

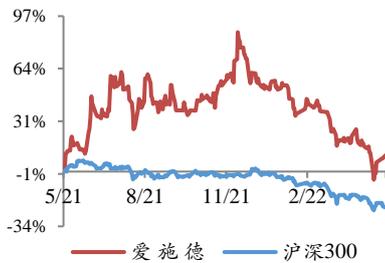
构建“消费+品牌+零售”多维服务网络

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-05-10

收盘价(元)	7.51
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)	1,223
流通股比例(%)	98.66
总市值(亿元)	93
流通市值(亿元)	92

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 国内领先的数字化分销和零售服务商

爱施德成立于1998年，经过逾二十载的发展，在品牌合作、产品覆盖及区域拓展等方面均处于行业领先地位。公司业务主要由数字化分销和数字化零售组成。其中，分销业务涵盖手机分销+3C数码分销+快消品分销+供应链服务，2021年营收规模达665亿（占比约70%），是公司业绩的主要贡献力量；零售业务则聚焦在苹果零售+电子雾化器+电商本地化+通信增值服务，2021年营收同比大幅增长146%至285亿元，有望成为公司新的业绩增长点。

● 顺势而为，品牌扩容得力，布局赛道拓宽

公司起家于手机分销，在通讯网络的代际发展及手机产品推新升级的带动下，该业务营收实现稳步增长；参与对荣耀的联合收购，激活新流量，创造新增长。随着泛智能终端和物联网应用的发展，公司抓住人工智能与万物互联时代机遇，将智能终端分销业务从手机全面升级为3C数码全品类。强化在小家电、智能音箱、智能穿戴、智能家居、无人机、笔记本、平板等3C数码领域的网络深度和广度，与JBL、SKG、BONICO、天猫精灵等品牌商共同开拓数码科技的新生代市场。此外，公司将品类拓展至快消领域的同时，向产业链上游延伸实现自有品牌的突破。根据自身具备的竞争优势，巩固主业的同时，顺势而为拓宽赛道以实现持续发展。

● 线上线下齐发力，协同助力新零售战略升级

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10万家手机门店及48000个综合网点，管控5大配送中心和30余个区域分仓。在零售端，公司拓展并运营1000多家苹果授权店和5000多家快消品牌专卖店，庞大的线下销售网络推动公司线下有效触及更广消费群体。**线上：**以数字化赋能零售业务，实现线上线下有机融合。基于线下门店场景与线上电商、直播、视频、社交等平台的融合，公司为苹果、荣耀、三星等用户提供线上线下一体，售前售后闭环的优质服务和新零售体验，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、1.48元/股，对应当前股价PE分别为7.8、6.1、5.1倍。首次覆盖，给予“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	1538	1830
净利润同比 (%)	31.6%	30.2%	28.1%	19.0%
毛利率 (%)	3.24%	3.16%	3.16%	3.19%
ROE (%)	16.0%	17.2%	18.0%	17.7%
每股收益 (元)	0.74	0.97	1.24	1.48
P/E	15.29	7.75	6.05	5.09
P/B	2.44	1.33	1.09	0.90
EV/EBITDA	12.10	6.18	4.54	3.21

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 国内领先的数字化分销和零售服务商.....	5
1.1 品牌与品类双拓展，分销与零售齐发力.....	5
1.2 股权集中、决策高效，组织清晰、效率提升.....	6
2 销售：以智能手机为核心的 3C 数码及快消品.....	9
2.1 智能手机：销售持续发力，联合收购荣耀实现突破.....	9
2.2 3C 数码：乘风而上，由点及面迈开全品类步伐.....	14
2.3 快消品：向产业链上游延伸，自有品牌逐步成型.....	15
3 服务：拓展增值业务，强化客户粘性.....	16
3.1 供应链综合服务：借助自身优势，增强客户粘性.....	16
3.2 电商+本地化服务：线上线下联动.....	17
3.3 通信+增值服务：锦上添花，协同业务发展.....	17
4 盈利预测.....	18
4.1 盈利预测.....	18
4.2 投资建议.....	18
风险提示：.....	19
财务报表与盈利预测.....	20

图表目录

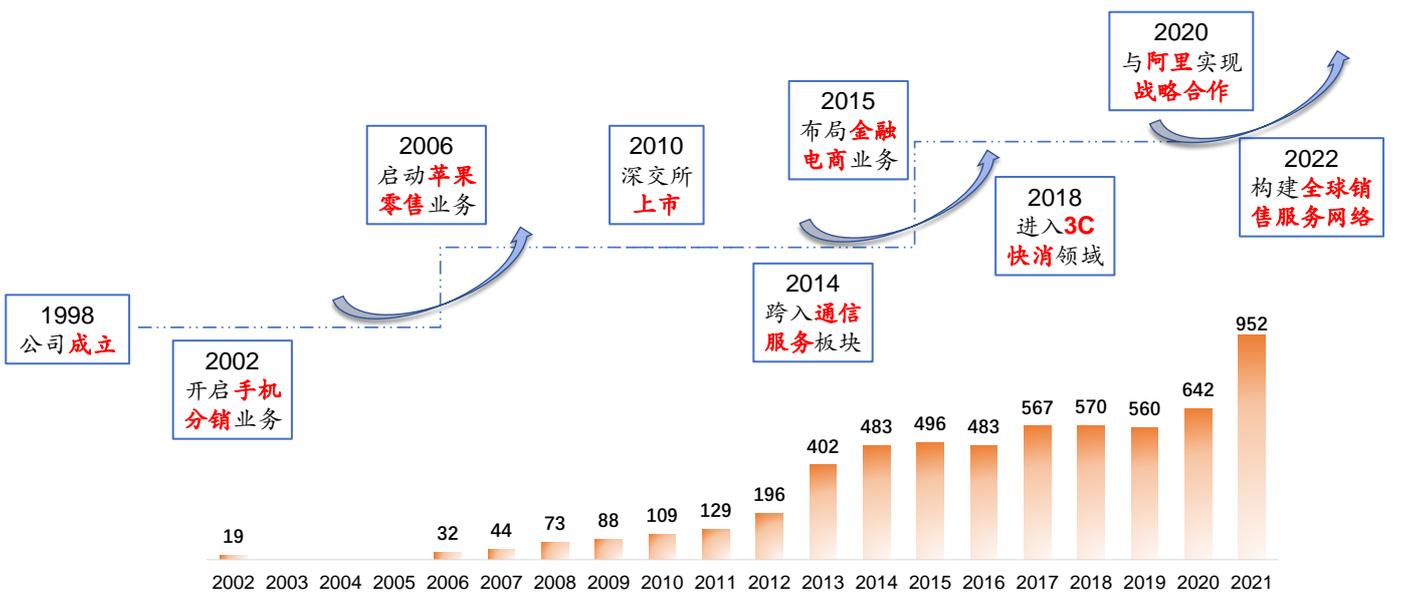
图表 1 公司发展历程及营收规模	5
图表 2 公司营业收入构成 (分行业)	6
图表 3 公司数字化分销及零售业务模式简图	6
图表 4 公司营业收入及其同比	6
图表 5 公司归母净利润及其同比	6
图表 6 公司股权结构图	7
图表 7 主要控股及参股公司简介	7
图表 8 公司非独立董事简介	7
图表 9 公司三费构成	8
图表 10 公司费用率稳中有降	8
图表 11 公司应收账款周转率及存货周转率	8
图表 12 公司货币资金规模	8
图表 13 手机产业链及价值链分析图	9
图表 14 公司手机销售业务营收及其占比	9
图表 15 公司手机销售毛利率水平	9
图表 16 全球手机发展历程	10
图表 17 爱施德业务流程	10
图表 18 国内智能手机出货量及其同比	11
图表 19 2022Q1 中国智能手机各品牌出货量及其市场份额	11
图表 20 荣耀手机新品	12
图表 21 COODOO 线下店铺展示	12
图表 22 新零售 2.0 系统首发	12
图表 23 荣耀线下店铺展示	13
图表 24 深化与新荣耀全渠道合作	13
图表 25 子公司实丰科技专注做三星品牌, 市场份额占三星国内 50% 以上	13
图表 26 增值分销环节中的权利与义务	14
图表 27 公司采购价与销售价走势	14
图表 28 电脑数码新品典型消费人群	15
图表 29 智能家居产业链	15
图表 30 自有品牌一览	16
图表 31 公司供应链综合服务流程	16
图表 32 公司新零售 2.0 系统首发, 供销体系全面数字化升级	17
图表 33 公司电商+本地化服务流程	17
图表 34 公司通信+增值服务流程	18

