

南京商络电子股份有限公司2021年可转换公司债券信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值

中证鹏元
信用评级

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。


本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 

南京商络电子股份有限公司

2021年可转换公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级	A+
评级展望	稳定
债券信用等级	A+
评级日期	2021-12-28



评级观点

- 中证鹏元评定南京商络电子股份有限公司（以下简称“商络电子”或“公司”，股票代码 300975.SZ）本次拟发行 4.365 亿元可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 A+，该级别反映了本期债券安全性较高，违约风险较低。
- 上述等级的评定是考虑到公司作为被动元器件分销商，产品线丰富，获得众多知名原厂授权，下游应用领域广泛，客户集中度不高；同时中证鹏元也关注到，公司采购集中度较高，应收账款和存货持续大幅增长，存在一定的存货跌价风险，经营活动现金流表现不佳，营运资金压力上升，且存在一定偿债压力等风险因素。

债券概况

发行规模：不超过 4.365 亿元（含）

发行期限：6 年

偿还方式：每年付息一次，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息

发行目的：2.930 亿元用于商络电子供应链总部基地项目，0.135 亿元用于商络电子数字化平台升级项目，1.300 亿元用于补充流动资金

联系方式

项目负责人：刘惠琼
liuhq@cspengyuan.com

项目组成员：蒋晗
jiangh@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

未来展望

- 公司与原厂合作关系稳定，客户集中度不高，预计业务可持续性较好。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.9	2020	2019	2018
总资产	29.94	17.88	12.29	13.10
归母所有者权益	14.80	11.03	9.55	8.71
总债务	10.34	3.30	0.09	0.79
营业收入	38.58	31.19	20.68	29.93
净利润	1.87	1.49	0.99	3.33
经营活动现金流净额	-7.00	-3.68	0.29	1.50
销售毛利率	14.77%	15.38%	15.42%	26.79%
EBITDA 利润率	--	8.92%	6.97%	18.95%
总资产回报率	--	14.30%	10.83%	42.73%
资产负债率	50.56%	38.29%	22.29%	33.51%
净债务/EBITDA	--	0.58	-0.97	-0.16
EBITDA 利息保障倍数	--	25.75	50.99	41.02
总债务/总资本	41.12%	23.01%	0.97%	8.28%
FFO/净债务	--	70.52%	-29.07%	-401.33%
速动比率	1.47	2.04	3.60	2.46
现金短期债务比	0.40	0.77	22.26	3.08

资料来源：公司 2017-2020 年 6 月连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- 公司产品线丰富，取得众多行业靠前的知名原厂授权，拥有较强的供应链支持。公司代理的产品覆盖数百个品类、数万种产品，代理的主要品牌包括 TDK（东电化）、Samsung（三星电机）、Yageo（国巨）等，拥有较强的供应链支持系统，连续多年在中国电子元器件分销商的统计中排名靠前。
- 公司客户较为多元，下游应用领域广泛，客户集中度不高。公司客户涵盖消费电子、网络通信、汽车电子、工业控制等行业，产品应用领域广泛且需求旺盛，2018-2020 年公司前五大客户销售收入占主营业务收入的比重逐年降低，且单一客户销售额占比相对不高，与客户合作关系稳定。

关注

- 公司采购集中度偏高，对主要供应商存在一定依赖性，存在一定经营风险。公司前五大供应商采购额占年度采购金额比重较高，其中 Samsung（三星电机）和 TDK（东电化）单一客户年度占比均较高，存在一定依赖性；虽然前五大供应商采购额占比总体呈波动下降趋势，仍存在一定的经营风险。
- 公司主要产品价格波动较大，存货持续增长，存在一定的业绩波动和存货跌价风险。受市场行情影响，公司主要产品价格波动较大，连带导致业绩波动；近年公司备货增加，存货以库存商品为主，规模较大且近年来持续增长，存在一定的跌价风险。
- 公司应收账款近两年大幅增长，经营现金流表现不佳，资金压力上升。因公司与上下游账期存在差异带来资金占用，叠加近年业务规模扩张速度较快，存货备货增加，营运资金占用加大，综合影响下公司经营现金流表现不佳；随着业务规模进一步扩张，公司资金压力会进一步加大。
- 公司债务增长速度较快且以短期为主，存在一定偿债压力。公司债务以短期借款为主，2021 年增幅较快，截至 2021 年 9 月末短期债务达 10.34 亿元，较 2020 年末增长 213.58%，现金短期债务比快速下降至期末的 0.40。

同业比较（单位：亿元）

指标	深圳华强	火炬电子	力源信息	商络电子	润欣科技
总资产	122.41	59.34	47.83	17.88	10.89
营业收入	163.31	36.56	103.60	31.19	13.87
净利润	7.20	6.31	-17.35	1.49	0.45
销售毛利率	9.89%	31.85%	5.72%	15.38%	10.92%
资产负债率	50.16%	32.19%	39.01%	38.29%	30.84%

注：以上各指标均为 2020 年数据。

资料来源：wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、发行主体概况

公司前身为南京商络电子有限公司（以下简称“商络有限”），成立于1999年8月31日，由自然人沙宏志、毛展雄和徐建军共同出资设立，设立时注册资本为50万元，由沙宏志、毛展雄、徐建军分别以货币及非货币资金出资15万元、20万元、15万元。2015年8月，公司整体改制为股份有限公司，更名为现名，注册资本增加至4,000.00万元，其中沙宏志持股63.60%。公司股票于2015年12月31日开始在股转系统挂牌并公开转让，并于2017年3月31日终止在股转系统挂牌。经过多次股权转让及增资，截至公开发行股票前，公司注册资本为36,960.00万元。2021年4月，公司首次公开发行人民币普通股（A股）5,040.00万股，募集资金净额为23,109.43万元。本次公开发行股票后公司股本增至42,000.00万元。公司股票简称“商络电子”，股票代码为300975.SZ。

截至2021年9月末，公司注册资本及实收资本均为42,000.00万元，控股股东及实际控制人均为沙宏志，直接持有公司39.97%的股份。

表1 截至2021年9月末公司前五大股东明细（单位：万股）

股东名称	持股数量	占比
沙宏志	16,787.85	39.97%
谢丽	4,267.20	10.16%
张全	2,128.00	5.07%
南京邦盛投资管理有限公司—苏州邦盛赢新创业投资企业（有限合伙）	1,387.17	3.30%
周加辉	1,310.40	3.12%
合计	25,880.62	61.62%

资料来源：公司2021年第三季度报告，中证鹏元整理

公司定位为国内排名靠前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。目前，公司拥有约80家知名原厂的授权，向约2,000家客户销售约3万种电子元器件产品。截至2021年9月末，公司纳入合并范围的一级子公司共9家，具体情况见附录三。

二、本期债券概况

债券种类：可转换为公司A股股票的可转换公司债券¹；

注¹：截至评级报告发布日，公司未提供债券名称。

发行规模：不超过43,650.00万元（含）；

债券期限和利率：自发行之日起6年；本次发行的可转债票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，由公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息；

转股期限：本次发行的可转债转股期自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。债券持有人对转股或者不转股有选择权，并于转股的次日成为公司股东；

转股价格的确定：本次发行的可转债的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司A股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易价格按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司A股股票交易均价，具体初始转股价格由公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定。同时，初始转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值；

转股价格向下修正条款：在本可转债存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格低于当期转股价格的85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决，该方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有公司本次发行可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日的公司股票交易均价之间的较高者，且不低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算；

赎回条款：本次发行的可转债到期后五个交易日内，公司将赎回未转股的可转债，具体赎回价格由公司股东大会授权公司董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。另外，在转股期内，如果公司A股股票在任意连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%）或者当本次发行的可转债未转股余额不足3,000万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债；

