

天音控股 (000829) 深度研究

新能源汽车销售+Wiko品牌手机，打造全新成长极

2022年12月13日

【投资要点】

- ◆ 公司多年深耕通信产品营销服务以及移动互联网业务，聚焦产业互联网战略，坚持以数字化分销和数字化零售与服务业务为核心，并加快数字化转型步伐。公司以通信产品销售为基，与全球顶级品牌保持长期战略合作关系，并持续拓展零售电商等业务，平台化优势明显。近年来，公司逐步向产业链上游延伸，着力构建新型消费品品牌的渠道运营能力，以建设“一网一平台”为抓手，形成“1+N”战略布局和“重点业务海外发展布局”的发展策略。
- ◆ 公司拓展汽车销售以及联合收购 Wiko 品牌将助力新成长。汽车销售业务方面，公司基于与华为客户的深度合作，旗下部分门店已开展汽车销售业务，通过对线下门店的升级改造以及“汽车快闪店”的新销售模式，将持续推进公司与客户的新能源汽车的发展战略落地。联合收购东莞维科(Wiko品牌)，公司实现向上游自有品牌手机布局。Wiko具备研发、设计、制造全面能力，多年深耕海外市场，从渠道商主业以及客户资源的角度上，协同优势明显。

【投资建议】

- ◆ 公司作为数字化零售龙头，与全球顶级品牌保持长期战略合作，以渠道为基，具备极强的平台化拓展能力。我们认为，公司全新业务增长点已现，与现有大客户拓展汽车销售以及上架自有品牌手机，有望为公司业绩带来极大弹性。预计公司 2022-2024 年营收分别为 734.75/868.75/1035.41 亿元，归母净利润分别为 2.13/2.95/6.42 亿元，对应 EPS 分别为 0.21/0.29/0.63 元/股，对应当前 PE 分别为 52/38/17 倍，维持“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	70999.51	73472.94	86874.95	103541.05
增长率(%)	18.76%	3.48%	18.24%	19.18%
EBITDA(百万元)	864.45	465.35	572.35	1046.86
归属母公司净利润(百万元)	206.82	213.25	295.03	642.29
增长率(%)	11.14%	3.11%	38.35%	117.70%
EPS(元/股)	0.20	0.21	0.29	0.63
市盈率(P/E)	92.20	52.49	37.94	17.43
市净率(P/B)	7.22	4.04	3.65	3.02
EV/EBITDA	25.10	28.68	22.55	11.21

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持 (维持)

东方财富证券研究所

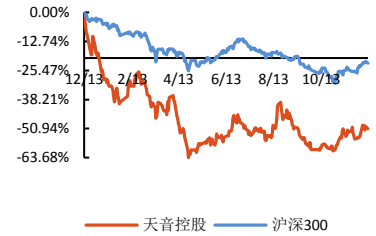
证券分析师: 高博文

证书编号: S1160521080001

联系人: 夏嘉鑫

电话: 021-23586316

相对指数表现



基本数据

总市值(百万元)	10958.32
流通市值(百万元)	10947.95
52周最高/最低(元)	23.49/7.70
52周最高/最低(PE)	110.02/40.44
52周最高/最低(PB)	9.33/3.19
52周涨幅(%)	-52.13
52周换手率(%)	735.87

相关研究

《零售电商业务带来新增长动力》

2022.10.24

【风险提示】

- ◆ 汽车门店拓展进度低于预期
- ◆ 新能源汽车、消费电子需求低于预期

1、关键假设

通信产品销售：2018-2021年，公司主业通信产品销售业务营收规模保持稳定增长，由2018年的410.5亿元增长至2021年的646.8亿元，年复合增长率达到16.36%。2022年上半年，公司通信产品销售实现收入323.3亿元，根据公司以往上下半年业务销售节奏，我们预计2022年全年通信产品销售业务营收646.6亿元，同比保持稳定。随着中高端智能手机、折叠屏手机、智能家居、智能可穿戴等产品的持续增长，预计2023-2024年，公司通信产品销售业务营收保持5%的增速，2022-2024年，营收分别为646.6/678.9/712.8亿元，预计2022-2024年，业务毛利率分别为2.34%/2.49%/2.42%。

零售电商：公司零售电商业务在2021年实现收入54.2亿元，同比增长43.25%，2022年上半年实现收入52.1亿元，同比实现大幅增长。公司加速线上线下融合的一体化新零售模式的加速布局，有望把握零售行业的发展变革。我们预计2022-2024年，公司零售电商业务营收同比增速分别为45%/20%/10%，毛利率保持5%。

汽车销售：截至2022年6月30日，公司旗下华为HESR店共1453家，通过加速升级改造已有HESR门店以及快闪店模式，加速汽车销售业务布局。预计2022-2024年，公司汽车收入分别为0.06/85.54/208.32亿元，参考行业主流汽车销售公司毛利率情况，我们预计2022-2024年，公司汽车销售业务毛利率保持8%。

2、创新之处

公司作为数字化零售龙头，与全球顶级品牌保持长期战略合作，以渠道为基，具备极强的平台化拓展能力。我们认为，公司全新业务增长点已现，与现有大客户拓展汽车销售以及上架自有品牌手机，有望为公司业绩带来极大弹性。

3、潜在催化

公司汽车销售业务加速推进，旗下多家华为线下零售店已经实现渠道复用，开展汽车销售业务。此外，公司已在河北省率先逐步拓展通过“汽车快闪店”快速布局线下汽车销售业务。

正文目录

1. 天音控股：数字化零售龙头，全渠道销售服务网络布局	5
1.1. 领先的网络布局，打造产业互联网服务平台领导者	5
1.2. 经营稳健，营收规模持续增长	6
2. 构建“一网一平台”，贯彻“1+N”战略布局	8
2.1. 与全球顶尖品牌长期深度合作，一站式综合服务网络	8
2.2. 深耕数字化零售与服务，实现全渠道覆盖	11
3. 新能源汽车销售业务聚渠道平台优势，扬帆新程	14
3.1. 新能源与自主品牌汽车崛起，经销渠道多元化发展趋势明确	14
3.2. 渠道复用优势明显，夯实华为智选汽车销售体系布局	16
4. 强强联合，自有品牌智能手机蓄势待发	18
5. 关键假设与盈利预测	19
6. 投资建议	20
7. 风险提示	21

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	5
图表 2：公司股权结构（2022 年三季度）	5
图表 3：全面的渠道布局.....	6
图表 4：公司营收情况（亿元）	6
图表 5：公司归母净利润（百万元）	6
图表 6：公司主营业务收入（亿元）	7
图表 7：2021 年公司业务占比情况.....	7
图表 8：公司主营业务毛利率情况.....	7
图表 9：公司期间费用情况（百万元）	8
图表 10：公司期间费用率情况.....	8
图表 11：多元化的智能终端产品类型.....	8
图表 12：全球智能手机出货量（百万部）	9
图表 13：全球中高端智能手机占比.....	9
图表 14：中高端手机市场品牌占比.....	9
图表 15：中国大陆不同品牌智能手机出货量（百万部）	10
图表 16：苹果公司在中国的销售市场份额.....	10
图表 17：苹果 APR 店.....	10
图表 18：全球折叠屏手机出货量（百万部）	11
图表 19：2021 年不同型号折叠屏手机出货量（百万部）	11
图表 20：华为 HESR 店.....	11
图表 21：能良电商覆盖主流电商平台.....	12
图表 22：能良电商合作品牌.....	12
图表 23：公司零售电商业务销售额（亿元）	12
图表 24：公司零售电商业务订单数（万）	12
图表 25：公司零售电商业务销售额（亿元）	13
图表 26：公司零售电商业务订单数（万）	13
图表 27：易修易购线下门店.....	13
图表 28：国内汽车经销发展历史.....	14
图表 29：中国新能源汽车销量（万辆）	14
图表 30：中国新能源汽车渗透率.....	14
图表 31：2021 年新能源渠道不同形态网络占比.....	15

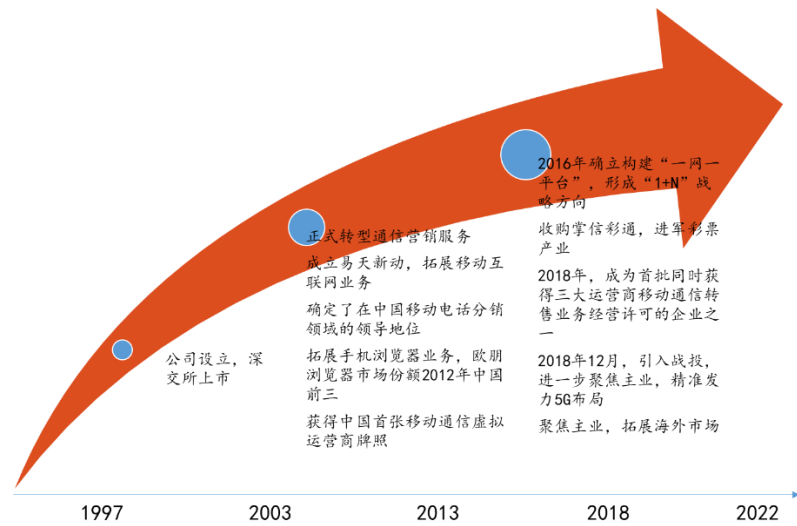
图表 32: 新能源渠道不同形态网络.....	15
图表 33: 问界 M7.....	16
图表 34: 问界 M5、M7 销量 (辆)	16
图表 35: 华为智能生活馆.....	16
图表 36: 小鹏汽车门店数与汽车销量.....	17
图表 37: 蔚来汽车门店数与汽车销量.....	17
图表 38: 公司华为智选汽车业务预测.....	17
图表 39: 东莞唯科股权结构 (交易完成后)	18
图表 40: Wiko 品牌运营.....	18
图表 41: Wiko T50.....	19
图表 42: Wiko T10.....	19
图表 43: Wiko 入网产品 (左) 对比 Nova 系列产品 (右)	19
图表 44: 盈利预测.....	20
图表 45: 可比公司估值比较表 (按照 2022 年 12 月 12 日收盘价)	20

1. 天音控股：数字化零售龙头，全渠道销售服务网络布局

1.1. 领先的网络布局，打造产业互联网服务平台领导者

公司成立于 1997 年，多年深耕通信产品营销服务以及移动互联网业务。公司从单一手机分销行业起步，发展成为互联网营销、移动互联、移动通信、彩票等业务为一体的集团化公司，打造了业内领先的集分销、零售、售后服务、移动互联网、移动通信虚拟运营等多元化的综合服务网络。公司旗下各业务板块颇具协同效应，并在各个行业领域名列前茅。从 2004 年开始，公司连续进入中国企业 500 强，服务企业 500 强，并多年蝉联《财富》中国 500 强，且排名逐年攀升。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

截至 2022 年 9 月 30 日，公司前五大股东合计持股比例为 42.48%。深圳市投资控股有限公司（深投控）为公司第一大股东，持股比例达到 19.03%。第二大股东天富锦与深投控为一致行动人，持股比例为 9.80%。深投控作为国有资本投资公司，坚持以科技创新为核心，提升金融服务科技创新、服务实体经济的能力。

图表 2：公司股权结构（2022 年三季度）

股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）
深圳市投资控股有限公司	195,032,514	19.03%
深圳市天富锦创业投资有限公司	100,474,022	9.80%
中国华建投资控股有限公司	80,081,582	7.81%
北京国际信托有限公司-天音控股股权投资信托	41,057,019	4.01%
深圳市鼎鹏投资有限公司	18,755,010	1.83%

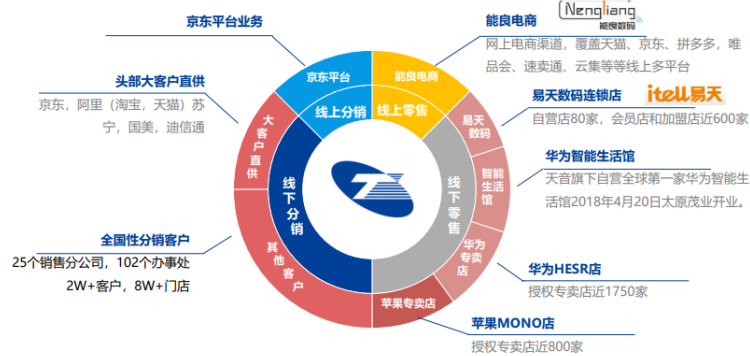
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

行业领先的全渠道销售服务网络，共建高效销售服务生态。公司拥有丰富的渠道资源和全面的产业整合能力。在渠道建设方面，公司在国内已经建立一张覆盖广、效率高、成本低的智能终端产品营销网络。公司通过设立 25 家分公司，5 大配送中心，31 个省级物流仓库，108 个办事处，近 500 个网格化运营管理，将渠道网络深入县、乡、镇地区，使业务范围覆盖全国 330 多个地

市、2300 多个县城，服务超过 2 万家客户，触达超过 8 万家门店，实现 T1 至 T6 全营销网络覆盖。公司海外渠道网络稳步拓展，分销网络覆盖拉美、中东非、亚太、欧洲等 57 个国家。

公司通过长期深耕细作，积累了海量的市场数据信息，以领先的渠道服务经验，不仅能为上游厂商提供精准的产品反馈和营销方案，而且能够高速度高质量响应下游客户需求；公司持续获得各大品牌商核心产品的代理资源，以周全的供应链服务为上下游客户创造多维度价值。

图表 3：全面的渠道布局

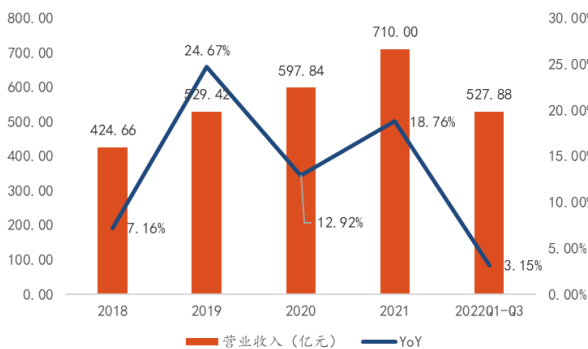


资料来源：公司资料，东方财富证券研究所

1.2. 经营稳健，营收规模持续增长

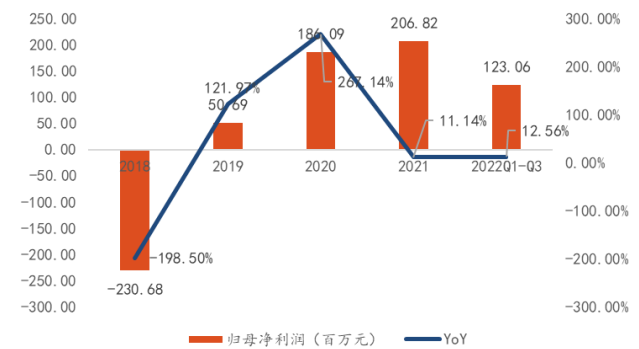
公司 2021 年实现营收 710.00 亿元，同比增长 18.76%，2018-2021 年营收 CAGR 为 18.69%，营收规模保持稳定增长。2021 年实现归母净利润 2.07 亿元，同比增长 11.14%。2022 年前三季度，公司实现营收 527.88 亿元，同比增长 3.15%，实现归母净利润 1.23 亿元，同比增长 12.56%，实现扣非净利润 1.09 亿元，同比增长 11.59%。公司 2018 年净利润亏损的原因主要由于资产减值损失以及拓展市场所需销售费用的提升。

图表 4：公司营收情况（亿元）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

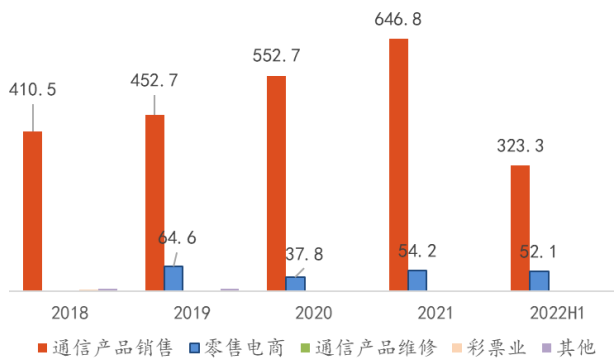
图表 5：公司归母净利润（百万元）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

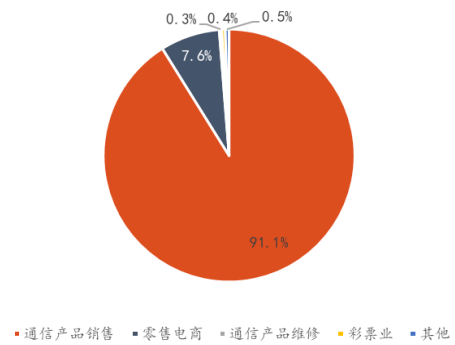
通信产品销售业务规模稳步增长，零售电商业务近年来快速发展。2018-2021 年，公司主业通信产品销售业务营收规模保持稳定增长，由 2018 年的 410.5 亿元增长至 2021 年的 646.8 亿元，年复合增长率达到 16.36%。2022 年上半年，公司通信产品销售业务占整体营收比重达到 85.19%。公司零售电商业务近年来保持快速增长，2021 年实现营收 54.2 亿元，同比增长 43.39%，占整体业务营收比重达到 7.6%，2022 年上半年实现营收 52.1 亿元，接近 2021 年全年。通信产品维修以及彩票业务近年来营收规模保持稳定，营收规模分别在 2 亿、3 亿左右。

图表 6：公司主营业务收入（亿元）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

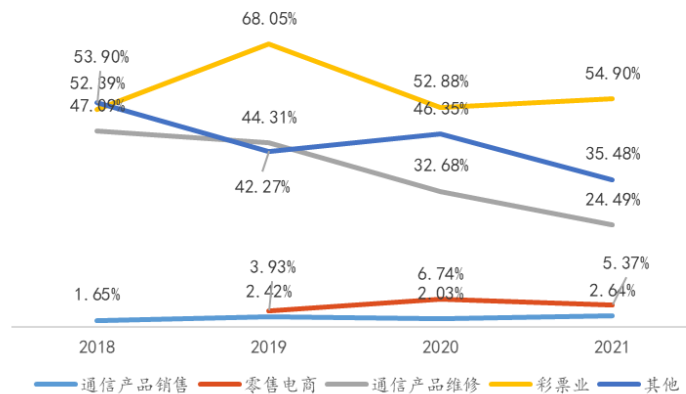
图表 7：2021 年公司业务占比情况



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

通信产品销售、零售电商业务毛利率稳中有增，彩票业等业务盈利能力保持良好。公司营收占比靠前的通信产品销售业务毛利率由 2018 年的 1.65% 提升至 2021 年的 2.64%，零售电商业务毛利率由 2018 年的 2.93% 提升至 2021 年的 5.37%，反映出公司在行业长期的深耕细作，能够以高速度高质量响应客户需求，同时，公司在智能化、精细化业务管理方面取得卓越成效。彩票及其他业务毛利率则保持良好的盈利能力。

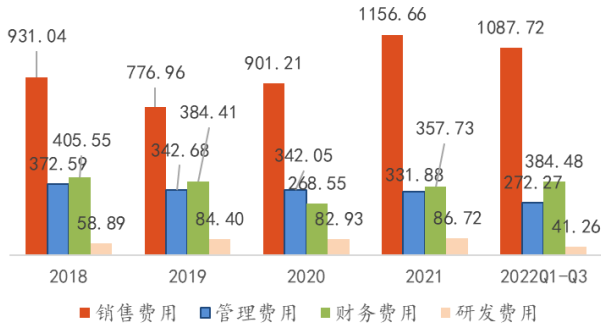
图表 8：公司主营业务毛利率情况



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

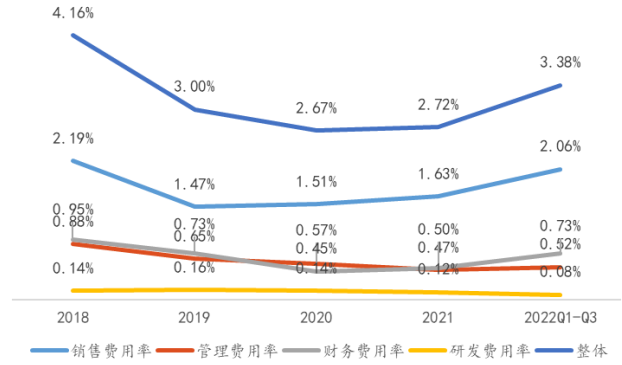
公司期间费用率整体呈先降后升，积极开拓市场，销售费用提升。分项来看，由于渠道及市场开拓的必要性，公司销售费用占整体期间费用比重最高，2018-2021 年，公司销售费用由 9.31 亿元增长至 11.57 亿元，销售费用率则由 2018 年的 2.19% 下降至 2021 年 1.63%，2022 年前三季度，公司销售费用达到 10.88 亿元，占营收比重也上升至 2.06%。公司管理费用近年来绝对值保持稳定下降，由 2018 年的 3.73 亿元下降至 2021 年 3.32 亿元。

图表 9：公司期间费用情况（百万元）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 10：公司期间费用率情况



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

2. 构建“一网一平台”，贯彻“1+N”战略布局

公司聚焦产业互联网战略，加快数字化转型步伐，坚持以数字化分销和数字化零售与服务业务为核心，聚焦以智能手机为核心的 3C 数码领域并逐步向产业链上游延伸，着力构建新型消费品品牌的渠道运营能力，以建设“一网一平台”为抓手，逐步形成“1+N”战略布局和“重点业务海外发展布局”的发展策略。

2.1. 与全球顶尖品牌长期深度合作，一站式综合服务网络

数字化分销业务是公司的核心业务，也是公司“一网一平台”战略的支柱产业。公司通过数十年的专注深耕，已成长为国内知名的智能终端产品渠道开发及增值服务商，并不断加速海外分销网络的建设。

公司与世界顶尖的三大科技公司苹果，华为和三星长期深度合作，凭借自身强大的渠道网络和分销能力，向超过 20000 家下游业务伙伴提供分销，零售、物流、售后等多样化、全方位的智能终端供应链服务。销售的智能终端产品包括：智能手机、笔记本、平板电脑、智能影音（智慧屏和智能音箱）、智能穿戴（智能眼镜、智能手表、智能手环、智能耳机、智能配件等）、智能家居（智能恒温、智能门禁、智能监控、智能防盗等物联网产品）等六大品类，均与未来科技发展紧密相关。

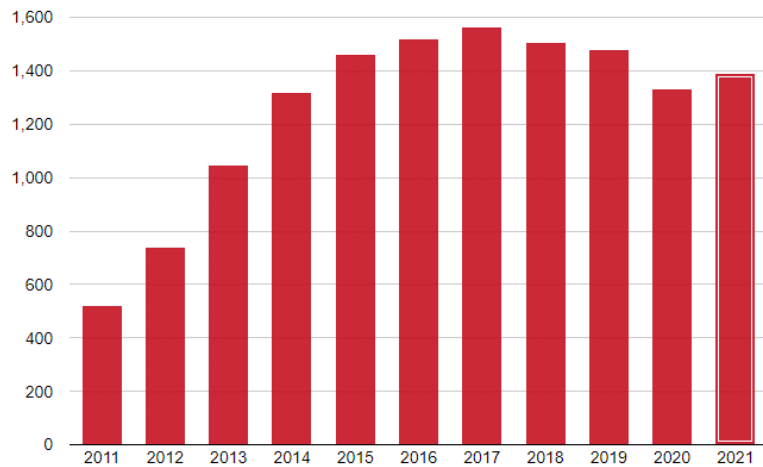
图表 11：多元化的智能终端产品类型



资料来源：苹果官网，东方财富证券研究所

全球智能手机出货量在经历 2011-2017 年的持续增长之后，渗透率已经达到较高水平，2017 年之后稳定在 12-14 亿部之间。根据 Counterpoint 数据，全球智能手机出货量在 2021 年达到 13.9 亿部。

图表 12：全球智能手机出货量（百万部）

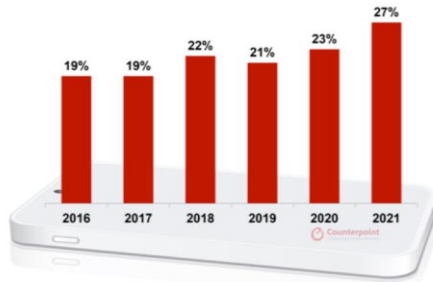


资料来源：Counterpoint，东方财富证券研究所

智能手机进入存量市场，中高端智能手机占比持续提升。智能手机出货量整体进入稳定期，中高端智能手机渗透率近年来保持提升，为产业链带来新增量。根据 Counterpoint 数据，2021 年全球中高端智能手机（售价 400 美元以上）占比达到 27%，同比 2020 年提升 4pct，保持稳步提升。苹果手机自 2021 年在全球高端市场更是达到 60% 的市占率。公司与全球顶尖品牌，苹果、三星等保持长期稳定战略合作关系，有望受益于中高端手机渗透率的提升。

图表 13：全球中高端智能手机占比

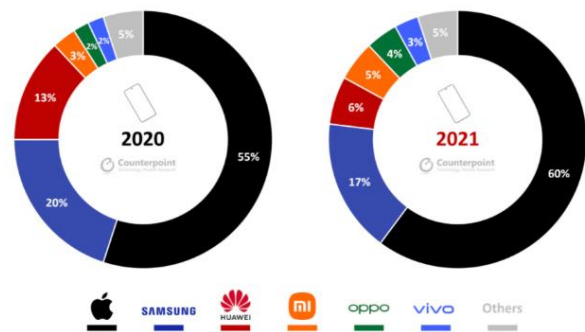
Global Premium (>\$400) Smartphone Market Sales Contribution, 2016-2021



Source: Counterpoint's Global Monthly Handset Model Sales (Self-through) Tracker

资料来源：Counterpoint，东方财富证券研究所

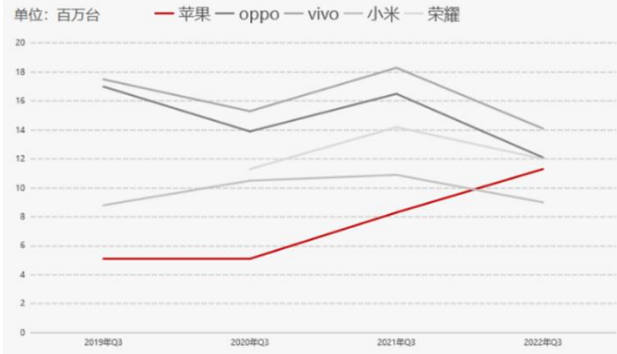
图表 14：中高端手机市场品牌占比



资料来源：Counterpoint，东方财富证券研究所

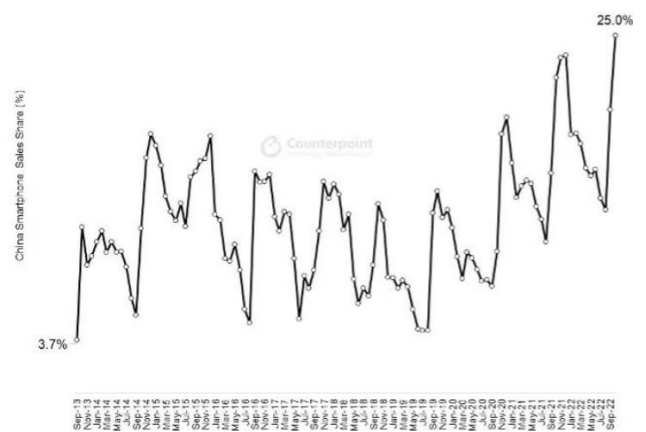
根据 Statista 数据统计，2021 年，iPhone 全球出货量达到 2.35 亿部，同比增长 13.97%，2022 年前三季度，iPhone 出货量达到 1.53 亿部，同比保持稳定。根据 Canalys 数据统计，2021 年苹果 iPhone 在中国大陆地区出货量达到 4940 万部，同比增长 44%，增速领先于小米、OPPO、vivo 等品牌。2022 年 10 月，iPhone 在中国的月度市场份额达到 25% 的历史最高水平，且连续 2 个月成为中国第一大手机品牌厂商。

图表 15：中国大陆不同品牌智能手机出货量（百万部）



资料来源：Canalys, Datavision, 芯世相, 东方财富证券研究所

图表 16：苹果公司在中国的销售市场份额



资料来源：Counterpoint, 东方财富证券研究所

公司是苹果中国区核心代理商，长期保持领先的市场份额，将直接受益于苹果手机出货量的提升。国内苹果业务方面，截至 2022 年 6 月 30 日，公司共开设授权专卖店超过 2000 家，其中 APR 店（优质大专卖店）近 160 家，mono 店（小专卖店）750 余家，授权项目店 1127 家。同时，公司也是京东平台上苹果最大的供应商，直接受益于大陆地区苹果手机出货量的提升。

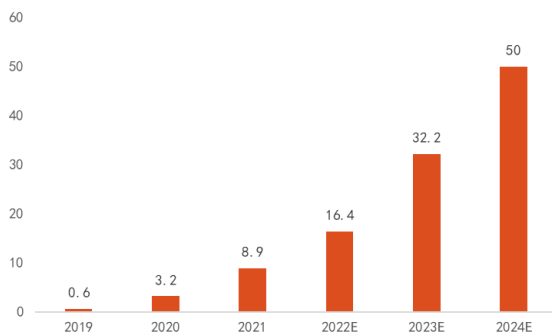
图表 17：苹果 APR 店



资料来源：赢商网, 东方财富证券研究所

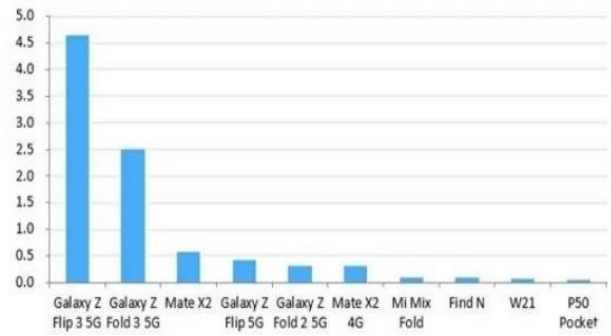
折叠屏手机市场方兴未艾，三星、华为市占率靠前。折叠屏手机作为近年来智能手机领域兴起的新方向，多数智能手机头部品牌均已推出折叠屏手机抢占市场。凭借着大屏化、便携化等独特优势，出货量保持快速增长。根据 Statista 的数据，2021 年全球折叠屏手机销量达到 890 万部，预计 2022 年将达到 1640 万部，2025 年出货量有望接近 7000 万部。根据 Omdia 的数据显示，三星、华为的折叠屏手机在 2021 年抢占了大部分折叠屏手机市场份额，2021 年，三星的 Galaxy Z Flip3 以及 Fold 3 位居全球折叠屏手机出货量的第一、第二名，出货量分别达到 460 万、250 万部。华为是折叠屏手机市场的第二大厂商，市场份额为 10%。

图表 18：全球折叠屏手机出货量（百万部）



资料来源：Statista，东方财富证券研究所

图表 19：2021 年不同型号折叠屏手机出货量（百万部）



资料来源：Omdia，东方财富证券研究所

公司与华为、三星保持紧密合作关系。华为业务方面，公司紧跟华为的发展，长期保持紧密合作关系，门店规模保持稳定，单店手机周边产品销量持续提升。同步进行门店升级改造，目前共建设 1453 家 HESR 店，保持公司华为业务稳定的市场占有率；海外业务规模稳步扩张，目前公司在迪拜、尼日利亚、印度尼西亚、法国、德国、西班牙、哥伦比亚、秘鲁等国家成立十余个子公司，在拉美、中东非、亚太、欧洲等 57 个国家开展业务。三星业务方面，公司是三星中国区最大国代商，国内市场份额接近 60%，营销和服务能力均收到客户的高度认可，具备持续获取优质产品代理资源。

图表 20：华为 HESR 店



资料来源：昆山联通，东方财富证券研究所

公司致力于打造中国最大的智能终端产品一站式综合服务网络，以渠道下沉和新零售业态为契机，形成产业共享平台，为客户提供一流的商品和服务。通过整合优质产业链资源，以完善的业务模式和灵活高效的运营效率，为产业链赋能的同时输出公司服务价值。海外业务方面，公司稳步推进海外布局，加速拓广海外平台，输出国内优势经验，深度参与新兴市场增长红利。

2.2. 深耕数字化零售与服务，实现全渠道覆盖

公司以能良电商为主的零售电商业务稳步扩张，能良电商服务超过千万用户，已发展成多产品线，全链路，多渠道覆盖的，专注于顾客家庭消费为中心的线上渠道零售商。公司业务覆盖天猫、京东、拼多多、抖音、快手、微信六大平台，在苏宁、得物、小米有品等零售平台以及三大运营商体系，银行体系等业务渠道进行布局拓展。

遵循“多品类拓张，多平台经营”的发展战略，公司通过以高品牌知名度和高性价比产品为切入点，以智能手机、3C 数码为主，延伸至智能穿戴、生活电器、厨房电器，影音电器、大家电、母婴、个人护理、服饰、家纺、食品、游戏 VR 等丰富品类。在能良电商天猫平台上，已与华为、小米、vivo 等消费电子品牌，萤石、科沃斯等智能家居品牌，雅迪电动车等建立长期合作关系，落实多平台、多品类、多品牌、多店铺的经营方针。

图表 21：能良电商覆盖主流电商平台



资料来源：各公司官网，公司公告，东方财富证券研究所

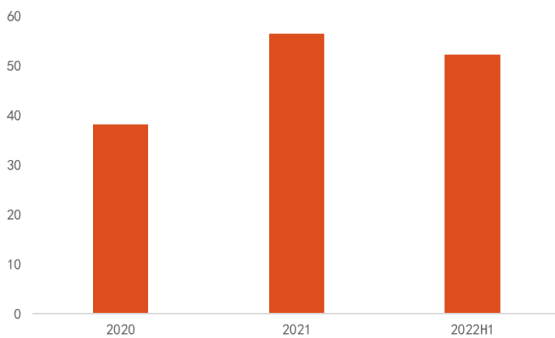
图表 22：能良电商合作品牌



资料来源：天猫，东方财富证券研究所

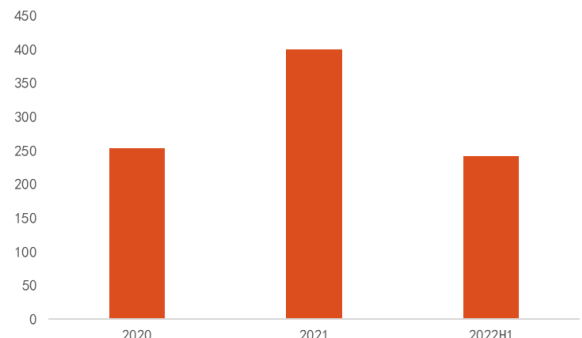
截至 2022 年 6 月 30 日，公司零售电商业务共开设 112 家店铺，授权品牌数 105 个，SPU 数达到 5380 个，持续增长。同时，能良电商不断强化供应链和服务优势，以贴近供应链的方式在广州和义乌建立低成本高效率的仓储能力。2022 年上半年，公司零售电商业务销售额达到 52.1 亿元，同比增长 187.89%，订单数近 242 万单，同比增长 41%。

图表 23：公司零售电商业务销售额（亿元）



资料来源：公司年报、半年报，东方财富证券研究所

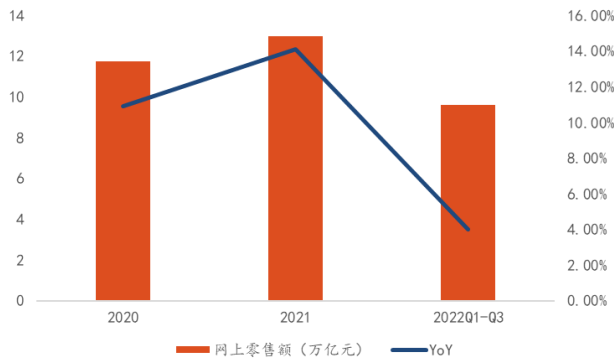
图表 24：公司零售电商业务订单数（万）



资料来源：公司年报、半年报，东方财富证券研究所

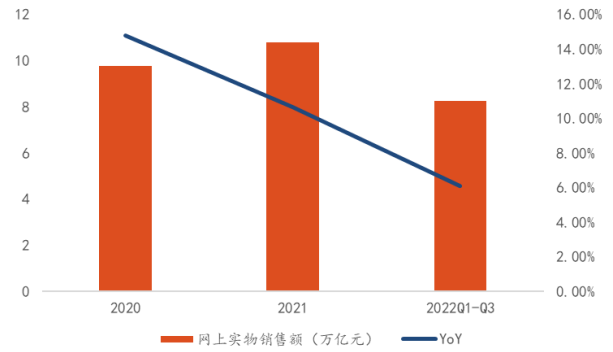
国内网上零售市场规模保持增长。根据中国连锁经营协会与德勤中国联合发布的《2022 年网络零售 TOP100 报告》显示，网络零售即时性和社交内容化已渐成趋势，中国网络零售额在 2021 年达到 13 万亿元，同比增长 14.1%。根据商务部、国家统计局数据显示，2022 年前三季度，中国网络零售市场总体呈增长态势，网上零售额达到 9.59 万亿元，同比增长 4%。

图表 25：公司零售电商业务销售额（亿元）



资料来源：光明网，中国商务新闻网，北青网，东方财富证券研究所

图表 26：公司零售电商业务订单数（万）



资料来源：光明网，中国商务新闻网，北青网，东方财富证券研究所

随着各领域数字化进程加速，线上线下消费深度融合，释放内需修复，共振新红利。线上零售虽面临流量红利见顶，获客成本高企等挑战，但随着线上消费进一步渗透更多年龄层级和地区，以及线上线下融合的消费新模式、新业态加速发展，预计线上销售规模将持续扩张。5G、大数据、AI 等技术的快速发展与普及，零售行业将加速变革，供给端线上线下一体化、平台化、服务产品化等已经成为零售业发展新趋势。

公司深化新零售业务，自然延伸 3C 产品销服一体化网络，以渠道下沉和新零售业态为契机，通过整合优质产业链资源，致力于打造中国最大的智能终端产品一站式综合服务网络。基于此，公司旗下连锁品牌“易修易购”自然延伸。

图表 27：易修易购线下门店



资料来源：易修易购，东方财富证券研究所

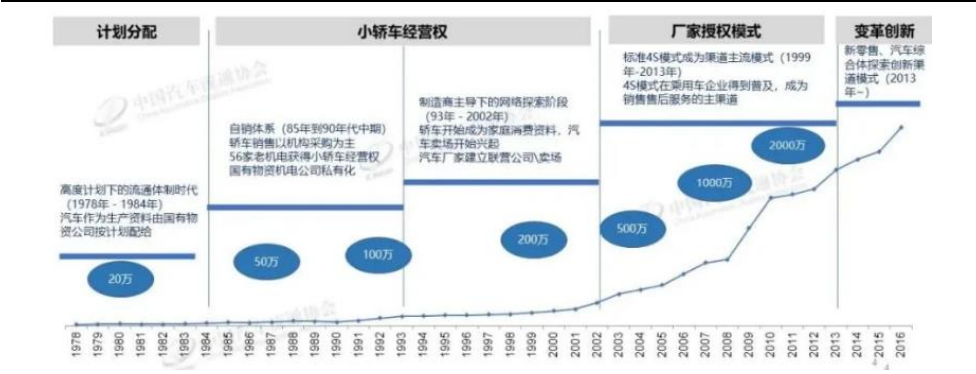
公司旗下“易修易购”以用户为中心，以深耕手机全生命周期服务价值为核心，通过手机为中心向消费者提供数码周边、手机维修、回收、运营商服务等一站式生态服务，并取得多品牌手机销售与售后授权，积极打造线上商城线下门店，全渠道融合的销服一体的新零售业态。截至 2022 年 6 月 30 日，公司已开设 35 家“易修易购”MALL 店，并自主研发一套集运营、服务、营销、线上线下融合的数字化系统，通过一揽子运营 SOP 为客户带来便捷、高效的一站式购物体验。

3. 新能源汽车销售业务聚渠道平台优势，扬帆新程

3.1. 新能源与自主品牌汽车崛起，经销渠道多元化发展趋势明确

汽车经销商作为汽车产业链重要的一环，具有新车销售、汽车金融、汽车售后以及二手车交易等功能。根据中国汽车流通协会统计，国内的汽车销售渠道经历了计划分配、小轿车经营权、厂家授权等多种模式主导，渠道形态也由卖场、专营店，发展为4S店，以及商超+服务中心等。

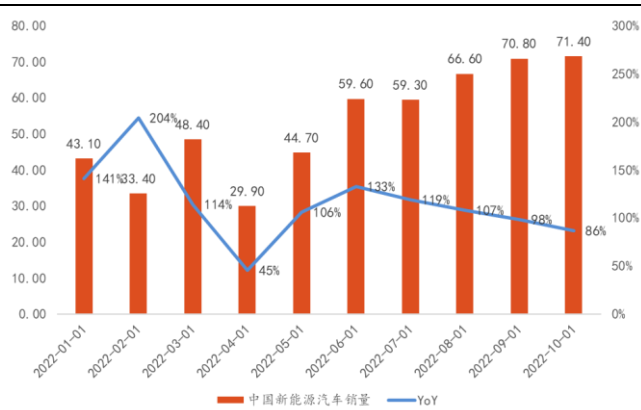
图表 28：国内汽车经销发展历史



资料来源：中国汽车流通协会，东方财富证券研究所

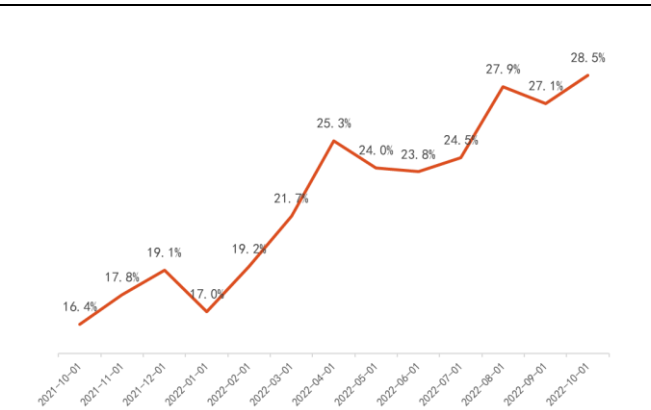
整车销售收入占经销商营收比重最高，新能源汽车销售为新车销售核心增量。以汽车经销商头部企业广汇汽车为例，2021年广汇汽车整车销售收入1365亿元，占主营收入比重为86.18%。根据中汽协数据，2021年国内新能源汽车销量达到352.1万辆。2022年1-10月，国内新能源汽车产销量均超过500万辆，分别为548.5万辆与528.0万辆，持续高增长。2022年10月，国内新能源汽车销量达到71.4万辆，同比增长81.7%。2021年，国内新能源汽车渗透率达到13.4%，同比提升8pct。此前，乘联会预计2022年新能源汽车销量有望突破600万，渗透率将达到22%左右。新能源汽车经过十余年创新发展，产品技术愈发成熟，对比燃油汽车，经济性也越来越明显，2022年1-10月，新能源汽车渗透率已达到24%，实现超预期增长。

图表 29：中国新能源汽车销量 (万辆)



资料来源：工信部，Choice，东方财富证券研究所

图表 30：中国新能源汽车渗透率

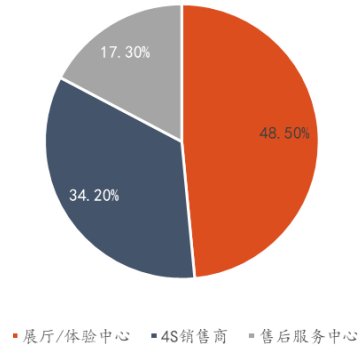


资料来源：工信部，Choice，东方财富证券研究所

随着新能源汽车的爆发式增长，国内自主品牌强势崛起成为主力军，带动了新能源汽车渠道网络的快速扩张。自主品牌中，新能源汽车渠道网络形态对比以4S店为主的传统渠道向多元化方向发展趋势明确。目前，新能源汽车在渠道形态上逐渐形成展厅/体验中心、4S销售商以及售后服务中心三大类并承

担不同功能的网络。根据中国汽车流通协会统计，2021年，展厅/体验中心的渠道占据国内新能源汽车渠道48.5%的份额，达到2966家，其中，位于商场/购物中心的新能源商超店发展尤其迅猛，2021年已达到2200余家。新能源汽车与国产自主品牌的崛起，亦对传统汽车销售渠道带来新的挑战。

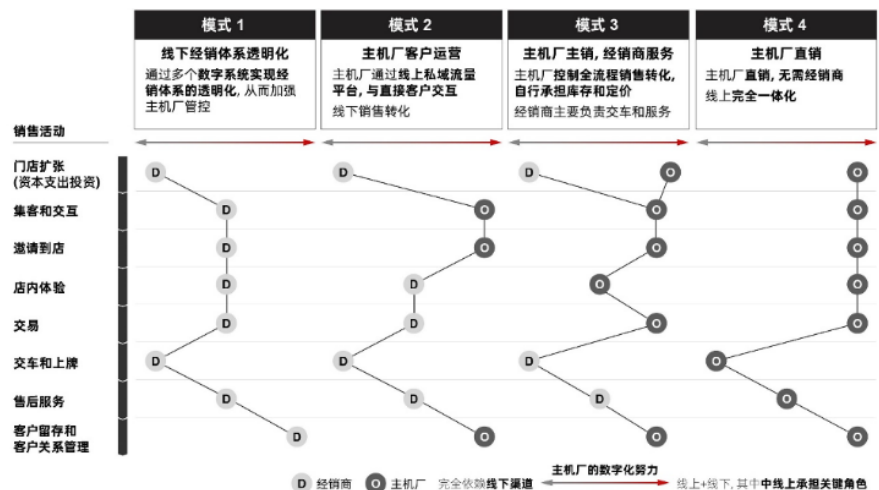
图表 31：2021 年新能源渠道不同形态网络占比



资料来源：中国汽车流通协会，东方财富证券研究所

在汽车产业链经历变革的过程中，无论新势力品牌还是传统汽车厂商都在积极探索渠道发展模式，满足愈发追求个性化服务的消费者。消费者不再只满足于标准化的服务，更对个性化、线上/线下衔接的全渠道服务体验提出了新的要求。根据 Bain 的统计，消费者通常从网上了解与汽车相关的信息，最终的购买仍然大部分发生在线下。在包括中国、德国以及美国的主要市场，均有70%的受访者表示，更愿意通过经销商线下确定购买汽车。因此，包括新势力等品牌除了线上营销之外，也在积极探索渠道模式。新势力中的蔚来采取直营加代运营模式、小鹏采取直营加代理模式；传统厂商则从某款车型入手，探索更多销售模式。据此，Bain总结了目前4种可能的渠道销售模式，除了主机厂直销完全一体化之外，经销商在满足消费者体验、顺利实现转化交易的重要性不言而喻。

图表 32：新能源渠道不同形态网络



资料来源：Bain，东方财富证券研究所

根据公司披露《关于公司全资子公司经营范围变更的公告》，公司全资子公司天音通信有限公司因经营需要，决定增加经营范围，其中许可经营项目增加项主要围绕汽车及新能源汽车相关设备，且经深圳市市场监督管理局核准，已完成经营范围变更。我们认为，公司通过利用现有渠道网络进军汽车销售业

务，平台化拓展优势明显，将打造全新增长极。

3.2. 渠道复用优势明显，夯实华为智选汽车销售体系布局

华为与其战略伙伴一起，通过华为智选模式以及 HUAWEI Inside 模式拓展汽车业务，2021 年 12 月，华为与塞力斯合作推出搭载华为鸿蒙 HarmonyOS 的全新高端智能汽车品牌 AITO 品牌。除了塞力斯之外，华为还选择北汽、长安以及广汽作为战略合作伙伴，经授权使用 HI（HUAWEI Inside）标识。

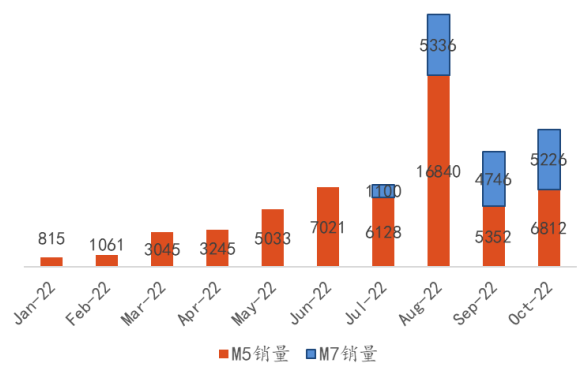
AITO 品牌问界 M5、问界 M7 自上市后，获得优秀市场反馈。问界 M5 自今年 3 月开启交付，创下新品牌单车型 87 天销量破万的最快记录。问界 M7 上市后仅 51 天就开启交付，实现交付再提速，在 M5、M7 明星车型的引领下，10 月问界车型交付量达到 12018 辆，实现连续 3 个月实现交付量破万。

图表 33：问界 M7



资料来源：Aito官网，东方财富证券研究所

图表 34：问界 M5、M7 销量（辆）



资料来源：车主之家，东方财富证券研究所

公司是华为在智能终端领域最重要的合作伙伴之一，双方建立了长期稳定的战略合作伙伴关系。双方在智能终端领域成功的合作经验和模式，有望顺利转嫁到新能源汽车销售领域之中。公司通过利用自身渠道商优势进军新能源汽车销售业务，实现在渠道端更宽广的布局，势必夯实华为在新能源汽车销售体系的全面布局，成为华为在新能源汽车战略稳步推动中的重要一环。

图表 35：华为智能生活馆

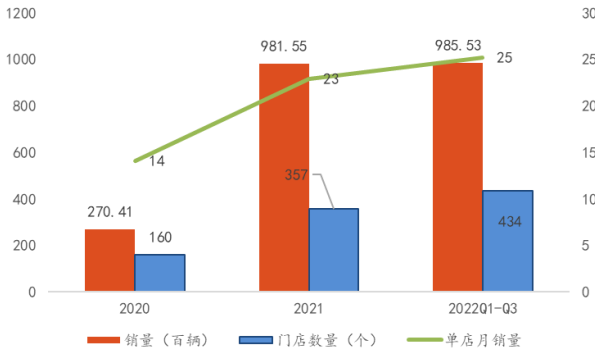


资料来源：车百智库，东方财富证券研究所

汽车销售门店的覆盖对品牌销量提升的作用明显，作为打造品牌影响力核心途径具备长期价值。对于新势力品牌而言，线下店铺实现有效的覆盖有助于

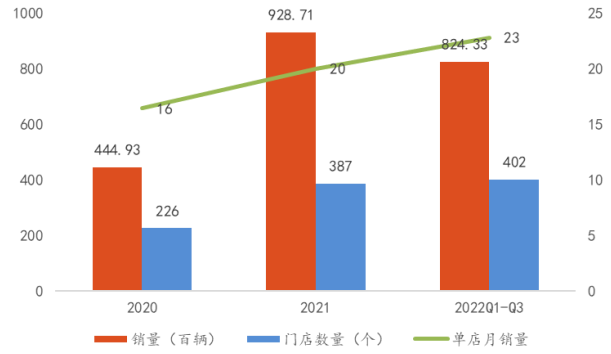
快速提升品牌认知度、扩大用户触点并促进销售转化，同时具备极强的品牌传播功能。对于厂商来说，店铺的建设一方面是销售渠道，另一方面也是提升品牌影响力的核心方式之一。我们对比新势力品牌代表性厂商蔚来、小鹏，通过线下店铺的铺设与运营，2020年-2022年前三季度，单店平均月销量实现稳定增长。小鹏单店月销量由2020年的14辆提升至2022年前三季度的25辆，蔚来汽车亦由16辆提升至23辆。

