

爱施德 (002416)

证券研究报告

2023年04月26日

多领域多渠道持续发力，23Q1 营收创历史同期新高

事件：公司发布 2022 年年报，2022 年公司实现营业收入 914.29 亿元，同比略降 3.93%；实现归属于上市公司股东的净利润 7.30 亿元，同比下降 20.80%。公司发布 2023 年一季度报告，Q1 实现营业收入 249.99 亿元，同比增长 3.96%；归属于上市公司股东的净利润 1.75 亿元，同比下降 12.87%。

持续增强多品牌渠道合作深度和服务能力，23Q1 营收创历史同期新高

分板块来看，2022 年数字化分销业务实现收入 607.96 亿元，同比下降 8.55%，毛利率为 2.70%，公司作为苹果、荣耀、三星的全国一级经销商，为客户提供高效化指导赋能、针对性管控以及差异化高价值服务，助力品牌客户市场份额不断攀升；2022 年数字化零售业务实现收入 303.74 亿元，同比增长 6.46%，毛利率为 3.90%，主要受益于公司持续开拓 Coodoo 零售渠道建设，同时深化与荣耀品牌的全渠道合作服务能力等。从 2023Q1 来看，Q1 实现营收 249.99 亿元，同比增长 3.96%，环比增长 6.36%；Q1 实现归母净利润 1.75 亿元，同比下滑 12.87%；销售毛利率为 2.92%，同比降低 0.19pct；销售净利率为 0.82%，同比下滑 0.10pct。总体来看公司作为国内领先的数字化分销和数字化零售服务商，多措并举增收增效；通过不断开拓新品类和新品牌合作，完善新零售基础设施平台建设，实现了新零售侧增量业务的快速发展；通过战略合作和业务共拓，在 3C 数码、快消品、新能源等领域实现了新的战略布局，创造了新的业绩增长点，增强公司综合竞争优势。

强大的销售服务网络构筑竞争壁垒，持续提升新零售能力

目前公司在全国设有 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 万余家手机门店，管控 5 大配送中心和 30 余个区域分仓。同时，公司积极布局了海外销售和仓储服务网络，已在德国、韩国、加拿大、英国等 10 个国家设立分支机构，在中国香港、新加坡、迪拜、美国等 10 多个国家和地区建设了可管控的仓储网点，海外销售服务网络能力进一步提升。此外，公司在 3C 数码及快消领域打造了自有品牌和共创品牌，将手机分销核心领先能力不断复制扩展至其他领域；公司旗下的智能健康品牌“UOIN/柚印”、智能护理品牌“ROZU/荣尊”、新式茶饮品牌“茶小开”、传统茶产品品牌“中茶印象”等品牌的产品力获得了消费者的广泛认可，持续助力公司增强品牌价值。

盈利预测与投资建议

我们认为，随着公司不断拓展覆盖品类、客户等，搭建线上、线下全覆盖数字化网络，公司手机及新零售业务有望迎来快速增长。根据最新年报，我们下调公司 23-24 年盈利预测、新增 25 年盈利预测，23-25 年营收为 1092.78/1251.55/1460.87（23/24 前值为 1321.5/1511.9）亿元，归母净利润为 11.09/13.92/16.25（23/24 前值为 15.7/20.2）亿元，考虑到公司作为国内领先数码分销及零售商的定位，其竞争优势较为突出，维持“买入”评级。

风险提示：销售不及预期、客户拓展不及预期、新品销售不及预期、政策风险

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	95,165.65	91,429.01	109,277.72	125,155.23	146,087.38
增长率(%)	48.26	(3.93)	19.52	14.53	16.72
EBITDA(百万元)	2,006.97	1,412.17	2,026.21	2,404.80	2,761.78
归属母公司净利润(百万元)	922.09	730.27	1,109.35	1,391.60	1,624.93
增长率(%)	31.64	(20.80)	51.91	25.44	16.77
EPS(元/股)	0.74	0.59	0.90	1.12	1.31
市盈率(P/E)	11.48	14.49	9.54	7.61	6.51
市净率(P/B)	1.83	1.79	1.66	1.48	1.33
市销率(P/S)	0.11	0.12	0.10	0.08	0.07
EV/EBITDA	7.34	9.01	4.56	5.37	3.98

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	商贸零售/专业连锁 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.54 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,239.28
流通 A 股股本(百万股)	1,223.78
A 股总市值(百万元)	10,583.47
流通 A 股市值(百万元)	10,451.05
每股净资产(元)	4.93
资产负债率(%)	51.68
一年内最高/最低(元)	10.96/6.75

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

蒋梦晗 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519110001
jiangmenghan@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《爱施德-年报点评报告:持续增强多品牌渠道合作深度，业绩再创新高》2022-03-30
- 《爱施德-季报点评:行业领先的全渠道多品类销售服务商，单季度业绩创新高》2021-10-30
- 《爱施德-首次覆盖报告:行业领先的全渠道销售服务商，品类扩张打开新增增长极》2021-09-30

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,098.55	2,860.21	8,742.22	10,012.42	11,686.99
应收票据及应收账款	1,927.78	1,557.27	2,803.13	1,838.02	3,766.99
预付账款	1,790.45	2,600.34	1,549.54	3,340.54	2,738.16
存货	4,852.85	4,528.78	4,509.96	6,299.71	6,905.32
其他	524.43	701.04	696.61	624.71	870.82
流动资产合计	13,194.06	12,247.63	18,301.46	22,115.39	25,968.28
长期股权投资	134.52	77.34	77.34	77.34	77.34
固定资产	14.32	38.06	30.71	23.35	16.00
在建工程	1.50	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	10.43	11.17	6.88	4.43	5.93
其他	1,983.72	2,067.22	1,876.29	1,888.35	1,891.68
非流动资产合计	2,144.50	2,193.80	1,991.21	1,993.47	1,990.95
资产总计	15,338.56	14,441.43	20,292.67	24,108.87	27,959.22
短期借款	6,262.58	5,281.33	8,296.35	12,336.91	13,265.48
应付票据及应付账款	997.11	635.25	2,931.32	314.62	3,400.82
其他	811.43	1,087.64	1,719.96	2,439.81	2,688.78
流动负债合计	8,071.12	7,004.21	12,947.64	15,091.35	19,355.08
长期借款	237.50	0.00	500.89	1,304.38	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	47.21	33.51	28.11	36.28	32.63
非流动负债合计	284.71	33.51	529.00	1,340.66	32.63
负债合计	9,280.09	8,145.26	13,476.64	16,432.00	19,387.71
少数股东权益	277.76	371.25	439.81	525.81	626.22
股本	1,239.28	1,239.28	1,239.28	1,239.28	1,239.28
资本公积	1,624.29	1,626.70	1,626.70	1,626.70	1,626.70
留存收益	2,897.87	3,070.02	3,624.70	4,320.50	5,132.96
其他	19.27	(11.09)	(114.46)	(35.43)	(53.66)
股东权益合计	6,058.48	6,296.17	6,816.03	7,676.86	8,571.51
负债和股东权益总计	15,338.56	14,441.43	20,292.67	24,108.87	27,959.22

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,033.97	805.03	1,109.35	1,391.60	1,624.93
折旧摊销	23.12	29.95	12.65	12.80	8.36
财务费用	191.06	196.61	105.47	165.17	206.88
投资损失	(301.32)	(20.96)	(50.00)	(60.00)	(50.00)
营运资金变动	(4,771.11)	(993.47)	1,902.56	(4,475.80)	1,127.63
其它	509.02	521.11	169.09	182.00	210.83
经营活动现金流	(3,315.26)	538.27	3,249.12	(2,784.23)	3,128.63
资本支出	96.01	39.96	6.40	(5.17)	6.14
长期投资	133.36	(57.18)	0.00	0.00	0.00
其他	100.74	(50.12)	122.03	42.17	21.36
投资活动现金流	330.10	(67.34)	128.43	37.00	27.50
债权融资	3,625.17	(1,145.62)	3,231.07	4,720.19	(550.45)
股权融资	(184.56)	(27.95)	(726.61)	(702.76)	(931.12)
其他	(842.76)	(163.76)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	2,597.85	(1,337.33)	2,504.46	4,017.43	(1,481.56)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(387.30)	(866.40)	5,882.01	1,270.20	1,674.57

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	95,165.65	91,429.01	109,277.72	125,155.23	146,087.38
营业成本	92,084.00	88,352.43	105,441.72	120,600.32	140,709.08
营业税金及附加	84.82	76.88	98.35	112.64	131.48
销售费用	1,297.20	1,445.32	1,551.74	1,777.20	2,118.27
管理费用	320.66	269.63	382.47	438.04	525.91
研发费用	14.33	20.00	21.86	25.03	29.22
财务费用	185.60	161.64	105.47	165.17	206.88
资产/信用减值损失	(307.20)	(227.06)	(250.00)	(220.00)	(220.00)
公允价值变动收益	17.58	(23.03)	31.98	10.00	10.00
投资净收益	301.32	20.96	50.00	60.00	50.00
其他	(55.19)	367.73	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,222.53	964.50	1,508.08	1,886.83	2,206.54
营业外收入	45.15	12.80	20.00	30.00	30.00
营业外支出	7.29	2.21	8.00	10.00	10.00
利润总额	1,260.40	975.09	1,520.08	1,906.83	2,226.54
所得税	226.43	170.06	273.61	343.23	400.78
净利润	1,033.97	805.03	1,246.47	1,563.60	1,825.76
少数股东损益	111.88	74.76	137.11	172.00	200.83
归属于母公司净利润	922.09	730.27	1,109.35	1,391.60	1,624.93
每股收益(元)	0.74	0.59	0.90	1.12	1.31

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	48.26%	-3.93%	19.52%	14.53%	16.72%
营业利润	27.06%	-21.11%	56.36%	25.11%	16.94%
归属于母公司净利润	31.64%	-20.80%	51.91%	25.44%	16.77%
获利能力					
毛利率	3.24%	3.36%	3.51%	3.64%	3.68%
净利率	0.97%	0.80%	1.02%	1.11%	1.11%
ROE	15.95%	12.33%	17.40%	19.46%	20.45%
ROIC	54.54%	14.49%	19.19%	33.44%	20.86%
偿债能力					
资产负债率	60.50%	56.40%	66.41%	68.16%	69.34%
净负债率	40.77%	43.27%	2.63%	49.42%	20.72%
流动比率	1.47	1.51	1.41	1.47	1.34
速动比率	0.93	0.95	1.07	1.05	0.98
营运能力					
应收账款周转率	60.19	52.47	50.12	53.93	52.13
存货周转率	26.85	19.49	24.18	23.16	22.13
总资产周转率	7.14	6.14	6.29	5.64	5.61
每股指标(元)					
每股收益	0.74	0.59	0.90	1.12	1.31
每股经营现金流	-2.68	0.43	2.62	-2.25	2.52
每股净资产	4.66	4.78	5.15	5.77	6.41
估值比率					
市盈率	11.48	14.49	9.54	7.61	6.51
市净率	1.83	1.79	1.66	1.48	1.33
EV/EBITDA	7.34	9.01	4.56	5.37	3.98
EV/EBIT	7.39	9.07	4.59	5.40	3.99

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com