



信达证券  
CINDA SECURITIES

Research and  
Development Center

# 被动器件景气上行，分销领军开新篇章

— 商络电子（300975.SZ）深度报告

2021 年 7 月 30 日

方竞 电子行业分析师  
S1500520030001  
+86 15618995441  
fangjing@cindasc.com

## 证券研究报告

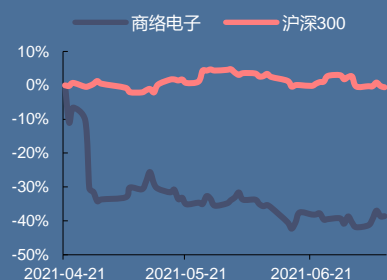
### 公司研究

### 深度报告

#### 商络电子(300975.SZ)

投资评级 **增持**

上次评级



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

#### 公司主要数据

收盘价(元)	19.75
52周内股价波动区间(元)	17.36—32.43
最近一月涨跌幅(%)	6.93
总股本(亿股)	4.20
流通A股比例(%)	10.13
总市值(亿元)	83

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 被动器件景气上行, 分销领军开新篇章

2021年7月30日

### 本期内容提要:

◆**商络电子: 国内领先的被动元器件分销商。**商络电子是国内领先的被动元器件分销企业, 主要为电子产品制造商提供电容、电感、电阻及射频器件等被动电子元器件产品。公司上游资源丰富, 拥有 80 余家知名原厂的授权, 包括 TDK、三星电机和国巨等国际知名被动厂商, 并向约 2000 家客户销售超过 3 万种电子元器件产品。

财务方面, 近年来公司收入规模稳定扩大, 2017-2020 年, 公司营收由 16.76 亿元增至 31.19 亿元, 年均复合增速 23%, 其中以 MLCC 为主的被动元件占据七成以上份额, 因此公司业绩与被动行业景气度高度相关。此外, 公司为提升业绩稳定性及丰富产品类型, 公司持续拓展其他电子元器件业务, 其收入占比从 2017 年 15.42% 提升至 2020 年 31.07%。

◆**被动需求持续旺盛, 分销集中度有望提升。**随着消费电子、汽车电子和网络通信等领域的快速发展, 被动元器件市场空间正不断扩大。(1) 全球电容市场稳步扩张, 根据中国产业信息网数据显示, 2011-2019 年, 全球电容器市场规模由 162 亿美元增至 222 亿美元, 年均复合增长率 4.22%。(2) 华经情报网预计到 2024 年全球电感市场规模将接近 50 亿美元, 2018-2024 年年均复合增长率为 5.15%。(3) 全球电阻市场保持持续增长趋势, 产业信息网估测, 2014-2020 年, 电阻市场规模由 44 亿美元增至 56 亿美元, 年均复合增长率 5.05%。(4) 华经情报网预计全球射频前端市场将在 2023 年达到 352 亿美元, 2019-2023 年年均复合增长率为 15.18%。

目前国内分销商仍处于小而散的状态, 随着国内分销商上市以及并购重组, 分销行业的集中度将进一步提升。公司作为国内领先的被动分销商, 上市后积极扩充分销产品线, 市场份额有望持续提升。我们认为市场份额的提升将提高公司在产业链中的地位, 提升对上下游的议价能力, 有望获得更多原厂授权以及新客户, 从而进一步提升其市场份额, 形成正向反馈。

◆**采取差异化竞争, 深耕被动元器件分销。**公司主要经营模式为采购、销售和库存管理。公司通过预测客户需求, 为客户提供完整的供应链服务, 并在南京、深圳、香港三地设立中心仓库, 以提升对客户需求的响应速度, 从而提高客户服务水平。对于广大长尾客户, 公司积极布局 SunlordEMALL 线上交易平台, 推动公司业务持续下沉。同时, 公司竞争优势显著, 与同行业公司相比, 公司具有授权品牌优势、客户基础优势、供应链管理优势、风险控制优势以及团队优势。

◆**募投项目加强数字化管理, 提升市场竞争力。**公司本次 IPO 募集资金将用于商络数字化运营平台(DOP)项目、智能仓储物流中心建设项目、扩充分销产品线项目。其中, DOP 项目中的 EMALL 线上交易平台将从技术角度降低服务长尾客户的销售费用, 帮助企业开拓广大长尾客户市场, 进一步下沉服务领域。在智能仓储物流中心建设项目中, 公司将实现仓储物流信息化, 有助于加强公司对各地仓储物流中心的供货能力, 减少拣货时间。

◆**盈利预测与估值:**商络电子是国内领先的被动元器件分销商, 目前公司当前正在积极扩充分销产品线。我们预计 2021/2022/2023 年公司归母净利润分别为 2.61/3.17/3.88 亿元, 对应 EPS 为 0.62/0.76/0.92 元。我们看好公司在被动元器件分销领域的领先优势, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

◆**风险因素:**业绩波动的风险, 新冠疫情反复的风险等。

### 主要财务及估值数据(百万元)

主要财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2068.43	3118.96	4668.97	6360.74	8365.68
同比(%)	-30.89%	50.79%	49.70%	36.23%	31.52%
归属母公司净利润	99.03	149.61	260.82	317.40	388.14
同比(%)	-70.33%	51.07%	74.34%	21.69%	22.29%
毛利率(%)	15.42%	15.38%	17.97%	17.68%	17.39%
ROE(%)	10.85%	14.54%	21.37%	21.44%	24.20%
EPS(摊薄)(元)	0.27	0.40	0.62	0.76	0.92
P/E	84	55	32	26	21

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 7 月 30 日收盘价

投资聚焦	5
一、商络电子：国内领先的被动元器件分销商	6
1、国内领先的被动元器件分销商，获多家原厂授权代理	6
2、营收及毛利以电容产品为主，持续丰富代理产品线	6
3、创始人持股近半，股权结构较为集中	8
4、业内资深人士领衔高管团队	9
二、被动需求持续旺盛，分销集中度有望提升	11
1、被动元器件应用领域广泛，市场规模持续增长	11
2、元器件分销商连接上下游，行业集中度将进一步提升	13
三、采取差异化竞争，深耕被动元器件分销	16
1、准确预测客户需求，提高服务水平	16
2、面向长尾客户，打造“类京东”线上交易平台	17
3、上游原厂集中，下游高度分散	18
4、与同行业上市公司差异化竞争，形成竞争优势	19
四、募投项目加强数字化管理，提升市场竞争力	22
1、募投项目概况	22
2、商络数字化运营平台（DOP）项目	23
3、智能仓储物流中心建设项目	24
4、扩充分销产品线项目	25
五、盈利预测、估值与风险因素	26
1、盈利预测	26
2、估值分析	27
六、风险提示	27

## 表目录

表 1：发行前后股权结构变化	9
表 2：公司与其他上市公司主要供应商相同的情况	19
表 3：与同行业可比公司在原厂授权情况的比较	20
表 4：募投项目情况（万元）	22
表 5：项目资金分配情况（万元）	24
表 6：项目资金分配情况（万元）	25
表 7：公司各业务营收及毛利率预测（百万元）	26
表 8：公司未来三年业绩预测（百万元）	27
表 9：可比公司估值情况	27

## 图目录

图 1：公司业务演变	6
图 2：公司主要代理产品	6
图 3：公司营业收入情况（亿元）	7
图 4：公司各产品营收占比	7
图 5：公司利润率情况	7
图 6：公司期间费用率情况	7
图 7：公司分业务营收表现（亿元）	8
图 8：公司分业务毛利率表现	8
图 9：公司股权结构图	8
图 10：公司高管情况	10
图 11：电子元器件分类	11
图 12：全球电容市场规模（亿美元）	12
图 13：全球电感市场规模预测（亿美元）	12
图 14：全球片式电阻市场规模（亿美元）	12
图 15：5G 基站建设规模预测	13
图 16：2012-2020E 全球手机出货量情况（百万部）	13
图 17：分销商在产业链中的作用	13
图 18：国际三大元器件分销商收入情况（亿美元）	14
图 19：中国本土电子元器件发展阶段	14
图 20：2016-2019 年中国 TOP25 元器件分销商营收水平情况（亿元）	15
图 21：被动元器件分销行业特性	15
图 22：公司主要经营模式	17
图 23：仓库及物流管理	17

图 24: 商络电子商城官网截图 .....	18
图 25: 易易通官网截图 .....	18
图 26: 公司 2020 年主要供应商 .....	19
图 27: 公司 2020 年主要客户 .....	19
图 28: 公司主要代表客户 .....	20
图 29: 本地化服务网络 .....	21
图 30: 数字化运营信息系统架构 .....	21
图 31: 员工学历结构 .....	21
图 32: 员工工作年限结构 .....	21
图 33: 公司与国内上市企业分销业务的收入情况 (亿元) .....	22
图 34: 公司与国内上市企业分销业务的毛利率情况 .....	22
图 35: 募投项目使用安排 (万元) .....	23
图 36: DOP 项目主要建设内容 .....	23
图 37: DOP 项目进度规划 .....	24
图 38: 智能仓储物流中心项目进度规划 .....	24

## 投资聚焦

**1、MLCC、电阻等被动元器件景气度回升将带动公司业绩增长。**2021 年，市场景气度开始回升。电容方面，全球龙头国巨在 4 月调涨 MLCC 价格 10%~20%，三星电机部分 MLCC 产品价格于 4 月上涨 10%~26%，华新科也发出调涨 MLCC 报价 30%~40%的通知，6 月份国巨对一线大型组装大厂进行全面性调价，钽质电容平均调涨约 10%，MLCC 涨幅约 1%~3%。电阻方面，自第三大电阻厂旺诠自 2 月份开始调涨厚膜电阻价格 15%后，全球龙头国巨在 3 月、4 月分别调涨芯片电阻价格 15~25%和 10%~20%，6 月又对芯片电阻价格上调 10%。我们认为公司作为国内领先的被动元件分销商，将显著受益于行业景气度上行，有望充分释放业绩弹性。

**2、行业集中度将进一步提升，公司市场份额有望提升。**目前国内分销商仍处于小而散的状态，随着国内分销商上市以及并购重组，分销行业的集中度将进一步提升。公司作为国内领先的被动分销商，上市后积极扩充分销产品线，市场份额有望持续提升。我们认为市场份额的提升将提高公司在产业链中的地位，提升对上下游的议价能力，有望获得更多原厂授权以及新客户，从而进一步提升其市场份额，形成正向反馈。

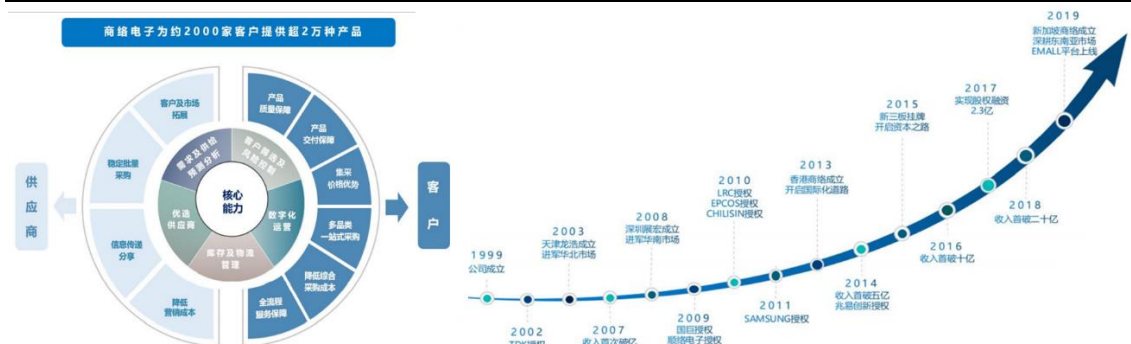
**3、打造线上交易平台，开拓长尾客户市场。**电子元器件供应链下游客户分散的特点导致公司销售费用率较高，而公司的 SunlordEMALL 线上交易平台将从技术角度降低服务长尾客户的成本，帮助企业开拓广大长尾客户市场，进一步下沉服务领域。后续公司将持续探索网上平台交易模式，将在 SunlordEMALL 的基础上进一步开发面向全市场的“类京东”交易平台系统。我们认为，未来公司依靠线上交易平台，不仅能够在广大长尾市场获取一定的市场份额，还能明显降低企业销售费用。