回售条款：本次发行的可转债最后两个计息年度内，如果公司股票在任意连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述连续三十个交易日须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。本次发行的可转债最后两个计息年度内，可转债持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转债持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转债持有人不能多次行使部分回售权。

在本次发行的可转债存续期内，若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化根据中国证监会或深圳证券交易所的相关规定构成改变募集资金用途、被中国证监会或深圳证券交易所认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不能再行使附加回售权；

向原股东配售的安排：本次发行的可转债向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权。向原股东优先配售的具体比例提请公司股东大会授权公司董事会根据发行时的具体情况确定，并在本次可转债的发行公告中予以披露。原股东优先配售之外的余额和原股东放弃优先配售后部分采用网下对机构投资者发售和通过深圳证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式进行，余额由承销商包销。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过43,650.00万元（含），扣除发行费用后，拟全部用于以下项目：

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目投资总额	拟投入募集资金	占项目总投资比例
商络电子供应链总部基地项目	38,132.49	29,300.00	76.84%
商络电子数字化平台升级项目	1,417.50	1,350.00	95.24%
补充流动资金	13,000.00	13,000.00	-
合计	52,549.99	43,650.00	-

资料来源：《南京商络电子股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券预案》，中证鹏元整理

商络电子供应链总部基地项目

该项目位于南京市江宁区滨江开发区，占地面积约3.41万平方米。根据公司于2021年11月20日公告的《向不特定对象发行可转换公司债券的论证分析报告》，截至2021年11月，公司仓储中心面积合计约18,700平方米，库存容量270万盘，整体仓储周转已经处于饱和状态，无法满足经营需要及公司中长期发展规划。本项目建设完工后，公司在南京租赁的仓储中心将转移至此，届时，公司南京中心仓的仓储面积将超过50,000平方米，库存容量可达830万盘、日均处理订单量可达到20万盘。此外，公司拟在供应链总部基地建立研发、检测实验室，并配相关检测设备。

截至2021年11月末，该项目已取得南京市江宁区行政审批局出具的《江苏省投资项目备案证》（江宁审批投备〔2021〕465号），项目仍在建设当中。

商络电子数字化平台升级项目

公司本次拟升级的数字化平台主要运用于公司日常运营管理中，通过数字化信息系统的打造，有机整合供应链各环节信息流，使公司可以更高效的实现物料的日常周转和信息的日常收集、整合，提高运

营效率。

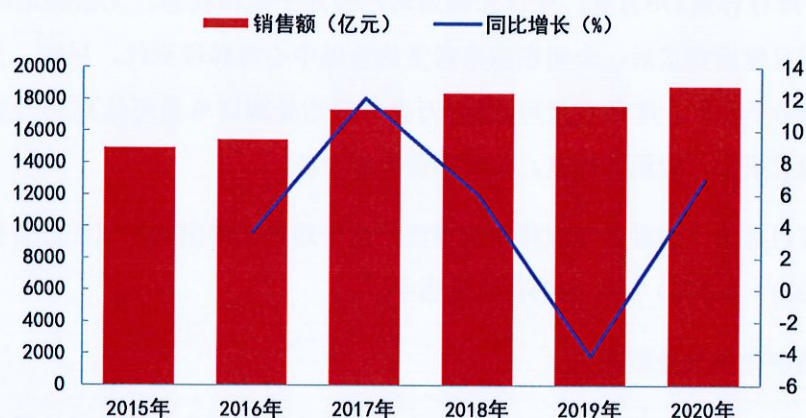
四、运营环境

我国电子信息技术实力的不断增强带动了国内电子产业的持续发展；本土电子元器件分销行业起步较晚，行业分散且竞争激烈，近年集中趋势明显

电子元器件具有种类多、各类产品特性差异大、下游应用广泛的特点，可以分为主动元器件和被动元器件两大类，主动元器件主要包括微处理器、存储器件、逻辑器件、模拟器件和分立器件等，被动元器件主要包括电容、电阻、电感及射频器件等。电子元器件产业链由上游电子元器件生产设计企业、中游分销商和下游电子产品制造商组成，具有上游集中、下游分散的特点。上游电子元器件制造行业兼具资金密集型和技术密集型特点，市场份额高度集中，在被动元器件领域，MLCC（片式多层陶瓷电容器）市场主要被日韩台系厂商如村田制作所、三星电机、太阳诱电、TDK等垄断，国内则以风华高科、三环集团、宇阳科技为代表；电感市场被日本厂商所垄断，国内则以顺络电子为代表；电阻市场主要被台系企业垄断，如国巨、华新科等。主动元器件领域中，目前全球IC市场份额高度集中于英特尔（Intel）、德州仪器（TI）、高通（Qualcomm）等少数几家公司，头部公司形成寡头垄断。而下游电子产品制造行业，由于电子产品需求分布于现代经济的各个领域，客户广泛而分散。

电子元器件分销商作为联系上游电子元器件生产设计企业和下游电子产品制造商之间的纽带，承担了上游生产商大部分市场开拓及技术实践职能，分担了部分备货及资金压力，同时为下游电子产品制造商提供技术咨询服务，其行业发展状况主要受上游技术更新及供给情况、下游需求状况及电子元器件整体市场规模的影响。2015年以来，随着行业深化结构调整、产业升级等举措的推进，中国电子元器件市场持续发展，2015-2020年平均增长4.7%，2020年行业销售额达到18,831亿元。

图 1 2015-2020 年中国电子元器件行业年销售额保持增长



资料来源：wind，中证鹏元整理

尽管国内电子元器件销售额不断提高，但受电子元器件产品研发实力较弱的影响，我国电子元器件制造产品以通用零部件为主，产品技术含量较低，质量水平以中低档为主，新功能新结构和高性能的电子元件仍需大量进口。受上述情况影响，我国本土电子元器件分销行业规模逐年扩大，但分销企业目前以代理国外产品线为主，主要客户系国内电子产品生产商，与全球规模领先的分销企业²相比，国内的电子元器件分销商普遍规模相对较小³。

从竞争格局上看，我国电子元器件分销行业基本上可以分为海外分销商和本土分销商两类，国际电子元器件分销行业已有近百年历史，市场发展较为成熟，海外分销商以艾睿电子、安富利、大联大等全球性分销商为代表，自上世纪90年代中后期进入中国大陆市场，其合作客户主要为国际知名的电子产品制造商和加工商，这些生产商主要采取“海外研发+中国制造的模式”；中国本土电子元器件分销产业起步于上世纪90年代，发展至今逐步形成完整的产品分销链条，其合作客户以我国本土电子产品制造商为主，部分分销商登陆资本市场，优质分销商竞争实力凸显。

表3 我国电子元器件分销行业竞争特点

分类	业务专注性	客户情况	客户黏性	技术能力	代表厂商
海外分销商	产品线多达几百条，应用领域覆盖广	主要是国际电子制造企业	客户稳定性较强	以向大型客户提供供应链支持为主	安富利、艾睿电子、富昌电子、大联大、威健实业、文晔科技
本土分销商	授权分销商	以具有一定规模的电子制造企业为主	客户稳定性较强	技术实施团队规模较大，解决方案丰富，能够对客户提供深入技术支持	科通芯城、英唐智控、润欣科技、信达、商络电子
	独立分销商	以中小客户为主	客户稳定性较弱	供应链支持力度较强，技术支持能力较弱	驰创电子、捷创讯科

