

2019 年 12 月 24 日

证券研究报告

**公司研究**

电子元器件分销/电子

深圳华强（000062）

**——快速崛起的电子元器件分销龙头**

主要数据（截至 12 月 23 日收盘）：

当前股价	14.33 元
投资评级	增持
评级变动	首次覆盖
总股本	10.46 亿股
流通 A 股	10.45 亿股

**主要观点：**

◆电子元器件分销行业处在产业链的中游，起到承上启下的作用，是产业链中不可或缺的中间环节。国内电子元器件分销行业经过多年的发展，市场规模超万亿，本土分销商迅速成长抢占市场，在国内电子元器件分销市场上可与国际分销商并驾齐驱。但与国际电子元器件分销市场相比，国内分销行业市场集中度仍处于较低水平，营收前三分销商占营收前十的比重为 46%，远低于全球市场 77%的比重，行业集中度仍有很大提升空间。本土电子元器件分销头部企业，可依靠资金及渠道优势，复制国际电子元器件分销巨头崛起路径，通过并购实现扩张，助推国内电子元器件分销市场竞争格局进一步向头部聚集。

◆公司得以在行业内快速发展的核心竞争力在于公司能够持续收购优质的电子分销企业，并发挥自身出色的管理能力进行整合发展。自 2015 年起，公司通过收购湘海电子、鹏源电子、芯斐电子等电子元器件分销商，迅速切入电子元器件分销领域，并在短短几年内快速步入电子元器件分销行业第一梯队。公司所选择收购的分销企业均在各自的细分行业深耕多年，分销能力突出，业绩成长空间可观，与同业竞争对手相比具有更强的竞争力。被收购企业在公司的管理整合下，借助集团背书，原有分销业务进一步强化，在业绩承诺期内均超额完成业绩承诺，助力公司营收规模屡创新高。由此可见，公司已拥有一套成熟的并购逻辑与可复制的扩张战略，公司业务规模的增长具有较强确定性。

◆2018 年 5 月，公司组建华强半导体集团，将湘海电子、鹏源电子等元器件分销企业并入其中。华强半导体集团成立后，公司将通过搭建业务财务一体化的 IT 信息系统等措施，对公司的电子元器件授权分销业务进行进一步的深度整合，提升管理和渠道效率；通过聚合公司旗下各授权分销企业的资源、优势和力量，增强公司在项目并购、产品线开拓和新客户开发时的谈判能力和核心竞争力；同时，在强化各授权分销企业各自品牌特色的基础上，打造统一的“华强半导体集团”品牌形象。

长城国瑞证券研究所

分析师：

李凌翔

lb@gwgsc.com

执业证书编号：S0200514120001

研究助理：

夏瑜

xiayu@gwgsc.com

执业证书编号：S0200118070004

联系电话：0592-5160876

地址：厦门市思明区莲前西路 2 号  
莲富大厦 17 楼

长城国瑞证券有限公司



◆公司依托捷扬讯科自主研发的系统，发展电子元器件线上交易业务，服务长尾需求市场。2019年12月，公司拟整合公司旗下捷扬讯科及电子网公司，成立华强电子网集团。华强电子网集团的组建，将有助于捷扬讯科和电子网公司进一步发挥在业务、客户、人才、渠道、品牌、交易数据等方面的协同效应，促进公司电子元器件及相关产品长尾需求服务业务快速发展，完善公司在电子元器件分销行业的布局，从而与公司传统的授权分销业务形成有效互补，共同促进公司业绩增长。

### 投资建议：

暂不考虑公司未来潜在并购对公司业绩的影响，我们预计公司2019-2021年主营业务收入分别为137.87亿元、161.52亿元和184.79亿元，归属母公司净利润分别为6.88亿元、7.86亿元和8.93亿元，EPS为0.66元/股、0.75元/股和0.85元/股，对应PE分别为21.81倍、19.11倍和16.81倍。公司作为近几年迅速成长的电子分销企业，在资金、管理、规模以及资源整合等方面具有较强的竞争力，我们看好公司能够继续沿着“外延+内生”的模式稳定增长，在行业集中度逐步提升的进程中脱颖而出。今年公司受下游景气度较低的影响利润有所承压，但随着下游行业的回暖，公司利润水平有望回升。首次覆盖，给予“增持”评级。

### 风险提示：

公司并购企业发展不及预期；电子行业下游需求持续低迷；库存及应收账款风险。

### 主要财务数据及预测

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	11799.72	13786.50	16151.56	18479.29
增长率（%）	42.20%	16.84%	17.15%	14.41%
归母净利润（百万元）	685.57	687.90	785.64	892.52
增长率（%）	69.83%	1.25%	14.21%	13.60%
EPS—最新股本摊薄（元）	0.66	0.66	0.75	0.85
净资产收益率（ROE）	14.63%	12.81%	12.78%	12.68%
PE	20.30	20.23	17.72	15.59

数据来源：公司公告、长城国瑞证券研究所



## 目 录

1 收购电子元器件分销商，转型电子信息产业高端服务者 .....	5
2 电子元器件交易坐拥万亿空间，行业龙头集中度将逐步提升 .....	8
2.1 电子元器件分销商在电子信息产业链中不可或缺 .....	8
2.2 电子元器件交易坐拥万亿市场规模，国内分销商有望受益国内市场快速增长 .....	9
2.3 电子元器件分销行业集中度低，并购扩张加速头部聚集效应 .....	11
3 深圳华强：优质并购打造电子元器件分销平台 .....	13
3.1 外延式并购优质电子分销企业，快速步入行业第一梯队 .....	13
3.2 成立华强半导体集团，整合资源加速发展 .....	14
3.3 成立华强电子网集团，完善电子分销产业布局 .....	15
4 投资建议 .....	17
5 风险提示 .....	17
6 盈利预测 .....	18



