

深圳华强：深度整合线上线下业务，巩固分销龙头地位

图表 1 基础数据

首次覆盖

名称	深圳华强
代码	000062.SZ
评级	增持
市场价格（元/股）	14.80
所属行业	电子元器件分销
总市值（亿）	155

图表 2 近一年股价走势



分析师：沈彦东

SAC 执业证书：S0380519100001
联系电话：0755-82830333 (195)
邮箱：shenyd@wanhesec.com

摘要：

深圳华强是国内知名的电子信息产业链高端服务商。公司自 2015 年通过并购转型进入电子元器件授权分销领域后，快速崛起成为本土龙头分销商。2019 年公司实现营收 143.55 亿元，五年间复合增长率达 47.82%，在本土上市分销企业中位列第一。

公司主营业务主要划分为电子元器件线下授权分销业务（86.08%）、线上交易平台（4.66%）及实体交易市场（3.29%）三块（2020 年半年报数据）。

电子元器件授权分销：专注大批量、蓝筹企业线下分销市场。公司自 2015 年收购湘海电子进入授权分销领域，其后相继收购鹏源电子、淇诺科技、芯斐电子，并组建华强半导体集团，深度整合授权分销业务，实现多产品、分领域、国内外全面布局。

线上交易平台：专注小批量、中小型长尾交易市场。2019 年底公司组建华强电子网集团对的电子元器件长尾需求服务业务进行整合，以原捷扬讯科自建的高效智能交易系统为基础，结合华强电子网的网站系统，打造国内最有特色的线上电子元器件及相关产品长尾需求现货交易平台。

实体交易市场：以“华强电子世界”为主导，旨在为供应商和客户提供交互式的市场空间。

从行业上看，电子元器件分销行业空间广阔，一方面将受益于下游 5G、汽车电子、物联网等新兴市场需求所带来的整体电子产业的成长机会，另一方面“国产替代”优胜行业逆周期，搭乘半导体产业东移趋势，本土市场需求将日益扩大。从竞争格局来看，并购重组促进分销行业资源和集中度的提升，龙头厂商受益于规模效应强者恒强，深圳华强分别完成对电子元器件线上、线下业务深度整合，在区位、技术、规模、业务条线、客户资源等方面均具核心竞争力，有望在电子元器件分销领域持续成长。我们看好公司作为本土分销龙头在未来的成长机遇，预计 2020-2021 营业收入为 162.41、186.32 亿元，归母净利润预计为 6.56、7.50 亿元，分别对应 24.24、21.18 倍的 PE，给予“增持”评级。

风险提示：

电子行业下游需求持续低迷；公司并购企业发展不及预期；长尾需求现货交易平台发展不及预期；商誉大幅减值；短期负债抬升；库存及应收账款风险；以及关联交易引起的经营风险和财务风险等。



请阅读正文之后的信息披露和重要声明

目 录

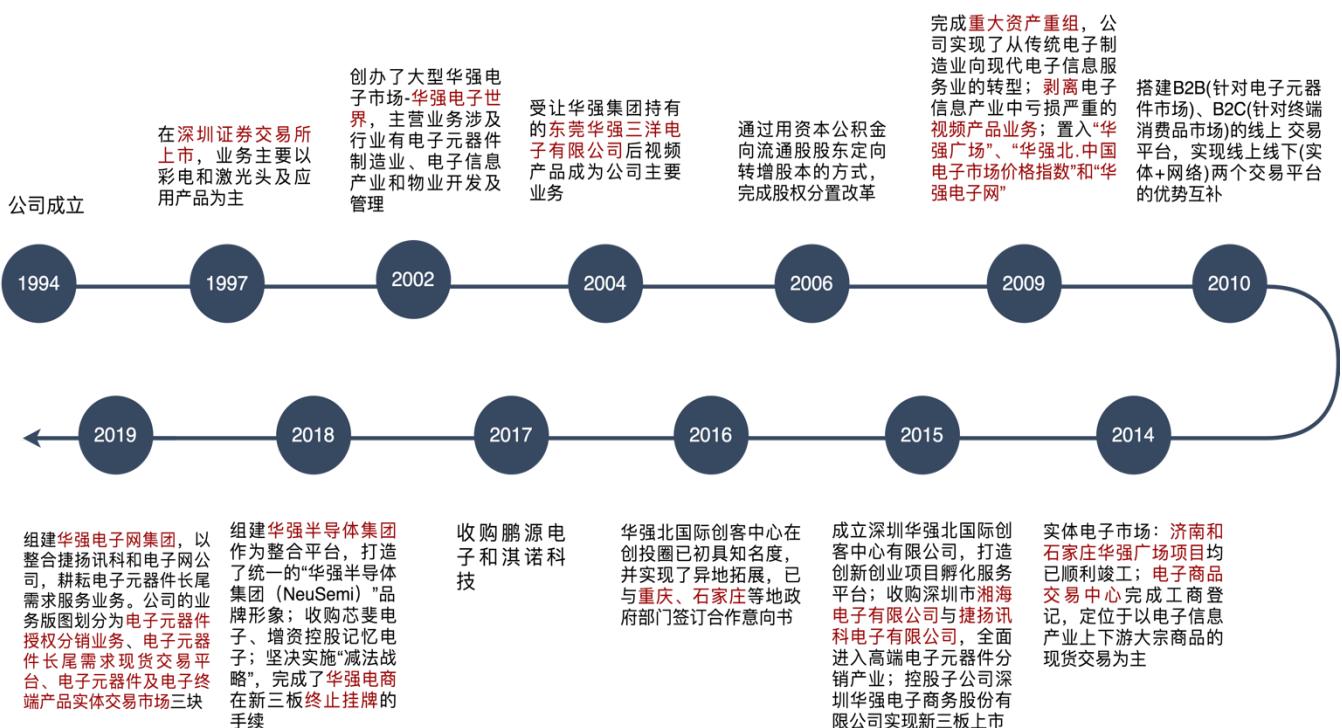
一、 深圳华强：本土电子元器件分销领域一线企业.....	4
二、 分销业务为主、线上线下双轮驱动.....	6
(一) 线下授权分销业务：内生发展和外延并购相结合.....	8
(二) 线上交易平台：打造线上长尾需求市场.....	16
(三) 线下实体交易市场：推动市场升级和服务创新.....	19
三、 步入成熟稳定阶段，给予“增持”评级.....	20
(一) 财务及盈利分析：业务增速放缓，步入成熟稳定发展阶段.....	20
(二) 盈利预测及投资评级：龙头受益产业成长机遇，给予“增持”评级.....	22
四、 风险提示.....	24

图表 1 基础数据	1
图表 2 近一年股价走势	1
图表 3 公司业务发展历程	4
图表 4 公司股权结构	6
图表 5 公司业务划分	7
图表 6 主营业务营收 (亿元)	7
图表 7 主营业务营收占比 (%)	7
图表 8 主营业务毛利占比 (%)	8
图表 9 主营业务毛利率 (%)	8
图表 10 电子产业链	9
图表 11 中国电子制造采购系统	9
图表 12 电子元器件分销商分类	9
图表 13 电子元器件授权分销业务模式内生+外延	10
图表 14 深圳华强电子元器件授权分销领域子公司特色	11
图表 15 深圳华强收购公司业绩承诺完成情况	11
图表 16 授权分销领域营收及增速 (亿元, %)	13
图表 17 授权分销领域毛利及毛利率 (亿元, %)	13
图表 18 全球分销领域划分格局 (亿元, %)	13
图表 19 其他本土授权分销商并购/入股情况	14
图表 20 全球半导体历年销售额 (百万美元)	16
图表 21 全球各区域半导体销售额比重 (%)	16
图表 22 线上交易平台	17
图表 23 电子元器件线上交易平台营收及增速 (亿元, %)	18
图表 24 电子元器件线上交易平台毛利及毛利率 (亿元, %)	18
图表 25 线上交易制约因素	19
图表 26 线下实体交易营收及增速 (亿元, %)	20
图表 27 线下实体交易毛利及毛利率 (亿元, %)	20
图表 28 深圳华强历年营业收入及增速 (亿元, %)	21
图表 29 深圳华强历年归母净利润及增速 (亿元, %)	21
图表 30 2015-2020H1 净资产收益率 (%)	21
图表 31 2012-2020H1 各项费用率 (%)	21
图表 32 净经营现金流 (单位: 亿元)	22
图表 33 存货应收账款情况 (单位: 亿元, 次)	22
图表 34 业绩拆分预测 (亿元, %)	23
图表 35 财务和估值数据摘要 (百万元, %)	24

一、深圳华强：本土电子元器件分销领域一线企业

深圳华强实业股份有限公司成立于1994年，1997年1月30日在深圳证券交易所上市。公司面向电子信息产业链的提供现代高端服务，主要业务环节为电子元器件线下分销，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、以及其他物业经营等。

