

# 天音控股 (000829)

证券研究报告

2023年05月08日

## 手机分销龙头开拓汽车零售，多元化赛道布局未来可期

### 1、不断拓展赛道，多元化发展

**公司深耕渠道，不断丰富业务布局。**2018年公司收购上海能良，发展零售电商业务。2022年收购 WIKO 进军手机产业，同时又新增汽车销售业务，实现销售渠道为基础，多赛道拓展的业务布局。

**公司营收稳定增长，归母净利润稳步上升。**公司 2017-2021 年间，营业收入与归母净利润呈现持续稳步上升的态势，公司业务发展良好。2022 年公司延续营收上升趋势，实现营收增长 7.64%，但受财务费用及计提较多信用减值损失影响，归母净利润同比下滑 46.88%。但我们认为，计提更多为短期事件，并是为新业务发展做基础，后续影响有望减小，新业务或将逐步贡献利润，业绩重新回到增长轨道。23Q1 公司实现营业收入增长 22.95%，实现归母净利润 6037 万元，同比增长 630.35%。

### 2、手机需求有望复苏，分销龙头渠道优势显著

**期待手机销售复苏。**受疫情影响，手机销量增速在 22 年有所下滑，但随着 5G+智能手机的不断普及以及疫情的缓解，我们积极期待手机市场复苏。

**在线下分销方面，天音控股多年深耕渠道，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。线上分销方面，天音与京东合作建设京东 2B 商城，并强强联合，赋能提升品牌覆盖度。**

此外，公司还收购了东莞维科，打造品牌 WIKO，新品在 22 年 12 月于国内上市，兼具“5G+鸿蒙”，搭载天玑 700 5G 芯片，处理大型文件能力较强。

### 3、携手华为，开拓新能源汽车赛道

**天音与华为已经有多年深度合作经验，将携手发展新能源汽车业务。**公司旗下多家华为线下零售店，复用渠道积极开展汽车销售业务，未来将利用自身龙头渠道商优势，以多年成熟渠道营销管理经验为抓手，布局新能源汽车销售业务。公司积极拓展新能源汽车赛道，有望伴随新能源汽车替代趋势持续快速增长。

#### 盈利预测与投资建议：

公司深耕 3C 产品销售领域，同时延伸业务布局，未来可期。预计公司 23-25 年归母净利润为 2.5/3.2/4.1 亿元，对应 23-25 年市盈率分别为 43、33、27 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险提示：**消费电子景气度低迷导致手机分销和零售业务的收入和毛利不及预期、天音代理手机品牌市占率走低导致核心业务营收不及预期、汽车行业竞争加剧的风险、WIKO 新品上市销量不及预期、财务风险、信息披露合规风险、测算主观性风险等

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	70,999.51	76,426.95	83,818.61	92,271.94	101,660.35
增长率(%)	18.76	7.64	9.67	10.09	10.17
EBITDA(百万元)	970.27	1,081.67	1,042.74	1,217.00	1,435.36
归属母公司净利润(百万元)	206.82	109.87	251.22	324.77	409.33
增长率(%)	11.14	(46.88)	128.65	29.27	26.04
EPS(元/股)	0.20	0.11	0.25	0.32	0.40
市盈率(P/E)	52.54	98.90	43.25	33.46	26.55
市净率(P/B)	4.15	4.21	3.84	3.45	3.05
市销率(P/S)	0.15	0.14	0.13	0.12	0.11
EV/EBITDA	21.09	15.71	9.41	15.03	7.19

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	增持 (首次评级)
当前价格	10.6 元
目标价格	元

#### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,025.10
流通 A 股股本(百万股)	1,024.13
A 股总市值(百万元)	10,866.06
流通 A 股市值(百万元)	10,855.77
每股净资产(元)	2.58
资产负债率(%)	87.66
一年内最高/最低(元)	14.39/8.64

#### 作者

**唐海清** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517030002  
tanghaiqing@tfzq.com

**王奕红** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090004  
wangyihong@tfzq.com

**孙海洋** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

#### 股价走势



资料来源：聚源数据

#### 相关报告

## 内容目录

<b>1. 手机分销龙头，多元化发展融合新赛道</b>	<b>4</b>
1.1. 聚焦主业，深耕渠道，不断拓展新业务	4
1.2. 股权结构清晰，管理层行业经验丰富	7
1.3. 零售电商业务带来新增长，盈利稳步上升	8
1.4. 总部基地即将落地，释放财务成本，经营质量有望改善	13
<b>2. 行业需求有望复苏，天音深耕渠道，提高品牌覆盖度</b>	<b>14</b>
2.1. 手机出货量下滑，技术迭代与疫情好转有望将拉动行业发展	14
2.1.1. 苹果：依托品牌价值和产品定位占据国内高端手机市场	16
2.1.2. 华为：手机业务下滑，鸿蒙系统未来前景广阔	17
2.1.3. 三星：国内市场认可度较低，未来发展空间较小	18
2.2. 聚焦数字化分销与零售，构建“一网一平台”	18
2.2.1. 打造“线下网络，线上平台”产业生态系统	18
2.2.2. 天音与华为、苹果等主流品牌深度合作，拉动主营业务增长	19
2.2.3. 收购 WIKO，与华为合作	21
2.3. 利用渠道网络，延伸手机维修业务	22
<b>3. 天音与华为携手布局新能源汽车赛道</b>	<b>23</b>
3.1. 新能源汽车行业快速发展，华为积极布局新赛道	23
3.2. 依托线下零售店实现渠道复用，协助华为汽车销售落地	25
<b>4. 盈利预测</b>	<b>25</b>
4.1. 盈利预测	25
4.2. 投资建议	26
<b>5. 风险提示：</b>	<b>26</b>

## 图表目录

图 1：天音控股发展历程	4
图 2：天音控股主营业务（截至 2021 年情况）	5
图 3：天音控股行业地位	6
图 4：公司股权结构（截止 2023 年 3 月 31 日）	7
图 5：天音控股营收和归母净利润情况	8
图 6：天音控股 2022 年营收占比情况	9
图 7：天音控股营业收入构成情况	9
图 8：天音控股各地区营收占比情况	9
图 9：天音控股毛利率和净利率情况	10
图 10：天音控股费用率	11
图 11：天音控股研发费用（万元）	11
图 12：天音控股现金流情况	11

