

乘国产化替代东风，分销领军快速成长

买入|首次推荐

——商络电子(300975.SZ)首次覆盖报告

报告要点:

● 国内领先的电子元器件分销商，业务规模快速扩张

公司创立于1999年，是国内领先的电子元器件分销商之一，主要客户包括网络通信、汽车电子、工业控制、消费电子等应用领域的电子产品制造商。在国产替代加速的趋势下，公司把握住国产优质品牌崛起的机遇，业务规模迅速扩张。2017-2021年，公司营业收入CAGR达33.75%，扣非归母净利润CAGR达28.71%。2022年前三季度受短期疫情影响，公司营收43.82亿元，同比增长13.56%；归母净利润1.18亿元，后续有望逐步回暖。

● 现金流明显改善，良性资金循环同步支撑未来成长性

针对行业内回款滞后的特性对经营现金流产生的影响，公司内外举措并用保障长期成长无忧。首先公司建立了完整应收账款管控体系，有效提高了回款效率、降低库存风险，资产周转水平平均得到稳步提升，截至2022年三季度末，公司经营现金流量净额为0.59亿元，较上年同期增长7.59亿元。其次，公司借助较低的融资成本提前回笼应收账款用于资金营运需求，与账龄短、期后回款高的应收账款形成了良性的资金循环，并严格控制融资规模防范风险。随着公司综合实力增强，获得的银行授信额度亦进一步提升，截至二季度末已达22.04亿元，具备充足的资金用于提升自身经营规模。

● 电子元器件需求持续增长，本土分销商成长空间广阔

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，电容、电感、电阻及射频器件等被动元器件的需求量大幅增加，为分销行业带来新的发展机遇。工信部印发的《基础电子元器件产业发展行动计划(2021-2023年)》提出，到2023年，力争电子元器件行业销售总额达2.1万亿元。中国本土分销行业目前基本处于小而散的状态，根据国际电子商情数据，2021年，中国本土前三大分销商合计收入为867.4亿元，仅为全球前三大分销商收入的16.4%，本土分销商未来具备广阔的成长空间。

● 代理产品线持续丰富，客户及行业领域多维度发展

1) 原厂端:公司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、长鑫存储等90余家国内外知名原厂的代理资质。

2) 客户端:公司不断在汽车电子、新能源及服务器等新兴行业开拓新客户。在新能源领域，公司的头部客户包括阳光电源、锦浪科技、禾迈股份等知名企业；在汽车电子领域，公司获取到的优质客户包括宁德时代、比亚迪、蔚来汽车、零跑汽车、禾赛科技、大疆、中车时代电气、英博尔、经纬恒润等。

● 盈利预测与投资建议

伴随国内电子元器件行业景气度回升，公司凭借着国产替代的东风和快速的供应链响应能力，有望迎来广阔的成长空间。预测公司2022-2024年营业收入为59.35、77.40、105.20亿元，归母净利润为1.56、2.55、3.54亿元，EPS为0.25、0.40、0.56元/股，对应PE为27.99、17.16、12.35倍。上市以来，公司PE TTM主要运行在20-50倍之间，给予公司2023年25倍的目标PE，对应的目标价为10.00元。首次推荐，给予“买入”评级。

● 风险提示

产品代理授权取消或不能续约的风险；新冠肺炎疫情带来的风险等。

附表：盈利预测

| 财务数据和估值 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 营业收入(百万元) | 3118.96 | 5362.80 | 5934.69 | 7739.94 | 10520.46 |
| 收入同比(%) | 50.79 | 71.94 | 10.66 | 30.42 | 35.92 |
| 归母净利润(百万元) | 149.61 | 236.27 | 156.19 | 254.79 | 354.02 |
| 归母净利润同比(%) | 51.07 | 57.93 | -33.89 | 63.12 | 38.95 |
| ROE(%) | 13.56 | 15.53 | 9.37 | 13.33 | 15.75 |
| 每股收益(元) | 0.24 | 0.38 | 0.25 | 0.40 | 0.56 |
| 市盈率(P/E) | 29.01 | 18.37 | 27.99 | 17.16 | 12.35 |

资料来源: Wind, 国元证券研究所

当前价/目标价: 6.94元/10.00元

目标期限: 6个月

基本数据

52周最高/最低价(元): 22.32 / 6.12

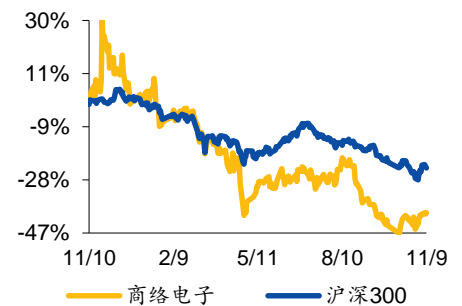
A股流通股(百万股): 302.32

A股总股本(百万股): 630.00

流通市值(百万元): 2098.08

总市值(百万元): 4372.20

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 常雨婷

邮箱 changyuting@gyzq.com.cn

目 录

| | |
|----------------------------------|----|
| 1. 公司介绍：国内领先的电子元器件分销商..... | 4 |
| 1.1 历史沿革：深耕行业 20 余年，产品线不断延伸..... | 4 |
| 1.2 股权架构：股权结构较集中，管理团队经验丰富..... | 5 |
| 1.3 财务分析：把握国产化趋势，业务规模快速扩张..... | 6 |
| 2. 行业分析：电子元器件景气上行，分销业务前景广阔..... | 9 |
| 2.1 下游需求持续旺盛，带动电子元器件行业发展..... | 9 |
| 2.2 电子元器件品类多样化，分销商价值日益凸显..... | 10 |
| 2.3 分销环节空间广阔，国内上市企业优势各异..... | 12 |
| 2.4 参考海外发展路径，本土分销商迎来扩张机遇..... | 14 |
| 2.4.1 国际分销商体系成熟，集中度逐步提升..... | 14 |
| 2.4.2 国内市场快速发展，并购整合成为趋势..... | 15 |
| 2.5 国联股份成长启示：从工业 B2B 到产业互联网..... | 17 |
| 3. 竞争力分析：持续拓宽分销产品线，成长动能充足..... | 21 |
| 3.1 深度绑定知名原厂，线上商城触达长尾客户..... | 21 |
| 3.2 重视供应链管理，“采、销、存”体系完善..... | 22 |
| 3.3 多渠道满足资金运转需求，长期成长无忧..... | 24 |
| 3.3.1 建立完整应收账款管控体系..... | 24 |
| 3.3.2 借助融资渠道形成良性资金循环..... | 25 |
| 3.3.3 稳步提升资产周转水平..... | 26 |
| 3.4 募投项目助力数字化建设，提升核心竞争力..... | 27 |
| 4. 盈利预测与投资建议..... | 29 |
| 5. 风险提示..... | 32 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图 1：公司发展历程..... | 4 |
| 图 2：公司部分代理产品..... | 5 |
| 图 3：公司股权结构（截至 2022 年 9 月 30 日）..... | 5 |
| 图 4：公司人员学历结构（截至 2022 年一季度末）..... | 6 |
| 图 5：公司人员工作年限（截至 2022 年一季度末）..... | 6 |
| 图 6：营业收入及毛利率情况..... | 7 |
| 图 7：扣非归母净利润及净利率情况..... | 7 |
| 图 8：期间费用率情况..... | 8 |
| 图 9：研发费用情况（单位：万元）..... | 8 |
| 图 10：下游新能源汽车行业销量..... | 10 |
| 图 11：下游通信行业 5G 基站数量..... | 10 |
| 图 12：中国电子元器件及材料制造业营业收入规模..... | 10 |
| 图 13：分销商在产业链中的价值体现（以商络电子为例）..... | 11 |
| 图 14：约 99% 的客户通过分销商渠道采购..... | 12 |

| | |
|---|----|
| 图 15: 客户通过分销商渠道采购金额占总体的 56%..... | 12 |
| 图 16: 同业上市公司近三年营业收入增速对比..... | 14 |
| 图 17: 国际三大元器件分销商收入情况 (单位: 亿美元) | 15 |
| 图 18: 2017-2021 年中国 TOP25 元器件分销商营收情况 (单位: 亿元) ... | 16 |
| 图 19: 国联股份三大板块业务间的强协同作用..... | 18 |
| 图 20: 国联股份营业收入情况 | 18 |
| 图 21: 国联股份扣非归母净利润情况 | 18 |
| 图 22: 多多平台业务模式介绍 (以涂多多平台为例) | 19 |
| 图 23: 国联股份持续搭建多元化服务体系 | 19 |
| 图 24: 商络电子线上商城..... | 20 |
| 图 25: 公司主要代表客户 | 22 |
| 图 26: 公司库存及物流管理 | 23 |
| 图 27: 公司数字化运营模式的优势 | 23 |
| 图 28: 扣非归母净利润与经营活动现金流量净额对比..... | 24 |
| 图 29: 公司获得的银行授信额度 (单位: 亿元) | 26 |
| 图 30: 公司稳步提升资产周转率水平 | 27 |
| 图 31: 商络电子数字化平台升级项目建设内容..... | 28 |
| | |
| 表 1: 公司 2020-2022H1 营业收入按产品分拆..... | 7 |
| 表 2: 电子元器件行业相关政策梳理 | 9 |
| 表 3: 国内部分同业公司对比 | 13 |
| 表 4: 商络电子上市以来开展的投资并购事项..... | 17 |
| 表 5: 公司获得的原厂颁发的奖项 | 21 |
| 表 6: 计提预期信用损失的应收账款情况 (单位: 万元) | 25 |
| 表 7: 期末应收账款期后回款情况 (单位: 万元) | 25 |
| 表 8: IPO 募投项目情况..... | 27 |
| 表 9: 可转债募投项目情况 | 28 |
| 表 10: 公司收入拆分 (单位: 百万元) | 30 |
| 表 11: 可比公司估值情况..... | 30 |

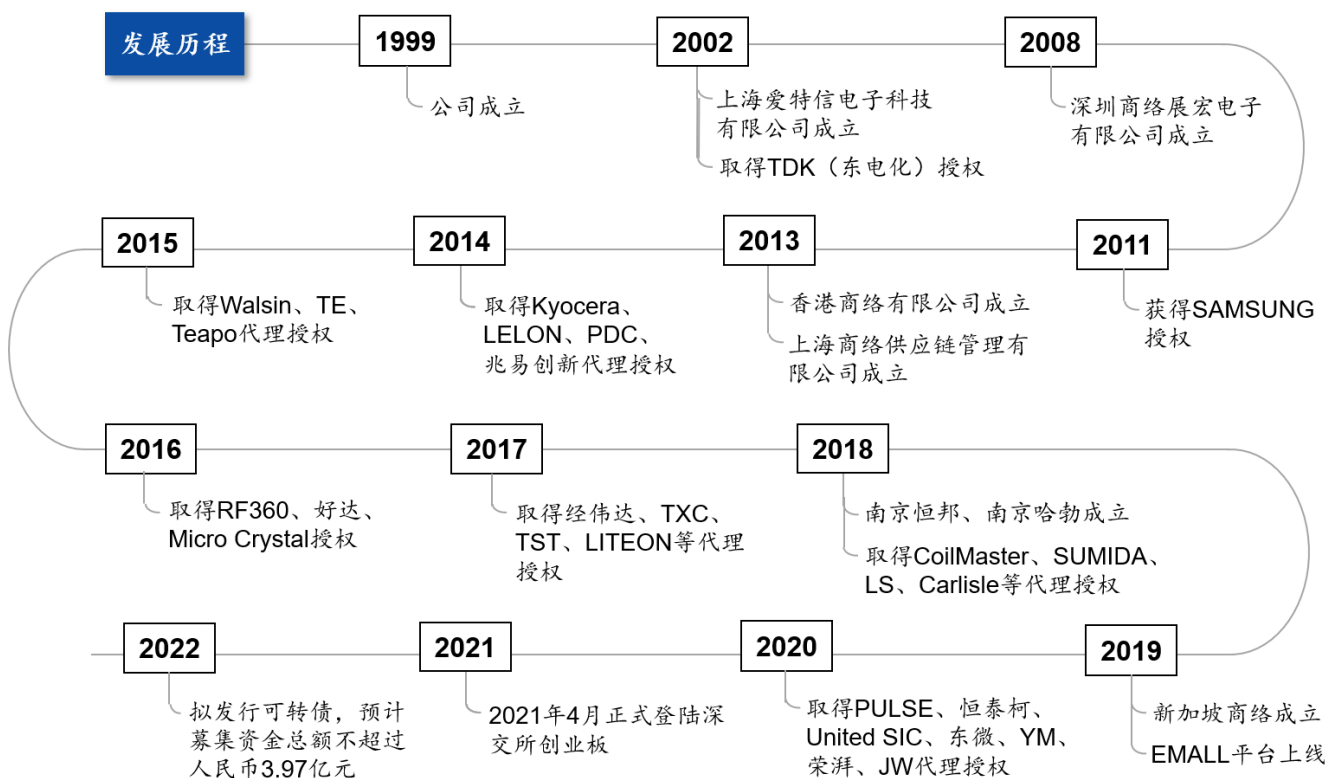
1. 公司介绍：国内领先的电子元器件分销商

1.1 历史沿革：深耕行业 20 余年，产品线不断延伸

南京商络电子股份有限公司创立于 1999 年 8 月，是国内领先的电子元器件分销商之一，主要面向网络通信、汽车电子、工业控制、消费电子等应用领域的电子产品制造商，为其提供电子元器件产品。截至 2022 年二季度末，公司拥有超过 90 项知名原厂的授权，向 4000 余家客户提供分销服务。2022 年上半年，公司获得安世半导体全线产品在中国境内及香港地区的销售代理权，安世半导体是全球汽车功率半导体领先厂商，此次代理权的获取标志着公司在汽车电子领域的产品线进一步丰富，并且有望与安世形成较强的业务协同效应，实现战略领域的扩张。

根据《国际电子商情》对中国元器件分销商的统计排名，公司位列“2018 年中国电子元器件分销商排名 TOP25”、“2018 年被动元器件代理商前三甲”、“2020 年中国电子元器件分销商排名 TOP35”和“2021 年中国电子元器件分销商排名 TOP35”。根据电子元件行业协会(ECIA)2021 年 9 月发布的《Top 50 Authorized Distributor Report 2021 Global Edition》，公司于 2019 年位列世界第 48 位；2020 年位于世界第 45 位，在行业中具有较高的市场知名度和认可度。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，国元证券研究所