## 一、商络电子：国内领先的被动元器件分销商

### 1、国内领先的被动元器件分销商，获多家原厂授权代理

商络电子自 1999 年成立以来，一直专注于被动元器件产品的分销业务，主要为网络通信、消费电子、汽车电子、工业控制等应用领域的电子产品制造商提供电子元器件产品。2007 年公司收入首次破亿，2014 年公司收入首次破 5 亿，2016 年公司收入首次破 10 亿，2018 年公司收入首次破 20 亿。经过 20 多年的发展，公司已经成长为国内领先的被动元器件分销企业之一。

图 1：公司业务演变



资料来源：商络电子招股说明书，信达证券研发中心

公司拥有 80 余家知名原厂的授权，向约 2,000 家客户销售超过 3 万种电子元器件产品。公司代理的产品包括电容、电感、电阻及射频器件等被动电子元器件及 IC、分立器件、功率器件、存储器件及连接器等其他电子元器件，其中以被动电子元器件为主。公司目前已取得了 TDK（东电化）、Samsung（三星电机）、Yageo（国巨）、顺络电子、TE（泰科）、乐山无线电及兆易创新等 80 余家国际国内知名电子元器件生产商的产品代理资质，共代理其数百个品类的电子元器件产品。公司目前为约 2,000 家客户提供服务，客户类型包括网络通信、消费电子、汽车电子、工业控制等行业的电子产品制造商、电子部件制造商及电子代工企业，其中上市企业近 170 家。

图 2：公司主要代理产品



资料来源：商络电子招股说明书，信达证券研发中心

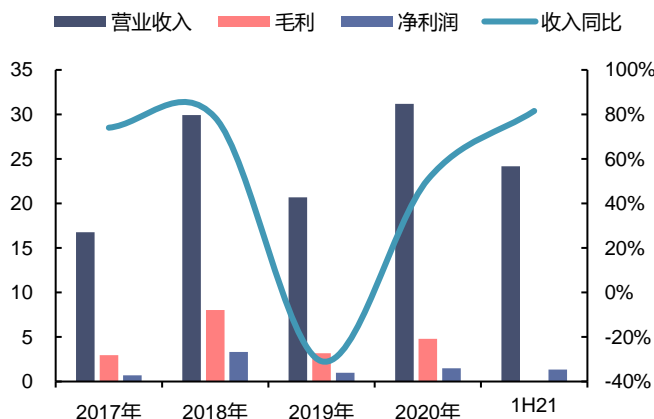
### 2、营收及毛利以电容产品为主，持续丰富代理产品线

公司主营业务收入受 MLCC 市场景气度影响较大，正持续扩大其他元器件占比。2017 年-2020 年公司营业收入分别为 16.76 亿元、29.93 亿元、20.68 亿元、31.19 亿元，公司营业收入变动与市场环境变化及公司战略相匹配。公司 2018 年营业收入较 2017 年大幅增加 78.58%，主要受益于电容、电阻等被动电子元器件行业供需变化推动产品价格大幅上涨。此外，公司 2019 年



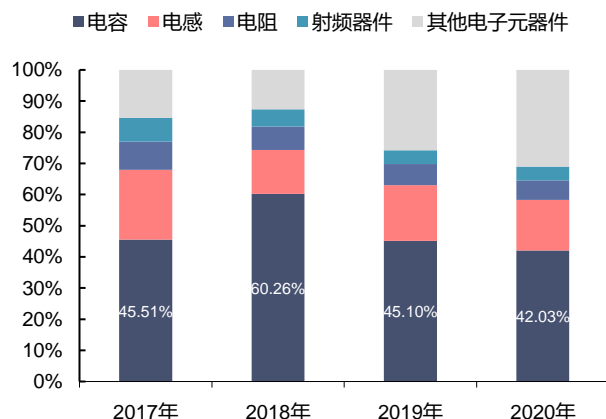
营业收入较 2018 年下降 30.89%，主要系 MLCC 等被动元器件供需矛盾缓解，价格从高位回落。2020 年，电容、电阻等被动电子元器件景气度有所回升，带动公司被动元器件销量有所增长，同时，公司持续丰富代理的产品线类型，新客户开发持续取得突破，使得其他电子元器件营业收入占比从 2017 年 15.42% 达到 2020 年 31.07%，保持较快增长。2021 年上半年，公司业绩保持高速增长，公司预计实现营收 21.88-24.18 亿元，同比增长 64.28%-81.55%，实现归母净利 1.23-1.35 亿元，同比增长 53.33%-69.47%。

图 3：公司营业收入情况（亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：公司各产品营收占比

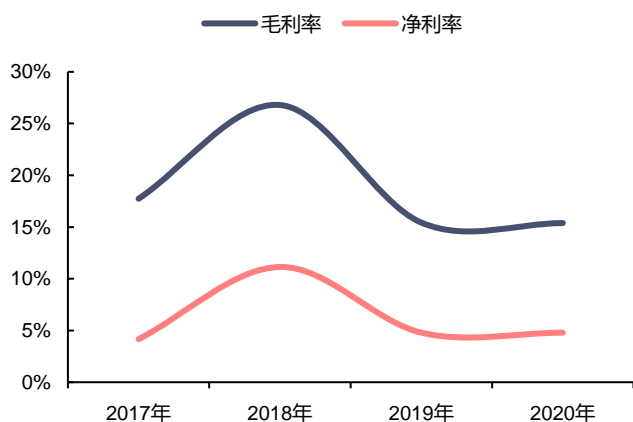


资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司毛利率受电容市场供需影响，毛利率波动明显。2017 年-2020 年公司毛利率分别为 17.74%、26.79%、15.42%、15.38%。公司 2018 年毛利率较 2017 年增长 9.06%，主要受益于电容行业供需关系紧张，电容产品价格持续上涨，公司议价能力有所提升。2019 年毛利率较 2018 年下降 11.37%，主要原因是 2018 年第四季度开始，电容产品供需关系变化，整个行业均处在去库存的过程中，价格高位回落，在此背景下，公司电容产品销售单价下降幅度高于采购成本下降幅度。2020 年毛利率较 2019 年下降 0.04%，保持稳定。

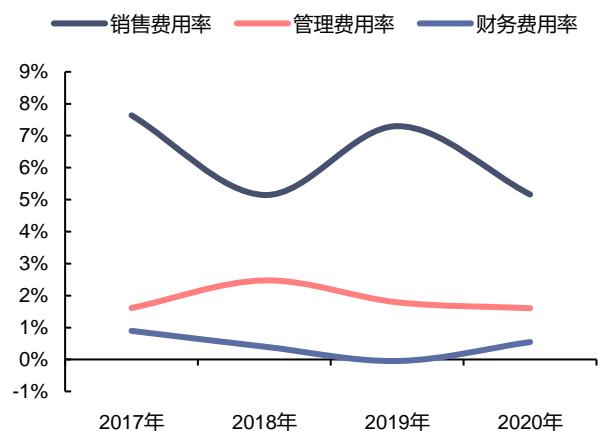
由于下游客户较为分散，销售费用率较高。2017 年-2020 年公司期间费用率分别为 10.14%、8.02%、9.04%、7.31%。期间费用中销售费用占比较大，主要原因是公司下游客户较为分散，单个客户收入占比较低，且客单价较小，客户服务所产生的销售费用具有刚性，导致公司销售费用率较高。

图 5：公司利润率情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：公司期间费用率情况



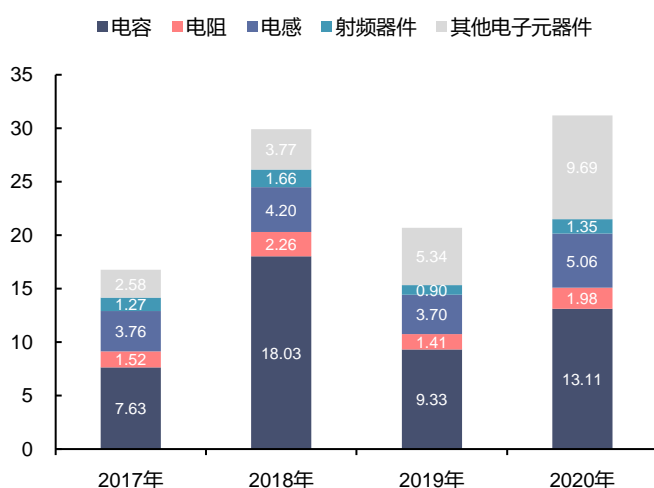
资料来源：Wind，信达证券研发中心

分业务来看，公司主营业务收入由被动元器件收入及其他电子元器件收入构成，其中被动电子

元器件收入占比较高。被动电子元器件收入分别为 14.17 亿元、26.15 亿元、15.34 亿元、21.49 亿元，2018 年、2019 年分别较上年增长 84.50%、-41.33%，其波动情况主要受电容产品收入波动影响。报告期内，其他电子元器件收入主要是公司销售连接器、存储器件、分立器件、保护器件等元器件产生的收入，收入规模较小，报告期内分别为 2.58 亿元、3.77 亿元、5.34 亿元及 9.69 亿元，呈稳定增长趋势。

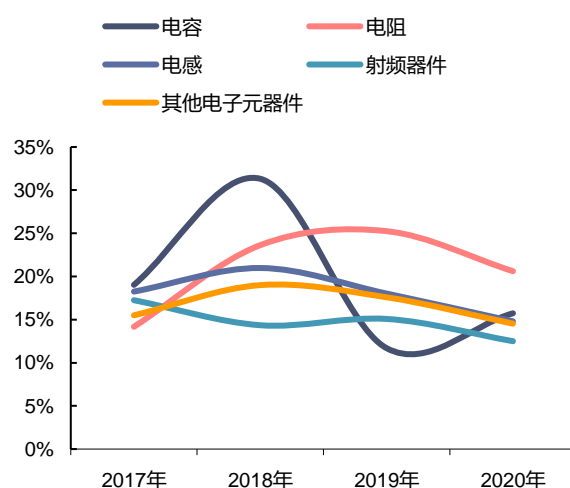
公司主营业务毛利率波动主要来自电容产品毛利率波动。2017 年-2020 年，公司电容产品的毛利率分别为 19.03%、31.32%、11.69%及 15.73%，波动较大，而其他被动电子元器件产品如电阻、电感、射频元器件的毛利率相对比较稳定。由于公司电容产品占被动元器件销售收入的 60%以上，因此，被动元器件毛利率的波动主要是由于电容产品毛利率波动所导致的。

图 7：公司分业务营收表现（亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：公司分业务毛利率表现

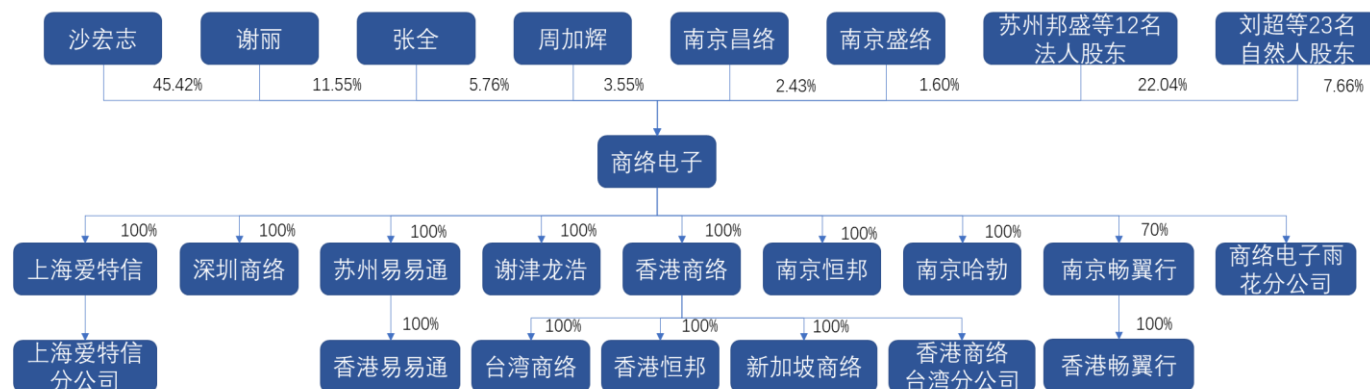


资料来源：Wind，信达证券研发中心

### 3、创始人持股近半，股权结构较为集中

沙宏志为公司控股股东和实际控制人，持有公司 47.13%股份。公司创始人沙宏志直接持有公司 1.68 亿股，占公司总股本的比例为 45.42%，同时，沙宏志分别通过南京昌络和南京盛络间接持有公司 1.03%和 0.68%的股份。南京昌络、南京盛络是公司员工持股平台，用以激励主管级别以上员工及优秀员工。

