

爱施德(002416)

高分红手机分销龙头，强资源及渠道驱动成长

爱施德首次覆盖报告

首次覆盖

评级

增持

目标价格

14.50

当前价格:

9.88

2024.06.03

本报告导读:

公司为国内以手机分销及零售为主的龙头企业，竞争优势显著，推进销售网络加密、海外及创新业务布局，随消费电子回暖、AI手机渗透率提升，未来发展值得期待。

投资要点:

- 首次覆盖，增持评级。我们预测公司2024-26年EPS为0.59/0.65/0.71元，增速11%/11%/10%；参考同行业可比公司估值，给予公司目标价14.50元，首次覆盖给予增持评级。
- 20余载深耕铸就行业龙头，绑定头部品牌奠定基本盘。1)公司布局以手机为核心(占比约90%)的3C数码、新能源汽车、快消品等分销及零售业务，2019-23年营收自560亿元增至922亿元，CAGR为13.3%；2)股权结构较集中，主要创始人之一兼董事黄绍武先生直接及间接持股比例约33.06%，核心高管均履历丰富、在行业耕耘多年；3)与苹果：子公司酷动数码为国内最大的苹果授权经销商，自营174家APR门店+超3000家授权门店和网点；4)与荣耀：公司是荣耀股东中持股比例最大的渠道合作商及全渠道零售服务商，一方面将助力荣耀拓展国内外市场，另一方面未来有望受益价值兑现。
- 智能手机出货量底部回升，折叠屏、AI手机望催化新一轮换机需求。1)政策支持消费电子行业发展，且受益于5G旗舰新机的密集发布和折叠屏手机的逆势增长，国内手机出货量企稳回升；据IDC，2024Q1国内智能手机市场出货量约6926万台/+6.5%，为连续三个季度回正；2)国内头部智能手机市场份额相对稳固，近年荣耀、苹果均位列出出货量前五，Q1荣耀份额高居第一；3)折叠屏、AI手机正加速发展，据Canalys，AI手机出货量占智能手机比重将从5%提至2027年的45%，从而催化消费者换机需求，公司作为国内手机渠道龙头望显著收益。
- 四大优势筑核心壁垒、奠定未来增长驱动，高分红政策望延续。1)公司核心优势奠定优质资产属性：①头部品牌资源优势，为苹果、荣耀、三星等头部品牌的全国一级经销商；②渠道网络优势，国内T1-T6全渠道覆盖超10万家门店，渠道禀赋优势利好推进如智能穿戴设备、新能源汽车、增值+服务及快消品等业务的发展；③供应链体系优势，5大配送中心、30余个区域分仓、海外分支机构；④数字化优势等；2)2023年分红4.96亿元、分红率约76%(近5年均超60%)，考虑到公司商业模式稳健、在手现金充沛、新业务望提升盈利水平，我们判断未来或延续较高的分红政策。
- 风险提示：消费电子行业回暖低于预期，新零售及其它创新业务拓展低于预期，海外业务风险，分红低于预期等

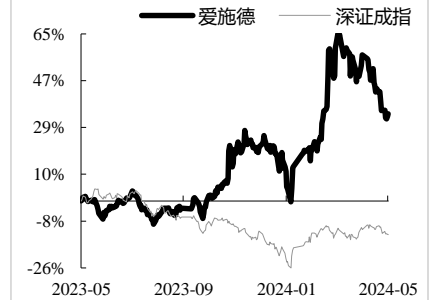
交易数据

52周内股价区间(元)	6.97-12.68
总市值(百万元)	12,244
总股本/流通A股(百万股)	1,239/1,224
流通B股/H股(百万股)	0/0

资产负债表摘要(LF)

股东权益(百万元)	6,132
每股净资产(元)	4.95
市净率(现价)	2.0
净负债率	18.03%

52周股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-15%	12%	34%
相对指数	-12%	11%	47%

财务摘要(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	91,429	92,160	94,061	97,051	100,191
(+/-)%	-3.9%	0.8%	2.1%	3.2%	3.2%
净利润(归母)	730	655	729	808	886
(+/-)%	-20.8%	-10.3%	11.2%	10.9%	9.6%
每股净收益(元)	0.59	0.53	0.59	0.65	0.71
净资产收益率(%)	12.3%	11.0%	11.6%	12.2%	12.7%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	16.77	18.69	16.80	15.15	13.83

财务预测表
资产负债表(百万元)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,860	3,256	3,394	3,385	3,448
交易性金融资产	111	101	111	122	134
应收账款及票据	1,557	1,749	1,714	1,728	1,792
存货	4,529	3,466	3,445	3,453	3,511
其他流动资产	3,191	1,852	1,864	1,917	1,966
流动资产合计	12,248	10,424	10,528	10,606	10,851
长期投资	77	61	53	47	42
固定资产	38	40	46	49	50
在建工程	0	0	2	3	4
无形资产及商誉	64	63	62	60	59
其他非流动资产	2,024	1,869	1,758	1,763	1,770
非流动资产合计	2,203	2,033	1,921	1,923	1,925
总资产	14,451	12,457	12,448	12,529	12,776
短期借款	5,281	3,343	2,843	2,443	2,143
应付账款及票据	635	783	720	735	756
一年内到期的非流动负债	303	53	55	55	55
其他流动负债	1,892	1,833	1,953	1,996	2,069
流动负债合计	8,112	6,012	5,571	5,229	5,023
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
租赁债券	29	40	42	44	46
其他非流动负债	15	15	16	16	16
非流动负债合计	44	55	58	60	62
总负债	8,156	6,067	5,629	5,289	5,085
实收资本(或股本)	1,239	1,239	1,239	1,239	1,239
其他归母股东权益	4,685	4,725	5,063	5,382	5,714
归属母公司股东权益	5,924	5,964	6,303	6,621	6,953
少数股东权益	371	426	517	619	738
股东权益合计	6,295	6,390	6,820	7,240	7,691
总负债及总权益	14,451	12,457	12,448	12,529	12,776

现金流量表(百万元)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	538	3,643	1,192	1,147	1,158
投资活动现金流	-67	-64	106	-21	-19
筹资活动现金流	-1,337	-2,534	-1,194	-1,135	-1,077
汇率变动影响及其他	23	10	34	0	0
现金净增加额	-844	1,056	138	-8	62
折旧与摊销	102	114	30	28	26
营运资本变动	-756	2,505	134	14	-46
资本性支出	-37	-24	-21	-24	-21