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主动及其他电子元器件，现已形成主动及其他电

子元器件与被动电子元器件并重的业务体系。

图 2：公司部分代理产品

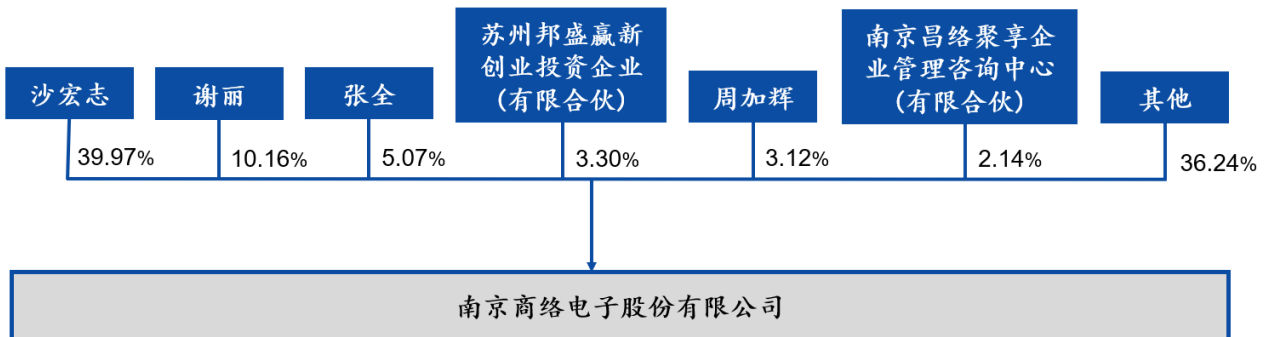


资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

1.2 股权架构：股权结构较集中，管理团队经验丰富

沙宏志先生为公司控股股东和实际控制人。截至 2022 年三季度末，沙宏志先生直接持有公司股份的 39.97%，并通过南京昌络、南京盛络（员工持股平台）间接持有公司股份。沙宏志先生毕业于上海交通大学工业管理工程专业、中欧国际工商管理学院 EMBA，1991-1996 年曾就任于南京依维柯汽车有限公司发动机分公司和宝高玩具有限公司，1999 年 8 月至今就职于公司，现任公司董事长、总经理。

图 3：公司股权结构（截至 2022 年 9 月 30 日）



资料来源：Wind，国元证券研究所

公司具备一支优秀的管理团队。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 20 余年的行业从业经验，对行业的发展有深刻理解，在行业快速发展、变化的今天，为公司做出正确决策、实现可持续发展提供重要保障。

公司配备了超过 70 人的专业技术支持工程师（FAE 及 AE）和产品经理(PM)团队。团队人员具备电子、电气、自动化、计算机等专业背景或原厂工作经验，具有较强的专业知识能力和丰富的从业经验。面对上游原厂，可以迅速掌握产品特性，帮助原厂将产品导入市场；面对下游电子产品制造商，能更好理解客户需求，帮助客户准确匹配产品，为客户提供全流程的技术服务支持，保证选型精准、优化客户 BOM 成本，并及时解决客户可能出现的品质问题。

图 4：公司人员学历结构（截至 2022 年一季度末）

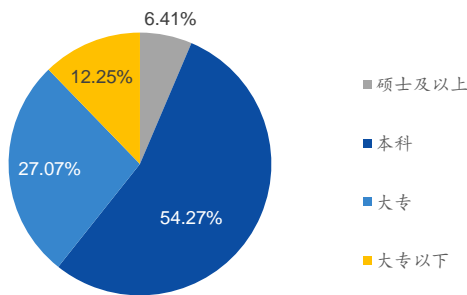
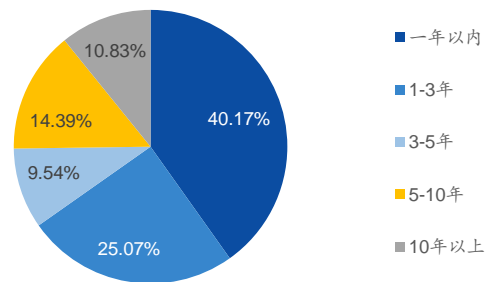


图 5：公司人员工作年限（截至 2022 年一季度末）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

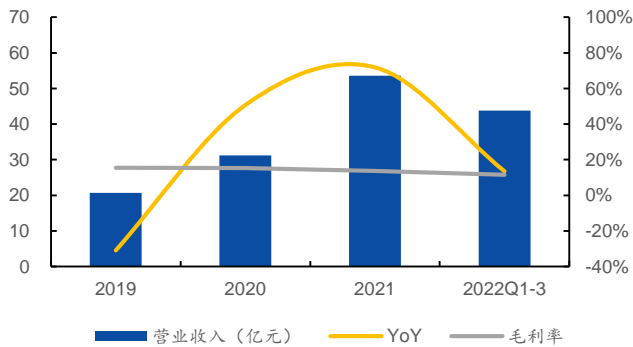
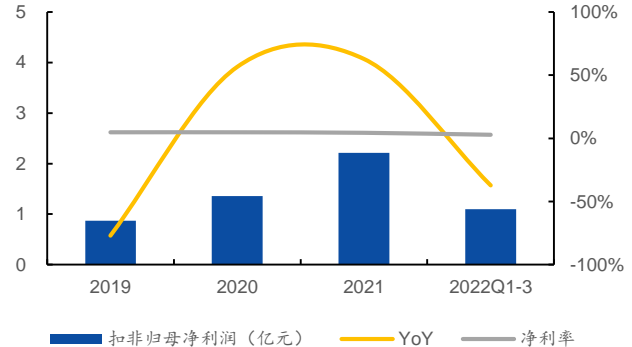
资料来源：公司公告，国元证券研究所

人才的培养和引进是公司持续发展的不竭动力，公司围绕业务发展为主线，持续调整组织架构，引入新的技术及研发，为公司的持续运行增添动力。截至 2022 年二季度末，公司拥有研发人员 49 人，同比增长 26%，2022 年上半年研发费用投入 752.21 万元，同比增长 34%；截至 2022 年二季度末，公司拥有 AE 及 FAE 技术团队合计 39 人，预计全年 AE 及 FAE 技术团队将扩充至 60 余人，并在现有研发人员的基础上继续扩充研发人员团队。

1.3 财务分析：把握国产化趋势，业务规模快速扩张

在国产替代加速的趋势下，公司把握住国产优质品牌崛起的机遇，业务规模迅速扩张。2017-2021 年，公司营业收入的 CAGR 达 33.75%，扣非归母净利润的 CAGR 达 28.71%。2021 年，公司实现营业收入 53.63 亿元，同比增长 71.94%，实现扣非归母净利润 2.21 亿元，同比增长 62.71%。2017-2019 年扣非归母净利润波动较大的主要原因是公司主要产品如 MLCC 等电子元器件市场供需关系发生大幅度变化，价格出现大幅度波动，直接导致公司收入、利润出现较大波动。

2022 年，受上游原厂产能扩张和库存周期的影响，原厂和客户逐渐进入去库存阶段，消费电子领域部分类别的芯片价格有所下调，与此同时汽车和工控领域的半导体需求依旧饱满，下半年此种结构性缺芯的状况预计仍将持续。在此背景下，公司借助自身优秀的供应链管理深化新老客户的合作、持续扩张业务规模，2022 年前三季度实现营业收入 43.82 亿元，同比增长 13.56%，实现稳健增长；实现扣非归母净利润 1.10 亿元，同比下降 37.19%，利润端短期承压，主要系公司为争取客户资源抢占市场份额采取主动让利的措施，毛利率略有下降。

图 6：营业收入及毛利率情况

图 7：扣非归母净利润及净利率情况


资料来源：Wind，国元证券研究所

资料来源：Wind，国元证券研究所

公司借助多年积累的众多优质客户资源，顺利切入主动及其他电子元器件领域。2022年上半年，公司持续扩大主动电子元器件销售规模，主动及其他电子元器件收入达16.59亿元，同比增长72%，占营收比例达57%，较上年同期提升16个百分点，业务拓展卓有成效。

被动电子元器件单值较低，其占电子设备制造商的成本比例远低于IC芯片等主动元器件，下游电子设备制造商对被动电子元器件的价格敏感度较低，客户更加关注被动电子元器件交付的及时性、品质的稳定性，被动电子元器件分销商具有更强的议价能力，使得被动电子元器件毛利率一般高于主动电子元器件毛利率。近两年来，公司综合毛利率水平略有下降，主要系毛利水平相对较低的存储器件、IC等主动电子元器件收入占比提高所致。

表 1：公司 2020-2022H1 营业收入按产品分拆

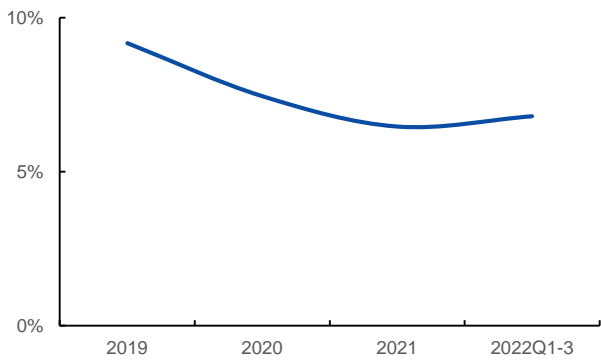
| 产品 | 2022H1 | | 2021 | | 毛利率 | 2020 | | 毛利率 | |
|------------|------------------|-------------|------------------|-------------|---------------|------------------|-------------|---------------|--------|
| | 金额 (万元) | 占营业收入比重 | 金额 (万元) | 占营业收入比重 | | 金额 (万元) | 占营业收入比重 | | |
| 被动电子元器件 | 电容 | 70217.30 | 24.30% | 167108.11 | 31.16% | 14.70% | 131081.49 | 42.03% | 15.73% |
| | 电感 | 29458.89 | 10.19% | 63328.34 | 11.81% | 17.05% | 50578.98 | 16.22% | 14.80% |
| | 电阻 | 12311.44 | 4.26% | 25502.52 | 4.76% | 20.68% | 19753.36 | 6.33% | 20.61% |
| | 射频器件 | 11052.14 | 3.82% | 16011.63 | 2.99% | 13.68% | 13534.87 | 4.34% | 12.50% |
| 主动及其他电子元器件 | 存储器件 | 54107.95 | 18.72% | 113406.30 | 21.15% | 6.49% | 16945.93 | 5.43% | 10.58% |
| | IC | 24733.60 | 8.56% | 31297.79 | 5.84% | 13.41% | 3141.13 | 1.01% | 9.10% |
| | 晶体器件 | 18559.23 | 6.42% | 26350.47 | 4.91% | 13.20% | 15409.07 | 4.94% | 7.93% |
| | 连接器 | 14976.20 | 5.18% | 21592.14 | 4.03% | 18.39% | 12288.91 | 3.94% | 18.03% |
| 其他 | 53543.49 | 18.53% | 71670.08 | 13.35% | 16.74% | 49127.37 | 15.75% | 17.44% | |
| 其他业务收入 | 19.68 | 0.01% | 13.07 | 0.00% | 56.22% | 34.63 | 0.01% | 50.42% | |
| 合计 | 288979.93 | 100% | 536280.45 | 100% | 13.77% | 311895.75 | 100% | 15.38% | |

资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司的期间费用主要由销售费用、管理费用和财务费用构成，影响公司费用的主要因素是团队人工成本及业务开支、仓储及运输成本和资金费用。借助于高效的供应链管

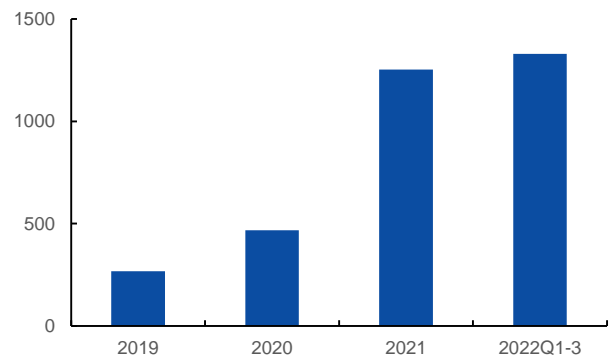
理能力，公司较好地控制了成本费用，2021 年期间费用率为 6.47%。

图 8：期间费用率情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 9：研发费用情况（单位：万元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

2. 行业分析：电子元器件景气上行，分销业务前景广阔

2.1 下游需求持续旺盛，带动电子元器件行业发展

随着我国经济的持续快速发展，电子元器件相关产业对国民经济增长的推动作用越来越明显，在国民经济中的地位也越来越重要，为国家重点支持的产业。近年来，国家相关部委出台了一系列的关于支持电子元器件相关行业结构调整、产业升级、促进下游行业消费、规范行业管理以及促进区域经济发展的政策法规。

工业和信息化部于2021年1月印发《基础电子元器件产业发展行动计划(2021-2023年)》，明确提出要面向智能终端、5G、工业互联网、数据中心、新能源汽车等重点市场，推动基础电子元器件产业实现突破，并增强关键材料、设备仪器等供应链保障能力。到2023年，力争电子元器件行业销售总额达2.1万亿元。