图 9：公司股权结构图



资料来源：商络电子招股说明书，信达证券研发中心

发行前，公司的股本总额为 3.70 亿股，本次公开发行 0.50 亿股，公开发行的股份数占公司发行后股本总额的比例为 12%，发行前后的股本结构如下：



**表 1：发行前后股权结构变化**

序号	股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
		持股数（万股）	比例	持股数（万股）	比例
1	沙宏志	16787.85	45.42%	16787.85	39.97%
2	谢丽	4267.2	11.55%	4267.2	10.16%
3	张全	2128	5.76%	2128	5.07%
4	苏州邦盛	1387.17	3.75%	1387.17	3.30%
5	周加辉	1310.4	3.55%	1310.4	3.12%
6	融联创投	1050	2.84%	1050	2.50%
7	南京昌络	898.46	2.43%	898.46	2.14%
8	津盛泰达	875	2.37%	875	2.08%
9	海达明德	728	1.97%	728	1.73%
10	泰宇投资	715.15	1.93%	715.15	1.70%
11	继子约翰	700	1.89%	700	1.67%
12	大联大	642.47	1.74%	642.47	1.53%
13	浙富聚洋	616	1.67%	616	1.47%
14	南京盛络	592.09	1.60%	592.09	1.41%
15	金投健康	525	1.42%	525	1.25%
16	江苏邦盛	509.09	1.38%	509.09	1.21%
17	刘超	448	1.21%	448	1.07%
18	其他	2780.12	7.52%	2780.12	6.60%
19	公司新股发行数量			5040	12.00%
合计		36960	100.00%	42000	100.00%

资料来源：商络电子招股说明书，信达证券研发中心

#### 4、业内资深人士领衔高管团队

公司的发展离不开管理团队的杰出贡献。其中：

**沙宏志**，男，1971 年生，中国国籍，中欧国际工商管理学院 EMBA。1991 年至 1995 年就职于南京依维柯汽车有限公司发动机分公司，任厂长秘书；1995 年至 1996 年就职于宝高玩具有限公司，任董事长秘书；1996 年至 1999 年从事餐饮经营；1999 年至 2015 年就职于商络有限，任董事长；2015 年至今就职于商络电子，历任公司董事长、总经理，现任公司董事长。

**张全**，男，1979 年生，中国国籍，本科学历。2001 年至 2003 年就职于深圳挑战者健身俱乐部，任销售主管；2003 年至 2015 年就职于南京商络电子有限公司，任副总经理；2015 年至今就职于商络电子，现任公司董事、副总经理、营销中心中心长。

**周加辉**，男，1969 年生，中国国籍，本科学历，会计师职称。1991 年至 2001 年就职于中国石化第二建设公司，任财务处长；2001 年至 2009 年就职于南京金鹰国际购物中心，任财务总监；2009 年至 2015 年就职于南京商络电子有限公司，任财务总监；2015 年至今就职于商络电子，历任董事、财务负责人、董事会秘书，现任公司董事、副总经理、战略管理中心中心长。

**唐兵**，男，1979 年生，中国国籍，本科学历。2002 年至 2003 年就职于华硕电脑，任工程师；2005 年至 2015 年就职于南京商络电子有限公司，历任销售部销售工程师、销售总监；2015 年至今就职于商络电子，现任公司董事、副总经理、市场供应中心中心长。

**刘超**，男，1983 年生，中国国籍，本科学历。2003 年至 2015 年就职于南京商络电子有限公司，历任销售工程师、大区经理、销售副总监、市场总监；2015 年至今就职于商络电子，现任公司董事、数字运营中心中心长。

**沙汉文**，男，1971年生，中国国籍，研究生学历，工程师职称。1992年至1996年就职于南京熊猫电子集团，担任工程师；1997年至2007年就职于南京夏普电子有限公司，担任课长；2007年至2012年就职于艾法斯微电子（南京）有限公司，担任运营总监；2012年至2015年就职于斯帕奈尔（南京）贸易有限公司，担任运营总监；2016年至2017年就职于茂莱光学科技股份有限公司，担任运营总监；2017年就职于商络电子，现任商络电子监事会主席、运营中心中心长。

**陈婕**，女，1987年生，中国国籍，本科学历。2008年至2011年就职于北京中证天通会计师事务所，任中级审计师；2011年至2015年就职于商络有限，任稽核风控部主管；2015年至今就职于商络电子，任职工代表监事、审计部部长。

**LIJIAN**，男，1970年9月出生，新加坡国籍，研究生学历。2005年至2012年就职于德州仪器有限公司，任ASP业务发展及应用总监；2012年至2015年就职于拓朗半导体技术服务公司，历任国际市场部总监、大中华区销售总监；2015年至2016年就职于英特尔公司PSG（可编程解决方案部），任销售总监；2016年至2018年就职于泰科电子有限公司，任大中华区高级销售总监；2018年至今就职于商络电子，2018年12月起担任公司总经理。

**蔡立君**，男，1980年生，中国国籍，中欧国际工商管理学院EMBA。2003年至2010年就职于普华永道会计师事务所，任审计师；2010年至2016年就职于中国城镇发展有限公司，任首席财务官；2016年至2017年就职于上海星泓投资控股有限公司，任首席财务官；2017年至今任上海津锐投资管理有限公司执行董事；2017年至2018年任商络电子独立董事；2018年至今就职于商络电子，任董事会秘书；2019年至今兼任财务负责人。

**陶立军**：男，汉族，1982年生，中国国籍，本科学历。2003年至2006年，任职于厦门TDK有限公司，任技术担当；2006年至今任职于商络有限、商络电子，先后担任产品经理、公司市场部副总监、监事，现任市场供应中心副中心长。

图 10：公司高管情况



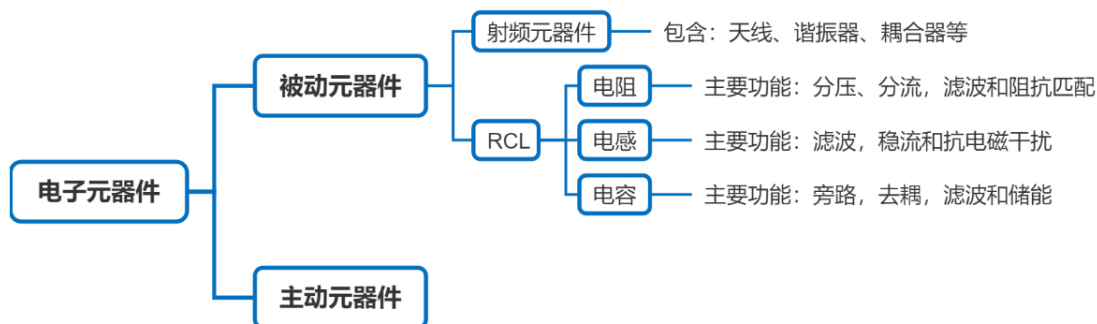
资料来源：信达证券研发中心

## 二、被动需求持续旺盛，分销集中度有望提升

### 1、被动元器件应用领域广泛，市场规模持续增长

电子元器件主要包括主动元器件和被动元器件两大类。其中，被动元器件主要包括 RCL（“阻容感”，电阻、电容、电感的统称）和射频器件两大类。被动元器件具有以下特点：第一，作为电子产业的基础，被动元器件属于刚需产品，并且被动元器件产品单价很低，单一产品用量非常大，因此，下游电子产品制造商对被动元器件的价格不敏感但对供应链安全性要求很高。第二，被动元器件品种繁多、用途广泛，仅就公司而言，代理的被动元器件品种多达 3 万种。第三，相比于主动元器件的快速迭代，被动元器件的功能较为稳定，迭代速度相对较慢，产品生命周期较长。

图 11：电子元器件分类

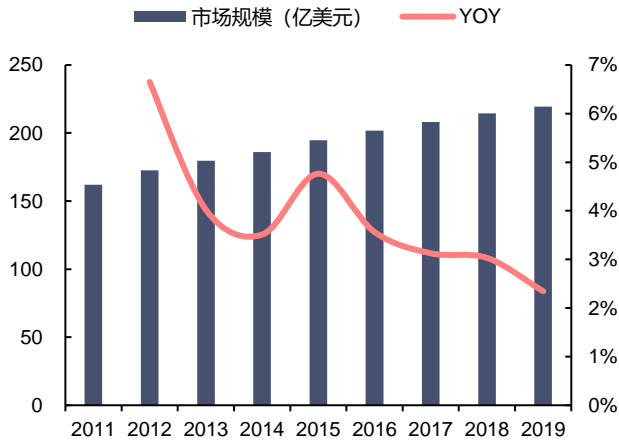


资料来源：信达证券研发中心

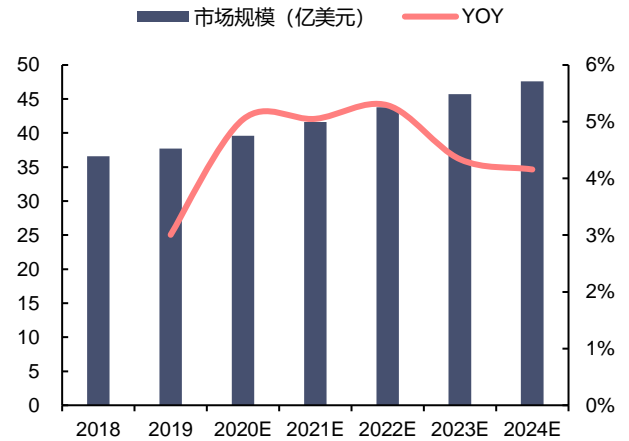
随着 5G、人工智能、物联网、自动化设备、电动汽车、区块链等产业的快速发展，以及传统产业的更新和升级，为被动元器件产业持续创造新的市场空间，电容、电感、电阻及射频器件等被动元器件的需求量将大幅增加，也为分销行业带来新的发展机遇。

**消费电子及汽车电子快速发展，全球电容市场稳步扩张。**陶瓷电容为电容市场最主要产品，MLCC 为主要陶瓷电容品种，约占陶瓷电容整体市场的 90%。MLCC 广泛应用于手机、电脑、家电等消费电子产品，近年来随着消费电子及汽车电子的快速发展，为 MLCC 市场的发展提供了广阔空间，市场规模不断扩大。在下游领域持续发展的情况下，全球电容市场稳步扩张，根据中国产业信息网的统计，2019 年全球电容器市场规模达 222 亿美元，2011-2019 年均复合增长率达 4.22%。

**全球电感市场保持稳健发展，市场规模稳步提升。**从应用领域来看，电感主要的快速增长领域包括移动通信、电脑等消费电子领域，及近期快速增长的汽车电子领域。随着各类智能手机、通信设备、汽车电子、无线充电、电气自动化设备等市场的不断发展，电感市场的需求将会进入一个稳定的增长期。根据华经情报网预测，全球电感市场仍将保持稳健发展，市场规模稳步提升，预计到 2024 年市场规模将接近 50 亿美元，2018-2024 年年均复合增长率达 5.15%。