1 国内领先的数字化分销和零售服务商

1.1 品牌与品类双拓展，分销与零售齐发力

业务覆盖品类与品牌实现双增长，带动收入规模阶梯式提升。深圳市爱施德股份有限公司(后简称“爱施德”或“公司”)成立于1998年，**2002年开启手机分销业务**。出于对IT电脑城无法满足消费者体验式购物情况的考虑，**2006年底**苹果在中国引入授权经销商模式，由授权经销商开设专卖店形式进行产品销售；**同年，公司启动苹果零售业务**。2010年，公司成功登陆深交所，股票代码002416.SZ。借力资本赋能，公司分别于**2014、2015年**将业务拓展至**通信服务板块和金融电商业务领域**，营收规模进而跨上新台阶。2018年，公司积极拓展智能终端分销业务的合作品牌和品类，在智能手机基础上，**整合3C数码领域的优质厂商资源服务新零售**，构建了一张平行于手机分销的**3C数码新分销渠道网络**。**2020年，公司与阿里巴巴达成战略合作**，参与对荣耀的联合收购，激活新流量，创造新增长；并入驻天猫设立**3C数码综合店**——由你购旗舰店，搭建本地化新零售平台，为线下零售门店数据化赋能，打通线上、线下市场和流量。**2022年，公司重新出发，意在构建全球销售服务网络**，持续拓展可持续发展的增量空间。

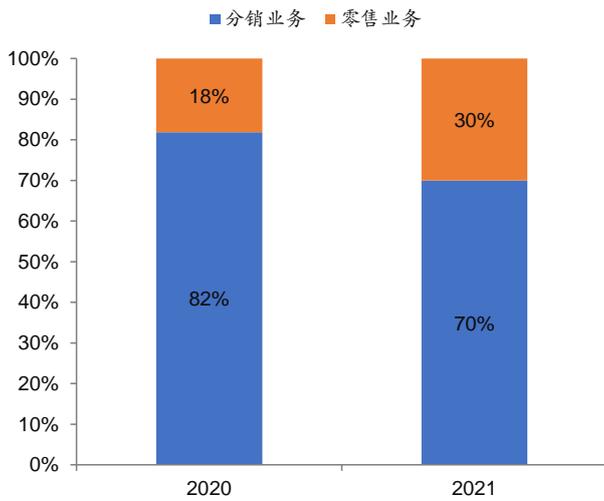
图表 1 公司发展历程及营收规模



资料来源：公司公告，公司官网，wind，华安证券研究所

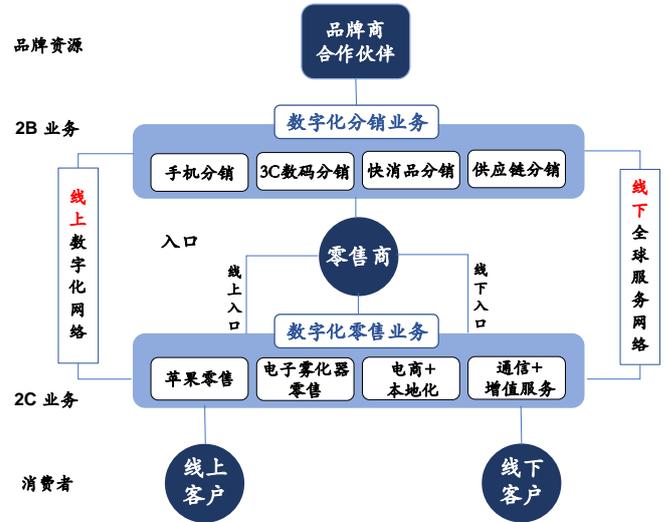
公司主营业务为数字化分销业务和数字化零售业务。公司通过整合品牌资源，在2B端实现数字化分销业务，主要涵盖智能手机、3C数码、快消品、供应链综合服务4个方面。同时，在2C端实现数字化零售业务，涵盖苹果零售、电子雾化器零售、电商+本地化服务、通信+增值服务4个板块。目前，**分销业务为营业收入的主要贡献力量，2020、2021年分别实现525亿元、665亿元的营业收入，分别占总营收的82%、70%**。相对应的是营收占比明显提升的零售业务，其2021年占总营收比重达30%，较2020年提升12pct，同比达146%，有望成为公司业绩新的增长点。

图表 2 公司营业收入构成 (分行业)



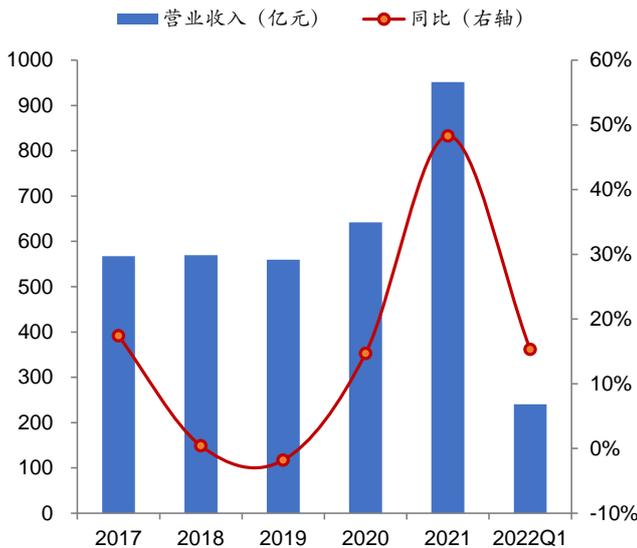
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 公司数字化分销及零售业务模式简图



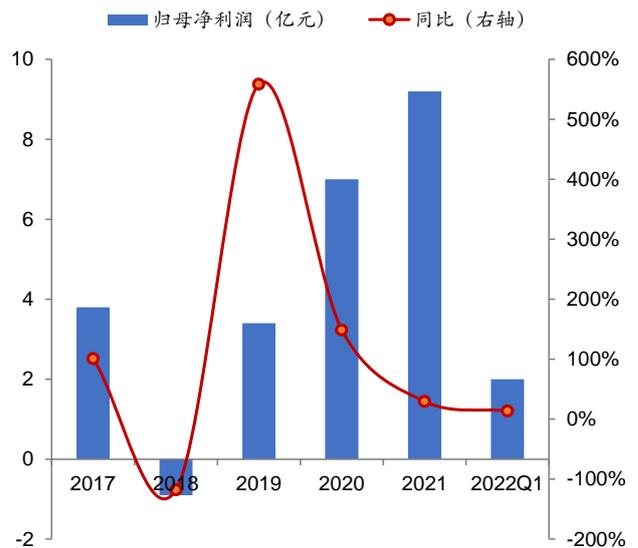
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 公司营业收入及其同比