表 2：电子元器件行业相关政策梳理

| 时间 | 政策名称 | 颁布单位 | 政策内容 |
|---------|--|------------|--|
| 2021.09 | 《中国电子元器件行业“十四五”发展规划(2021-2025)》 | 中国电子元件行业协会 | 瞄准 5G 通信设备、大数据中心、新能源汽车及充电桩、海洋装备、轨道交通、航空航天、机器人、医疗电子用高端领域的应用需求，推动我国光电接插件行业向微型化、轻量化、高可靠、智能化、高频、高速方向发展，加快光电接插件行业的转型升级。 |
| 2021.03 | 《关于加快推动制造服务业高质量发展的意见》 | 国家发展改革委等 | 加快发展工业软件、工业互联网，培育共享制造、共享设计和共享数据平台，推动制造业实现资源高效利用和价值共享。发展现代物流服务体系，促进信息资源融合共享，推动实现采购、生产、流通等上下游环节信息实时采集、互联互通，提高生产制造和物流一体化运作水平。 |
| 2021.03 | 《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》 | 中共中央、国务院 | 培育壮大人工智能、大数据、区块链、云计算、网络安全等新兴数字产业，提升通信设备、核心电子元器件、关键软件等产业水平。构建基于 5G 的应用场景和产业生态，在智能交通、智慧物流、智慧能源、智慧医疗等重点领域开展试点示范。鼓励企业开放搜索、电商、社交等数据，发展第三方大数据服务产业。促进共享经济、平台经济健康发展。 |
| 2021.01 | 《基础电子元器件产业发展行动计划(2021-2023年)》 | 工信部 | 到 2023 年，中国优势产品竞争力进一步增强，产业链安全供应水平显著提升，面向智能终端、5G、工业互联网等重要行业，推动基础电子元器件实现突破，增强关键材料、设备仪器等供应链保障能力，提升产业链供应链现代化水平。 |
| 2020.12 | 《工业互联网创新发展行动计划(2021-2023)》 | 工信部 | 面向原材料、装备、消费品、电子信息、能源、医疗医药、建筑等重点行业及产业集聚区，支持建设 50 家行业和区域特色平台，支持建设云仿真、数字孪生、数据加工、故障预测与健康诊断(PHM)等技术专业型平台，加快信息技术创新应用。 |
| 2020.03 | 《关于推动 5G 加快发展的通知》 | 工信部 | 提出加快 5G 网络建设部署；丰富 5G 技术应用场景，促进 5G 终端消费，加快用户向 5G 迁移，推动“5G+医疗健康”创新发展，实施“5G+工业互联网”512 工程，促进“5G+车联网”协同发展，构建 5G 应用生态系统。 |
| 2019.11 | 《关于推动先进制造业和现代服务业深度融合发展的实施意见》 | 国家发展改革委等 | 优化供应链管理。提升信息、物料、资金、产品等配置流通效率，推动设计、采购、制造、销售、消费信息交互和流程再造，形成高效协同、弹性安全、绿色可持续的智慧供应链网络。 |
| 2019.11 | 《产业结构调整指导目录(2019 年本)》 | 国家发展改革委 | 将“二十八、信息产业，21、新型电子元器件(片式元器件、频率元器件、混合集成电路、电力电子器件、光电子器件、敏感元器件及传感器、新型机电元件、高密度印刷电路板和柔性电路板等)制造”列入鼓励类产业。 |

资料来源：公司公告，国元证券研究所

下游需求持续旺盛，带动电子元器件行业快速发展。随着电动汽车的渗透率和汽车电子化率的提升，汽车电子正向高端化、精细化发展，高性能元器件市场持续快速成长，电子元器件的单车应用量和价值量大幅提升，市场规模不断扩张。此外在国家“新基建”政策导向下，5G 和数据中心建设加速，带动通信和消费电子行业出货量增长。

图 10：下游新能源汽车行业销量

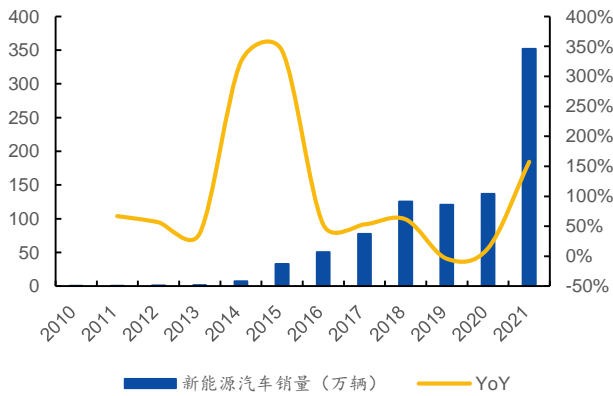
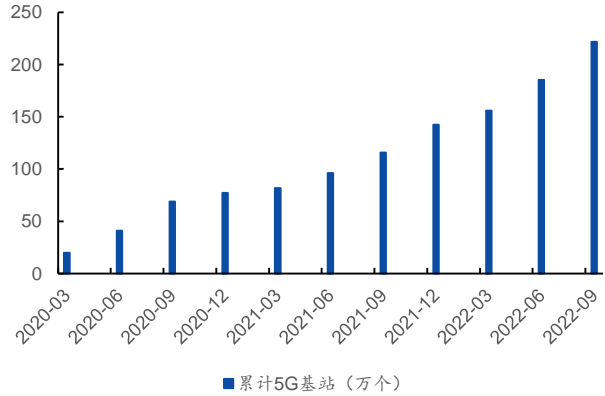


图 11：下游通信行业 5G 基站数量

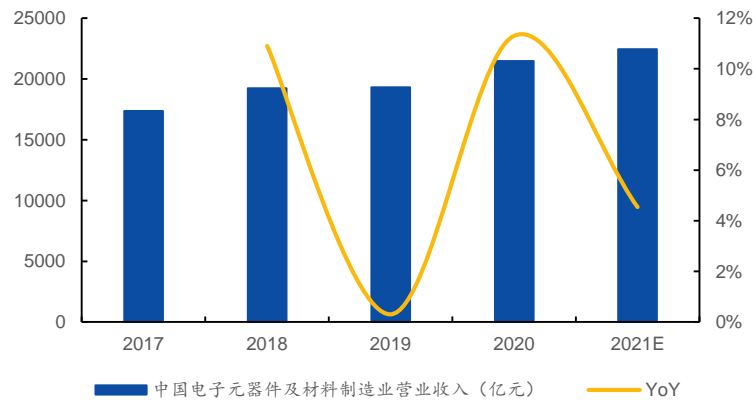


资料来源：Wind，国元证券研究所

资料来源：Wind，国元证券研究所

随着汽车电子、AR/VR 等新兴市场持续放量，电子元器件需求不断增加。工信部数据显示，2021 年中国电子元器件及材料制造行业营业收入约为 2.25 万亿元。

图 12：中国电子元器件及材料制造业营业收入规模



资料来源：工信部，华经产业研究院，国元证券研究所

2.2 电子元器件品类多样化，分销商价值日益凸显

电子元器件产业链由上游的原厂、中游的元器件分销商及下游电子产品制造商三个环节构成。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。电子元器件分销行业在产业链中发挥桥梁的作用，上游原厂的价格波动通常会经过分销商传导到下游电子产品制造商，分销商的采购价格和销售价格呈现同涨同跌的规律，因此其利润水平通常处于一个较为稳定的区间。

对于上游原厂而言，分销商相当于其销售部门，主要作用如下：

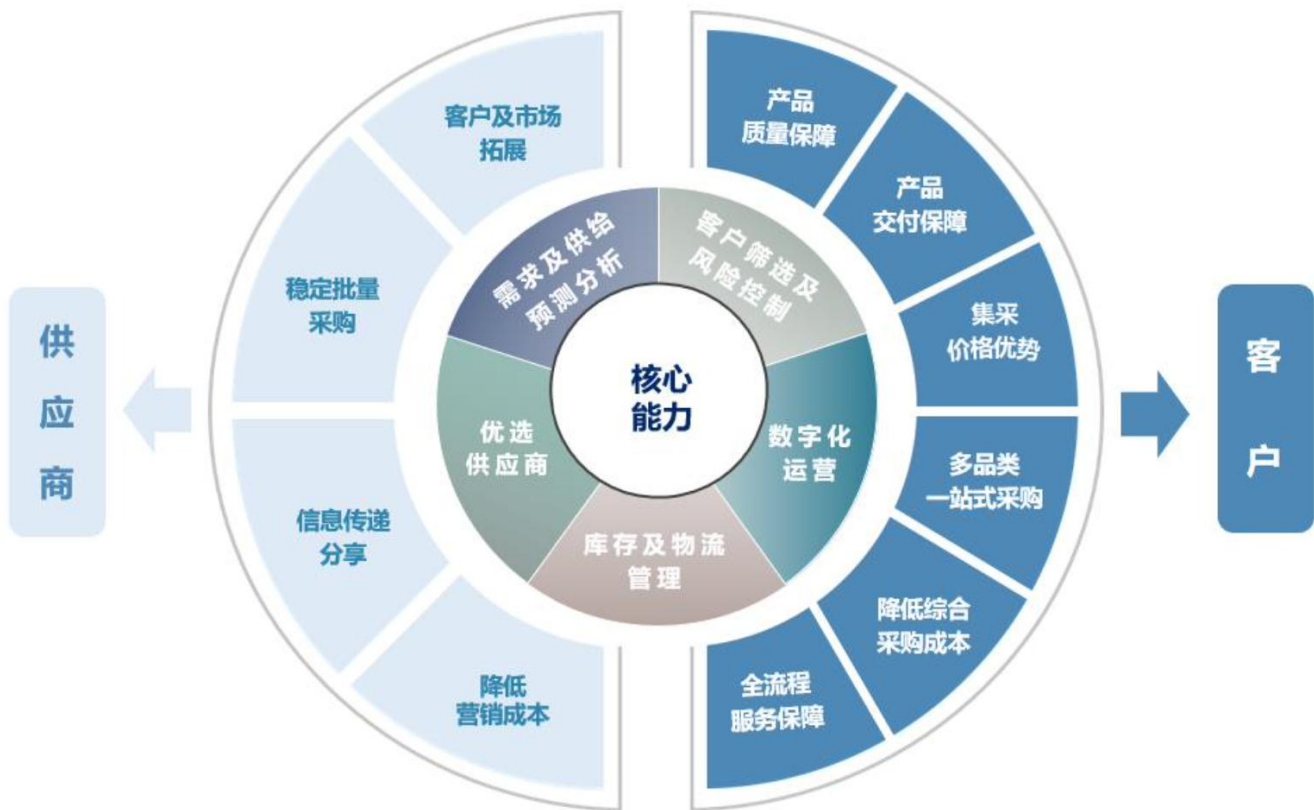
- 原厂受限于有限的销售能力和产品开发意愿，只能集中服务于少数全球性客户，通过分销商覆盖更多中小规模制造商，销售效率得以提升；
- 依赖于分销商庞大的销售网络，原厂通过分销商反馈下游需求实时变化的庞杂信息，整合需求、及时改进生产计划、确定产品方向、提高原厂生产稼动率，从而降低产品成本。

对于电子产品制造商而言，分销商相当于其采购部门，主要作用如下：

- 制造商采购过程中往往涉及大量复杂的技术支持、物流、仓储、结算等环节，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；
- 国内大多数电子产品制造商的单体采购量往往较为有限，难以从原厂获得有竞争力的交易价格，不利于降低自身产品成本和经营风险。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。

以商络电子为例，公司积累的众多一线品牌对客户形成了较强的吸引力，构造了电子元器件“超市”，满足客户通过一站式采购，全面降低综合采购成本的需求，积极促进公司与客户之间的业务合作，形成了原厂、公司与客户之间的良性循环。

图 13：分销商在产业链中的价值体现（以商络电子为例）



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

分销商已成为电子元器件产业链不可或缺的一环，其交易对象主要取决于客户的规模、采购能力和支付能力。行业大中型客户支付能力和采购能力相对较好，更多由原厂或授权分销商提供较优的产品供应、技术支持和供应链服务；需求不稳定、支付能力参差不齐的中小微企业，由各类分销商提供简单的产品销售。根据国际电子商情数据，目前在电子元器件领域，不足 1%的制造商蓝筹客户直接向原厂采购，采购金额约为总体份额的 44%，99%以上的其余制造商客户通过分销商渠道采购 56%的份额。

图 14：约 99%的客户通过分销商渠道采购

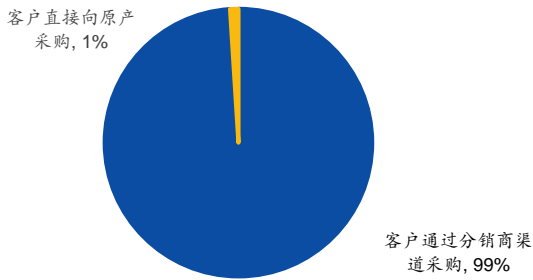
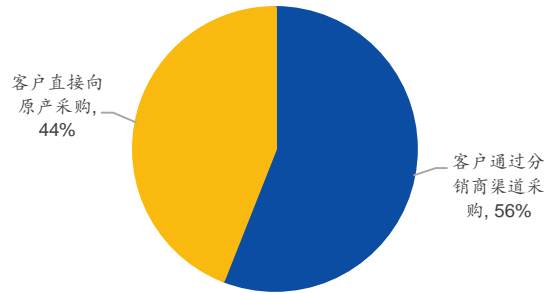


图 15：客户通过分销商渠道采购金额占总体的 56%



资料来源：产业信息网，国元证券研究所

资料来源：产业信息网，国元证券研究所

电子元器件分销是一个规模效应显著的行业，过去几年在分销商领域，主要参与者通过并购、投资和增值开始形成大的平台优势。一方面，分销大厂从成本控制、经营效率、风险管控、资金融通等方面都要优于小企业，在原厂和客户面前具有相对较高的话语权；另一方面，在强规模效应下，公司的资源壁垒及高运营能力进一步强化公司的运营投入，从而实现高速发展，长期以往马太效应逐渐凸显，也进一步促进整个电子元器件产业链高效发展。

此外，经过多年经验积累，头部分销商对国外的元器件产品有较深的了解和相应的技术积累。在面对客户的国产替代需求时，分销商可以直接给出国内外产品的差距，并向客户提供最优秀的方案。在国产替代成为大势所趋的情况下，头部分销商开始代理国产品牌的元器件产品，并已成为正在起步的国内原厂的背书、为其提供质量、技术及服务保障，国内原厂则依赖头部分销商将自身的产品推广出去，获得更多客户的认可，从而实现业务推广和规模扩张。

2.3 分销环节空间广阔，国内上市企业优势各异

国内上市的电子元器件分销企业中，力源信息、深圳华强、雅创电子主要从事半导体等主动电子元器件分销；韦尔股份主要从事半导体产品研发设计以及电子元器件分销；商络电子主要从事被动电子元器件分销。

被动元器件分销对信息化要求高、毛利率较高、具有较强的抗风险能力。被动元器件的应用范围更加广泛，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，以商络电子为代表的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电子产品市场长期发展趋势和短期扰动，实时调整经营策略，经营灵活，业务切

