

深圳华强 (000062)

证券研究报告

2021年05月11日

大数据驱动的分销巨头，老树新花开启新篇章

深圳华强=分销(主业)+产业互联网 B2B(拟分拆上市)+商业地产及其他(现金牛)。公司成立于1994年，在电子行业拥有27年历史，目前拥有控股、参股企业60多家，员工近2000人，历史悠久，规模庞大。2020年按收入构成来看，电子元器件授权分销业务收入146.7亿，YoY+11.80%，占比89.83%，是主要贡献收入的业务；基于大数据的电子产业链B2B综合服务业务(产业互联网业务)收入7.1亿，YoY+35.74%，占比4.33%，处于高速增长阶段；商业地产及其他业务收入9.5亿，YoY+33.96%，占比5.83%，是公司的现金牛业务。

以产业大数据为中心的商业模式形成正向反馈，构筑了公司长期护城河。长期沉淀的产业大数据，对公司的库存管理、账期管理、价格管理都体现了区别于同行的优势，对上游芯片原厂，大数据有助于原厂库存管理、产品推广和客户维护等，对于下游客户，大数据有助于其优化交期、优化采购以及提供一些产品建议。随着公司在产业中积累的数据量逐步提升，大数据带来的竞争优势凸显，以大数据为中心的商业模式逐渐形成正向反馈，构筑了公司长期护城河。

分销业务：营收持续增长，2021年受益于半导体景气度上行，营收有望再创历史新高。

公司分销业务2020年营收达到147亿，YoY+11.8%，毛利率6.7%，同比下滑0.8pct。2021年在半导体景气周期上行的背景下，终端的缺货涨价让分销商有更好的议价权去优化账期和扩大营收，预计2021年分销业务营收有望创历史新高，达到191亿，同比增速有望达30%。

产业互联网 B2B 业务：受益于景气度提升及拟分拆上市，预计2021年产业互联网 B2B 业务营收增长43%。

产业互联网 B2B 业务仍处于高速发展期，2020年公司产业互联网 B2B 业务营收7.08亿元，YoY+35.7%，毛利率24.8%。公司2021年3月10日发布公告《深圳华强实业股份有限公司关于分拆所属子公司深圳华强电子网集团股份有限公司至创业板上市的预案(修订稿)》，拟分拆华强电子网集团上市，如果分拆完成，有利于提升华强电子网集团的品牌知名度及社会影响力，优化华强电子网集团的管理体制、经营机制并提升管理水平。我们预计2021年产业互联网 B2B 业务受到行业景气度提升及拟分拆上市的影响，收入有望同比增43%。

盈利预测及评级：

考虑到公司产业互联网 B2B 业务发展较快且拟分拆上市，我们选择分部估值法进行估值，除拟分拆业务外的分销及其他业务参考公司过去3年PE-Band，估值区间在19至25xPE，考虑到分销业务今年受益于景气度提升增速有望达到三年最高，我们保守给22xPE，预估2021年7.52亿归母净利润，对应市值165.5亿；产业互联网 B2B 业务对标国联股份，我们给60xPE，预估2021年实现1.21亿归母净利润，对应市值72.9亿。

根据以上的估值方法，我们预估公司合理市值在238.4亿，对应股价22.79元，相较于5月11日收盘价15.95有43%空间，给予“增持”评级。

风险提示：中美贸易加剧，疫情加剧，分拆上市进度不及预期

投资评级

行业	电子/其他电子
6个月评级	增持(首次评级)
当前价格	15.95元
目标价格	22.79元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,045.91
流通A股股本(百万股)	1,044.55
A股总市值(百万元)	16,682.25
流通A股市值(百万元)	16,660.62
每股净资产(元)	5.51
资产负债率(%)	50.15
一年内最高/最低(元)	20.33/10.84

作者

潘暕	分析师
SAC执业证书编号：S1110517070005	
panjian@tfzq.com	
骆奕扬	分析师
SAC执业证书编号：S1110521050001	
luoyiyang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,355.28	16,330.98	21,084.22	22,984.54	26,490.26
增长率(%)	21.66	13.76	29.11	9.01	15.25
EBITDA(百万元)	1,314.78	1,226.29	1,359.72	1,506.49	1,648.64
净利润(百万元)	630.03	624.50	873.70	974.92	1,066.54
增长率(%)	(8.10)	(0.88)	39.90	11.58	9.40
EPS(元/股)	0.60	0.60	0.84	0.93	1.02
市盈率(P/E)	27.76	28.00	20.02	17.94	16.40
市净率(P/B)	3.38	3.16	2.82	2.53	2.29
市销率(P/S)	1.22	1.07	0.83	0.76	0.66
EV/EBITDA	12.24	12.31	13.93	12.39	11.85

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 深圳华强：电子元器件分销巨头，大数据构筑护城河	3
1.1. 深圳华强=分销（主业）+产业互联网 B2B（拟分拆上市）+商业地产及其他（现金牛）	3
1.2. 股权架构清晰，华强电子网集团拟分拆上市	3
1.3. 产业大数据是业务基石，构筑长期护城河	4
1.4. 手握数据，投资赋能半导体，计划打造虚拟 IDM 集团	5
2. 分销业务：产业地位牢固，2021 年受益于景气周期向上	5
3. 产业互联网 B2B：拟分拆上市，老树开新花，开启新篇章	6
4. 盈利预测和估值	8
4.1. 盈利预测	8
4.2. 估值	9
5. 风险提示	10