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

从经营模式上看，电子元器件分销模式可分为市场型分销模式和技术型分销模式，其中，市场型分销的业务主要来自于下游电子产品制造商，销量取决于下游需求，产品以普通电子元器件为主，利润主要靠产品销量驱动；而技术型分销商（IDH：Independent Design House）主要从技术上满足电子设备制造商自身研发新产品对于电子元器件的比较和选型等需求。目前，国内电子元器件分销商商业模式趋同，竞争集中在品牌代理资源、资金实力、销售渠道几个方面，竞争较为激烈。2016年，我国元器件采购市场达到约3.4万亿元，而我国本土电子元器件分销商排名前20位的分销企业2016年营业收入规模合计仅

² 全球排名前三的电子元器件分销商安富利(Avnet)、艾睿(Arrow)、大联大2019财年总收入均超过百亿美元，其中，安富利(Avnet)、艾睿(Arrow)均为世界500强企业。

³ 2020年，我国营业收入规模排名前三的电子元器件代理分销商分别为中电港、泰科源、深圳华强(000062.SZ)，2020年营业收入分别为269.0亿元、220.7亿元和163.3亿元。

为857.54亿元，集中度较低。根据《国际电子商情》“中国电子元器件分销商营收排名”统计，2019年我国本土电子元器件分销商排名前35位的企业营业收入规模合计2,020.37亿元，2020年上升至2,140.30亿元，同比增长5.99%，其中，排名前三的企业营业收入规模合计653.00亿元，同比增长25.36%，产业集中度进一步提升，规模化、平台化趋势明显，随着部分分销商成功上市，行业头部聚集效益延续。

5G和新能源汽车领域预计将带动电子元器件需求，有望成为电子元器件分销业务的中长期增长点

电子元器件下游应用领域覆盖网络通信、消费电子、汽车电子及工业控制等电子产业各个方面，随着电子信息产业的发展而发展。未来几年，5G手机、5G网络建设、新能源汽车有望成为带动电子元器件行业持续增长的主要驱动力。

5G手机正处于加速渗透阶段，工业及信息化部数据显示，2020年中国5G手机出货量1.63亿部，渗透率由2019年的5%跃升至53%。随着智能手机功能配置不断丰富，机身内的电子回路大幅增加，终端内MLCC数量也几乎同比例增加。5G手机相对4G手机，单机MLCC需求量达到1000个以上。未来几年5G换机潮叠加单部手机用量增加将带动该领域相关电子元器件需求增长。

通信方面，由于5G基站天线通道数增加，以及天线有源化对天线设计提出了更高的要求，被动元件需求量大幅增加。MLCC需求方面，单个4G基站MLCC需求量约3750个，5G基站需求则大幅提升4倍至15000个；电感需求方面，单个4G基站电感需求量约1100-1300个，5G基站需求量则达到1600-1700个，需求量提高30%以上。考虑5G基站对高频高速信号传输的要求，并参照4G建设周期的投资规模，预计整个5G基站建设周期将为通信PCB带来大规模市场增量。工业及信息化部信息显示，我国2020年新增约58万个5G基站，2021年计划新增60万个，由于三大运营商2021年上半年5G建设进度放缓，离全年60万站的建设目标有较大差距。同时三大运营商又纷纷强调维持5G开支全年不变，这意味着5G资本开支将集中于下半年。此外，在2021年7月5日，工业和信息化部等十部门以工信部联通信〔2021〕77号发布通知，公布《5G应用“扬帆”行动计划（2021-2023年）》要求，在2023年底要达到的指标是每万人拥有5G基站数量为18个。按当前全国人口14亿计算，相当于总5G基站数量将为252万左右。未来几年5G基站建设进度和产业链发展有望迎来大幅增长。

汽车电子方面，新能源汽车单车MLCC需求量将成倍增长，单从动力系统来看，纯电动车单车所需MLCC数量大约是传统内燃车的5-6倍，插混动车单车所需MLCC用量是传统燃油车的3-4倍。2021年9月新能源汽车产销量继续保持高速增长，新能源汽车产量同比增长1.8倍，市场渗透率达11.6%。根据工业及信息化部规划，预计至2025年新能源汽车销量占比25%（2020年仅为6.9%）。随着新能源汽车渗透率及汽车电子化率的提升，汽车电子领域的电子元器件需求望迎来较大增长空间。

综上，5G建设、新能源汽车逐步渗透将推动国内电子元器件需求维持高位，受益于下游需求增长，电子元器件分销行业有望迎来较大增长空间。

五、公司治理与管理

公司按照《公司法》、《证券法》以及公司章程等法律法规的要求建立了股东大会、董事会和监事会及其议事规则，明确了各机构在决策、执行、监督等方面的职责权限，形成了有效的职责分工和制衡机制。

股东大会作为公司的权力机构，负责决定公司的经营方针和投资计划，选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项，审批董事会、监事会的报告以及公司的年度财务预算方案、决算方案等事项。自上市以来公司能够正常召开股东大会和临时股东大会，确保了股东对公司重大事项的知情权、参与权和表决权。公司设董事会，对股东大会负责。董事会由5-9名董事组成，应当至少包含1/3独立董事，设董事长1人。董事由股东大会选举或更换，任期三年。董事会主要负责召集股东大会，并向股东大会报告工作；执行股东大会的决议以及决定公司的经营计划和投资方案等。公司设监事会，由3名监事组成，其中职工代表的比例不低于1/3。设监事会主席1名，由全体监事过半数选举产生，其中职工监事由职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事会行使职权包括对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见、检查公司的财务、对董事及高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等。公司设总经理1名，副总经理若干名，由董事会聘任或者解聘。公司总经理、副总经理、财务负责人、董事会秘书或经公司董事会确定为高级管理人员的其他人员为公司高级管理人员。总经理每届任期3年，连聘可以连任。

公司根据自身业务经营与生产管理的特点，设立了战略管理中心、市场供应中心、营销中心、运营中心、日本发展中心、东南亚发展中心、台湾发展中心、业务拓展中心、数字运营中心、财务中心、人力资源及行政中心等职能部门，保障了公司采购、销售、供应链以及资金筹集、运用等各方面工作能够有序开展。信息披露方面，公司自上市以来能够在深圳证券交易所网站和符合中国证监会规定条件的信息披露媒体上及时披露定期报告、募集资金使用情况等信息。但我们也注意到，近年来公司资产规模、经营规模不断扩大，正进一步向东南亚等海外市场扩张，组织结构日益复杂，经营决策、组织管理和内部控制难度也将相应增加，对管理层的管理水平将会形成一定的考验。公司组织结构图具体见附录二。

截至2021年9月末，公司拥有员工630人，其中市场供应人员115人，营销人员211人，运营人员189人，人员配备符合公司业务特征。从教育程度看，本科及以上学历员工为383人，专科及以下学历的员工247人，能够满足公司生产经营需求。

六、经营与竞争

公司是国内排名靠前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。公司坚持内生增长为主的发展战略，近年来营业收入总体呈波动增长趋势。2018-2019年营业收入波动明显主要系受全球电容市场价格波动影响，2018年由于电容供应短缺，价格大幅上涨，2018年第四季度开始，供需矛盾缓解，行业去库存，电容价格从高位回落，公司营业收入和毛利率受此影响在2018-2019年波动明显。2020年以来随着公司市场拓展及产品线丰富，收入增长较快，2020年收入同比增长50.79%，2021年1-9月收入增长趋势明显。