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 公司归母净利润及其同比

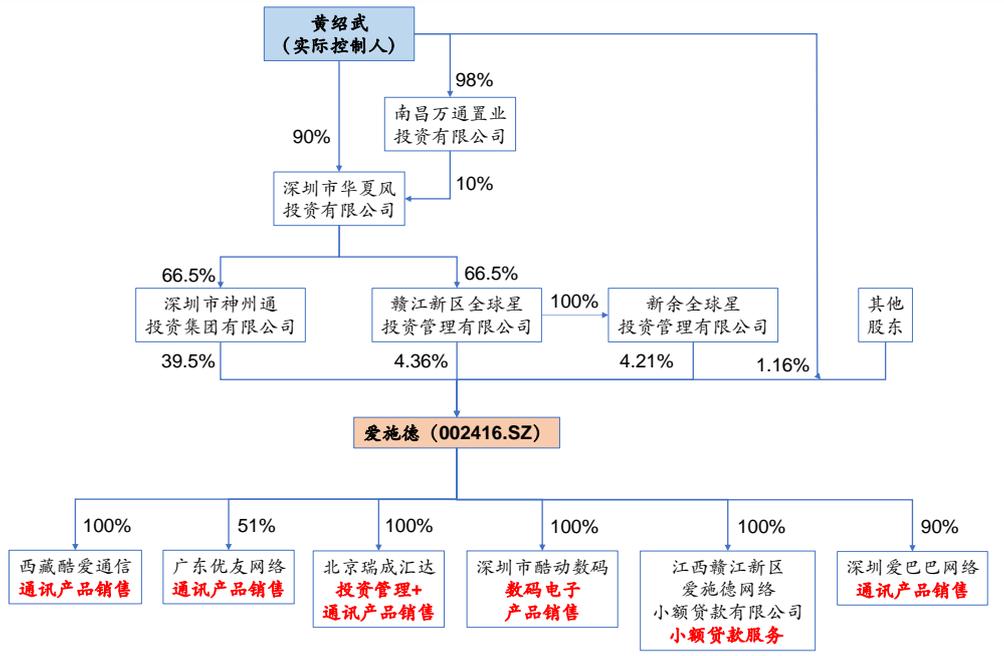


资料来源: wind, 华安证券研究所

1.2 股权集中、决策高效, 组织清晰、效率提升

股权集中、决策高效, 组织架构对应业务铺开。如图表 2 所示: 截至 2021 年末, 公司实际控制人为黄绍武先生, 其直接持有爱施德 1.16% 股份, 通过深圳市华夏风投资、深圳市神州通投资、赣江新区全球星投资、新余全球星投资等间接持有公司 31.97% 股份, 合计持有 33.07%。根据 2021 年报披露, 爱施德主要子公司及对公司净利润影响达 10% 以上的参股公司共计 6 家, 业务分别覆盖通讯产品销售、投资管理、数码电子产品销售、小额贷款服务等。

图表 6 公司股权结构图



资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

图表 7 主要控股及参股公司简介

序号	被参控公司	参控关系	直接持股比例 (%)	营业收入 (亿元)	总资产 (亿元)
1	江西赣江新区爱施德网络小额贷款有限公司	全资子公司	100.00	1.29	11.85
2	北京瑞成汇达科技有限公司	全资子公司	100.00	90.59	8.13
3	西藏酷爱通信有限公司	全资子公司	100.00	371.99	22.13
4	深圳市酷动数码有限公司	全资子公司	100.00	73.64	12.93
5	深圳爱巴巴网络科技有限公司	控股子公司	90.00	29.11	1.70
6	广东优友网络科技有限公司	控股子公司	51.00	249.47	44.34

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 8 公司非独立董事简介

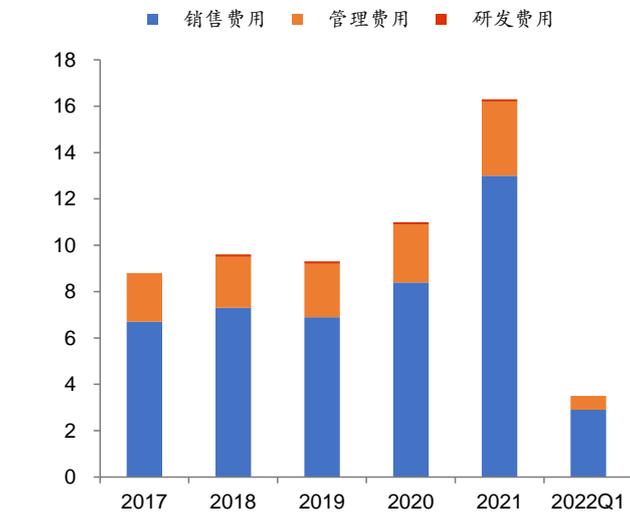
姓名	职位	经历简介
黄文辉	董事长	工商管理硕士。曾任江西东方明珠通信发展有限公司总经理；现任本公司董事长、控股股东深圳市神州通投资集团有限公司董事、深圳市览众实业有限公司董事长。
周友盟	副董事长、总裁	工学学士、工商管理硕士、管理学博士，全国五一劳动奖章获得者，国务院政府津贴获得者。曾任中国联通集团市场营销部总经理；现任公司副董事长、总裁。
黄绍武	董事	公司实际控制人及主要创始人之一，曾任江西东方明珠通信发展有限公司董事长，现任本公司控股股东深圳市神州通投资集团有限公司董事长、本公司主要股东赣江新区全球星投资管理有限公司董事长兼总裁、本公司董事。
喻子达	董事	华中科技大学制冷专业学士、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。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

以人为本，合伙人机制激发员工活力，与企业共同成长。公司在行业内率先实施了企业合伙人机制，实现了运营团队与公司利益共享、风险分担，责权利得到匹配，提高团队战斗力、运营能力和风险控制能力。在管理创新方面，公司创造性地实施业务跟投机制和价值创造考核体系，将事业合伙人、责任共担和收益共享的理念贯彻到核心团队。

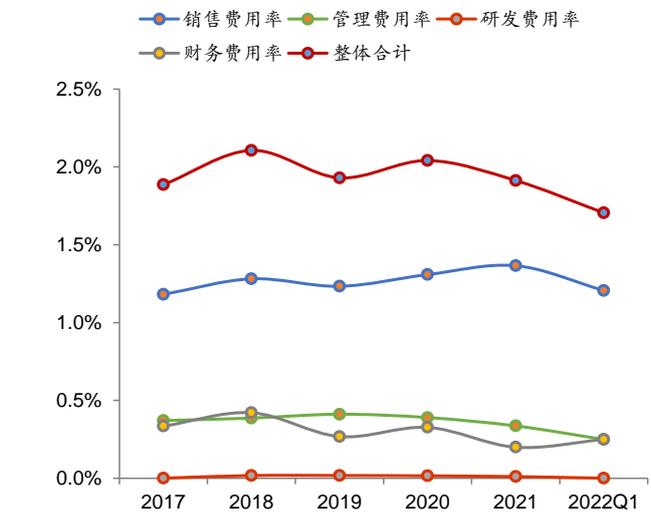
2021年，公司因销售规模扩大，同时为了开拓海外市场和建设新零售运营能力，市场活动及人员投入有所增加，带动销售费用同比+54.33%、管理费用+29.43%。但是从费用率的角度来看，2021年整体费用率（销售、管理、研发、财务费用）相较2020年下降0.13pct至1.91%，是2018~2021年间最低的一年，2022Q1进一步降至1.70%，可见公司在费用管控方面逐步增强。2017~2021年，公司应收账款周转率由51.95次提升至62.42次；存货周转率由16.63次提升至25.98次，均处于行业前列。在手货币资金规模稳步提升，由2017年的21亿元增至2022Q1末的45.7亿元。