## 图目录

图 1: 深圳华强大事记 .....	5
图 2: 深圳华强股权结构 .....	5
图 3: 深圳华强主营业务 .....	6
图 4: 2013-2019Q3 公司营业收入 .....	7
图 5: 2013-2019Q3 公司归母净利润 .....	7
图 6: 2015-2019Q3 公司销售毛利率对比 .....	7
图 7: 2015-2019Q3 公司销售净利率对比 .....	7
图 8: 2013-2019Q3 公司费用率变动情况 .....	7
图 9: 2013-2019Q3 公司经营活动净现金流情况 .....	7
图 10: 电子元器件分销行业在电子信息产业中的定位.....	8
图 11: 电子元器件分销行业不可替代性.....	9
图 12: 全国电子元件制造业营业收入（亿元） .....	9
图 13: 全国电子器件制造业营业收入（亿元） .....	9
图 14: 海外分销商及本土分销商特点情况.....	10
图 15: 2012-2019H1 中国集成电路产业销售额（亿元） .....	11
图 16: 华强半导体集团股权架构.....	15
图 17: 华强电子网集团股权结构.....	16
图 18: 深圳华强电子元器件线上交易平台.....	16

## 表目录

表 1: 2018 年国内前十大电子元器件分销商营收情况.....	11
表 2: 近几年主要上市电子分销商并购情况.....	12
表 3: 公司电子元器件线下分销子公司.....	13
表 4: 深圳华强收购公司业绩承诺完成情况.....	14



## 1 收购电子元器件分销商，转型电子信息产业高端服务者

深圳华强实业股份有限公司成立于1994年，并于1997年在深交所上市。公司成立之初主营电子元器件制造。由于所在行业市场竞争激烈，导致公司视频业务收入下滑，公司于2009年剥离视频制造业务，转型线下电子交易市场及商贸综合体开发。2015年起，公司陆续收购湘海电子、捷扬讯科、鹏源电子等优质电子元器件分销商，介入电子元器件分销领域。

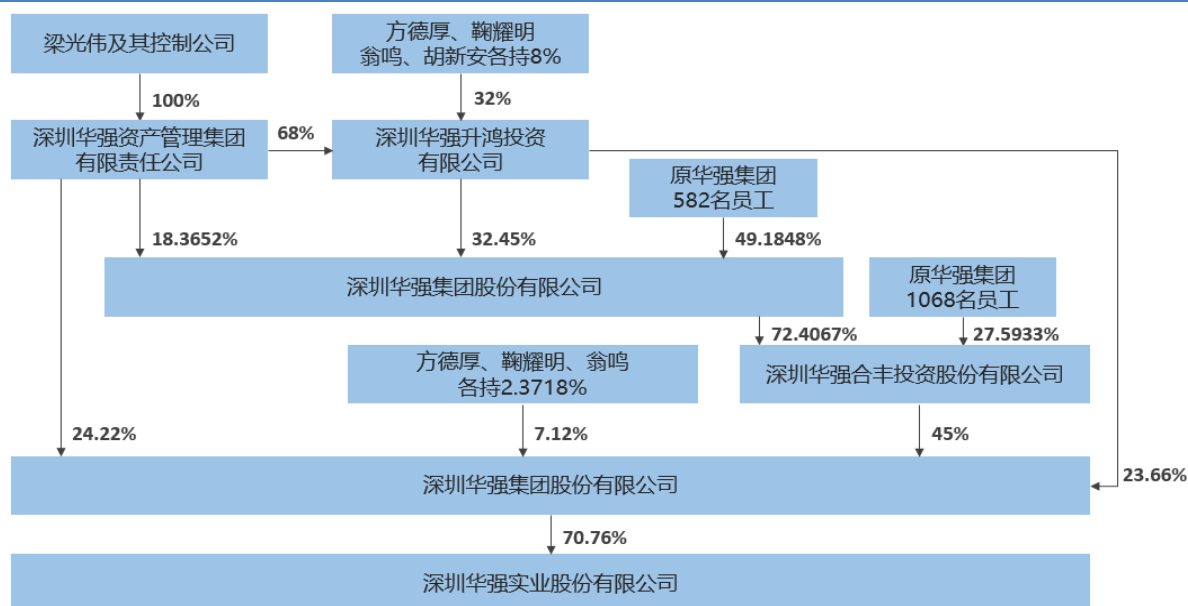
图1：深圳华强大事记



数据来源：公司官网、长城国瑞证券研究所

2003年，公司控股股东华强控股完成国有企业改制，由管理层和员工共同持股，形成了无实际控制人的股权结构。2016年，公司董事长梁光伟先生通过要约收购，成为公司实际控制人。股权结构关系的理顺有利于公司战略转型的推进，有助于公司内部治理结构的完善，对于公司长期稳定发展具有促进作用。

图2：深圳华强股权结构



数据来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

公司的主要业务为面向电子信息产业链的现代高端服务业，为产业链上的各环节提供线上、线下交易服务、产品服务、技术服务、信息服务和创新创业配套服务。公司主要业务环节为电子元器件线下分销，占公司主营业务比重超过 90%，其他业务环节包括电子元器件线上交易、电子元器件及电子终端产品线下交易、硬件+互联网的创新创业服务、其他物业经营等。

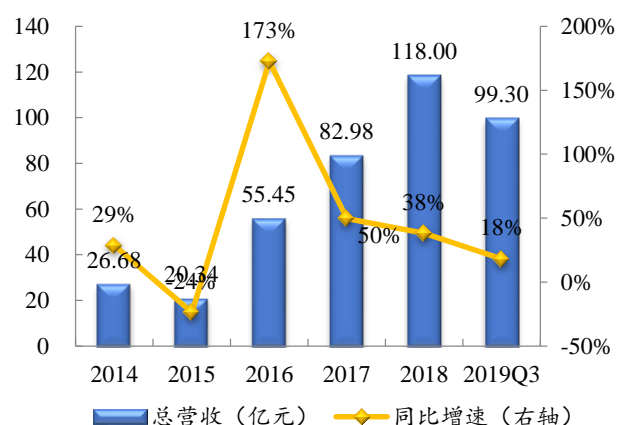
图 3：深圳华强主营业务



数据来源：公司官网、长城国瑞证券研究所

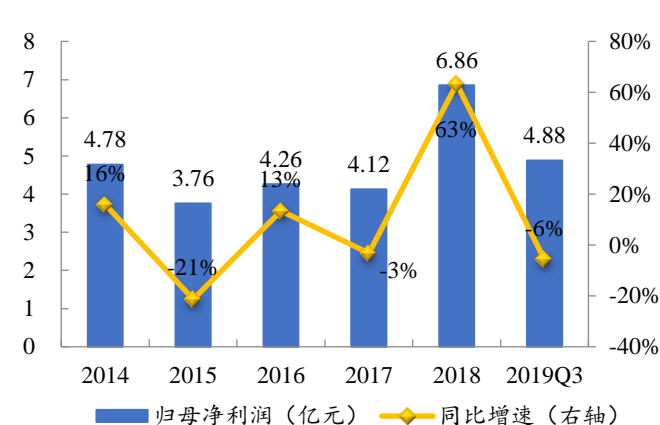
自 2015 年业务转型以来，公司营收和利润规模均保持快速增长。2015-2018 年，公司营业收入从 20.34 亿元增长至 118 亿元，年复合增长率达 79.68%；公司归母净利润从 3.76 亿元增长至 6.86 亿元，年复合增长率达 22.19%。2019 年前三季度，公司共实现营业收入 99.30 亿元，同比增长 18%，实现归母净利润 4.88 亿元，同比下滑 5.69%。今年以来，受到公司部分代理产品价格下调以及电子行业整体景气度较低的影响，公司利润承压，但随着公司下游消费电子行业的复苏以及国产替代进程的加速，公司利润水平有望得到修复。