图 13: 天音控股资产负债率.....	12
图 14: 天音控股固定资产和在建工程.....	12
图 15: 国内手机上市新机型数量及 5G 机型数量占比.....	14
图 16: 国内智能手机出货量及占比.....	15
图 17: 中国市场手机前五品牌销量.....	15
图 18: 2022 年三季度 5G 手机品牌市占率.....	16
图 19: 2022 年国内智能手机市场 TOP5 市场份额.....	16
图 20: 苹果官网销售渠道查询.....	17
图 21: 华为 5G 手机市场市占率情况.....	17
图 22: 天音与爱施德线下分销网络对比.....	18
图 23: 能良电商业务概况.....	19
图 24: 苹果 2022 年 5G 手机市占率情况.....	19
图 25: 天音控股与爱施德对比.....	20
图 26: 华为智选手机品牌.....	21
图 27: Wiko 鸿蒙生态手机.....	21
图 28: Wiko 手机搭载天玑 5G 芯片.....	22
图 29: 易修易购系统.....	23
图 30: 问界概况.....	23
表 1: 业务布局具体情况.....	5
表 2: 公司旗下主要品牌.....	5
表 3: 公司高管任职经历.....	7
表 4: 重要在建工程项目变动情况 (百万元).....	13
表 5: 公司总部基地详细信息.....	13
表 6: 新能源 SUV 销量排行榜.....	24
表 7: 公司业务拆分预测 (单位: 亿元).....	25

## 1. 手机分销龙头，多元化发展融合新赛道

**渠道为王，致力于成为产业互联网服务平台的领导者。**天音控股于 1997 年 12 月 2 日在深圳证券交易所上市，2003 年通过重大资产重组以后，公司主业变更为通信产品营销服务及移动互联网业务，现已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。

**不断聚焦并做大轴心业务，强化资源整合，与现有产业协同发展。**公司聚焦产业互联网战略，以线下渠道网格化为基础网络，以线上交易系统为平台，形成“线下网络，线上平台”的产业生态系统。构建“一网一平台”。公司战略上依托 B2B 平台，以通信产品为轴心业务，以彩票为重点业务，逐步叠加新业务，形成“1+N”的产业发展体系，目标是最终实现线上线下、天地相联，发展数亿级用户规模和千亿级互联网服务规模，成为中国产业互联网企业。

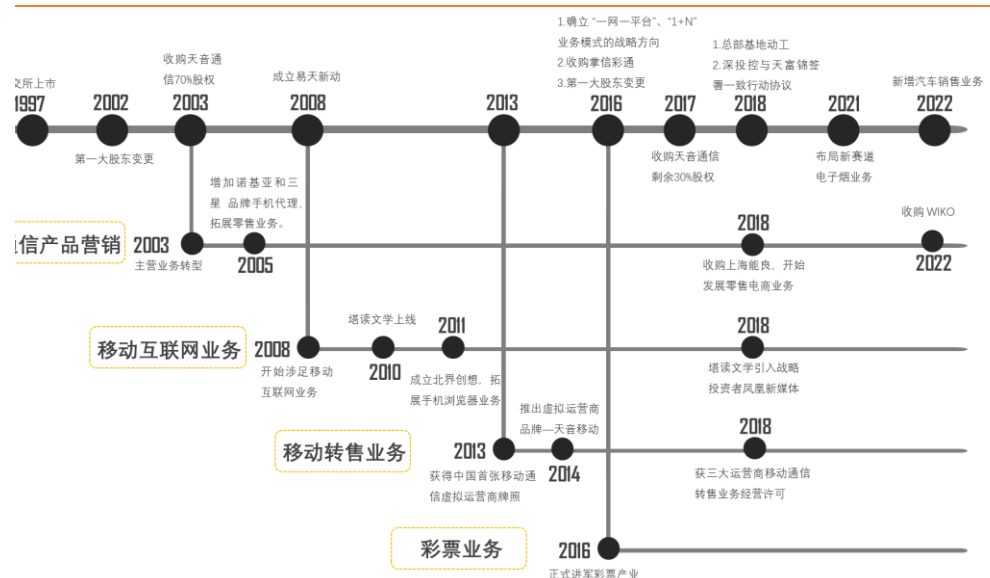
**公司收入稳定增长，新业务带来盈利增长。**天音主要收入来源为通信产品营销，核心业务毛利率较低，但是公司在新赛道不断拓展，近几年零售电商业务快速发展，2022 年天音布局汽车销售，有望成为新的盈利增长点。同时公司销售渠道实行网格化管理，使用技术手段提高运营效率，管理费用逐年下降。我们认为现金流状况在天音大厦建成后有望改善。

**总部基地即将完工，释放财务成本。**公司于 2018 年开始在深圳湾超级总部基地北端建设天音大厦，目前已封顶。建设用地面积 1.55 万平方米，总建筑面积约 13.2 万平方米，计入容积率建筑总面积约 9.6 万平方米。天音大厦将建设成为国际顶级企业总部商务办公中心，国际甲级 5A 写字楼、商业、文化、配套服务设施等复合型综合体。公司目前财务费用较高，资金链压力较大，我们认为总部基地完工预计将改善财务状况。

### 1.1. 聚焦主业，深耕渠道，不断拓展新业务

**多元化发展，构建“一网一平台”，形成“1+N”的业务模式。**1997 年公司设立，同年公司股票在深交所上市。2003 年，重大资产重组，收购天音通信 70% 股权，其主营业务转型为以通信产品营销服务为主。2008 年开始涉足移动互联网业务。2013 年获得中国首张移动通信虚拟运营商牌照，移动转售业务开始发展。2016 年正式确立构建“一网一平台”，形成“1+N”的业务模式的战略方向。2016 年 3 月收购掌信彩通进军彩票产业。2016 年 12 月，第一大股东由中国新闻发展深圳公司变更为深圳市投资控股有限公司。2018 年与公司股东深投控签订一致行动协议书。公司于 2018 年收购上海能良，开始发展零售电商业务。2021 年公司在新兴行业进行新赛道电子烟业务的布局。2022 年收购 WIKO 向手机产业链上游布局，同时新增汽车销售业务。

图 1：天音控股发展历程



资料来源：天音控股官网，天音年度报告，天风证券研究所

**聚焦 3C 数码营销，持续延伸业务。**公司目前主要五大业务板块布局，分别为数字化分销业务、数字化零售与服务业务、彩票业务、移动转售业务、移动互联网业务，其中数字化分销零售是公司核心业务，是公司营收的主要来源。目前公司还在积极开拓延伸新业务，2021 年布局电子烟，电子烟和彩票业务延伸至海外。天音收购 WIKO，从分销商向产业链上游拓展布局。2022 年新增汽车销售相关业务，通过与华为的长期深度合作关系，进行新能源汽车行业的拓展延伸。