换成本较低，抗风险能力相对较强。

表 3：国内部分同业公司对比

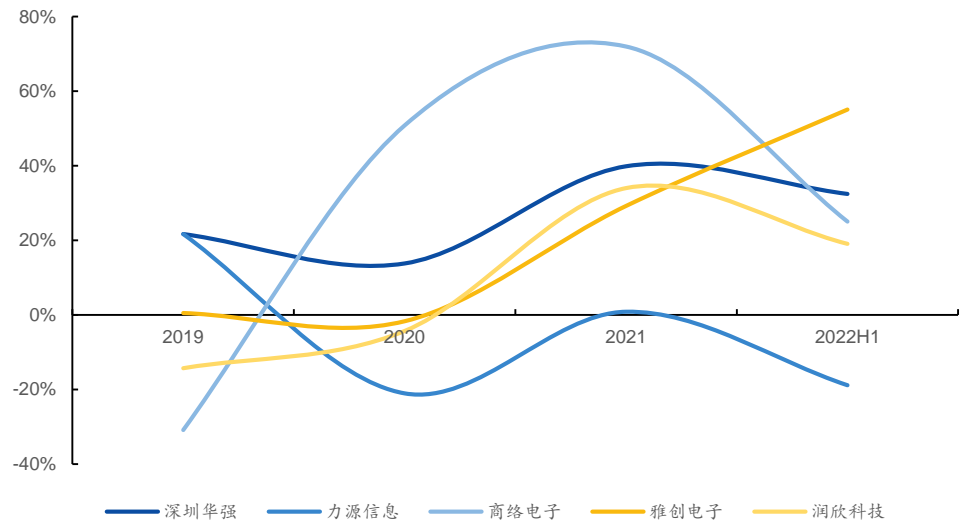
| 公司名称 | 主营业务 | 21 年分销收入 (亿元) | 主要代理产品 | 主要客户 |
|------|------------|---------------|--|--|
| 深圳华强 | 分销 | 228.41 | 全品类电子元器件 | 新基建相关领域 (含 5G、物联网等) 以及移动通讯、医疗、电力、安防、新能源 (含电动车、光伏等)、轨道交通、汽车电子、消费电子等行业客户 |
| 力源信息 | 分销+芯片自研 | 100.55 | 摄像头传感器、电容/磁珠、晶体管、电源管理、电阻、二三极管、微控制器 (MCU) 等 | 通信电子、工业及新能源、消费电子、安防监控、汽车电子、物联网等行业客户 |
| 雅创电子 | 分销+IC 设计 | 13.35 | 光电器件、存储芯片、被动元件和分立半导体等 | 国内外知名汽车厂商 (近 70% 的销售收入来源于汽车电子) |
| 润欣科技 | 分销+芯片自研 | 18.43 | 无线通信 IC、射频 IC 和传感器件 | 美的集团、闻泰科技、大疆创新等 |
| 英唐智控 | 分销+电子零部件自研 | 56.81 | 功率器件、综合半导体、模拟器件、继电器、通信模块、MEMS、存储、被动器件、MCU | PC/服务器、手机、家电、公共设施、汽车、工业等行业客户 |
| 商络电子 | 分销 | 53.63 | 电阻/电容/电感、存储器件、IC、射频器件、分立器件、连接器等 | 汽车电子、工业控制、物联网、智能设备、移动通讯、消费电子等行业客户 |

资料来源：各公司公告，国元证券研究所

从各上市企业 2018-2022 年收入增速来看，其收入增速趋势具有一致性，主要与行业供需相关。2018 年四季度开始，受到国内外 MLCC 等产品的新增产能不断投产和国际贸易局势紧张、区域经济下行等负面因素的共同影响，MLCC 价格从高位回落；2019 年上半年，整个行业均处在去库存的过程中，MLCC 产品价格持续下滑。受去库存、产品价格下降的影响，行业内分销商的利润水平大幅下滑。2020 年以来，受供需关系影响，电容、电阻等被动电子元器件价位较 2019 年有所回升，被动电子元器件分销销量增长；与此同时，国内头部分销商持续丰富代理的产品线类型，大力拓展其他电子元器件分销业务，整体收入规模持续提升。

目前，新兴产业方兴未艾，人工智能、物联网、自动化设备、电动汽车、区块链等产业正处在产业扩张前期，5G 通信即将大规模进入市场；传统产业也面临更新和升级，如家电变频化、智能化等升级需求持续创造新的市场空间，从而为分销商带来新的利润增长空间。

图 16：同业上市公司近三年营业收入增速对比



资料来源：Wind，国元证券研究所

中国本土电子产品制造商往往表现出个性化要求多、技术需求复杂多变、要求快速反应等特点，这些需求特点难以与全球分销商基于全球架构的业务支持体系相衔接，因此，全球分销商难以满足众多本土客户的研发配合、弹性供给、快速反应等多样化、全流程需求。相比之下，本土分销商基于对境内电子产品制造业的深刻洞察，能更好地理解境内客户对供应商的业务需求，在业务机构布局、人力配备、信息系统建设等方面进行有针对性的安排，从而为客户提供更好的服务。

我国电子元器件分销行业经过多年的发展，具有一定规模和竞争力的行业核心企业初步确立了行业领先地位，行业的进入壁垒开始显现，主要体现在代理资质壁垒、客户资源壁垒、供应链管理能力和资金规模壁垒、人才壁垒等方面。取得知名原厂代理权是决定分销企业的业绩和未来发展的直接因素，需要分销商长时间市场耕耘和积累，难以短期内被追赶甚至超越。

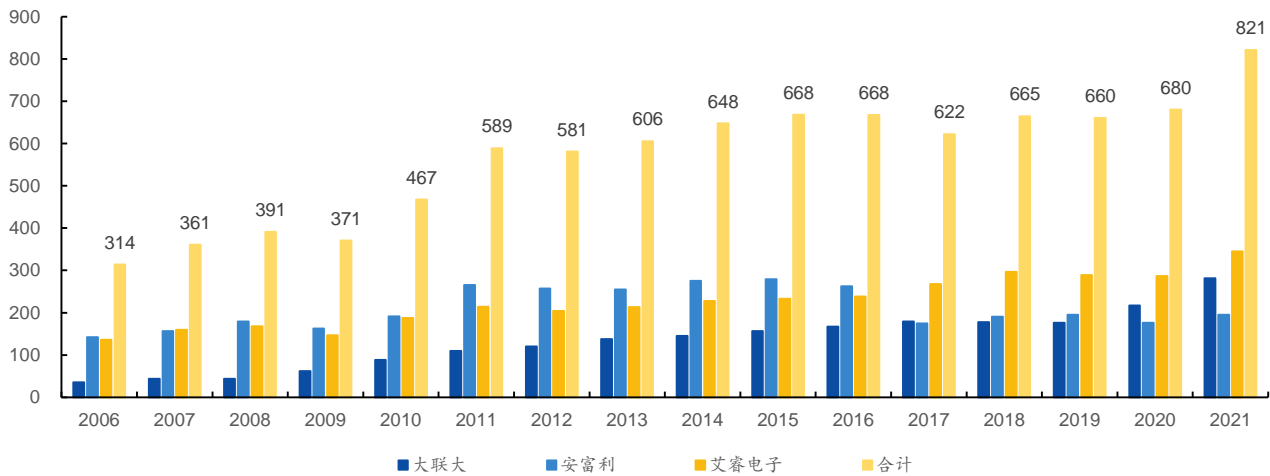
2.4 参考海外发展路径，本土分销商迎来扩张机遇

2.4.1 国际分销商体系成熟，集中度逐步提升

从海外市场来看，欧美分销商的壮大与欧美电子元器件崛起高度相关。电子元器件分销商和终端客户电子产品生产商之间存在较强的地缘性的认同和合作关系，因此造成了终端客户更加偏好本国的分销商。自 20 世纪 30 年代至今，欧美电子元器件制造产业的崛起酝酿了一批历史悠久、体系成熟的欧美分销商，中国台湾地区分销商的发展壮大也与台湾地区强大的电子产品制造能力密不可分。

近年来，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，2021 年三家公司收入规模巨大，合计收入规模超 800 亿美元。

图 17：国际三大元器件分销商收入情况（单位：亿美元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

艾睿电子：美国电子元器件分销商，在纽约证券交易所上市，总部位于美国科罗拉多州，成立于 1935 年，财富 500 强公司，是工业和商业用户电子元件和企业计算解决方案的产品、服务和解决方案全球供应商，2021 年营业收入 344.77 亿美元。

安富利：美国电子元器件分销商，在纳斯达克交易所上市，总部位于美国凤凰城，成立于 1921 年，财富 500 强公司，也是全球最大的电子元件、计算机产品和嵌入技术分销商之一，为客户提供半导体、互连、被动和机电等元件，以及工程设计链和供应链服务，2021 年营业收入 195.35 亿美元。

大联大控股：中国台湾电子元器件分销商，在台湾证券交易所上市，总部位于中国台北，前身成立于上世纪 70 年代，经历多次整合，是亚太区市场份额领先的电子元器件分销商，为客户提供解决方案、技术支持、仓储物流与 IC 电子商务等增值服务，满足不同客户需求，2021 年营业收入 281.16 亿美元。

从全球电子元器件分销行业的发展历史来看，产业并购整合是大趋势。自 2010 年以来，国际三大分销商通过资本市场持续加快并购步伐：艾睿电子收购了 Converge、Verical、Richardson Electronics 的无线与电源部门、Nu Horizons Electronics、日本的 Chip One Stop；安富利收购了裕能达(Eurotone)部分资产、Bell Microproducts、北京合众达(Seed International Ltd)分销业务、台湾得毅及其子公司上海立良贸易、台湾合讯科技；大联大控股并购了友尚、全润、大传。国际分销商龙头通过优质的服务能力及持续并购不断提升市场份额，进而形成并保有长期的竞争优势，预计本土分销商也将重复国际市场的发展历程。

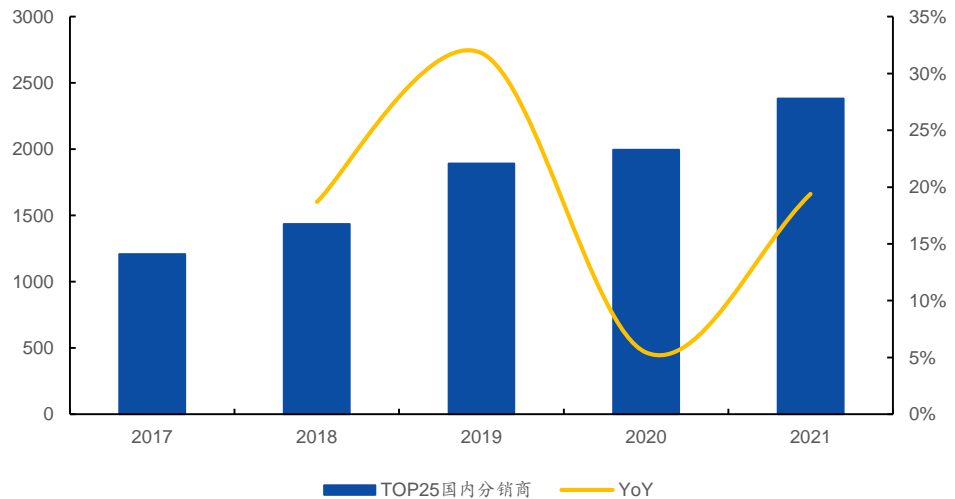
2.4.2 国内市场快速发展，并购整合成为趋势

自二十世纪九十年代起，网络通信、消费电子、汽车电子及工业控制等产业发展迅猛，伴随着国际制造业向中国转移，我国电子信息产业实现了全行业的飞速发展，电子元器件产业作为电子信息产业的重要一环，产业规模也随之不断发展壮大。近年来，我国上游原厂和下游电子产品制造商均快速发展，涌现出一大批实力强大的企业，如华

为海思、兆易创新、顺络电子、中兴通讯、京东方、美的集团等。

中国本土分销行业目前还基本处于小而散的状态，尚缺乏在体量上与这些企业相匹配的公司。根据国际电子商情数据，中国本土最大的 25 家分销商 2017 年的销售金额合计仅约 1200 亿元，2021 年，中国本土最大的 25 家分销商的销售总额为 2381.4 亿元，其中“百亿俱乐部”从 2017 年的 2 家上升至 9 家，前三名分别是中电港、泰科源、深圳华强，其合计收入为 867.4 亿元，仅为全球前三大分销商营业收入的 16.4%。

图 18：2017-2021 年中国 TOP25 元器件分销商营收情况（单位：亿元）



资料来源：国际电子商情，国元证券研究所

无论从产业链的发展历史，还是从产业链的安全角度，出现综合实力强大的本土分销商都是大势所趋。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。国际领先的电子元器件分销商都是通过多年以来的高频并购来完成规模和覆盖范围的扩张，收购整合的优势在于可以迅速以完整模式进入市场，在进入市场的时间成本上大为节省，且收购后的企业仍可以利用其强大的品牌优势，迅速进入市场。借鉴国际领先厂商，国内电子元器件分销商同样有望通过收购达到规模扩张、业务增值的目的。

以商络电子为例，自上市以来，公司通过投资、设立聚焦于半导体产业链上下游的私募基金公司，挖掘芯片、半导体产业链上下游的业务机会，寻找能够与公司业务形成资源协同、优势互补的相关产业。2022 年 7 月至 8 月，公司完成收购深圳星华港及其同一控制下的企业香港华港，星华港是专注于汽车电子领域的电子元器件分销商，代理产品线包括赛米控、比亚迪半导体等知名品牌，与比亚迪、宁德时代、重庆金康动力、南瑞联研、国轩新能源等新能源汽车领域知名客户建立了稳定的合作关系。同时，公司参股江苏风算智能、南京亿维特和南京芯干线三家公司，三家公司分别聚焦汽车电子和工业领域的国产化车规级芯片/存储/WP-MCAL 解决方案、智能无人飞行器和氮化镓快充的研发、生产和销售，有助于公司在与其产生业务协同的同时，深入了解上游电子元器件市场行情。