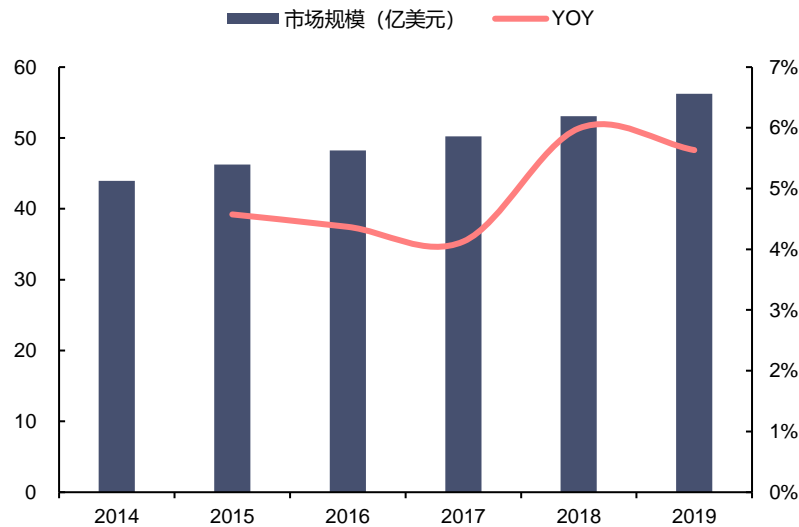
**图 12: 全球电容市场规模 (亿美元)**


资料来源: 商络电子招股说明书, 信达证券研发中心

**图 13: 全球电感市场规模预测 (亿美元)**


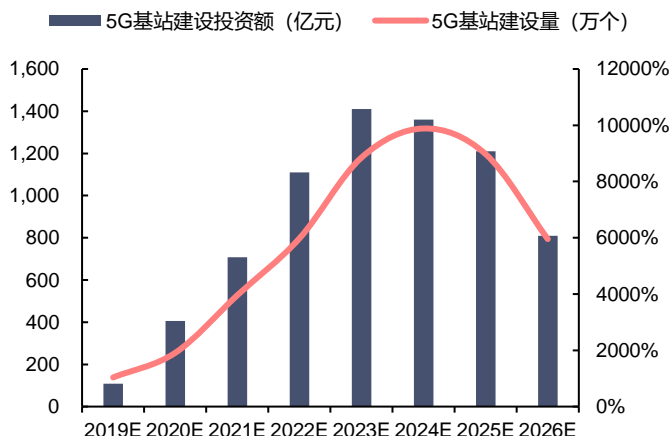
资料来源: 商络电子招股说明书, 信达证券研发中心

**全球电阻市场保持持续增长趋势。**市场上电阻种类较多, 其中片式电阻市场需求量最大, 市场份额高达 90%。片式电阻具有体积小、重量轻、电性能稳定、可靠性高、精度高、高频性能好和阻值公差小等优点, 在电子产品不断迭代更新的今天, 广泛应用于消费电子、汽车电子和网络通信等领域。根据中国产业信息网统计, 全球电阻市场保持持续增长趋势, 2019 年市场规模达到 56 亿美元, 2014-2019 年年均复合增长率 5.05%。

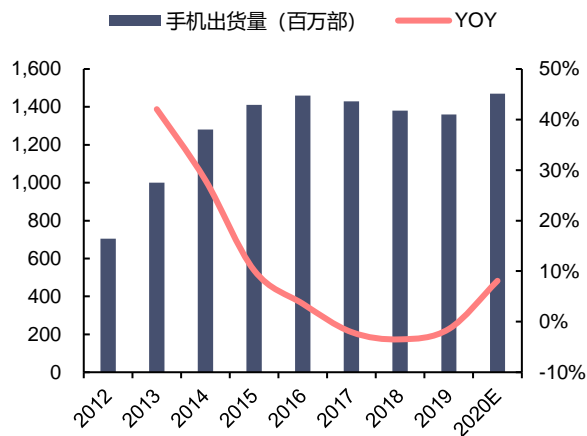
**图 14: 全球片式电阻市场规模 (亿美元)**


资料来源: 中国产业信息网, 信达证券研发中心

**5G 的大规模投资将为射频器件领域增添新的市场空间。**射频器件是实现信号发送和接收的基础零件, 是移动通信及无线连接的核心组件。近年来, 以 4G 为核心的移动通信网络的快速发展和智能手机等消费电子产品的快速增长为射频器件领域带来了快速发展的契机, 5G 市场的发展将为射频器件领域增添新的市场空间。根据商络电子估测, 目前射频器件市场已发展成为具有约 200 亿美元规模的庞大市场。随着 5G 频段的增加, 手机和 WiFi 连接的射频前端市场将在 2023 年达到 352 亿美元, 2019-2023 年年均复合增长率为 15.18%。

**图 15: 5G 基站建设规模预测**


资料来源：商络电子招股说明书，信达证券研发中心

**图 16: 2012-2020E 全球手机出货量情况（百万部）**


资料来源：商络电子招股说明书，信达证券研发中心

## 2、元器件分销商连接上下游，行业集中度将进一步提升

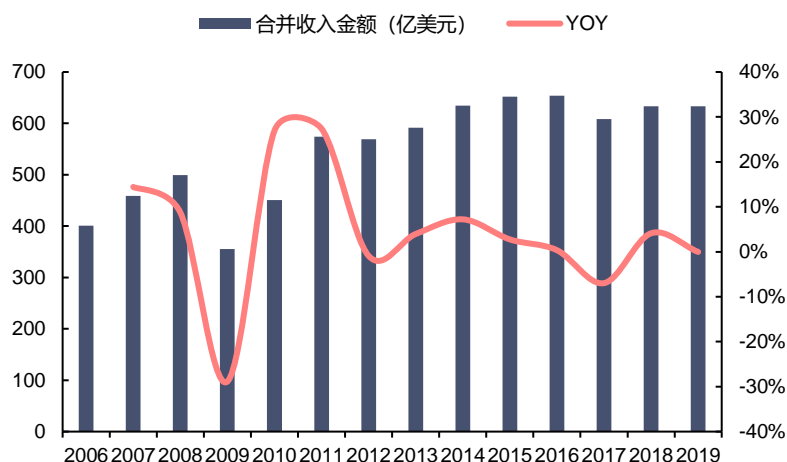
电子元器件产业链的特点决定了分销商在整个产业链中扮演着连接上下游的重要角色。首先，原厂受限于销售能力和产品开发意愿，只能集中服务于少数全球性客户，因此必须依赖于分销商庞大的销售网络，反馈下游需求信息，以便及时改进生产计划、确定产品方向。其次，对电子产品制造商而言，仅凭其自身的采购部门很难完成面向每家原厂逐家完成所有电子元器件的采购的任务，必须依赖分销商为其提供整合性的供应链服务。再次，分销商通过集合众多电子产品制造商的采购需求，可以在细分市场获得较大的市场份额，形成一定的规模优势，从而可以从原厂获得更好的产品和价格支持，进而帮助电子产品制造商降低产品成本，提高资金周转效率，增强在市场上的竞争力。

**图 17: 分销商在产业链中的作用**


资料来源：信达证券研发中心

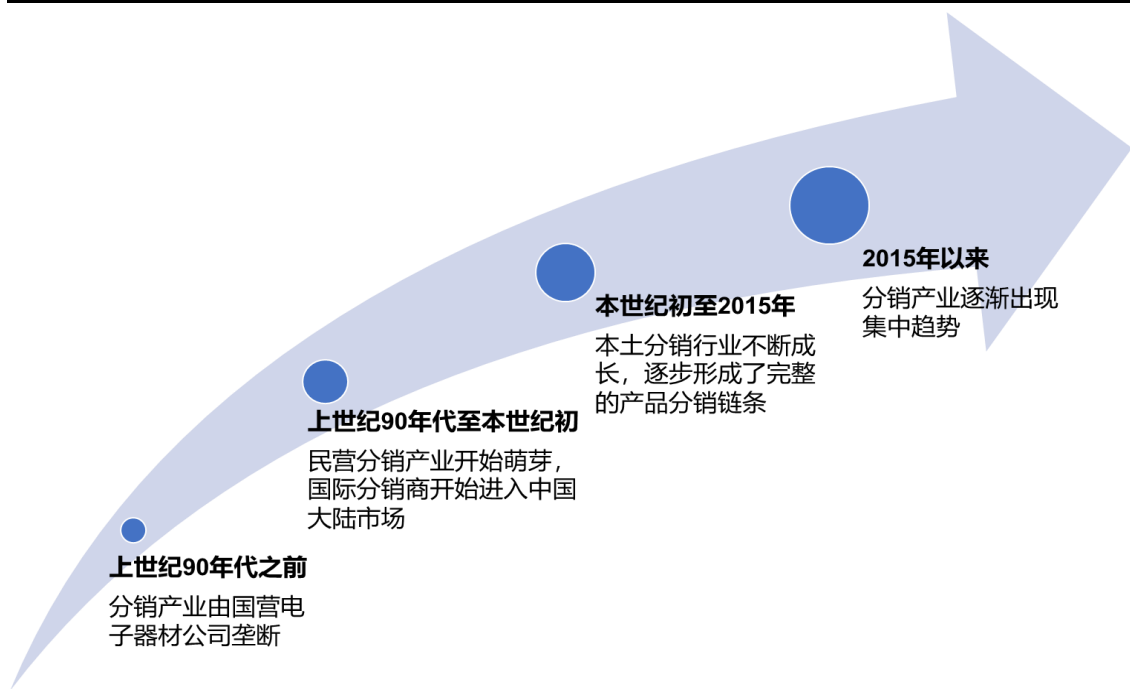
自 20 世纪 30 年代至今，国际电子元器件分销行业已有近百年的发展史，市场发展较为成熟。近年来，随着电子信息行业的快速发展，产业分工精细化、复杂化程度日益提升，分销商在产业链条中扮演着愈发重要的角色，集中度不断提升。从国际三大元器件分销商艾睿电子、大联大控股、安富利对外披露的营收情况来看，单体收入规模均已超百亿美元，合计收入规模连续多年超 600 亿美元。



**图 18: 国际三大元器件分销商收入情况 (亿美元)**


资料来源: 商络电子招股说明书, 信达证券研发中心

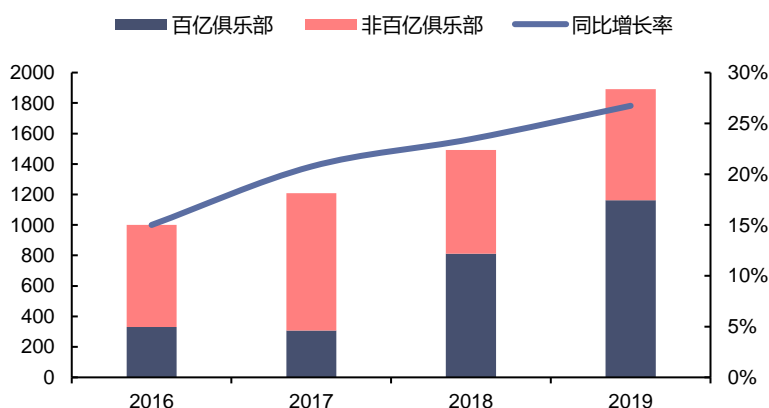
中国本土电子元器件分销产业起步于上世纪 90 年代, 至今已经历四个主要发展阶段: **第一阶段:** 上世纪 90 年代之前, 中国本土电子元器件制造品类较全, 但技术水平低, 高端元器件几乎完全依赖进口, 分销产业由国营电子器材公司垄断, 按计划体制运行。**第二阶段:** 上世纪 90 年代至本世纪初, 分销行业逐渐允许社会资本参与, 民营分销产业开始萌芽, 早期从业者大量通过香港进口元器件, 逐渐形成了深圳华强北、赛格等集聚市场, 业务形态以独立分销商为主, 国际分销商也在 90 年代中后期进入中国大陆市场。**第三阶段:** 本世纪初至 2015 年, 伴随着国际电子产品制造商在大陆的投资建厂及本土电子产业的发展, 本土分销行业不断成长, 部分独立分销商转型, 新成立的授权分销商参与其中, 本土分销商吸收国际经验, 逐步形成了完整的产品分销链条, 市场蓬勃发展。**第四阶段:** 2015 年以来, 产业链上下游头部效应显现, 各大原厂通过联合、并购的方式降低成本、扩大规模, 渠道管理策略的变化促使分销商不断发掘自身潜力, 分销产业逐渐出现集中趋势, 部分分销商登陆资本市场, 优质分销商具备的竞争能力凸显。

**图 19: 中国本土电子元器件发展阶段**


资料来源: 信达证券研发中心

中国元器件分销商营收水平持续上升，行业集中度将进一步提升。根据商络电子估测，中国 TOP25 元器件分销商的营收合计水平在 2016-2018 年间保持持续上升，三年间累计增长达 43.94%。国际电子商情数据显示，2019 年中国本土最大的 25 家分销商的销售总额为 1891.46 亿元。其中“百亿俱乐部”从 2018 年的 6 家上升至 8 家，前三名分别是中电港、泰科源、深圳华强，其合计收入为 520.85 亿元。但是，中国本土分销行业，目前还基本处于小而散的状态，前三名收入仅为全球前三大分销商销售收入的 11.81%。随着本土分销商陆续登陆资本市场，行业内兼并收购不断增加，分销行业的集中度将进一步提升。