表 1: 业务布局具体情况

业务板块	具体产品/服务
数字化分销业务	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）
数字化零售与服务业务	品牌专卖店、华为官修门店、易修易购、能良电商
彩票业务	彩票游戏研发、渠道销售、营销管理、终端供应及海外业务服务
移动转售业务	语音、短信、流量等电信业务
移动互联网业务	欧朋浏览器、塔读文学

资料来源：天音控股 2022 半年报，天风证券研究所

**旗下品牌多元化发展，落实“1+N”核心战略。**公司旗下品牌主要有天音移动、天音科技、穗彩科技、欧朋、塔读、章贡酒业、能良电商、天音信息等，业务涉及 3C 数码分销零售维修、移动转售和移动互联网业务等。

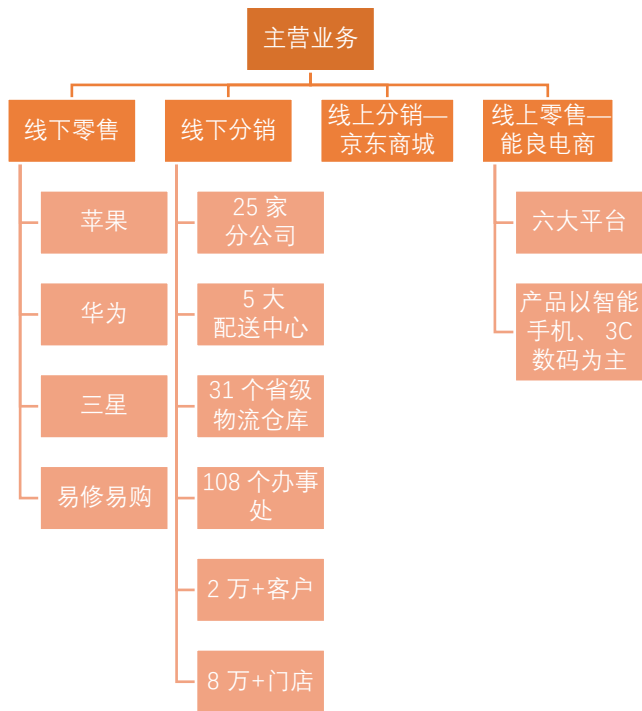
表 2: 公司旗下主要品牌

品牌	业务	具体产品/服务
天音移动	移动转售业务	天音卡
天音科技	3C 数码维修	易修易购维修店
穗彩科技	彩票业务	彩票游戏、彩票销售系统、彩票销售终端
欧朋	移动互联网业务	欧朋浏览器
塔读	移动互联网业务	塔读文学
章贡酒业	白酒业务	白酒
能良电商	3C 数码零售业务	在各大电商平台销售 3C 数码产品
天音信息	手机分销零售业务	苹果授权门店

资料来源：天音控股 2022 半年报，天音官网等，天风证券研究所

天音控股核心业务是通信产品的分销和零售，以线下渠道网格化为基础网络，以线上交易系统为平台，形成“线下网络，线上平台”的产业生态系统，构建“一网一平台”。在线下零售方面，天音拥有苹果、华为、三星等主流品牌代理权，深度合作，同时天音旗下连锁品牌“易修易购”获得多品牌手机销售及售后授权，通过“1+6+N”模式融入了手机售后、3C 数码、手机保险等品类，拓展通信产品维修业务。在线下分销方面，公司多年深耕渠道，已经在国内已经建立一张覆盖广、效率高、成本低智能终端产品营销网络。同时，公司海外渠道网络稳步拓展，截止 2021 年，分销网络覆盖拉美、中东非、亚太、欧洲等 57 个国家。在线上销售方面，截止 2021 年，公司开设手机、家电数码、智能家居、母婴家纺、食品百货、美妆服饰、直播等事业部，“能良电商”为主的零售电商业务稳步扩张，实现在天猫、京东、拼多多、微信、抖音、快手六大平台布局运营。

图 2: 天音控股主营业务（截至 2021 年情况）

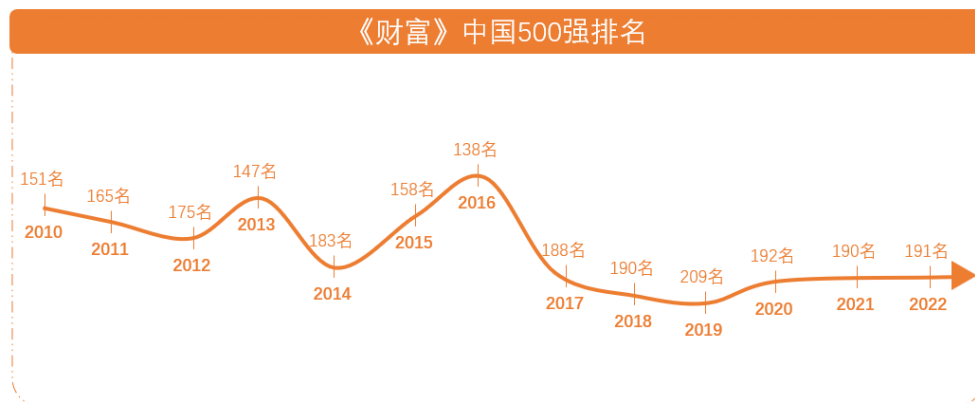


资料来源：天音控股 2021 年度报告，公司公告，天风证券研究所

**网格化管理，数字化系统赋能提升运营效率。**公司通过天音商城 B2B 分销系统，OMS 物流系统，SAC 预算系统实现业务订单的全程可视化管理，通过网格化管理系统赋能一线员工，实现智能化业务管理；通过零售门店管理系统，赋能店铺运营和货品采购，提升专卖店运营效率。通过分销平台、一线员工和零售门店系统性运营数据采集，汇总至数据管理平台进行整理、分析与展示，以数字化的手段进行公司管理，提高运营效率，提升公司精细化管理水平以及公司的数字应用能力。

**打造综合服务网络，行业地位名列前茅。**天音控股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、彩票为一体的综合服务网络。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。天音从 2004 年开始连续进入中国企业 500 强，服务企业 500 强，并多年蝉联《财富》中国 500 强。2022 年天音在《财富》中国 500 强排名 191 位。