利润表(百万元)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	91,429	92,160	94,061	97,051	100,191
营业成本	88,352	89,168	90,987	93,831	96,803
税金及附加	77	106	94	97	100
销售费用	1,445	1,460	1,496	1,524	1,553
管理费用	270	280	282	286	291
研发费用	20	35	39	42	45
EBIT	1,167	1,087	1,168	1,288	1,419
其他收益	90	83	70	85	84
公允价值变动收益	-23	0	0	0	0
投资收益	21	-6	9	10	10
财务费用	162	155	167	176	189
减值损失	-227	-107	-94	-89	-85
资产处置损益	0	0	0	0	0
营业利润	965	926	983	1,101	1,219
营业外收支	11	5	18	11	11
所得税	170	175	181	201	226
净利润	805	756	820	911	1,005
少数股东损益	75	100	91	102	119
归属母公司净利润	730	655	729	808	886

主要财务比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
ROE(摊薄,%)	12.3%	11.0%	11.6%	12.2%	12.7%
ROA(%)	5.4%	5.6%	6.6%	7.3%	7.9%
ROIC(%)	8.1%	9.0%	9.8%	10.8%	11.7%
销售毛利率(%)	3.2%	3.1%	3.3%	3.3%	3.4%
EBIT Margin(%)	1.3%	1.2%	1.2%	1.3%	1.4%
销售净利率(%)	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%
资产负债率(%)	56.4%	48.7%	45.2%	42.2%	39.8%
存货周转率(次)	18.8	22.3	26.3	27.2	27.8
应收账款周转率(次)	52.4	55.8	54.5	56.5	57.0
总资产周转率(次)	6.1	6.9	7.6	7.8	7.9
净利润现金含量	0.7	5.6	1.6	1.4	1.3
资本支出/收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV/EBITDA	11.43	9.73	9.85	8.67	7.64
P/E(现价&最新股本摊薄)	16.77	18.69	16.80	15.15	13.83
P/B(现价)	2.07	2.05	1.94	1.85	1.76
P/S(现价)	0.13	0.13	0.13	0.13	0.12
EPS-最新股本摊薄(元)	0.59	0.53	0.59	0.65	0.71
DPS-最新股本摊薄(元)	0.50	0.40	0.44	0.49	0.54
股息率(现价,%)	5.1%	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%

数据 : Wind, 公司公告, 证券研究

目录

1. 盈利预测与估值	4
2. 公司发展：深耕手机分销行业的头部企业，零售及更多创新业务稳步推进 6	
2.1. 历经 20 余年发展成为国内头部手机分销商，积极推进新能源汽车、快消品等零售业务布局	6
2.2. 股权结构较为集中，核心高管履历优秀	7
2.3. 营收、净利整体稳健，盈利能力望企稳向上	9
3. 行业展望：手机出货量有望底部回升，折叠屏、AI 手机等将形成新增量 13	
3.1. 政策支持消费电子行业发展，智能手机市场推进复苏	13
3.2. 折叠屏、AI 手机等或催化新一轮换机需求	16
4. 核心亮点：四大优势筑护城河，高分红的优质资产	19
4.1. 核心优势：资源优势、渠道网络优势、供应链体系优势、数字化优势等构筑壁垒	19
4.2. 高分红：近 5 年分红率均超 60%，未来望延续较高的分红政策 ..	27
4.3. 未来规划：持续强化运营效率，渠道网络建设及海外布局，密切关注 AI 手机的发展契机	27
5. 风险提示	29

1. 盈利预测与估值

(一) 盈利预测

结论：国内以手机分销及零售为主的龙头企业，竞争优势显著，随消费电子回暖、AI 手机渗透率提升，未来发展值得期待。

- 公司是国内领先的以手机等数码3C为主的大型数字化分销和零售服务商，且积极拓展其它创新业务领域(已获移动通信转售业务牌照和物联网转售试点批复)并拓展海外销售服务。
- 公司是苹果品牌在国内渠道规模最大的服务商，也是国内自营苹果优质经销商(APR)门店数量最多的零售商；是荣耀品牌的全渠道零售服务商、三星品牌零售业务的重要合作伙伴、星纪魅族集团的战略合作伙伴，竞争优势稳固。
- 公司 2023 年拟分红约 4.96 亿元，分红率约 76%、股息率约 3.51%(按 2023 年股价加权计算约 4.41%)；我们判断未来或望延续较高的分红政策(近 5 年分红率 60%以上)。
- 我们看好公司各项业务增长及毛利率均企稳回升，预测 2024-26 年营收分别为 941/971/1002 亿元，增速分别为 2.1/3.2/3.2%，归母净利分别为 7.29/8.08/8.86 亿元，增速分别为 11.2/10.9/9.6%。

表 1：公司盈利预测表

指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	95,166	91,429	92,160	94,061	97,051	100,191
%增长率	48.3%	-3.9%	0.8%	2.1%	3.2%	3.2%
营业成本	92,084	88,352	89,168	90,987	93,831	96,803
%销售收入	96.9%	96.8%	96.9%	96.7%	96.7%	96.6%
毛利	2,953	2,949	2,875	3,075	3,220	3,388
%销售收入	3.1%	3.2%	3.1%	3.3%	3.3%	3.4%
税金及附加	85	77	106	94	97	100
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用	1,297	1,445	1,460	1,496	1,524	1,553
%销售收入	1.4%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
管理费用	321	270	280	282	286	291
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
研发费用	14	20	35	39	42	45
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	186	162	155	167	176	189
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	1,289	1,167	1,087	1,168	1,288	1,419
%销售收入	1.4%	1.3%	1.2%	1.2%	1.3%	1.4%
所得税	226	170	175	181	201	226
所得税率	18.0%	17.5%	18.8%	18.1%	18.1%	18.3%
归属于母公司股东的净利润	922	730	655	729	808	886
净利率	1.0%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%
%增长率	31.5%	-20.8%	-10.3%	11.2%	10.9%	9.6%

数据：wind， 证券研究

备注：单位为百万元。

(二) 估值测算

公司隶属商贸零售行业中的分销及专业连锁细分行业，同时以手机等 3C 数码分销/零售业务为主，我们选择百联股份、华致酒行、孩子王、天音控股作为可比公司。

考虑 PE 估值方法，预测公司股票的合理估值为 14.81 元。可比公司 2024 年平均 PE 为 25.1 倍(天音控股无 wind 一致预测且历史 PE 较高暂不考虑在内)，考虑公司为 3C 数码领域的分销/零售龙头具有较强的品牌优势与市场份额，我们给予公司 2024 年 25.1 倍 PE，按此预计公司合理估值为 14.81 元。