表 4：商络电子上市以来开展的投资并购事项

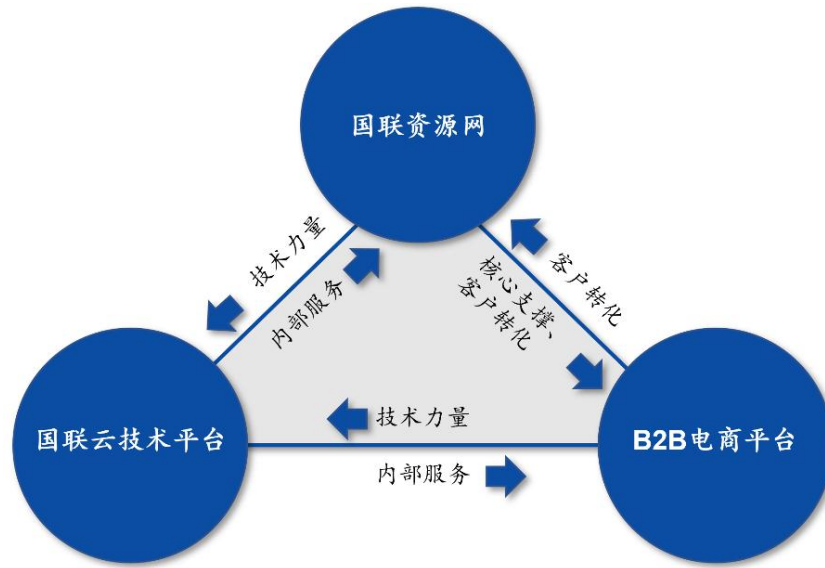
| 时间 | 投资事项 | 投资标的涉及的领域 | 投资目的 | 达成效果 |
|------------|-------------------------------|--|---|--|
| 2021.07 | 公司出资 3000 万元认购冯源聚芯股权投资基金 | 私募投资基金，主要投资于半导体、物联网及人工智能领域的高科技企业 | 挖掘芯片、半导体产业链上下游的业务机会，寻找能够与公司业务形成资源协同、优势互补的相关产业 | 公司已通过对冯源聚芯、冯源容芯的产业投资获取泰凌微电子产品代理资质 |
| 2021.10 | 公司出资 1000 万元认购冯源容芯股权投资基金 | 私募投资基金，主要投资于半导体产业上下游的早期高科技企业 | | |
| 2022.01 | 全资子公司出资 5000 万元设立平潭商络冯源基金管理公司 | 私募投资基金 | 挖掘芯片、半导体产业链上下游的业务机会，加快公司产业整合步伐、加大技术储备与强化投资能力 | - |
| 2022.05 | 全资子公司出资 2000 万元投资亿维特公司 | 载人 eVTOL (电动飞行器) 研发、制造 | 加深对电动飞行器、汽车电子领域的理解，并实现该领域航电系统、通讯系统、导航系统、控制系统等相关电子元器件业务开拓与布局 | - |
| 2022.07 | 公司出资 1000 万元投资风算智能 | 车规级 MCU (微控制器) 硬件设计及软件方案协同匹配 | 加强以车规 MCU (微控制器) 为主的汽车电子元器件市场开拓，积累汽车电子行业资源 | 风算智能自 2022 年 4 月向公司采购适配的车规级 MCU 产品，并将进一步扩大采购规模 |
| 2022.07 | 公司出资 600 万元投资芯干线 | 宽禁带半导体器件的设计、生产和应用，主要产品包括工业领域所用的氮化镓快充充电产品 | 加强在氮化镓功率器件产品市场开拓，积累新能源光伏、微储能、工业照明等相关行业资源 | 公司与芯干线已就代理合作达成一致，将代理该等产品 |
| 2022.07-08 | 公司收购深圳市星华港及香港华港 80% 股权 | 专注于汽车电子领域的电子元器件分销商 | 丰富汽车电子领域产品线及相应客户，并有望将公司代理的其他产品和客户进行推广扩容 | 公司获得赛米控/比亚迪半导体等代理产品线，与比亚迪/宁德时代/重庆金康动力/南瑞联研/国轩新能源等新能源客户合作 |

资料来源：公司公告，国元证券研究所

2.5 国联股份成长启示：从工业 B2B 到产业互联网

国联股份在工业品/原材料垂直领域提供商业信息服务超过 10 年，积累了大量的专业经验和客户基础。在此基础上，国联股份从下游客户需求出发，建立了高垂直度、高差异化的细分产业互联网平台——多多电商平台。三大业务之间有效协作，相互推动，可以有效实现相互推广引流、客户资源转化、技术能力共享等高效协同。

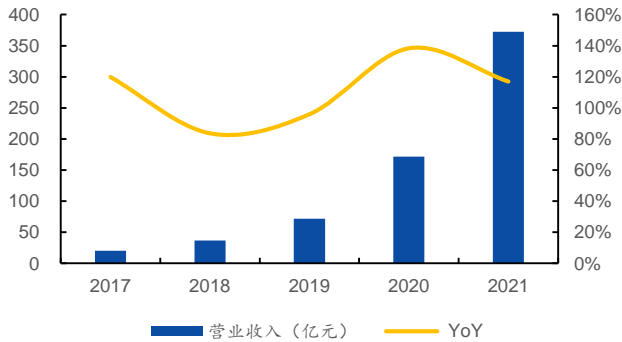
图 19：国联股份三大板块业务间的强协同作用



资料来源：国联股份公告，国元证券研究所

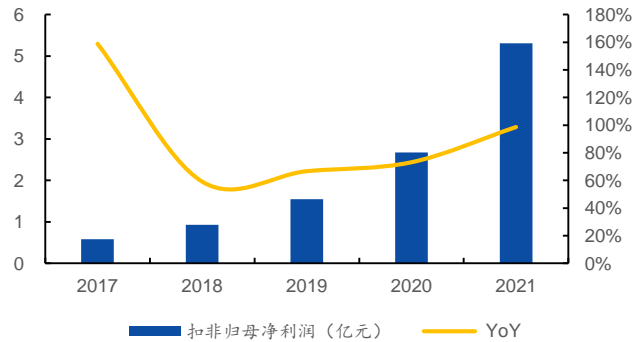
多多自营电商以集采模式为主，通过汇聚大订单获得的额外议价，通过信息化手段为客户降本增效，获取服务费用。国联股份通过低毛利策略推动交易量放大，2017-2021年，营业收入 CAGR 高达 107.72%，扣非归母净利润 CAGR 达 73.75%。

图 20：国联股份营业收入情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 21：国联股份扣非归母净利润情况

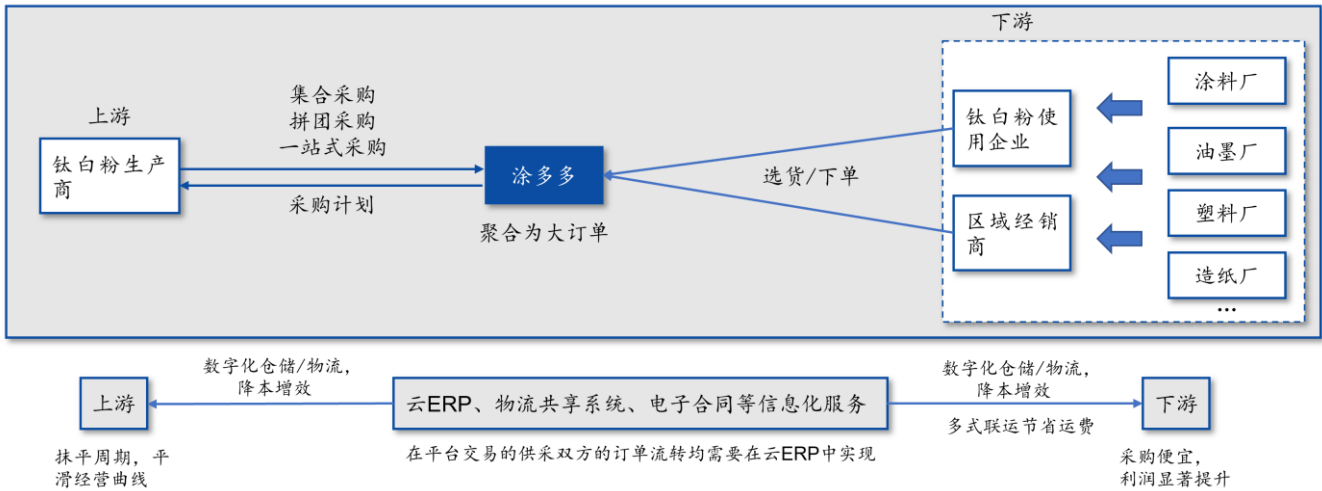


资料来源：Wind，国元证券研究所

多多平台网上商品交易分为自营交易与第三方交易两种模式，目前公司主要收入与利润由前者贡献。自营电商以集合采购模式为主，其核心在于：将下游小型客户订单汇聚为大订单，上游供应商让利，使得下游客户以较为便宜的价格获得供货。

由此，多多平台集采交易的利润池包括：1) 通过汇聚大订单获得的额外议价；2) 通过信息化手段将传统渠道的中间环节打通，为客户降本增效，获取服务费用。

图 22：多多平台业务模式介绍（以涂多多平台为例）



资料来源：国联股份公告，国元证券研究所

国联股份以一套平台共性逻辑打通多个垂直产业，使多多平台能够在垂直行业中进行复制。其中，SaaS、云仓储、云物流、在线支付、电子合同等构成了平台底层，在这之上结合不同产业特征，采用集采、拼单、团购、一站式采购等自主电商和第三方撮合等不同电商模式，通过交易订单不断驱动各项新技术的融合应用。

图 23：国联股份持续搭建多元化服务体系



资料来源：国联股份公告，国元证券研究所

2021年起，国联股份开始实施“百家云工厂”计划，并对云工厂分批逐步推进数字化改造，从而通过“深度供应链+数字工厂”大力促进企业降本增效。根据国联股份《2022年4月20日投资者关系活动记录表》，云工厂在降本增效和供应链优化方面效果总体上比较明显，例如：

- 湖北某钛化工云工厂的原材料采购大部参与多多集采，成本明显降低（高钛渣和金红石降本约3%-5%；煨后焦约降本6%）。
- 河南某树脂云工厂（国企）通过平台进行集采并优化供应链，使得产能每月新增释放约3000吨，从而增加利润。下游的产品通过平台拼单等模式，每吨低于市场价30-50元不等，对下游客户也实现了降本。

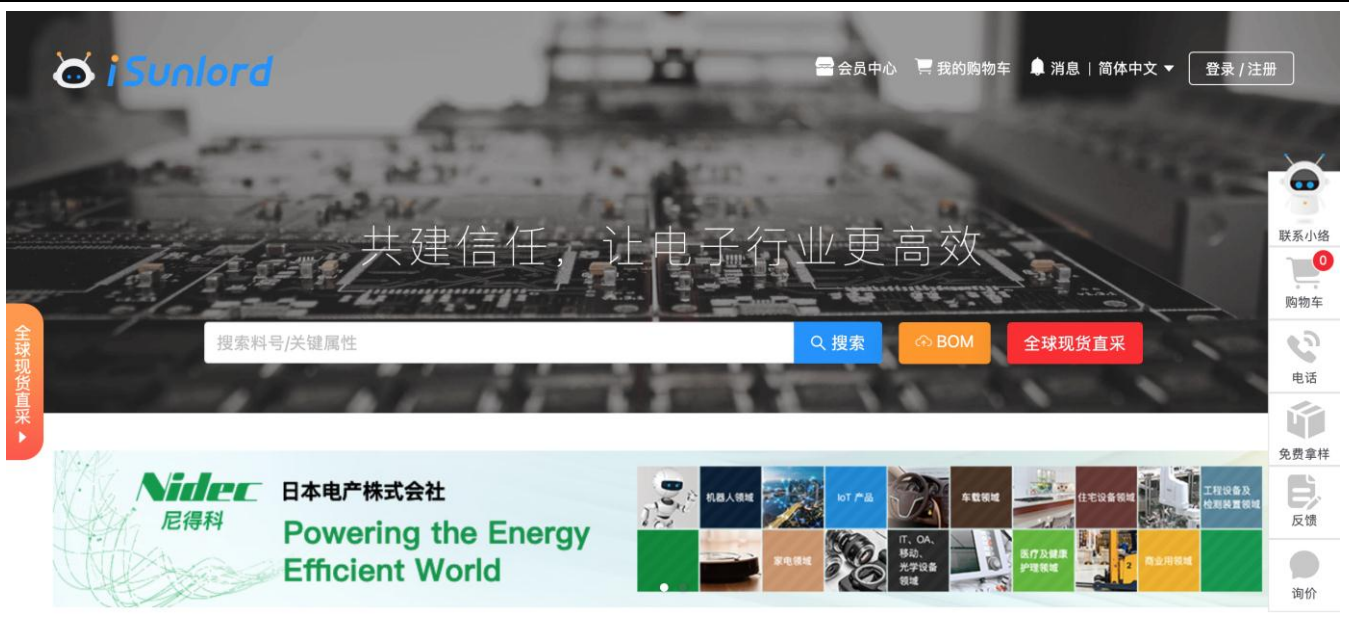
- 湖北某磷化工云工厂的原材料全部参与多多集采,采购成本总体上降约6%-10%。产成品销售通常低于市场价10-30元不等,降低了下游客户的采购成本。
- 从数字工厂看,目前主要为部分云工厂提供生产数字化、管理数字化、物流数字化、质检数字化、能耗数字化等服务,均实现了不同程度的降本或增效。因此,无论从供应链端还是数字化端来看,云工厂模式对实体经济和制造企业确实起到较好的降本增效作用。

由国务院印发的《“十四五”数字经济发展规划》—“大力推进产业数字化转型”中,明确提出要推动产业互联网融通应用,培育供应链金融、服务型制造等融通发展模式,以数字技术促进产业融合发展。“产业互联网”一词出现在《“十四五”数字经济发展规划》、《“十四五”电子商务发展规划》两大规划当中,已经进入国家政策蓝图,有望成为“十四五”时期数字经济和电子商务发展的新亮点。

对于企业用户而言,产业互联网不仅把企业和企业、产业的上下游连接起来,还能够通过订单驱动连接企业内部的生产运营数据,使得数字化生产线的产能得到充分利用,将智能工厂进行共构连接,以工业互联网为基础,推动智能制造。伴随着我国B2B电商在垂直领域的快速崛起,产业互联网进入战略发展机遇期。我们认为,未来企业采购的电商化和数字化有望成为主流,存在较大的发展空间。

从电子元器件分销行业看,商络电子专注于被动元器件分销,一方面不断加大对数字化供应链的建设,通过数字化的手段,以数据为载体,使各部门实时共享有效信息,提高科学决策能力,从而协同供应商,更高效地满足客户需求;一方面积极扩充线上交易平台销售模式(EMALL2.0),不断延伸客户群和客户生命周期,符合国家政策方向。伴随商络数字化平台升级的建设,公司未来有望进一步提升整体运营实力、提高核心竞争力,增强客户对公司的信任度,进一步强化公司的品牌优势,扩大市场份额,实现公司长远的战略目标。

图 24: 商络电子线上商城



资料来源: 商拓电子商城官网, 国元证券研究所

3. 竞争力分析：持续拓宽分销产品线，成长动能充足

3.1 深度绑定知名原厂，线上商城触达长尾客户

公司在经营发展过程中，始终坚持与知名原厂保持长期良好合作的业务模式，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、长鑫存储等国内外知名原厂的代理资质。上述一线原厂产品品质可靠、种类丰富，涵盖了移动通讯、消费电子、汽车电子、物联网、智能设备、工业控制等众多下游应用领域。

