

深圳华强 (000062.SZ) 电子产业互联网平台蓄势待发

2021 年 07 月 06 日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)
陈宝健 (分析师)
闫宁 (联系人)

chenbaojian@kysec.cn

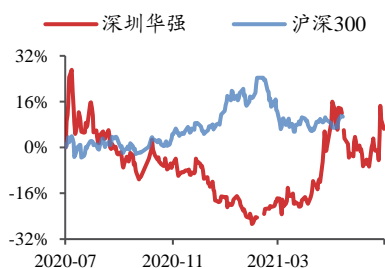
yanning@kysec.cn

证书编号: S0790520080001

证书编号: S0790121050038

日期	2021/7/5
当前股价(元)	17.23
一年最高最低(元)	20.46/10.84
总市值(亿元)	180.21
流通市值(亿元)	179.98
总股本(亿股)	10.46
流通股本(亿股)	10.45
近 3 个月换手率(%)	67.9

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● 电子元器件产业互联网龙头, 首次覆盖给予“买入”评级

2014 年公司开启战略转型, 切入电子元器件分销领域, 通过外延并购和内生增长, 成为国内电子元器件产业互联网龙头。2019 年公司设立华强电子网集团, 覆盖长尾现货市场, 产业互联网平台蓄势待发。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 9.56、11.39、13.91 亿元, 对应 EPS 分别为 0.91、1.09、1.33 元, 对应当前股价 PE 分别为 18.8、15.8、13.0 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 长尾现货需求天花板超千亿, 行业级产业互联网平台蓄势待发

下游电子制造厂商在研发、测试、量产环节存在备货不均衡, 长尾现货需求长期存在, 在总体采购中占比约 5%。根据工信部发文, 目标 2023 年国内电子元器件销售总额达到 2.1 万亿元, 据此测算, 现货长尾市场天花板达 1050 亿元。2019 年, 公司整合前期收购的捷扬讯科成立华强电子网集团, 布局电子元器件 B2B 平台。我们认为, 华强电子网拥有广泛的客户基础, 捷扬讯科具有供应链和价格数据优势, 双方形成有效协同互补, 行业级产业互联网平台蓄势待发。根据公司业绩预告, 2021 年上半年, 华强电子网集团收入增速超 275%, 扣非净利润增速超 280%, 商业模式持续验证。

● 外延并购+内生增长双轮驱动, 奠定授权分销龙头地位

电子产业链呈现典型的金字塔结构, 上游厂商高度集中, 下游细分领域广泛、客户分散, 中游分销商具备“蓄水池”功能赋能上下游。2014 年公司开启第三次战略转型, 先后收购湘海电子、鹏源电子、淇诺科技等公司布局授权分销领域, 收入进入快速增长通道。2018 年组建华强半导体集团, 统一对外运营、IT 信息、仓储物流等系统, 公司进入内生增长阶段。根据《国际电子商情》发布的 2020 年榜单, 公司位列国内分销商第三位。受益于电子行业景气度回暖, 2021 年一季度, 华强半导体集团收入增长超 55%, 利润增长超 136%, 市场份额持续提升。

● **风险提示:** 货源紧张导致备货不足; 线上平台发展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,355	16,331	23,294	28,151	33,208
YOY(%)	21.7	13.8	42.6	20.8	18.0
归母净利润(百万元)	630	625	956	1,139	1,391
YOY(%)	-8.1	-0.9	53.1	19.1	22.1
毛利率(%)	11.2	9.9	10.5	10.4	10.5
净利率(%)	4.4	3.8	4.1	4.0	4.2
ROE(%)	12.6	11.8	15.5	16.1	16.8
EPS(摊薄/元)	0.60	0.60	0.91	1.09	1.33
P/E(倍)	28.6	28.9	18.8	15.8	13.0
P/B(倍)	3.5	3.3	2.9	2.5	2.1

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、深圳华强是国内电子元器件产业互联网龙头	3
2、线上 B2B 平台：长尾现货需求天花板超千亿，行业级产业互联网平台蓄势待发	5
3、授权分销：外延并购+内生增长，奠定公司龙头地位	7
3.1、电子元器件产业呈金字塔结构，分销商作为“蓄水池”赋能上下游	7
3.2、外延并购+内生增长双轮驱动，奠定公司龙头地位	7
4、盈利预测与投资建议	10
5、风险提示	10
附：财务预测摘要	11