图 4：2013-2019Q3 公司营业收入



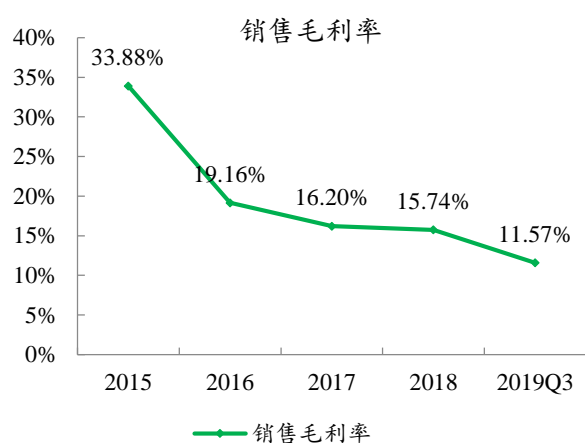
数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

图 5：2013-2019Q3 公司归母净利润



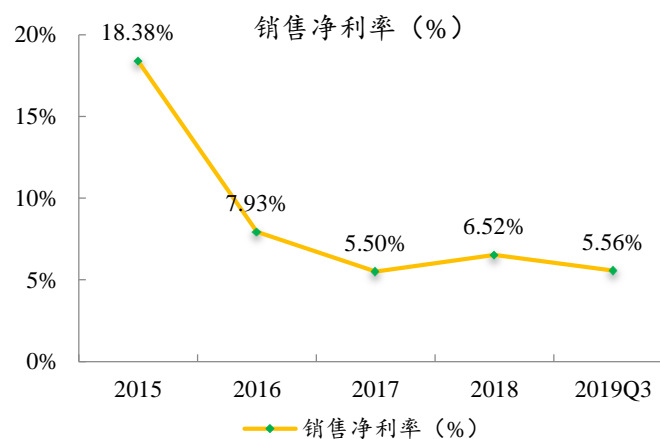
数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

图 6：2015-2019Q3 公司销售毛利率对比



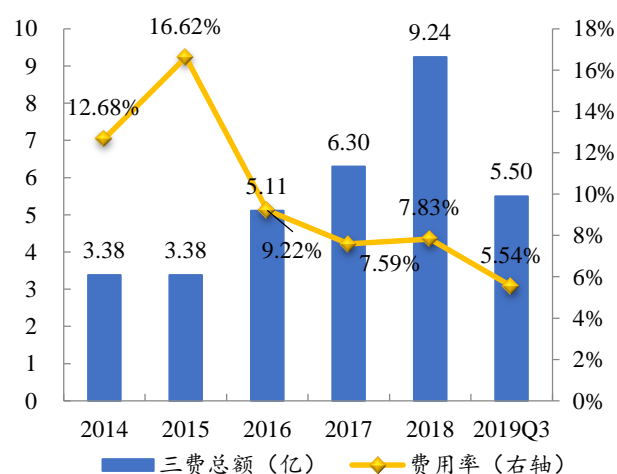
数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

图 7：2015-2019Q3 公司销售净利率对比



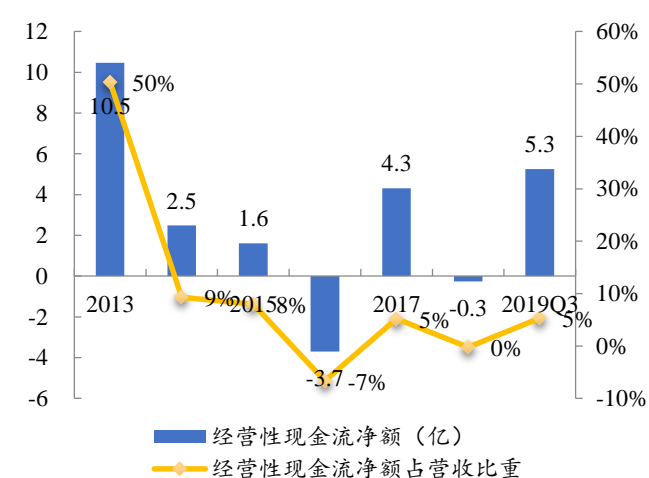
数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