表 2：PE 估值法估算出股票的合理估值为 14.81 元

公司名称	公司代码	股价 (元)	EPS (元/股)			PE		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
百联股份	600827.SH	8.45	0.22	0.35	0.41	38.4	24.1	20.6
华致酒行	300755.SZ	16.84	0.56	0.68	0.82	30.1	24.7	20.6
孩子王	301078.SZ	6.22	0.10	0.24	0.31	64.7	26.4	20.3
天音控股	000829.SZ	8.17	0.08	-	-	102.1	-	-
均值						58.8	25.1	20.5
爱施德	002416.SZ	9.88	0.53	0.59	0.65	18.7	16.7	15.2
爱施德 PE 估值							25.1	
爱施德合理估值股价 (元/股)							14.81	

数据：wind, 证券研究

备注：各公司 2023 年 EPS 为年报披露，2024-25 年为 wind 一致预期；股价取 2024 年 5 月 31 日收盘价计算。

考虑 EV/EBITDA 估值方法，预测公司股票的合理估值为 14.17 元。可比公司 2024 年平均 EV/EBITDA 为 14.82 倍，天音控股 2023 年为 23.76 倍(2024-25 年无 wind 一致预期)，我们给予公司 2024 年 14.82 倍 EV/EBITDA，按此预计公司合理估值为 14.17 元。

表 3：EV/EBITDA 估值法估算出股票的合理估值为 14.17 元

公司名称	公司代码	EV (亿元)	EBITDA (亿元)			EV/EBITDA		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
百联股份	600827.SH	260.52	32.76	18.12	23.64	7.95	14.38	11.02
华致酒行	300755.SZ	83.12	3.31	4.51	5.67	25.15	18.43	14.66
孩子王	301078.SZ	110.14	8.80	9.45	10.5	12.52	11.66	10.49
天音控股	000829.SZ	211.22	8.89	-	-	23.76	-	-
均值						17.34	14.82	12.06
爱施德	002416.SZ	176.94	12.02	13.00	14.02	14.72	13.61	12.62
爱施德 EV/EBITAD 估值							14.82	
爱施德合理估值股价 (元/股)							14.17	

数据：wind, 证券研究

备注：各公司 2023 年 EBITDA 为年报披露，2024-25 年为 wind 一致预期；EV 取 2024 年 5 月 31 日收盘价计算；在计算市值的过程中要基于 EV=市值+总负债-现金进行测算，总负债及现金为国君商社团队预测。

综合考虑两种估值方法并取近似平均值，给予公司目标价 14.5 元，首次覆盖给予增持评级。

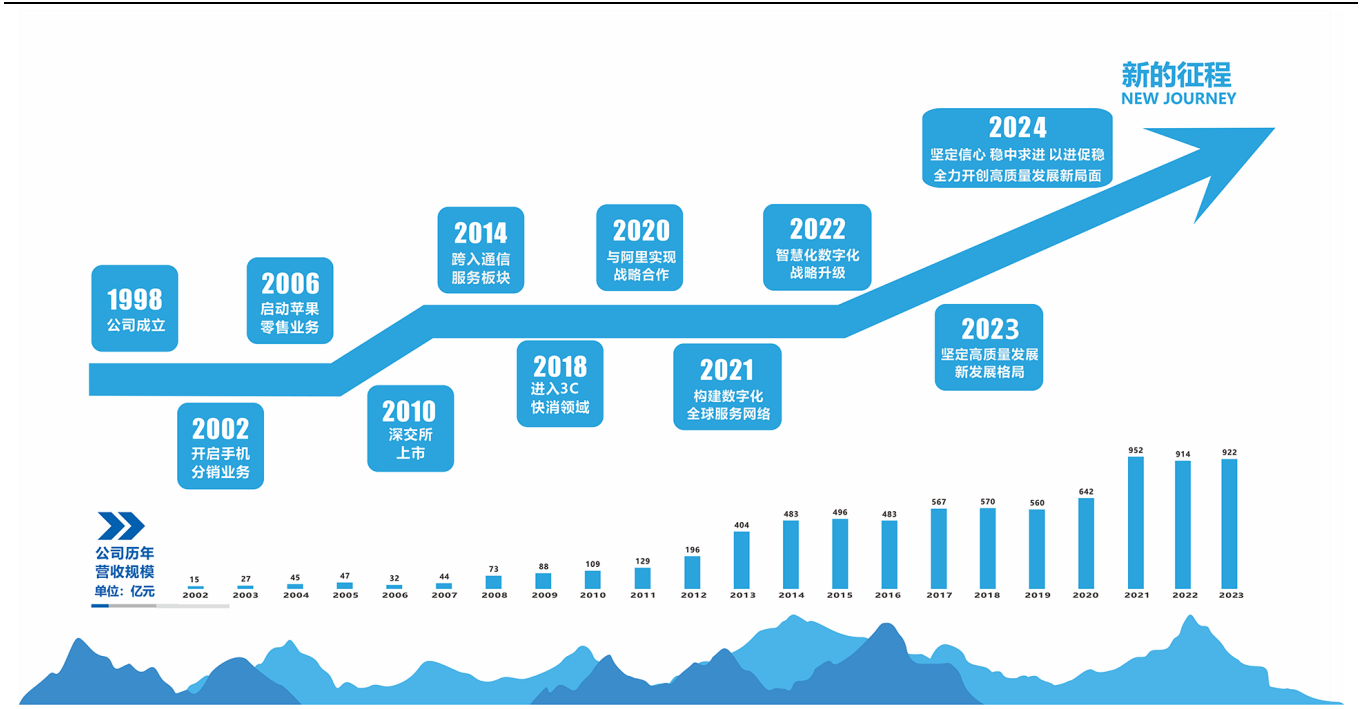
2. 公司发展：深耕手机分销行业的头部企业，零售及更多创新业务稳步推进

2.1. 历经 20 余年发展成为国内头部手机分销商，积极推进新能源汽车、快消品等零售业务布局

公司是国内领先的以手机等数码 3C 为主，同时拓展新能源汽车、快消品等业务布局。

- 公司始创于 1998 年 6 月，2010 年 5 月 28 日在深交所挂牌上市，股票代码 002416.SZ。
- 公司历经 20 余年发展，已成长为国内领先的数字化智慧分销和数字化智慧零售服务商，深耕以手机为核心的 3C 数码、快消品、通信及增值服务和新能源汽车销售服务领域，与海内外众多头部优秀品牌建立了长期稳定的战略合作关系。
- 在 2023 年《财富》中国 500 强榜单中，公司位列第 217 位，并在分行业榜“批发：电子、办公设备”中，公司名列第 4 位。