2021 年，公司新增授权代理品牌 19 个，截至 2021 年末，公司全部代理产品品牌已达 93 个，代理品牌数量得到快速的增长。其中，公司新增主动及其他元器件产品线代理权 12 个，新增被动元器件产品线代理权 7 个。

表 5：公司获得的原厂颁发的奖项

| 年份 | 颁发单位 | 奖项 |
|--------|---------------------|---------------------------|
| 2022 年 | CXMT（长鑫） | 2021 年度优秀分销商 |
| | 芯讯通无线科技（上海）有限公司 | 2021 年度优秀合作伙伴“卧虎藏龙”奖 |
| | 歌尔集团 | 核心供应商大会最佳交付奖 |
| | 新能安科技 | 首届供应商大会最佳交付奖 |
| 2021 年 | Kyocera（京瓷） | 2020 Gold Club Membership |
| | 上海金鑫 | 2021 最佳服务奖 |
| | 荣湃半导体（上海）有限公司 | 最佳代理商 |
| | 顺络电子 | 最佳开拓奖、2021 优秀经销商 |
| | TE（泰科） | 2021 年度最佳合作伙伴 |
| | 芯讯通无线科技（上海）有限公司 | 芯讯通代理商大会同芯奖 |
| 2020 年 | 美格智能技术股份有限公司 | 优秀代理商 |
| | TE（泰科） | 2019 年度优秀经销商奖 |
| | 胜美达贸易（上海）有限公司 | 最佳战略合作奖 |
| 2019 年 | Kyocera（京瓷） | 杰出经销商 |
| | TDK（东电） | 最佳成长奖 |
| | TDK-InvenSense（东电化） | T124-1H 最佳成长奖 |
| 2018 年 | TE（泰科） | 优秀经销商 |
| | TDK（东电化） | 最佳价值成长奖 |
| | 乐山无线电 | 2018 年度优秀代理商 |

资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司不断开拓新客户，目前在服务器领域已基本做到了全面覆盖，与浪潮信息、华三通信、联宝科技、华勤通讯这些头部客户建立了稳定合作；在显示领域与主要龙头企业建立合作，客户包括京东方、华星光电、熊猫电子、彩虹股份等；在新能源领域，公司的头部客户包括阳光电源、锦浪科技、禾迈股份等行业知名企业；在汽车电子领域，公司在动力电池、电机控制器、车载摄像头、激光雷达、智能驾驶等各个细分领域全面切入、持续深耕，行业拓展已取得较大成效，已经获取到的优质客户包括宁德时代、比亚迪、零跑汽车、蔚来汽车、禾赛科技、大疆、中车时代电气、英博尔、经

纬恒润等。

图 25：公司主要代表客户



资料来源：公司公告，国元证券研究所

2021 年，公司积极服务中小客户市场，持续打造 EMALL 平台，从技术角度降低服务长尾客户的成本。通过 EMALL 平台，公司将市场范围向长尾领域进行延伸，着重培育线上具备发展潜力的中小客户，与其共同成长，打造公司业务新的增长极。

长远来看，公司可以在与中小客户接触的过程中发现潜在业务机会，通过陪伴中小企业客户成长，获得更大的长远收益。此外，中小客户的业务领域更加分散，借助于与中小客户的合作，公司可以更好地了解整个市场的产品动向，制定长远策略，并有效对冲行业风险。

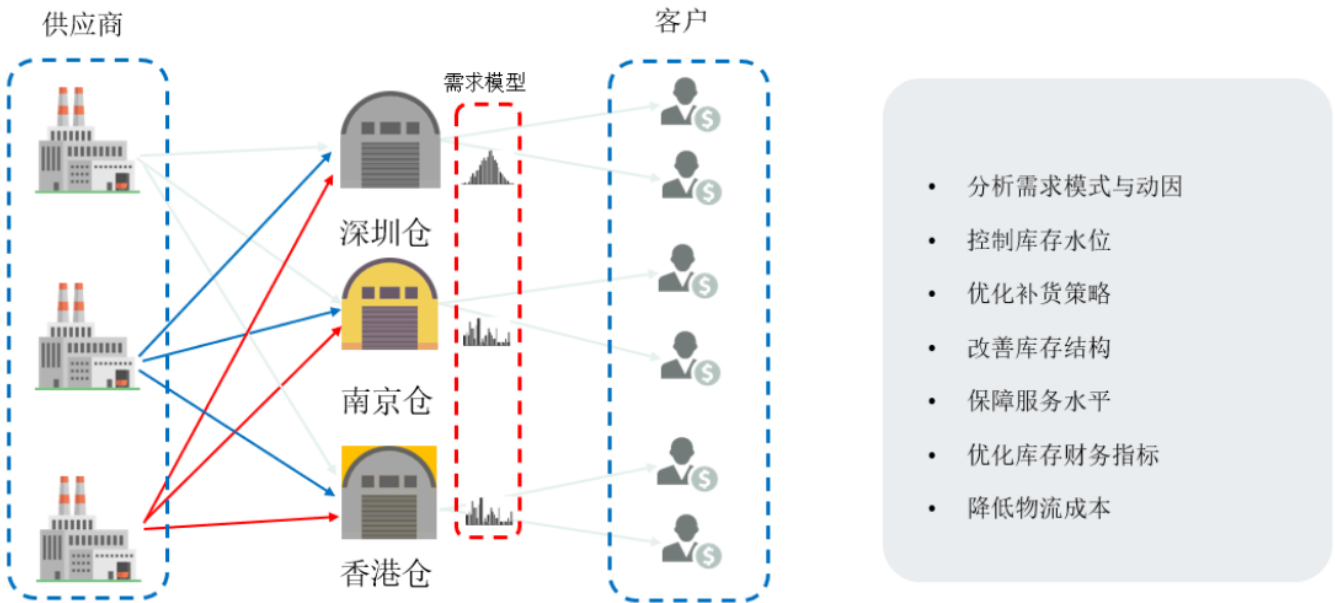
3.2 重视供应链管理，“采、销、存”体系完善

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。

公司在南京、深圳、香港三地设立大型仓储物流中心，配备仓库管理系统(WMS)、无线扫描系统、自动贴标系统，为客户提供本地化及快速物流服务，以最大限度为客户争取价格成本上的优势。

2021 年，公司供应链总部基地项目正式开工建设，目前正在正常建设中，智能仓储物流中心投入运营后，将有效增强电子元器件的储存、分拆、拣选、配送能力，优化仓储物流体系，总体协调并支撑各区域仓储物流中心需要，显著优化仓储物流体系，提升公司仓储物流的技术水平。

图 26：公司库存及物流管理



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

信息化系统是公司准确搜集产业链信息、预测判断产业链发展动向、向客户提供数以万计产品供应链服务的基础。公司重视信息化系统建设，以信息化系统为日常管理重要工具，把业务流程数据化，设计和配置高效的 ERP 管理系统，实时演算与运行需求供给计划和业务报告，以满足公司不断增长的业务需求。

公司不断加大对数字化供应链的建设，通过数字化的手段，以数据为载体，使各部门实时共享有效信息，提高科学决策能力，从而协同供应商，更高效地满足客户需求。

图 27：公司数字化运营模式的优势

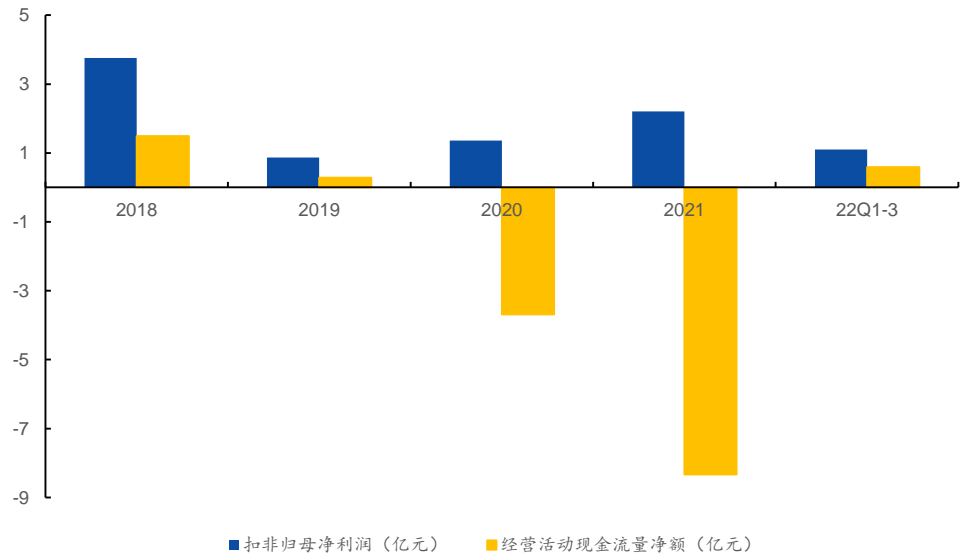
| | 传统运营模式 | 数字化运营模式 |
|----|---------|------------------------------------|
| 市场 | 相互独立 | 融合：用户思维，供需精准匹配，产业协同 |
| 产品 | 硬件，迭代慢 | 数字：数据收集/分析/数据决策，加速迭代 |
| 运营 | 人工，传统思维 | 人机：互联网思维+传统经验 数字化业务，结合算法，人机协同运营 |
| 组织 | 自上而下 | 弹性：扁平化，自适应，中台，去中心化 |
| 系统 | 垂直，自用 | 互联：打通产业中信息孤岛，共享，开放平台 |

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

3.3 多渠道满足资金运转需求，长期成长无忧

公司作为电子元器件分销商，是上游原厂和下游电子设备制造商的纽带，承担了上游、下游之间账期的不匹配，在市场景气度较高、需求旺盛的时期，分销商备货增加、销售增加，将使得应收账款、存货、采购付款较快增加，而销售回款相对较为滞后，从而形成了净利润与经营活动现金流量净额之间的差异。为应对公司销售回款滞后性带来的影响，公司从以下三个方面保障资金运转需求。

图 28：扣非归母净利润与经营活动现金流量净额对比



资料来源：Wind，国元证券研究所

3.3.1 建立完善应收账款管控体系

公司建立了完善的客户授信评估流程和合理的责任共担机制，有效地排除支付能力较差、信用程度不佳的客户，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，交易过程中持续跟踪客户风险信号，通过法律途径及时处理可能发生的回款风险。此外，通过信息化平台的建设，公司实现了信息流在各个业务部门之间清晰准确传递，从有效预测客户需求开始，实施可控的库存管理、降低库存风险、提高存货周转，实现客户、订单筛选，降低客户应收账款的坏账率、提高回款效率。

通过上述风险控制措施，公司的坏账损失、库存折损均得到有效控制，为公司稳定健康发展提供了重要保障，提升了客户服务水平及满意度，维系了良好的供应商及客户关系。公司的应收账款主要来自于京东方、联宝科技、华勤技术、中磊集团等大型优质、信誉度较好的客户，公司为此类核心客户提供约 90-120 日的账期，由于销售环节平均账期较长，使得电子元器件分销商应收账款金额及占比总体保持较高的水平。

公司应收账款账龄主要集中在一年以内，回款情况良好，2020、2021 年末及 2022 年三季度末，公司一年以内应收账款余额占各期末应收账款余额的比例均在 99% 以上。公司已按照相应比例足额计提了坏账准备。

表 6：计提预期信用损失的应收账款情况（单位：万元）

| 项目 | 2022/3/31 | | | |
|-----------|------------------|----------------|----------------|--------------|
| | 金额 | 占比 | 预期信用损失 | 计提比例 |
| 一年以内 | 156006.00 | 99.89% | 7794.95 | 5.00% |
| 一至二年 | 157.32 | 0.10% | 31.46 | 20.00% |
| 二至三年 | 10.06 | 0.01% | 5.03 | 50.00% |
| 三年以上 | 0.51 | 0.00% | 0.51 | 100.00% |
| 合计 | 156173.90 | 100.00% | 7831.96 | 5.01% |

| 项目 | 2021/12/31 | | | |
|-----------|------------------|----------------|----------------|--------------|
| | 金额 | 占比 | 预期信用损失 | 计提比例 |
| 一年以内 | 173337.97 | 99.89% | 8666.90 | 5.00% |
| 一至二年 | 138.26 | 0.08% | 27.65 | 20.00% |
| 二至三年 | 50.40 | 0.03% | 25.20 | 50.00% |
| 三年以上 | 0.00 | 0.00% | 0.00 | 100.00% |
| 合计 | 173526.64 | 100.00% | 8719.75 | 5.03% |

| 项目 | 2020/12/31 | | | |
|-----------|------------------|----------------|----------------|--------------|
| | 金额 | 占比 | 预期信用损失 | 计提比例 |
| 一年以内 | 100390.39 | 99.92% | 5019.52 | 5.00% |
| 一至二年 | 79.12 | 0.08% | 15.82 | 20.00% |
| 二至三年 | - | - | - | 50.00% |
| 三年以上 | - | - | - | 100.00% |
| 合计 | 100469.50 | 100.00% | 5035.34 | 5.01% |

资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司 2019 年末、2020 年末及 2021 年末应收账款期后回款金额占应收账款余额比例分别为 98.47%、99.00%和 95.23%，应收账款期后回款情况较好。

表 7：期末应收账款期后回款情况（单位：万元）

| 项目 | 2022/3/31 | 2021/12/31 | 2020/12/31 | 2019/12/31 |
|----------|-----------|------------|------------|------------|
| 期后回款金额 | - | 165980.08 | 100390.39 | 65352.07 |
| 应收账款余额 | 156949.10 | 174301.84 | 101403.33 | 66365.01 |
| 期后回款金额占比 | - | 95.23% | 99.00% | 98.47% |

资料来源：公司公告，国元证券研究所

综上所述，公司通过多方面的举措持续强化内部营运资金管理，截至 2022 年三季度末，公司经营性现金流量净额为 0.59 亿元，较上年同期增长 7.59 亿元，现金流明显改善。