图 8：2013-2019Q3 公司费用率变动情况



数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

图 9：2013-2019Q3 公司经营活动净现金流情况



数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

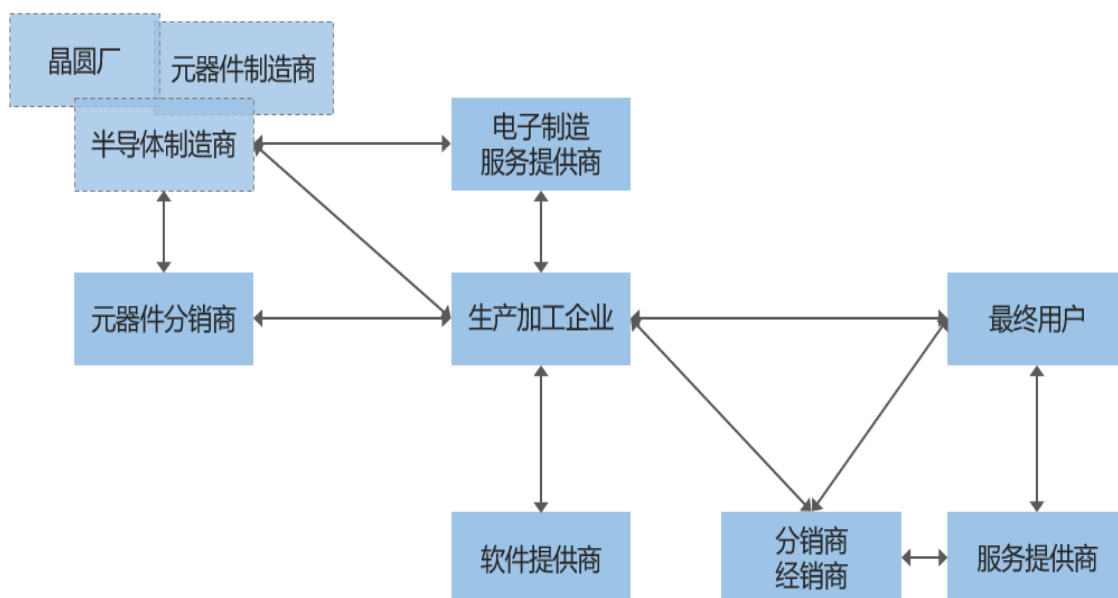
## 2 电子元器件交易坐拥万亿空间，行业龙头集中度将逐步提升

### 2.1 电子元器件分销商在电子信息产业链中不可或缺

从产业链角度来看，电子元器件分销行业处在产业链的中游，起到承上启下的作用。它的具体业务是结合上游原厂产品的性能以及下游客户终端产品的功能需求，为客户提供电子元器件产品分销、技术支持及供应链服务的整体解决方案及一体化服务，是电子元器件产业链中连接上游原厂制造商和下游电子产品制造商的重要纽带，是产业链中不可或缺的中间环节。

电子元器件分销商大致分为授权分销商、独立分销商和混合分销商 3 种模式。1) 授权分销商通过与电子元器件设计制造商签订代理协议的方式获得电子元器件产品的分销授权，与电子元器件厂商合作紧密。2) 独立分销商不与电子元器件设计制造商签订代理协议，大部分独立分销商没有特定的代理品牌，没有长期的采购和供应计划。3) 伴随着行业的发展，为满足客户个性化的服务，越来越多的电子分销商开始兼具授权分销和独立分销两种模式，被称为混合分销商。

图 10：电子元器件分销行业在电子信息产业中的定位



数据来源：CNKI、长城国瑞证券研究所

电子元器件分销商在产业链中游的不可替代作用主要体现在：1、专业性。电子元器件的品类型号极其繁杂，技术性强，专业门槛高，下游客户很难准确分析及科学的备货；2、平滑供需关系。电子行业上游供应商和下游需求端经常会产生一定的剪刀差，而电子元器件分销商可以在一定程度上平滑供应链上下游冲击，促进行业稳定发展；3、提供金融服务。电子元器件分销

商可以根据自身的资金实力,为上下游客户提供延长账期等供应链金融服务;4、技术服务支持。电子行业分销商可以根据所掌握的上下游的信息优势,为客户提供技术及方案设计的服务支持。

根据电子元器件分销商的不可或缺性,出色的电子元器件分销商也有一定的准入门槛,主要有以下几点:1、客户积累壁垒;2、原厂授权壁垒;3、资金规模壁垒;4、专业性壁垒;5、供应链管理服务壁垒。

图 11: 电子元器件分销行业不可替代性

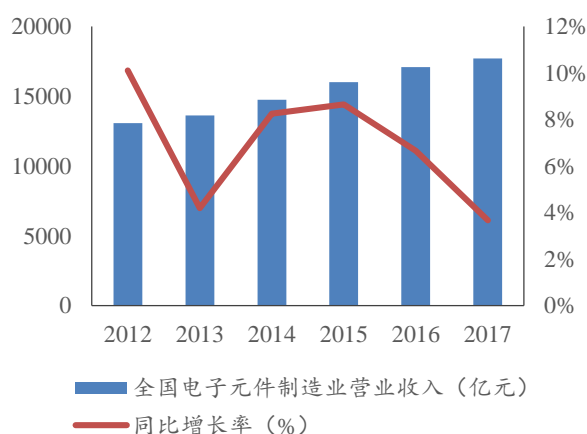
<b>专业性</b>	电子元器件的品类型号极其繁杂,技术性强,专业门槛高,下游客户很难准确分析和科学的备货
<b>平滑供需关系</b>	上游供应和下游需求端经常会产生一定的剪刀差,而元器件分销商可以在一定程度上平滑供应链上下游冲击,促进行业稳定发展
<b>提供金融服务</b>	元器件分销商可以根据自身的资金实力,为上下游客户提供延长账期等供应链金融服务
<b>技术服务支持</b>	元器件分销商可以根据自身的上下游的信息优势,为客户提供技术及方案设计的服务支持

数据来源: CNKI、长城国瑞证券研究所

## 2.2 电子元器件交易坐拥万亿市场规模,国内分销商有望受益国内市场快速增长

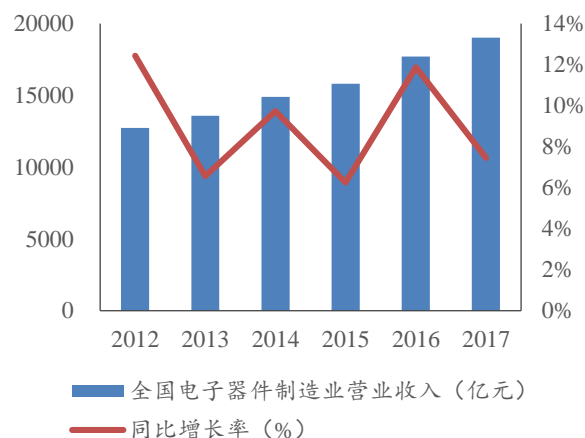
我国电子元器件交易领域经过多年的发展,已具数万亿市场规模。根据国家统计局数据,2017 年我国电子元件制造业主营业务收入为 1.77 万亿元,电子器件制造业主营业务收入达 1.90 万亿元,二者合计达 3.67 万亿元。根据国际电子商情调查显示,我国电子元器件下游制造商通过分销采购电子元器件占比为 58%,按照这个比例,我国电子元器件分销行业市场规模已超万亿,市场空间十分广阔。

图 12: 全国电子元件制造业营业收入(亿元)



数据来源: 国家统计局、长城国瑞证券研究所

图 13: 全国电子器件制造业营业收入(亿元)



