期间实际业绩为 4.91 亿元，远高于承诺业绩。2017 年，由于湘海电子及下属子公司香港湘海对客户东莞金铭电子、东莞金卓通信的应收账款计提

减值准备，且对参股公司芜湖旅游城的投资收益同比减少，营收和净利润均受到影响，但以上损失不具有可持续性，主营业务不受波及，公司发展势头较好。

图 32：湘海电子部分代理权情况

序号	被代理人	简称	所属国家/地区
1	爱佩仪光电技术有限公司	APP/爱佩仪	美国
2	上海艾为电子技术有限公司	AWINIC/艾为	中国
3	上海贝岭股份有限公司	Belling/贝岭	中国
4	GCT Semiconductor, Inc.	GCT	美国
5	致新科技股份有限公司 (Global Mixed-mode Technology, Inc)	GMT/致新	台湾
6	杭州鸿星电子有限公司	Hosonic/鸿星	中国
7	美国芯凯电子科技有限公司	KT/芯凯	美国
8	光宝科技股份有限公司	LITEON/光宝	台湾
9	Murata Company Limited	Murata/村田	日本
10	深圳市欧菲光科技股份有限公司	O-FILM/欧菲光	中国
11	松下电器机电（中国）有限公司	Panasonic/松下	日本
12	上海芯导电子科技有限公司	Prisemi/芯导	中国
13	台湾矽统科技股份有限公司	SIS/矽统	台湾
14	Synaptics Incorporated	Synaptics/新思	美国
15	展讯通信(上海)有限公司 、SPREADTRUM HONG KONG LIMITED	SPREADTRUM/展讯	中国

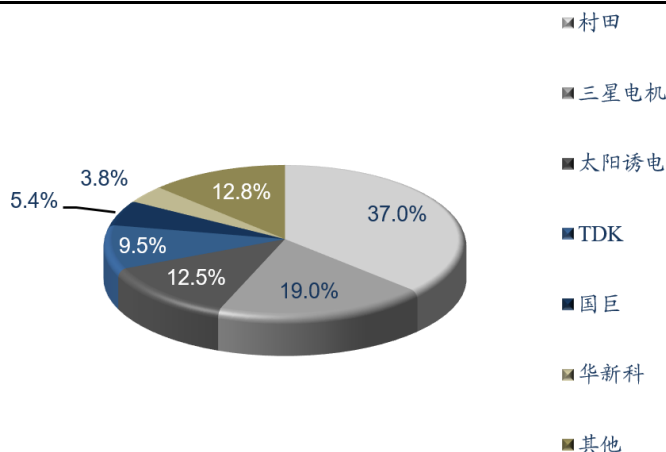
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

湘海电子成立于 2002 年，积累了十余年电子元器件授权分销的经验，客户资源丰富，其衔接产业链上下游的优秀能力得到国际大厂认可，成为了村田最大的授权分销商。除村田之外，湘海电子和松下、KT、GCT 等知名原厂维持着长期紧密的战略合作伙伴关系。一般情况下，在原厂与代理商确立合作关系后，为维持客户稳定，一般不会轻易更换代理商，因此，湘海电子多年深耕电子元器件分销市场，行业领先地位稳固。

手机、汽车电子双重催化，分销巨头受益 MLCC 涨价

随着表面贴装技术迅猛发展，各种具有小尺寸、高性能等特点的贴片式元器件被开发出来，MLCC 就是具有代表性的一种元件。由于其体积小、容值高等特点，相比铝电解电容、钽电容等具有优势，在智能手机、汽车电子等领域得到广泛应用。全球最大的 MLCC 供应商是日本村田，全球市占率约 37%。

