


2023 年 04 月 17 日  
 天音控股 (000829.SZ)

ESSENCE


**公司快报**

证券研究报告

家电 3C

## 23Q1 业绩边际向好, 新能源车/WIKO 业务有望带来高成长

**事件:** 公司发布 2022 年年度报告, 全年实现营收 764.27 亿元, 同比增长 7.64%; 实现归母净利润 1.10 亿元, 同比减少 46.88%; 实现扣非归母净利润 1.09 亿元, 同比减少 42.78%。同时, 公司发布 2023 年一季度业绩预告, 预计 23Q1 实现营收 220.00-230.00 亿元, 同比增长 18.57%-23.96%; 实现归母净利润 0.58-0.63 亿元, 同比增长 601.67%-662.16%; 实现扣非归母净利润 0.08-0.13 亿元, 同比增长 14.39%-85.88%。

### 全年营收再创新高, 23Q1 业绩同比向好:

公司 2022 年实现营收 764.27 亿元 (YoY+7.64%), 主要受益于电商平台收入增加; 实现归母净利润 1.10 亿元 (YoY-46.88%), 主要系新业务拓展融资成本增加, 依据谨慎性原则计提较多信用减值损失所致; 全年毛利率 3.55% (YoY+0.23pct), 净利率 0.16% (YoY-0.12pct)。从 23Q1 来看, 公司预计一季度实现营收 220-230 亿元 (YoY+18.57%-23.96%), 主要由于市场环境向好, 公司主营业务手机的销售规模增长迅速; 预计实现归母净利润 0.58-0.63 亿元 (YoY+601.67%-662.16%), 其中包含上海贵酒企业发展有限公司支付的违约金、逾期利息等共计约 0.49 亿元; 预计实现扣非归母净利润 0.08-0.13 亿元 (YoY+14.39%-85.88%)。

### 电商业务逆势高增, WIKO 新品发布进军国内市场:

公司是国内领先的智能终端全渠道综合服务商, 建立了集分销零售、线上线下的产业互联网数字化平台, 与苹果、华为、三星均保持长期深度合作。公司以“一网一平台”为轴心, 形成“1+N”的国内产业发展体系, 并布局海外业务发展的整体策略, 现已成为集智能终端销售服务、彩票、移动互联网、移动转售等业务为一体的大型集团化公司。从销售地区来看, 公司国际化进程稳步推进, 全年海外营收达到 20.39 亿元 (YoY+32.56%)。从细分业务来看,

(1) 通信产品销售及维修: 2022 年受疫情及需求等影响, 公司通信业务实现营收 658.59 亿元 (YoY+1.44%), 营收占比 86.17% (YoY-5.27pct), 其中产品销售 655.36 亿元 (YoY+1.32%), 产品维修 3.23 亿元 (YoY+35.14%); 全年通信业务毛利率为 3.01% (YoY+0.28pct)。2021 年公司通过联合收购 WIKO 布局手机品牌赛道, 2022 年 WIKO 加快全球化步伐并进入中国市场, 并于年底在中国发布首款鸿蒙生态 5G 智能手机。

投资评级

**增持-B**  
 维持评级

6 个月目标价

13.00 元

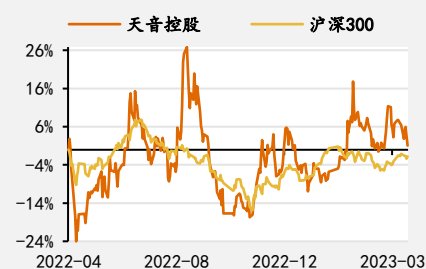
股价 (2023-04-17)

11.46 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	11,050.58
流通市值(百万元)	11,040.12
总股本(百万股)	1,025.10
流通股本(百万股)	1,024.13
12 个月价格区间	8.16/13.53 元

#### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.1	8.1	-2.1
绝对收益	1.6	8.6	-4.4

马良

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518060001

maliang2@essence.com.cn

#### 相关报告

 Q3 业绩同比高增, 一站式整合 2022-10-24  
 合显成效

(2) 零售电商：2022 年公司零售电商业务实现逆势增长，营收达到 99.59 亿元 (YoY+83.72%)，营收占比 13.03% (YoY+5.39pct)，毛利率为 3.59% (YoY-1.79%)。据年报披露，公司电商业务（零售+分销）全年共实现营收 112.54 亿元 (YoY+83.67%)，目前公司拥有各大电商平台店铺共 163 家 (YoY+13%)，合作的头部知名品牌超过 50 个。