图表9 公司三费构成



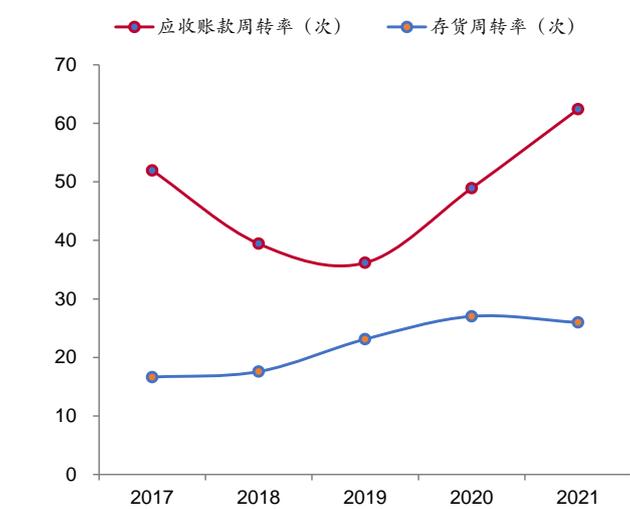
资料来源：wind，华安证券研究所

图表10 公司费用率稳中有降



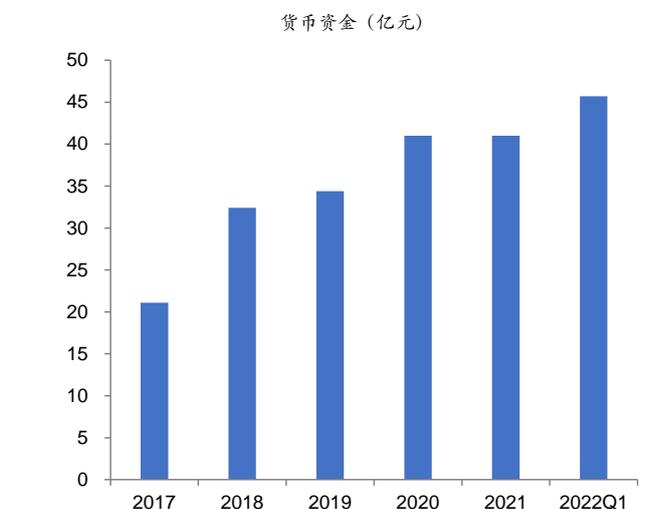
资料来源：wind，华安证券研究所

图表11 公司应收账款周转率及存货周转率



资料来源：wind，华安证券研究所

图表12 公司货币资金规模



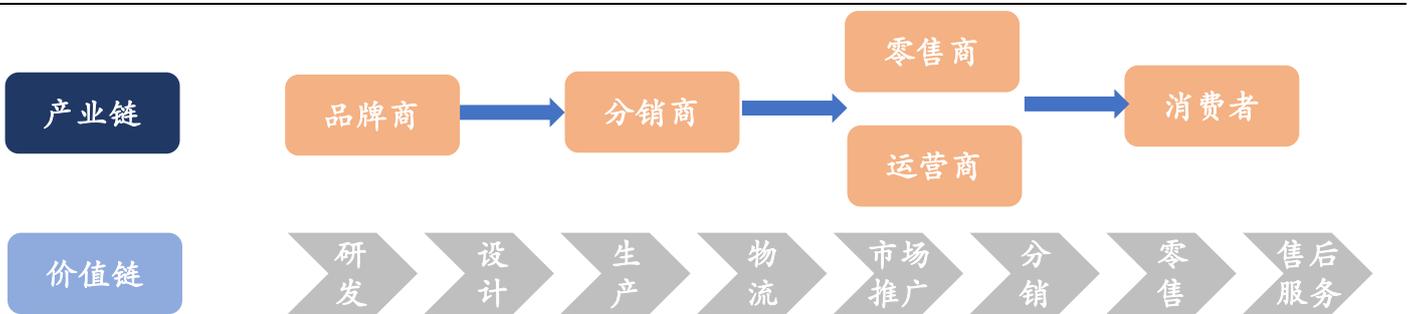
资料来源：wind，华安证券研究所

2 销售：以智能手机为核心的 3C 数码及快消品

2.1 智能手机：销售持续发力，联合收购荣耀实现突破

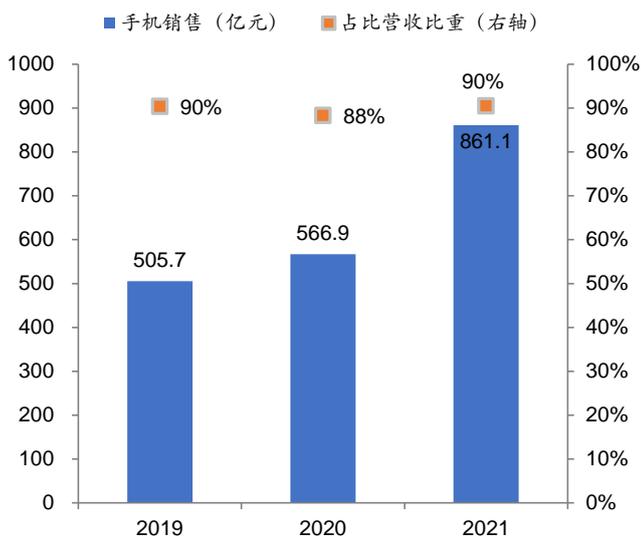
公司在手机销售行业深耕二十余年，不论是从运营效率来看，还是从品牌合作的深度而言，都保持行业领先地位，手机销售也成为公司营业收入的主要贡献力量。因公司公告口径变更，我们将数据区间设置在 2019~2021 年间，期间公司手机销售收入分别为 505.7 亿元、566.9 亿元、861.1 亿元，复合增速 30%，占总营收比重稳定在 90% 上下，是公司业务贡献的重要品类。但从手机销售产业链及价值链关系来看，品牌商凭借研发设计等高技术壁垒占据产业链上盈利能力最强的位置。相对于品牌商而言，分销商则处于毛、净利率偏低的境地。从爱施德手机销售业务看，2019~2020 年该业务毛利率处于 2.50% 上下。

图表 13 手机产业链及价值链分析图



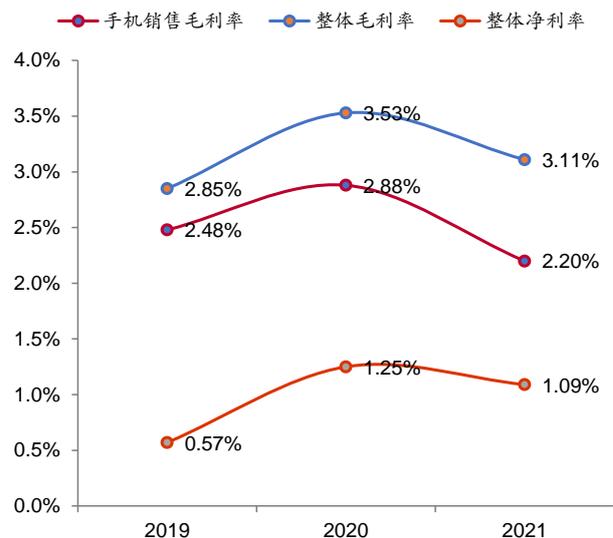
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 14 公司手机销售业务营收及其占比