图表目录

图 1：公司 2020 年业务概览	3
图 2：公司股权架构（截至 2020/12/31）	4
图 3：公司是产业大数据驱动的分销巨头	5
图 4：电子元器件授权分销业务概况（亿人民币）	6
图 5：公司半导体应用方案研发与推广中心	6
图 6：产业互联网 B2B 业务概况（亿人民币）	8
图 7：华强电子网官网截图	8
图 8：深圳华强 PE-Band	10
图 9：国联股份 PE-Band	10
表 1：公司 CVC 投资案例	5
表 2：分销业务主要子公司	5
表 3：产业互联网 B2B 业务布局	7
表 4：盈利预测（单位：亿元人民币）	8
表 5：深圳华强分部估值	9
表 6：可比公司估值对比	9

1. 深圳华强：电子元器件分销巨头，大数据构筑护城河

1.1. 深圳华强=分销（主业）+产业互联网 B2B（拟分拆上市）+商业地产及其他（现金牛）

深圳华强=分销（主业）+产业互联网 B2B（拟分拆上市）+商业地产及其他（现金牛）。公司成立于 1994 年，在电子行业拥有 27 年历史，目前拥有控股、参股企业 60 多家，员工近 2000 人，历史悠久，规模庞大。

2020 年按收入构成来看，电子元器件授权分销业务收入 146.7 亿，YoY+11.80%，占比 89.83%，是主要贡献收入的业务；基于大数据的电子产业链 B2B 综合服务业务（产业互联网业务）收入 7.1 亿，YoY+35.74%，占比 4.33%，处于高速增长阶段；商业地产及其他（电子元器件及电子终端产品实体交易市场业务+物业经营及其他分部）收入 9.5 亿，YoY+33.96%，占比 5.83%，是公司的现金牛业务。

图 1：公司 2020 年业务概览

		收入占比	收入增速	毛利占比	毛利率	核心资产
 深圳华强实业股份有限公司 SHENZHEN HUAQIANG INDUSTRY CO.,LTD.	分销（主业）	89.83%	11.80%	60.47%	6.66%	 华强半导体集团
	+					
	互联网B2B（拟分拆上科创板）	4.33%	35.74%	10.86%	24.84%	 华强电子网集团 Huaqiang Electronic Network Group
	+					
	商业地产及其他（现金牛）	5.83%	33.96%	28.64%	48.58%	 华强电子世界

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 股权架构清晰，华强电子网集团拟分拆上市

业务布局广泛，股权架构清晰，华强电子网集团拟分拆上市。公司是华强集团下属子公司，属于民企。

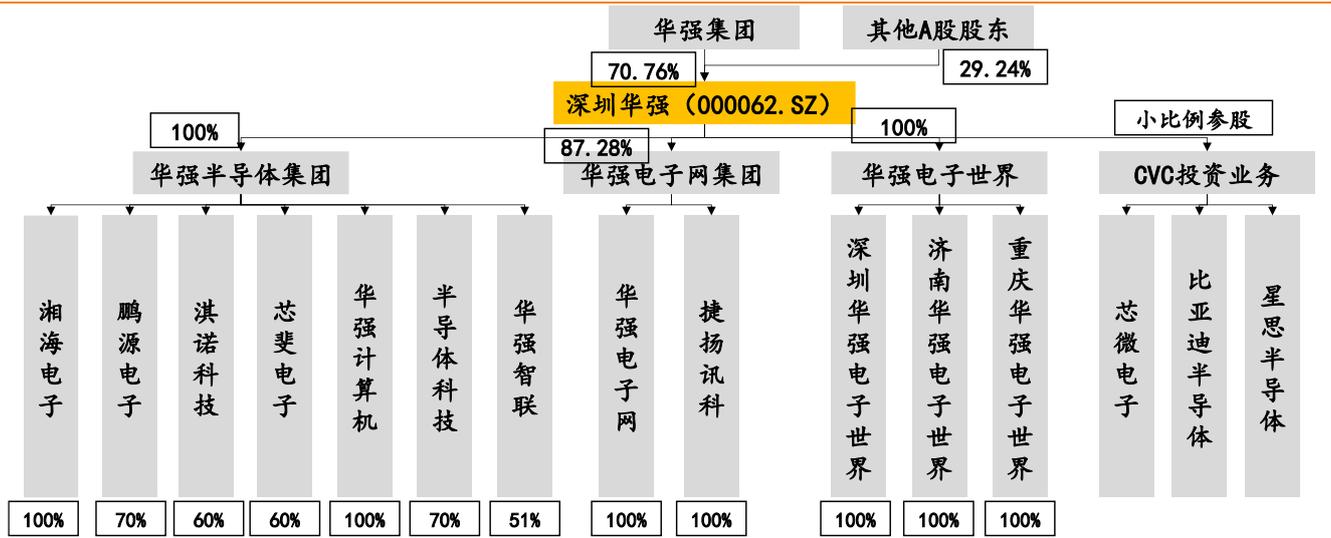
华强半导体集团主要做电子元器件分销业务，是贡献公司营收的大头，旗下湘海电子（国内著名的电子元器件授权分销商）、鹏源电子（国内领先的新能源领域电子元器件授权分销商）、淇诺科技（国内领先的以代理本土 IC 为特色的电子元器件授权分销商）、芯斐科技（国内知名的主动类电子元器件授权分销及技术解决方案提供商）是主要子公司；