图 20：2016-2019 年中国 TOP25 元器件分销商营收水平情况（亿元）



资料来源：商络电子招股说明书，信达证券研发中心

被动元器件为电子元器件的一个重要类别，被动元器件分销行业在遵从元器件分销行业整体共性的同时，也基于被动元器件的特点表现出一些显著差异。

**强调供应链管理，信息化要求高。**基于被动元器件客户对价格的敏感度较低而对交货及时性和交付齐套率的要求较高等特点，分销商需要建立强大的供应链管理体系，系统性地处理包括客户信息获取、客户需求预测、库存仓储调配、备货管理、物流周转、资金流转等问题。

**被动元器件分销毛利率较高。**由于被动元器件的刚需属性，在客户物料成本中占比很低但又不可或缺，客户更关注供应保障而非价格，愿意为获得供应链保障支付一定的成本，因此具备较强供应链服务能力的被动元器件分销商可以获得较高的毛利率。此外，由于被动元器件品种多、用量大但客单价小，而分销商为完成单客交易所付出的销售费用相对固定，因此销售费用率较高，客观上也要求分销商获取较高的毛利率。

**被动元器件分销产业具有较强的抗风险能力。**被动元器件的应用范围广泛，深入到电子产品的各个细分领域，下游市场非常广阔，单一下游市场的风险变化对分销产业的业绩影响较小。同时，因全面切入电子信息产业，被动元器件分销商对市场信息的掌握更加全面，可以迅速了解到下游市场长期发展趋势和短期扰动，实时调整经营策略，抗风险能力相对较强。

图 21：被动元器件分销行业特性



资料来源：信达证券研发中心

### 三、采取差异化竞争，深耕被动元器件分销

被动元器件具有“工业大米”属性，属于各行各业电子产品的必备元器件。商络电子以被动元器件分销起家，经过 20 余年的发展，已成长为该领域的龙头企业之一，现有 2,000 余家客户，覆盖下游主要细分行业的龙头企业，拥有良好的客户资源。在中国电子元器件国产化不断加速的背景下，商络电子把握机遇，取得了包括顺络电子、乐山无线电、兆易创新、长鑫存储、美格智能、兆芯等在内的一系列国内优质电子元器件生产商的代理权，尤其在主动及其他电子元件领域，与其拥有的上述广泛而优质的客户资源形成了良性互动，从而推动公司的收入及利润水平大幅提升。

#### 1、准确预测客户需求，提高服务水平

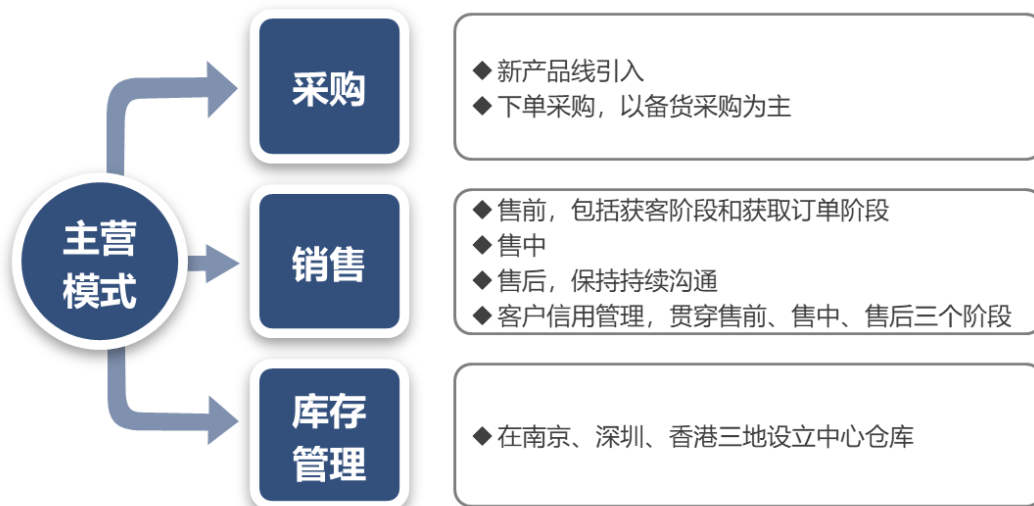
作为国内被动分销领军企业，公司根据分销市场特点发展出具有独特优势的经营模式，主要体现在采购、销售和库存管理三方面。

**1) 公司根据预测客户需求，采取备货采购模式，体现自身核心竞争力。**公司采购模式包括新产品线引入及下单采购两个阶段，其中下单采购以备货采购为主。在新产品引入阶段，公司会从多个维度对原厂进行全方位评估。经评审合格的产品线，由市场供应中心或业务拓展中心的相关人员与原厂沟通，签署代理协议，取得代理资质，与原厂建立合作关系。在备货采购流程中，公司通过对未来市场需求、客户需求的预测生成需求计划，基于需求计划进行采购，或者通过对未来原厂供应能力进行预判，对预判未来会紧缺的物料预先进行采购。准确预测客户需求是降低成本和快速响应客户需求的关键所在，也是分销商核心竞争能力的体现。

**2) 公司销售体系涵盖售前、售中、售后三个阶段，为客户提供完整的供应链服务。**售前，公司通过对细分市场的分析及趋势预判主动寻找优质客户，或者通过参加专业展会、行业协会、企业名录、客户及原厂推荐等多种途径吸引客户。售中，公司会根据客户历史交易数据与过去预测数据的匹配程度，提前向供应商采购物料，缩短客户获取物料的时间，保障客户生产物料的持续供应，并针对客户短期需求波动，通过内部调配及外部调货等额外支持工作，给予客户及时供应。公司还期与客户进行产品议价，保障客户以合理成本取得持续的电子元器件供应。在这一过程中，公司为客户提供物料的仓储、报关、物流周转等服务。售后阶段，公司保持与客户之间的持续沟通。如果产品因原厂因素出现质量问题，公司会与原厂、客户共同协商，探讨解决方案；如果产品出现因疏忽等导致的错发漏发问题，公司会与客户协商，对错料予以更换、补偿。

**公司建立了贯穿整个业务的客户信用管理流程，降低应收账款坏账风险。**公司建立了一套贯穿售前、售中、售后三个阶段的客户信用管理制度，在交易过程中，风控部门将对客户信用进行持续动态评估。根据客户的经营状况和信用风险，结合历史交易金额、逾期情况、实际回款期、投资回报率等情况，对客户的信用评级、账期及信用额度进行调整。公司对应收账款执行动态及分级管理，根据不同的逾期级别采取不同的管控措施，包括但不限于催收、缩减交易规模、停止交易、发送律师函、甚至采取法律措施等。

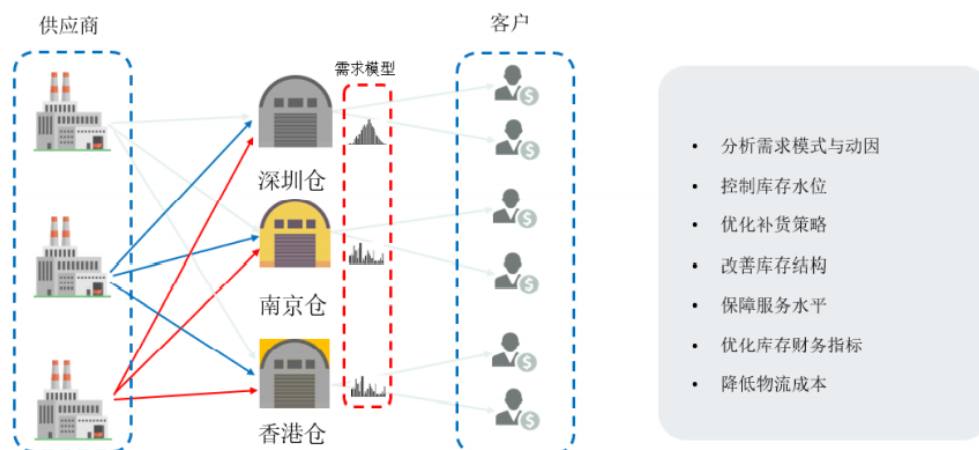
图 22: 公司主要经营模式



资料来源：信达证券研发中心

3) 公司分别在南京、深圳、香港三地设立中心仓库，以提升对客户需求的响应速度，从而提高客户服务水平。库存管理对元器件分销商来说至关重要，一方面，适当的库存种类和库存规模是分销商发挥市场平衡作用、改进整个产业链效率的基础；另一方面，分销商需要根据历史数据和未来预测等设置安全库存，周期性地对库存进行动态的维护和调整，从而降低库存资金占用成本和呆滞物料带来的存货跌价风险。公司建立了包含原厂、三地中心仓库和客户在内的网络模型，从客户需求出发改善网络结构和物流路径，优化库存在三地中心仓库之间的配置，合理调配三地中心仓库各品种的库存水平，在保证客户服务水平的同时，统筹优化仓储及物流综合成本，提升了供应链管理能力。

图 23: 仓库及物流管理



资料来源：商络电子招股说明书，信达证券研发中心

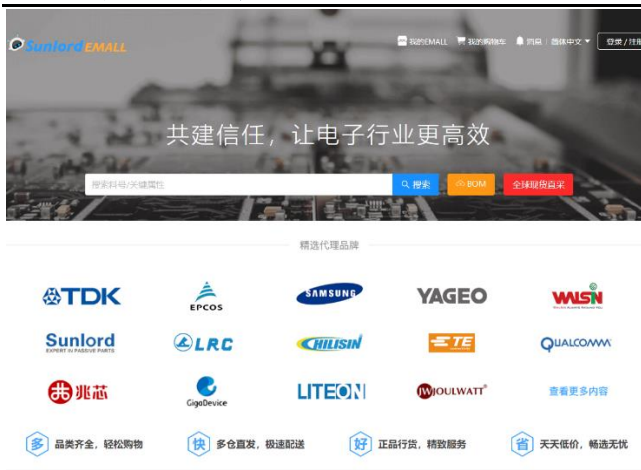
## 2、面向长尾客户，打造“类京东”线上交易平台

**线上交易平台推动授权分销商业务下沉。**由于广大长尾客户具有采购量较小、采购频率较低、资金实力较小等特点，授权分销商对其服务成本较高，因此，授权分销商更倾向于集中能力服务行业领先客户，而主要由非授权分销商为广大长尾客户提供供货服务。互联网交易平台的出现将从技术角度降低服务长尾客户的成本，授权分销商服务能力将进一步提升，服务领域将进一步下沉，从而在一定程度上压缩独立分销商的生存空间，对其业务产生挤出效应。



公司除了传统线下分销渠道外，积极开拓线上交易平台。公司的线下分销业务主要面向大中型客户，线上交易平台主要面向长尾客户。公司目前拥有 SunlordEMALL（商络电子商城）和易易通两个线上交易平台，两个平台功能不同，面向不同客户群体。公司初步打造的 SunlordEMALL 系统已在为公司中小客户提供在线交易服务，帮助公司提高交易效率，减少交易误差，后续公司将持续探索网上平台交易模式，将在 SunlordEMALL 的基础上进一步开发面向全市场的“类京东”交易平台系统，推动公司业务持续下沉。易易通是行业领先的电子库存、呆料尾料处理平台，自成立起一直坚持以为原厂、代工厂、品牌方、代理商等提供电子库存解决方案为己任，助力各类闲置电子元器件、呆料快速成交。目前平台入驻供应商超 1 万家，优秀合作伙伴有小米、京东方、品佳、中磊、新华三、富士康、南京商络等，注册采购商超 10 万家。截止 2020 年 12 月，平台成交物料超 25 亿颗，成交总货值超 10 亿元。