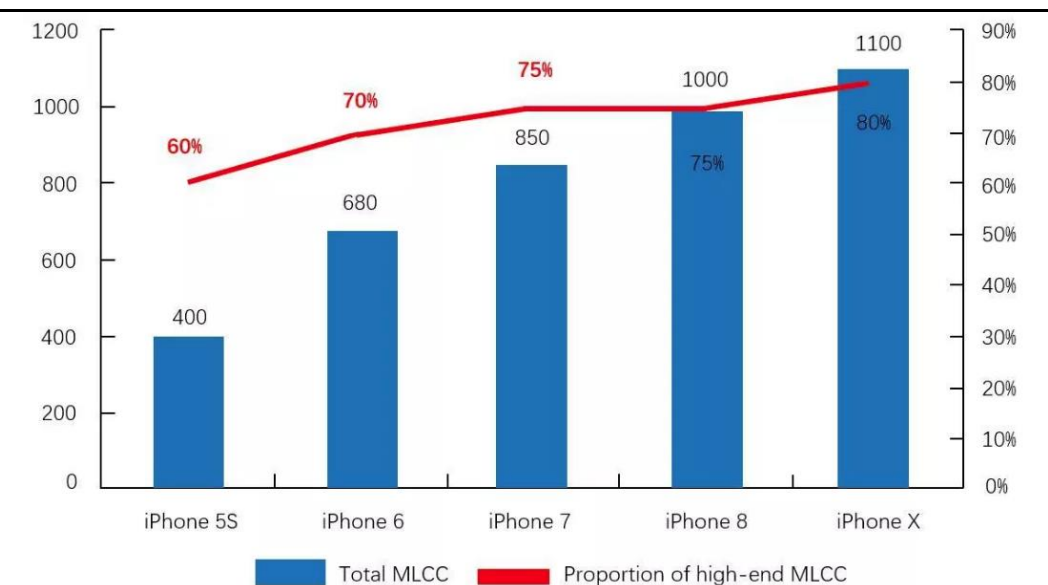
图 33：2016 年全球 MLCC 市占率排名



数据来源：国际电子商情，东吴证券研究所

纵观全球 MLCC 市场格局，行业相对封闭，市场集中度较高，前 5 大供应商垄断 80% 以上市场份额，国际大厂的业绩和行业景气度有较高关联性。而作为 MLCC 行业龙头老大村田的最大授权分销商，湘海电子和村田之间是长期稳固的合作关系，二者利益正相关。由于 MLCC 属于基础原材料，因此具有用量大、不可或缺等特性，对下游需求变化敏感。另外，供给端由于厂家扩产慎重，而扩产周期较长，从而使 MLCC 具有明显周期性。

图 34：各型号 iPhone 中 MLCC 用量变化（颗）



数据来源：SemiMedia，东吴证券研究所

近年来智能手机技术发展迅猛，导致单机 MLCC 用量大幅增加，与此同时，由于追求占用空间小、高性能等原因，高端 MLCC 占比有所增长。以 iPhone 的各型号手机

为例，MLCC 单机用量从 iPhone 5S 的 400 颗飙升至 iPhone X 的 1100 颗，且 iPhone X 的高端 MLCC 占比高达 80%，增速比中低端 MLCC 更快。而高端 MLCC 领域基本由日本企业垄断，由此带来湘海电子议价能力增强。

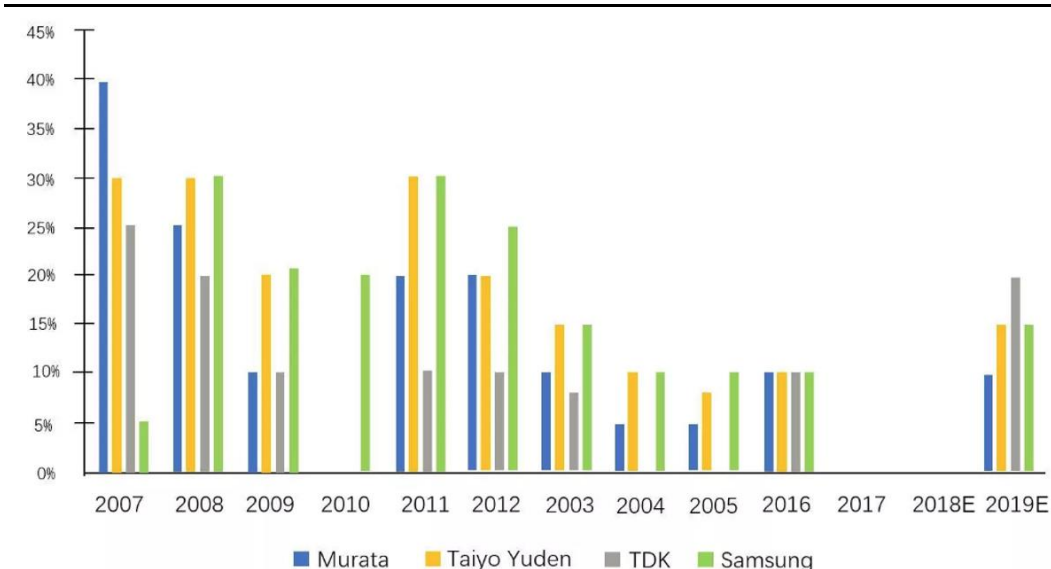
图 35：MLCC 用量对比：传统能源汽车 vs 新能源汽车（颗）

	传统产品	中端产品	高端产品	超高端产品
	传统能源汽车	混合动力汽车	插电式混合动力汽车	纯电动汽车
动力系统	450-600	800-1000	1900-2300	2700-3100
安全系统	1000-1400			
舒适系统	500-800			
车载娱乐系统	400-700			
其余部分	500			