数据来源: 国家统计局、长城国瑞证券研究所



目前我国电子元器件分销行业参与者主要包括海外分销商和本土分销商。海外分销商营收规模较大，以艾睿电子、安富利、大联大等全球性分销商为代表。海外分销商拥有大型 IC 厂商授权，同时也掌握大型客户资源，在中国市场主要通过自身资金实力，侧重于解决头部供应商和客户之间产品配送、仓储、账期等一系列供应链问题。国内分销商起步较晚，但近几年来增长迅速，与海外分销商相比，国内授权分销商依靠对细分市场的深入挖掘，通过自身技术实力和 IC 解决方案提供能力，为下游客户解决实际问题，与下游客户形成较为稳定的合作关系；此外，还有一些国内独立分销商通过服务于长尾客户，为客户解决难寻元器件、提供小批量供应及剩余库存等问题。

图 14：海外分销商及本土分销商特点情况

分类	业务专注性	客户情况	客户黏性	技术能力	
海外分销商	产品线多达几百条，应用领域覆盖广	主要是国际电子制造企业	较强	以向大型客户提供供应链支持为主	
本土分销商	授权分销商	专注于某些领域应用及相应的核心产品线	以具有一定规模的电子制造企业为主	较强	技术实施团队规模较大，解决方案丰富，能够为客户提供深入技术支持
	独立分销商	产品系列齐全，但无授权	以中小客户为主	较弱	供应链支持力度较弱，技术支持能力较弱

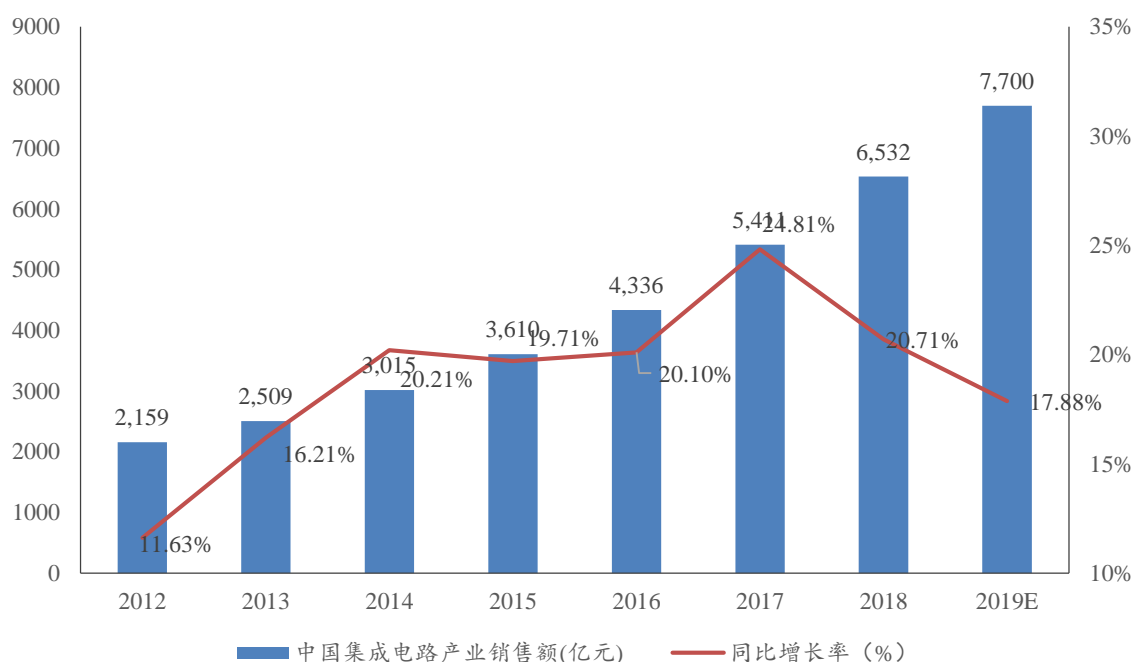
数据来源：润欣科技招股说明书、长城国瑞证券研究所

对国内电子元器件分销行业而言，国内电子行业的产值规模和整体增长速度将决定电子元器件分销市场的规模。近几年来，国内半导体行业整体快速发展，在全球半导体市场的地位逐步提升。今年以来，受下游存储器、消费电子需求放缓的影响，全球半导体市场下滑明显。根据全球半导体贸易统计协会（WSTS）数据，2019 年上半年，全球半导体市场销售额为 1950 亿美元，较去年同期下滑 14.5%，预计 2019 年全球半导体市场销售额将会下滑 13.3%。

与全球半导体市场相反，中国半导体市场仍旧保持高速增长，根据中国半导体行业协会（CSIA）数据，2019 年上半年，中国集成电路产业共实现销售额 3048.2 亿元，增速较往年有所放缓，但仍较去年同期增长 11.80%，预计全年销售额将超过 7700 亿元。目前，中国半导体市场规模占全球市场的比重达 33%，已成为全球最大的半导体消费国家。预计中国电子元器件分销商也将凭借地域、成本等优势以及更好的服务水平，在这轮国产替代的进程中不断扩大自身市场份额，分享我国半导体行业增长的果实。



图 15：2012-2019H1 中国集成电路产业销售额（亿元）



注：2019 年数据为预测值

数据来源：中国半导体行业协会、长城国瑞证券研究所

### 2.3 电子元器件分销行业集中度低，并购扩张加速头部聚集效应

根据国际电子商情数据，2018 年国内仅 6 家分销商实现营收过百亿，前十分销商共实现营业收入 1044.16 亿元，营收前三分销商占营收前十的比重为 46%，与行业整体万亿市场空间相比，行业整体集中度较低。放眼全球，2018 年全球前三电子元器件分销商艾睿电子、安富利和大联大分别实现营业收入 269.77 亿美元、190.40 亿美元和 180.70 亿美元，营收前三占营收前十的比重达 77%，对标国际龙头分销商，国内分销商无论在营收规模，还是市场集中度上，仍有非常大的提升空间。

表 1：2018 年国内前十大电子元器件分销商营收情况

排名	公司名称	营业收入（亿元）
1	泰科源	200
2	中电港	160
3	英唐智控	121.14
4	深圳华强	118
5	武汉力源	107.97
6	唯时信电子	103.5
7	信和达电子	70.2
8	新蕾电子	60
9	科通芯城	53.35
10	天河星	50