图表目录

图 1：第三次转型后，公司收入进入快速增长通道	3
图 2：2020 年公司实现归母净利润 6.25 亿元	4
图 3：主业分为授权分销、线上 B2B、线下交易三部分	4
图 4：2020 年授权分销业务在总收入占比 90%	4
图 5：2020 年华强电子网注册企业用户数达 185 万家	5
图 6：2020 年线上 B2B 平台实现收入 7.08 亿元	6
图 7：2020 年线上 B2B 平台毛利率为 24.84%	6
图 8：华强云平台提供库管家、烽火台、云报价等 SaaS 服务	6
图 9：电子元器件产业呈金字塔结构，分销商作为“蓄水池”赋能上下游	7
图 10：2020 年授权分销实现收入 146.7 亿元	9
图 11：2020 年授权分销毛利率为 6.66%	9
表 1：深圳华强是国内电子元器件产业互联网龙头，公司发展至今历经三次转型	3
表 2：华强电子网目前有会员套餐和增值服务两类订阅业务	6
表 3：公司通过外延并购布局电子元器件分销市场	8
表 4：2020 年公司位列国内电子元器件分销商榜单第三位	9
表 5：公司 PE 估值低于行业可比公司平均水平	10

1、深圳华强是国内电子元器件产业互联网龙头

深圳华强是国内电子元器件产业互联网龙头，公司发展至今历经三次转型。(1) 公司成立之初是电子制造公司：公司成立于1994年，最初与日本三洋合作负责电子加工；2000年左右，华强北成为电子元器件的集散地，公司是华强北最大的业主。(2) 第一次转型剥离制造业务：2004年，随着电子产业的变化以及与日本三洋合资到期，公司剥离制造业务。(3) 第二次转型注入资产：2008-2009年，公司大股东将B2B信息服务平台等资产注入上市公司。(4) 第三次转型通过并购进入授权分销领域：2014年，公司线下和线上业务进入瓶颈，决定进入授权分销领域，通过并购扩张快速成为电子元器件分销领域龙头之一。

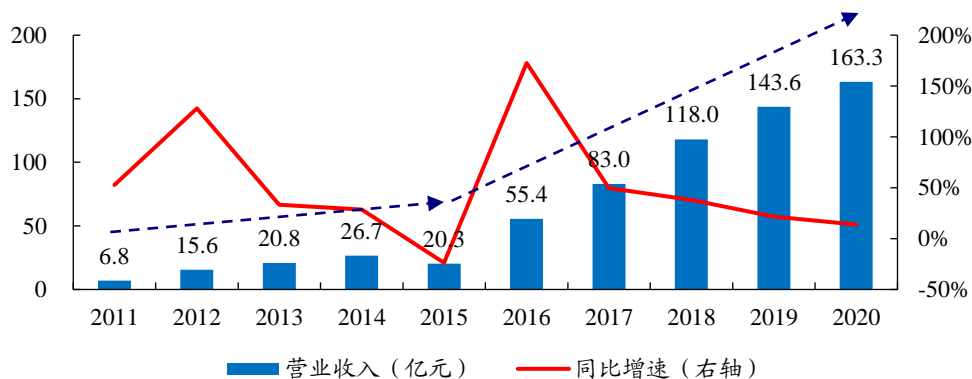
表1：深圳华强是国内电子元器件产业互联网龙头，公司发展至今历经三次转型

时间	事件
1994年	公司成立，主业为电子制造
1997年	在深交所上市
2000年	深圳华强北成为电子元器件集散地，公司是最大的业主（线下实体交易）
2004年	第一次转型：与日本三洋合资到期，剥离制造业务
2008年	第二次转型：通过重大资产重组，实现从传统电子制造业向电子信息服务业的转型（线上B2B服务） 国内单体面积最大的电子市场华强电子世界开业
2015年	第三次转型：收购湘海电子与捷扬讯科电子，全面进入高端电子元器件分销产业（授权分销）
2017年	收购鹏源电子与淇诺科技，进一步完善了公司在电子元器件分销领域的布局
2018年	收购芯斐电子50%股权，再添电子元器件分销生力军；设立深圳华强半导体集团有限公司，打造“华强半导体”品牌
2019年	整合电子元器件长尾需求现货业务和线上电子元器件B2B平台，打造“华强电子网集团”

资料来源：公司官网、开源证券研究所

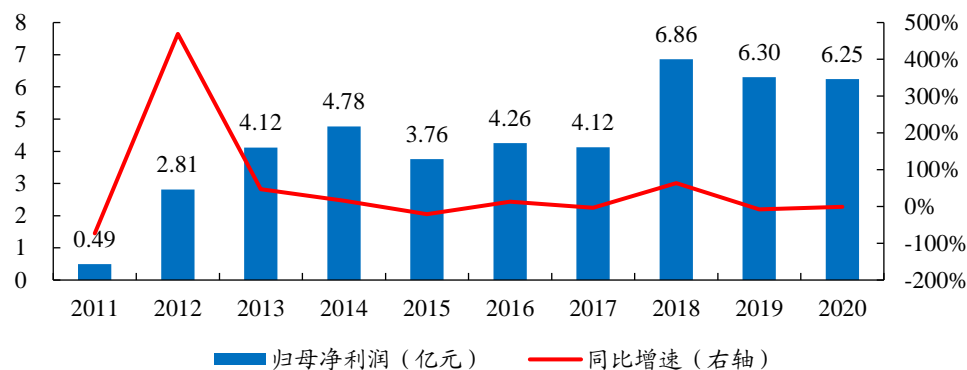
第三次转型后，公司收入进入快速增长通道。2014年公司第三次转型切入授权分销领域，并于2015年开启外延并购，此后公司收入进入快速增长通道。收入规模由2015年的20.3亿元增至2020年的163.3亿元，6年增长8倍，复合增速达51.7%。2020年实现收入163.3亿元，同比增长13.8%；2021Q1实现收入46.5亿元，同比增长63.9%。