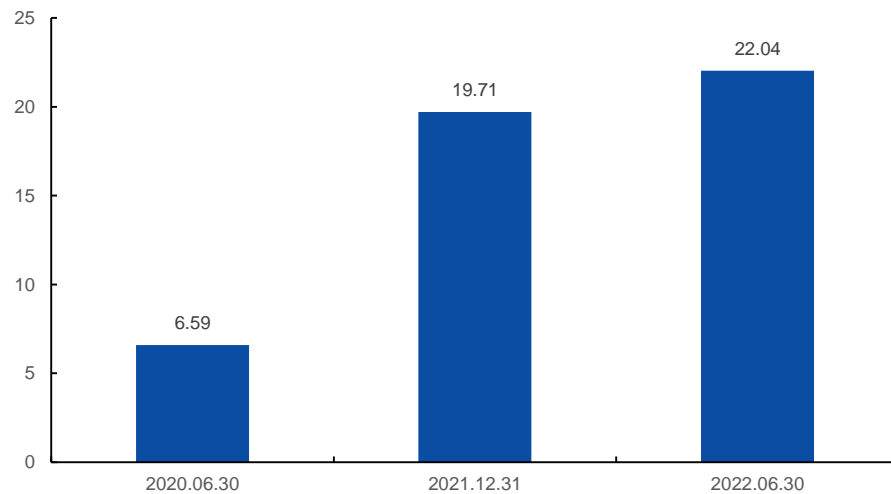
3.3.2 借助融资渠道形成良性资金循环

公司通过银行短期借款和应收账款保理的方式满足短期的营运资金需求，本质上这两种方式都是通过支付一定的资金成本将应收账款提前回笼，从而缩短上述的账期差，从公司短期借款余额(12.65 亿元, 2022/09/30)与利息费用(0.35 亿元, 2022Q1-3)对比可以看出，公司的融资成本较低，结合应收账款账龄短、期后回款高的特点，

可以为公司形成良性的资金循环。

由于公司长期以来资信良好，获得的银行授信额度同比实现快速增长。截至 2022 年二季度末，公司获得的授信额度为 22.04 亿元，较 2021 年末增长 12%。较高的银行授信额度有利于公司通过银行贷款筹措业务快速发展急需的流动资金，保障公司顺利运营。

图 29：公司获得的银行授信额度（单位：亿元）



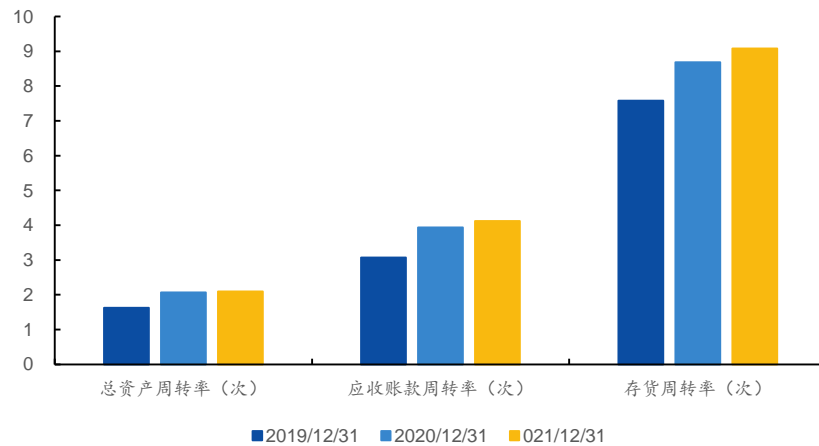
资料来源：公司公告，国元证券研究所

此外，公司严格控制短期借款与应收账款余额的比例，即使部分应收账款无法回收，亦不影响公司贷款的偿还。实际上，2017、2018、2019 年及 2020 年 1-6 月，公司实际核销应收账款金额分别为 41.74 万元、30.58 万元、0.55 万元和 108.47 万元，占各期期末应收账款余额的比重分别为 0.08%、0.04%、0.001%和 0.13%，无法回收的情况鲜少。

截至 2022 年三季度末，公司账面可支配资金包括银行存款、理财，以及未到期的银行承兑汇票等合计约 3 亿元，公司可转债的发行也已通过证监会审核批复，发行完成后将 9000 万元补充流动资金，均可作为资金安全垫。

3.3.3 稳步提升资产周转水平

公司一直致力于提升周转效率，从而提高资金使用效率，减少营运资金的占用，降低负债规模。2019 至 2021 年，公司总资产周转率、应收账款周转率、存货周转率均得到稳步提升，2021 年分别达到 2.10、4.12、9.08 次，较上年提升 0.03、0.18、0.40 次。

图 30：公司稳步提升资产周转率水平


资料来源：Wind，国元证券研究所

3.4 募投项目助力数字化建设，提升核心竞争力

公司首次公开发行股票共募集资金 2.76 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额为 2.31 亿元，拟投入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。

本次募集资金投资项目均符合公司主营业务的发展方向。“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”是为公司的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石；“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 8：IPO 募投项目情况

| 序号 | 项目名称 | 项目投资总额 (万元) | 拟投入募集资金 (万元) |
|----|------------------|-----------------|-----------------|
| 1 | 商络数字化运营平台(DOP)项目 | 2816.01 | 2816.01 |
| 2 | 智能仓储物流中心建设项目 | 15450.00 | 15450.00 |
| 3 | 扩充分销产品线项目 | 15200.00 | 15200.00 |
| 合计 | | 33466.01 | 33466.01 |

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

公司于 2021 年 11 月发布可转债发行预案，不断丰富的融资渠道及资金获取能力为公司中长期发展的资金需求提供了可靠保障，确保公司的可持续发展。根据公司 2022 年 7 月 14 日发布的《向不特定对象发行可转换公司债券并在创业板上市募集说明书（修订稿）》，公司本次可转债的发行总额不超过人民币 3.965 亿元（含 3.965 亿元），扣除发行费用后将投入于商络电子供应链总部基地等项目。

表 9：可转债募投项目情况

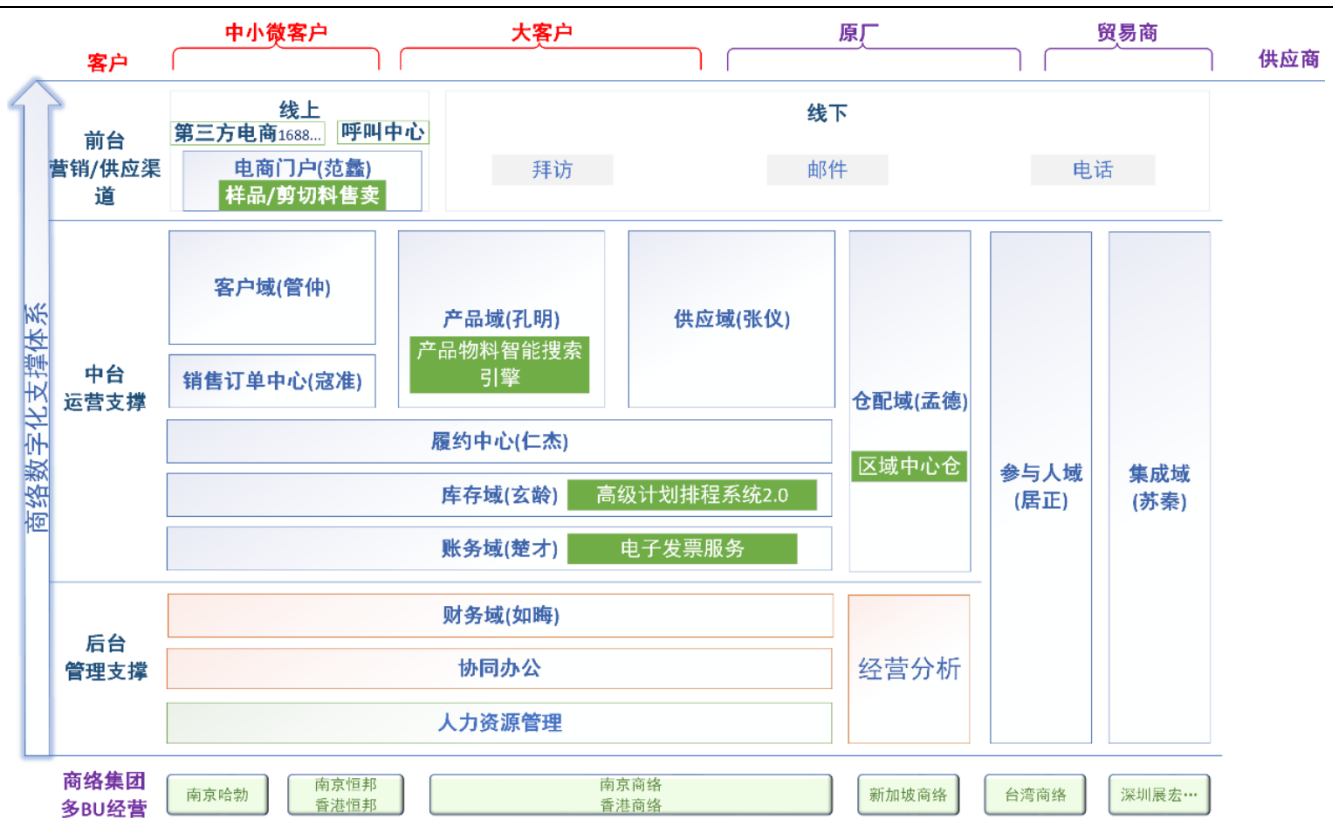
| 序号 | 项目名称 | 项目投资总额 (万元) | 拟投入募集资金 (万元) |
|----|---------------|-------------|--------------|
| 1 | 商络电子供应链总部基地项目 | 38132.49 | 29300.00 |
| 2 | 商络电子数字化平台升级项目 | 1417.50 | 1350.00 |
| 3 | 补充流动资金 | 9000.00 | 9000.00 |
| 合计 | | 48549.99 | 39650.00 |

资料来源：公司公告，国元证券研究所

本次募投项目的建设及实施，是对前次募投项目的补充，均符合公司主营业务的发展方向。其中，商络电子数字化平台升级项目是公司在原 DOP 框架调整后，基于原先 ERP、WMS 等相对独立的系统，持续升级开发的数字化平台。通过数字化平台升级项目的建设，公司通过数字化手段打通供应链上下游各环节，接入客户、原厂、其他单位，以业务为驱动，以流程为载体，持续优化以不断降低各环节费效比，实现精细化经营；形成供应链智能协同、统合信息流、业务流、资金流、实物流的综合平台。

商络电子供应链总部基地项目由智能仓储物流中心建设项目、智能仓储物流中心建设项目二期组成。公司通过该项目的实施，旨在增强电子元器件的储存、分拆、拣选、配送能力，优化仓储物流体系，总体协调并支撑各区域仓储物流中心需要。

图 31：商络电子数字化平台升级项目建设内容



资料来源：公司公告，国元证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

核心假设：

公司业务包括被动电子元器件产品代理（电容、电感、电阻及射频器件）、主动及其他电子元器件产品代理（存储器件、IC、晶体器件、连接器及其他元器件）、其他业务收入，我们按照这三个维度预测公司未来的收入和毛利率情况。

- 1. 被动电子元器件：**被动电子元器件收入主要是公司销售电容、电感、电阻及射频器件产生的收入。作为国内主流的被动电子元器件分销商，公司已经与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、长鑫存储等国际国内知名电子元器件生产商建立了良好、稳定的业务合作关系，为其开拓中国市场提供了重要的帮助。在国内电子行业景气度持续回升背景下，公司被动电子元器件经营规模持续增长，占比下降主要系公司主动及其他电子元器件分销业务快速增长所致。2020-2021年，该业务收入增速分别为40.11%、26.52%，预计未来三年将保持稳健增长，预测增速分别为8.18%、25.21%、31.79%。毛利率方面，2020-2021年分别为15.76%、15.75%，考虑到MLCC等电子元器件价格波动较大，且公司为争取客户资源抢占市场份额采取主动让利的措施，对毛利率水平有一定影响，预测未来三年该业务毛利率分别为11.81%、12.11%、12.33%。
- 2. 主动及其他电子元器件：**主动及其他电子元器件收入主要是公司销售存储器件、IC、晶体器件、连接器产生的收入，过去两年收入规模呈快速增长趋势，占比亦持续上升，主要系公司在电子元器件国产化持续提速的背景下，充分发挥自身在电子元器件分销领域的优势，积极把握发展机遇，取得了包括顺络电子、乐山无线电等在内的一系列国内优质电子元器件生产商的代理权，并在主动及其他电子元器件领域取得重要突破，与上述优质客户形成了良性互动。2020-2021年，该业务收入增速分别为81.50%、172.74%，预计未来三年将保持较快增长，预测增速分别为13.22%、35.54%、39.68%。毛利率方面，2020-2021年分别为14.53%、11.73%，下降的原因是公司存储器件产品销售持续放量，而该产品本身单位价值高、毛利率较低。预测未来三年该业务毛利率分别为9.46%、10.20%、10.27%。
- 3. 其他业务收入：**其他业务收入主要为少量房租收入，2020-2021年，该业务收入增速分别为24.54%、-62.25%，毛利率分别为50.42%、56.22%。预测未来三年该业务收入增速分别为5.32%、5.63%、5.52%，毛利率分别为56.25%、56.31%、56.39%。

表 10：公司收入拆分（单位：百万元）

| 项目 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 被动电子元器件 | | | | | |
| 收入 | 2149.49 | 2719.51 | 2941.96 | 3683.63 | 4854.66 |
| 增长率 | 40.11% | 26.52% | 8.18% | 25.21% | 31.79% |
| 毛利率 | 15.76% | 15.75% | 11.81% | 12.11% | 12.33% |
| 主动及其他电子元器件 | | | | | |
| 收入 | 969.12 | 2643.17 | 2992.59 | 4056.16 | 5665.65 |
| 增长率 | 81.50% | 172.74% | 13.22% | 35.54% | 39.68% |
| 毛利率 | 14.53% | 11.73% | 9.46% | 10.20% | 10.27% |
| 其他业务收入 | | | | | |
| 收入 | 0.35 | 0.13 | 0.14 | 0.15 | 0.15 |
| 增长率 | 24.54% | -62.25% | 5.32% | 5.63% | 5.52% |
| 毛利率 | 50.42% | 56.22% | 56.25% | 56.31% | 56.39% |
| 合计 | | | | | |
| 收入 | 3118.96 | 5362.80 | 5934.69 | 7739.94 | 10520.46 |
| 增长率 | 50.79% | 71.94% | 10.66% | 30.42% | 35.92% |
| 毛利率 | 15.38% | 13.77% | 10.63% | 11.11% | 11.22% |