华强电子网集团主要做基于大数据的电子产业链 B2B 综合服务业务，受益于产业链数字化进程，该业务扩张速度较快，属于公司的创新业务。旗下主要有华强电子网（行业领先的电子产业链原材料 B2B 信息服务平台），华强商城（电子元器件等产品一站式在线采购平台），华强云仓（行业内极具特色的电子元器件智能仓储服务平台），华强云平台（持续拓宽服务边界的 SaaS 服务平台）四块业务。公司 2021 年 3 月 10 日发布公告《深圳华强实业股份有限公司关于分拆所属子公司深圳华强电子网集团股份有限公司至创业板上市的预案（修订稿）》，拟分拆该子公司上市，如果分拆完成，公司仍将控股华强电子网集团，华强电子网集团的整体经营情况、财务及盈利状况均将在公司合并报表中予以反映；

华强电子世界是电子元器件实体专业市场，具有较好的品牌形象和声誉。目前在深圳、济南、石家庄和沈阳等地有 9 家店，创新业态有深圳 LED 国际采购交易中心、华强健康电子国际交易中心、华强智能家居国际交易中心等项目。总经营面积 30 万平方米，拥有 20000 多家商户，每天前来采购的中外客商高达 20 万人次，年交易额超 500 亿元以上。

CVC 投资业务是公司基于在电子产业的长期积累的渠道资源、全方位服务体系及应用方案研发能力，通过财务投资的方式入股公司可以直接服务或导入资源的电子产业链上游的**电子元器件原厂、晶圆代工厂、封测厂或以 IDM 模式（即同时拥有芯片设计、晶圆制造、封测能力）运营的半导体企业**。公司通过开展 CVC 投资业务，致力于实现以下产业发展目标并获得一定的投资收益：(i)集聚产业资源，打造产业链生态，为公司稳步探索打造虚拟/实体 IDM 集团提供有力支撑，并提升公司在行业内的影响力；(ii)与投资标的建立长期稳定的合作关系，将投资标的转化为公司的供应商或客户，为投资标的提供综合服务，进而提升公司交易服务平台的综合竞争力；(iii)为投资标的赋能，推动投资标的加快成长，享受投资标的高速成长的红利，从而实现一定的投资收益。

图 2：公司股权架构（截至 2020/12/31）



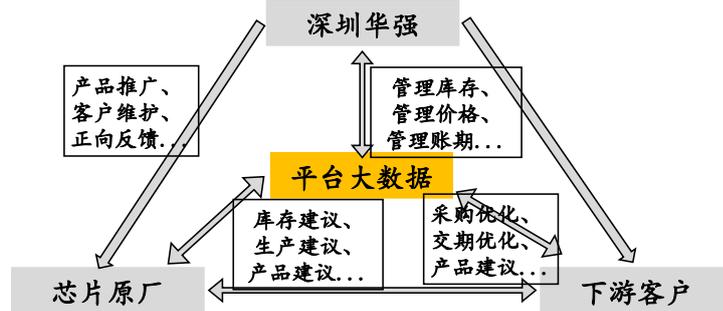
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 产业大数据是业务基石，构筑长期护城河

公司商业模式上来看是产业大数据驱动的电子分销公司，数据赋能上下游。华强电子网集团利用自有的行业领先的互联网平台和先进的大数据、互联网技术，在**综合信息服务方面**，为电子行业上下游客户提供产品信息展示、供需信息发布、品牌广告、行业研究、SaaS、物流及行业媒体等服务，积累了丰富的会员、用户、供需信息、行业信息等资源，并成为了众多客户高效获取行业信息、与上下游进行高效沟通的窗口和快速提升竞争实力的赋能平台；在**全球采购服务方面**，针对电子元器件碎片化采购需求难以提前预测、小批量、不稳定、多样化、分散、高频、时效性要求非常高等特点，华强电子网集团自主研发了国内领先的高效智能采购服务平台，基于多年构建和积淀的供应渠道资源、客户信用、客户画像和产品型号、价格及库存等大数据，整合综合信息服务业务积累的丰富的行业和用户等数据资源，实现供需即时匹配，业务数据实时交互，为境内、境外客户提供快速的产品规格库匹配、全球比价、库存查询、采购执行、标准化仓储和物流管理服务等一系列服务，高效满足客户电子元器件等产品的碎片化采购需求。

以产业大数据为中心的商业模式形成正向反馈，构筑了公司长期护城河。长期沉淀的产业大数据，对公司的库存管理、账期管理、价格管理都体现出了区别于同行的优势，对上游芯片原厂，大数据有助于原厂库存管理、产品推广和客户维护等，对于下游客户，大数据有助于其优化交期、优化采购以及提供一些产品建议。随着公司在产业中积累的数据量逐步提升，大数据带来的竞争优势凸显，以大数据为中心的商业模式逐渐形成正向反馈，构筑了公司长期护城河。