图1：第三次转型后，公司收入进入快速增长通道



数据来源：Wind、开源证券研究所

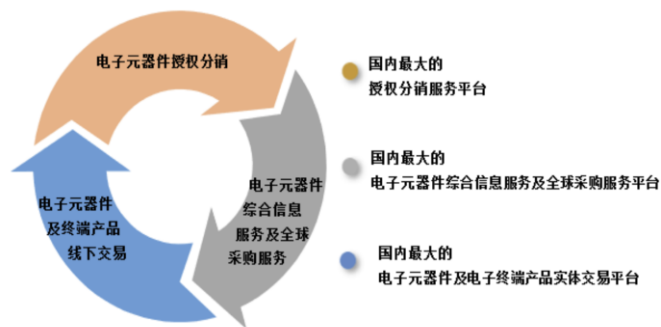
图2：2020 年公司实现归母净利润 6.25 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

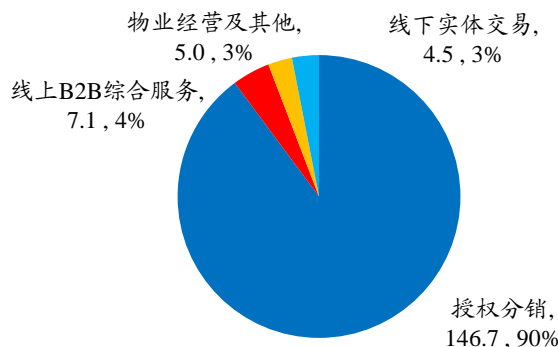
目前公司主业包括授权分销、线上 B2B 服务、线下实体交易三部分。公司旗下设有华强半导体集团、华强电子网集团和华强电子世界三家子公司，分别负责授权分销、线上 B2B 服务、线下实体交易业务，2020 年收入分别为 146.7、7.1、4.5 亿元，在总收入占比分别为 90%、4%、3%。

图3：主业分为授权分销、线上 B2B、线下交易三部分



资料来源：公司官网

图4：2020 年授权分销业务在总收入占比 90%



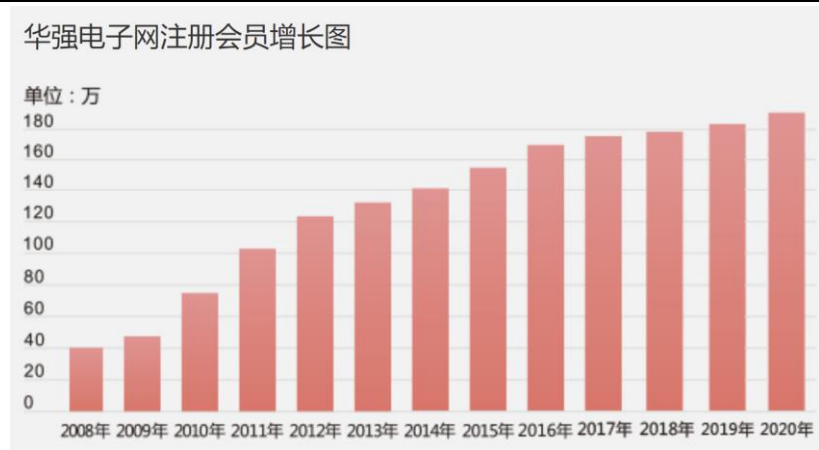
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、线上 B2B 平台：长尾现货需求天花板超千亿，行业级产业互联网平台蓄势待发

电子元器件现货长尾需求将长期存在，行业天花板超千亿。下游电子制造厂商在研发、测试、量产环节存在备货不均衡，在维修环节有长尾、中频、小量的现货采购需求，传统大批量采购无法满足。下游客户现货长尾需求在采购中占比大约 5%，且将长期存在。根据工信部发布的《基础电子元器件产业发展行动计划（2021-2023 年）》，目标 2023 年国内电子元器件销售总额达到 21000 亿元。我们据此测算，现货长尾市场天花板达 1050 亿元。