收入构成方面，公司以被动电子元器件收入为主，其中电容、电感、电阻占比最大，2018年至2021年1-9月，三者合计占公司收入比重为81.82%、69.80%、64.58%和49.56%。被动电子元器件收入占比逐渐下降，其他电子元器件收入比重逐步提升。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年1-9月		2020年		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
被动电子元器件	20.42	16.24%	21.49	15.76%	15.34	14.66%	26.15	27.91%
电容	12.77	15.82%	13.11	15.73%	9.33	11.69%	18.03	31.32%
电感	4.89	16.81%	5.06	14.80%	3.70	18.02%	4.20	20.98%
电阻	1.46	18.84%	1.98	20.61%	1.41	25.25%	2.26	23.63%
射频器件	1.30	15.28%	1.35	12.50%	0.90	15.08%	1.66	14.35%
其他电子元器件	18.17	13.13%	9.69	14.53%	5.34	17.59%	3.77	19.00%
存储器件	6.72	6.79%	1.69	10.58%	0.85	14.03%	0.48	13.10%
晶体器件	1.67	14.32%	1.54	7.93%	0.90	11.40%	0.77	9.49%
连接器	1.51	17.37%	1.23	18.03%	0.76	20.67%	0.41	27.11%
IC	1.77	13.07%	0.31	9.10%	0.20	9.18%	0.01	6.31%
其他	6.50	18.41%	4.91	17.44%	2.63	20.62%	2.11	22.32%
合计	38.58	14.77%	31.19	15.38%	20.68	15.42%	29.93	26.79%

注1：尾差系小数点四舍五入产生；

注2：公司招股说明书、2020年年度报告中IC产品收入合并至“其他”中披露。

资料来源：公司招股说明书、2020年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

公司产品线丰富，拥有众多行业靠前的知名原厂授权并合作稳定，行业知名度相对靠前

公司作为电子元器件分销商，位于电子元器件产业链的中间环节，是链接电子元器件生产商及电子产品制造商的重要纽带。截至目前，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，和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，具体覆盖数百个品类、数万种产品，为电子产品制造商提供多品类一站式的采购服务。原厂的授权是代理商在市场上经营发展的基础，原厂的 brand 和产品实力是代理商市场竞争地位的重要保障。经过多年的经营发展，公司已取得众多国内外知名原厂的代理授权。目前公司代理的主要品牌包括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，均为行业内市场地位靠前的知名

原厂。随着公司业务规模持续扩张，获取代理权数量也稳步增加，截至2021年9月末，公司已获得超过80家知名原厂的授权代理资质。

表5 公司各品类获得授权的主要品牌原厂情况

元器件种类	代理品牌	市场地位
电容	Samsung（三星电机）	2018年电容收入全球第二
	Yageo（国巨）	2018年电容收入全球第五
	TDK（东电化）	2018年电容收入全球第三
电阻	Yageo（国巨）	2018年全球电阻市场份额第一
	TDK（东电化）	2017年全球电感市场份额第二
电感	Chilisin（奇力新）	2017年全球电感市场份额第四
	顺络电子	2017年全球电感市场份额第五，国内第一
连接器	TE（泰科）	全球连接器市场份额第一
分立器件	乐山无线电	小信号类二三极管，国内市场份额第一
存储	兆易创新	Nor Flash 全球市场份额第三，国内市场份额第一
半导体芯片	上海兆芯集成电路有限公司	国内领先的 X86 处理器制造商

资料来源：公司招股说明书，中证鹏元整理

原厂与公司合作关系的稳定性是公司持续发展的有力保证，公司一直以来重视与原厂之间的合作共赢关系，协作开发中国市场。作为原厂的重要合作伙伴，公司历年来获得原厂颁发的奖项较多，得到原厂较高评价。

根据《国际电子商情》对中国电子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”第16名、“2018年被动元器件代理商前三甲”、“2019年中国电子元器件分销商排名 TOP35”第23名和“2020年度中国电子元器件分销商TOP35”第19名，在行业中具有相对靠前的市场知名度。

公司采购集中度偏高，对主要供应商存在一定依赖性，存在一定经营风险，主要产品采购价格受市场行情影响较大

新产品线引入方面，为了持续向客户提供有竞争力的产品组合，公司不断优化代理的品牌及产品线。评估、筛选优质电子元器件生产商时，公司会从多个维度对原厂的基本信息进行调查，包括近三年的全球、亚太、中国及各区域的销售额、发展布局、行业排名及占比、品质管控体系、应用领域销售额占比、代理商销售额占比等，并综合考虑原厂与公司的战略匹配度、代理商管理体系及规则、主要客户群体、应用领域、新产品线财务指标评估、新产品线目标规划等方面，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。

下单采购方面，公司的采购模式分为订单采购和备货采购两种，以备货采购为主。订单采购即“以

销定采”，主要针对交期、需求量相对稳定、行业波动较小的工业控制类等电子产品制造商。备货采购指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。其次，为应对客户紧急需求，公司也会通过调货形式向通过严格的资质审查的代理商或独立分销商进行采购，调货采购是对原厂采购的有益补充。近年来公司存货规模保持增长趋势，2021年9月末存货余额达6.46亿元，占总资产比重21.59%，且以库存商品为主，存在一定的存货减值风险，2020年末公司已计提存货跌价准备0.25亿元。

公司主要产品有电容、电感、电阻、存储器件等，从采购量来看，近年来电容、存储器件增长较快，电感、电阻在2019年有下降，2020年以来逐步回升；从采购均价来看，电容、电阻呈下降趋势，电容主要系2018年由于供应紧缺价格涨幅过大，2019年供应跟上后价格大幅下降，目前价格逐步恢复至正常水平；电感、存储器件采购均价均呈增长趋势，其中存储器件2021年采购均价增幅较大，主要受市场行情波动影响。随着公司业务规模扩张，以及受市场行情影响，公司备货增加，存货规模持续扩大，对营运资金形成占用。

表6 近年公司主要产品采购情况

产品类别	项目	单位	2021年1-9月	2020年	2019年	2018年
电容	采购量	千万件	5,403.11	6,059.731	3,775.57	3,481.17
	采购均价	元/千件	21.10	18.61	21.88	37.25
电感	采购量	千万件	570.06	561.32	443.90	747.56
	采购均价	元/千件	77.98	75.73	69.71	44.14
电阻	采购量	千万件	2,267.69	2,776.30	1,594.92	2,359.77
	采购均价	元/千件	6.74	5.82	6.63	7.58
存储器件	采购量	千万件	23.34	17.42	9.71	5.32
	采购均价	元/千件	2,270.55	854.77	797.02	785.19

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司近年前五大供应商采购额占年度采购金额比重偏高，其中Samsung（三星电机）和TDK（东电化）单一供应商年度占比均较高，存在一定依赖性；虽然前五大供应商采购额占比总体呈波动下降趋势，仍存在一定的经营风险。

表7 近年公司前五大供应商采购情况（单位：万元）

年份	供应商	采购金额	占年度采购金额的比重
2021年1-9月	Samsung（三星电机）	62,970.25	18.91%
	TDK（东电化）	62,472.46	18.76%
	GIGADEVICE	33,072.33	9.93%
	CHANGXin Memory Technology (HONG KONG) LIMITED	28,148.95	8.45%
	YAGEO（国巨）	23,851.72	7.16%
	合计	210,515.72	63.20%

2020年	TDK（东电化）	57,076.33	21.62%
	Samsung（三星电机）	54,894.23	20.80%
	YAGEO（国巨）	25,753.52	9.76%
	LRC	21,606.43	8.19%
	SUNLORD（顺络电子）	8,801.00	3.33%
	合计	168,131.51	63.70%
2019年	TDK（东电化）	46,164.86	25.60%
	Samsung（三星电机）	38,948.64	21.60%
	乐山无线电	12,076.97	6.70%
	Yageo（国巨）	9,396.27	5.21%
	兆易创新	6,385.88	3.54%
	合计	112,972.63	62.65%
2018年	TDK（东电化）	53,610.91	23.68%
	YAGEO（国巨）	49,424.79	21.83%
	Samsung（三星电机）	42,144.07	18.62%
	乐山无线电	14,314.97	6.32%
	RF360	7,468.57	3.30%
	合计	166,963.31	73.75%