图 1：公司历经 20 余年发展成为国内头部手机分销商



数据：公司官网

表 4：公司历史上获得多项荣誉

时间	主要荣誉
2023 年	最佳上市公司董事会，大消费最具成长上市公司； 2023 深圳企业 500 强榜单第 23，2023 中国民营企业 500 强第 101 位，2023 中国服务业民营企业 100 强第 29 位； 控股子公司优友荣获移动转售产业十年标杆企业奖，2022 年度移动转售最具实力企业奖，2022 年度移动转售最具影响力品牌奖，2022 年度移动转售业务特色奖，移动转售产业十年贡献人物-奋楫奖，金旗奖。
2022 年	2022 中国上市公司主板上市公司价值 100 强，2022 中国企业 500 强第 254 位，2022 中国服务业企业 500 强第 94 位。
2021 年	2021 深圳行业领袖企业 100 强，第五届时代金桔奖高质量发展上市公司，2021 中国企业 500 强第 321 位，2021 中国服务业企业 500 强第 125 位。

2020 年	2020 深圳行业领袖企业 100 强第 11 位。
2019 年	“国家高新技术企业”证书，改革开放 40 周年深圳民营经济突出贡献企业。
2017 年	2017 中国民营企业 500 强第 95 位，2017《财富》中国 500 强第 143 位，2017 年虚拟运营杰出企业、国际合作优秀企业。
2016 年	2016 广东省百强民营企业第 12 位，2016 中国民营企业 500 强第 60 位，2016 中国民营企业服务业 100 强第 20 位。
2015 年	2015 广东省民营企业 100 强第 10 位，2015 广东省商贸流通业 100 强榜眼，诚信金鼎奖。

数据：wind, 证券研究

公司主业是数字化智慧分销和零售业务、以手机分销和零售业务为主导，同时布局其他数字化创新业务。

- 按行业：数字化智慧分销是公司核心主业，2023 年收入及毛利占比分别为 67%及 56%，数字化智慧零售近几年加快发展步伐，2023 年收入及毛利占比分别为 33%及 40%。
- 分销业务主要为苹果、荣耀、三星、魅族等手机头部品牌提供全国范围内的经销服务，同时也是飞利浦、SKG、Bose 等 3C 数码优秀品牌的分销服务商；零售业务主要为服务苹果、荣耀、三星、魅族在国内线上或/及线下的门店运营管理。
- 按产品：手机销售业务是公司核心主业，2023 年收入及毛利占比分别为 89%及 63%；非手机销售业务 2023 年收入及毛利占比分别为 10.4%及 28%。

表 5：公司主营业务为数字化智慧分销及零售业务

业务板块	核心情况
数字化智慧分销	深耕分销行业二十多年，是苹果、荣耀、三星、魅族等手机头部品牌的全国一级经销商公司，也是飞利浦、SKG、Bose 等 3C 数码优秀品牌的分销服务商。
数字化智慧零售	苹果品牌在国内渠道规模最大的服务商，在全国重点城市核心商圈自营 174 家 Coodoo 苹果优质经销商 (APR) 门店，同时管理运营超 3,000 家苹果授权门店和网点。 荣耀品牌唯一的全渠道零售服务商，线上运营支撑荣耀天猫官旗、京东官旗、荣耀亲选等电商渠道，线下服务荣耀体验店。 三星品牌零售业务的重要合作伙伴，运营管理中国区最大的三星旗舰店体验店，总管理门店数量超 4,000 家。 星纪魅族集团的战略合作伙伴，独家服务支撑魅族品牌在全国范围内的门店建设及运营。
海外销售服务	在海外多个主要国家/地区设立海外分支机构，并部署供应链、仓储和物流一体化服务能力，为品牌厂商提供海外销售落地服务。 是荣耀品牌在海外多个国家及地区的授权服务商，支撑荣耀品牌在海外市场快速实现品牌落地；同时搭建多品牌海外落地服务平台，助力中国品牌走向全球市场。
通信及增值服务	旗下优友互联是行业领先的移动通信转售业务运营商，拥有移动、联通、电信三大运营商移动通信转售牌照和物联网转售试点批复，提供移动通信、物联网、云通信等创新智能连接服务。 旗下创新互联网手机保障服务商爱保科技，基于 3C 数码零售场景为消费者提供碎屏保、延保等增值服务，也是苹果授权的 Apple Care+ 产品线上 T1 级代理商和授权服务商，产品覆盖 15,000 家门店。
自有品牌、共创品牌运营	在 3C 数码及快消领域持续打造自有品牌和共创品牌，公司旗下的智能健康品牌“UOIN/柚印”、智能护理品牌“ROZU/荣尊”、青年品质茶饮品牌“茶小开”和新能源电池品牌“Mottcell/山木”等品牌的产品力获得了消费者的广泛认可。

数据：wind, 证券研究

2.2. 股权结构较为集中，核心高管履历优秀

股权结构较为集中。公司主要创始人之一兼董事黄绍武先生为实际控制人，截止 2024Q1 末，通过直接持股及通过深圳市神州通投资集团有限公司、赣江新区全球星投资管理有限公司间接持股的方式，合计持股比例约 33.06%，股权结构较为集中。

表 6：公司股权结构较为集中

股东名称	持股数量 (万股)	占总股本比例 (%)	期末参考市值 (亿元)	持有限售股数量 (万股)	股本性质
深圳市神州通投资集团有限公司	48,946	39.50	59.96		A 股流通股
赣江新区全球星投资管理有 限公司	5,400	4.36	6.62		A 股流通股
新余全球星投资管理有限公 司	5,213	4.21	6.39		A 股流通股
周玲	5,068	4.09	6.21		A 股流通股
香港中央结算有限公司	4,592	3.71	5.63		A 股流通股
黄绍武	1,436	1.16	1.76	1,077	限售流通 A 股，A 股流 通股
戴诚	1,316	1.06	1.61		A 股流通股
管晓华	1,252	1.01	1.53		A 股流通股
张跃军	1,010	0.81	1.24		A 股流通股

数据：wind, 证券研究

核心高管团队从业背景深厚，均曾在 3C 数码分销或零售行业有较长时间的积累，因此对行业未来发展趋势、对公司发展战略有深刻认知。

- 黄绍武先生为主要创始人之一，长期从事 3C 数码分销、零售行业和企业管理工作，具有丰富的经营和企业管理经验，对行业发展有深刻的理解。
- 黄文辉先生为主要创始人之一，自 2007 年为公司董事长；此外，核心高管周友盟女士曾任中国联通集团市场营销部总经理、喻子达先生曾任海尔集团副总裁等，且均在公司有较长时间的任职，具备丰富的行业从业经验及企业管理经验。