图表 3 公司业务发展历程



资料来源：Wind、公司官网，万和证券研究所

公司业务曾以视频产品制造、线下电子专业市场和商业地产为重心，目前已转型为电子元器件分销商。按主营业务不同，发展历程可以划分为三阶段：

- **初创发展期（1994-2008）**：公司主营业务为传统制造业，主要涉足电子元器件制造、信息产业、商贸流通以及物业开发业务。

公司受让华强集团持有的东莞华强三洋电子有限公司后视频产品成为公司主要业务，2004-2008年视频产品收入占比均超过80%。

- **转型变革期（2009-2014）**：以2009年完成重大资产重组为标志。由于视频产品连年亏损（毛利率由2006年13.64%下降至2009年4.36%），2009年公司将视频产品业务剥离，并置入“华强广场”、“华强北·中国电子市场价格指数”和“华强电子网”，实现了从传统电子业务向现代电子信息服

务业的转型。

电子专业市场业务成为公司的主要收入来源,2010-2014年电子专业市场业务收入比重由64.53%上升至79.01%。

- **快速发展期(2015-至今):**以2015年先后收购湘海电子和捷扬讯科为起点,公司全面进入高端电子元器件分销产业。

2017-2018年,公司相继收购鹏源电子、淇诺电子、芯斐电子,增资控股记忆电子,并在2018年组建华强半导体集团作为电子元器件分销整合平台。

电子元器件分销成为公司主营收入来源,2016-2020上半年,其占比由73.86%上升至86.08%,位列本土电子元器件分销行业第一梯队。

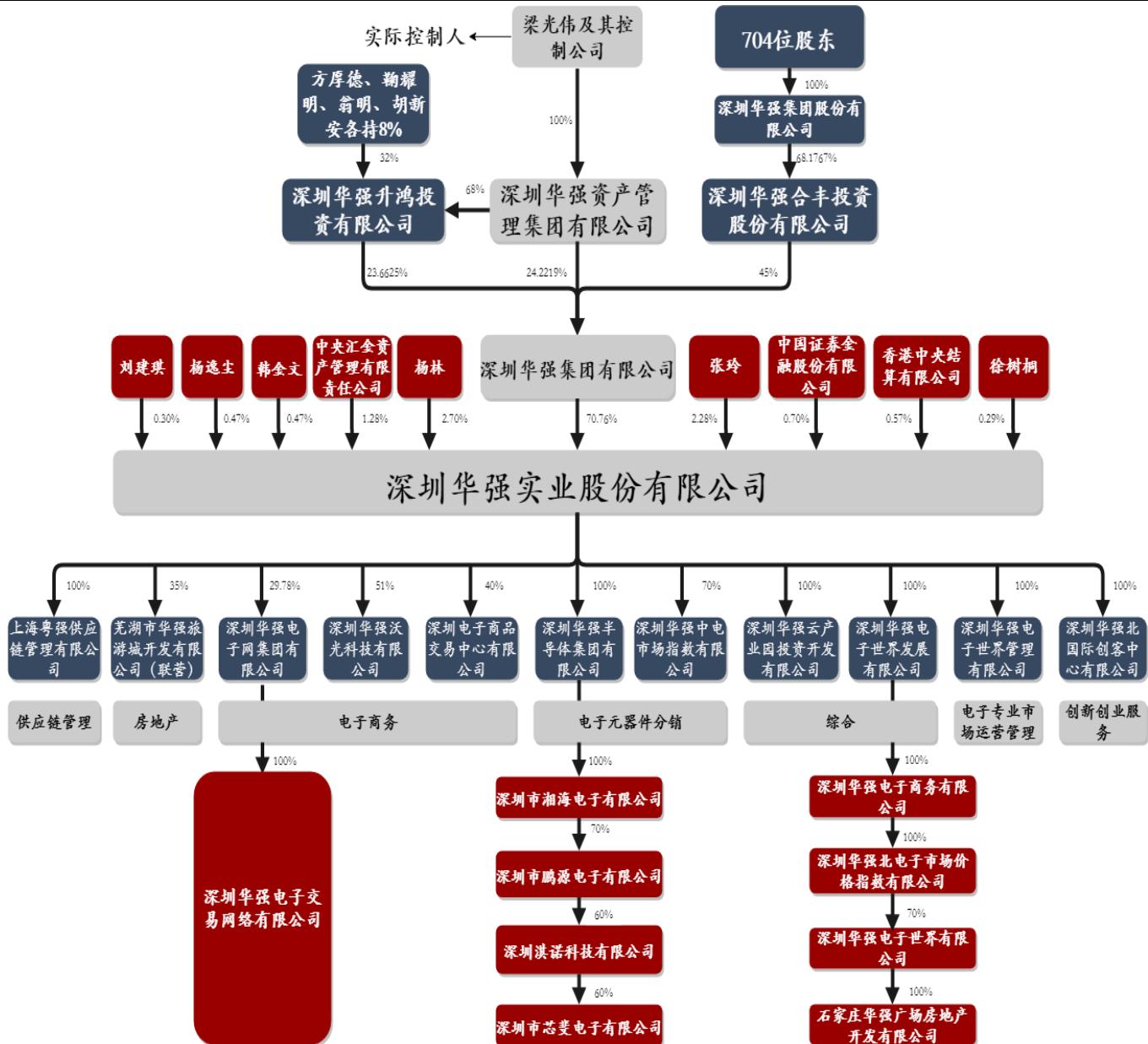
2019年12月,公司组建华强电子网集团,整合捷扬讯科和电子网公司,耕耘电子元器件长尾需求服务业务。公司的业务版图自此划分为电子元器件授权分销业务、电子元器件长尾需求现货交易平台、电子元器件及电子终端产品实体交易市场三块。

股权结构: 梁光伟为实际控制人, 深圳华强集团为控股股东

2003年以前,深圳华强控股股东为国资背景。2003年公司经改制,引进了管理层和员工共同持股,因历史原因形成了多方股东相对均衡持股、相互制约的股权结构,持续十四年无实际控制人。2016年公司董事长梁光伟通过要约收购方式,实现了对控股股东华强集团的控制,并据此成为公司的实际控制人。截至2020年6月30日,梁光伟及其100%控制的深圳市昆毅投资有限公司,持有公司股份28.04%;控股股东深圳华强集团有限公司,持有公司股份70.76%。

公司旗下子公司、孙公司众多,主要从事电子元器件及电子终端产品线上、线下交易服务平台业务。其中,实体交易市场“华强电子世界”主导电子元器件及电子终端产品实体交易市场业务,主要运营主体是深圳华强电子世界发展有限公司;华强半导体集团自2018年5月组建后,主导电子元器件分销整合平台,旗下有湘海电子、鹏源电子、淇诺科技、芯斐电子等公司;捷扬讯科自19年12月组建为华强电子网集团,主导电子元器件长尾需求现货交易平台,旗下有电子网公司。

图表 4 公司股权结构



资料来源：Wind，公司公告，万和证券研究所

二、 分销业务为主、线上线下双轮驱动

公司业务以交易服务平台为主，并辅以创新创业服务平台及其他物业板块。交易服务平台为公司业务主攻方向，旨在打造线上、线下双向平台，为电子信息产业链上各环节提供交易服务、产品服务、技术服务、信息服务和创新创业配套服务，2020H1 其业务合计营收占比达 94.03%。

交易服务业务具体又有可细分为电子元器件线下授权分销、电子元器件及终端电子产品线上交易平台、电子元器件及终端电子产品线下实体交易平台三大块，其中电子元器件及终端电子产品线上交易平台经整合后于 2020H1 转变为基于大数据的电子元器件等产品综合信息服务及全球

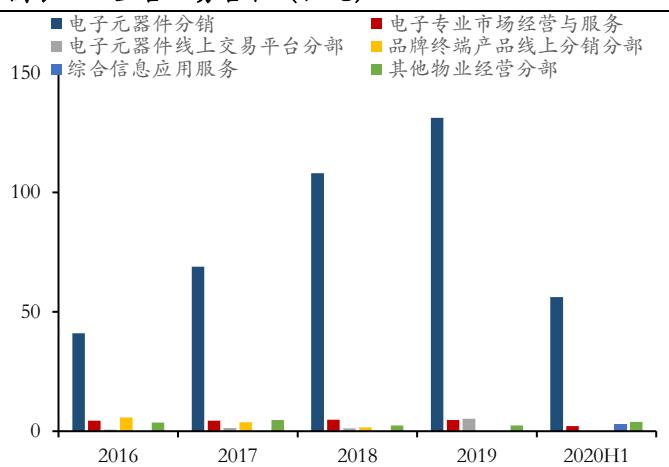
采购服务分部，从事电子专业市场经营与服务。2020年上半年，三块业务营收占比分别为 86.08%、4.66%、3.29%。

图表 5 公司业务划分

主营业务分类	业务类型	定位	主导公司/平台	旗下具体子公司、平台等
交易服务平台	电子元器件线下分销分部 (86.08%)	主营业务	华强半导体集团	湘海电子、鹏源电子、淇诺科技、芯斐电子
	电子元器件线上交易平台及终端电子产品线上分销（2020中报改为：基于大数据的电子元器件等产品综合信息服务及全球采购服务分部）(4.66%)	有益补充	华强电子网集团	线上交易平台：华强电子网、华强旗舰网、华强智慧网、华强芯城、华强PCB；电子数据服务平台：华强电子产业研究所、电子发烧友、华强北指数网、IT指数；电子元器件长尾需求现货交易平台：捷扬讯科；终端产品线上分销：华强电商（2019年已终止）
	电子元器件及终端电子产品线下实体交易市场分部(3.29%)	有益补充	华强电子世界交易市场	深圳LED国际采购交易中心、华强国际健康电子交易中心、华强智能家居国际交易中心
创新创业服务平台	创业企业配套服务	(5.97%)	华强北国际创客中心	华强G90跨境电商业务、“G90工厂直购”项目
其他物业	其他物业经营及其他分部分部			济南和石家庄项目少量尾盘；华强激光工厂城市更新单元项目；华强广场地下停车场收益；深圳“华强广场酒店”；地下商城“乐淘里”租金收益