数据来源：SemiMedia，东吴证券研究所

汽车电子化快速推进，高端 MLCC 产能向车用市场转移。根据 SemiMedia 测算，随着汽车电动化程度加深，高端 MLCC 在车辆动力系统中用量大幅提升，从传统能源汽车的 500 颗左右，增长至电动车的 3000 颗，为原来的 5-6 倍。随着未来新能源汽车市场增长，以及 ADAS、汽车电子等市场带动，SemiMedia 预计车用 MLCC 市场在 2018-2022 年的年复合增速约为 20%。

图 36：MLCC 主要日、韩供应商历年扩产幅度



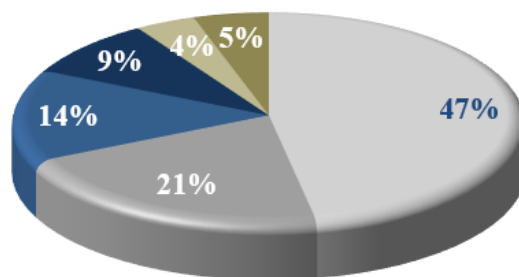
数据来源：SemiMedia，东吴证券研究所

在高端 MLCC 需求增长的同时，受到土地资源、劳动力资源等限制，村田、太阳诱电、TDK 等日系厂商在 2017-2018 年没有采取扩产策略，而是将有限产能由传统消费电子向高端车用电子转移。在需求端智能手机、车用电子等市场带动下，供给端的谨慎扩产使 MLCC 出现缺货潮，韩、台、日系厂商相继发布涨价公告。湘海电子作为 MLCC 分销巨头，在 MLCC 价格逐年下降时，已经维持净利润率稳定，而涨价将进一步增厚业绩。此外，在原厂缺货情况下，对代理商涨价幅度应高于直接客户，而湘海电子作为村田重要代理商，相比中小代理商具有更高地位，有望提升公司竞争力，进一步拉开差距。

迎来 5G 元年，射频滤波器增长可期

射频前端模块由 PA、滤波器、双工器、射频开关、低噪声放大器、接收机、发射机等组成，其中滤波器的作用是给发射和接收的信号进行滤波。据 Skyworks 预测，2020 年 5G 将新增 50 个以上频段，由于单个频段射频信号需要 2 个滤波器，通讯终端的滤波器数量将大幅增加。从全球来看，村田在 SAW 滤波器市场份额占据半壁江山，以 SAW 滤波器为代表的射频器件也是湘海电子重要业务。

图 37：2016 年 SAW 滤波器全球市占率排名



■ Murata ■ TDK ■ 太阳诱电 ■ skyworks ■ Qorvo ■ 其他

数据来源：半导体行业观察，东吴证券研究所

根据历史数据，智能手机从 3G 演变为 4G 的过程中，单机射频器件价值量由 3.75 增长至 7.5 美元，SAW 滤波器由 1.25 增长至 2 美元，而 4G 到 5G 的升级过程中，射频器件价值量增长将更加显著。

图 38：单部手机 RF 器件价值量演变（单位：美元）

	典型3G设备	区域性LTE设备	全球漫游LTE设备
SAW滤波器	1.25	2	2.25
TC-SAW滤波器	0	0.5	1.5
BAW滤波器	0	1.5	3.5
总滤波器含量	1.25	4	7.25
PA、开关	2.5	3.5	5.5
RF器件总计	3.75	7.5	12.75

数据来源：半导体行业观察，东吴证券研究所

获展讯全产品线分销授权，进军 IC 分销业务

紫光展锐是国内领先的手机核心芯片解决方案供应商，主营产品包括基带、智能手机芯片、功率管理 IC、多媒体 IC 和连接芯片等，适用于手机、平板电脑等消费电子产品。据 Trendforce 统计，2017 年紫光展锐在国内 IC 设计企业中排名第二，仅次于华为海思。湘海电子服务多家国内知名智能手机供应链厂商，包括 OPPO、步步高、宇龙酷派、华勤通讯、天珑移动、闻泰通讯等。湘海电子于 2017 年获得展讯全产品线代理授权，利用丰富客户资源为展讯代理销售产品。