资料来源：公司提供

公司客户较为多元，下游应用领域广泛，客户集中度不高，与主要客户合作关系稳定，但受市场行情影响，主要产品价格波动较大

公司产品销售全部采用直销模式，主要为电子产品制造商、贸易商提供电子元器件产品。交易行业开始前，公司会根据客户的资信状况、预测评估期内与公司的交易金额等因素，对客户进行信用等级评定，予以账期及信用额度的授信，账期一般为3-4个月。

公司主要销售的产品中，从销售量来看，电容、存储器件均呈稳步增长趋势，电感、电阻销售量波动较大；从销售价格来看，电容、电阻呈下降趋势，电感、存储器件持续增长，其中存储器件受市场行情影响，2021年1-9月销售均价增幅较大。总体而言公司主要分销的产品销售均价与采购均价趋势保持一致，但受市场行情影响，产品价格波动较大，一方面，产品价格上涨会增加公司营运资金占用，另一方面，同一产品的采购销售价差存在波动，公司的利润空间易受价格波动影响。

表8 近年公司主要产品销售情况

产品类别	项目	单位	2021年1-9月	2020年	2019年	2018年
电容	销售量	千万件	5,125.56	5,662.37	3,739.34	3,460.55
	销售均价	元/千件	24.92	23.15	24.95	52.11
电感	销售量	千万件	506.09	552.62	459.18	787.59
	销售均价	元/千件	96.55	91.53	80.61	53.29



电阻	销售量	千万件	2,146.65	2,432.81	1,709.06	2,489.99
	销售均价	元/千件	6.81	8.12	8.24	9.06
存储器件	销售量	千万件	20.92	17.60	9.26	5.42
	销售均价	元/千件	3,213.44	962.74	923.11	894.47

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从下游应用领域来看，公司客户涵盖消费电子、网络通信、汽车电子、工业控制等领域，应用领域广泛。其中消费电子行业和网络通信行业占收入比重最大，2018-2020年二者合计占收入比重分别为72.55%、69.54%和69.60%。受2018-2019年电容全球市场价格波动影响，各下游领域2019年收入有明显下降，2019-2020年，受益于消费电子和网络通信市场需求旺盛及公司市场开拓力度加大等，2020年各下游领域收入有所增长。下游应用领域广泛为公司带来广阔的市场机会。

表9 公司主营业务收入按下游行业划分情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
消费电子行业	14.20	45.54%	9.96	48.16%	13.25	44.26%
网络通信行业	7.50	24.06%	4.42	21.38%	8.47	28.29%
汽车电子行业	1.66	5.30%	1.25	6.04%	1.43	4.79%
工业控制行业	1.72	5.51%	0.84	4.07%	0.93	3.11%
综合行业	6.11	19.58%	4.20	20.33%	5.85	19.55%
合计	31.19	100.00%	20.68	100.00%	29.92	100.00%

注1：消费电子行业：个人和家庭相关的电子产品及其产业链；网络通信行业：与网络连接及信息交换相关的网络传输、通讯设备、手机及移动便携式电子产品及其产业链；汽车电子行业：与汽车相关的电子产品及其产业链；工业电子行业：与工业生产需求配套的电子产品及其产业链；综合行业：无法归类为上述行业的其他客户。

注2：尾差系小数点四舍五入产生。

资料来源：公司招股说明书、2020年年度报告，中证鹏元整理

从地区分布来看，公司产品以内销为主，主要集中在大陆华东地区，其次为华南地区，港澳台及境外地区收入占比较小。由于公司客户集中在国内，受益于国内疫情控制成果及电子行业国产替代趋势，公司2020年以来收入大幅上涨。目前公司正积极加大境外市场如中国港澳台、新加坡、菲律宾、泰国及印度等市场的扩张，随着境外疫情逐步缓解，公司的境外销售收入有望进一步增长。

表10 公司主营业务收入按地区划分情况（单位：亿元）

项目	2021年1-9月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华东地区	16.90	43.81%	16.26	52.12%	11.79	57.02%	13.90	46.46%
华南地区	11.64	30.17%	6.74	21.60%	3.59	17.36%	6.18	20.64%
华北地区	2.18	5.65%	1.69	5.42%	1.52	7.34%	4.27	14.26%
大陆其他地区	3.77	9.78%	3.52	11.29%	1.78	8.59%	3.24	10.82%
港澳台及境外地区	4.09	10.59%	2.98	9.56%	2.00	9.68%	2.34	7.82%
合计	38.58	100.00%	31.19	100.00%	20.68	100.00%	29.92	100.00%

注1：按照客户注册地进行划分。

注2：尾差系小数点四舍五入产生。

资料来源：公司招股说明书、2020年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，公司为约2,000家客户提供分销服务，既包括各行业的大客户，也包括数量庞大的长尾客户。各行业头部客户贡献的收入是公司收入主要组成部分，为公司赢得市场地位；长尾客户为公司收入提供有益补充，并能带来长期潜在的业务机会，同时有效分散经营风险。多年来公司凭借良好的产品品质和服务水平，已积累一批覆盖各行业的优质客户，包括京东方、华勤、联宝、歌尔、中兴、浪潮等知名企业，这些客户与公司业务关系稳定，为公司产品的销售提供了良好保障。2018-2020年及2021年1-9月公司前五大客户销售情况如下，前五大客户销售额占主营业务收入比重总体呈下降趋势，且单一客户销售额占比相对不高，有利于分散经营风险。

表11 近年公司前五大客户销售情况（单位：万元）

年份	客户	销售金额	占比
2021年1-9月	客户一	46,534.35	12.06%
	客户二	41,558.66	10.77%
	客户三	21,306.85	5.52%
	客户四	11,359.99	2.94%
	客户五	10,279.17	2.66%
	合计	131,039.02	33.95%
2020年	客户一	49,583.47	15.90%
	客户二	19,101.09	6.12%
	客户三	10,217.06	3.28%
	客户四	10,136.39	3.25%
	客户五	8,370.21	2.68%
	合计	97,408.22	31.23%
2019年	客户一	32,769.40	15.84%
	客户二	15,326.61	7.41%
	客户三	7,605.64	3.68%
	客户四	7,202.09	3.48%
	客户五	6,170.73	2.98%
	合计	69,074.47	33.39%
2018年	客户一	71,079.93	23.75%
	客户二	22,651.46	7.57%
	客户三	15,495.83	5.18%
	客户四	9,840.45	3.29%
	客户五	6,159.15	2.06%
	合计	125,226.82	41.85%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司具备较强的供应链支持，募投项目实施后公司供应链服务优势有望进一步加强

作为电子元器件分销商，公司是连接上游电子元器件制造商和下游电子产品制造商的重要纽带，公司需要并通过整合市场预测、客户需求预测、供应预测及客户订单等信息设定需求计划，整合不同行业数千家客户的需求，向电子元器件生产商集中议价和采购，建立缓冲库存，以保证产品供应的及时性、稳定性及灵活性，并降低客户综合采购成本。公司目前以总部南京为依托，分别在深圳、上海、苏州、天津、香港、台湾、新加坡等 21 个城市或地区设立子公司或办事处，并在南京、深圳、香港三地设立大型仓储物流中心。本次债券募投项目商络电子供应链总部基地项目建成后公司仓储物流中心订单处理能力和库存能力将得到提升，同时将加快客户响应速度，进一步提高供应链效率；商络电子数字化平台升级项目将统筹既有的信息系统，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。通过募投项目的建设，公司供应链服务优势将进一步加强，进而增强竞争实力。中证鹏元也注意到，本次募投项目（含补充流动资金）总投资金额合计5.25亿元，同时随着公司业务扩张，资金压力预计会进一步上升。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017-2020年6月审计报告、2020年审计报告及2021年1-9月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。近三年一期合并报表范围变化情况如下：