(3) 彩票：2022 年公司彩票业务实现营收 3.60 亿元 (YoY+13.90%)，营收占比 0.47% (YoY+0.02pct)。

#### 目 持续深化“1+N”布局，新能源汽车业务顺利启动：

公司凭借主业的渠道及客户资源优势，布局新能源汽车赛道，通过“汽车快闪店+线下品牌授权店”的联动模式，向消费者提供产品体验和试乘试驾服务，建立 T3 以下华为智选汽车综合解决方案服务能力。据公司年报，公司于 2022 年在河北省邢台市率先试点“汽车快闪店”模式，并以此为中心点，辐射至石家庄、邯郸、保定三市，对无汽车销售权限的授权体验店进行服务赋能。同时，公司在山西太原开设的华为智能生活馆顺利开启新能源汽车销售业务，在汽车展示区投入静展车和试乘试驾车，消费者可体验多终端与汽车的智能联动。

#### 目 投资建议：

我们预计公司 2023 -2025 年收入分别为 857.16 亿元、928.01 亿元、1000.56 亿元，归母净利润分别为 3.17 亿元、3.69 亿元、4.15 亿元，EPS 分别为 0.31 元、0.36 元、0.41 元，对应 PE 分别为 37.0 倍、31.8 倍、28.3 倍，维持“增持-B”投资评级。

目 风险提示：消费电子需求持续疲软，业务拓展不及预期，行业竞争加剧风险等。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	70,999.5	76,426.9	85,716.3	92,801.5	100,055.9
净利润	206.8	109.9	317.3	369.4	415.2
每股收益(元)	0.20	0.11	0.31	0.36	0.41
每股净资产(元)	2.55	2.52	2.79	3.09	3.44