表 7：公司核心管理层在 3C 数码分销、零售行业有丰富的履历

姓名	年龄	职位	履历情况
黄文辉	61	董事长、董事	工商管理硕士。公司主要创始人之一，曾任江西东方明珠通信发展有限公司总经理；现任本公司董事长，控股股东深圳市神州通投资集团有限公司董事。
周友盟	61	副董事长、董事、总裁	工学学士、工商管理硕士、管理学博士，全国五一劳动奖章获得者，国务院政府津贴获得者。曾任中国联通集团市场营销部总经理；现任公司副董事长、总裁。
黄绍武	54	董事	公司实际控制人及主要创始人之一，曾任江西东方明珠通信发展有限公司董事长，现任本公司控股股东深圳市神州通投资集团有限公司董事长，本公司主要股东赣江新区全球星投资管理有限公司董事长兼总经理，本公司董事。
喻子达	60	董事	华中科技大学制冷专业学士、动力工程硕士，西安交通大学管理学博士，教授级高级工程师。曾任海尔集团副总裁、高级副总裁、执行副总裁兼首席技术官(CTO)兼数码及个人产品集团总裁等。中国国家级突出贡献中青年专家，享受国务院政府津贴，多次荣获国家科技进步奖，并担任数字家电国家重点实验室主任。现任深圳市神州通投资集团有限公司总裁，本公司董事，深圳市国家级领军人才。

朱维佳	41	监事会主席	大学本科学历，东北财经大学，财务管理专业。曾任中华工商时报江苏记者站会计；2005年加盟本公司，历任本公司审计项目主管、审计项目经理，现任本公司审计部总监助理，2015年3月至今任公司监事会监事。
刘红花	65	副总裁	本科学历，注册会计师，注册评估师。曾任江西南昌钟厂财务科长，江西南昌市红光机械厂财务科长，江西东方明珠通信实业有限公司财务部经理，本公司财务部经理，审计部经理，现任本公司副总裁、审计法务部负责人。
米泽东	48	副总裁	中南民族大学货币银行学学士，中山大学EMBA。曾在广东清远大中塑胶制品有限公司，聚友实业(集团)有限公司任职；2007年任公司财务中心总监，现任公司副总裁、财务负责人。
杨治	47	副总裁	浙江大学学士。曾任本公司三星业务部总监，分销事业一部总经理，北京酷人通讯科技有限公司副总经理，分销联通事业部总经理；现任公司副总裁、实丰科技董事长兼总经理。
吴海南	47	副总裁、董秘	南开大学学士，北京大学硕士。曾在宏源证券、北大方正信产集团、技术公司担任投资总监等职务；历任公司战略投资部总监、爱保科技CEO，现任公司副总裁、董事会秘书。
李振	-	副总裁	哈尔滨金融学院经济信息管理与计算机应用专业。2001年加入公司，历任公司分公司总经理，总部销售管理经理，销售管理部助理总监，营销管理部助理总监，中国移动事业部副总经理，业务一部总经理等职位。现任公司助理总裁、分销事业群CEO。

数据 : wind, 证券研究

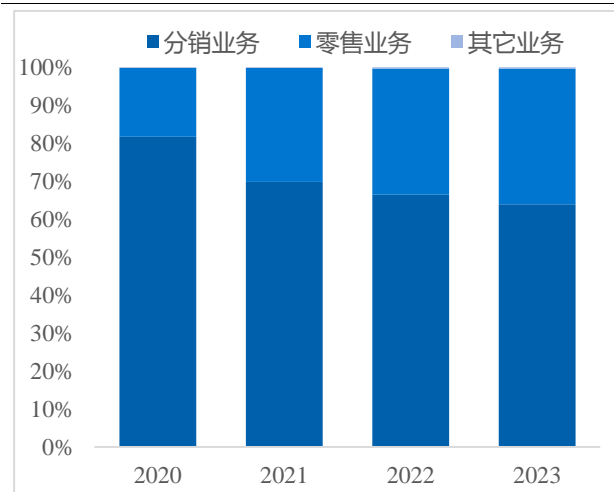
2.3. 营收、净利整体稳健，盈利能力望企稳向上

(一) 主营构成：手机销售业务为主

按行业分类：公司收入、毛利以分销与零售业务为主，近4年零售业务增长较快。

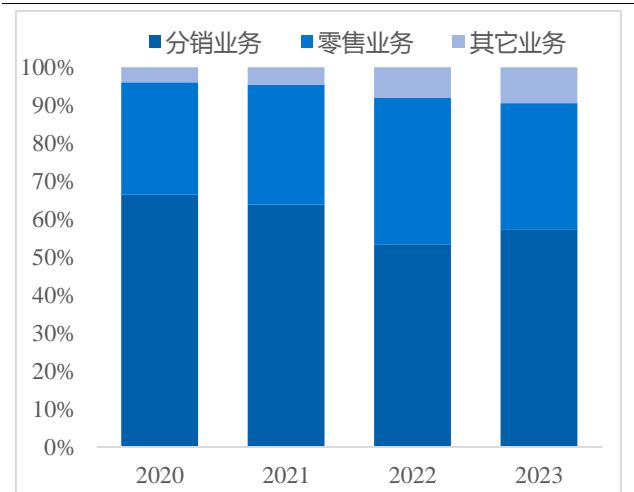
- **收入结构**：分销业务为第一大业务，近4年收入自525亿元增至589亿元，CAGR为3.9%，占比自81.7%降至63.9%；零售业务为第二大业务，近4年收入自116亿元增至330亿元，CAGR为41.6%，占比自18.1%提至35.8%。
- **毛利结构**：分销业务近4年毛利自16.1亿元增至17.1亿元，CAGR为2.1%，占比自66.5%降至57.2%；零售业务近4年毛利自7.2亿元增至10亿元，CAGR为11.8%，占比自29.6%提至33.4%。