图 3：天音控股行业地位

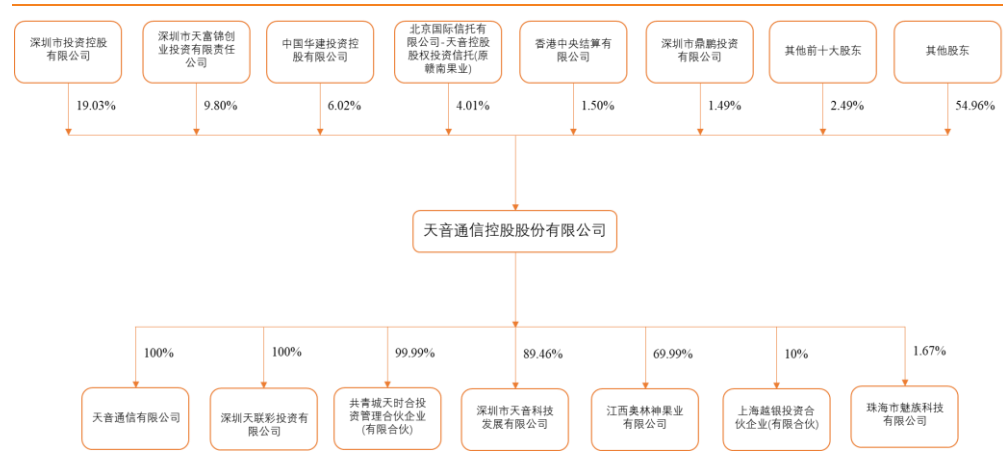


资料来源：《财富》榜单，天风证券研究所

## 1.2. 股权结构清晰，管理层行业经验丰富

股权结构相对分散，深投控为第一大股东。公司第一大股东为深圳市投资控股有限公司，持有公司 19.03%的股权，也是天音控股的实际控制人。深投控由深圳国资委全资控股，注册资本 280.09 亿元，资产总额超 9600 亿元，年营业收入超 2400 亿元，年利润总额约 300 亿元。第二大股东为深圳市天富锦创业投资有限责任公司，持有 9.80%股权比例。第三大股东为中国华建投资控股有限公司，持有天音控股 6.02%股权。

图 4：公司股权结构（截止 2023 年 3 月 31 日）



资料来源：天音科技官网，Wind，天风证券研究所

公司高管行业经验丰富，管理层稳定。整体来说，天音控股管理层从业经验丰富，在行业都有多年工作经验，熟知行业发展的脉络和前景，有助于公司制定长期战略。并且核心管理层在天音发展初期就已在公司任职，与天音一起成长，管理层稳定有利于公司战略目标的实行。

表 3：公司高管任职经历

高管人员	职位	任职经历
黄绍文	董事长	1991 年 3 月至 2003 年 12 月，先后担任中国新闻发展深圳公司通讯办公事业部经理、总经理助理、副总经理；2002 年 5 月至 2011 年 12 月，担任本公司副董事长、总经理；2011 年 12 月至 2018 年 9 月，担任本公司董事长兼总经理、子公司天音通信有限公司董事长。2018 年 9 月起，担任公司董事长。
王汉华	董事	1995 年至 1997 年，任美国盖洛普公司研究总监；1998 年至 2004 年先后任摩托罗拉中国个人通讯部市场总监，CDMA 事业部总经理，亚太区副总裁；2005 年至 2012 年任亚马逊中国总裁；2013 年至 2014 年任上海好耶科技有限公司总裁；2014 至 2018 年任美国搜诺斯公司中国总裁。2011 年至 2019 年任海尔电器香港上市公司（01169）独立董事；2019 年至今任兰亭集势（LITB）独立董事。
熊明华	独立董事	1996 年至 2005 年在微软公司工作，负责网络浏览器、窗口系统及 MSN 的产品管理工作，并创建了 MSN 中国开发中心；2005 年至 2013 年任腾讯控股有限公司首席技术官；2013 年至今为七海资本（一间专注于投资美国及中国具有全球跨界发展潜力的科技创新公司之风险投资公司）之创始人兼董事长。
陈力	监事	2010-2012 年任中国新闻发展深圳有限公司董事总经理；2012 年任宝能集团副总裁；2013-2014 年任香港环球数码创意控股有限公司副总裁；2014-2016 年任香港首华财经网络集团有限公司执行董事，2016-2017 任中国新闻发展深圳有限公司总经理；2017 起任天音通信有限公司副总裁。
冯经亮	监事	1994 年至 1995 年 6 月，担任湖南省衡阳县工商联会计，1995 年 6 月至 1997 年 4 月，担任深圳市连宇粉末冶金公司

财务主管；1997年5月至1998年3月，担任深圳市南城百货商场会计经理；1998年3月至今，先后担任天音通信财务经理、事业部财务总监、易天数码财务总监、总部财务副总监。

**刘彦 总经理**  
2003年至2016年，历任天音通信有限公司营销经理、分公司总经理、第一事业部营销副总经理、第一事业部总经理、联通事业部总经理、营销中心总经理，2016年至今，担任天音通信有限公司大分销总裁。2018年起任公司副总经理。2020年起任公司总经理。

**易江南 副总经理**  
1998年5月至2011年12月，历任天音通信有限公司分公司总经理、营销总监、事业部总经理、助理总裁；2011年12月至今，担任天音通信有限公司董事、副总经理；2013年9月12日起任公司副总经理；2019年起任公司子公司深圳市穗彩科技开发有限公司董事长。