数据来源：国际电子商情、长城国瑞证券研究所



未来，国内电子分销行业头部聚集效应将会越发显著，而并购扩张将是头部企业发展的主要途径。由于电子元件品类型号极其繁杂，对分销商专业性要求较强，因而细分行业分销商想要跨界到其他行业较为困难；此外，上游大型供应商对于分销商的要求十分严格，分销商的认证周期往往在 6-8 个月左右，因而电子分销商很难通过内生式发展实现业绩快速增长，外延式并购则是电子分销商快速发展的主流方式。

放眼世界，全球三大电子分销商艾睿电子、安富利、大联大无不是通过外延并购实现快速发展，其中安富利从 1991 年至今已完成超过 90 起的并购案例。近几年来，国内上市分销商如英唐智控、深圳华强等纷纷利用资本市场平台进行外延式并购，使得公司的业绩快速增长，资源和产品线也得到有效整合和扩张，其中英唐智控和深圳华强通过近年来的多起并购，营收规模从 2016 年的国内第 12 名和第 8 名分别上升至 2018 年的第 4 名和第 5 名。未来，外延式并购仍将会是行业发展的主要途径，而龙头分销商也将凭借其资金、资源实力，巩固其竞争优势，稳固市场竞争格局，行业的市场集中度也会随着行业头部企业的崛起而逐步提升。

表 2：近几年主要上市电子分销商并购情况

分销商	收购时间	并购企业	交易对价	交易事项
深圳华强	2015 年 5 月	湘海电子	10.34 亿元	收购湘海电子 100%股份
	2015 年 7 月	捷扬讯科	8550 万元	收购捷扬讯科 30%股份
	2015 年 12 月		1.91 亿元	收购捷扬讯科 70%股份
	2016 年 1 月	芯斐电子	5600 万元	收购芯斐电子 10%股份
	2018 年 4 月		2.72 亿元	收购芯斐电子 50%股份
	2016 年 9 月	香港庆瓷	462 万港币	收购香港青瓷 51%股份
	2017 年 1 月	鹏源电子	6.16 亿元	收购鹏源电子 70%股份
	2017 年 7 月	淇诺科技	4.24 亿元	收购淇诺科技 60%股份
	2018 年 10 月	记忆电子	510 万美元	增资收购记忆电子 51%股份
力源信息	2014 年 8 月	鼎芯无限	1.87 亿元	收购鼎芯无限 65%股份
	2015 年 3 月		1.42 亿元	收购鼎芯无限 35%股份
	2015 年 9 月	南京飞腾	3.6 亿元	收购南京飞腾 100%股份
	2016 年 8 月	帕太	26.3 亿元	收购帕太 100%股份
英唐智控	2015 年 3 月	华商龙	11.45 亿元	收购华商龙 100%股权
	2016 年 6 月	海威思	1500 万元	收购海威思 65%股份
	2017 年 1 月	联合创泰	4845 万元	收购联合创泰 48.45%股份
	2018 年 3 月		3.16 亿元	收购联合创泰 31.55%股份
	2019 年 7 月		4.6 亿元	收购联合创泰 20%股份
	2017 年 6 月	怡海能达	3800 万元	收购怡海能达 51%股份
润欣科技	2017 年 5 月	中电罗莱	2962 万元	以做市转让形式收购中电罗莱 21.45%的股份
	2018 年 1 月	博思达	1.75 亿港币	收购博思达 24.99%股份

数据来源：各上市公司公告、长城国瑞证券研究所

### 3 深圳华强：优质并购打造电子元器件分销平台




#### 3.1 外延式并购优质电子分销企业，快速步入行业第一梯队


公司自 2015 年战略转型电子元器件分销行业以来，在短短几年内在电子分销行业实现了从零到领先的快速发展。回溯公司近几年的发展历程，并结合国际龙头的成功经验，我们认为公司能够快速步入行业第一梯队的发展模式在于公司能够持续收购优质的电子分销企业，并发挥自身管理优势进行整合，助推并购公司业绩增长。

公司于 2015 年起先后收购湘海电子、捷扬讯科、芯斐电子、鹏源电子和淇诺科技，初步完成了上游的被动元器件代理+主动元器件代理、国外产品线代理+国内产品线代理，以及代理产品线用于下游不同应用领域的较为完整的、互补的电子元器件分销平台布局。仔细分析，公司收购的分销企业各有特色，协同互补，均是在细分行业深耕多年，在所属行业具有很强竞争力的企业：

1、湘海电子。湘海电子聚焦被动电子元器件分销，是村田全球最大的授权分销商，主要代理 MLCC 和射频前端的 saw 器件；2、鹏源电子。鹏源电子聚焦电力电子及新能源领域，以 IXYS 和 Wolfspeed (Cree) 等半导体产品线为核心开拓业务，主要代理产品有 IGBTs、MOSFET 等，旗下客户包含埃默森、西门子、中兴通讯等；3、淇诺科技。淇诺科技聚焦数字电视和机顶盒、绿色电源等消费电子领域，分销能力强，与华为海思、兆易创新等知名企业建立了长期稳定的合作关系；4、芯斐电子。芯斐电子聚焦主动类电子元器件授权分销，同时兼具半导体产品设计能力，拥有自主的存储品牌，长期耕耘汽车电子、车联网、智慧城市及安防等前沿领域。

表 3：公司电子元器件线下分销子公司

	<p>湘海电子成立于 1996 年，是中国本土最知名的电子元器件代理商，与超过 20 家享誉盛名供货厂商建立了长久的代理合作关系，其中包含全球闻名的日本村田、Panasonic、美国 GCT、KT 等，是村田在国内最大的代理分销商。经销的产品项目超过 10000 种，长年保持合作关系的客户超过 1000 家，并与国内众多知名客户建立了战略合作伙伴关系。</p>
	<p>捷扬讯科成立于 2002 年，是国内知名的元器件供应链解决方案服务商，致力于积体电路、存储器、器件及各种无源元件的代理经销和供应链管理。</p>
	<p>鹏源电子成立于 2001 年，专业为新型能源产品提供核心电子零件，业务遍布直流输电、风能、太阳能和电动汽车等新能源领域，以及在通讯电源、UPS、电力能源等工业产品领域。</p>