图 1：分销业务在营收中占比最高



数据 : Wind, 证券研究

图 2：分销业务在毛利中占比最高

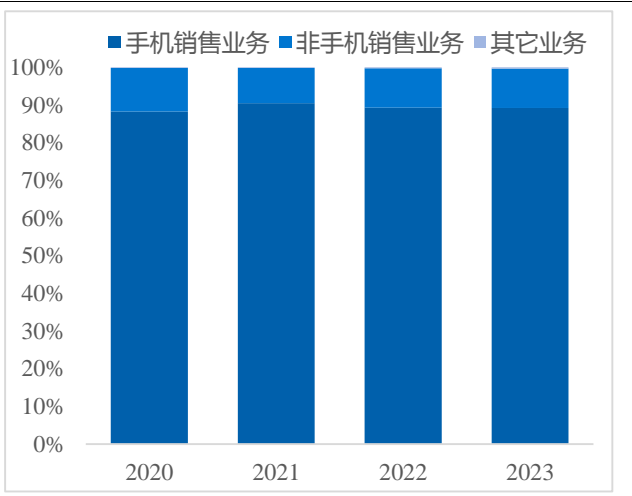


数据 : Wind, 证券研究

按产品分类：公司收入、毛利以手机销售业务为主。

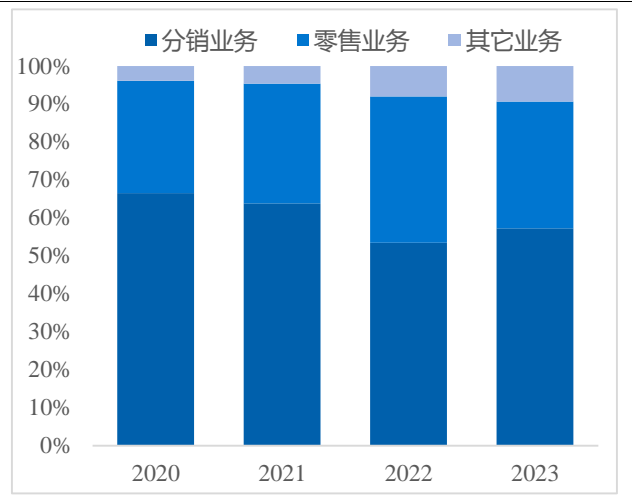
- **收入结构：**手机销售业务为第一大业务，近4年收入自567亿元增至823亿元，CAGR为13.2%，占比自88.3%提至89.3%；非手机销售业务近4年收入自74亿元增至96亿元，CAGR为9.2%，占比自11.5%降至10.4%。
- **毛利结构：**手机销售业务近4年毛利自16.3亿元增至18.7亿元，CAGR为4.7%(备注：增速低于收入增速因产品结构变化)，占比自67.5%降至62.5%；非手机销售业务近4年毛利自6.9亿元增至8.4亿元，CAGR为6.7%，占比自28.6%降至28%。

图3：手机销售业务在营收中占比最高



数据：Wind, 证券研究

图4：手机销售业务在毛利中占比最高



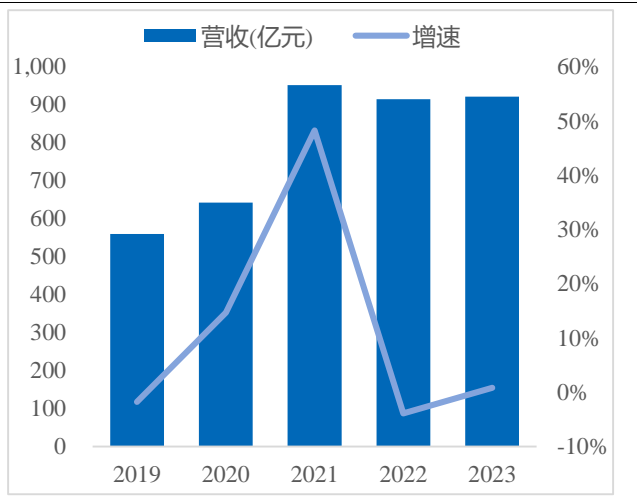
数据：Wind, 证券研究

(二) 核心财务指标：营收、净利恢复增长

营收、净利表现近2年受外部环境扰动，未来望企稳回升。

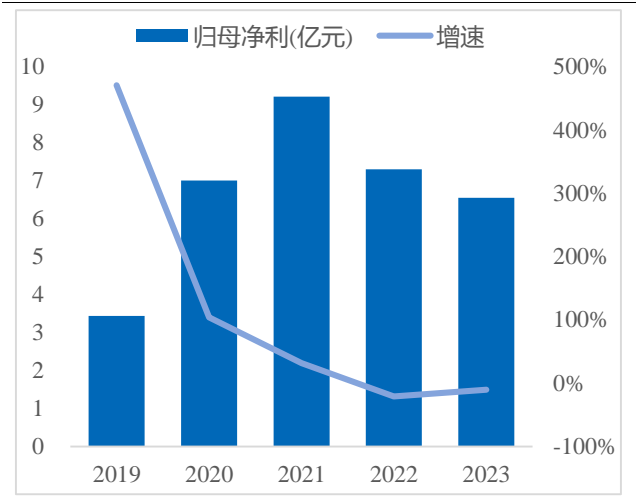
- 2019-23年营收自559.7亿元增至921.6亿元，CAGR为13.3%，其中2021年增长48%因苹果、荣耀在国内份额显著提升，公司受益，且拓展线上化带来新增量。但受高基数及手机出货量下行影响，2022-23年营收表现相对乏力。
- 2019-23年归母净利润自3.44亿元增至6.55亿元，CAGR为17.5%，其中2021年增长31.5%。2022-23年归母净利润同样表现相对乏力，但2023年增速较上年好转，未来望企稳回升。