资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

图表 15 公司手机销售毛利率水平



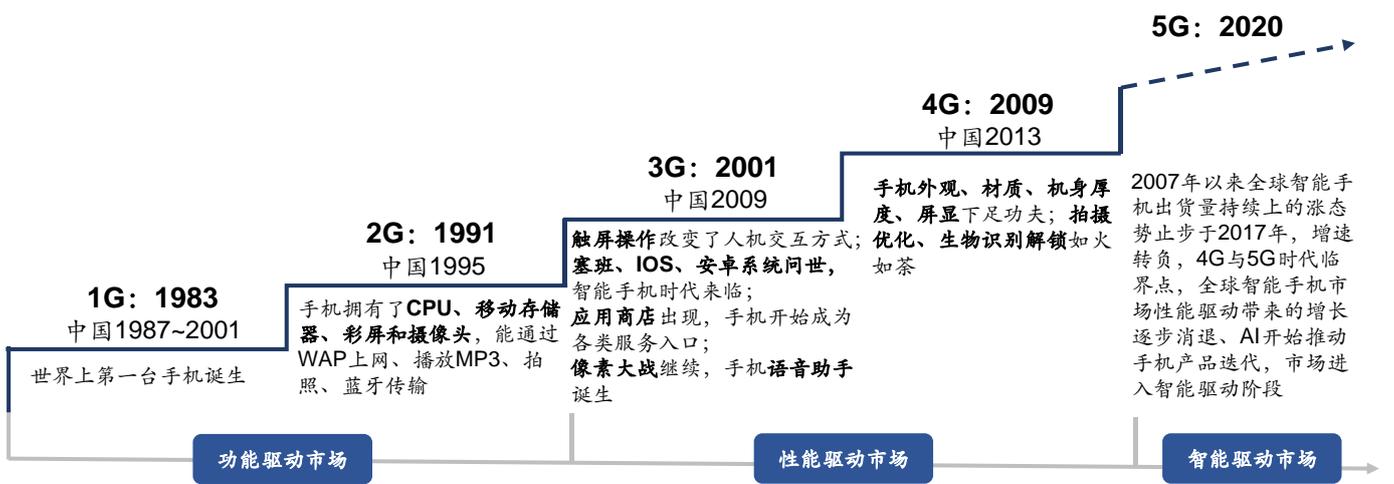
资料来源：wind，华安证券研究所

接上一段的讨论，目前公司手机销售业务应关注两点：(1) 收入是否还具备增长动力？(2) 以毛、净利率为代表的盈利指标是否具备提升的空间？对于公司手机销售业

务规模增长的持续性，要从手机行业的边际变化及公司自身竞争力两个维度去讨论。我们先来看行业部分：

手机行业的发展受制于两个因素的约束：一个是通讯网络的代际发展；另一个是手机产品的变化发展。根据艾瑞咨询的研究报告，手机行业发展至今可分为产品供给的“三大阶段”以及通讯网络的“5小阶段”。对应到我国，2019年中国5G手机出货量近1400万台，在5G商用短短2个月、发牌6个月的时间里，已形成全球最大的5G手机市场，这一阶段行业红利充分打开。接力通讯网络发展而来的便是智能手机供给端的升级，据市场研究机构Canalys数据显示，2021年中国智能手机出货量为3.33亿台，较上年增长1%。

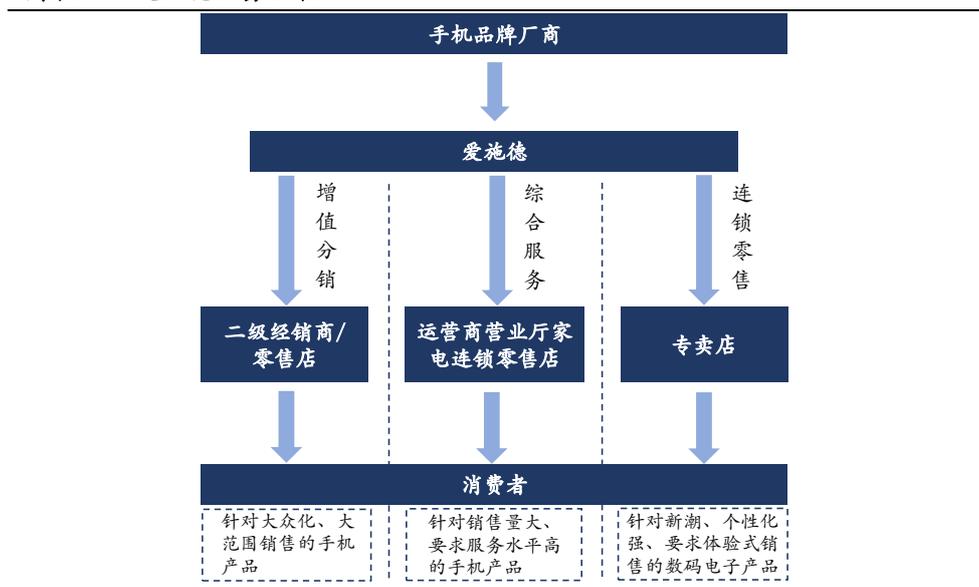
图表 16 全球手机发展历程



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

爱施德的增长离不开行业的发展，更离不开自身在这一领域深耕多年形成的竞争优势。简言之有二：上游合作强品牌+下游经营强触点

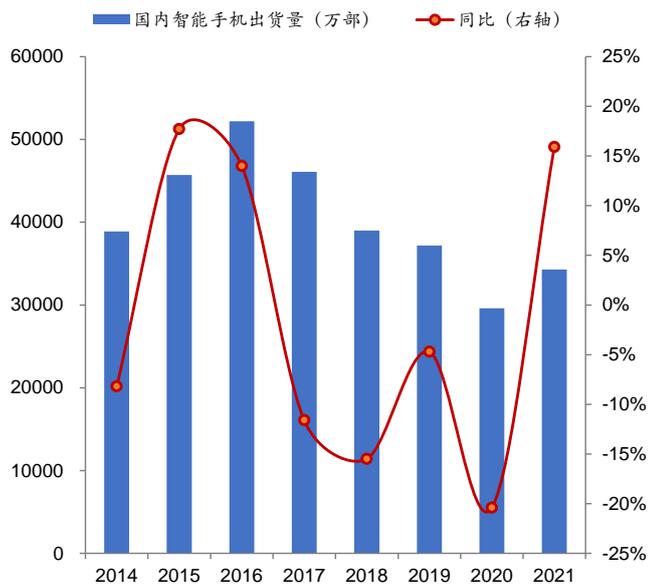
图表 17 爱施德业务流程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

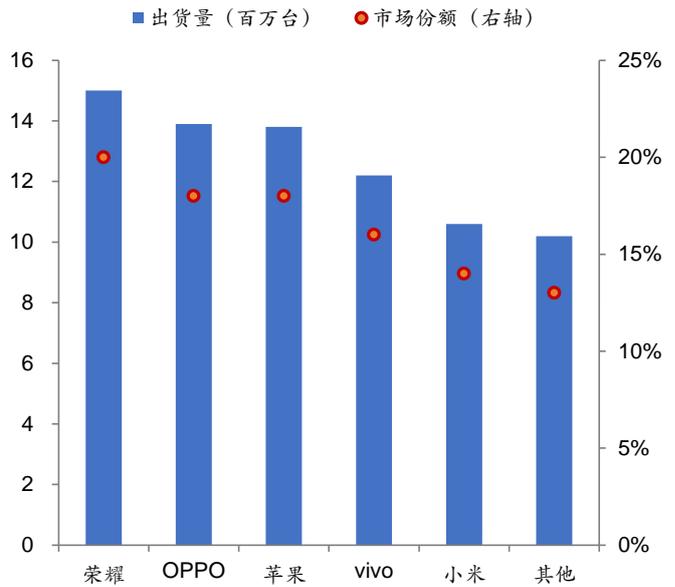
(1) **品牌方面**，公司是苹果、荣耀、三星等国内外优秀手机品牌的全国一级经销商。我们看到 2021Q4 苹果依靠 iPhone13 系列的出色表现，实现了 2150 万台的出货量，占据市场四分之一的份额，也是苹果手机自 2009 年进入中国市场以来的最高份额；三星则在折叠屏手机市场表现出色；荣耀则通过 1420 万台的第四季度出货量巩固了其市场前三的位置。看似行业增速放缓的背后，实则是资源的集中与劣汰的并行。后续在“可靠有效的技术+由点及面的商业化+成熟落地的应用”三力推动下，手机市场势必呈现“强者恒强”的局面，带动具备竞争优势的头部企业实现业绩的持续增长。