公司整合捷扬讯科设立华强电子网集团，打造行业级产业互联网平台。华强电子网设立于 2002 年，主要提供电子元器件信息交互服务，客户触达面广；捷扬讯科成立于 2002 年，主要提供小批量长尾订单交易系统，沉淀了十几年电子元器件现货供应链以及交易价格数据。2015 年公司收购捷扬讯科，2019 年整合两个平台设立华强电子网集团，2020 年进行内部人员和业务架构的调整，整合人才、品牌、渠道、数据方面的协同优势。截至 2020 年，华强电子网注册企业用户达 185 万家，网站日访问量超 130 万次，活跃买家近 10 万家。

图5：2020 年华强电子网注册企业用户数达 185 万家

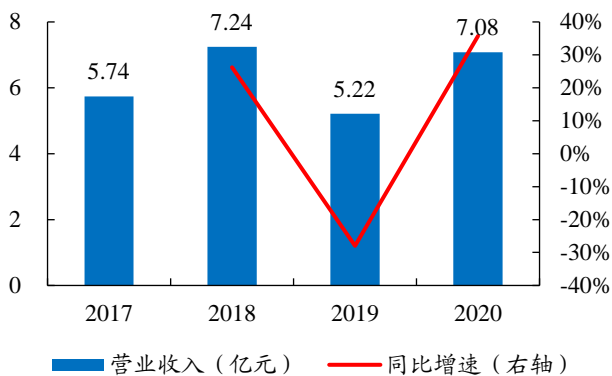


资料来源：华强电子网

华强线上 B2B 平台通过数据连接提升上下游对接效率。电子元器件供应商包括原厂、代理商、贸易商等各种类型，供需两端存在信息不对称，在长尾采购市场更加凸显。华强线上 B2B 平台通过积累上游供给信息，降低信息不对称，提高交易效率。对于大中型供应商，公司通过 API 等技术建立数据连接，对于中小型供应商，公司有华强电子网、华强云平台和华强云仓三大信息发布平台。目前，公司已经连接近 2 万电子元器件供应商，沉淀了 8000 万条 SKU 信息。

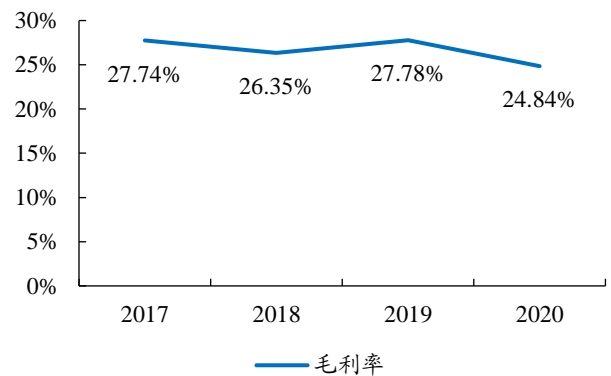
数据驱动的轻资产模式持续验证，业务开启快速发展。一方面，线上 B2B 平台基于数据积累以销定产，库存规模较小，是轻资产模式；另一方面，线上 B2B 平台面向中小客户的小批量长尾订单，同时提供 SaaS、数据分析、仓储物流等服务，毛利率相对较高。2020 年线上 B2B 平台实现收入 7.08 亿元，同比增长 35.7%，毛利率为 24.84%。剥离授权分销后实现收入 6.5 亿元，同比增长 63.6%，实现净利润 0.67 亿元，同比增长 78.3%。根据公司业绩预告，2021 年上半年，华强电子网集团收入增长超 275%，扣非净利润增长超 280%。

图6: 2020 年线上 B2B 平台实现收入 7.08 亿元



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图7: 2020 年线上 B2B 平台毛利率为 24.84%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

华强电子网集团旗下包括: (1) **华强电子网**: 行业领先的 B2B 供求信息发布平台。(2) **华强商城**: 一站式电子元器件现货采购平台。(3) **华强云平台**: 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, 有库管家 (库存管理软件)、烽火台 (大数据分析平台)、云报价 (报价和配单系统) 以及快递宝 (短途配送服务) 等服务。(4) **华强云仓**: 提供电子元器件仓储和交易服务, 公司在华强北建立了超 3000 平米的智能仓库, 库存信息超 2 万 SKU, 最快可以实现 15 分钟取货、1 小时送货上门, 未来将是重点打造的项目之一。

图8: 华强云平台提供库管家、烽火台、云报价等 SaaS 服务



资料来源: 华强电子网

华强电子网有会员和增值服务两类业务, 付费会员超 7000 个。(1) **会员套餐是订阅服务**, 营销通提供品牌建站、广告资源等营销服务, 价格为 30000 元/年; 诚易通/600 条/标准套餐提供库管家、云报价、快递宝云平台服务以及供应信息发布资格, 价格分别为 6880/3880/3880 元/年。(2) **增值服务类似百度竞价推广**, 不同价位的认证服务提供不同的产品标签, 优先级从高到低分别为“原装”(50000 元/年)、“品牌”(50000 元/年)、“代理”(50000 元/年)、“正品”(42980 元/年)、“现货”(32980 元/年)、“BCP”(16980 元/年)、“热卖”(会员套餐专享)。