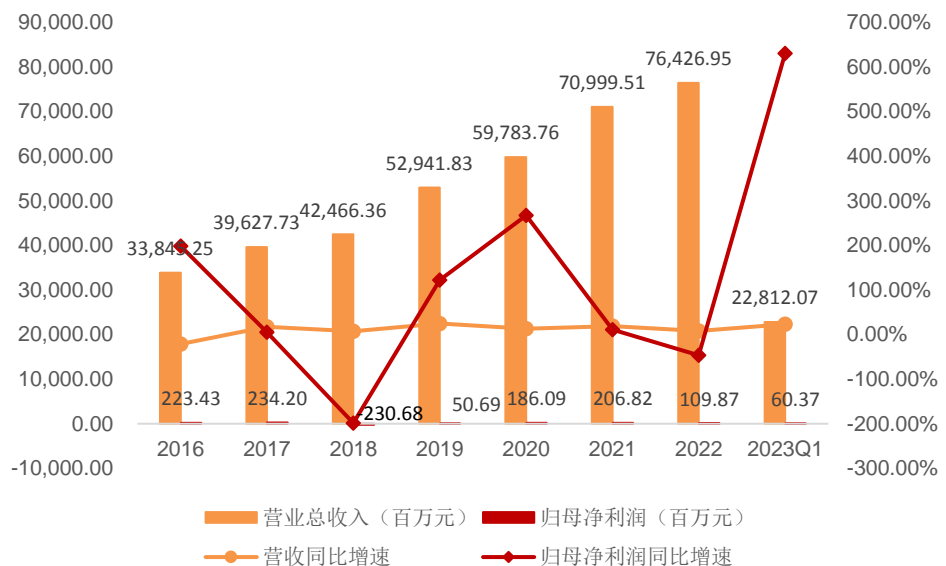
资料来源：天音控股 2021 年度报告，Wind，天风证券研究所

### 1.3. 零售电商业务带来新增长，盈利稳步上升

**公司营收稳定增长，归母净利润稳步上升。**营收方面，2016年公司营收增速为-21.35%，主要因为2016年天音调整了产品布局，集中增加了单价和毛利率较高的畅销品牌苹果及华为的销量，同时减少了单价毛利均较低的其他品牌的销量。2017年-2021年期间，天音控股营业收入稳定增长，增速基本保持在10%-20%之间。2021年公司实现营业收入710亿元，同比增长18.76%，2022年，公司实现营业收入764.27亿元，同比增长7.64%。

利润方面，2018年公司归母净利润出现明显下滑至-230.68亿元，主要是由于子公司掌信彩通信息科技(中国)有限公司2018年的利润未达预期，商誉出现明显减值迹象，且2018年公司资产减值损失较大。2019-2021年归母净利润稳步上升，2021年公司实现归母净利润2.07亿元，同比增长11.14%。2022年公司实现归母净利润1.10亿元，同比下滑46.88%，主要受到22年财务费用增加较大所致。2023Q1公司实现归母净利润6037万元，同比增长630.35%，实现单季度业绩大幅增长。

图 5：天音控股营收和归母净利润情况



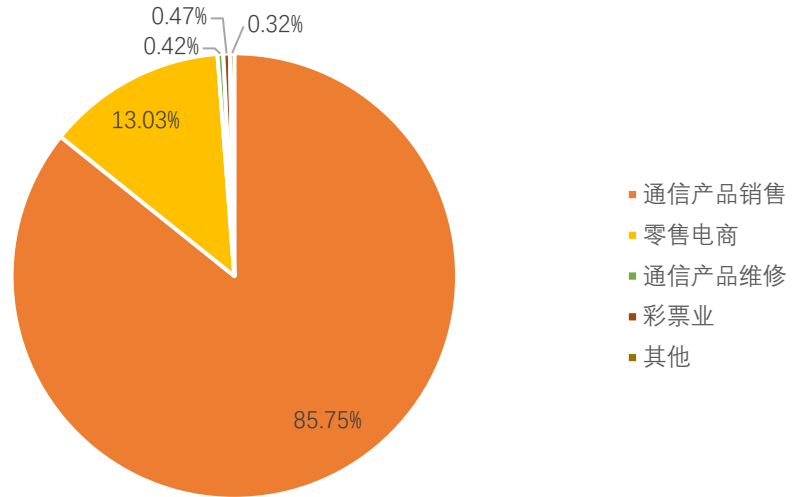
资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

从营收结构看，天音控股营业收入主要来自于通信产品销售、零售电商业务、通信产品维修、彩票业务。其中2022年通信产品销售收入占比85.75%，零售电商业务占比13.03%。



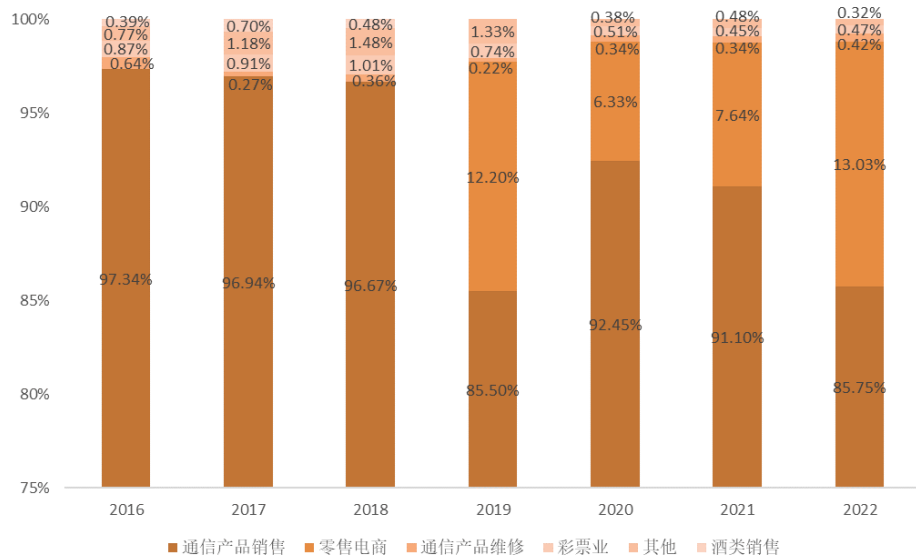
2018 年之前，公司 95%以上的营业收入来源于通信产品销售收入。2018 年公司收购上海能良，开始发展零售电商业务，因此 2018 年之后，零售电商业务收入占比上升、通信产品销售收入占比下降，天音在通信产品分销业务已经有成熟的渠道资源，分销业务是天音的核心业务，在此基础上，天音控股以“一网一平台”为战略，依托能良电商平台打造“线下网络，线上平台”，拓展新零售业务。