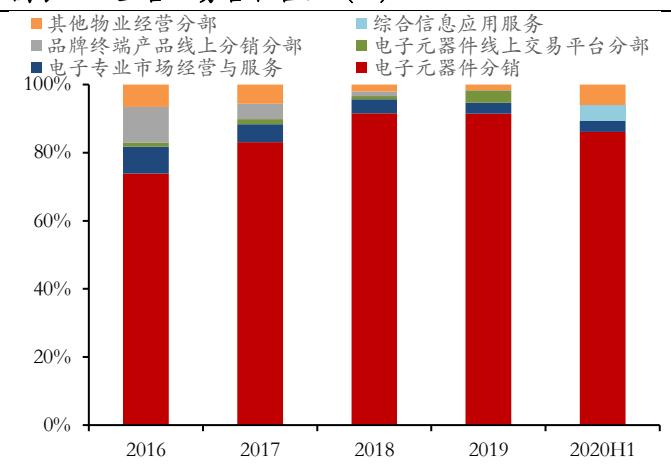
资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 6 主营业务营收（亿元）



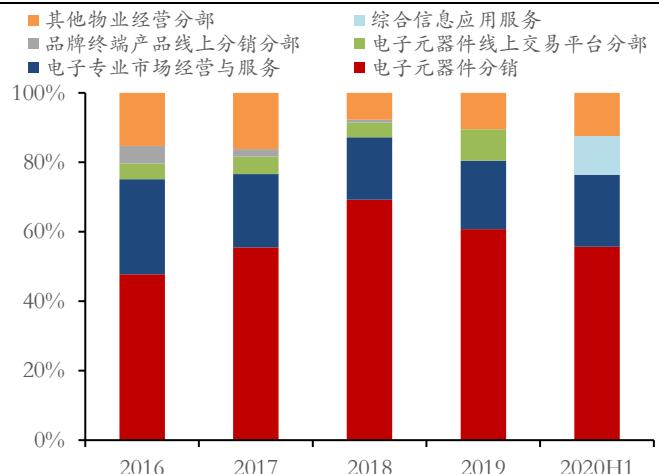
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 7 主营业务营收占比 (%)



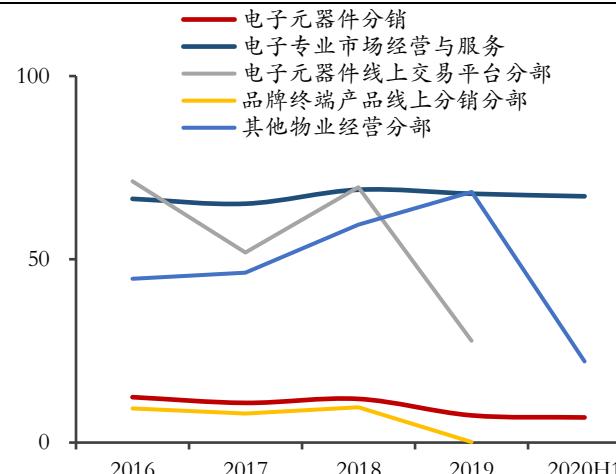
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 8 主营业务毛利占比 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 9 主营业务毛利率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

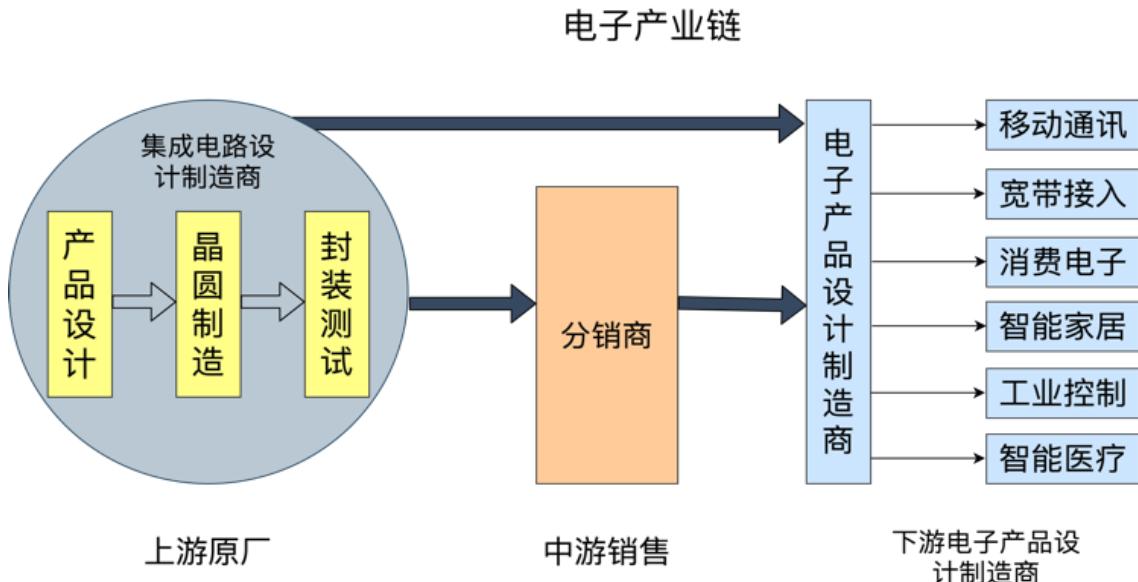
(一) 线下授权分销业务：内生发展和外延并购相结合

电子元器件线下分销：上游原厂和下游电子产品制造商的连接纽带

电子元器件线下分销在产业链中处于代理分销环节，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。

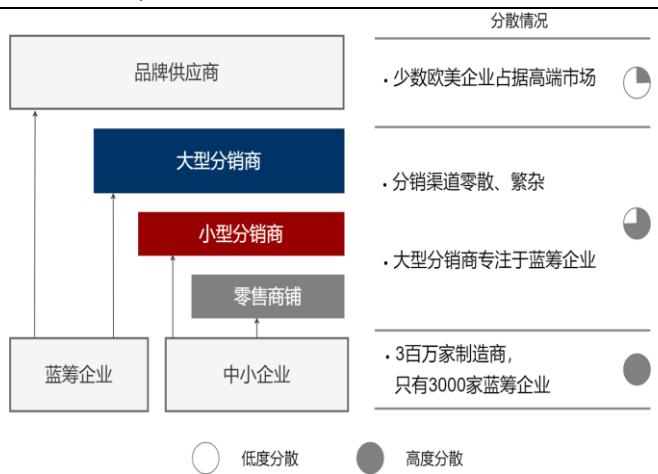
上下游的不对称营造 IC 分销产业。电子产业链上游主要为集成电路设计制造商，下游则为涉足移动通讯、宽带接入、消费电子、工业控制、智能家居、智能医疗等应用领域的电子产品制造商。上游 IC 产品从设计、制造到嵌入在下游电子产品中实现特定的功能，需要在 IC 的兼容性、可量产性等应用解决方案方面投入大量的开发和技术支持工作，由于资源和运营成本等原因的限制，IC 设计制造商其只能集中力量服务于少数战略性大客户，难以通过直销模式完成无缝衔接；而下游采购需求又具有多样化、分散化、碎片化的特征，面对种类繁多、技术不断迭代的 IC 产品，电子产品制造商难以从相对集中的 IC 设计制造公司获得足够的应用技术支持，因而产生了上下游间的市场缺口。分销商通过介入该缺口环节，衔接上下游客户需求，从而构成电子产业链的重要组成部分。可以预见的是，随着 IC 产业规模的扩大、专业分工的细化以及终端应用的多样化，IC 分销商在 IC 产业链中的地位将而愈加重要。

图表 10 电子产业链



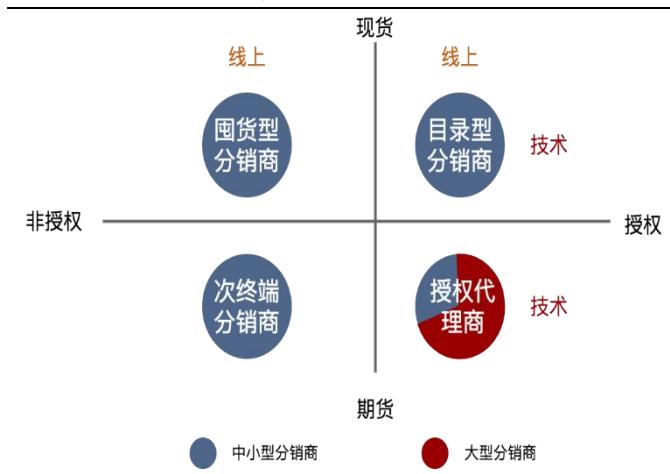
资料来源：万和证券研究所

图表 11 中国电子制造采购系统



资料来源：科通芯城招股说明书，万和证券研究所

图表 12 电子元器件分销商分类



资料来源：国际电子商情，万和证券研究所

根据是现货还是期货，是否有原厂授权，分销商可分为四类：有现货有授权的目录型分销商、有授权需订货的授权代理分销商、有现货无授权的囤货型分销商和为终端企业找货源、提供降本的次终端分销商。其中目录型、囤货型分销商归属线上，目录型和授权代理分销商需技术支持。