表2: 华强电子网目前有会员套餐和增值服务两类订阅业务

类型	名称	费用	服务内容
会员套餐	华强营销通	30000 元/年	提供品牌建站、电子网库存、广告资源、视频摄制/设计策划等服务
	诚易通会员	6880 元/年	提供 库管家 、 云报价 、 快递宝 云平台服务, 可以发布 2 万条/800 条/50 条发布/优势/热卖供应信息
	600 条	3880 元/年	提供 库管家 、 云报价 、 快递宝 云平台服务, 可以发布 600 条/10 条优势/热卖供应信息 (鼓励用户发布真实供应信息)

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

标准套餐会员	3880 元/年	提供 库管家 、 云报价 、 快递宝 云平台服务，可以发布 2 万条/600 条/10 条发布/优势/热卖供应信息
实体认证（公司）	-	诚易通/标准套餐/600 条/赢销通套餐会员皆可申请实体认证
热卖库存	-	诚易通/标准套餐/600 条套餐会员专享，产品拥有“ 热卖 ”标识
ISCP 原装现货认证	50000 元/年	发布最多 500 条现货库存信息，产品拥有“ 原装 ”标识
ISCP 正品现货认证	42980 元/年	发布最多 1000 条现货库存信息，产品拥有“ 正品 ”标识
ISCP 现货认证	32980 元/年	发布最多 3000 条现货库存信息，产品拥有“ 现货 ”标识
BCP 现货认证	16980 元/年	推荐 2000 条库存，产品拥有“ BCP ”标识，排在“热卖”之前
品牌认证	50000 元/年	推荐 1000 条品牌库存，产品拥有“ 品牌/代理 ”标识，排在“原装”之后
产品橱窗	10000 或 8000 元/月	在华强电子网首页第一屏或各楼层展示产品信息的推广服务
标王（公司）	3000 或 1500 元/月	公司享有醒目标识

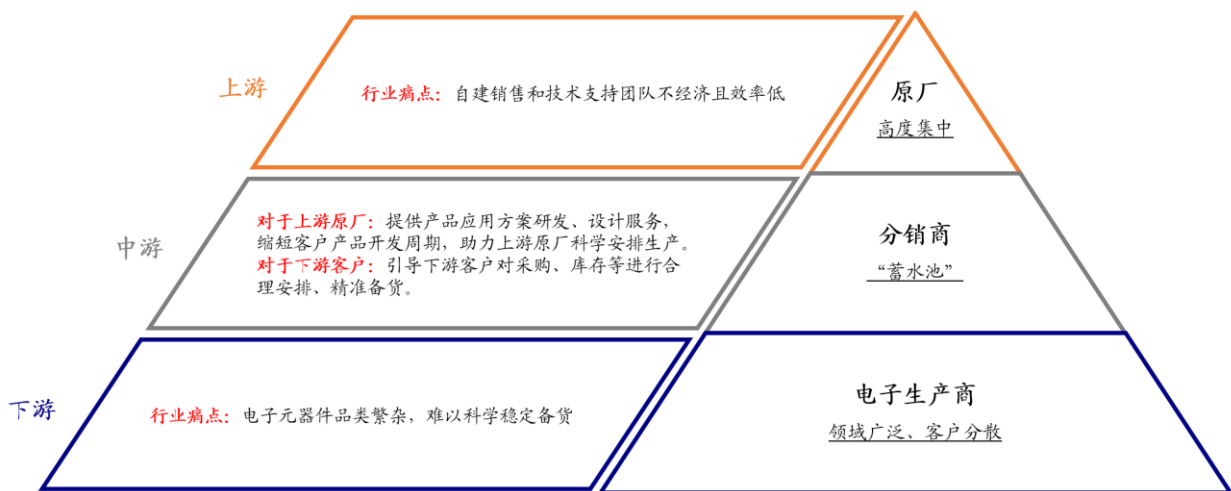
资料来源：公司官网、开源证券研究所

3、授权分销：外延并购+内生增长，奠定公司龙头地位

3.1、电子元器件产业呈金字塔结构，分销商作为“蓄水池”赋能上下游

电子产业链呈现典型的金字塔结构，上游厂商高度集中，下游细分领域广泛、客户分散。对于上游厂商，自建大规模的销售和技术服务体系不经济；对于下游客户，电子元器件型号繁杂，技术门槛较高，难以长期稳定备货。公司作为电子元器件分销商，助力上游生产、引导下游采购，作为“蓄水池”平滑冲击，并提供相应服务为上下游赋能。