图表 18 国内智能手机出货量及其同比



资料来源：wind, IDC, 华安证券研究所

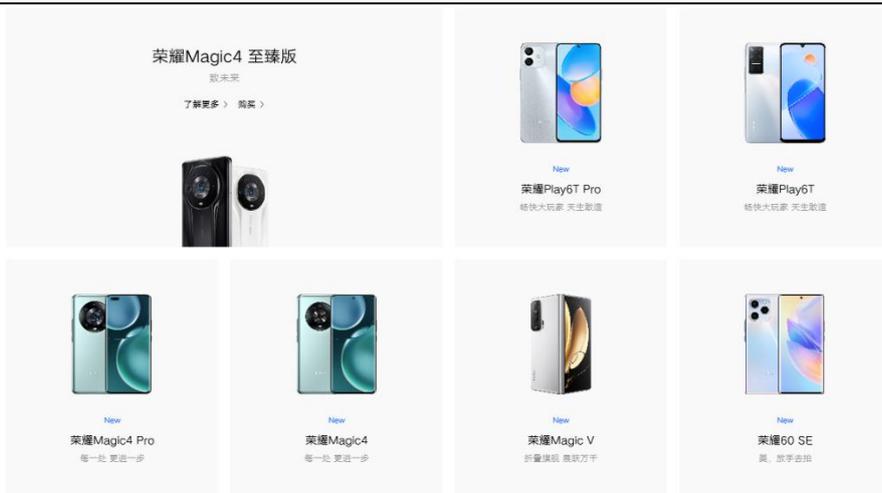
图表 19 2022Q1 中国智能手机各品牌出货量及其市场份额



资料来源：wind, Canalis, 华安证券研究所

联合收购荣耀，携手品牌创造更大价值。2020 年，公司与团队共同斥资 6.6 亿元参与对荣耀的联合收购，成为渠道商中持股比例最大的战略投资者。双方合作持续深化，公司控股子公司由你网络成为线上荣耀官方旗舰店和线下荣耀专卖店的指定运营服务商，服务线上消费者和线下门店，覆盖荣耀全产品。同时，凭借新荣耀强大的基因和传承以及在创新研发领域的投入，荣耀也将推出属于自己的超级旗舰。因此，公司作为战略投资者和战略合作伙伴，将与之携手共同拓展荣耀高端市场，创造更大的服务价值。

图表 20 荣耀手机新品



资料来源：荣耀官网，华安证券研究所

(2) 运营方面，公司拥有强大的销售服务网络，分销为主的同时，积极发展数字化零售业务。公司在全国设有 30 多个分支机构和办事处，服务 31 个省省级区域，覆盖 T1-T6 全渠道和 10 万家手机门店及 48000 个综合网点。

(a) 苹果：截至 2021 年末，公司在全国一至三线城市的核心商圈自营近 130 家苹果优质经销商门店 (APR) ——Coodoo。借助苹果强劲势头全面推进渠道下沉和零售服务场景升级，苹果分销团队积极拓展授权网点，已累计获得 200 多家苹果优质经销商门店 (APR) 授权和 800 多家 MONO 门店授权 (苹果在 4~6 级城市授权的独立门店) 使得更多下沉市场的消费者能够体验苹果零售的优质服务。基于与阿里巴巴的战略合作和共同投资运营的深圳爱优品电子商务有限公司，公司打通了面向线上 CES 市场的销售通路，获得了苹果厂商的线上渠道授权。2021 年，公司通过新渠道向线上平台客户供货 86 亿元，进一步打开增量空间。

图表 21 Coodoo 线下店铺展示



资料来源：公司微信公众号，大众点评，华安证券研究所

图表 22 新零售 2.0 系统首发



资料来源：Coodoo 官方微信商城，华安证券研究所

(b) 荣耀：公司基于与荣耀的战略合作关系，进一步优化运营体系以匹配厂家组织架构；服务荣耀新物流体系，打通自提、直发双模式；与荣耀的 ND 业务实现规模创新高，FD 新业务正式开启。公司已搭建全渠道电商销售网络，进驻天猫、京东、拼多多、抖音、唯品会、快手、银行客户端等多类电商平台，成为荣耀品牌多个项目的唯一认证服务商，服务荣耀线上官旗、荣耀线下 Honor 专卖店、荣耀会员平台、荣耀亲选平台和荣耀新零售平台，通过线上线下全渠道触达 C 端用户，助力新荣耀大幅提升零售市场份额。

图表 23 荣耀线下店铺展示



资料来源：荣耀官网，华安证券研究所

图表 24 深化与新荣耀全渠道合作



资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

(c) 三星：2021 年，公司三星业务团队划小经营单元，进行组织架构改革，并持续深化提升现场零售团队的工作质量，最大限度地提升效率，进一步提升门店服务质量，实现了三星业务分销能力的升级。同时，建立以业绩价值创造为导向的考核激励机制，强化激励的即时性，形成精细化营销端到端管理模式，使得三星业务能力持续提升。

图表 25 子公司实丰科技专注做三星品牌，市场份额占三星国内 50%以上



- 依托公司强大的IT系统、资金平台以及物流能力，聚焦三星品牌运作、聚焦客户服务和终端体验优化。
- 与中国移动、中国电信、中国联通三大运营商展开密切合作。

线下销售

- 全国30余省
- 客户规模1500余人
- 体验门店5000余家
- 中国移动、中国电信、中国联通

线上销售

- 京东、苏宁

资料来源：公司公告，华安证券研究所

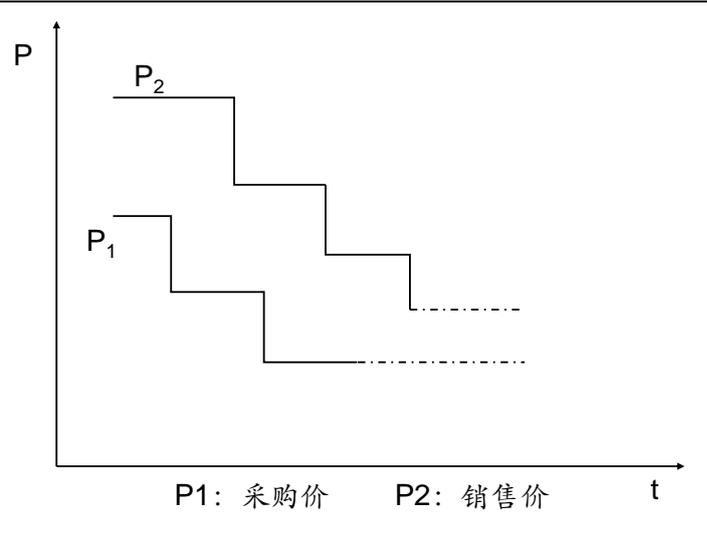
公司主要是通过提升产品运营能力以实现盈利水平的保障。针对采购和销售两个环节，均有相应的权利和义务，例如销售端制定并维护零售端价格体系等。具体而言，手机行业竞争激烈，手机价格变化频繁，总体而言手机价格随产品上市时间推移呈现逐渐下降的趋势。因此，在某段时间采购价格 (P1) 确定并定期调整的情况下，本公司销售价格 (P2) 超过采购价格的部分即为利润空间。公司通过有效的产品运营大程度扩大销售产品的利润空间，延缓降价速度，同时降低公司经营风险。

图表 26 增值分销环节中的权利与义务

采购	权利	要求厂家及时提供合同或订单项下的合格产品；有权作为某一授权机型的唯一中国分销商；要求厂家在三包范围内承担售后及维修义务等。
	义务	促进所分销的产品销售；维护销售渠道价格体系；开展产品的市场宣传与市场开拓；及时反馈终端信息并报告库存以协调厂家调整生产计划；维护厂家品牌形象等。
销售	权利	制定并维护零售终端价格体系；要求下游客户及时报告库存；根据下游客户的销售量与预计销售计划的差异调整发货计划；根据终端销售的具体情况调整发货价格等。
	义务	根据下游客户订单组织配送；提供市场推广、服务支持等。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 27 公司采购价与销售价走势