电子元器件分销产业链有研发、试产、量产、维修和库存等环节。电子元器件的交易绝大部分为批量交易，主要针对电子制造业量产环节的大批量预约采购需求，对供应链的安全稳定性要求高，且往往需要资金、技术等综合服务，该等交易及相关服务通常由专业的授权分销商提供。另一部分为长尾交易，主要针对电子制造业研发、试产、量产、维修、库存等各环节的小批量、长尾现货采购需求，基本由中小型分销商在发挥着巨大的作用。其中，目录型分销商主要在研发和试产上发挥较大价

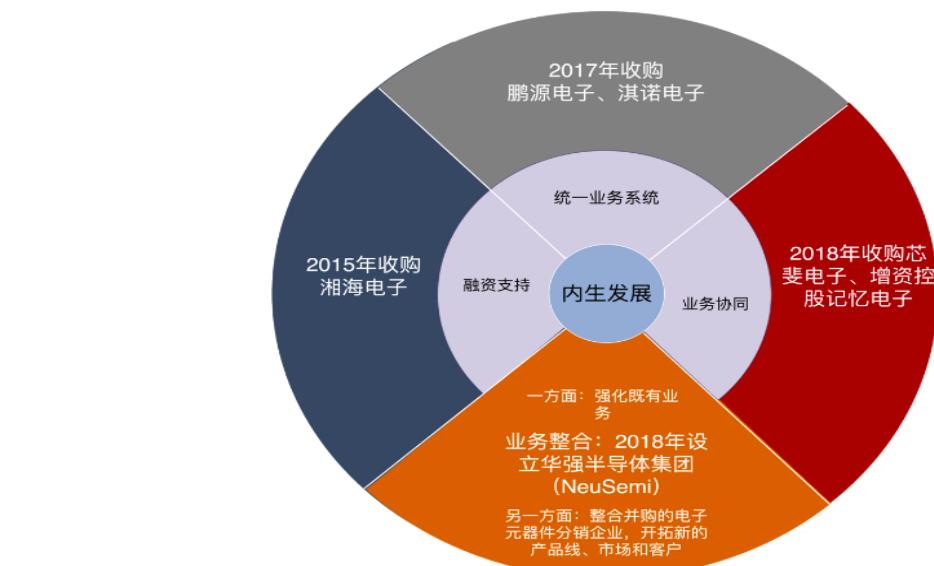
值，量产环节主要涉及授权代理分销商和次终端分销商，维修和库存环节则是由次终端和囤货商提供支持。

根据力源信息 2017 年 3 月份公告数据显示，我国拥有约 300 万家电子制造商，具有多样化的电子元器件产品采购需求，采购份额相对比较分散。其中约有 3000 家年营业额 4 亿元以上的蓝筹客户，数量上仅占 0.1%，其余绝大部分(99.9%)为中小企业客户。蓝筹客户和中小企业客户的采购规模占比分别为 40% 和 60%。

业务模式：内生式发展与外延式并购相结合

公司于 2015 年进入电子元器件授权分销行业，在业务发展上采取内生式发展与外延式并购相结合的模式，逐步形成以华强半导体集团为主导，产业链完备、覆盖多领域的电子元器件分销平台。

图表 13 电子元器件授权分销业务模式内生+外延



资料来源：万和证券研究所

外延并购拓展业务：

公司于 2014 年底确立了全面进入电子元器件授权分销行业的新的发展战略，并从 2015 年开始按照既定战略沿着电子产业链不断延伸和拓展，在 2015 年至 2018 年期间，通过收购湘海电子、鹏源电子、淇诺科技、芯斐电子等优秀的电子元器件授权分销商，不断整合国内电子元器件授权分销行业并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(如移动通讯、数据中心、物联网、新能源、电力电子、数字电视、安

防、汽车电子、轨道交通等)的较为完整的、互补的电子元器件分销平台布局。

公司收购的分销企业各有特色、协同互补，其中湘海电子是本土最知名的电子元器件授权分销商之一，聚焦于被动电子元器件，是 Murata(村田)全球最大的授权分销商；鹏源电子是国内领先的电力电子、新能源领域电子元器件授权分销商，以 IXYS 和 Wolfspeed(Cree)等半导体产品线为核心开拓业务，具有很强的技术分销能力；淇诺科技是国内优秀的数字电视和机顶盒、绿色电源等消费电子领域电子元器件授权分销商，以代理国内知名原厂 IC 为特色，与多数本土主流芯片生产厂家（如华为海思、兆易创新、澜至电子、上海高清、紫光国芯、士兰微等）建立了长期稳定的合作关系，实现了对主流机顶盒配套芯片代理权的全覆盖；芯斐电子是国内知名的主动类电子元器件授权分销及技术方案提供商，同时兼具半导体产品设计能力，拥有自主的存储产品品牌，长期耕耘汽车电子、车联网、智慧城市及安防等前沿领域。

图表 14 深圳华强电子元器件授权分销领域子公司特色

公司	时间	定位	重点产品线	领域
湘海电子 (100%)	2015.10	电子元器件授权分销商	日本 MURATA (村田) 全球最大授权分销商、展讯、PANASONIC、美国 GCT、KT 等	聚焦被动电子元器件，应用于移动通讯、智能穿戴、智能家居、汽车电子等领域
鹏源电子 (70%)	2017.1	电力电子、新能源领域电子元器件授权分销商	IXYS 和 Wolfspeed(Cree)等半导体产线	较强技术分销能力；轨道交通、医疗、电力电子等行业
淇诺科技 (60%)	2017.7	消费电子领域电子元器件授权分销商	华为海思、澜至电子、上海高清、兆易创新等	代理国内知名原厂 IC 为特色；数字电视和机顶盒、绿色电源等领域
芯斐电子 (60%)	2018.4	主动类电子元器件授权分销及技术方案提供商，兼具半导体产品设计能力	ST(意法半导体)Techpoint、汉天下等产线及海康威视、华阳通用、德赛西威等客户	拥有自主的存储产品品牌；耕耘汽车电子、车联网、智慧城市及安防等领域
记忆电子 (51%)	2018.10	存储芯片领域的电子元器件授权分销商	全球三大存储芯片巨头之一，海力士存储芯片	数据中心等市场领域

资料来源：公司年报，万和证券研究所

图表 15 深圳华强收购公司业绩承诺完成情况

	2015	2016	2017	2018	2019
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%	79.96%
淇诺科技			116.78%	114.42%	85.63%
芯斐电子				108.30%	124.10%

资料来源：公司年报，万和证券研究所

备注：捷扬讯科于 2015 年收购，2018 年变更为深圳华强电子网集团有限公司，目前业务专注于线上长尾平台；鹏源电子、淇诺电子虽 2019 年虽未达年度承诺额，但 2017-2019 年总承诺额均超额完成。

内生发展强化动能：

在分销版图不断拓展的同时，公司还强化在分销产业的内生发展动能。

- 建立业财一体化信息平台。通过推进 IT 系统建设，建立统一的业务系统平台，实现业务系统与财务共享、数据中心等系统的无缝对接；
- 加强融资支持。在维持好与境内外主流银行已建立的长期战略合作关系的基础上，积极拓展新增与其他银行的合作，持续、稳定地获得境内外业务运营所需的资金；
- 业务协同合作。加强与线上交易平台、实体业务平台、创新创业服务平台的业务协作，构建面向电子信息产业的现代高端服务业全产业链的综合服务平台。
- 深度整合业务条线：2018 年 5 月公司组建了华强半导体集团，对公司的电子元器件授权分销业务进行深度整合，通过聚合公司旗下各授权分销企业的资源、优势和力量，开拓了丰富的产品线、市场和客户，并完善了平台建设和产业布局。此外，在强化各授权分销企业各自品牌特色的基础上，打造了统一的“华强半导体集团(NeuSemi)”品牌形象，在国内外业界形成了初步的知名度和影响力。

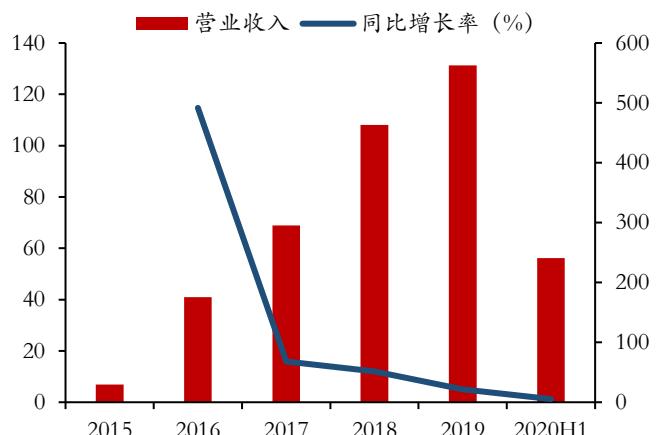
经营业绩：业务快速发展，成为行业龙头

通过前述收购和内部整合调整，电子元器件授权分销业务已经成为公司的主营业务。2020年上半年电子元器件授权分销业务实现营收 56.15 亿元，毛利 3.85 亿元，营收增速 5.32%，较 2019 年增速下降 16.14 个百分点，毛利率 6.85%，较 2019 年下降 0.57 个百分点。受 2020 年初疫情影响，下游医疗、平板、笔记本电脑等领域迎来结构性向上的景气机会，但电子行业新旧创新周期的交替进程被迫放缓，分销业务也承受一定压力。