图9：电子元器件产业呈金字塔结构，分销商作为“蓄水池”赋能上下游



资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、外延并购+内生增长双轮驱动，奠定公司龙头地位

公司于 2014 年确定布局电子元器件分销市场，于 2015 年通过外延并购开启战略转型。2014-2018 年间，公司先后收购湘海电子、鹏源电子、淇诺科技、芯斐电子以及控股记忆电子等电子元器件分销商，形成协同互补。

湘海电子：深圳湘海电子成立于 1996 年，2018 年收入超过 50 亿元。湘海电子聚焦于被动电子元器件领域，是 muRata（村田）全球最大授权分销商，下游客户有 OPPO、VIVO、传音控股、华勤、TCL、KONKA、天珑、波导等全球主流品牌。2015 年公司以 10.34 亿元收购湘海电子 100% 的股权。

鹏源电子：深圳鹏源电子成立于 2001 年，2016 年收入达 6.3 亿元。鹏源电子深耕电力电子和新能源领域，与 IXYS、WOLFSPEED、TAMURA、PAYTON、YM-TECH、HJC 等有着长期稳定的代理合作关系，是 IXYS、WOLFSPEED 全球最大的代理商，下游客户包括比亚迪、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 家公司。2017 年公司以 6.16 亿元收购鹏源电子 70% 的股权。

淇诺科技：深圳淇诺科技成立于 2003 年，2016 年收入达 10.3 亿元。淇诺科技是专注国内数字电视和机顶盒、绿色电源等消费类电子领域，是华为海思、上海澜起、上海高清、北京兆易、杭州士兰微、紫光国芯等三十余家国内 IC 设计制造厂商以及美上美（MITSUMI）等国外元器件原厂的重要代理分销商，下游客户包括 TCL、长虹、九州、康佳、创维、飞毛腿、鹏辉等知名公司。2017 年公司以 4.24 亿元收购淇诺科技 60% 的股权。

芯斐电子：深圳芯斐电子成立于 2011 年，2017 年收入达 7.0 亿元。芯斐电子是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，长期耕耘汽车电子、车联网、智慧城市及安防等前沿领域，是 ST（意法半导体）、Techpoint、汉天下、ADATA（威刚科技）、Tamul、SOI、兆易创新、全志科技、Toshiba（东芝）、MPS 等原厂重要代理分销商，下游客户包括海康威视、华阳通用、德赛西威、国光电器、同为数码等公司。2016 年、2018 年公司先后以 0.56 亿、2.72 亿收购芯斐电子 10%、50% 的股权。

记忆电子：香港记忆电子成立于 2012 年，2018 年前三季度收入达 0.78 亿元。记忆电子拥有全球三大存储芯片巨头之一海力士（SK hynix）的 DRAM、NAND、CIS 等存储芯片产品的代理权，同时在数据中心等市场领域有较高知名度。2018 年公司以 510 万美元收购记忆电子 51% 的股权。

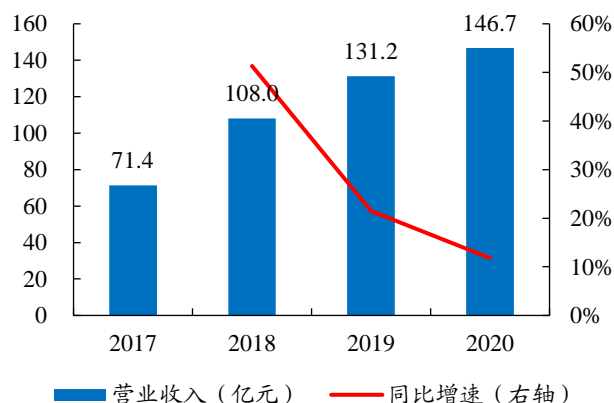
表3：公司通过外延并购布局电子元器件分销市场

收购时间	收购公司	收入规模	收购金额	持股比例	业务领域	业务介绍
2015 年	湘海电子	50 亿元 (2018)	10.34 亿元	100%	被动电子 元器件	muRata（村田）全球最大授权分销商
2017 年	鹏源电子	6.3 亿元 (2016)	6.16 亿元	70%	电力电子	以 IXYS 和 Wolfspeed（Cree）等半导体产品线为核心，具有很强的技术分销能力
2017 年	淇诺科技	10.3 亿元 (2016)	4.24 亿元	60%	消费电子	代理国内知名原厂 IC，与国内主流芯片厂商建立长期合作，实现了对主流机顶盒配套芯片代理权的全覆盖
2018 年	芯斐电子	7.0 亿元 (2017)	3.28 亿元	60%	主动电子	长期耕耘汽车电子、车联网、智慧城市及安防等前沿领域
2018 年	记忆电子	0.78 亿元 (2018Q1-Q3)	510 万美元	51%	存储芯片	拥有海力士（SK hynix）的 DRAM、NAND、CIS 等存储芯片产品的代理权