图 6：天音控股 2022 年营收占比情况



资料来源：天音控股年度报告，天风证券研究所

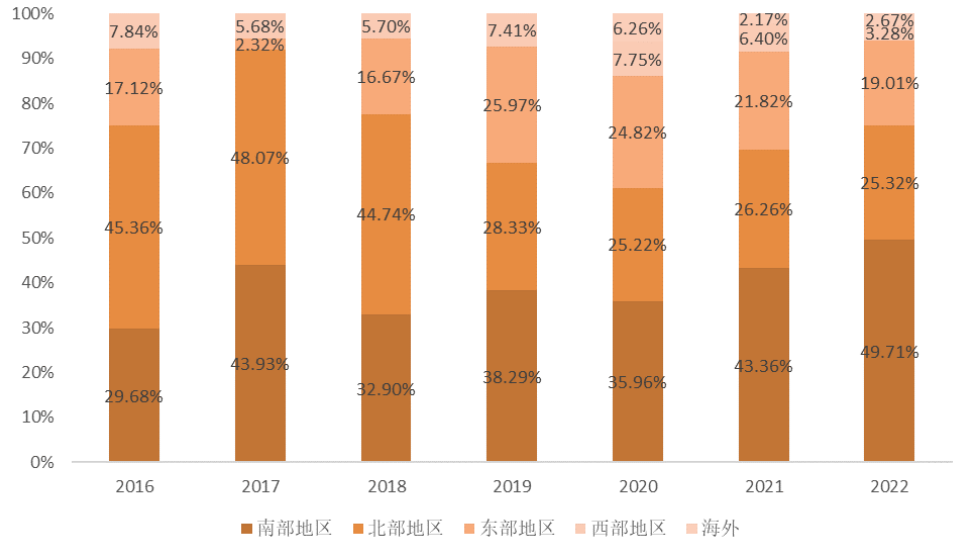
图 7：天音控股营业收入构成情况



资料来源：同花顺 iFinD，Wind，天风证券研究所

从各地区营业收入占比来看，公司业务主要集中在南部地区，2022 年南部地区营收占比近 50%。2019 年成立天音国际公司，加快海外发展布局。2020 年开始，海外业务不断拓展。2022 年，天音子公司收购东莞唯科 30%股权，WIKO 在 2011 年于法国创立，在海外运营多年已有成熟的销售渠道和经营体系，天音控股将借助 WIKO 海外渠道优势进一步拓展海外业务布局。

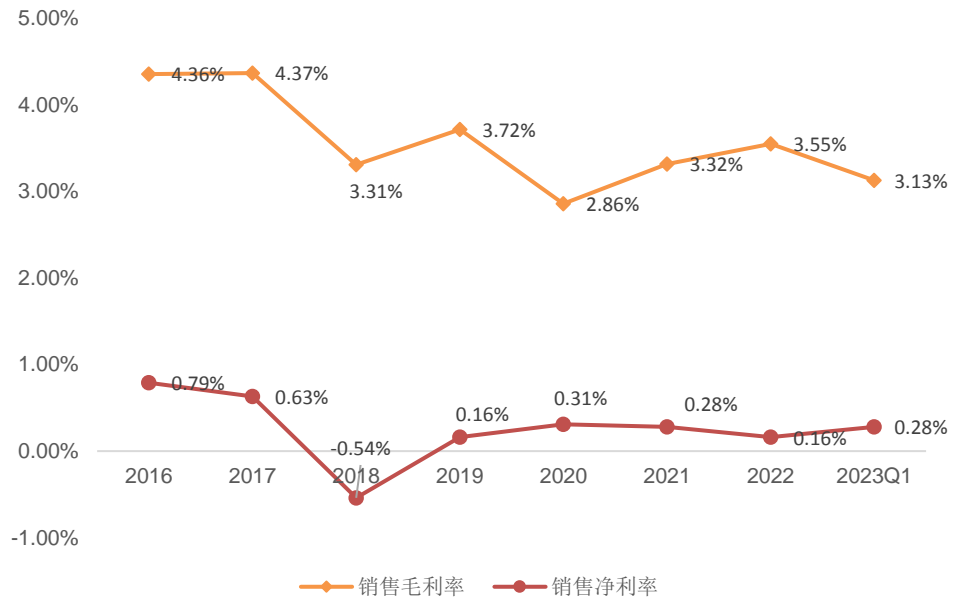
图 8：天音控股各地区营收占比情况



资料来源：同花顺 iFinD，天音控股年度报告，天风证券研究所

从盈利能力来看，公司毛利率较为稳定，在 3%左右的水平波动，净利率有下滑趋势。2021 年毛利率为 3.32%，较 2020 年有所上升。主营业务同样是数字化分销和零售的爱施德（002416.SZ）毛利率也是 3%左右。2021 年公司主营业务通信产品销售和零售电商业务利润占比分别为 72.65%和 12.37%，毛利率较低，传统业务利润空间较小，天音控股在聚焦主业的同时，也在彩票业务、电子烟业务、汽车销售等新赛道不断拓展，作为新的盈利增长点。2022 年公司毛利率有所提升，我们认为主要得益于通信产品销售业务毛利率有所提升（YoY +0.45pct），但净利率受销售费用率及财务费用率的提升而有所下滑。

图 9：天音控股毛利率和净利率情况

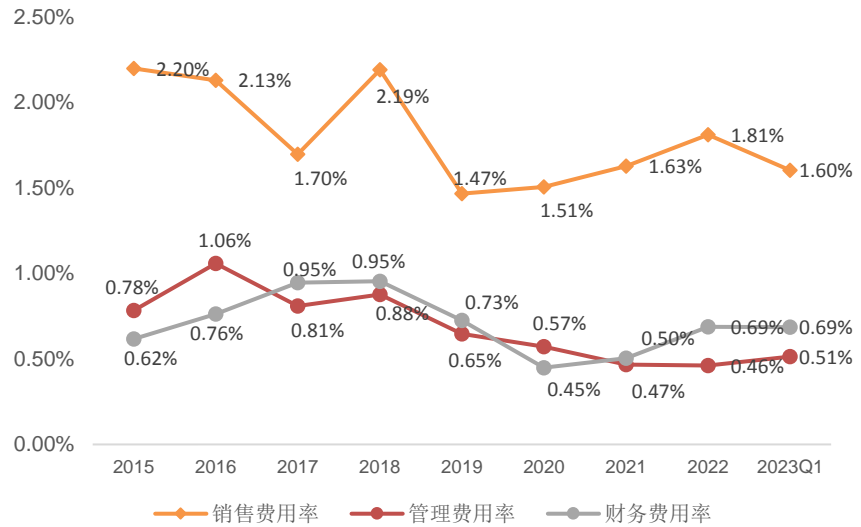


资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

从费用支出来看，公司费用支出主要用于销售，这与公司主营业务是通信产品分销与零售有关，2019 年至今销售费用率逐年上升，会进一步挤压传统业务的利润空间。2018 年至今管理费用率逐年下降，公司销售渠道实行网格化管理，组织架构扁平化，运营效率不断提升。财务费用率较高与公司 2016 年借款建设总部基地有关，总部基地完工预计将释放

一部分利润。

图 10: 天音控股费用率

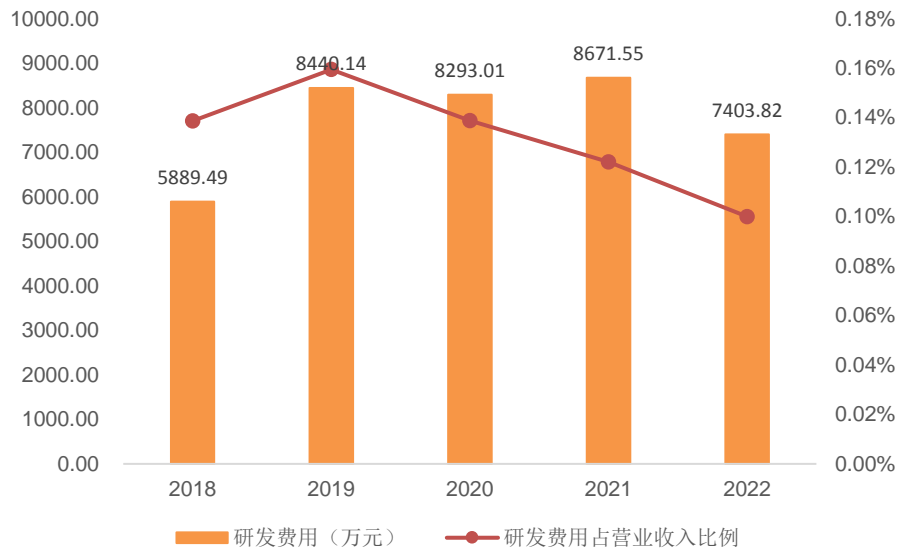


资料来源: 同花顺 iFinD, 天风证券研究所

注: 2015 年-2017 年管理费用包含了研发费用

研发费用保持较高水平, 公司获得“中国高新技术企业”、“中国重点软件企业”等认定, 先后取得 CMMI3、ISO20000 等一系列专业认证资质, 截止 2022 年所获专利和软件著作权达 352 项。其次, 公司研发投入还用于开发系统, 提高公司运营效率。

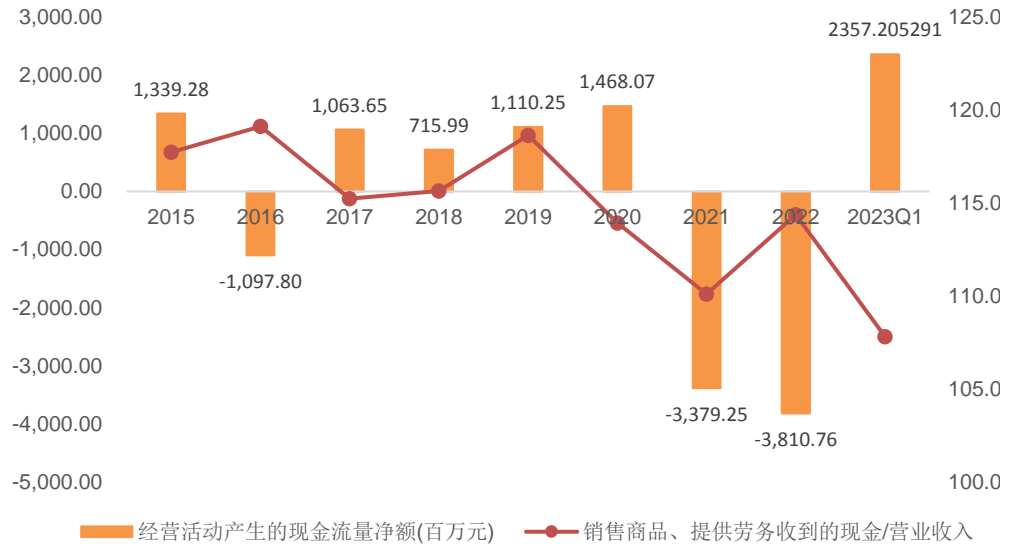
图 11: 天音控股研发费用 (万元)



资料来源: 同花顺 iFinD, 天风证券研究所

现金流来看, 近两年经营性现金流转负, 2022 年经营活动产生的现金流量净额同比减少主要是 2022 年较上年同期存货和预付账款增加所致。同时公司销售商品、提供劳务所获得现金/营业收入比值一直大于 1, 反映公司盈利质量较好, 且收回以前期间的应收账款。公司营业收入质量实现提升。

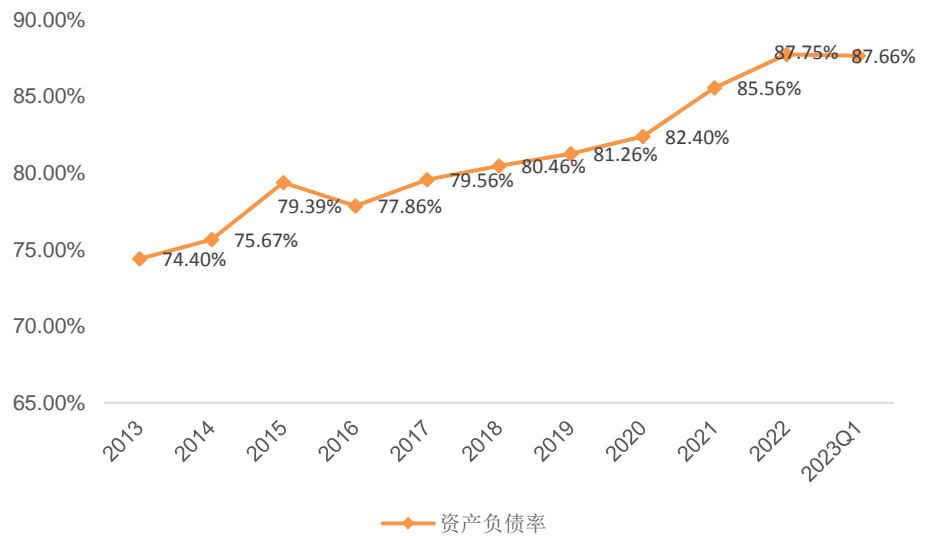
图 12: 天音控股现金流情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