利用华强半导体集团大平台优势，公司继续强化在既有市场的领先优势，并完善电子元器件分销产业布局。在移动通讯、新能源、电力电子、安防、机顶盒和数字电视等领域，成功引进了蓝思科技、华星光电、亿光电子、艾为电子、力特（LITTELFUSE）、安费诺（Amphenol）、默升科技（Credo）、NextInput、泰科电子（TE）、罗姆（ROHM）等数十条国内外优质产品线，在不同下游应用领域新开拓了中兴通讯、TCL、华天

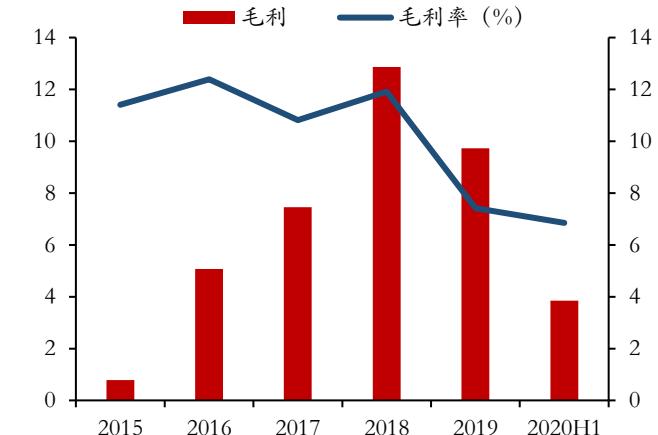
科技、仁宝、极致兴通、天工测控、科大讯飞、亿道数码等数百家新客户，为公司业务可持续发展积蓄了充足动能。

图表 16 授权分销领域营收及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 17 授权分销领域毛利及毛利率（亿元，%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

竞争格局：位列本土电子元器件分销行业的第一梯队

2019年，上市电子元器件分销商实现千亿级别营收的有艾睿电子、安富利、大联大三家；百亿级别营收的有富昌电子、Digi-key、TTI、中电港、泰科源、深圳华强等。公司在全球电子元器件分销商中排名第九，百亿级别中位列第四，在本土企业中排名第三，且与本土首位的中电港差距较小。

图表 18 全球分销领域划分格局（亿元，%）

营收级别	公司简称	上市地区	2019 年营业收入(亿元)
千亿级别	Arrow (艾睿电子)	美国	1995.27
	Avnet (安富利)	美国	1346.81
	WPG Holdings LTD (大联大)	中国台湾	1173*
百亿级别	Future Electronics (富昌电子)	加拿大	345
	Digi-key (得捷) Corporation	美国	198.72
	TTI INC	美国	195.27
	中电港	中国大陆	191
	泰科源	中国大陆	186.3
	深圳华强	中国大陆	143.55
	唯时信电子	中国大陆	142
	Electrocomponents PLC/ Allied Elec(欧时电子)	英国	140.62
	韦尔股份	中国大陆	136.32
	力源信息	中国大陆	131.32
	Mouser (贸泽)	美国	127.65

百亿以下	N.F.Smith&Associates LP	美国	93.22
	蓝源实业	中国大陆	90*
	Rutronik (儒卓力)	德国	84.87
	海盈科技集团	中国大陆	72
	Fusion Worldwide	美国	70.31
		

资料来源：ittbank，国际电子商情，万和证券研究所整理

备注：带*数据为预估值；换算汇率为 2019 年均汇率 USD/CNY=6.9

在 IC 代理分销领域，主要有境外代理分销商和本土代理分销商两大类。本土分销商与国际大型分销商千亿市值的体量相差甚远，国内上市公司营收合计才达千亿，尚不足一家千亿营收的美国公司。境外分销商以安富利、艾睿电子、大联大等全球性分销商为代表，分销的 IC 产品线与产品品种多且在经营思路和业务模式上追求规模化、全球化覆盖，其客户主要为国际知名的电子产品制造商和代工企业，这些电子产品制造商中的大部分仍采取在海外研发、中国生产制造的运营模式，因而境外分销商在中国市场侧重于产品供应链服务；而本土分销商则致力于为专业市场服务，侧重于国内具有大批量电子元器件采购需求的大型电子产品制造商，具有产品种类多，产量小，技术需求多样化等特点，服务的重点主要在物流、资金、技术方面给予客户支持。

下游电子产品制造商集中度较低、高度分散。随着国内 IC 行业日趋成熟，行业大规模整合加剧，行业逐渐走向集中，本土分销巨头纷纷通过资本市场并购抢占市场，正式跻身 IC 分销第一梯队。资源整合、资本助力使得公司业绩迅速提升，但同时造成分销商资金显著压力加大、市场竞争愈发激烈以及行业红利逐步下调。

图表 19 其他本土授权分销商并购/入股情况

分销商	首次披露时间	被收购/入股企业	交易金额（单位：元）	事件
武汉力源	2013 年 10 月	鼎芯无限	1.8655 亿	收购鼎芯无限 65% 股权
	2014 年 6 月	上海云汉	600 万	收购上海云汉 11% 股权
	2015 年 1 月	上海云汉	400 万	收购上海云汉 2.5% 股权
	2015 年 3 月	鼎芯无限	1.4175 亿	收购鼎芯无限 35% 股权
	2015 年 9 月	南京飞腾	3.6 亿	收购飞腾电子 100% 股权
	2016 年 8 月	武汉帕太	26.3 亿	收购武汉帕太 100% 股权
	2019 年 12 月	上海互问	1000 万	收购上海互问 100% 股权
	2015 年 3 月	深圳华商龙	11.45 亿	收购深圳华商龙 100% 股权
英唐智控	2015 年 10 月	上海康帕;威尔电子	522.01 万	收购上海康帕、威尔电子 51% 股权
	2016 年 2 月	英唐数码;英唐电气	2250 万	收购英唐数码、英唐电气 100% 股权
	2016 年 6 月	深圳海威思	1500 万	收购深圳海威思 60% 股权
	2017 年 1 月	联合创泰	4291.7 万	收购联合创泰 48.45% 股权
	2017 年 6 月	怡海能达	3825 万	收购怡海能达 51% 股权

			自有资金 3000 万元增资集创北方，占总注册资本的 1.0285%	
2017 年 12 月	集创北方	3000 万		
2018 年 3 月	联合创泰	3.1550 亿	收购联合创泰 31.55% 股权	
2019 年 7 月	联合创泰	4.6 亿	收购联合创泰 20% 股权	
2018 年 7 月	北京豪威	3964.75 万 (美元)	收购北京豪威 1.9543% 股权	
2018 年 7 月	豪威科技	2.6 亿	收购豪威科技 1.97% 的股权	
2018 年 9 月	芯能投资；芯力投资	16.8742 亿	收购芯能投资、芯力投资 100% 股权	
润欣科技	2018 年 1 月	博思达	1.46 亿	收购博思达 24.99% 股权

资料来源：国际电子商情，万和证券研究所

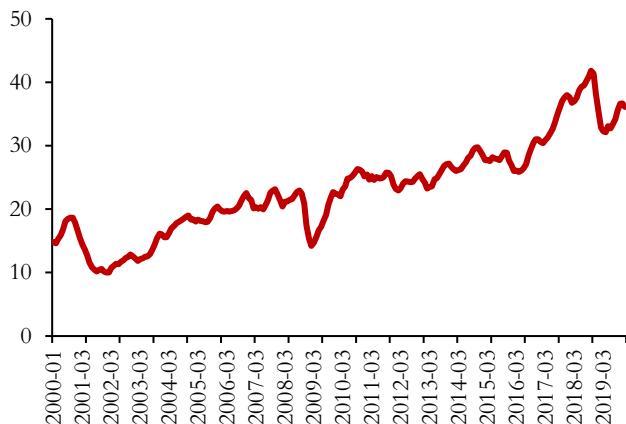
行业展望：电子元器件产业发展带来分销商成长机遇

分销商直接销售的是电子元器件产品，因而电子元器件产业的销售额直接决定了电子元器件行业的天花板空间。根据全球半导体贸易统计组织数据，2019 全球半导体销售额合计 408988 百万美元，以 2009 年为基数，10 年间复合增长率达 6.10%。

半导体市场一直在重复“硅周期”，每隔 3~4 年在会景气和低迷之间转换。2019 年，受中美贸易摩擦、英国脱欧等世界局势的变化、智能手机需求接近饱和等因素影响全球半导体销售额同比下降 12.75%，有所下滑。但展望未来，电子行业即将迎来新一轮创业周期，5G、物联网、人工智能、汽车电子有望进一步拓展半导体行业成长空间，继而带来电子元器件分销行业天花板的提升。下游智能手机终端市场进入新的增长时期，对手机芯片的需求量也将持续稳定增长。伴随物联网在智慧城市、智慧交通、工业监控等方面的需求不断提升，以及宽带网络升级，IC 产品消费数量将出现持续增长的局面，有助于稳定分销商的利润。同时，行业集中度的提升、运营效率的改善、增值服务的增加，则会提高优秀分销商尤其是技术型分销商的利润水平。