资料来源：公司公告、开源证券研究所

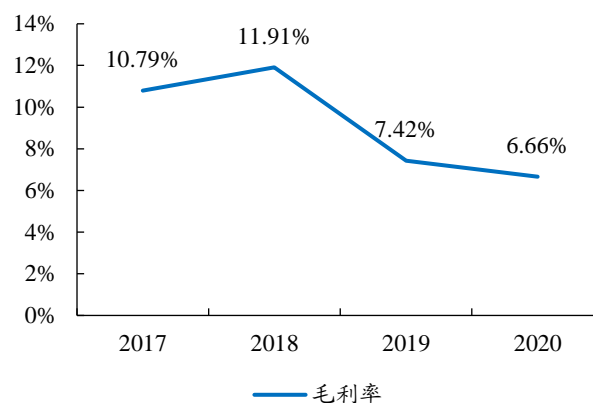
2018 年公司组建华强半导体集团，形成“外延并购+内生增长”双轮驱动。2018 年公司对外并购基本完成，为聚合企业资源、增强公司谈判能力，在各分销企业品牌特色基础上，公司组建华强半导体集团（NeuSemi）。组建完成后，集团统一对外运营管理平台、IT 信息系统、仓储物流等系统，并加强对各分销企业的资金支持和风控管理，形成“外延并购+内生增长”双轮驱动。2020 年授权分销业务实现收入 146.7 亿元，同比增长 11.8%，毛利率为 6.66%。受益于电子行业景气度回暖，2021 年一季度，华强半导体集团收入增长超 55%，利润增长超 136%，市场份额持续提升。

图10: 2020 年授权分销实现收入 146.7 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图11: 2020 年授权分销毛利率为 6.66%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2020 年公司位列国内电子元器件分销商榜单第三位。根据《国际电子商情》发布的电子元器件分销商榜单，2019 年本土分销商 TOP35 营收总额为 2019.42 亿元，2020 年营收为 2140.3 亿元人民币，同比增长 5.99%。2020 年深圳华强位列国内电子元器件分销商榜单第三位，在国内市场保持领先地位。

表4: 2020 年公司位列国内电子元器件分销商榜单第三位

排名	2018 年		2019 年		2020 年	
	公司	收入 (亿元)	公司	收入 (亿元)	公司	收入 (亿元)
1	泰科源	200	中电港	191	中电港	269
2	中电港	160	泰科源	186	泰科源	221
3	英唐智控	121	深圳华强	144	深圳华强	163
4	深圳华强	118	唯时信	142	芯知己数码	140
5	武汉力源	108	韦尔股份	136	海盈科技集团	115
6	唯时信	104	力源信息	131	唯时信	110
7	信和达	70	英唐智控	120	蓝源实业	110
8	新蕾科技	60	芯知己数码	112	英唐智控	104
9	科通芯城	53	蓝源实业	90	力源信息	104
10	天河星	50	海盈科技集团	72	信和达	78

数据来源：《国际电子商情》、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

(1) 授权分销业务：在移动通讯、新能源、电力电子、安防、机顶盒和数字电视等公司优势领域，在疫情背景下国产替代趋势不断加强，公司持续拓宽本土产品线；在前沿领域方面，公司 5G 领域核心产线 muRata（日本村田）需求持续增长，物联网和医疗领域产品线持续拓阔。

(2) 线上 B2B 平台：2019 年 12 月整合扬讯科设立华强电子网集团，2020 年进行内部人员和业务架构的调整，未来将进一步发挥人才、品牌、渠道、数据方面的协同优势。同时，公司将积极推进分拆华强电子网集团在创业板上市工作，进一步加强公司竞争优势。我们预计 2021-2023 年线上 B2B 平台收入增速分别为 55%、100%、45%。

2014 年公司开启战略转型，切入电子元器件分销领域，通过外延并购和内生增长，成为国内电子元器件产业互联网龙头。2019 年公司设立华强电子网集团，覆盖长尾现货市场，产业互联网平台蓄势待发。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 9.56、11.39、13.91 亿元，对应 EPS 分别为 0.91、1.09、1.33 元，对应当前股价 PE 分别为 18.8、15.8、13.0 倍。国联股份和上海钢联均为国内大宗商品产业互联网领军企业。公司 PE 估值低于行业可比公司平均水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

表5：公司 PE 估值低于行业可比公司平均水平

证券代码	公司简称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
		2021/07/05	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
603613.SH	国联股份	362.1	5.13	7.88	11.99	70.6	46.0	30.2
300226.SZ	上海钢联*	112.1	2.98	3.86	4.87	37.6	29.1	23.0
	行业平均	237.1	4.05	5.87	8.43	58.5	40.4	28.1
000062.SZ	深圳华强	180.2	9.56	11.39	13.91	18.8	15.8	13.0