对于湘海电子，获得展讯的分销授权标志着公司成功切入 IC 分销领域，将与公司元器件分销业务进一步整合，新、旧业务协同发展，有助于丰富公司客户资源，提升业务规模。

图 39：2017 年中国 IC 设计公司营收 top10（单位：亿元）

排名	公司名称	营业收入
1	海思半导体	387.0
2	紫光展锐	110.0
3	中兴微电子	75.0
4	华大半导体	52.3
5	汇顶科技	39.3
6	智芯微电子	38.7
7	士兰微电子	27.3
8	韦尔半导体	23.6
9	中星微电子	22.5
10	兆易创新	21.2

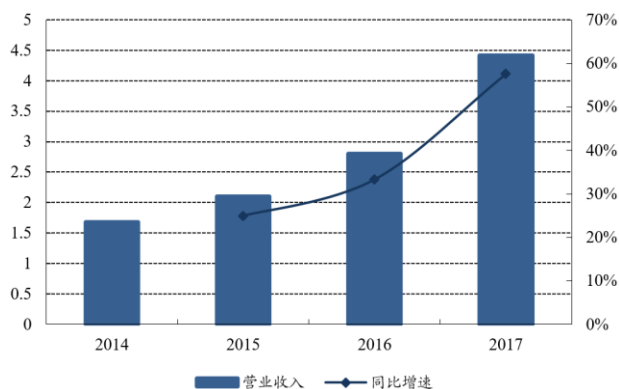
数据来源：Trendforce，东吴证券研究所

3.3.2. 捷扬讯科：立足国内领先信息平台，专注长尾市场

捷扬讯科是一家国内优秀的电子元器件独立分销商，业务专注于开拓电子元器件长尾市场，其分销模式以及业务领域均与深圳华强其他子公司有所差异，因此对母公司业务形成较好补充，可与华强电子网协同发展。深圳华强于 2015 年 12 月以支付现金方式收购捷扬讯科 70% 股权。收购时，捷扬讯科业绩承诺为 2015 年扣非归母净利润不低于

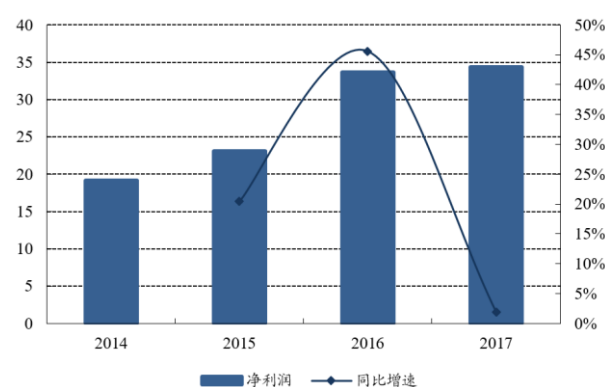
2090 万元，且 2016、2017 年净利润年复合增速不低于 15%。经审计，2015-2017 年捷扬讯科完成业绩 9111 万元，完成业绩承诺 120.45%。

图 40：2014-2017 捷扬讯科营业收入（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 41：2014-2017 捷扬讯科净利润（单位：百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2017 年，捷扬讯科加大研发投入，立足于自主研发的内部 IT 信息管理系统，专注长尾市场，为客户提供小批量产品。公司的 IT 信息管理系统国内领先，可进行快速知识库匹配、全球比价、库存查询、下单采购、送货等一系列服务，提升了公司效率。在独立分销市场，分销商的核心竞争力并非价格，而是利用自身信息系统、大数据等供应链上的独特优势为客户创造价值的能力。2017 年内公司继续拓展新客户，增加了 Scanfil、Delta、Petsafe 等 EMS 客户，全年业务推进顺利，营收大幅增长 50% 以上。

图 42：独立分销商三要素模型



数据来源：《电子元件分销市场及电子元件独立分销商模式研究》，东吴证券研究所

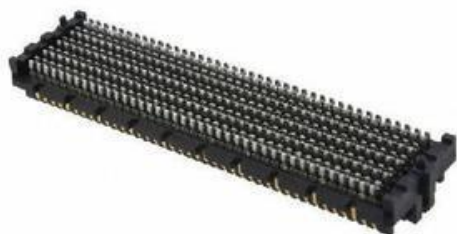
对于独立分销商，物流、财务支持及价格、品质保障能力构成其核心竞争力的三要素。捷扬讯科作为国内领先的独立分销商，在信息系统商具有较大优势，深圳华强通过并购，将捷扬讯科发展为电子元器件长尾需求服务平台的内核，与华强电子网进行深度整合，布局与扩展线上交易平台。而深圳华强自身的规模优势也意味着更低的成本和高效的物流，双方优势互补，将打造一个线上、线下业务深度协同的电子元器件分销巨头。