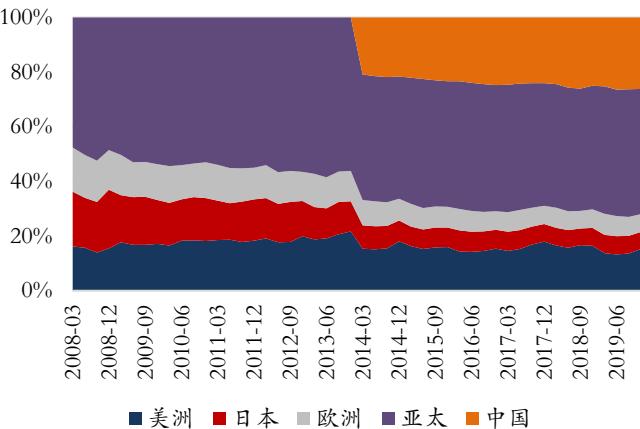
全球半导体产业向大陆转移，中国半导体产业逆周期成长。中国是半导体制造的市场中心，占据着半导体行业约四成的销售份额，亚太地区、美国约占两成，欧洲、日本各占一成。虽然全球半导体行业在 2018-2019 年增速放缓，但随着半导体产业向大陆转移，以及国产化替代趋势的加强，中国半导体行业有望逆全球周期持续增长，国内电子元器件分销市场空间也将有明显提升。

图表 20 全球半导体历年销售额（百万美元）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 21 全球各区域半导体销售额比重（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

备注：中国区数据起始于 2014 年 3 月，其他区域数据起始于 2008 年 3 月

（二）线上交易平台：打造线上长尾需求市场

线上交易平台业务模式：电子商务服务与长尾需求市场相结合

线上交易平台分为品牌终端产品线上分销和电子元器件线上交易平台两部分。其中，品牌终端产品线上分销主要分属深圳华强电子商务股份有限公司业务，这部分由于经营效益不佳、与公司主营业务关联不大，已于 2019 年上半年关停。电子元器件线上交易平台主要划分为电子商务服务和电子元器件长尾需求现货交易服务两块。

2019 年底华强电子网集团组建后，整合这两块业务，围绕在电子元器件及相关产品垂直应用领域，建设基于大数据的电子元器件等产品综合信息服务及全球采购服务分部，专门从事电子专业市场经营与服务。

图表 22 线上交易平台



电子商务服务是公司的原有优势业务，以电子元器件行业为基础，由深圳华强电子交易网络有限公司(华强电子网)主导，重点涵盖B2B业务，涉及电子元器件及电子终端产品供求信息发布、在线交易、物流配送、金融供应链服务等全程电子商务服务，拥有华强电子网、华强旗舰网、华强智慧网、华强PCB、华强芯城、电子发烧友、半导体应用联盟、华强电子产业研究所、华强北指数、IT指数等细分平台。

电子元器件长尾需求现货交易服务是公司的重点转型方向，由2015年收购的深圳市捷扬讯科电子有限公司（捷扬讯科）主导，以自建的高效交易系统为基础，结合相关电子元器件线上交易业务的网站后台系统，持续开发升级为线上的电子元器件及相关产品的长尾需求现货交易平台。

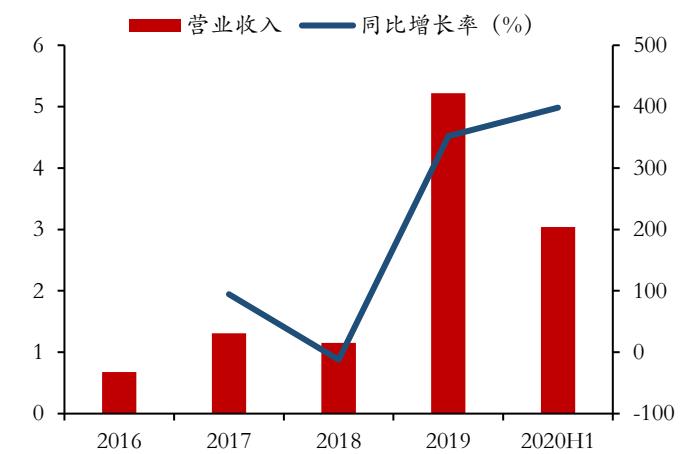
电子元器件长尾交易是与以授权分销为代表的批量交易相对应的市场，交易金额小于授权分销，但有着长期、广泛的客户基础和需求的必然性，以及更高的毛利率。其主要针对电子制造业研发、试产、量产、维修、库存等各环节的小批量、长尾现货采购需求，具有提前预测、小批量、不稳定、多样化、分散、高频的特征，必须要有高效专业的交易系统及大数据后台系统全程加持，业务性质为线上零售和互联网信息服务，客户主要是各类电子终端产品制造商和研发工程师，解决的是小批量、长尾现货采购需求。国内目前已经存在各种模式的电子元器件长尾需求服务平台，但总体尚处于起步阶段，规模较小，相关领域存在广阔的发展和整合空间。

2019 年 12 月，公司组建华强电子网集团对公司已有的电子元器件长尾需求服务业务进行整合，以捷扬讯科自建的高效智能交易系统为基础，结合华强电子网的网站系统、行业覆盖面和丰富的 B2B 平台运营经验，打造国内最有特色的线上电子元器件及相关产品长尾需求现货交易平台。

经营业绩：2019 年业绩急剧上升，毛利率高位下落

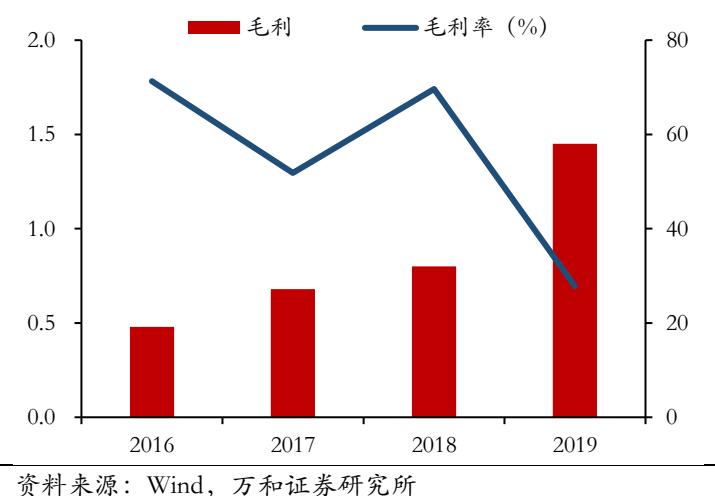
电子元器件线上交易平台业务仅占公司业务总量的 1%-4%左右，但对主营授权分销业务起到有力的协助支撑作用，也是公司未来业务的拓展方向。自 2016 年以来，电子元器件线上交易业务呈稳定增长趋势，毛利率也保持在较高的水平。2019 年，电子元器件线上交易平台业务急剧扩展，实现营收 5.22 亿元，同比+352.05%，毛利率 27.78%亿元，与上年同期下降 41.88 个百分点；2020H1，实现营收 3.04 亿元，同比+389.36%。

图表 23 电子元器件线上交易平台营收及增速(亿元, %)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 24 电子元器件线上交易平台毛利及毛利率(亿元, %)

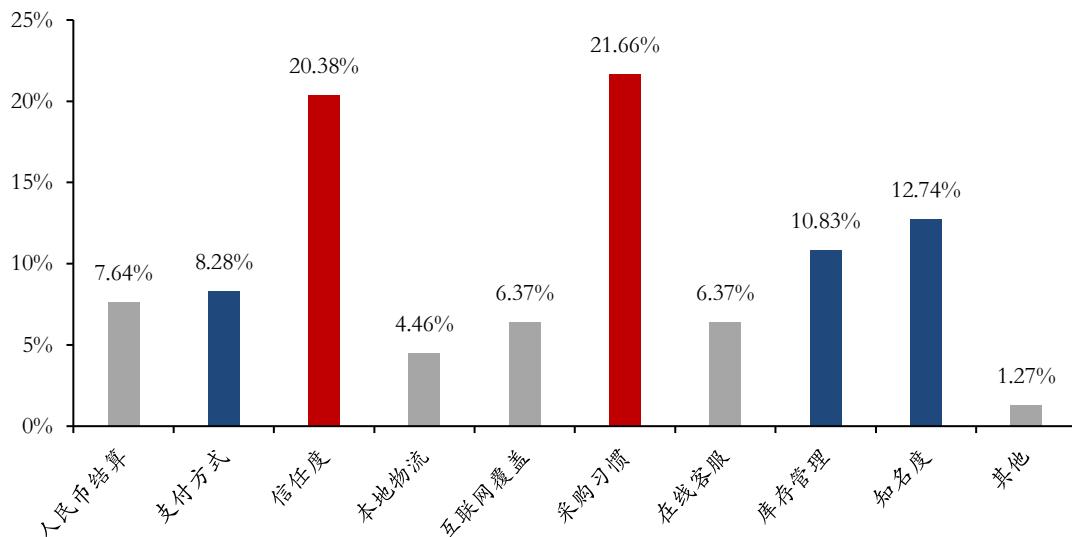


资料来源：Wind，万和证券研究所

行业展望：线上交易占比较小，中小型长尾市场存在较大拓展空间

电子元器件在线交易主要以满足小批量在线需求为主。在互联网高速发展的今天，企业级交易在线化是必然趋势，电子元器件垂直 B2B 交易平台发展前景广阔。根据国际电子商情 2018 年度分销与采购调查，针对 131 份有效电子元器件分销商调查问卷数据显示，分销商在线交易的营收比例中，选择 10% 和 0 的不相上下，均达到了 32%，可见在线交易仍未得到分销商的广泛采用。从行业现状来看，除了部分电商平台的在线交易水平达到 80% 以上，电商平台也不乏在线交易仅占 40%~60% 的情况。总的来看，分销电商化仍然较弱。而在制约线上交易的主要因素中，目前信任度和采购习惯是主要原因，其次知名度、库存管理以及支付方式也影响线上交易的选择。