图 24：商络电子商城官网截图



资料来源：商络电子商城官网，信达证券研发中心

图 25：易易通官网截图



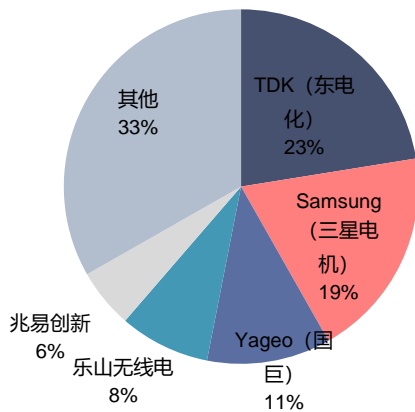
资料来源：易易通官网，信达证券研发中心

### 3、上游原厂集中，下游高度分散

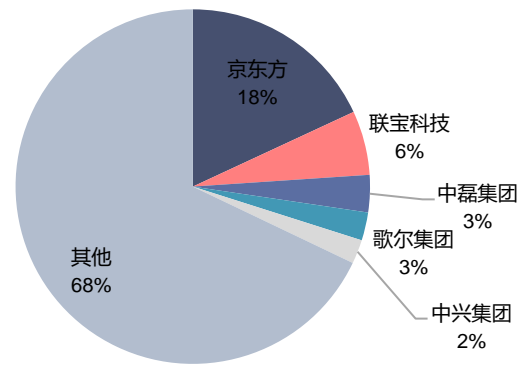
公司位于电子元器件产业链的中间环节，作为分销商，和电子元器件生产商及电子产品制造商基于供应链合作形成经济协同，以提升产业反应速度并不断优化成本，是连接上下游的重要纽带。

公司积极开拓新的原厂渠道。公司的主要供应商均为世界排名靠前的元器件生产商，由于元器件生产具有相对集中性，前五大生产商的市场集中度较高。在此情形下，公司积极开拓新的原厂渠道，取得新的原厂、产品的代理资格，降低原厂渠道相对集中的风险。经过多年发展，公司目前已取得六十余家原厂的代理，原厂渠道持续拓宽。同时，公司具有 2000 多家客户，具有丰富的客户资源。公司客户包括京东方、联宝科技、中磊集团、歌尔集团、中兴集团、舜宇光电等公司。公司第一大客户京东方占公司营收 18.08%。



**图 26：公司 2020 年主要供应商**


资料来源：商络电子招股说明书，信达证券研发中心

**图 27：公司 2020 年主要客户**


资料来源：商络电子招股说明书，信达证券研发中心

#### 4、与同行业上市公司差异化竞争，形成竞争优势

国际电子元器件分销商有艾睿电子（ARW）、安富利（AVT）、大联大控股（3702.TW）。国内主要上市元器件分销商有润欣科技（300493.SZ）、韦尔股份（603501.SH）、力源信息（300184.SZ）、深圳华强（000062.SZ）和火炬电子（603678.SH）。公司主要从事被动电子元器件分销，与同行业公司原厂品牌存在一定的差异。

**表 2：公司与其他上市公司主要供应商相同的情况**

商络电子主要原厂品牌	深圳华强	力源信息	润欣科技	韦尔股份	火炬电子
TDK（东电化）					
Samsung（三星电机）				√	
Yageo（国巨）				√	
乐山无线电					
顺络电子					
兆易创新	√	√			
RF360					

资料来源：商络电子招股说明书，信达证券研发中心

与同行业公司相比，公司具有授权品牌优势、客户基础优势、供应链管理优势、风险控制优势以及团队优势。

公司拥有 80 多家国内外知名原厂的代理资质。公司自成立以来，经过多年的潜心合作发展，已积累了众多优质的原厂授权资质，先后取得了 TDK（东电化）、Samsung（三星电机）、Yageo（国巨）、顺络电子、TE（泰科）、乐山无线电、兆易创新等 80 余家国内外知名原厂的代理资质。通过取得原厂的代理授权，公司可以按照有竞争力的价格及时取得原厂高品质的元器件产品，并依托原厂技术、品牌、规模等优势，维持并持续开拓下游中高端产品市场，将原厂的竞争力转化为公司的竞争力，有利于公司维持高效运转的销售网络，打造核心竞争能力，形成原厂、客户对公司销售体系长久的依赖关系，建立长期可持续的盈利模式。

**表 3：与同行业可比公司在原厂授权情况的比较**

公司名称	原厂授权情况
力源信息	代理及分销的主要产品线有 SONY（索尼）、MURATA（村田）、JAE（航空电子）、ST（意法）、ON（安森美）、ROHM（罗姆）、LUMILEDS（流明）、RENESAS（瑞萨）、OMRON（欧姆龙）、Fingerprint cards AB（FPC）、RUBYCOM（路碧康）、KNOWLES（楼氏）、AMPHENOL（安费诺）、KDS（大真空）、AMPLEON（埃赋隆）、TOSHIBA（铠侠）、VISHY（威世）、INFINEON（英飞凌）、HOSIDEN（豪熙电）、华为海思、思特威、中兴微、移远、锐能微、泰凌微、兆易创新、思立微、大唐恩智浦、锐骏等近 200 家原厂
深圳华强	代理及分销的主要产品线有：Murata（村田）、紫光展锐、松下、IXYS、Wolf speed（Cree）、对华为海思、江波龙、兆易创新、澜至电子、上海高清、紫光国芯、士兰微、ST（意法半导体）、Techpoint、全志科技、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、TE（泰科）、罗姆（ROHM）等原厂
韦尔股份	主要代理光宝、松下、Molex、Yageo（国巨）、南亚等知名的半导体生产厂商的产品
润欣科技	代理及分销的主要产品线有：高通、思佳讯、瑞声科技、AVX/京瓷、汇顶科技等原厂
火炬电子	代理及分销的主要产品线包括：太阳诱电、AVX、KEMET 等原厂
商络电子	代理及分销的主要产品线有 TDK（东电化）、Samsung（三星电机）、Yageo（国巨）、顺络电子、TE（泰科）、乐山无线电、兆易创新、Walsin（华科）、Kyocera（京瓷）、EPCOS（爱普科斯）、LELON（立隆）、华威、TEAPO（智宝）、TA-I（大毅）、Chilisin（奇力新）、文善等 80 余家国内外原厂

资料来源：商络电子招股说明书，信达证券研发中心

公司为约 2,000 家客户提供分销服务，客户涵盖网络通信、消费电子、汽车电子、工业控制等应用领域。客户中既有业内知名的各行业大客户，如京东方、联宝科技、舜宇光电等，为公司赢得市场地位和美誉度；又有数量庞大的中小客户为公司提供长期潜在业务机会，并有效地分散经营风险。

**图 28：公司主要代表客户**


资料来源：商络电子招股说明书，信达证券研发中心

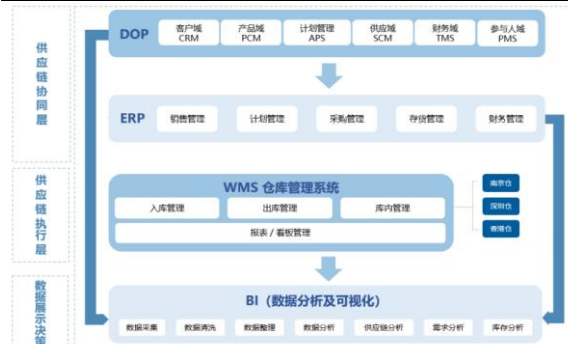
公司在发展过程中高度重视供应链管理，已形成完善的“采、销、存”供应链体系。通过对从供应商到客户的产品流、信息流和资金流的集成管理，在保障客户供应的情况下，最小化供应链成本，实现自身收益。商络电子以客户为中心，为快速响应客户需求，以总部南京为依托，在深圳、上海、苏州、天津、香港、新加坡、台湾设有子公司，在北京、青岛、西安、苏州、武汉、合肥、重庆、杭州、厦门、成都、潍坊、广州、泰国、马来西亚等电子制造集中地设有办事处，并在南京、深圳、香港三地设立大型仓储物流中心，总面积达 1.5 万平方米，并配备 WMS 系统、无线扫描系统、自动贴标系统，为客户最大限度争取本地化服务、快速物流和价格成本上的比较优势。

图 29：本地化服务网络



资料来源：商络电子招股说明书，信达证券研发中心

图 30：数字化运营信息系统架构

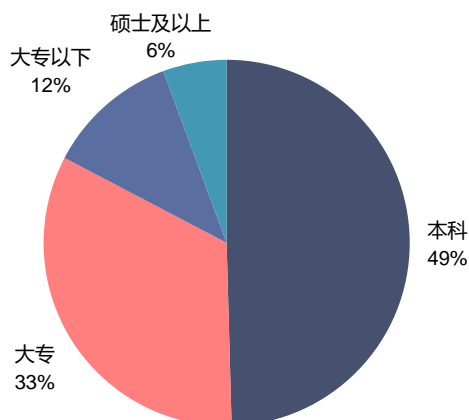


资料来源：商络电子招股说明书，信达证券研发中心

公司拥有全流程的风险控制措施，从原厂品质、物料管理、客户信用等各个环节对风险进行管控，保障公司稳健发展。公司建立了新产品线评估流程，筛选优质原厂，并对物料采购渠道进行严格管控，保障电子元器件产品的品质；公司通过专业人员及信息系统，对物料供求数据进行运算，从而合理配置缓冲库存，减少上下游供需波动带来的产业链风险；公司不断完善仓储管理系统，配备无线扫描仪、自动贴标机等设备，以减少错发、漏发等问题，避免公司业务风险；公司还成立了品质管理部门，负责处理因原厂因素导致的客户品质问题，减少客户损失，降低原厂及公司风险；公司建立了完善的客户授信评估流程，从源头确保公司交易安全，并购买信用保险，预防可能发生的坏账损失。

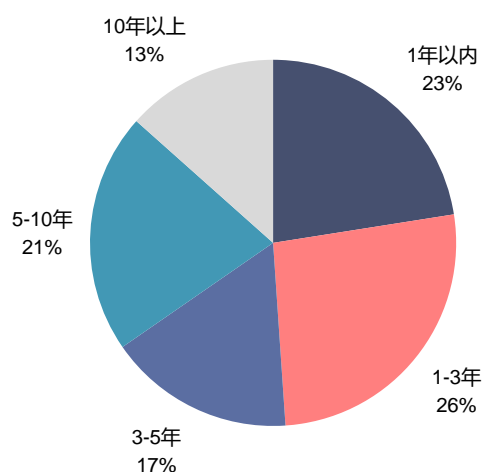
公司具备一支稳定并不断壮大的员工队伍。自公司创立以来，核心管理人员一直深耕被动元器件分销领域，已有近 20 年的行业从业经验，对行业的发展有深刻理解，为公司做出正确决策、实现可持续发展提供重要保障。目前，公司一半以上员工工作年限超过 3 年，5 年以上占比 34%。员工对公司价值观及使命的认同，是公司业务保持持续发展的重要动力，对客户服务质量有着积极的影响，并保障公司战略的快速执行落地。

图 31：员工学历结构



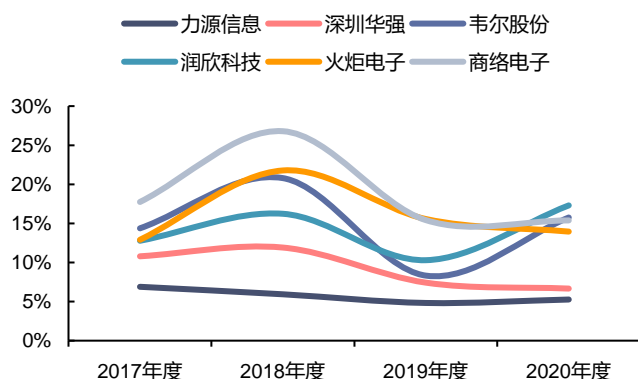
资料来源：商络电子招股说明书，信达证券研发中心

图 32：员工工作年限结构

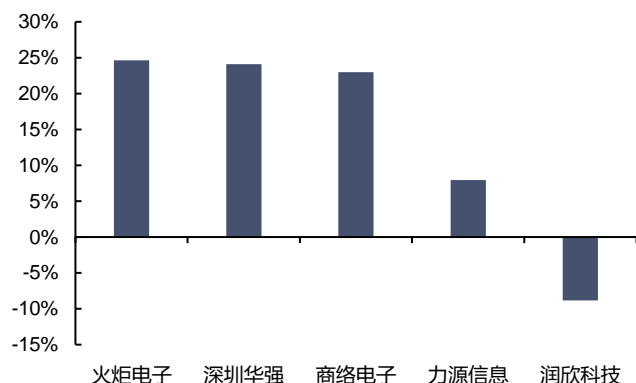


资料来源：商络电子招股说明书，信达证券研发中心

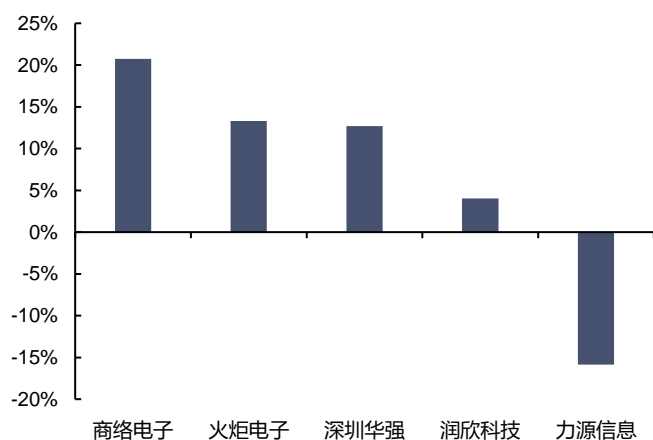
相比于可比公司，公司总体毛利率较高，主要原因是分销的产品结构不同，公司被动元器件产品销售收入占比较高，而被动元器件的毛利率相对较高。具体原因如下：第一，下游客户对于被动电子元器件价格敏感度较低；第二，被动元器件分销商的客户往往较为分散，需要保持较高的毛利率以匹配较高的销售费用率。此外，公司在收入增速、净资产收益率以及周转率等方面均处于行业内领先水平。