数据来源：Wind、开源证券研究所（上海钢联盈利预测来自 Wind 一致预期）

5、风险提示

货源紧张导致备货不足；线上平台发展不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	7323	8306	10813	11732	12681
现金	1665	1846	2329	1408	1660
应收票据及应收账款	3429	4095	5223	6507	6516
其他应收款	37	27	74	42	99
预付账款	454	559	772	837	1061
存货	1703	1524	2268	2775	3172
其他流动资产	34	255	147	164	173
非流动资产	4027	3935	4112	4140	4141
长期投资	432	463	533	615	692
固定资产	261	256	293	274	236
无形资产	170	180	170	165	158
其他非流动资产	3164	3035	3116	3086	3056
资产总计	11350	12241	14924	15872	16822
流动负债	5095	4963	6977	7054	6824
短期借款	3167	3420	4447	4246	3398
应付票据及应付账款	859	688	1050	1242	1461
其他流动负债	1069	855	1480	1566	1964
非流动负债	544	1177	975	760	549
长期借款	418	1056	845	634	423
其他非流动负债	127	120	130	126	126
负债合计	5639	6140	7952	7814	7373
少数股东权益	531	565	689	844	1037
股本	1046	1046	1046	1046	1046
资本公积	648	649	649	649	649
留存收益	3417	3885	4647	5553	6655
归属母公司股东权益	5180	5537	6284	7214	8413
负债和股东权益	11350	12241	14924	15872	16822

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	695	-481	155	36	1798
净利润	717	720	1081	1294	1584
折旧摊销	143	135	126	156	183
财务费用	149	59	161	175	137
投资损失	-113	-29	-25	-22	-22
营运资金变动	-242	-1438	-1177	-1563	-78
其他经营现金流	40	73	-9	-4	-5
投资活动现金流	-167	-87	-281	-155	-157
资本支出	57	173	37	-40	-72
长期投资	19	-44	-70	-60	-78
其他投资现金流	-91	42	-314	-255	-306
筹资活动现金流	-227	774	-780	-445	-524
短期借款	583	253	-363	158	16
长期借款	-461	639	-211	-211	-211
普通股增加	325	0	0	0	0
资本公积增加	-315	1	0	0	0
其他筹资现金流	-358	-119	-206	-391	-329
现金净增加额	298	166	-906	-564	1117

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	14355	16331	23294	28151	33208
营业成本	12754	14716	20855	25214	29736
营业税金及附加	34	46	65	74	91
营业费用	275	304	431	535	631
管理费用	233	208	326	408	482
研发费用	97	93	140	169	199
财务费用	149	59	161	175	137
资产减值损失	-20	-37	0	0	0
其他收益	13	18	10	10	10
公允价值变动收益	5	-2	3	3	3
投资净收益	113	29	25	22	22
资产处置收益	1	4	2	2	2
营业利润	895	883	1357	1612	1969
营业外收入	6	8	9	10	10
营业外支出	1	7	8	9	9
利润总额	900	884	1358	1613	1970
所得税	182	164	277	319	386
净利润	717	720	1081	1294	1584
少数股东损益	87	95	124	155	193
归母净利润	630	625	956	1139	1391
EBITDA	1213	1240	1691	2000	2356
EPS(元)	0.60	0.60	0.91	1.09	1.33

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	21.7	13.8	42.6	20.8	18.0
营业利润(%)	-9.6	-1.3	53.7	18.8	22.2
归属于母公司净利润(%)	-8.1	-0.9	53.1	19.1	22.1
获利能力					
毛利率(%)	11.2	9.9	10.5	10.4	10.5
净利率(%)	4.4	3.8	4.1	4.0	4.2
ROE(%)	12.6	11.8	15.5	16.1	16.8
ROIC(%)	9.6	8.9	10.5	12.0	14.0
偿债能力					
资产负债率(%)	49.7	50.2	53.3	49.2	43.8
净负债比率(%)	35.3	44.3	45.9	46.0	25.3
流动比率	1.4	1.7	1.5	1.7	1.9
速动比率	1.0	1.2	1.1	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.4	1.7	1.8	2.0
应收账款周转率	4.6	4.3	5.0	4.8	5.1
应付账款周转率	20.9	19.0	24.0	22.0	22.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.60	0.91	1.09	1.33
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	-0.46	0.15	0.03	1.72
每股净资产(最新摊薄)	4.95	5.29	6.01	6.90	8.04
估值比率					
P/E	28.6	28.9	18.8	15.8	13.0
P/B	3.5	3.3	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA	17.0	17.2	13.0	11.3	9.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn