

全渠道布局筑核心壁垒，驱动业绩稳定增长

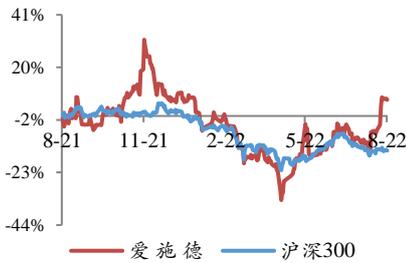
投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-23

主要观点：

收盘价（元）	10.41
近 12 个月最高/最低（元）	12.77/6.48
总股本（百万股）	1,239
流通股本（百万股）	1,224
流通股比例（%）	98.75
总市值（亿元）	129
流通市值（亿元）	127

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

电话：

邮箱：wanghy@hazq.com

● 事件

公司发布 2022 年中报，实现营收 460.31 亿元，同比增长 17.36%，实现净利润 4.42 亿元，同比增长 17.59%，实现归母净利润 4.08 亿元，同比提升 34.09%，基本每股收益 0.33 元。

● 分销+零售业务持续增长，费用率较为稳定

收入方面，2022H1 数字化分销业务实现营收 321.45 亿元，营收占比为 69.83%，同比增长 14.54%，毛利率为 2.78%，主要因为公司作为苹果、荣耀、三星等品牌的全国一级经销商，持续拓展渠道规模，利用数字化提升渠道服务能力。数字化零售业务实现营收 138.03 亿元，营收占比为 29.99%，同比增长 24.21%，毛利率为 3.55%。**主要因为**（1）公司不断优化新零售平台运营，打通公私域流量，推动新零售业务迅速增长，2022H1 Coodoo 新零售业务规模达到 7.98 亿元（+143%），2C 订单总数完成 419 万单（+14%）。（2）公司搭建全渠道电商销售网络，助力荣耀进驻天猫、京东、拼多多、抖音、唯品会等多类平台，通过线上全渠道触达 C 端用户，提升零售市场份额。

费用方面，公司坚定效率领先策略，严格管控商品库存和应收账款周转效率、零售门店成本、资金使用效率等核心指标，2022H1 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 1.32%（+0.02pct）、0.29%（-0.08pct）、0.18%（+0.0pct），费用率较为稳定。

毛、净利率方面，2022H1 公司毛利率为 0.96%，净利率为 3.02%，与去年同期持平。

● 线下线上融合发展，提升新零售 2C 能力

线下：公司在全国设有 30 多个分支机构和办事处，服务 31 个省级区域，覆盖 T1-T6 全渠道和 10 万家手机门店，管控 5 大配送中心和 30 余个区域分仓。在零售端，公司自营 131 家苹果优质经销商门店，同时拓展并运营 2800 多家苹果授权门店和网点，为消费者提供专业、优质、高效的^{品牌服务}。**线上：**公司全面推动新零售战略升级，组建产业化的线上专业团队，通过平台电商、直播电商、短视频、社交平台等数字化工具，形成了线上全场景的品牌运营和会员运营能力；结合公司线下门店的网络优势，实现了线上线下融合、售前售后闭环的新零售模式，强化了对 C 端用户的触达和服务，构建了新零售运营中枢的核心能力，进一步打开增量空间。

● 投资建议

公司经过多年发展已成长为数字化分销和数字化零售业务的领先企业，在行业内具有品牌合作+产品覆盖+区域推展等多维竞争优势。随着手机领域马太效应的逐步凸显，公司手机销售业务有望实现稳步增长，非手机业务的补充有望成为业绩新的增长点。预计 2022~2024 年 EPS 分别为 0.97、1.24、1.47 元/股，对应当前股价 PE 分别为 10.8、8.4、7.1

倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

疫情反复致线下零售销量不及预期，电子烟政策趋严，快消品类及自有品牌拓展不及预期等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	95166	115003	136407	158168
收入同比 (%)	48.3%	20.8%	18.6%	16.0%
归属母公司净利润	922	1201	1537	1827
净利润同比 (%)	31.6%	30.2%	28.0%	18.9%
毛利率 (%)	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
ROE (%)	16.0%	17.2%	18.0%	17.6%
每股收益 (元)	0.74	0.97	1.24	1.47
P/E	15.29	10.74	8.39	7.06

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	13194	16415	18481	20781	营业收入	95166	115003	136407	158168
现金	4099	5285	6297	7595	营业成本	92084	111370	132090	153120
应收账款	1928	2509	2602	2577	营业税金及附加	85	111	134	150
其他应收款	118	294	316	322	销售费用	1297	1610	1852	2172
预付账款	1790	2134	2563	2961	管理费用	321	432	499	569
存货	4853	5464	6086	6690	财务费用	186	138	74	138
其他流动资产	406	729	617	636	资产减值损失	-297	-28	-13	-22
非流动资产	2144	2225	2344	2497	公允价值变动收益	18	11	19	34
长期投资	135	168	223	297	投资净收益	301	187	258	352
固定资产	14	-44	-99	-150	营业利润	1223	1511	2028	2383
无形资产	10	5	0	-6	营业外收入	45	55	65	75
其他非流动资产	1985	2096	2220	2355	营业外支出	7	9	10	12
资产总计	15339	18640	20824	23277	利润总额	1260	1557	2082	2446
流动负债	8995	11029	11503	11959	所得税	226	289	385	448
短期借款	6263	6263	6263	6263	净利润	1034	1268	1697	1998
应付账款	339	1975	1860	1812	少数股东损益	112	67	160	170
其他流动负债	2394	2791	3380	3884	归属母公司净利润	922	1201	1537	1827
非流动负债	285	285	285	285	EBITDA	1373	1704	2074	2498
长期借款	238	238	238	238	EPS (元)	0.74	0.97	1.24	1.47
其他非流动负债	47	47	47	47					
负债合计	9280	11314	11788	12243					
少数股东权益	278	345	505	676	主要财务比率				
股本	1239	1239	1239	1239	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	1624	1624	1624	1624	成长能力				
留存收益	2917	4118	5667	7495	营业收入	48.3%	20.8%	18.6%	16.0%
归属母公司股东权	5781	6982	8531	10358	营业利润	27.1%	23.6%	34.2%	17.5%
负债和股东权益	15339	18640	20824	23277	归母公司净利润	31.6%	30.2%	28.0%	18.9%
					获利能力				
					毛利率 (%)	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
					净利率 (%)	1.0%	1.0%	1.1%	1.2%
					ROE (%)	16.0%	17.2%	18.0%	17.6%
					ROIC (%)	8.4%	9.5%	10.4%	11.2%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	60.5%	60.7%	56.6%	52.6%
					净负债比率 (%)	153.2%	154.4%	130.4%	111.0%
					流动比率	1.47	1.49	1.61	1.74
					速动比率	0.73	0.80	0.85	0.93
					营运能力				
					总资产周转率	6.20	6.17	6.55	6.79
					应收账款周转率	49.37	45.84	52.42	61.37
					应付账款周转率	271.79	56.39	71.00	84.51
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.74	0.97	1.24	1.47
					每股经营现金流	-2.68	0.99	0.75	0.96
					每股净资产	4.66	5.63	6.88	8.36
					估值比率				
					P/E	15.29	10.74	8.39	7.06
					P/B	2.44	1.85	1.51	1.25
					EV/EBITDA	12.10	8.35	6.37	4.77

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。