图表 25 线上交易制约因素



资料来源：国际电子商情，万和证券研究所

电子元器件分销行业规模驱动的行业特点和受人员、资金、地域等资源限制，集中精力聚焦上下游大客户，中小型长尾客户容易受到忽视，存在较大的拓展空间。依据易观国际数据，在全国约 300 万家电子制造商（电子元器件下游买方）中，仅约 3000 家大型蓝筹制造商可获得品牌原厂商或大型分销商服务，大量长尾客户需要依靠多层次的小型分销商、零售商等获得所需元器件，产品价格、种类、品质、数量均难以得到长期稳定的有效供应；上游原厂公司中，同样存在大量小微型制造商难以获得分销商有效服务，据 Euromonitor 数据，2016 年中国拥有小型（员工数 49 人以下）元器件制造商约 13.6 万家，占总元器件制造商数量 88%，年产值达 1279 亿元。由此可见，电子元器件线上分销市场还存在较大的拓展空间。

(三) 线下实体交易市场：推动市场升级和服务创新

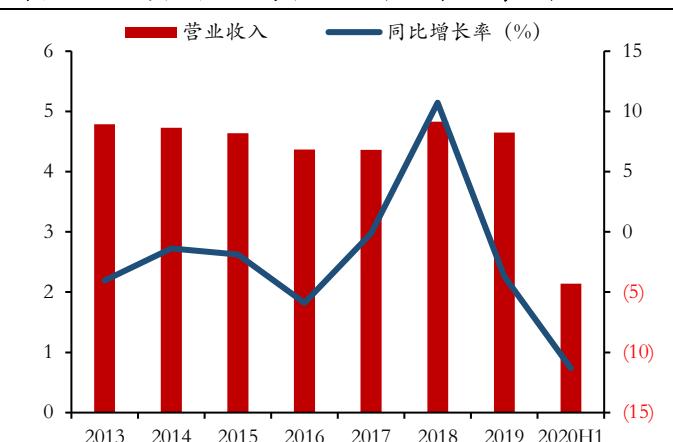
实体交易市场：国内乃至全球最大的电子元器件线下交易平台

公司的电子专业市场为全国及境外的供应商和客户提供交互式的市场空间，供其从事电子元器件及电子终端产品交易相关的活动。深圳华强拥有国内最早创立、最具规模、经营范围广泛、覆盖全产业链的线下电子信息产品交易市场“华强电子世界”，坐拥全球独一无二、无可复制的华强北的地理优势，旨在为电子产业链提供最便捷、快速、齐备的交易服务。其业务性质为市场租赁和管理，客户包括全国及境外的电子元器件及电子终端产品的生产商、销售商、采购方等。

传统电子专业卖场尤其是其中的 B2C 部分继续受电商冲击，持续处于机会与挑战并存的状态，总体面临转型压力。华强电子世界继续夯实原有的市场基础，持续推动市场升级和服务创新，创新经营的有深圳 LED 国际采购交易中心、华强国际健康电子交易中心、华强智能家居国际交易中心等项目，加快实体电子专业市场转型升级。

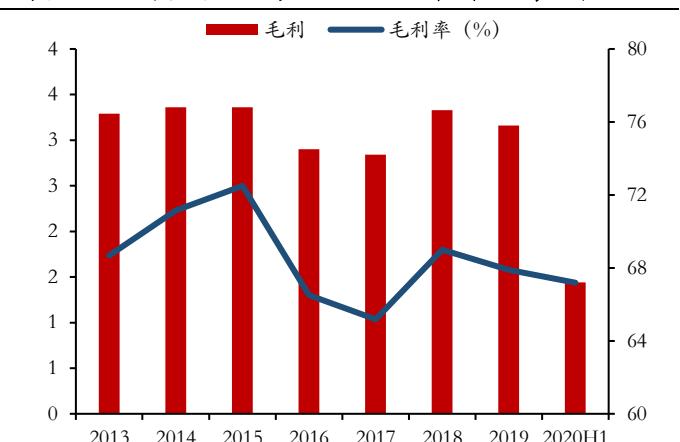
实体交易市场平台营收占公司总营收的 3.29%。2013 年起受深圳华强北封闭修建地铁影响，传统电子专业卖场业绩持续下滑。随着业务的转型升级，华强电子世界 2018 年经营情况恢复到了 2013 年前的状态。2020 年上半年，实体交易市场平台实现营收 2.14 亿元，同比-11.32%，毛利率 67.19%，与 2018 年基本持平。营收下降主要受疫情影响，面临着一定的经营压力。

图表 26 线下实体交易营收及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 27 线下实体交易毛利及毛利率（亿元，%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

三、步入成熟稳定阶段，给予“增持”评级

（一）财务及盈利分析：业务增速放缓，步入成熟稳定发展阶段

营收上行，增速放缓。公司主营业务以 2010 年和 2015 年为节点，前后经历三轮周期，基本与公司发展阶段相契合。受益于转型现代电子信息服务业战略，2010-2014 年公司营收复合增长率达 56.30%；进入高端电子元器件分销产业后，2015-2018 年公司复合增长率达 79.68%。2019 年受中美贸易摩擦、以及智能手机处于 4G、5G 等待期等因素影响，公司营业收入虽呈上涨趋势，但增速趋缓。2019 年公司实现营业收入 143.55 亿元，同比+21.66%，归母净利润 6.30 亿元，同比-8.10%。2020H1，受疫情影响，电子行业新旧创新周期进程放缓，公司业绩承压，虽然营业收入 65.23 亿元，同比+10.26%，但归母净利润仅 2.82 亿元，同比-17.61%。

图表 28 深圳华强历年营业收入及增速(亿元, %)



资料来源：Wind, 万和证券研究所

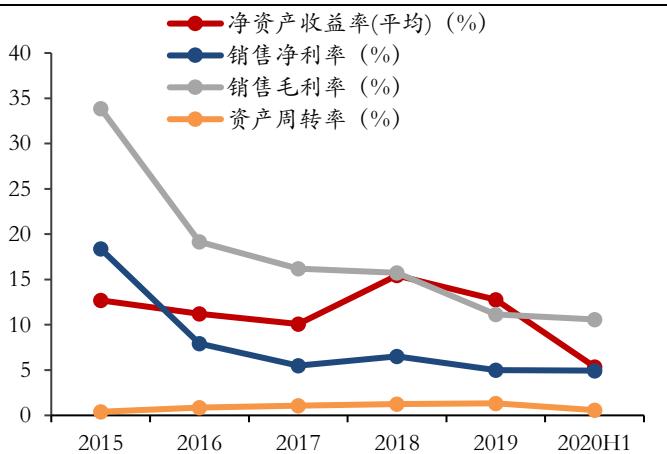
图表 29 深圳华强历年归母净利润及增速(亿元, %)



资料来源：Wind, 万和证券研究所

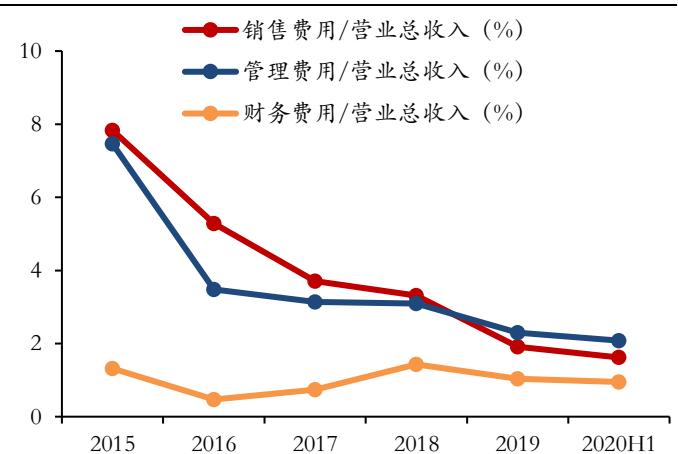
毛利率持续下滑，净资产收益率回落。公司在电子元器件线下授权分销领域布局多年，已进入成熟稳定发展阶段，随着行业内竞争加剧加上上游原厂压缩利润空间，行业利润端收紧，毛利率呈持续下滑趋势，2019年下滑尤为明显，继而导致净资产收益率大幅回落；费用率方面，由于公司加强费用管控，管理费用和销售费用均有所回落，2019年公司偿还借款较多，导致长期借款大幅减少，财务费用率也有所下降。