图 3：公司是产业大数据驱动的分销巨头



资料来源：天风证券研究所

1.4. 手握数据，投资赋能半导体，计划打造虚拟 IDM 集团

从分销巨头到虚拟 IDM。为充分发挥公司打造的交易服务平台的产业价值，进一步集聚电子产业链上游电子元器件设计、制造等 各种产业资源，拓展和完善公司产业布局，促进公司战略发展，自 2019 年开始，公司不断开展 CVC 投资，相继小比例参股了 2 家（芯微电子、比亚迪半导体）、拟小比例参股 1 家（星思半导体）优秀并具有较大发展潜力的企业。

从虚拟 IDM 到实体 IDM。公司不断卡位和布局代表新兴技术或面向前沿应用的电子行业上游产业，逐步打造集聚各种设计、制造和销售资源的产业链生态，计划建设形成国内较有竞争力的虚拟 IDM 集团；在打造虚拟 IDM 集团、不断提升产业理解和投资能力的同时，公司择机投资、并购产业链生态中一定细分领域的优质企业，力争稳健地从虚拟 IDM 集团进一步发展为实体 IDM 集团。

表 1：公司 CVC 投资案例

被投资公司简称	交易时间	投后股权占比	公司简介
星思半导体	2021.2	拟小比例参股	专注于“5G 万物互联连接芯片”的半导体设计公司
比亚迪半导体	2020.6	0.20%	国内自主可控的车规级 IGBT、MCU 厂商
芯微电子	2019.12 入股，2020.12 小比例增资	4.75%	功率半导体的 IDM 企业

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 分销业务：产业地位牢固，2021 年受益于景气周期向上

公司分销业务板块主要包涵 4 个子公司，历史悠久，产业地位牢固。2014 年底，公司确立了全面进入电子元器件授权分销行业的发展战略，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（成立于 1996 年）、鹏源电子（成立于 2001 年）、淇诺科技（成立于 2003 年）、芯斐电子（成立于 2011 年）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。2018 年，为进一步推进战略稳定实施，公司组建了华强半导体集团，对电子元器件授权分销业务进行进一步的深度整合，到目前为止，华强半导体集团已经完成大部分分销企业的信息系统、仓储管理系统的统一。

表 2：分销业务主要子公司

Logo	名称	简介
	华强半导体集团	华强半导体集团组建于 2018 年。华强半导体集团组建后，整合资源，形成业务规模优势，整合后台，提升科学管理水平，充分发挥平台优势，成功引进了 MTK、安费诺(Amphentol)、索尼 (SONY)、默升科技 (Credo)、NextInput、罗姆 (ROHM)、蓝思科技等众多国内外优质产品线。2019 年，华强半导体集团被《国际电子商情》评为年度全球分销领域“最佳资本创新分销商”。

	<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 家享负盛名供货厂商建立了长久的代理合作关系（如 muRata、Panasonic、展讯等），是 muRata 在全球最大的代理分销商。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>鹏源电子成立于 2001 年，与 IXYS（LITTELFUSE）、Wolfspeed（Cree）等国际知名原厂深度合作，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，以及通讯电源、UPS、电力能源等工业产品领域。国家高新技术企业。2017 年和 2018 年连续两年被《国际电子商情》评为“五大技术支持分销商”</p>
	<p>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，与多数本土主流芯片生产厂家建立了深度合作关系，并实现了对主流机顶盒配套芯片代理权的全覆盖。国家高新技术企业。</p>
	<p>芯斐电子成立于 2011 年，是国内知名的主动类电子元器件代理及技术方案提供商，同时兼具半导体产品设计能力，长期耕耘、布局存储产业，拥有自主的存储产品品牌，业务遍布汽车电子、车联网、智慧城市及安防、智能手机、智能家居、新能源等领域。国家高新技术企业。</p>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

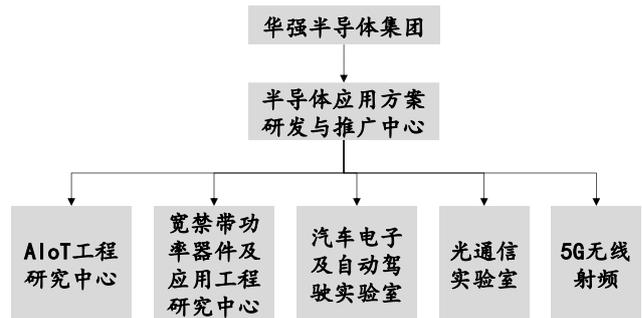
营收持续增长，2021 年受益于半导体景气度上行，营收有望再创历史新高。公司分销业务 2020 年营收达到 147 亿，YoY+11.8%，毛利率 6.7%，同比下滑 0.8pct。2021 年在半导体景气周期上行的背景下，终端的缺货涨价让分销商有更好的议价权去优化账期和扩大营收，预计 2021 年分销业务营收有望创历史新高，达到 191 亿，同比增速有望达 30%。
设立半导体应用方案研发与推广中心，奠定长期发展基础。公司于 2020 年启动建设半导体应用方案研发与推广中心，目前在建项目包括 AIoT 工程研究中心和宽禁带功率器件及应用工程研究中心，后续将逐步开展汽车电子及自动驾驶、光通信、5G 无线射频等领域的应用研究中心建设。半导体应用方案研发与推广中心的建设 将有力推动公司应用方案研发能力和技术服务水平的提升，进而增强客户粘性，产生增值效应。