**图 33: 公司与可比公司分销业务的毛利率情况**


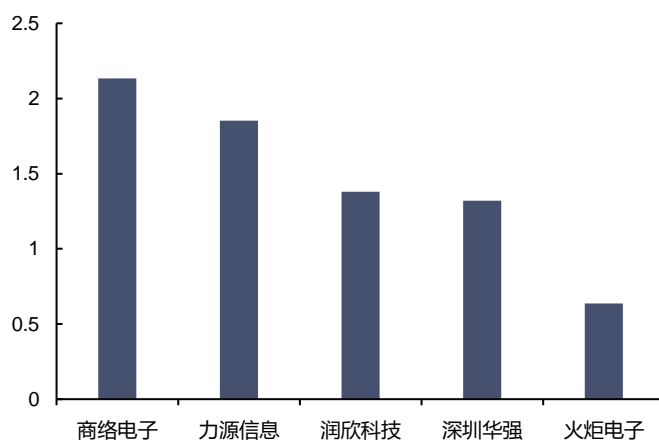
资料来源: 商络电子招股说明书, 信达证券研发中心

**图 34: 公司与可比公司收入增速情况**


资料来源: 上市公司公告, 信达证券研发中心

**图 35: 公司与可比公司净资产收益率情况**


资料来源: 上市公司公告, 信达证券研发中心

**图 36: 公司与可比公司资产周转率情况**


资料来源: 上市公司公告, 信达证券研发中心

## 四、募投项目加强数字化管理, 提升市场竞争力

### 1、募投项目概况

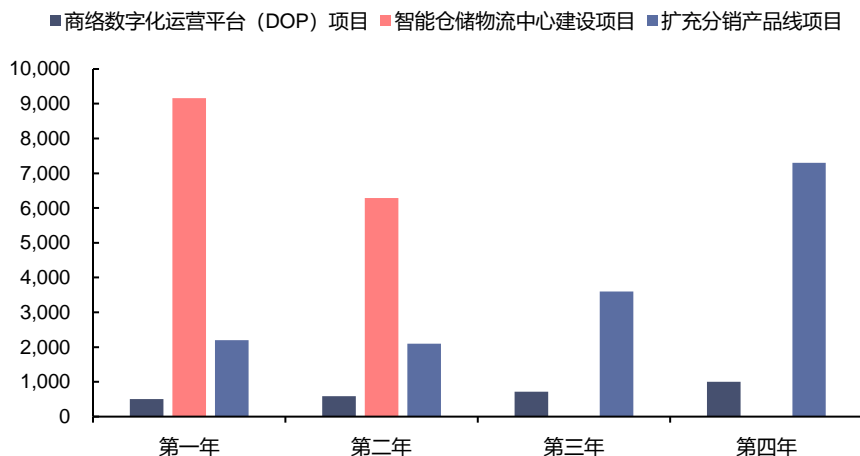
本次募集资金总额 2.76 亿元, 主要用于商络数字化运营平台 (DOP) 项目、智能仓储物流中心建设项目、扩充分销产品线项目。“商络数字化运营平台 (DOP) 项目”是对公司服务原厂、客户能力的提升, 从信息系统着手, 提升公司的服务能力和服务效率, 增强客户体验; “智能仓储物流中心建设项目”是为主营业务提供基础设施支持, 通过新仓库的建设, 公司能够扩大仓储容量和周转能力, 及时响应客户, 服务客户, 为提升公司的竞争能力, 支持公司未来五年的快速发展奠定基础; “扩充分销产品线项目”是公司进一步扩充代理产品线, 扩大原厂覆盖的重要方式。

**表 4: 募投项目情况 (万元)**

项目名称	投资金额	募集资金投资金额
商络数字化运营平台 (DOP) 项目	2,816.01	2,816.01
智能仓储物流中心建设项目	15,450.00	15,450.00
扩充分销产品线项目	15,200.00	15,200.00
合计	33,466.01	33,466.01

资料来源: 商络电子招股说明书, 信达证券研发中心

图 37: 募投项目使用安排 (万元)



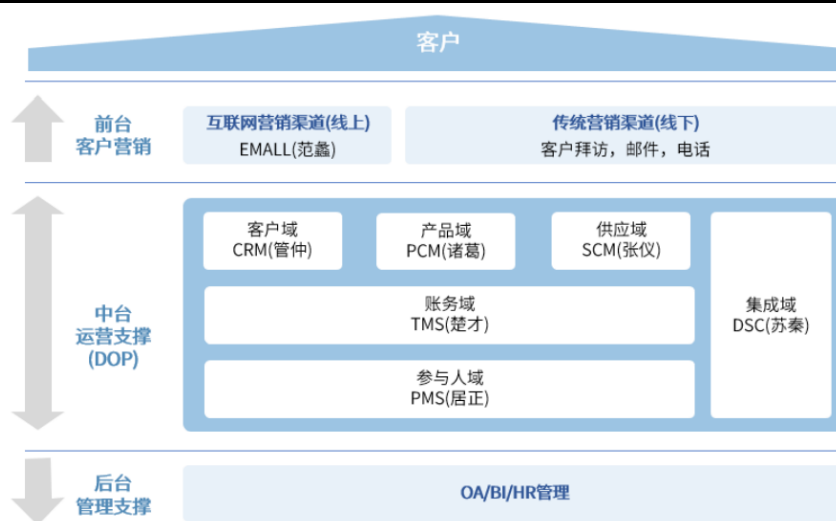
资料来源: 商络电子招股说明书, 信达证券研发中心

## 2、商络数字化运营平台 (DOP) 项目

DOP (Digital Operation Platform) 即数字化运营平台, 简称商络云, 是基于互联网、移动互联网、物联网、人工智能等技术手段, 实现销售、采购、仓储、物流全流程精细化管理。该平台旨在实现商流、物流、资金流、信息流四位一体的全流程数据智能协作、分析、决策; 协同上游供应商和下游客户实现数字化、智能化运营; 服务未来 5 年的百万级 SKU, 万级用户量, 千级日交易量。

通过购置开发、测试设备以及相应的配套设备和设施, 建立技术研发团队, 在电商交易平台 (EMALL)、客户关系管理 (CRM)、供应链管理 (SCM)、产品管理 (PCM)、数据管理 (DSC) 等方面建立与公司业务发展相适应的高效数字化运营平台 (DOP)。

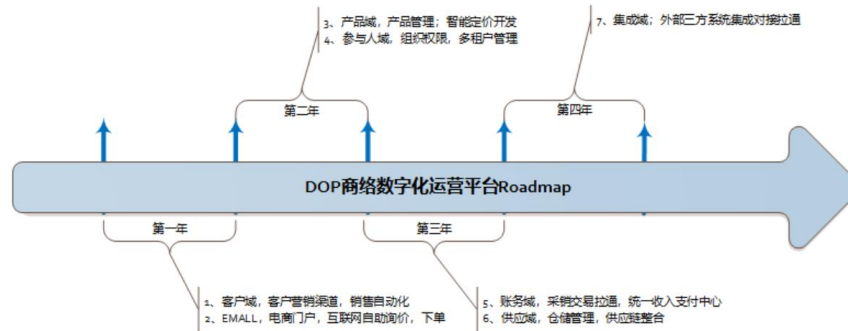
图 38: DOP 项目主要建设内容



资料来源: 商络电子招股说明书, 信达证券研发中心

该项目建设期为 4 年, 总投资为 2816.01 万元, 其中硬件设备投资 66.36 万元, 软件投资 206.13 万元, 项目实施费用 2543.52 万元。



**图 39: DOP 项目进度规划**


资料来源：商络电子招股说明书，信达证券研发中心

**表 5: 项目资金分配情况（万元）**

序号	项目	投资额	占比
1	硬件设备投资	66.36	2.36%
2	软件投入	206.13	7.32%
3	项目实施费用	2,543.52	90.32%
3.1	研发及测试人员费用	2,239.00	79.51%
3.2	运营设备投入	256.40	9.11%
3.3	开发及测试设备投入	48.12	1.71%
合计		2,816.01	100%

资料来源：商络电子招股说明书，信达证券研发中心

### 3、智能仓储物流中心建设项目

为满足公司日益增长的供应链配套要求，公司拟建设智能仓储物流中心及相关配套设施。在新建设的智能仓储物流中心中，公司将与领先的物流管理设备提供商合作，定制立体仓库所需的自动化设备和工作流水线，并投入相应软件系统配合原有仓储管理系统进行升级，**全面实现仓储硬件设备设施和 WMS 系统的集成配套，实现仓储物流信息化。**

智能仓储物流中心投入运营后，对电子元器件的储存、分拆、拣选、配送能力大大增强，可实现库容量 500 万盘，日在库品规格 4 万种，日出库容量 10 万盘，满足公司在未来 5 年业务高速增长的需要。项目的实施还将进一步优化仓储物流体系，大幅削减拣货时间，防止出货错误，以提升仓储物流的技术水平。项目的实施有助于加强公司对各地仓储物流中心的供货能力，加强各地仓储物流中心对区域市场的控制和培育，有助于提高管理效率、提升服务水平，对加快建成全国性规模化、信息化仓储物流网络具有重要意义。

公司计划使用本次募集资金 1.55 亿元用于实施智能仓储物流中心建设项目。本项目计划建设期 24 个月，计划分 4 个阶段实施完成，包括：土建工程及配套装修，设备购置与安装调试，人员招聘及培训，试运行及验收阶段。

**图 40: 智能仓储物流中心项目进度规划**

项目实施内容	T+1				T+2			
	1-3 月	4-6 月	7-9 月	10-12 月	13-15 月	16-18 月	19-21 月	22-24 月
土建工程及配套装修								
设备购置及安装调试								
人员招聘及培训								
试运行及验收								

资料来源：商络电子招股说明书，信达证券研发中心

**表 6：项目资金分配情况（万元）**

序号	项目	投资额	占比
1	设备投资	6,285.00	40.68%
1.1	输送设备	2,329.00	15.07%
1.2	存储设备	2,488.00	16.10%
1.3	其他设备	1,088.00	7.04%
1.4	安装运输费	380.00	2.46%
2	土建投资	7,892.07	51.08%
2.1	土建工程及配套工程投资	6,806.01	44.05%
2.2	辅助工程及工程建设其他费	1,086.06	7.03%
3	土地使用费	1,272.93	8.24%
合计		15,450.00	100%

资料来源：商络电子招股说明书，信达证券研发中心

#### 4、扩充分销产品线项目

公司拟用 **1.52 亿元**资金，对现有分销产品线进行扩充，增加代理产品线。公司目前计划在钽电解电容、铝电解电容、LED、MCU 及 CPU 等产品领域进行业务拓展，与领域内的品牌原厂进行深入合作。通过扩充产品线计划的实施，公司将进一步加强在电子元器件领域的市场竞争力，提升公司的行业地位和盈利能力。

本项目将分 4 年完成，每年计划分别投入资金 0.22 亿元、0.21 亿元、0.36 亿元及 0.73 亿元，共计 1.52 亿元。第五年起，本项目投入规模将基本保持稳定，并可通过本项目下的自有资金循环运转实现预测销售收入及净利润。