3.3.3. 其他并购：差异化整合优质标的，高度协同加速增长

香港庆瓷：拥有国际定位的优质电子元器件分销商

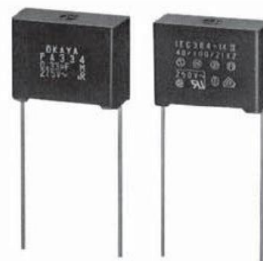
深圳华强全资子公司香港湘海在 2016 年 9 月获得香港庆瓷 51% 的股权，后者是业界领先的电子元器件分销商，主营高速连接器、高品质电容器、工业级电源用芯片和分立器件等的授权代理和分销，在智能手机、数据处理中心、新能源电源管理方案、汽车电子等行业的电子元器件分销领域处于市场领先地位。在深圳华强大力整合电子元器件分销行业、为电子信息产业链各环节提供全方位服务的战略下，香港庆瓷被定位为“国际视野的电子元器件授权分销商”，拥有较大的发展潜力，我们预计未来三年，香港庆瓷的业绩有望持续增长。

图 43：高速连接器示意图



数据来源：慧聪网，东吴证券研究所

图 44：高品质电容器示意图

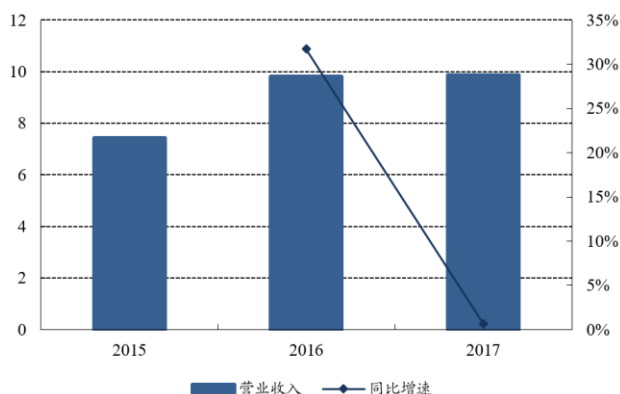


数据来源：慧聪网，东吴证券研究所

鹏源电子：背靠 SiC 全球第一大厂，打造电力电子首选供应商

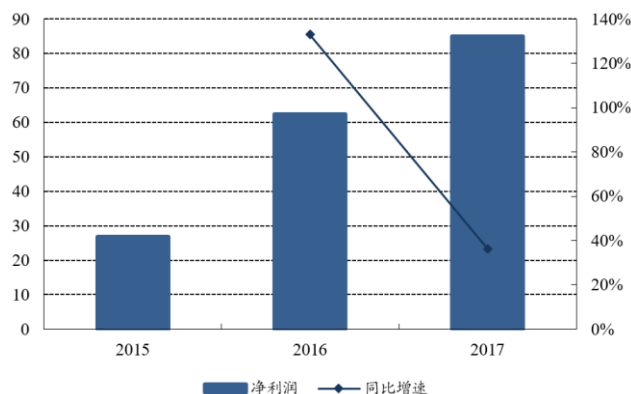
深圳华强于 2017 年 1 月以 6.16 亿元收购鹏源电子 70% 股权，后者为比亚迪、阳光电源、科士达、特锐德、汇川技术、科华恒盛、迈瑞医疗、中车时代电气等 1500 多家客户提供电力电子及新能源汽车等行业的第一、二、三代功率半导体器件。在产业链上游，鹏源电子与 IXYS、WOLFSPEED、TAMURA 等国际大厂长期稳定合作，是 IXYS、WOLFSPEED 全球最大代理商。