	庆瓷电子成立于 2003 年，专注于提供应用在智能手机、数据处理中心、新能源电源管理方案、汽车电子等行业的高品质的电子零部件，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。
	淇诺科技成立于 2003 年，主营业务为国内数字电视和机顶盒、绿色电源等消费类电子行业电子元器件代理及方案提供，分销的产品种类主要有微处理器、存储器、模拟及混合信号器件等，以代理国内知名 IC 为特色。
	芯斐电子成立于 2011 年，专注于基于智能驾驶、智能家居、智能物联、智慧城市、智能工业、新能源等六大核心产业布局的高科技芯片设计、方案开发和销售。

数据来源：公司官网、长城国瑞证券研究所

上述分销企业在并入公司后，均在业绩承诺期内超额完成了业绩承诺，其中湘海电子在三年业绩承诺期内业绩完成率高达 163.08%；捷扬讯科在在三年业绩承诺期内业绩完成率达 120.45%；鹏源电子、淇诺电子、芯斐电子也在业绩承诺前两年均超额完成业绩承诺。

被收购企业业绩承诺的超额完成体现了公司优秀的资源整合及管理能力，也证明了通过外延并购优质的分销企业的战略模式是具有可持续性的。

表 4：深圳华强收购公司业绩承诺完成情况

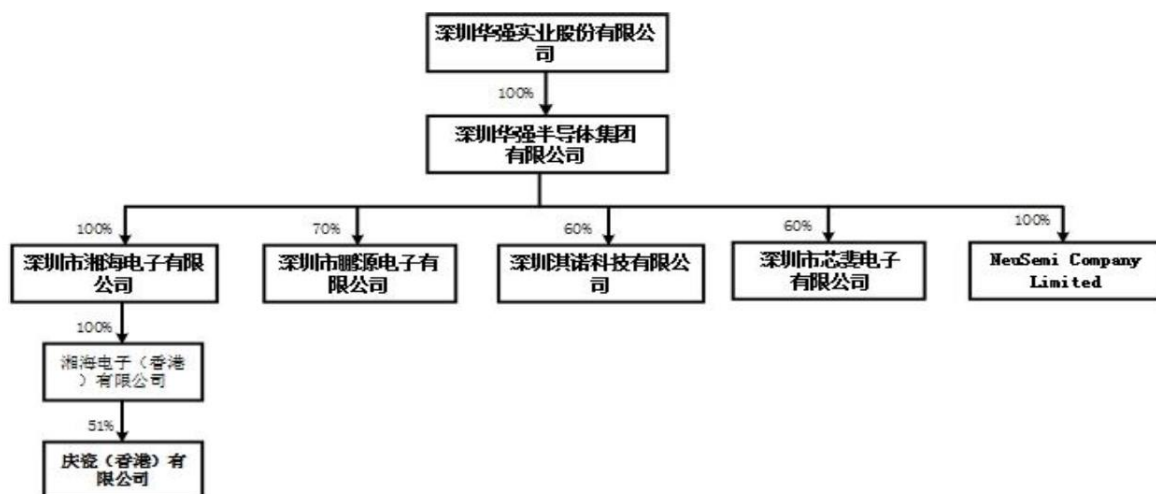
	2015 年业绩承诺完成率	2016 年业绩承诺完成率	2017 年业绩承诺完成率	2018 年业绩承诺完成率
湘海电子	150.29%	220.45%	122.56%	
捷扬讯科	110.63%	140.05%	124.17%	
鹏源电子			143.75%	135.26%
淇诺电子			116.78%	114.41%
芯斐电子				108.30%

数据来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

### 3.2 成立华强半导体集团，整合资源加速发展

为顺应电子元器件分销行业外延并购发展的趋势，进一步推进公司战略稳步实施，2018 年 5 月，公司发布公告，将华强联大更名为“深圳华强半导体集团有限公司”，并增资至 5 亿元（注册资本）。华强半导体集团组建完成后，将包含深圳华强旗下的湘海电子、淇诺电子、鹏源电子及芯斐电子等子公司，是公司授权分销业务整合平台。

图 16：华强半导体集团股权架构



数据来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

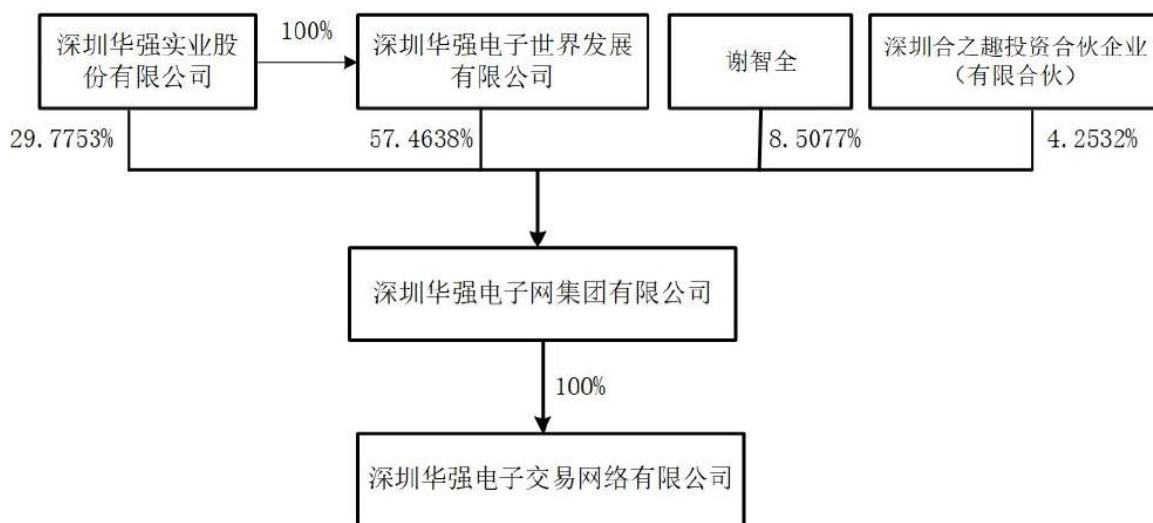
华强半导体集团成立后，公司将加大其在客户资源、规模、技术等方面的优势。公司通过搭建业务财务一体化的 IT 信息系统、统一仓储物流系统等措施，对公司的电子元器件授权分销业务进行进一步的深度整合，提升管理和渠道效率；通过聚合公司旗下各授权分销企业的资源、优势和力量，增强公司在项目并购、产品线开拓和新客户开发时的谈判能力和核心竞争力；同时，在强化各授权分销企业各自品牌特色的基础上，打造统一的“华强半导体集团”品牌形象。