图 5：2023 年营收增速企稳回升



数据：Wind, 证券研究

图 6：2023 年归母净利润增速较上年好转

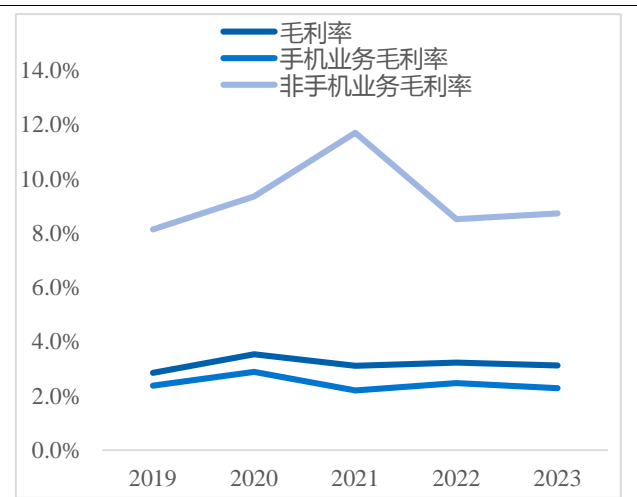


数据：Wind, 证券研究

毛利率相对保持稳定，净利率有所下滑，我们判断随零售业务步入稳定运营期及规模效应增强，盈利能力将稳步提升。

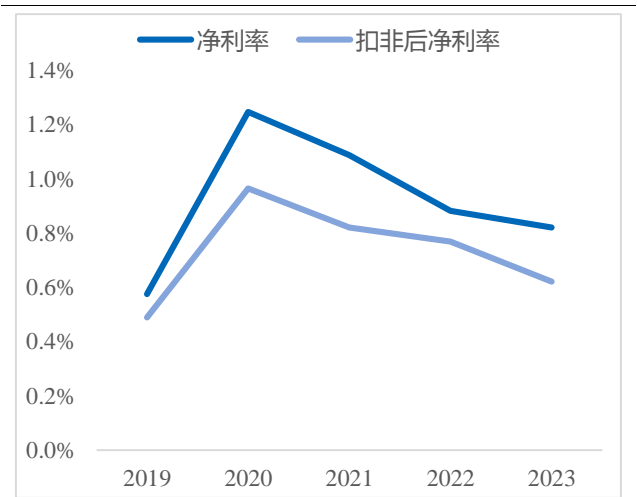
- **毛利率**：毛利率自 2019 年的 2.85% 提至 2023 年的 3.12%，虽整体较为稳定，但部分年份有所波动，其中手机业务毛利率整体基本稳定，非手机业务因其业务构成较多、部分年份有所波。
- **净利率**：净利率先增后降，自 2019 年的 0.57% 提至 2020 年的 1.25%，后降至 2023 年的 0.82%。
- **ROE**：同样具有先增后降的现象，自 2019 年的 6.98% 提至 2021 年的 16.05%，后降至 2023 年的 11.12%

图 7：毛利率相对保持稳定



数据：Wind, 证券研究

图 8：净利率有所下滑



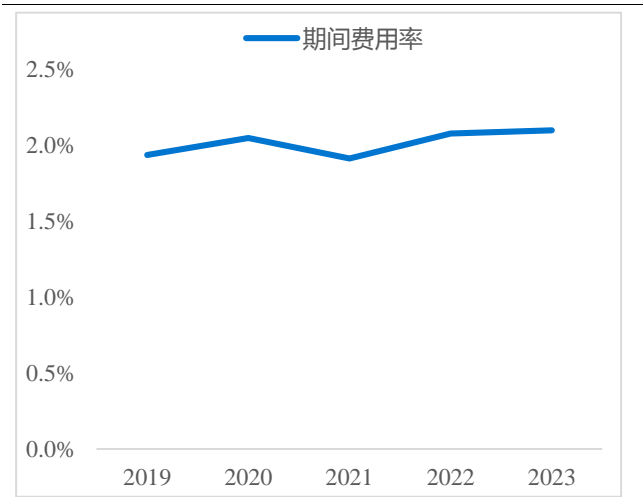
数据：Wind, 证券研究

期间费用以销售费用为主，基本保持稳定：

- **期间费用率**：2019-23 年基本维持在约 2% 的水位，保持稳定。
- **销售费用率**：自 2019 年的 1.23% 提升至 2023 年的 1.58%，主要因人力成本、劳务佣金、物料消耗费增加，我们判断因拓展零售业务导致销售费用有所增长。
- **管理费用率**：自 2019 年的 0.4% 降至 2023 年的 0.3%。

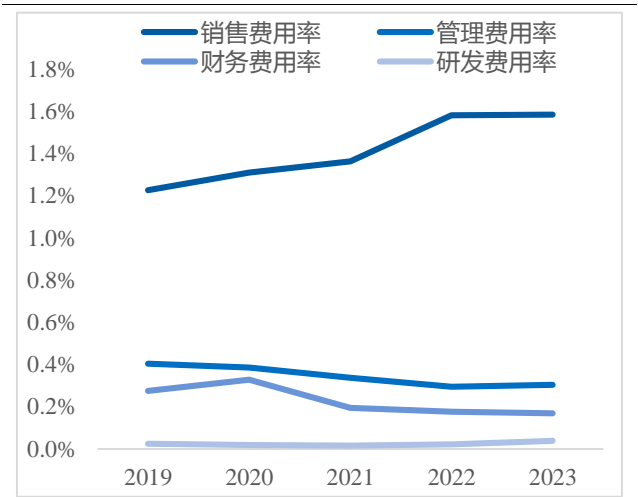
- **财务费用率**：自 2019 年的 0.28% 降至 2023 年的 0.17%。
- **研发费用率**：自 2019 年的 0.02% 提升至 2023 年的 0.04%，2023 年因加大研发投入、拓展新能源使用领域、拓宽未来业务发展空间

图 9：期间费用率基本保持稳定



数据：Wind, 证券研究

图 10：销售、研发费用率小幅提升，管理、财务费用率小幅降低

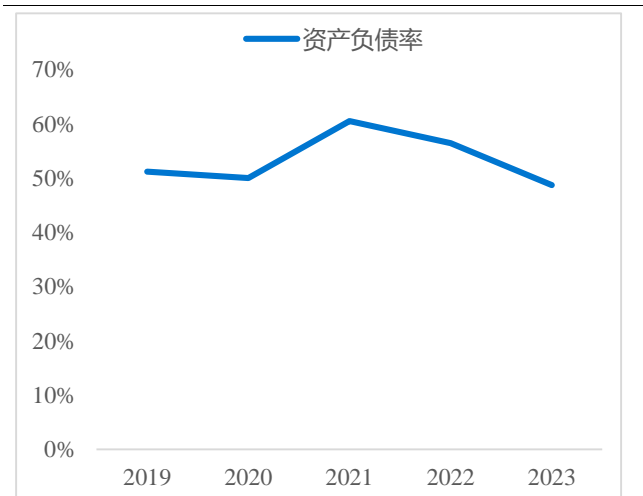


数据：Wind, 证券研究

资产负债率呈下降趋势，经营现金流有所好转：

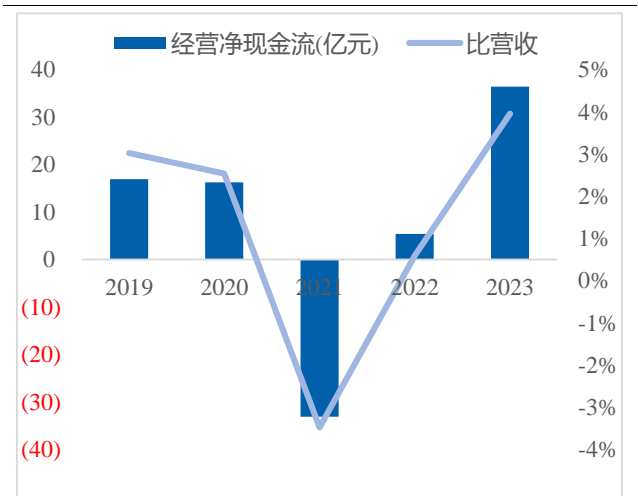
- **资产负债率**：自 2019 年的 51.2% 提至 2021 年的 60.5%，后降至 2023 年的 48.7%，资产负债结构更为良性。
- **经营净现金流**：2019-21 年波动较高，其中 2021 年现金流下滑明显，主要因存货采购增加、各产品新品上市预付账款增加、销售规模扩大导致应收款项相应增加；2022-23 年显著改善，2023 年经营净现金流 36.4 亿元、比营收 4%，主要因预付账款及存货减少。
- 此外，过去 2 年流动比率、存货周转率等指标均在改善。