图表 36：小鹏汽车门店数与汽车销量



资料来源：车家号，车主之家，中国经济报，东方财富证券研究所

图表 37：蔚来汽车门店数与汽车销量



资料来源：车主之家，国际在线，EV视界，东方财富证券研究所

公司旗下多家华为线下零售店已实现渠道复用开展汽车销售业务，未来将持续对现有千余家华为线下零售店进行升级改造，并持续拓展开发能够覆盖汽车销售业务的线下零售店。除了渠道复用开展汽车业务之外，公司计划通过“汽车快闪店”的模式加速推进汽车销售业务。2022年12月，公司已在河北省率先拓展“汽车快闪店”来加速布局线下实体店汽车销售业务。公司通过“汽车快闪店 VS 线下品牌授权店”联动模式，可以更有效帮助消费者实现汽车试驾、售前咨询等服务，有望将对消费者实现有效导流，助力汽车销售项目的快速落地。

截至2022年6月30日，公司旗下华为 HESR 店共 1453 家，我们预计 2023-2025 年，公司 HESR 门店数量保持稳定增长，同时，公司加速升级改造已有 HESR 门店，增加汽车销售功能，预计 2023-2025 年，公司旗下具备汽车销售门店数量分别为 120、310、560 家。我们结合此前华为智能汽车 BU 余承东先生的单店月销量 30 辆目标，以及小鹏、蔚来等新势力品牌门店运营及销售数据情况，预计 2023-2025 年，公司单店月销量分别为 22、20、16 辆。预计单车平均价格保持 27-30 万，预计到 2025 年，公司汽车销售收入有望超过 300 亿元。

图表 38：公司华为智选汽车业务预测

	2022	2023E	2024E	2025E
HESR门店	1453	1500	1550	1600
新增汽车销售功能占比	0.1%	8%	20%	35%
汽车销售门店数量	1	120	310	560
店铺均销量 (辆/月)	20	22	20	16
汽车年销量 (辆)	24	31680	74400	107520
单车平均价格 (万)	27	27	28	29
汽车销售收入 (百万)	6	8554	20832	31181

资料来源：观察者网，百度有驾，公司公告，东方财富证券研究所预测（根据公开信息测算，风险提示：公司门店扩张及销售汽车功能升级改造进度不及预期，单店月销量以及单车平均价格不及预期）

以华为智选汽车为基，未来有望实现多品牌汽车业务拓展。阿维塔汽车宣布将在今年12月入驻位于北京、深圳的华为线下门店，成为进入华为渠道的第二个汽车品牌。零跑汽车亦表示，将寻求原来为苹果、华为销售手机的 3C

渠道来为其销售汽车，而不是只拘泥于 4S 店。我们认为，公司以华为智选汽车开始，进军汽车销售业务，基于全面的渠道网络布局，未来有望实现多品牌拓展，持续贡献业务增长动能。

4. 强强联合，自有品牌智能手机蓄势待发

2021 年 12 月，公司公告全资子公司与东莞信托、建信信托、金唯科基金联合收购深圳天珑移动持有的东莞唯科 100% 股权，东莞唯科主要为 Wiko 品牌智能手机业务，公司拟以自有资金参与收购东莞唯科 30% 的股权，通过联合收购东莞唯科，公司向手机产业链上游进行了拓展与布局。

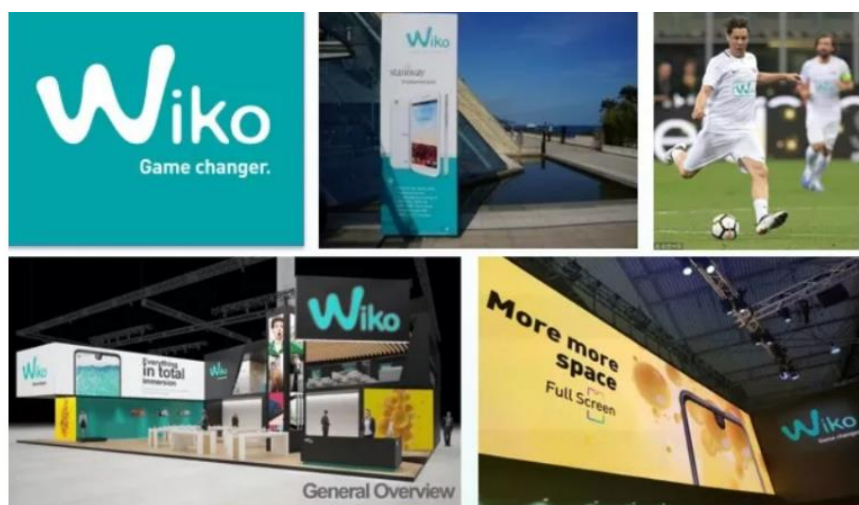
图表 39：东莞唯科股权结构（交易完成后）

股东名称	持股比例
天音通信有限公司	30%
东莞信托有限公司	28%
建信信托有限公司	24%
东莞金唯科投资合伙企业（有限合伙）	18%

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

Wiko 品牌成立于 2011 年 2 月，由天珑移动与法国合作方于法国创立。2012 年 1 月起，Wiko 迅速抓住法国市场发展机会，由法国本土团队主导品牌运营和市场营销工作，建立起线下和互联网销售渠道，凭借本土化运营优势，得以快速拓展法国市场，并在 2013-2014 年占据法国智能手机市场 8.3% 的份额。2017 年，天珑移动收购了法国合作方持有的 Wiko 业务主体的股权，成为 Wiko 品牌的唯一持有方。经过在欧洲、泰国、北美等地的多年运营，Wiko 已建成较为成熟的销售渠道，如渠道服务、零售系统和服务业务，具有较大的品牌知名度。在以印度、东南亚为代表的新兴市场中，Wiko 业务同样进行过多年拓展，已积累一定数量的门店体系，并具有利用当地本土团队主导品牌运营和市场营销的成功经验。

图表 40：Wiko 品牌运营



资料来源：Awinic，东方财富证券研究所

通过收购 Wiko，将实现公司对智能手机产业链上游布局的延展。有利于进一步拓展市场，稳步推进海外业务并加速海外平台和销售体系的建设。2022 年上半年，Wiko 在海外市场发布 Wiko T10 以及 Wiko T50 两款新品智能手机。

图表 41: Wiko T50



资料来源: Wiko官网, 东方财富证券研究所

图表 42: Wiko T10



资料来源: Wiko官网, 东方财富证券研究所

根据工信部电信设备进网许可平台信息, Wiko 作为生产企业, 已有设备型号为 LFT-AN00 的 5G 智能手机入网, 证明 Wiko 将发力中国大陆市场。从产品图片上看, Wiko 产品在外观上与华为 Nova 系列具有相似设计语言。我们认为, 具备 5G 的 WIKO 有望“复刻”华为智选模式, 实现智能手机的 5G 功能补强。

图表 43: Wiko 入网产品 (左) 对比 Nova 系列产品 (右)



资料来源: 工信部电信设备认证中心, 京东, 东方财富证券研究所

5. 关键假设与盈利预测

通信产品销售: 2018-2021 年, 公司主业通信产品销售业务营收规模保持稳定增长, 由 2018 年的 410.5 亿元增长至 2021 年的 646.8 亿元, 年复合增长率达到 16.36%。2022 年上半年, 公司通信产品销售实现收入 323.3 亿元, 根据公司以往上下半年业务销售节奏, 我们预计 2022 年全年通信产品销售业务营收 646.6 亿元, 同比保持稳定。随着消费需求复苏以及中高端智能手机、折叠屏手机、智能家居、智能可穿戴等产品的持续增长, 预计 2023-2024 年, 公司通信产品销售业务营收保持 5% 的增速, 2022-2024 年, 营收分别为 646.6/678.9/712.8 亿元, 预计 2022-2024 年, 业务毛利率分别为 2.34%/2.49%/2.42%。