图 4：电子元器件授权分销业务概况（亿人民币）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：公司半导体应用方案研发与推广中心



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 产业互联网 B2B：拟分拆上市，老树开新花，开启新篇章

华强电子网和华强商城是产业互联网业务板块核心资产，满足长尾采购需求。公司华强电子网集团旗下拥有全国电子元器件领域知名的 B2B 信息、交易、大数据及物流仓储的电商平台华强电子网、华强商城、Mogultech、华强云平台、华强云仓等。初步构建形成电子元器件产业互联网平台（由华强电子网集团运营），利用现代信息技术和互联网广泛连接产业链上下游，降低行业的信息不对称，高效满足电子产品制造企业或者工程师等客户研发、打样、试产、量产、维修等各环节的小批量、长尾现货采购需求，促进产业链效率提升。

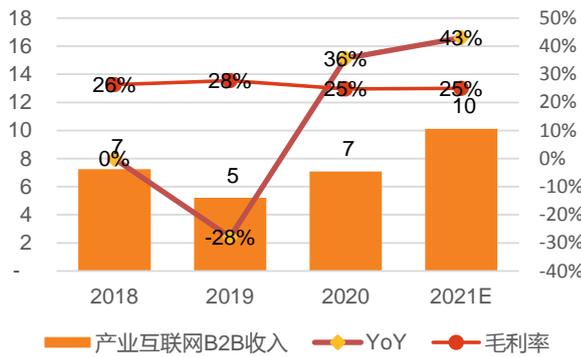
表 3：产业互联网 B2B 业务布局

Logo	业 务 布 局	业务介绍
	华 强 商 城	自 2016 年 1 月起上线，致力于为全球中小企业与广大电子元器件采购商提供涵盖产品、交易、数据、仓储等全链条、多渠道、无缝化的电子元器件在线交易服务。华强商城携手全球知名原厂、授权代理商及正品现货商，深度整合平台大数据，现有 SKU 超过 1000 万，建立深、港两地自营仓库并配备专业服务人员，为下游企业用户、工程师与采购人员提供优质的一站式 BOM 配单、元器件采购服务。通过自建的现货仓储及样片智能仓储中心（华强云仓），华强旗舰实现 4 小时闪电发货（在华强北地区最快 15 分钟即可上门取货）、98%及时交货。
	华 强 电 子 网	于 2002 年 10 月上线运行，定位于行业领先的电子产业链原材料 B2B 信息服务平台，为电子元器件供应商提供产品信息展示、供需信息发布、搜索推广、营销广告等服务，并收取会员费与服务费；同时，为电子元器件采购方提供免费的电子元器件供应商和产品信息搜索平台。
	华 强 云 平 台	于 2018 年 10 月上线运行，是集线上商铺运营管理、库存管理、数据分析和物流等服务于一体的 SaaS 互联网服务平台。基于华强电子网的 IBS 互联商务系统形成的丰富的技术和会员资源基础，华强云平台融合华强电子网的 IBS 互联商务系统与原有的库管家、烽火台、快递宝和云报价等服务，借助数据分析能力，形成信息化服务方案，帮助华强电子网客户进行商铺管理和其他日常管理，帮助企业更清晰地了解市场结构、深度挖掘潜在客户需求并进一步开拓市场，从而实现企业经营效率的提高和数字化转型升级。
	华 强 云 仓	于 2019 年 8 月上线运行，基于电子元器件行业提供集仓储、物流、交易为一体的服务，以华强北商圈的现货交易市场为试验点，利用品牌影响力，搭建华强北仓库，开放引入各类电子元器件的优质商家，为入驻商家提供智能化仓储和物流管理服务；同时，电子元器件采购商可以通过“华强云仓”线上平台采购仓储于华强云仓中的产品，通过线上完成下单、支付、配送、开票等流程。该平台为华强电子网集团的战略平台，目前规模较小，未来将是华强电子网集团重点打造项目之一。

资料来源：Wind，公司官网，公司公告，公司战略及业务概况 ppt，天风证券研究所

受益于景气度提升及拟分拆上市，预计 2021 年产业互联网 B2B 业务营收增长 43%。产业互联网 B2B 业务仍处于高速发展期，2020 年公司产业互联网 B2B 业务营收 7.08 亿元，YoY+35.7%，毛利率 24.8%。公司 2021 年 3 月 10 日发布公告《深圳华强实业股份有限公司关于分拆所属子公司深圳华强电子网集团股份有限公司至创业板上市的预案（修订稿）》，拟分拆华强电子网集团上市，如果分拆完成，有利于提升华强电子网集团的品牌知名度及社会影响力，优化华强电子网集团的管理体制、经营机制并提升管理水平。我们预计 2021 年产业互联网 B2B 业务受到行业景气提升及拟分拆上市的影响，收入有望同比增 43%。