资料来源：Wind，国元证券研究所

可比公司估值：

在国内上市公司中，深圳华强、韦尔股份、火炬电子、雅创电子也从事电子元器件销售相关业务，与公司主营业务相近，因此我们选择这四家公司为可比公司。从 PE 估值水平的角度来看，公司 2022 年的估值水平高于可比公司的平均水平。在国产替代加速的趋势下，公司把握住国产优质品牌崛起的机遇，得以迅速扩张，同时，公司持续提高供应链运行效率并不断优化成本，未来营业收入和利润有望保持较快增长，公司的 PE 估值水平有望持续提升，目前具备较好的长期投资价值。

表 11：可比公司估值情况

| 股票代码 | 公司简称 | 收盘价 (元) | 总市值 (亿元) | EPS (元) | | | | PE | | | |
|-----------|------|------------|-------------|---------|-------|-------|-------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | | | | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 000062.SZ | 深圳华强 | 11.18 | 116.93 | 0.84 | 0.89 | 1.04 | 1.30 | 13.24 | 12.53 | 10.74 | 8.62 |
| 603501.SH | 韦尔股份 | 79.98 | 947.20 | 3.78 | 3.42 | 4.59 | 5.68 | 21.16 | 23.40 | 17.43 | 14.08 |
| 603678.SH | 火炬电子 | 44.93 | 206.62 | 2.08 | 2.44 | 3.19 | 4.04 | 21.62 | 18.42 | 14.10 | 11.12 |
| 301099.SZ | 雅创电子 | 74.67 | 59.74 | 1.16 | 2.24 | 3.48 | 4.68 | 64.65 | 33.30 | 21.43 | 15.96 |
| 平均 | | - | - | - | - | - | - | 30.17 | 21.91 | 15.93 | 12.45 |
| 300975.SZ | 商络电子 | 6.94 | 43.72 | 0.38 | 0.25 | 0.40 | 0.56 | 18.50 | 27.99 | 17.16 | 12.35 |

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：可比公司均采用 Wind 一致预期，收盘价的日期为 2022 年 11 月 09 日

投资建议：

公司是国内领先的电子元器件分销商之一，主要面向网络通信、汽车电子、工业

控制、消费电子等应用领域的电子产品制造商，为其提供电子元器件产品。截至2022年二季度末，公司拥有超过90项知名原厂的授权，向4000余家客户提供分销服务。2021年以来，在全球经济复苏的背景下，电子元器件需求持续回暖。受益于“新基建+内循环”经济政策的刺激，新能源、汽车电子、远程学习办公及工业物联网等产业进入加速升级阶段，国内电子元器件需求激增。公司凭借着国产替代的东风和快速的供应链响应能力，有望迎来广阔的成长空间。

综上，预测公司2022-2024年营业收入为59.35、77.40、105.20亿元，归母净利润为1.56、2.55、3.54亿元，EPS为0.25、0.40、0.56元/股，对应PE为27.99、17.16、12.35倍。上市以来，公司的PE TTM主要运行在20-50倍之间，考虑到公司在行业内具备较为稀缺的一站式综合服务能力，给予公司2023年25倍的目标PE，对应的目标价为10.00元。首次推荐，给予“买入”评级。

5. 风险提示

- 1. 业绩波动的风险：**电子元器件产业为全球化市场，供需双方主要厂商的变化均会对全球市场产生影响。公司作为电子元器件产业的中间环节，面对日益复杂的电子元器件市场情况，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甚至下滑的风险；
- 2. 产品代理授权取消或不能续约的风险：**原厂的授权是授权分销商在市场上稳健发展的基石，授权分销商的市场拓展是原厂延伸销售的重要途径。作为国内主流的电子元器件分销商，公司已经与数十家国际国内知名电子元件生产商建立了良好、稳定的业务合作关系。但是，如果公司的服务支持能力无法满足原厂的要求或公司业务发展速度无法跟进原厂业务发展速度，公司存在未来无法持续取得新增产品线授权或已有产品线授权被取消的风险，可能对公司的业务经营造成不利影响；
- 3. 新冠肺炎疫情带来的风险：**2020年初以来我国爆发新冠肺炎疫情。目前国内疫情已经得到有效控制，但全球疫情及防控尚存在较大不确定性，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，进而对公司经营带来风险；
- 4. 市场竞争加剧的风险：**近年来，随着原厂整合过程持续推进，电子元器件分销商的并购、整合逐步成为未来分销市场的发展趋势。未来随着上游原厂或分销行业内部整合的进行，行业集中度提升，公司将面临竞争加剧的风险。如果公司在未来竞争中不能有效地维系自身的竞争优势，则可能对业务发展产生不利影响；
- 5. 应收账款发生坏账的风险：**一般而言，分销商为核心客户提供约90-120日的账期，由于销售环节平均账期较长，使得电子元器件分销商应收账款金额及占比总体保持较高的水平。尽管公司的应收账款主要来自于华勤通讯、京东方、联宝科技等大型优质、信誉度较好的客户，但如果公司客户因市场环境剧烈变化等原因经营状况恶化，公司存在应收账款无法回收的风险；
- 6. 存货跌价的风险：**公司存货主要为各类电子元件，由于上游原厂电子元件的生产供应周期往往与下游客户的生产需求周期不匹配，公司会结合市场调研情况、客户的定期需求反馈、历史需求数据、上游原厂的交期等信息，预测下游客户对于电子元件的需求，提前向原厂采购、备货。如果公司未能及时应对上下游行业变化或其他难以预料的原因导致存货无法顺利实现销售，且存货价格低于可变现净值，则该部分存货需要计提存货跌价准备，将对公司经营业绩产生不利影响。

财务预测表

| 资产负债表 | | 单位:百万元 | | | | |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|--|
| 会计年度 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | |
| 流动资产 | 1712.68 | 3094.45 | 3336.16 | 3714.01 | 4167.40 | |
| 现金 | 141.35 | 361.48 | 419.00 | 476.58 | 525.38 | |
| 应收账款 | 954.34 | 1648.07 | 1731.44 | 1742.45 | 1725.74 | |
| 其他应收款 | 41.69 | 38.20 | 41.54 | 52.63 | 70.49 | |
| 预付账款 | 74.47 | 111.23 | 126.76 | 169.25 | 227.90 | |
| 存货 | 355.46 | 663.67 | 729.07 | 931.54 | 1209.73 | |
| 其他流动资产 | 145.37 | 271.81 | 288.35 | 341.56 | 408.17 | |
| 非流动资产 | 75.38 | 230.09 | 235.36 | 261.26 | 278.96 | |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | |
| 固定资产 | 26.21 | 32.36 | 53.92 | 67.04 | 74.21 | |
| 无形资产 | 24.35 | 25.01 | 25.94 | 27.78 | 30.61 | |
| 其他非流动资产 | 24.81 | 172.72 | 155.50 | 166.43 | 174.14 | |
| 资产总计 | 1788.06 | 3324.54 | 3571.52 | 3975.27 | 4446.36 | |
| 流动负债 | 666.80 | 1765.51 | 1867.66 | 2026.35 | 2160.56 | |
| 短期借款 | 326.43 | 1320.32 | 1376.05 | 1423.25 | 1390.73 | |
| 应付账款 | 266.50 | 294.95 | 329.37 | 425.18 | 574.41 | |
| 其他流动负债 | 73.87 | 150.24 | 162.24 | 177.92 | 195.41 | |
| 非流动负债 | 17.79 | 37.73 | 38.95 | 41.40 | 44.01 | |
| 长期借款 | 0.00 | 5.24 | 5.36 | 5.51 | 5.69 | |
| 其他非流动负债 | 17.79 | 32.49 | 33.59 | 35.89 | 38.32 | |
| 负债合计 | 684.59 | 1803.24 | 1906.61 | 2067.75 | 2204.57 | |
| 少数股东权益 | 0.43 | -0.03 | -1.44 | -3.64 | -6.55 | |
| 股本 | 369.60 | 420.00 | 630.00 | 630.00 | 630.00 | |
| 资本公积 | 109.56 | 290.25 | 80.25 | 80.25 | 80.25 | |
| 留存收益 | 625.18 | 825.34 | 966.41 | 1210.25 | 1546.36 | |
| 归属母公司股东权益 | 1103.04 | 1521.32 | 1666.35 | 1911.16 | 2248.35 | |
| 负债和股东权益 | 1788.06 | 3324.54 | 3571.52 | 3975.27 | 4446.36 | |

| 现金流量表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|---------|----------|---------|---------|---------|--|
| 会计年度 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | |
| 经营活动现金流 | -368.36 | -832.93 | 73.90 | 105.32 | 175.48 | |
| 净利润 | 149.50 | 234.00 | 154.78 | 252.59 | 351.11 | |
| 折旧摊销 | 4.08 | 11.52 | 5.69 | 7.52 | 8.83 | |
| 财务费用 | 16.60 | 44.76 | 52.48 | 54.26 | 54.29 | |
| 投资损失 | -0.48 | -0.94 | -0.97 | -1.02 | -1.08 | |
| 营运资金变动 | -577.50 | -1191.02 | -143.84 | -218.60 | -252.12 | |
| 其他经营现金流 | 39.45 | 68.76 | 5.77 | 10.58 | 14.45 | |
| 投资活动现金流 | 6.51 | -227.78 | -5.57 | -26.54 | -19.02 | |
| 资本支出 | 27.01 | 103.32 | 1.24 | 1.47 | 1.63 | |
| 长期投资 | -33.00 | 111.50 | 3.13 | 23.33 | 14.52 | |
| 其他投资现金流 | 0.51 | -12.96 | -1.21 | -1.74 | -2.87 | |
| 筹资活动现金流 | 358.02 | 1242.63 | -10.81 | -21.20 | -107.66 | |
| 短期借款 | 320.43 | 993.90 | 55.73 | 47.20 | -32.52 | |
| 长期借款 | 0.00 | 5.24 | 0.12 | 0.15 | 0.18 | |
| 普通股增加 | 0.00 | 50.40 | 210.00 | 0.00 | 0.00 | |
| 资本公积增加 | 0.00 | 180.69 | -210.00 | 0.00 | 0.00 | |
| 其他筹资现金流 | 37.59 | 12.41 | -66.66 | -68.55 | -75.32 | |
| 现金净增加额 | -6.05 | 179.19 | 57.52 | 57.58 | 48.80 | |

| 利润表 | | 单位:百万元 | | | | |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|----------|--|
| 会计年度 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | |
| 营业收入 | 3118.96 | 5362.80 | 5934.69 | 7739.94 | 10520.46 | |
| 营业成本 | 2639.25 | 4624.42 | 5303.88 | 6879.89 | 9340.04 | |
| 营业税金及附加 | 6.98 | 8.23 | 8.90 | 11.61 | 15.78 | |
| 营业费用 | 160.84 | 230.04 | 250.44 | 327.40 | 474.47 | |
| 管理费用 | 50.39 | 59.40 | 68.84 | 86.69 | 113.62 | |
| 研发费用 | 4.67 | 12.53 | 15.64 | 18.53 | 28.48 | |
| 财务费用 | 16.60 | 44.76 | 52.48 | 54.26 | 54.29 | |
| 资产减值损失 | -22.76 | -49.90 | -15.32 | -12.38 | -11.53 | |
| 公允价值变动收益 | 0.27 | 3.40 | 3.53 | 3.68 | 3.76 | |
| 投资净收益 | 0.48 | 0.94 | 0.97 | 1.02 | 1.08 | |
| 营业利润 | 187.53 | 299.47 | 193.48 | 323.71 | 455.42 | |
| 营业外收入 | 17.61 | 14.68 | 14.87 | 14.97 | 15.02 | |
| 营业外支出 | 0.27 | 0.40 | 0.42 | 0.45 | 0.48 | |
| 利润总额 | 204.86 | 313.75 | 207.93 | 338.23 | 469.96 | |
| 所得税 | 55.37 | 79.75 | 53.15 | 85.64 | 118.85 | |
| 净利润 | 149.50 | 234.00 | 154.78 | 252.59 | 351.11 | |
| 少数股东损益 | -0.11 | -2.28 | -1.41 | -2.20 | -2.91 | |
| 归属母公司净利润 | 149.61 | 236.27 | 156.19 | 254.79 | 354.02 | |
| EBITDA | 208.20 | 355.75 | 251.64 | 385.48 | 518.55 | |
| EPS (元) | 0.40 | 0.56 | 0.25 | 0.40 | 0.56 | |

主要财务比率

| 会计年度 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 50.79 | 71.94 | 10.66 | 30.42 | 35.92 |
| 营业利润(%) | 57.70 | 59.69 | -35.39 | 67.31 | 40.69 |
| 归属母公司净利润(%) | 51.07 | 57.93 | -33.89 | 63.12 | 38.95 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 15.38 | 13.77 | 10.63 | 11.11 | 11.22 |
| 净利率(%) | 4.80 | 4.41 | 2.63 | 3.29 | 3.37 |
| ROE(%) | 13.56 | 15.53 | 9.37 | 13.33 | 15.75 |
| ROIC(%) | 12.06 | 11.18 | 7.53 | 10.72 | 13.30 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 38.29 | 54.24 | 53.38 | 52.02 | 49.58 |
| 净负债比率(%) | 47.68 | 73.77 | 72.71 | 69.34 | 63.59 |
| 流动比率 | 2.57 | 1.75 | 1.79 | 1.83 | 1.93 |
| 速动比率 | 2.00 | 1.35 | 1.37 | 1.34 | 1.33 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 2.07 | 2.10 | 1.72 | 2.05 | 2.50 |
| 应收账款周转率 | 3.79 | 3.89 | 3.32 | 4.21 | 5.74 |
| 应付账款周转率 | 11.60 | 16.47 | 16.99 | 18.24 | 18.69 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.24 | 0.38 | 0.25 | 0.40 | 0.56 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | -0.58 | -1.32 | 0.12 | 0.17 | 0.28 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 1.75 | 2.41 | 2.65 | 3.03 | 3.57 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 29.22 | 18.50 | 27.99 | 17.16 | 12.35 |
| P/B | 3.96 | 2.87 | 2.62 | 2.29 | 1.94 |
| EV/EBITDA | 25.01 | 14.64 | 20.70 | 13.51 | 10.04 |

投资评级说明：

| (1) 公司评级定义 | | (2) 行业评级定义 | |
|------------|--------------------------------|------------|-------------------------------|
| 买入 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上 | 推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| 增持 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间 | 中性 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| 持有 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间 | 回避 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上 |
| 卖出 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上 | | |

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备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。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

| 合肥 | 上海 |
|-----------------------------------|--------------------------------------|
| 地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 | 地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 |
| 邮编：230000 | 邮编：200135 |
| 传真：(0551) 62207952 | 传真：(021) 68869125 |
| | 电话：(021) 51097188 |