图表 30 2015-2020H1 净资产收益率 (%)



资料来源：Wind, 万和证券研究所

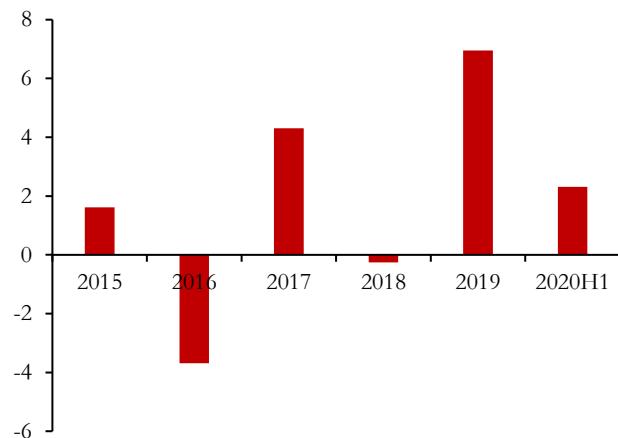
图表 31 2012-2020H1 各项费用率 (%)



资料来源：Wind, 万和证券研究所

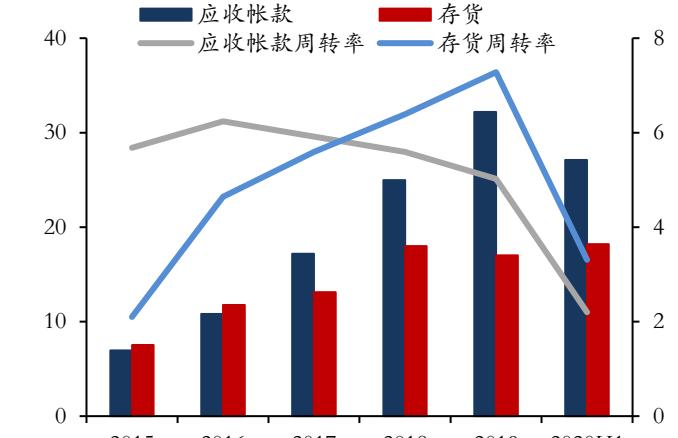
净经营现金流呈周期性，2019年大幅提升。公司经营性现金流净额变动幅度较大，为呈现一定的周期性特点，主要是由于自2015年以来，电子元器件分销业务规模增长较快，且分销行业赊销和备货（应收账款、存货大幅增加）、回收现金有一定周期性的经营特点，导致相近年份经营性现金流净额变动幅度较大。2019年经营性现金流净额较上年大幅增加，主要因收回前期货款项增加所致。此外，存货、应收账款的持续增加，也给公司的现金流带来一定压力。2020H1，公司应收账款周转率、存货周转率分别为2.20次、3.31次，相较2019年均有显著下降，预计公司2020全年现金流会受一定影响。

图表 32 净经营现金流 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 33 存货应收账款情况 (单位: 亿元, 次)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

(二) 盈利预测及投资评级: 龙头受益产业成长机遇, 给予“增持”评级

深圳华强自 2015 年涉足电子元器件分销行业后, 业绩持续爆发, 迅速成为本土电子分销领域龙头企业。我们认为当前公司正由高速发展阶段逐步迈向成熟稳定阶段, 随之而来的是现有产业规模的夯实壮大和发展模式的创新变革, 公司在未来仍有较大的发展空间。

从行业上看, 电子元器件分销行业空间广阔, 一方面将受益于下游 5G、汽车电子、物联网等新兴市场需求所带来的整体电子产业的成长机会, 另一方面“国产替代”优于行业“周期性”, 搭乘半导体产业东移趋势, 本土市场需求将日益扩大。从竞争格局来看, 并购重组促进促进分销行业资源和集中度的提升, 龙头厂商受益于规模效应强者恒强, 深圳华强分别完成对电子元器件线上、线下业务深度整合, 形成全方位、多领域全面布局, 在区位、技术、规模、业务条线、客户资源等方面均具核心竞争力, 有望在电子元器件分销领域持续成长。

我们对公司的具体业务营收和毛利率作出如下预测:

线下授权分销: 通过收购和内部整合, 电子元器件授权分销业务成熟, 产业条线完备, 但随着市场竞争的加剧, 增速放缓、毛利率下行。在不考虑公司新增收购的情况下, 我们预计 2020-2021 年营收增速分别为: 10.00%、15.00%; 毛利率为: 7.50%、7.00%。

线上交易平台：公司线上交易平台占比较小，但考虑到互联网交易趋势的必然性，以及公司战略部署电子元器件长尾需求现货交易平台，我们认为电子元器件垂直 B2B 交易平台发展前景广阔，剔除品牌终端产品线上分销业务后，预计 2020-2021 年营收增速分别为：70%、50%；毛利率为：25%、20%。

线下实体交易市场：不断推动市场升级和服务创新，租赁、管理收入较为稳定，2020 年业绩受疫情影响，预计后续营收及毛利率基本保持 2018 年水平不变。

其他物业：非公司核心业务，占比较小。2020 年因出售石家庄物业，回收资金，营收短期增长，但同时也受疫情影响，预计 2020 年营收增长，2021 年则回落至 2019 年水平。

图表 34 业绩拆分预测（亿元，%）

	单位：亿元	2016	2017	2018	2019	2020H1	2020E	2021E
总计	营业收入	49.64	79.28	116.42	143.55	65.23	162.41	186.32
	YoY		59.71%	46.85%	21.66%	10.26%	13.14%	14.72%
	营业成本	39.55	66.13	97.99	127.54	58.32	145.21	167.49
	毛利率	20.33%	16.59%	15.83%	11.16%	10.59%	10.59%	10.10%
线下授权分销	营业收入	40.95	68.92	108.04	131.23	56.15	144.35	166.01
	YoY		68.30%	56.76%	21.46%	5.32%	10.00%	15.00%
	营业成本	35.88	61.46	95.18	121.50	52.31	133.53	154.39
	毛利率	12.39%	10.82%	11.91%	7.42%	6.85%	7.50%	7.00%
线上交易平台/综合信息应用服务	营业收入	0.68	1.31	1.15	5.22	3.04	8.87	13.31
	YoY		92.65%	-12.21%	352.05%	398.36%	70.00%	50.00%
	营业成本	0.2	0.63	0.35	3.77	2.28	6.66	10.65
	毛利率	71.29%	51.87%	69.66%	27.78%	25.00%	25.00%	20.00%
线下实体经济交易市场	营业收入	4.37	4.36	4.83	4.65	2.14	4.19	4.60
	YoY		-0.23%	10.78%	-3.68%	-11.32%	-10.00%	10.00%
	营业成本	1.46	1.52	1.5	1.49	0.7	1.5	1.5
	毛利率	66.50%	65.18%	68.99%	67.89%	67.19%	67.00%	67.00%
其他物业	营业收入	3.64	4.69	2.4	2.45	3.89	5	2.4
	YoY		28.85%	-48.83%	2.10%	268.53%	104.08%	-52.00%
	营业成本	2.01	2.52	0.97	0.77	3.03	3.53	0.96
	毛利率	44.65%	46.33%	59.42%	68.39%	22.14%	29.40%	60.00%

资料来源：万和证券研究所

备注：总收入为剔除品牌终端产品线上分销部分数据

基于以上假设，预计公司 2020-2021 营业收入分别为 162.41、186.32 亿元，归母净利润预计为 6.56、7.50 亿元，分别对应 24.24、21.18 倍的 PE，给予“增持”评级。

图表 35 财务和估值数据摘要（百万元，%）

单位:百万元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入	8297.88	11799.72	14355.28	16241.00	18632.00
增长率(%)	49.66%	42.20%	21.66%	13.14%	14.72%
归属母公司股东净利润	405.08	679.44	621.37	655.55	749.97
增长率(%)	-4.88%	67.73%	-8.55%	5.50%	14.40%
每股收益(EPS)	0.387	0.650	0.594	0.627	0.717
每股股利(DPS)	0.138	0.241	0.172	0.182	0.208
每股经营现金流	0.405	0.027	0.698	0.381	1.669
销售毛利率	16.20%	15.74%	11.16%	10.59%	10.10%
销售净利率	5.42%	6.47%	4.94%	4.60%	4.59%
净资产收益率(ROE)	9.65%	14.50%	12.00%	11.41%	11.76%
投入资本回报率(ROIC)	9.17%	12.31%	9.13%	9.03%	9.15%
市盈率(P/E)	39.22	23.38	25.57	24.24	21.18
市净率(P/B)	3.79	3.39	3.07	2.77	2.49

资料来源：万和证券研究所

四、 风险提示

电子行业下游需求持续低迷；公司并购企业发展不及预期；长尾需求现货交易平台发展不及预期；商誉大幅减值；短期负债抬升；库存及应收账款风险；以及关联交易引起的经营风险和财务风险等。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的12个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

同步大市：相对沪深300指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的12个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深300指数涨幅15%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于5%—15%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深300指数跌幅5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，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。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>