## 五、盈利预测、估值与风险因素

### 1、盈利预测

商络电子是国内领先的被动元器件分销商，主要面向网络通信、消费电子、汽车电子、工业控制等应用领域的电子产品制造商，为其提供电子元器件产品。公司代理的产品包括电容、电感、电阻及射频器件等被动电子元器件及 IC、分立器件、功率器件、存储器件及连接器等其他电子元器件，其中以被动电子元器件为主。

**电容：**作为公司主营产品，占总营收 40%以上，其主要应用于消费电子、汽车电子等领域。随着电容市场景气度回升，预计在未来几年电容产品的销量和价格呈现稳定增长，预计 2021/2022/2023 年营收增速达 42.81%/35.38%/24.69%；预计未来三年的毛利率为 18.67%。

**电感：**从应用领域来看，电感主要的快速增长领域包括消费电子领域，以及近期快速增长的汽车电子领域。预计随着各类智能手机、通信设备、汽车电子、无线充电、电气自动化设备等市场的不断发展，电感市场的需求将会进入一个稳定的增长期。预计 2021/2022/2023 年营收增速达 32.45%/20.00%/12.50%；预计未来三年的毛利率为 17.37%。

**电阻：**该类产品营收增长稳定，我们预计 2021/2022/2023 年营收增速达 40.00%/30.00%/30.00%；预计未来三年的毛利率分别为 23.16%/23.01%/22.26%。

**射频器件：**该类产品营收增长稳定，我们预计 2021-2023 年营收增速分别为 50%/35%/35%；我们预计毛利率分别为 13.98%/13.85%/13.44%。

**其他元器件：**该类业务主要包括连接器、保护器、存储器等非被动电子元器件，未来随着公司积极开拓新的分销产品线，被动元器件以外的其他元器件代理份额也有望快速提升，我们预计 2021/2022/2023 年增速分别为 70%/45%/45%；毛利率方面，我们预计分别为 17.04%/16.39%/15.99%。

表 7：公司各业务营收及毛利率预测（百万元）

		2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
电容	营收	762.64	1803.38	932.84	1310.81	1872.00	2534.40	3160.08
	YOY		136.46%	-48.27%	40.52%	42.81%	35.38%	24.69%
	毛利率	19.03%	31.32%	11.69%	15.73%	18.67%	18.67%	18.67%
	毛利	145.13	564.82	109.05	206.19	349.43	473.08	589.87
电感	营收	375.64	419.69	370.16	505.79	669.90	803.88	904.37
	YOY		11.73%	-11.80%	36.64%	32.45%	20.00%	12.50%
	毛利率	18.25%	20.98%	18.02%	14.80%	17.37%	17.37%	17.37%
	毛利	68.55	88.05	66.70	74.86	116.37	139.64	157.10
电阻	营收	151.96	225.68	140.82	197.53	276.54	359.50	467.36
	YOY		48.51%	-37.60%	40.27%	40.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	14.17%	23.63%	25.25%	20.61%	23.16%	23.01%	22.26%
	毛利	21.53	53.33	35.56	40.71	64.06	82.71	104.04
射频器件	营收	127.14	166.36	90.37	135.35	203.03	274.08	370.01
	YOY		30.85%	-45.68%	49.77%	50.00%	35.00%	35.00%
	毛利率	17.25%	14.35%	15.08%	12.50%	13.98%	13.85%	13.44%
	毛利	21.93	23.87	13.63	16.92	28.38	37.97	49.74
其他元器件	营收	258.34	377.31	533.96	969.12	1647.50	2388.88	3463.88
	YOY		46.05%	41.52%	81.50%	70.00%	45.00%	45.00%
	毛利率	15.50%	19.00%	17.59%	14.53%	17.04%	16.39%	15.99%
	毛利	40.05	71.69	93.94	140.82	280.73	391.46	553.72

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

费用率方面, 假设期间费用率保持稳定, 我们预计 2021/2022/2023 年公司营业总收入分别为 46.69/63.61/83.66 亿元, 归母净利润分别为 2.61/3.17/3.88 亿元, 对应发行后 EPS 分别为 0.62/0.76/0.92 元, 对应 PE 分别为 32/26/21 倍。

表 8: 公司未来三年业绩预测 (百万元)

主要财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2068.43	3118.96	4668.97	6360.74	8365.68
同比(%)	-30.89%	50.79%	49.70%	36.23%	31.52%
归属母公司净利润	99.03	149.61	260.82	317.40	388.14
同比(%)	-70.33%	51.07%	74.34%	21.69%	22.29%
毛利率(%)	15.42%	15.38%	17.97%	17.68%	17.39%
ROE(%)	10.85%	14.54%	21.37%	21.44%	24.20%
EPS (摊薄)(元)	0.27	0.40	0.62	0.76	0.92
P/E	84	55	32	26	21

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 7 月 30 日收盘价

## 2、估值分析

我们选取火炬电子、深圳华强、作为可比上市公司。其中, 火炬电子主要专业从事陶瓷电容器研发、生产、销售和技术支持, 其中贸易业务占营收 67.6%, 主要包括大容量陶瓷电容器、钽电解电容器、金属膜电容器、铝电解电容器、电感器、双工器、滤波器等。深圳华强具体业务包括电子元器件线下分销、电子元器件线上交易平台、电子元器件及电子终端产品线下交易平台、品牌终端产品线上分销等。

商络电子是国内少数专注于被动元器件分销业务的企业, 我们看好公司在被动元器件分销领域的领先优势, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 9: 可比公司估值情况

公司	代码	股价	市值 (亿)	EPS			PE			PS (LYR)	PB (MRQ)
				21E	22E	23E	21E	22E	23E		
火炬电子	603678.SH	79.29	364.62	2.01	2.74	3.58	39.39	28.97	22.17	8.67	8.97
深圳华强	000062.SZ	15.83	165.57	0.83	0.98	1.14	19.17	16.22	13.89	0.91	2.87
平均估值				1.42	1.86	2.36	29.28	22.60	18.03	4.79	5.92
商络电子	300975.SZ	18.82	79.04	0.62	0.76	0.92	31.80	26.13	21.37	2.24	6.91

资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 注: 业绩预测取自 Wind 一致预期, 股价为 2021 年 7 月 30 日收盘价

## 六、风险提示

(1) 业绩波动的风险。公司作为电子元器件产业的中间环节, 受元器件价格波动的影响, 会造成经营业绩的波动。若公司不能及时、有效地应对产业周期变化或个别因素导致的市场价格波动, 则可能存在经营业绩大幅波动的风险。

(2) 新冠疫情反复的风险。若全球疫情短期内无法有效控制, 将对电子元器件产业上下游产生较大的冲击, 上游原厂生产的局部中断有可能影响电子元器件的正常供应, 同时终端需求萎缩也会对电子元器件的销售产生不利影响。





**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1182.29	1712.68	2398.45	3279.80	4346.65
货币资金	123.66	141.35	126.96	172.96	227.48
应收票据	22.96	54.23	81.18	110.59	145.45
应收账款	630.36	954.34	1428.62	1946.27	2559.74
预付账款	17.83	74.47	108.06	147.73	195.00
存货	252.74	355.46	499.63	671.05	893.67
其他	134.74	132.84	154.01	231.20	325.31
<b>非流动资产</b>	46.24	75.38	164.82	231.71	231.77
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产(合计)	25.64	26.21	23.94	21.87	65.80
无形资产	2.79	24.35	26.97	30.11	34.31
其他	17.81	24.81	113.91	179.73	131.66
<b>资产总计</b>	1228.53	1788.06	2563.27	3511.51	4578.42
<b>流动负债</b>	258.05	666.80	1211.07	1872.21	2978.11
短期借款	6.00	326.43	715.24	1195.86	2086.29
应付票据	3.31	3.30	4.79	6.55	8.64
应付账款	188.59	266.50	386.73	528.69	697.86
其他	60.16	70.57	104.32	141.11	185.32
<b>非流动负债</b>	15.77	17.79	14.19	15.86	15.98
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	15.77	17.79	14.19	15.86	15.98
<b>负债合计</b>	273.82	684.59	1,225.26	1,888.08	2,994.09
少数股东权益	0.04	0.43	0.24	0.00	-0.28
归属母公司股东权益	954.67	1,103.04	1,337.77	1,623.43	1,584.62
<b>负债和股东权益</b>	1228.53	1788.06	2563.27	3511.51	4578.42

**重要财务指标**

单位:百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2068.43	3118.96	4668.97	6360.74	8365.68
同比(%)	-30.89%	50.79%	49.70%	36.23%	31.52%
归属母公司净利润	99.03	149.61	260.82	317.40	388.14
同比(%)	-70.33%	51.07%	74.34%	21.69%	22.29%
毛利率(%)	15.42%	15.38%	17.97%	17.68%	17.39%
ROE%	10.85%	14.54%	21.37%	21.44%	24.20%
EPS(摊薄)(元)	0.27	0.40	0.62	0.76	0.92
P/E	84	55	32	26	21
P/B	4	3	2	1	1
EV/EBITDA	51.55	35.31	22.46	18.63	15.87

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	2,068.43	3,118.96	4,668.97	6,360.74	8,365.68
营业成本	1,749.40	2,639.25	3,830.00	5,235.89	6,911.23
营业税金及附加	3.86	6.98	10.45	14.23	18.72
销售费用	150.83	160.84	273.64	372.80	490.30
管理费用	37.23	50.39	91.73	124.97	164.36
研发费用	2.66	4.67	4.37	5.95	7.82
财务费用	-0.89	16.60	39.11	69.97	117.47
减值损失合计	-7.01	-54.09	-88.96	-138.23	-171.26
投资净收益	0.54	0.48	0.34	0.45	0.42
其他	-13.96	-107.27	-177.44	-275.89	-341.87
<b>营业利润</b>	118.92	187.53	331.54	399.74	485.60
营业外收支	15.76	0.17	25.61	34.89	45.89
<b>利润总额</b>	134.67	204.86	357.15	434.63	531.49
所得税	35.65	55.37	96.52	117.46	143.64
<b>净利润</b>	99.02	149.50	260.63	317.16	387.85
少数股东损益	-0.01	-0.11	-0.19	-0.24	-0.29
<b>归属母公司净利润</b>	99.03	149.61	260.82	317.40	388.14
EBITDA	141.71	216.00	401.09	509.57	654.14
EPS(当年)(元)	0.27	0.40	0.62	0.76	0.92

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金</b>	28.65	-368.36	-240.23	-260.20	-279.74
净利润	99.02	149.50	260.63	317.16	387.85
折旧摊销	3.51	4.08	4.84	4.97	5.18
财务费用	3.52	7.06	39.11	69.97	117.47
投资损失	-0.54	-0.48	-0.34	-0.45	-0.42
营运资金变动	-88.91	-515.39	-553.22	-663.12	-807.81
其它	12.05	-13.13	8.76	11.27	17.99
<b>投资活动现金流</b>	-49.70	6.51	-97.77	-72.72	-11.75
资本支出	-4.79	-27.48	-97.04	-69.14	-7.63
长期投资	0.00	1,055.14	345.18	-1.56	-3.71
其他	-44.91	-1,021.15	-345.91	-2.02	-0.41
<b>筹资活动现金流</b>	-45.14	358.02	323.61	378.92	346.01
吸收投资	49.07	-1.24	26.08	31.74	426.95
借款	-0.28	0.31	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	0.89	-16.60	-65.19	-101.71	-544.42
<b>现金流净增加额</b>	-66.19	-3.84	-14.39	46.00	54.52

## 研究团队简介

**方竞**，西安电子科技大学本硕连读，近5年半导体行业从业经验，有德州仪器等龙头企业工作经历，熟悉半导体及消费电子的产业链，同时还是国内知名半导体创业孵化平台IC咖啡的发起人，曾协助多家半导体公司早期融资。2017年在太平洋证券,2018年在招商证券,2020年加入信达证券任首席分析师。所在团队曾获19年新财富电子行业第3名;18/19年《水晶球》电子行业第2/3名;18/19年《金牛奖》电子行业第3/2名。

**刘少青**，武汉大学硕士,2018年加入西南证券,2020年加入信达证券,熟悉半导体产业链。

**刘志来**，上海社会科学院金融硕士,2020年加入信达证券,从事电子行业研究。

**童秋涛**，复旦大学硕士,2020年加入信达证券,从事电子行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琰玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。