表12 2018-2021年9月末公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

年度	子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
2018年	南京恒邦电子科技有限公司	2,000.00	100%	通信模块的设计、开发、生产、销售等
	南京哈勃信息科技有限公司	1,000.00	100%	货物进出口、电子产品销售等
2019年	南京畅翼行智能科技有限公司	1,000.00	70%	计算机及软件、信息技术及电子产品领域的技术开发等
2020年	无			
2021年1-9月	无			

2、2018-2021年9月无不再纳入公司合并范围的子公司情况

注：以上仅包括一级子公司。

资料来源：公司 2017-2020年6月连审审计报告、2020年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

资产结构与质量

近年来公司资产规模总体大幅增长，以流动性资产为主，但应收账款和存货占用较多营运资金，且存在一定的存货跌价风险

受益于公司主营业务规模扩张，近年公司总资产规模总体大幅增长，2021年9月末资产规模较2018年末增长128.61%。近年来资产结构相对稳定，以流动资产为主。

2021年资金规模大幅增长，账面流动性较为充裕。公司货币资金主要为银行存款，公司货币资金主要为银行存款，2020年末受限货币资金0.27亿元，占货币资金余额的比重为19.14%，系银行承兑汇票保证金和保函保证金。

公司应收票据、应收账款和应收款项融资主要为应收货款，近年呈波动增长趋势。2018年由于电容全球性缺货导致价格大幅上涨，当年应收账款大幅增加，2019年随着供需矛盾缓解电容价格下跌，应收账款同比下降，2020年以来，应收账款增长速度较快，2020年同比增长51.40%，2021年9月末较2020年末增长63.78%，主要为随销售规模的扩大而增加，其次是收现情况有所波动，公司2018-2021年1-9月收现比分别为97.37%、103.10%、83.79%和85.60%，2018-2019年收现情况较好，2020年以来收现比有所下降。公司应收账款占资产总额比重超过50%，占用较多营运资金，账龄主要集中在1年以内，2021年9月末账龄一年以内应收账款占比99.88%，应收账款前五名客户（按统一控制合并口径）占比41.78%。2020年末公司有0.25亿元应收票据因票据贴现未到期存在受限，0.39亿元应收账款用于银行借款质押存在受限。

公司存货由库存商品和发出商品构成，2020年末库存商品和发出商品账面价值占存货总账面价值比重分别为84.17%和15.83%；近年来存货规模持续增长，主要系随着公司销售规模的逐步扩大，作为电子元器件分销商相应的备货需求增加所致。公司存货以库存商品为主，存在一定的跌价风险，2020年末存货跌价准备金额0.25亿元。同时公司存货规模较大，占用较多营运资金。

总体来看，公司货币资金规模相对较大，账面流动性较为充裕，资产构成以流动性资产为主，但公司应收账款和存货规模较大，占用较多营运资金，且公司2020年末受限资产合计1.27亿元，占资产总额7.10%。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年9月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.34	7.81%	1.41	7.91%	1.24	10.07%	2.04	15.60%
应收票据	0.61	2.05%	0.54	3.03%	0.23	1.87%	0.38	2.88%
应收账款	15.63	52.20%	9.54	53.37%	6.30	51.31%	7.16	54.65%
存货	6.46	21.59%	3.55	19.88%	2.53	20.57%	2.09	15.92%
流动资产合计	28.18	94.13%	17.13	95.78%	11.82	96.24%	12.49	95.33%
非流动资产合计	1.76	5.87%	0.75	4.22%	0.46	3.76%	0.61	4.67%
资产总计	29.94	100.00%	17.88	100.00%	12.29	100.00%	13.10	100.00%

资料来源：公司2017-2020年6月连审审计报告、2020年审计报告及未经审计的2021年1-9月财务报表，中证鹏元整理

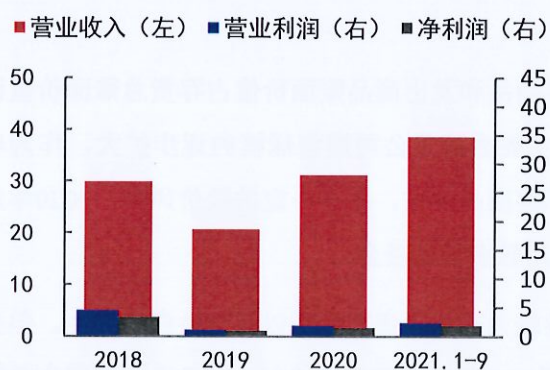
盈利能力

公司主要产品价格波动较大，营业收入存在一定波动，2019年以来营业收入稳步增长，毛利率水平相对不高

主要受产品价格波动较大影响，近年来公司营业收入存在一定波动。公司作为以电容、电阻等被动电子元器件为主要业务的分销商，受2018年电容全球性缺货导致的大幅涨价影响，公司营业收入在当年实现大幅增长，销售毛利率及各项利润指标均处于较高水平。随着电容供需矛盾缓解，同时受国际贸易局势紧张等因素影响，2018年四季度开始电容价格从高位回落，2019年价格持续下滑，受电容价格波动的影响，公司2019年营业收入同比出现大幅下滑。2019年以来，随着电容市场趋向稳定，公司加大市场拓展力度、进一步丰富产品线，公司营业收入保持增长趋势，营业利润和净利润也逐步增长。盈利能力方面，2019年总资产回报率和EBITDA利润率下跌明显，2020年逐步回升。

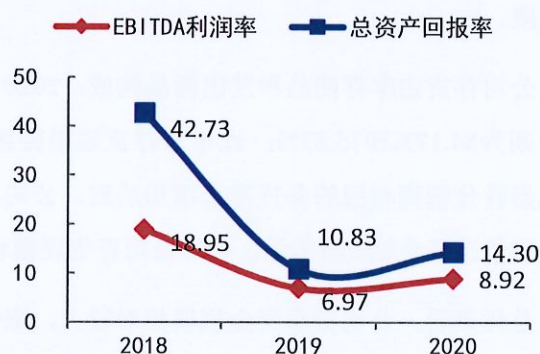
由于公司的分销商业务属性，除2018年受特殊情况影响毛利率处于较高水平外，公司整体毛利率水平相对不高。

图2 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2017-2020 年 6 月连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

图3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2017-2020 年 6 月连审审计报告、2020 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营现金流表现不佳，资金占用压力增大

公司的分销业务模式导致业务开展需要提前备货，因此需要提前支付采购货款，资金从投入到回笼需要一定周期，上游原厂对公司的账期一般不超过2个月，公司对下游客户的账期一般为3到4个月，上下游账期的差异导致营运资金存在占用。2019年以来，随着公司业务规模扩大，公司营业收入和利润持续增长，与此同时由于上下游账期差异导致的资金占用加大，且2020年以来收现比下降，叠加存货备货影响，综合影响下近年来公司经营净现金流逐步降低为负且持续减少，业务扩张导致资金占用压力增大。随着公司业务规模的扩张，资金压力会进一步扩大。