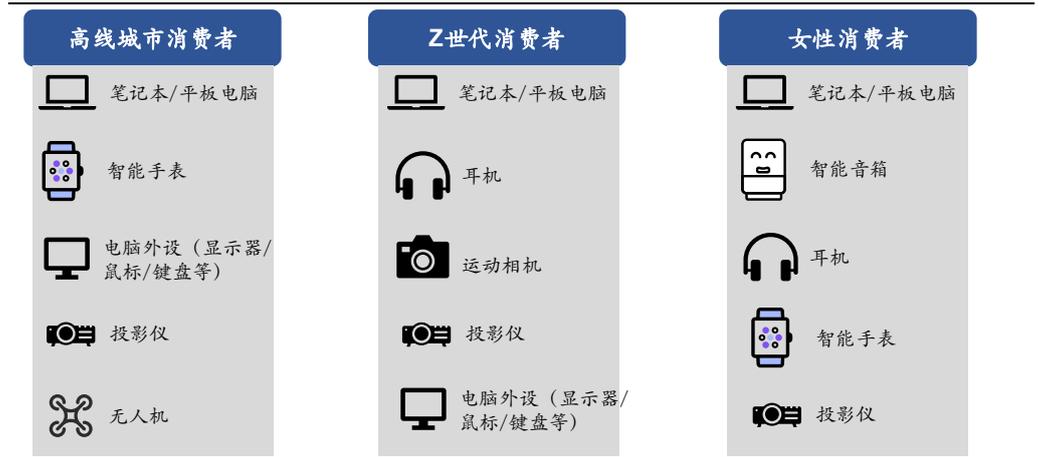


资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.2 3C 数码：乘风而上，由点及面迈开全品类步伐

随着 5G 技术的推动和物联网场景的优化，泛智能终端和物联网应用将进一步融入到人们生活中，成为数字经济时代下的增量市场。公司抓住人工智能与万物互联时代机遇，将智能终端分销业务从手机全面升级为 3C 数码全品类，强化在小家电、智能音箱、智能穿戴、智能家居、无人机、笔记本、平板等 3C 数码领域的网络深度和广度，与 JBL、SKG、BONENO、天猫精灵等品牌商共同开拓数码科技的新生代市场。通过对 3C 全品类的拓展，可助力公司覆盖受众群体范围更广。

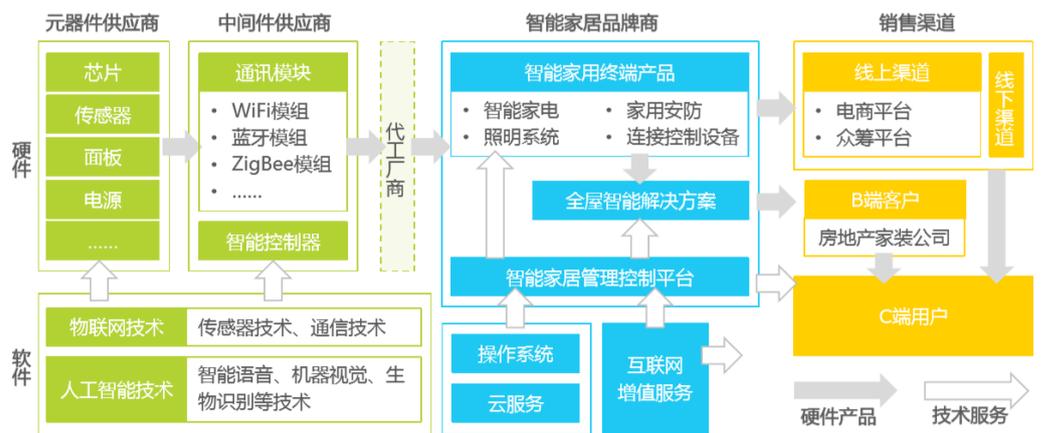
图表 28 电脑数码新品典型消费人群



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

以智能家居为例，看公司 3C 拓展新品的发展情况。智能家居产业链由硬件和软件两个维度展开，可以将其作为物联网、人工智能和云计算落地的载体。上游元器件、中间件不断取得突破，下游渠道加速扩张均带动行业发展势头向好。单以智能家居中的智能视觉产品为例，根据艾瑞咨询的测算，2020 年该品类的市场规模已达 331 亿元，2020~2025 年复合增速有望达到 21%，即 2025 年实现 858 亿元的市场规模。

图表 29 智能家居产业链



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

2.3 快消品：向产业链上游延伸，自有品牌逐步成型

公司依托销售服务网络，战略布局快消品的销售服务能力，在白酒、茶饮等多个领域实现突破，目前已于与金东集团、中茶股份实现战略合作。在茶饮领域，公司与中国茶叶股份有限公司成立合资公司，形成战略合作，共同开拓茶叶、袋泡茶等市场；在其他快消领域，公司也在不断强化布局，与行业优秀品牌建立紧密合作关系，使得公司的快消品销售服务网络的广度和深度不断加强，盈利能力进一步提升。2020 年报中首提“发挥销售服务网络价值，构建自有品牌的运营能力”。2021 年，公司依托成熟的渠道体系、线上线下零售场景和对消费者的洞察分析，在 3C 数码和快消领域组建专业团队，研发创立了自有品牌，如智能健康产品“UOIN/柚印”、

智能护理产品“ROZU/荣尊”和新式袋泡茶“茶小开”等。

图表 30 自有品牌一览

品牌	品类	产品
UOIN/柚印	智能健康	结合人体数学模型和 AI 算法，设计出软硬一体的健身运动方案，发布了智能跳绳、哑铃、体脂秤等多款产品
ROZU/荣尊	智能护理	为消费者提供居家、出行、办公三个场景下的按摩、护理、放松、睡眠类智能产品
茶小开	新式中国茶品牌	搭建中国茶文化和年轻人新需求的桥梁，已发布了水果茶、花草茶和养生茶系列