### 3.3 成立华强电子网集团，完善电子分销产业布局

公司在专注于发展线下电子元器件分销业务的同时兼顾发展电子元器件线上交易业务。与传统的电子元器件分销专注于大批量采购不同，公司电子元器件线上交易主要针对的是一些长尾采购需求。长尾采购，即为小批量、不稳定、多样化、高频的采购，这些采购对价格敏感度不高，对效率及数据的及时性要求高，单位毛利率高，对应的管理难度大，管理单位成本高，需要高效的业务系统及大数据后台系统的设计。

公司于 2015 年收购了捷扬讯科并通过其对线上交易平台业务进行布局，2019 年 12 月，公司拟将深圳华强电子世界发展有限公司持有的电子网公司的 100% 股权作价 41690 万元对捷扬讯科进行增资，增资完成后，捷扬讯科将更名为“深圳华强电子网集团有限公司”。华强电子网集团的组建，将有助于捷扬讯科和电子网公司进一步发挥在业务、客户、人才、渠道、品牌、交易数据等方面的协同效应，促进公司电子元器件及相关产品长尾需求服务业务快速发展，完善公司在电子元器件分销行业的布局，从而与公司传统的授权分销业务形成有效互补，共同促进公司业绩增长。

图 17：华强电子网集团股权结构



数据来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

华强电子网集团成立后，将拥有华强电子网、华强旗舰网华强安防、华强 PCB 等多个线上电子元器件交易平台。其中华强电子网以 360 度全程电子商务服务、完善的诚信交易体系等优势，经过十余年的运营，已成为中国电子元器件产业内功能强大、服务完善的网络交易平台。2018 年，华强电子网拥有注册电子企业用户 178 万家、活跃买家近 10 万家、月访问量超 4000 万次、在线供求信息高达 2 亿条、覆盖 1000 万电子元器件型号、全年有效在线询盘次数突破 200 万次。

图 18：深圳华强电子元器件线上交易平台



数据来源：公司官网、长城国瑞证券研究所

## 4 投资建议

暂不考虑公司未来潜在的并购对公司业绩的影响，我们预计公司 2019-2021 年主营业务收入分别为 137.87 亿元、161.52 亿元和 184.79 亿元，归属母公司净利润分别为 6.88 亿元、7.86 亿元和 8.93 亿元，EPS 为 0.66 元/股、0.75 元/股和 0.85 元/股，对应 PE 分别为 21.81 倍、19.11 倍和 16.81 倍。公司作为近几年迅速成长的电子分销企业，在资金、管理、规模以及资源整合等方面具有较强的竞争力，我们看好公司能够继续沿着“外延+内生”的模式稳定增长，在行业集中度逐步提升的进程中脱颖而出。今年公司受下游景气度较低的影响利润有所承压，但随着下游行业的回暖，公司利润水平有望回升。首次覆盖，给予“增持”评级。

## 5 风险提示

- 1、公司并购企业发展不及预期；
- 2、电子行业下游需求持续低迷；
- 3、库存及应收账款风险。

## 6 盈利预测

单位：百万元

资产负债表	2018	2019E	2020E	2021E	利润表	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1023.00	1319.77	752.20	1327.24	营业收入	11799.72	13786.50	16151.56	18479.29
应收票据及账款	2775.34	2728.02	3719.44	3657.22	营业成本	9942.14	11921.76	13974.74	15985.98
预付账款	270.98	523.81	407.84	657.89	营业税金及附加	37.20	43.46	50.92	58.26
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	390.46	413.60	484.55	554.38
存货	1799.83	1966.92	2448.48	2602.39	管理费用	278.21	289.52	323.03	369.59
其他短期资产	46.82	40.00	40.00	40.00	研发费用	119.70	96.51	145.36	184.79
流动资产总计	6286.06	6578.51	7367.96	8284.73	财务费用	168.93	169.76	167.47	167.47
长期股权投资	317.39	437.39	557.39	677.39	资产减值损失	33.82	20.00	30.00	30.00
固定资产	290.62	272.14	260.22	257.92	投资收益	115.48	120.00	120.00	120.00
在建工程	3.06	0.00	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.36	0.00	0.00	0.00
无形资产	182.94	174.63	169.24	166.56	营业利润	989.96	831.89	976.49	1130.82
长期待摊费用	77.18	85.75	88.31	84.87	其他非经营损益	2.23	6.73	3.72	4.23
其他长期资产	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	220.13	188.16	219.93	254.67
非流动资产合计	4015.84	4087.82	4196.40	4307.98	净利润	769.57	772.95	882.77	1002.86
短期借款	2584.68	2584.68	2584.68	2584.68	归母净利润	685.57	687.90	785.64	892.52
应付票据及账款	361.57	652.19	536.15	823.21	<b>现金流量表</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
其他短期负债	266.01	785.45	801.88	835.33	经营性现金净流量	-26.01	513.84	-350.74	791.25
流动负债合计	4111.63	4022.31	3922.71	4243.22	投资性现金净流量	-216.71	-42.29	-43.62	-42.23
长期带息债务	878.70	878.70	878.70	878.70	筹资性现金净流量	451.84	-174.79	-173.20	-173.98
非流动负债合计	1044.95	878.70	878.70	878.70	现金流量净额	187.61	296.77	-567.57	575.04
负债合计	5156.58	4901.01	4801.41	5121.92	<b>财务估值数据</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
股本	721.32	1045.91	1045.91	1045.91	EPS (元/股)	0.66	0.66	0.75	0.85
资本公积	962.61	638.02	639.02	641.02	营收增长率 (%)	42.20%	16.84%	17.15%	14.41%
留存收益	3001.56	3684.44	4464.34	5350.35	归母净利润增长率 (%)	69.83%	1.25%	14.21%	13.60%
归属母公司权益	4685.48	5368.36	6149.27	7037.27	毛利率 (%)	15.74%	13.53%	13.48%	13.49%
股东权益合计	5145.32	5913.24	6791.28	7789.63	ROE (%)	14.63%	12.81%	12.78%	12.68%
资产总计	10301.89	10814.25	11592.68	12911.55	PE	21.89	21.81	19.11	16.81

数据来源：长城国瑞证券研究所

## 股票投资评级说明

### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现 20% 以上；

增持：相对强于市场表现 10%～20%；

中性：相对市场表现在-10%～+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现 10% 以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

### 法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。