图 45: 鹏源电子 2015-2017 营业收入 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

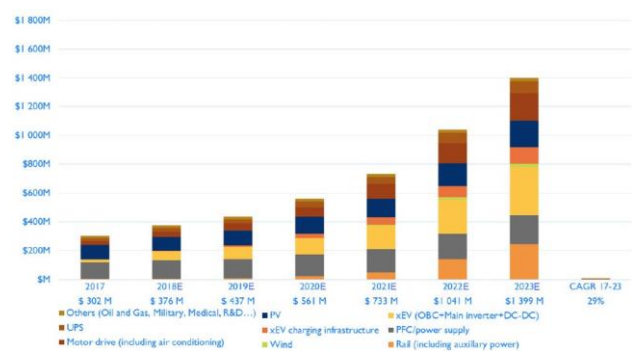
图 46: 鹏源电子 2015-2017 净利润 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

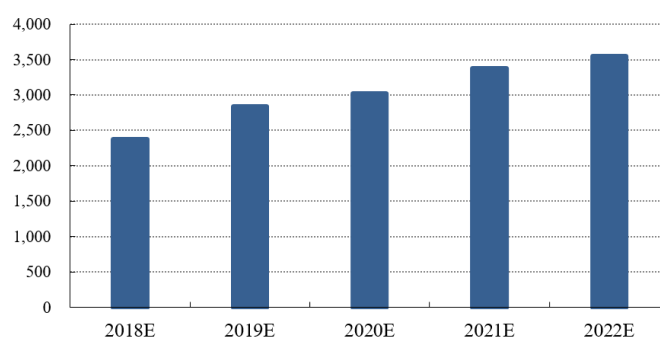
从业绩上看, 鹏源电子 2015-2017 年复合增长率为 15.7% (其中鹏源电子 2016 年营业收入为未经审计的值, 来源为公司公告)。净利润连续两年保持 30% 以上增长, 本次收购在业务上补充了公司产品线, 在业绩上提升了公司综合竞争力和盈利能力。代理产品方面, 以 MOSFET 和 IGBT 为代表的功率器件在 2018 年受下游需求拉动, 涨价潮有望延续至 2019 年以后。2018 年 SiC 功率器件也有一定程度缺货, 由于 WOLFSPEED 是全球最大 SiC 生产商 CREE 的子公司, 鹏源电子背靠 SiC 大厂, 将努力为客户提供稳定货源, 业绩也有望维持过去两年的高增长势头。

图 47: 2017-2023E 全球 SiC 器件市场规模



数据来源: Yole d'éveloppement, 东吴证券研究所

图 48: 2018E-2023E 全球汽车电子市场规模(单位: 亿美元)



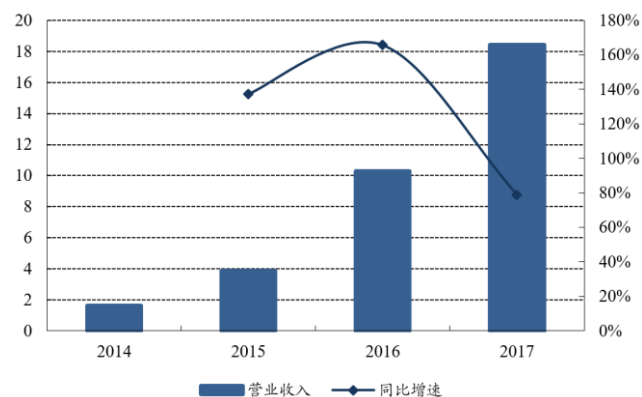
数据来源: 中国产业发展研究院, 东吴证券研究所

淇诺科技: 国内 IC 器件优质代理商

深圳华强于 2017 年 7 月以支付现金方式收购淇诺科技 60% 股权, 从而实现在数字电视机顶盒、手机锂电池、动力锂电池保护 IC 等消费电子行业集成电路器件分销业务的布局。淇诺科技 2015-2017 年营业收入同比增速保持在 70% 以上, 净利润同比增速维

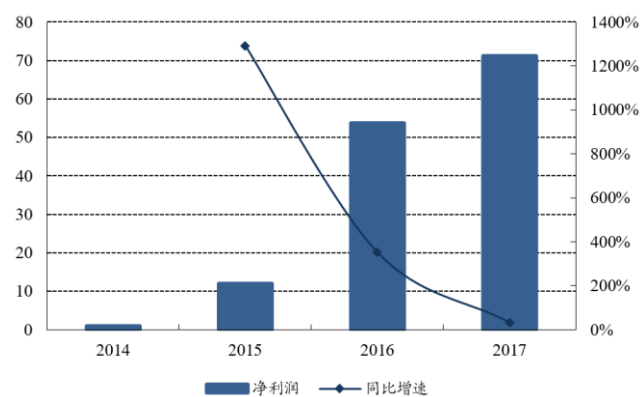
持在 30% 以上，具有良好的经济效益和发展潜力。

图 49：淇诺科技 2014-2017 营业收入（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 50：淇诺科技 2014-2017 净利润（单位：百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