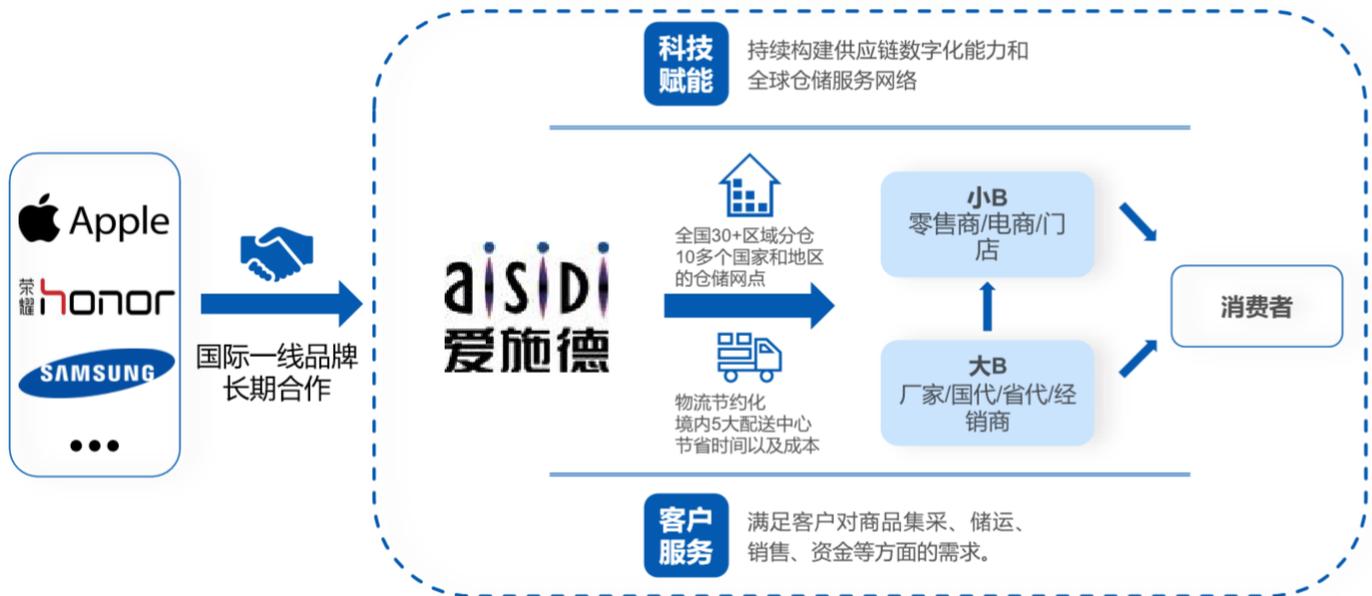
资料来源：公司公告，华安证券研究所

3 服务：拓展增值业务，强化客户粘性

3.1 供应链综合服务:借助自身优势，增强客户粘性

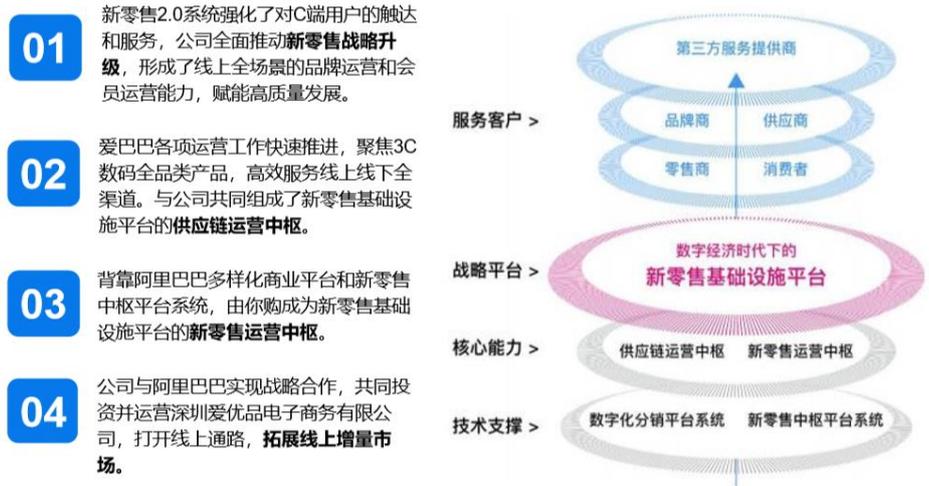
公司供应链综合服务分属于数字化分销业务，是公司新零售模式的重要组成部分。公司基于 3C 数码和快消服务场景，持续构建供应链数字化能力和全球仓储服务网络，通过境内 5 大配送中心、30 余个区域分仓和香港、新加坡、迪拜、美国等 10 多个国家和地区的仓储网点，为合作客户提供安全、专业、高效的一站式供应链综合服务，满足客户对商品集采、储运、销售、资金等方面的需求。

图表 31 公司供应链综合服务流程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 32 公司新零售 2.0 系统首发，供销体系全面数字化升级



资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.2 电商+本地化服务：线上线下联动

基于与阿里巴巴战略合作，公司入驻天猫设立 3C 数码综合店——由你购旗舰店，并搭建本地化新零售平台，通过阿里巴巴巨大的数字经济体导入并承接其体系内天猫、淘宝、淘宝直播、支付宝等各大平台流量；通过轻店模式和门店技术的应用，为线下零售门店数字化赋能，为消费者带来本地化服务的新零售体验。

图表 33 公司电商+本地化服务流程



轻店模式+门店技术为线下零售门店赋能 打造流量互通

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.3 通信+增值服务：锦上添花，协同业务发展

公司是行业领先的虚拟运营商，具有移动、联通、电信三大运营商移动转售牌照，连接基础运营商的核心网络，为消费者提供移动通信、物联网、云通信等服务。

公司在该领域拥有卡号资源超 1,900 万、核心专利 2 项、软著 25 项、营业网点超 3 万家，具有行业领先的智能连接和零售服务能力，打造了 SIM 卡+泛智能终端的核心业务模式。同时，公司旗下的网络小贷和手机保障服务公司，能够基于 3C 数码零售场景为消费者提供消费分期、碎屏保、延保等增值服务。

图表 34 公司通信+增值服务流程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

4 盈利预测

4.1 盈利预测

(1) 手机销售业务：手机行业主要受到通讯技术升级及供给端产品的发展两方面的影响。随着迭代进步，目前手机行业已呈现出整体增速放缓，但资源向头部品牌集中的趋势，预计马太效应逐步凸显。公司通过绑定具备竞争优势的头部客户，分销为主的同时，积极拓展零售业务，与苹果、荣耀、三星均具备良好且深入的合作，预计在线上线下双渠道发力及凭借合作品牌的竞争优势下沉拓展，会进一步带动公司手机销售业务的稳步增长。

(2) 非手机业务：公司抓住人工智能与万物互联时代机遇，将智能终端业务从手机全面升级为 3C 数码全品类，同时进驻快消品领域，与知名品牌合作的同时，积极发展自有品牌，放量可期。

综上，预计公司 2022~2024E 营业收入有望达到 1150、1364、1582 亿元，同比增速分别为 20.8%、18.6%、16.0%。

4.2 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、1.48 元/股，对应当前股价

PE 分别为 7.8、6.1、5.1 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

疫情反复致线下零售销量不及预期

年初至今，国内多地出现疫情反复，对线下零售业出现一定的影响。若线下销售承压，对公司零售业务的增长存在负向压力。

电子烟政策趋严

我国相关政策对电子烟销售实行渠道管理，建立电子烟交易管理平台，规范电子烟销售方式，若政策进一步趋严，该品类存在销售承压的风险。

快消品类及自有品牌拓展不及预期

由于快消品对于下游消费群体的粘性不足，对于消费风向变动的把握要求较高，若无法及时对消费需求准确判断，存在新品拓展不及预期的风险。

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	16511	18682	21094	营业收入	95166	115003	136407	158168
现金	4099	5381	6499	7908	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	72	134
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	2129	2143	2187	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	2029	2386
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	2000	2020	2046	营业外支出	7	9	10	12
资产总计	15339	18640	20826	23281	利润总额	1260	1557	2083	2449
流动负债	8995	11029	11503	11959	所得税	226	289	385	449
短期借款	6263	6263	6263	6263	净利润	1034	1268	1699	2000
应付账款	339	1975	1860	1812	少数股东损益	112	67	161	170
其他流动负债	2394	2791	3380	3884	归属母公司净利润	922	1201	1538	1830
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	1.48
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	506	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	5669	7498	营业收入	48.3%	20.8%	18.6%	16.0%
归属母公司股东权益	5781	6982	8532	10362	营业利润	27.1%	23.6%	34.3%	17.6%
负债和股东权益	15339	18640	20826	23281	归属于母公司净利润	31.6%	30.2%	28.1%	19.0%
					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%	17.7%
					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%	110.9%
					流动比率	1.47	1.50	1.62	1.76
					速动比率	0.73	0.81	0.87	0.96
					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	1.48
					每股经营现金流(薄)	-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	7.75	6.05	5.09
					P/B	2.44	1.33	1.09	0.90
					EV/EBITDA	12.10	6.18	4.54	3.21

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-3315	1228	933	1192
净利润	922	1201	1538	1830
折旧摊销	84	76	79	85
财务费用	191	138	74	136
投资损失	-301	-187	-258	-352
营运资金变动	-4672	-51	-612	-626
其他经营现金流	6055	1304	2264	2574
投资活动现金流	330	182	239	320
资本支出	-38	18	16	7
长期投资	354	-34	-54	-74
其他投资现金流	15	198	277	386
筹资活动现金流	2598	-128	-55	-103
短期借款	3505	0	0	0
长期借款	238	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	2	0	0	0
其他筹资现金流	-1147	-128	-55	-103
现金净增加额	-398	1283	1118	1409

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。