图 6：产业互联网 B2B 业务概况（亿人民币）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：华强电子网官网截图



资料来源：华强电子网，天风证券研究所

4. 盈利预测和估值

4.1. 盈利预测

核心假设：

分销：我们假设半导体景气周期至少持续到 2021 年底，公司分销业务 2021 年有望实现 30%收入增长和 7.8%的毛利率；

产业互联网 B2B：假设公司华强电子网集团能够顺利分拆上市，假设半导体景气周期至少持续到 2021 年年底，预估 2021 年实现 43%收入增长，25%毛利率；

商业地产及其他业务：考虑到其他业务经营较为平稳，2021 年受到行业景气度提高影响预估收入同比增 5%，毛利率同比持平；

具体盈利预测如下表：

表 4：盈利预测（单位：亿元人民币）

收入	2019	2020	2021E	2022E	2023E
电子元器件授权分销分部	131.23	146.71	190.72	205.98	236.87
基于大数据的电子产业链 B2B 综合服务分部	5.22	7.08	10.12	13.87	18.03
电子元器件及电子终端产品实体交易市场分部	4.65	4.50	4.72	4.72	4.72
物业经营及其他分部	2.46	5.02	5.28	5.28	5.28
收入合计	143.55	163.31	210.84	229.85	264.90
收入占比	2019	2020	2021E	2022E	2023E
电子元器件授权分销分部	91.41%	89.83%	90.46%	89.62%	89.42%
基于大数据的电子产业链 B2B 综合服务分部	3.63%	4.33%	4.80%	6.03%	6.81%
电子元器件及电子终端产品实体交易市场分部	3.24%	2.76%	2.24%	2.06%	1.78%
物业经营及其他分部	1.71%	3.08%	2.50%	2.30%	1.99%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
收入增速	2019	2020	2021E	2022E	2023E
电子元器件授权分销分部	28.71%	11.80%	30.00%	8.00%	15.00%
基于大数据的电子产业链 B2B 综合服务分部	-27.96%	35.74%	43.00%	37.00%	30.00%
电子元器件及电子终端产品实体交易市场分部	-3.68%	-3.25%	5.00%	0.00%	0.00%

物业经营及其他分部	-38.17%	104.39%	5.00%	0.00%	0.00%
合计	21.66%	13.76%	29.11%	9.01%	15.25%
成本	2019	2020	2021E	2022E	2023E
电子元器件授权分销分部	121.50	136.94	175.84	190.53	220.29
基于大数据的电子产业链 B2B 综合服务分部	3.77	5.32	7.59	9.99	12.62
电子元器件及电子终端产品实体交易市场分部	1.49	1.34	1.42	1.42	1.42
物业经营及其他分部	0.78	3.56	3.69	3.69	3.69
合计	127.54	147.16	188.55	205.62	238.02
成本占比	2019	2020	2021E	2022E	2023E
电子元器件授权分销分部	95.26%	93.06%	93.26%	92.66%	92.55%
基于大数据的电子产业链 B2B 综合服务分部	2.95%	3.62%	4.03%	4.86%	5.30%
电子元器件及电子终端产品实体交易市场分部	1.17%	0.91%	0.75%	0.69%	0.60%
物业经营及其他分部	0.61%	2.42%	1.96%	1.80%	1.55%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
毛利润	2019	2020	2021E	2022E	2023E
电子元器件授权分销分部	9.73	9.77	14.88	15.45	16.58
基于大数据的电子产业链 B2B 综合服务分部	1.45	1.76	2.53	3.88	5.41
电子元器件及电子终端产品实体交易市场分部	3.16	3.16	3.31	3.31	3.31
物业经营及其他分部	1.68	1.46	1.58	1.58	1.58
合计	16.01	16.15	22.30	24.22	26.88

资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 估值

考虑到公司产业互联网 B2B 业务发展较快且拟分拆上市，我们选择分部估值法进行估值，除拟分拆业务外的分销及其他业务参考公司过去 3 年 PE-Band，估值区间在 19 至 25xPE，考虑到分销业务今年受益于景气度提升增速有望达到三年最高，我们保守给 22xPE，预估 2021 年 7.52 亿归母净利润，对应市值 165.5 亿；产业互联网 B2B 业务对标国联股份，我们给 60xPE，预估 2021 年实现 1.21 亿归母净利润，对应市值 72.9 亿。

根据以上的估值方法，我们预估公司合理市值在 238.4 亿，对应股价 22.79 元，相较于 5 月 11 日收盘价 15.95 有 43%空间，给予“增持”评级。

表 5：深圳华强分部估值

亿元人民币	归母净利润	归母净利率	PE	市值
分销及其他	7.52	3.7%	22	165.49
产业互联网 B2B 业务	1.21	12.0%	60	72.89
深圳华强 000062.SZ	8.74	4.1%	27.3	238.38