淇诺科技分销产品包括微处理器、存储器、模拟及混合信号器件等，按下游应用分为数字电视、电源及照明、工业控制等业务领域，覆盖华为海思、上海澜起、兆易创新、士兰微等国内三十余家知名 IC 设计制造厂商。客户方面，淇诺科技与 TCL、长虹、九州、康佳、创维、飞毛腿、鹏辉等知名客户拥有多年稳定的合作关系。公司经验丰富的方案设计团队和高效的营销网络为深圳华强带来 IC 分销业务的优质资源。

图 51：淇诺科技代理品牌

业务领域	供应商
数字电视	上海高清、兆易创新、士兰微电子、钰创科技、华润矽科、LUMICOM、帝奥微电子、澜起科技、中微爱芯、天钰科技、上海贝岭、紫光国芯半导体、海思半导体、瑞昱半导体、辉芒微电子、补丁科技、芯电元
电源及照明	士兰微电子、天钰科技、西安民芯、芯电元、方泰电子
工业控制	兆易创新、钰创科技、锐骏半导体
锂电保护	美格纳、美上美、锐骏半导体、海迪亚、大塚、芯电元
移动智能终端	紫光国芯半导体、兆易创新、天钰科技、锐骏半导体、西安民芯、瑞发科半导体
光电显示	兆易创新
网络通信	兆易创新、钰创科技、紫光国芯半导体、天钰科技、西安民芯、美格智能

数据来源：淇诺科技官网，东吴证券研究所

芯斐电子：知名主动元件代理及技术方案提供商，兼具半导体设计能力

深圳华强持有芯斐电子共 60% 股权，后者是国内知名主动元件代理及技术方案提供商，凭借较强的市场开拓能力，目前已成为 ST、Toshiba、MPS、Techpoint、ADATA、Tamul、SOI、兆易创新、汉天下、全志科技等国内外知名原厂的重要代理分销商。代理

和分销的产品种类包括微处理器、存储器、功率器件、模拟及混合信号器件等，在当前万物互联化、智能化不断普及和深入的趋势下，此类元器件的需求量大、单体价值量高，市场前景广阔。

图 52：芯斐电子部分代理品牌



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

芯斐电子兼具半导体产品设计能力，拥有自主的存储品牌。公司积极布局存储产业，着力投入存储芯片的设计与研发，产品覆盖 TF 卡、SD 卡、SSD、eMMC 等全线存储产品，并成功导入了国内汽车电子、车联网、智慧城市及安防、智能手机等市场，拥有良好的发展潜力。优质客户包括海康威视、华阳通用、德赛西威、国光电器、同为数码等，经济效益较高，我们判断未来三年芯斐电子的业绩将保持快速增长。

4. 盈利预测与投资建议

核心假设

1) 电子元器件线下分销：公司从 2015 年起，先后收购湘海电子、捷扬讯科、鹏源电子、淇诺科技、芯斐电子以及增资控股香港庆瓷等优质电子元器件分销商，不断深入整合国内电子元器件分销行业，外延式扩张战略增厚业绩。我们预计公司 2018-2020 年电子元器件线下分销收入增速分别为 63.8%、22.8%、27.1%。

2) 其余业务：电子元器件线上交易平台方面，公司重点发展 B2B 业务，拥有华强电子网、华强芯城、华强电子产业研究所、华强北指数、IT 指数等细分平台或服务，符合移动互联网+智能硬件时代的市场需求，未来有望实现快速增长。终端产品线上分销方面，承接品牌厂家的电子商务供应链外包，打造电子商务综合服务平台，并不断优化，保持增长动力。我们预计 2018-2020 年其余业务收入增速分别为 12.0%、12.3%、12.8%。