投资活动方面，公司投资活动主要为银行理财产品买入卖出，产生的净额较小且存在一定波动。2020年以来筹资净现金流增加主要系短期借款的增加，其次系2021年公开发行股票筹集资金。

图 4 公司现金流结构

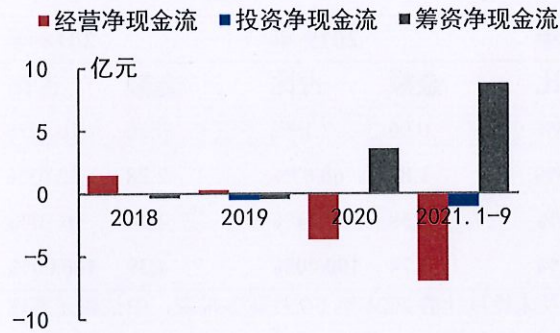
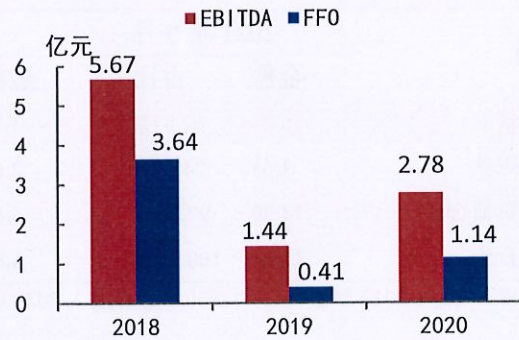


图 5 公司 EBITDA 和 FFO 情况



资料来源：公司 2017-2020 年 6 月连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2017-2020 年 6 月连审审计报告、2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司权益规模保持增长，负债以短期债务为主且增长速度较快，存在一定偿债压力

公司总负债规模呈波动增长趋势，随着经营积累及公开发行股票，公司所有者权益逐年增长；由于 2019 年以来负债增长速度大于所有者权益增长速度，净资产对其保障程度逐步降低，产权比率上升。由于历年来的经营积累使得所有者权益构成中未分配利润占主导，2021 年受公开发行股票影响，资本公积有所增长。

图 6 公司资本结构

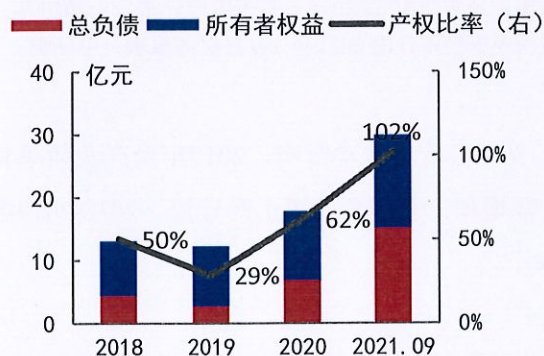
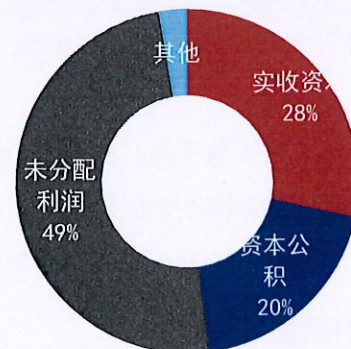


图 7 2021 年 9 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2017-2020 年 6 月连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

公司负债主要以流动负债为主，应付账款为经营业务形成，主要系库存商品备货所致，2019年以来随着业务规模扩大而逐步增长，主要应付对象为上游原厂。2020年以来公司短期借款增长明显，2021年9月末短期借款余额较2020年末增长213.58%，主要系新增银行借款所致。

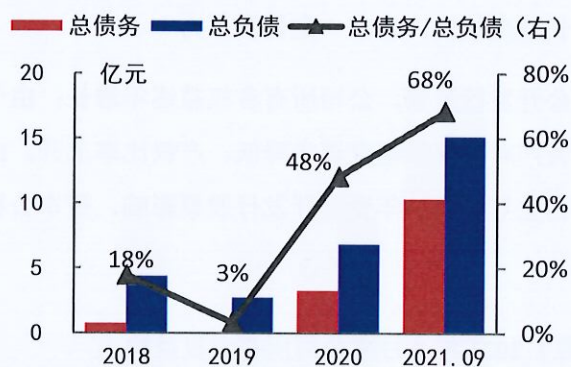
表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021年9月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	10.23	67.57%	3.26	47.68%	0.06	2.19%	0.70	16.02%
应付账款	3.65	24.09%	2.66	38.93%	1.89	68.87%	2.28	52.03%
流动负债合计	14.79	97.71%	6.67	97.40%	2.58	94.24%	4.24	96.50%
负债合计	15.14	100.00%	6.85	100.00%	2.74	100.00%	4.39	100.00%

资料来源：公司 2017-2020 年 6 月连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

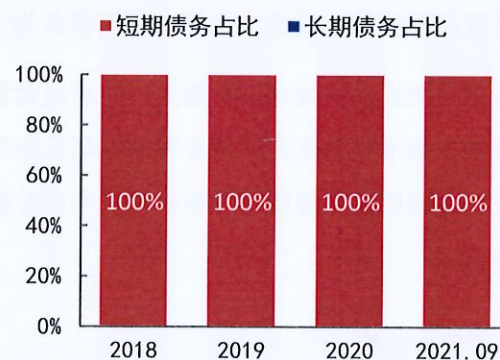
公司总债务总体呈上升趋势，负债结构为以短期债务为主，存在一定集中偿付压力。若本期债券发行成功，总债务规模将继续上升，考虑到公司经营活动现金流为负且持续加大，虽然本期债券可以转股，存在一定的融资弹性，公司仍存在一定的偿付压力。

图 8 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2017-2020 年 6 月连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

图 9 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2017-2020 年 6 月连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

2018-2019 年公司负债不高，且基本由经营业务产生，受电容价格波动影响，2019 年资产负债率有所下降；2019 年以来随着公司业务规模扩大、银行借款大幅增加，资产负债率上升较快。2018-2019 年银行借款较少，因此 EBITDA 利息保障倍数指标处于较好水平。

表15 公司杠杆状况指标

指标名称	2021年9月	2020年	2019年	2018年
资产负债率	50.56%	38.29%	22.29%	33.51%
净债务/EBITDA	--	0.58	-0.97	-0.16
EBITDA 利息保障倍数	--	25.75	50.99	41.02

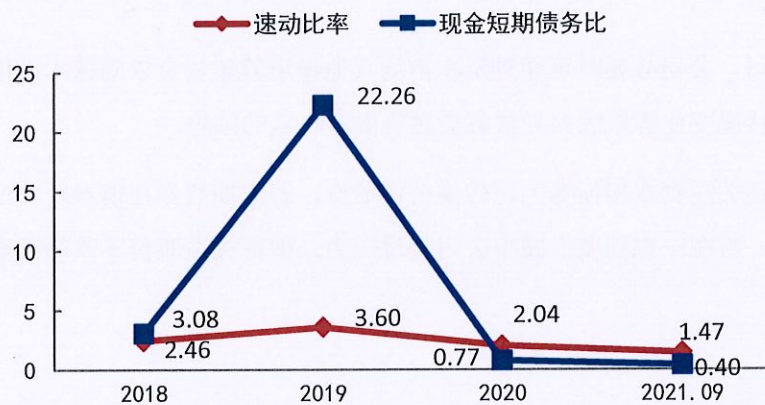
总债务/总资本	41.12%	23.01%	0.97%	8.28%
FFO/净债务	--	70.52%	-29.07%	-401.33%