资料来源：天风证券研究所

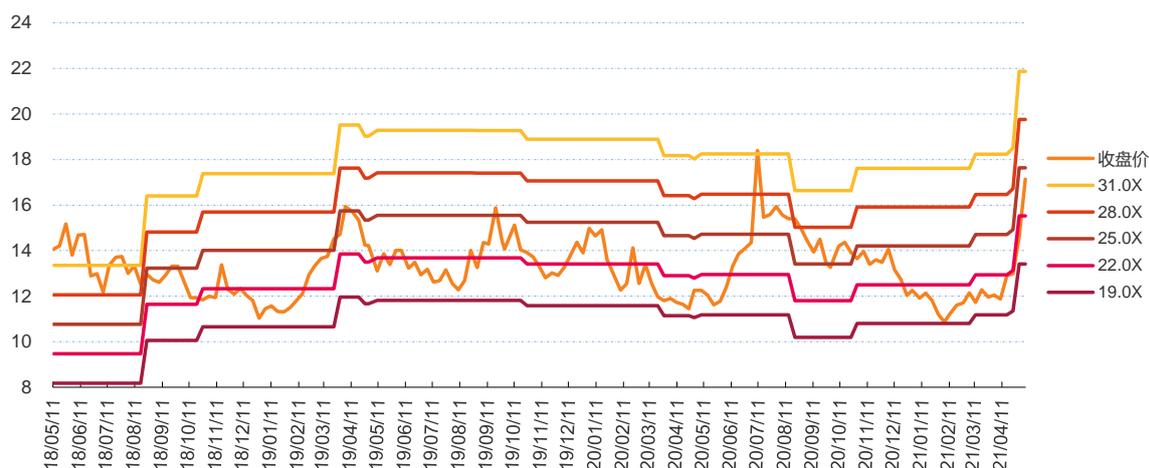
表 6：可比公司估值对比

单位：亿元	市值		净利润		PE		
公司名称	2021/5/10	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
国联股份	291.9	4.9	7.9	12.7	59	37	23
深圳华强	174.9	8.7	9.7	10.7	20	18	16

资料来源：Wind，天风证券研究所

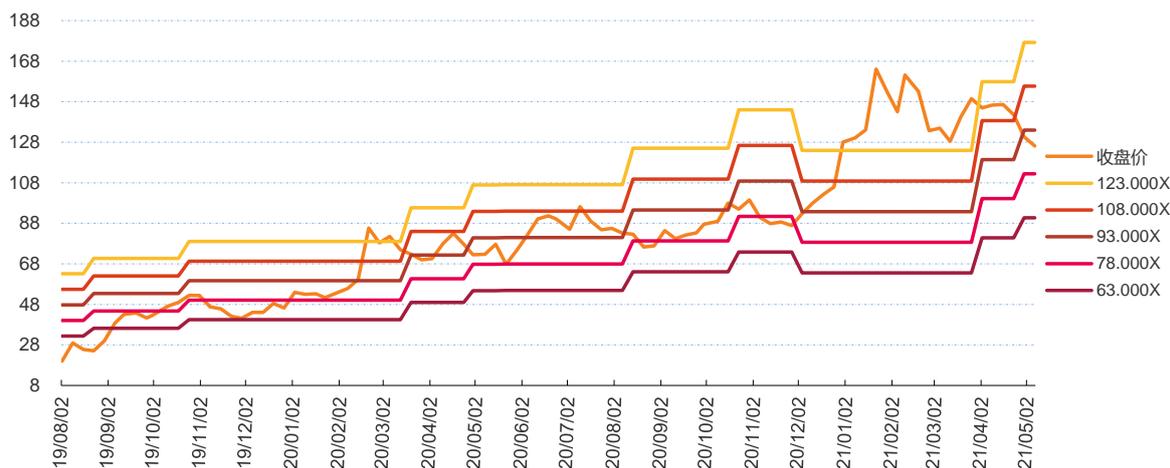
注：国联股份 21/22/23 年净利润预测为 wind 一致预期

图 8：深圳华强 PE-Band



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：国联股份 PE-Band



资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

中美贸易加剧：由于公司上游供应商多为美国公司，如果中美贸易加剧，会对公司产生不利影响；
 疫情加剧：公司部分业务涉及线下商业地产，如果疫情加剧，会对该业务产生不利影响；
 分拆上市进度不及预期：如果分拆上市进度不及预期，会对公司战略产生不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,665.37	1,846.08	3,162.63	3,447.68	3,973.54
应收票据及应收账款	3,429.34	4,095.15	4,954.21	3,898.72	6,304.50
预付账款	454.48	559.50	553.46	713.28	790.53
存货	1,703.32	1,523.90	2,665.99	2,242.93	3,793.21
其他	70.99	281.79	337.90	205.56	327.87
流动资产合计	7,323.50	8,306.42	11,674.20	10,508.17	15,189.66
长期股权投资	432.19	462.80	462.80	462.80	462.80
固定资产	260.89	256.47	246.09	234.50	222.19
在建工程	0.62	7.00	4.20	2.52	1.51
无形资产	170.08	180.27	170.54	160.81	151.07
其他	3,163.21	3,027.99	2,996.83	2,946.24	2,928.04
非流动资产合计	4,026.98	3,934.53	3,880.46	3,806.88	3,765.62
资产总计	11,350.47	12,240.96	15,554.66	14,315.04	18,955.29
短期借款	3,167.40	3,420.12	3,901.69	4,276.05	5,340.09
应付票据及应付账款	859.08	687.70	1,088.19	933.83	1,427.63
其他	1,068.52	855.45	2,451.03	698.06	2,722.75
流动负债合计	5,095.00	4,963.27	7,440.91	5,907.94	9,490.48
长期借款	417.55	1,056.49	1,102.35	560.91	721.72
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	126.65	120.19	120.19	122.34	120.90
非流动负债合计	544.19	1,176.67	1,222.54	683.25	842.63
负债合计	5,639.19	6,139.94	8,663.45	6,591.19	10,333.11
少数股东权益	531.42	564.50	684.80	824.04	977.95
股本	1,045.91	1,045.91	1,045.91	1,045.91	1,045.91
资本公积	647.59	648.73	648.73	648.73	648.73
留存收益	4,064.73	4,533.48	5,160.51	5,853.90	6,598.32
其他	(578.37)	(691.61)	(648.73)	(648.73)	(648.73)
股东权益合计	5,711.28	6,101.01	6,891.21	7,723.85	8,622.18
负债和股东权益总计	11,350.47	12,240.96	15,554.66	14,315.04	18,955.29