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	56.8	106.9	37.0	31.8	28.3
市净率(倍)	4.5	4.6	4.1	3.7	3.3
净利润率	0.3%	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%
净资产收益率	7.9%	4.3%	11.1%	11.7%	11.8%
股息收益率	0.5%	0.0%	0.5%	0.5%	0.4%
ROIC	-385.0%	10.9%	7.5%	-45.8%	8.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	70,999.5	76,426.9	85,716.3	92,801.5	100,055.9	<b>成长性</b>					
减:营业成本	68,644.9	73,711.8	82,689.1	89,442.6	96,424.5	营业收入增长率	18.8%	7.6%	12.2%	8.3%	7.8%
营业税费	52.8	46.7	77.1	83.5	90.1	营业利润增长率	62.4%	-30.8%	101.2%	19.0%	15.3%
销售费用	1,156.7	1,385.5	1,525.8	1,633.3	1,751.0	净利润增长率	11.1%	-46.9%	188.8%	16.4%	12.4%
管理费用	331.9	353.0	428.6	482.6	510.3	EBITDA 增长率	45.2%	14.0%	13.2%	20.9%	12.8%
研发费用	86.7	74.0	102.2	104.6	109.7	EBIT 增长率	52.6%	15.1%	4.9%	16.9%	10.0%
财务费用	357.7	526.1	535.0	616.1	651.0	NOPLAT 增长率	6.3%	6.9%	57.8%	16.9%	10.0%
资产减值损失	-77.3	-62.1	-68.1	-69.2	-66.5	投资资本增长率	-3,861.9%	129.5%	-119.2%	-663.1%	-88.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	5.5%	-1.0%	10.8%	10.9%	11.9%
投资和汇兑收益	-7.1	-1.1	-	-	-						
<b>营业利润</b>	306.3	212.1	426.7	507.9	585.9	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-0.1	-14.2	1.7	-4.2	-5.6	毛利率	3.3%	3.6%	3.5%	3.6%	3.6%
<b>利润总额</b>	306.2	197.9	428.3	503.7	580.3	营业利润率	0.4%	0.3%	0.5%	0.5%	0.6%
减:所得税	109.0	75.3	107.1	125.9	145.1	净利润率	0.3%	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%
<b>净利润</b>	206.8	109.9	317.3	369.4	415.2	EBITDA/营业收入	1.2%	1.3%	1.3%	1.5%	1.6%
						EBIT/营业收入	1.1%	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	1	0	1	2	2
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	-5	16	1	2	8
货币资金	5,703.0	4,250.4	6,857.3	7,424.1	8,004.5	流动资产周转天数	61	71	63	68	70
交易性金融资产	-	0.5	0.5	0.5	0.5	应收帐款周转天数	5	5	6	6	6
应收帐款	1,048.9	1,226.6	1,630.6	1,256.6	1,856.3	存货周转天数	17	22	19	19	20
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	83	94	84	87	87
预付帐款	2,710.1	4,977.7	943.6	6,267.4	1,977.8	投资资本周转天数	10	32	16	17	21
存货	3,994.0	5,331.2	3,842.7	6,078.0	5,119.2						
其他流动资产	382.9	448.9	389.9	407.2	415.3	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	7.9%	4.3%	11.1%	11.7%	11.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.1%	0.6%	1.7%	1.4%	2.0%
长期股权投资	208.1	200.6	200.6	200.6	200.6	ROIC	-385.0%	10.9%	7.5%	-45.8%	8.9%
投资性房地产	153.9	135.2	135.2	135.2	135.2	<b>费用率</b>					
固定资产	91.0	97.3	366.3	501.6	518.2	销售费用率	1.6%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
在建工程	834.8	1,321.1	1,140.8	968.1	801.1	管理费用率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
无形资产	1,256.1	1,215.3	1,148.0	1,080.7	1,013.4	研发费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
其他非流动资产	1,964.6	2,214.7	2,010.0	2,056.0	2,090.3	财务费用率	0.5%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%
<b>资产总额</b>	18,347.4	21,419.5	18,665.5	26,376.0	22,132.3	四费/营业收入	2.7%	3.1%	3.0%	3.1%	3.0%
短期债务	6,759.5	10,409.6	2,272.4	2,886.5	3,548.6	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	778.3	646.8	2,872.2	1,203.3	1,845.4	资产负债率	85.6%	87.8%	84.4%	87.8%	83.7%
应付票据	4,432.3	3,889.7	6,842.5	4,055.4	7,661.1	负债权益比	592.3%	716.4%	542.2%	718.6%	513.9%
其他流动负债	2,041.4	1,633.8	2,802.3	2,083.0	2,145.6	流动比率	0.99	0.98	0.92	2.10	1.14
长期借款	666.0	925.1	-	11,832.4	2,208.1	速动比率	0.70	0.66	0.66	1.50	0.81
其他非流动负债	1,019.8	1,290.8	969.8	1,093.5	1,118.0	利息保障倍数	2.23	1.74	1.80	1.82	1.90
<b>负债总额</b>	15,697.3	18,795.9	15,759.2	23,154.1	18,526.8	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	31.6	42.5	46.3	54.6	74.1	DPS(元)	0.06	-	0.06	0.06	0.05
股本	1,025.1	1,025.1	1,025.1	1,025.1	1,025.1	分红比率	30.2%	0.0%	20.2%	16.8%	12.3%
留存收益	1,624.5	1,581.7	1,834.9	2,142.2	2,506.2	股息收益率	0.5%	0.0%	0.5%	0.5%	0.4%
<b>股东权益</b>	2,650.1	2,623.7	2,906.3	3,221.9	3,605.5						
						<b>现金流量表</b>					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	197.2	122.5	317.3	369.4	415.2
						加:折旧和摊销	98.8	100.6	178.6	254.7	317.8
						资产减值准备	80.9	139.8	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	-	-	-
						财务费用	227.6	385.2	535.0	616.1	651.0
						投资收益	7.1	1.1	-	-	-
						少数股东损益	-9.6	12.7	4.0	8.4	20.0
						营运资金的变动	-5,133.6	-5,379.6	11,658.2	-12,364.2	8,900.7
						<b>经营活动产生现金流量</b>	-3,379.3	-3,810.8	12,693.0	-11,115.6	10,304.7
						投资活动产生现金流量	-971.5	-883.2	-200.0	-150.0	-100.0
						融资活动产生现金流量	4,996.5	3,680.7	-9,886.1	11,832.4	-9,624.3
						<b>业绩和估值指标</b>					
						EPS(元)	0.20	0.11	0.31	0.36	0.41
						BVPS(元)	2.55	2.52	2.79	3.09	3.44
						PE(X)	56.8	106.9	37.0	31.8	28.3
						PB(X)	4.5	4.6	4.1	3.7	3.3
						P/FCF	8.9	-10.8	4.8	17.6	18.2
						P/S	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
						EV/EBITDA	23.2	16.9	6.2	13.7	6.1
						CAGR(%)	24.2%	52.6%	20.7%	24.2%	52.6%
						PEG	2.3	2.0	1.8	1.3	0.5
						ROIC/WACC	-43.5	1.2	0.8	-5.2	1.0
						REP	-0.1	1.4	-4.5	-0.4	7.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

**目 免责声明** ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**安信证券研究中心**

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034