资料来源：公司 2017-2020 年 6 月连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

近年来公司现金短期债务比波动较大，速动比率波动相对较小。2019 年现金短期债务比和速动比率均达到最高点主要系当年短期借款金额较小所致；2020 年以来随着银行短期借款增加，现金短期债务比大幅下滑，速动比率也逐步下降，截至 2021 年 9 月末现金短期债务比和速动比率仍处于较低水平。

此外，根据公司提供资料，截至 2021 年 9 月末，公司尚未使用的授信额度为 4.88 亿元，考虑到公司为上市公司，获取流动性资源的能力尚可。

图 10 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2017-2020 年 6 月连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

八、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2018 年 1 月 1 日至报告查询日（2021 年 12 月 1 日），公司本部及子公司南京畅翼行智能科技有限公司、南京哈勃信息科技有限公司、南京恒邦电子科技有限公司、天津龙浩电子科技有限公司、上海爱特信电子科技有限公司、上海商络供应链管理有限公司、深圳商络展宏电子有限公司、苏州易易通电子商务有限公司不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至 2021 年 9 月末，公司不存在对合并报表外单位提供担保的情形。

九、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券本息偿付资金将主要来源于公司日常经营活动产生的现金流。公司主营被动电子元器件分销业务，近年来营业收入总体呈波动增长趋势，2018-2019年营业收入波动明显主要系受全球电容市场价格波动影响，2020年以来随着公司市场拓展及产品线丰富，收入增长较快，2020年收入同比增长50.79%，2021年1-9月收入增长趋势明显。未来随着本期债券募投项目商络电子供应链总部基地项目、数字化平台升级项目的建设和实施，公司将进一步完善供应链战略布局，提升技术服务能力和信息化管理水平，可进一步带动营业收入增长，为本期债券的本息偿付提供一定保障。同时中证鹏元关注到，由于近年来公司的业务扩张速度大于利润留存速度，2018-2020年及2021年1-9月公司经营活动产生的现金流量净额分别为1.50亿元、0.29亿元、-3.68亿元和-7.00亿元，经营净现金流逐步降低为负且持续减少，资金占用压力加大。

同时作为上市公司，公司必要时可通过资本市场其他渠道筹集资金以确保本期债券本息的按时偿付，但需关注因公司经营状况变化等原因而导致各类融资渠道收紧的风险。

此外，中证鹏元还关注到本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

十、结论

综上，中证鹏元评定南京商络电子股份有限公司主体信用等级为A+，评级展望为稳定，本期债券信用等级为A+。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

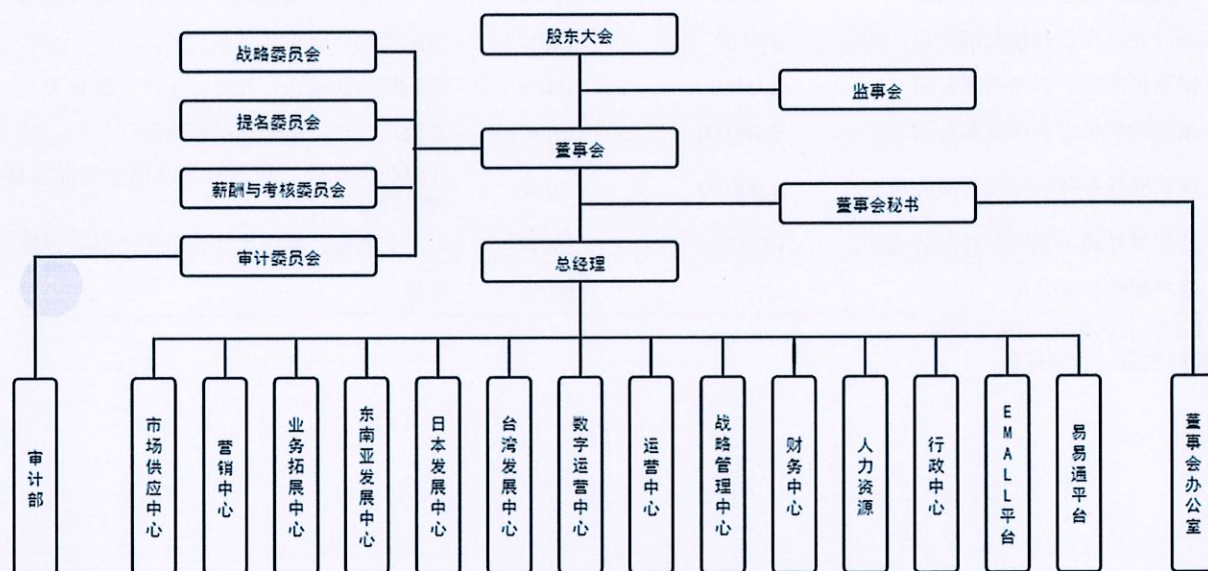
本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年9月	2020年	2019年	2018年
货币资金	2.34	1.41	1.24	2.04
应收票据及应收账款	16.25	10.09	6.53	7.53
应收账款	15.63	9.54	6.30	7.16
存货	6.46	3.55	2.53	2.09
流动资产合计	28.18	17.13	11.82	12.49
非流动资产合计	1.76	0.75	0.46	0.61
资产总计	29.94	17.88	12.29	13.10
短期借款	10.23	3.26	0.06	0.70
应付账款	3.65	2.66	1.89	2.28
一年内到期的非流动负债	0.03	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	14.79	6.67	2.58	4.24
非流动负债合计	0.35	0.18	0.16	0.15
负债合计	15.14	6.85	2.74	4.39
总债务	10.34	3.30	0.09	0.79
归属于母公司的所有者权益	14.80	11.03	9.55	8.71
营业收入	38.58	31.19	20.68	29.93
净利润	1.87	1.49	0.99	3.33
经营活动产生的现金流量净额	-7.00	-3.68	0.29	1.50
投资活动产生的现金流量净额	-1.07	0.07	-0.50	-0.03
筹资活动产生的现金流量净额	8.77	3.58	-0.45	-0.35
财务指标	2021年1-9月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	14.77%	15.38%	15.42%	26.79%
EBITDA 利润率	--	8.92%	6.97%	18.95%
总资产回报率	--	14.30%	10.83%	42.73%
产权比率	102.25%	62.04%	28.68%	50.40%
资产负债率	50.56%	38.29%	22.29%	33.51%
净债务/EBITDA	--	0.58	-0.97	-0.16
EBITDA 利息保障倍数	25.75	50.99	41.02	25.75
总债务/总资本	41.12%	23.01%	0.97%	8.28%
FFO/净债务	--	70.52%	-29.07%	-401.33%
速动比率	1.47	2.04	3.60	2.46
现金短期债务比	0.40	0.77	22.26	3.08

资料来源：公司 2017-2020 年 6 月连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司组织结构图（截至 2021 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附录三 2021年9月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
上海商络供应链管理有限公司	1,000.00	100%	供应链管理，商务信息咨询等
上海爱特信电子科技有限公司	100.00	100%	电子元器件及相关辅件等的销售
深圳商络展宏电子有限公司	500.00	100%	电子元器件、集成电路、通信设备等的销售
天津龙浩电子科技有限公司	100.00	100%	国际贸易，简单加工等
南京恒邦电子科技有限公司	2,000.00	100%	通信模块的设计、开发、生产、销售等
南京哈勃信息科技有限公司	1,000.00	100%	货物进出口、电子产品销售等
南京畅翼行智能科技有限公司	1,000.00	70%	计算机及软件、信息技术及电子产品领域的技术开发等
苏州易易通电子商务有限公司	1,000.00	100%	电子元器件、集成电路、电子产品销售等
香港商络有限公司	-	100%	贸易

注：以上仅包含一级子公司。

资料来源：公司提供

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。