图 11：资产负债率基本保持稳定



数据：Wind, 证券研究

图 12：调整口径后的经营现金流稳健



数据：Wind, 证券研究

备注：经营现金流因涉及到发放和收回小贷贷款、保理款以净额列示的问题，因此予以调整口径；2019-21 年的调整口径存在不确定性，因此右图仅作参考。

同行业对比：公司在盈利能力、存货周转等指标方面更优。

- **存货周转率**：公司近5年基本保持在22次以上(2022年较特殊)，同行业公司天音控股基本低于21次。
- **盈利能力**：公司毛利率、扣非净利率基本保持稳定，ROE基本保持在10%上下，好于天音控股(因财务费用较高)。
- 此外，经营净现金流情况两家公司基本类似，营收层面两家公司2023年规模基本相当，但天音控股应收账款周转率更好。

图 13：同行业对比：公司在盈利能力、存货周转等指标方面更优

	2019	2020	2021	2022	2023
营收(亿元)					
爱施德	557.97	640.32	950.37	913.01	920.43
天音控股	529.42	597.84	710.00	764.27	948.25
营收增速(%)					
爱施德	-1.78	14.76	48.42	-3.93	0.81
天音控股	24.67	12.92	18.76	7.64	24.07
归母净利(亿元)					
爱施德	3.44	7.00	9.21	7.30	6.55
天音控股	0.51	1.86	2.07	1.10	0.84
归母净利增速(%)					
爱施德	470.67	103.81	31.51	-20.82	-10.26
天音控股	121.97	267.14	11.14	-46.88	-24.58
毛利率(%)					
爱施德	2.85	3.53	3.11	3.23	3.12
天音控股	3.72	2.86	3.32	3.55	2.82
扣非净利率(%)					
爱施德	0.49	0.96	0.82	0.77	0.62
天音控股	0.32	0.01	0.27	0.14	0.02
ROE(%)					
爱施德	5.57	11.96	13.61	12.18	9.71
天音控股	6.86	0.31	7.52	4.21	0.64
期间费用率(%)					
爱施德	1.93	2.05	1.91	2.08	2.10
天音控股	3.00	2.67	2.72	3.06	2.54
存货周转率(次)					
爱施德	23.12	27.03	25.98	18.84	22.31
天音控股	14.77	18.01	20.99	15.81	17.49
应收账款周转率(次)					
爱施德	36.18	48.93	62.42	52.40	55.80
天音控股	73.23	83.73	87.83	80.32	77.10
经营净现金流(亿元)					
爱施德	16.92	16.28	-33.15	5.38	36.43
天音控股	11.10	14.68	-33.79	-38.11	38.82

数据：wind, 证券研究

3. 行业展望：手机出货量有望底部回升，折叠屏、AI手机等将形成新增量

3.1. 政策支持消费电子行业发展，智能手机市场推进复苏

近两年国家密集出台多项政策，支持消费电子行业发展。

- 2023年7月，国家、工信部等七部门印发《关于促进电子产品

消费的若干措施》，提到电子产品消费是实物消费的重要品类，要加快电子产品技术创新，打造电子产品消费新场景，并大力支持电子产品下乡。

- 2024年3月13日，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，指出推动大规模设备更新和消费品以旧换新是加快构建新发展格局、推动高质量发展的重要举措，将有力促进投资和消费，既利当前、更利长远。

表 8：政策支持消费电子消费力度不断增强

发布时间	发布部门	政策名称	重点内容解读
2020年9月	国务院	《国务院办公厅关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》	坚定实施扩大内需战略，以新业态新模式为引领，加快推动新型消费扩容提质补齐基础设施和服务能力短板，规范创新监管方式，持续激发消费活力，促进线上线下消费深度融合，努力实现新型消费加快发展。鼓励企业以多种形式实现境外本土化经营，降低物流成本，构建营销渠道。丰富 5G 技术应用场景，加快研发可穿戴设备、移动智能终端等智能化产品。
2021年3月	中共中央	《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》	开展中国品牌创建行动，保护发展中华老字号，提升自主品牌影响力和竞争力，率先在化妆品、服装、家纺、电子产品等消费品领域培育一批高端品牌。
2021年7月	工业和信息化部等十部门	《5G 应用“扬帆”行动计划(2021-2023 年)》	大力推动 5G 全面协同发展，深入推进 5G 赋能千行百业，促进形成“需求牵引供给，供给创造需求”的高水平发展模式，驱动生产方式、生活方式和治理方式升级。5G 个人用户普及率超过 40%，用户数超过 5.6 亿。5G 网络接入流量占比超 50%，5G 网络使用效率明显提高。5G 物联网终端用户数年均增长率超 200%。
2023年7月	等 7 部门	《关于促进电子产品消费的若干措施》	完善高质量供给体系，优化电子产品消费环境，进一步稳定和扩大电子产品消费；加快推动电子产品升级换代，鼓励科研院所和市场主体积极应用国产人工智能（AI）技术提升电子产品智能化水平，增强人机交互便利性；依托虚拟现实、超高清视频等新一代信息技术，提升电子产品创新能力，培育电子产品消费新增长点。政策的出台也有利于推进消费电子行业需求恢复。
2023年7月		《关于恢复和扩大消费措施的通知》	推广智能家电、集成家电、功能化家具等产品，提升家居智能化绿色化水平。利用超高清视频、虚拟现实、柔性显示等新技术，推进供给端技术创新和电子产品升级换代。支持可穿戴设备、智能产品消费，打造电子产品消费应用新场景。
2023年9月	工业和信息化部、财政部	《电子信息制造业 2023—2024 年稳增长行动方案》	促进传统领域消费升级，依托技术和产品形态创新提振手机、电脑、电视等传统电子消费。推动手机品牌高端化升级，培育壮大折叠屏手机产业生态。

数据：政府官网等， 证券研究

全球及中国智能手机出货量企稳回升，复苏正在推进。

- **全球智能手机开启回暖周期：**据 IDC，2024Q1 全球智能手机出货量同增 7.8%至 2.894 亿部，已连续 3 个季度实现正增，彰显复苏正顺利推进(备注：不同机构数据存在差异，但普遍认为 Q1 表现较好)。
- **中国智能手机同样实现复苏：**据 IDC，2024Q1 中国智能手机市场出货量约 6926 万台，同增 6.5%。市场需求的持续恢复帮助中国智能手机市场延续上年年底的反弹势头，且市场表现高于预期。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/626130042141010141>