基于以上假设，我们预计公司 2018-2020 年的营业收入分别为 128.6、156.3、196.1 亿元，分别同比增长 55.0%、21.5%、25.5%。

图 53：公司营业收入预测

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	8297.88	12861.72	15626.31	19614.57
YoY	49.7%	55.0%	21.5%	25.52%
毛利率	16.20%	15.22%	14.86%	14.45%
电子元器件线下分销				
收入	6891.67	11287.44	13857.82	17619.40
YoY	68.3%	63.8%	22.8%	27.1%
毛利率	10.73%	11.42%	11.38%	11.35%
其余业务				
收入（百万）	1406.22	1574.28	1768.49	1995.17
YoY	-3.0%	12.0%	12.3%	12.8%
毛利率	43.00%	42.49%	42.11%	41.82%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们预计公司 2018-2020 年净利润为 6.9、8.6、10.7 亿元，实现 EPS 为 0.96、1.19、1.48 元，对应 PE 为 19.7、16.0、12.8 倍，基于公司近两年一系列并购整合带来较快的业绩增长预期，18 年估值仍有提升空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

图 54：可比公司估值水平

公司	总市值 (百万)	收盘价	EPS			P/E			P/B
			18E	19E	20E	18E	19E	20E	
深圳华强	13,683	18.97	0.96	1.19	1.48	19.73	16.00	12.78	3.17
韦尔股份	17,166	37.66	0.72	1.10	1.41	45.78	26.36	20.62	11.88

数据来源：Wind（除深圳华强外均为 Wind 一致预期），东吴证券研究所

5. 风险提示

子公司增长速度低于预期：公司部分子公司的上游供应商较为集中，产品线相对单一，存在一定经营风险，可能会影响子公司的增长速度。

并购整合进度低于预期：并购整合是公司的主要成长驱动力之一，若并购整合进度放缓将直接影响公司的营业收入和利润。

库存及应收账款风险：公司为上下游匹配供需、填补账期缺口，若下游客户面临经营困难，可能出现库存积压、应收账款难以收回等风险。

深圳华强三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	4,711	7,295	7,009	10,899	营业收入	8,298	12,862	15,626	19,615
现金	1,163	1,163	1,388	1,773	减:营业成本	6,953	10,904	13,304	16,780
应收账款	1,719	2,623	2,652	3,969	营业税金及附加	55	113	120	162
存货	1,313	2,589	2,171	3,833	营业费用	308	489	512	604
其他流动资产	517	920	797	1,323	管理费用	260	284	313	386
非流动资产	3,854	4,293	4,404	4,566	财务费用	61	46	48	43
长期股权投资	249	291	316	349	资产减值损失	84	78	126	139
固定资产	309	686	766	863	加:投资净收益	2	36	19	28
在建工程	3	50	78	111	其他收益	0	0	0	0
无形资产	189	193	200	195	营业利润	592	984	1,223	1,529
其他非流动资产	3,104	3,073	3,046	3,048	加:营业外净收支	2	9	6	7
资产总计	8,565	11,588	11,413	15,465	利润总额	594	993	1,229	1,536
流动负债	3,391	5,808	4,984	8,176	减:所得税费用	137	225	281	350
短期借款	1,816	3,200	2,500	4,500	少数股东损益	44	75	92	115
应付账款	410	505	611	797	归属母公司净利润	412	693	855	1,071
其他流动负债	1,165	2,103	1,872	2,879	EBIT	710	1,132	1,384	1,717
非流动负债	700	790	648	506	EBITDA	863	1,307	1,662	2,059
长期借款	617	707	565	423					
其他非流动负债	83	83	83	83	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	4,091	6,598	5,632	8,681	每股收益(元)	0.57	0.96	1.19	1.48
少数股东权益	279	353	445	561	每股净资产(元)	5.82	6.43	7.40	8.63
					发行在外股份(百万股)	721	721	721	721
归属母公司股东权益	4,196	4,637	5,336	6,222	ROIC(%)	8.2%	10.0%	12.4%	11.7%
负债和股东权益	8,565	11,588	11,413	15,465	ROE(%)	10.2%	15.4%	16.4%	17.5%
					毛利率(%)	16.2%	15.2%	14.9%	14.5%
现金流量表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	5.0%	5.4%	5.5%	5.5%
经营活动现金流	431	-773	1,633	-781	资产负债率(%)	47.8%	56.9%	49.3%	56.1%
投资活动现金流	-679	-578	-370	-475	收入增长率(%)	49.7%	55.0%	21.5%	25.5%
筹资活动现金流	503	1,351	-1,037	1,641	净利润增长率(%)	-3.2%	68.2%	23.3%	25.2%
现金净增加额	233	0	225	385	P/E	33.19	19.73	16.00	12.78
折旧和摊销	153	175	278	342	P/B	3.26	2.95	2.56	2.20
资本开支	43	397	86	128	EV/EBITDA	17.69	12.99	9.64	8.56
营运资本变动	-330	-1,727	379	-2,324					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>