零售电商: 公司零售电商业务在 2021 年实现收入 54.2 亿元, 同比增长 43.25%, 2022 年上半年实现收入 52.1 亿元, 同比实现大幅增长。公司加速线上线下融合的一体化新零售模式的加速布局, 有望把握零售行业的发展变革。我们预计 2022-2024 年, 公司零售电商业务营收同比增速分别为 45%/20%/10%, 毛利率保持 5%。

汽车销售: 截至 2022 年 6 月 30 日, 公司旗下华为 HESR 店共 1453 家, 通过加速升级改造已有 HESR 门店以及快闪店模式, 加速汽车销售业务布局。预

计 2022-2024 年，公司汽车收入分别为 0.06/85.54/208.32 亿元，参考行业主流汽车销售公司毛利率情况，我们预计 2022-2024 年，公司汽车销售业务毛利率保持 8%。

图表 44：盈利预测

各板块营收&毛利预测	2020	2021	2022E	2023E	2024E
通信产品销售（亿元）	552.69	646.84	646.56	678.89	712.83
YoY	22%	17%	0%	5%	5%
毛利率	2%	3%	2%	2%	2%
毛利润（亿元）	11.23	17.11	15.12	16.91	17.21
零售电商（亿元）	37.84	54.21	78.60	94.33	103.76
YoY	-41%	43%	45%	20%	10%
毛利率	7%	5%	5%	5%	5%
毛利润（亿元）	2.55	2.91	3.93	4.72	5.19
汽车销售（亿元）	-	-	0.06	85.54	208.32
YoY	-	-	-	131900%	144%
毛利率	-	-	8%	8%	8%
毛利润（亿元）	-	-	0.01	6.84	16.67
其他（亿元）	7.31	8.95	9.5	10	10.5
YoY	-40%	22%	6%	5%	5%
毛利率	45%	39%	40%	40%	40%
毛利润（亿元）	3.31	3.53	3.8	4	4.2
总营收（亿元）	597.84	710.00	734.73	868.75	1035.41
YoY	13%	19%	3%	18%	19%
毛利润（亿元）	17.09	23.55	22.86	32.47	43.27
毛利率	3%	3%	3%	4%	4%

6. 投资建议

公司作为数字化零售龙头，与全球顶级品牌保持长期战略合作，以渠道为基，具备极强的平台化拓展能力。我们认为，公司全新业务增长点已现，与现有大客户拓展汽车销售以及上架自有品牌手机，有望为公司业绩带来极大弹性。预计公司 2022-2024 年营收分别为 734.75/868.75/1035.41 亿元，归母净利润分别为 2.13/2.95/6.42 亿元，对应 EPS 分别为 0.21/0.29/0.63 元/股，对应当前 PE 分别为 52/38/17 倍，维持“增持”评级。

图表 45：可比公司估值比较表（按照 2022 年 12 月 12 日收盘价）

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				评级
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
688036	传音控股	642	4.88	3.74	5.41	6.54	32.18	21.34	14.78	12.22	未评级
600297	广汇汽车	178	0.20				13.46				未评级
002416	爱施德	124	0.74	0.88	1.10	1.40	15.29	11.40	9.13	7.17	未评级
600327	大东方	44	0.72	0.25	0.29	0.32	8.22	19.92	17.28	15.59	未评级
000829	天音控股	112	0.20	0.21	0.29	0.63	29.09	52.49	37.94	17.43	增持

资料来源：Choice，东方财富证券研究所，未评级公司来自 Choice 一致预期

7. 风险提示

- ◆ 汽车门店拓展进度低于预期
- ◆ 新能源汽车、消费电子需求低于预期

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	13838.92	14762.26	17026.85	19041.02
货币资金	5703.03	6491.06	6991.07	8170.50
应收及预付	3580.36	3691.57	4479.85	5192.26
存货	3994.00	3915.72	4679.34	4690.89
其他流动资产	561.52	663.92	876.60	987.37
非流动资产	4508.48	4411.97	4348.32	4282.16
长期股权投资	208.05	203.05	198.05	193.05
固定资产	91.03	129.27	200.26	266.77
在建工程	834.80	793.06	753.41	715.74
无形资产	1256.08	1201.08	1146.08	1091.08
其他长期资产	2118.51	2085.51	2050.51	2015.51
资产总计	18347.39	19174.24	21375.17	23323.18
流动负债	14011.51	14529.21	16364.73	17643.98
短期借款	6759.50	6759.50	6759.50	6759.50
应付及预收	4786.57	5100.58	6514.37	7265.39
其他流动负债	2465.45	2669.14	3090.87	3619.10
非流动负债	1685.81	1835.81	1895.81	1905.81
长期借款	666.04	766.04	816.04	826.04
应付债券	967.73	1017.73	1027.73	1027.73
其他非流动负债	52.04	52.04	52.04	52.04
负债合计	15697.33	16365.02	18260.54	19549.79
实收资本	1025.10	1025.10	1025.10	1025.10
资本公积	344.95	344.95	344.95	344.95
留存收益	1279.53	1430.25	1725.28	2367.57
归属母公司股东权益	2618.48	2769.20	3064.23	3706.52
少数股东权益	31.59	40.01	50.40	66.86
负债和股东权益	18347.39	19174.24	21375.17	23323.18

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	70999.51	73472.94	86874.95	103541.05
营业成本	68644.90	71187.43	83627.57	99214.21
税金及附加	52.83	44.08	52.12	62.12
销售费用	1156.66	1480.48	2189.25	2692.07
管理费用	331.88	374.71	521.25	621.25
研发费用	86.72	58.78	60.81	62.12
财务费用	357.73	51.26	54.41	55.46
资产减值损失	-77.32	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-7.06	1.10	1.74	2.07
资产处置收益	-0.06	0.00	0.00	0.00
其他收益	25.51	29.39	34.75	41.42
营业利润	306.31	306.68	406.02	877.30
营业外收入	2.19	2.00	2.20	2.24
营业外支出	2.28	0.80	1.00	1.20
利润总额	306.22	307.88	407.22	878.34
所得税	109.01	86.21	101.80	219.59
净利润	197.20	221.68	305.41	658.76
少数股东损益	-9.62	8.42	10.38	16.47
归属母公司净利润	206.82	213.25	295.03	642.29
EBITDA	864.45	465.35	572.35	1046.86

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-3379.25	761.51	541.49	1271.78
净利润	197.20	221.68	305.41	658.76
折旧摊销	147.28	108.50	113.66	116.16
营运资金变动	-4097.28	382.37	70.94	444.51
其它	373.54	48.96	51.48	52.35
投资活动现金流	-971.50	-9.70	-47.06	-46.89
资本支出	-934.74	-13.80	-53.80	-53.96
投资变动	-1.60	3.00	5.00	5.00
其他	-35.16	1.10	1.74	2.07
筹资活动现金流	4996.50	36.21	5.59	-45.46
银行借款	13083.45	100.00	50.00	10.00
债券融资	0.00	50.00	10.00	0.00
股权融资	3.24	0.00	0.00	0.00
其他	-8090.18	-113.79	-54.41	-55.46
现金净增加额	641.94	788.02	500.01	1179.43
期初现金余额	2679.07	3321.01	4109.04	4609.05
期末现金余额	3321.01	4109.04	4609.05	5788.48

主要财务比率

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长	18.76%	3.48%	18.24%	19.18%
营业利润增长	62.42%	0.12%	32.39%	116.07%
归属母公司净利润增长	11.14%	3.11%	38.35%	117.70%
获利能力 (%)				
毛利率	3.32%	3.11%	3.74%	4.18%
净利率	0.28%	0.30%	0.35%	0.64%
ROE	7.90%	7.70%	9.63%	17.33%
ROIC	4.14%	2.24%	2.91%	5.59%
偿债能力				
资产负债率 (%)	85.56%	85.35%	85.43%	83.82%
净负债比率	105.33%	76.65%	55.01%	14.41%
流动比率	0.99	1.02	1.04	1.08
速动比率	0.50	0.53	0.53	0.57
营运能力				
总资产周转率	3.87	3.83	4.06	4.44
应收账款周转率	81.58	87.05	76.56	84.61
存货周转率	17.78	18.76	18.57	22.07
每股指标 (元)				
每股收益	0.20	0.21	0.29	0.63
每股经营现金流	-3.30	0.74	0.53	1.24
每股净资产	2.55	2.70	2.99	3.62
估值比率				
P/E	92.20	51.96	37.56	17.25
P/B	7.22	4.00	3.62	2.99
EV/EBITDA	25.10	28.44	22.35	11.10

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

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，保证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理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深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；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测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邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。