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	717.25	719.74	873.70	974.92	1,066.54
折旧摊销	143.48	134.83	22.92	23.00	23.05
财务费用	133.47	101.65	94.31	90.78	100.04
投资损失	(112.85)	(31.42)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(232.95)	(1,581.72)	(23.99)	(401.46)	(1,621.75)
其它	46.17	176.30	120.30	139.25	153.90
经营活动现金流	694.56	(480.62)	1,087.22	826.49	(278.22)
资本支出	226.10	153.95	(0.00)	(2.15)	1.44
长期投资	114.80	30.62	0.00	0.00	0.00
其他	(508.19)	(272.01)	0.00	2.15	(1.44)
投资活动现金流	(167.29)	(87.45)	0.00	0.00	0.00
债权融资	3,649.09	4,546.92	5,074.35	4,905.22	6,131.45
股权融资	(107.46)	(170.07)	(51.43)	(90.78)	(100.04)
其他	(3,768.51)	(3,602.91)	(4,793.60)	(5,355.87)	(5,227.33)
筹资活动现金流	(226.88)	773.94	229.32	(541.44)	804.08
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	300.39	205.87	1,316.55	285.05	525.86

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	14,355.28	16,330.98	21,084.22	22,984.54	26,490.26
营业成本	12,753.94	14,715.68	18,854.53	20,562.39	23,802.26
营业税金及附加	33.91	45.71	58.43	60.78	72.54
营业费用	274.74	303.62	379.52	390.74	437.09
管理费用	232.82	208.10	274.09	264.32	291.39
研发费用	97.13	93.09	210.84	252.83	291.39
财务费用	148.74	59.11	94.31	90.78	100.04
资产减值损失	(20.38)	(36.51)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
公允价值变动收益	4.95	(2.08)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	112.85	29.28	0.00	0.00	0.00
其他	(178.32)	31.78	0.00	0.00	0.00
营业利润	894.89	883.20	1,242.49	1,392.70	1,525.56
营业外收入	6.00	8.12	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.21	7.36	0.00	0.00	0.00
利润总额	899.67	883.96	1,242.49	1,392.70	1,525.56
所得税	182.42	164.23	248.50	278.54	305.11
净利润	717.25	719.74	993.99	1,114.16	1,220.44
少数股东损益	87.22	95.23	120.30	139.25	153.90
归属于母公司净利润	630.03	624.50	873.70	974.92	1,066.54
每股收益(元)	0.60	0.60	0.84	0.93	1.02

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	21.66%	13.76%	29.11%	9.01%	15.25%
营业利润	-9.60%	-1.31%	40.68%	12.09%	9.54%
归属于母公司净利润	-8.10%	-0.88%	39.90%	11.58%	9.40%
获利能力					
毛利率	11.16%	9.89%	10.58%	10.54%	10.15%
净利率	4.39%	3.82%	4.14%	4.24%	4.03%
ROE	12.16%	11.28%	14.08%	14.13%	13.95%
ROIC	14.16%	12.03%	14.03%	15.50%	16.09%
偿债能力					
资产负债率	49.68%	50.16%	55.70%	46.04%	54.51%
净负债率	34.73%	44.27%	27.74%	18.87%	25.03%
流动比率	1.44	1.67	1.57	1.78	1.60
速动比率	1.10	1.37	1.21	1.40	1.20
营运能力					
应收账款周转率	4.63	4.34	4.66	5.19	5.19
存货周转率	8.20	10.12	10.06	9.36	8.78
总资产周转率	1.33	1.38	1.52	1.54	1.59
每股指标(元)					
每股收益	0.60	0.60	0.84	0.93	1.02
每股经营现金流	0.66	-0.46	1.04	0.79	-0.27
每股净资产	4.95	5.29	5.93	6.60	7.31
估值比率					
市盈率	27.76	28.00	20.02	17.94	16.40
市净率	3.38	3.16	2.82	2.53	2.29
EV/EBITDA	12.24	12.31	13.93	12.39	11.85
EV/EBIT	13.43	13.46	14.16	12.59	12.02

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com