**资产负债率逐年走高，23Q1 维持相对稳定**，2022 年公司资产负债率达 87.75%，且近几年经营性现金流波动较大，资金链压力大，财务风险较高。我们预计总部基地完工后将释放财务成本，减轻资金压力。

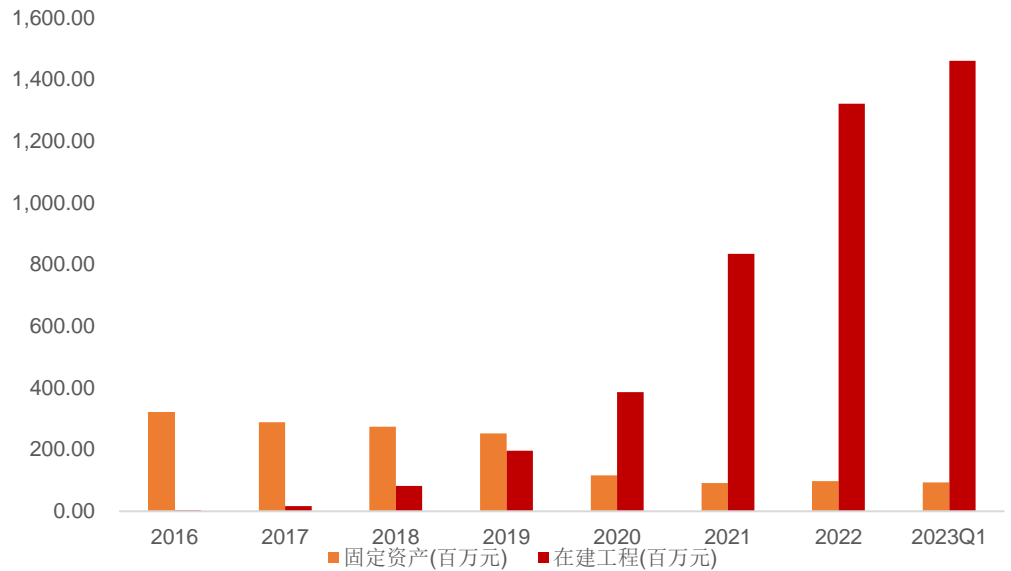
图 13: 天音控股资产负债率



资料来源: wind, 天风证券研究所

**公司固定资产呈下降趋势，在建工程不断增加**。公司于 2017 年开始布局在深圳湾超级总部基地北端建设天音大厦，每年在建工程增加主要是由于超级总部工程施工投入增加所致，深圳湾超级总部工程在建工程占比为 99%左右。此外，近几年，天音通过对 B2B 平台、OMS 物流系统和 SAC 预算系统的可视化管理，实现了智能化业务管理，我们预计公司在通信产品的线上分销和零售业务将进一步拓展。

图 14: 天音控股固定资产和在建工程



资料来源: wind, 天风证券研究所

表 4: 重要在建工程项目变动情况 (百万元)

项目	2017	2018	2019	2020	2021
深圳湾超级总部工程	13.74	81.58	194.87	381.45	812.23
天音 B2B 平台开发项目	-	0.57	1.48	2.86	-
神木宾馆供电工程项目	0.16	0.50	-	-	-
客服 CC 呼叫系统	-	0.02	-	-	-
HR 信息管理软件	-	-	-	0.55	-
九机手机零售 O2O 平台系统	-	-	-	1.00	1.42
合计	13.90	82.66	196.35	385.86	813.65

资料来源: 天音控股年度报告, 天风证券研究所

#### 1.4. 总部基地即将落地, 释放财务成本, 经营质量有望改善

总部基地主体结构已封顶, 预计将改善天音财务状况, 盈利能力进一步提高。天音大厦项目位于深圳市南山区白石支二街与洲湾二街交汇处东北角, 为深圳市重大项目, 建设用地面积 1.55 万平方米, 总建筑面积约 13.2 万平方米, 计入容积率建筑总面积约 9.6 万平方米。大厦为高层公共建筑, 由 2 座高层建筑组成 (其中南栋约 32 层, 建筑高度约 150m; 北栋约 21 层, 建筑高度约 100m)。全部建筑为集办公、商业、通信机楼等多种业态综合体。我们预计总部基地完工后, 可以释放财务成本, 释放财务利润。

表 5: 公司总部基地详细信息

宗地编号	T207-0050
位置	深圳市南山区深圳湾超级总部基地
土地面积	15,539.46 平方米
计容积率建筑面积	96,000 平方米
办公区	8 万平方米
商业区	5200 平方米
文化设施	4800 平方米
通信机楼	6000 平方米
地下建筑面积	7000 平方米

地下商业	2000 平方米
地下办公配套设施	5000 平方米
容积率	6.18

资料来源：天音控股公告，天风证券研究所

## 2. 行业需求有望复苏，天音深耕渠道，提高品牌覆盖度

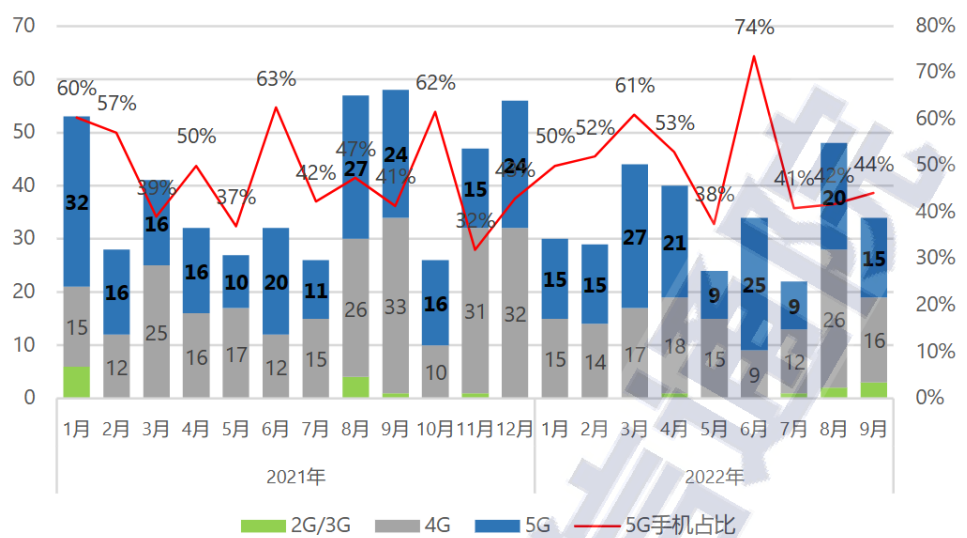
### 2.1. 手机出货量下滑，技术迭代与疫情好转有望将拉动行业发展

2016 年之后手机出货量呈下滑态势。随着智能手机行业飞速发展和技术更新迭代，产品的质量和品质已大幅度提升，消费者因为手机质量跟不上而换机的需求在降低，换机周期因此而延长。且现阶段技术创新并没有出现质的飞跃，新机型较旧机型在各方面都有提升但是并没有更多样化和突破性的创新，导致人们换机需求近几年并没有随技术进步显著提升。要提高国内市场手机销售量最重要的还是要刺激用户的换机需求，这就需要各大品牌在研发上不断推陈出新，加大对旧机型的淘汰速度。5G 技术进步可能会刺激下一波换机需求。

全球疫情严重也是导致手机出货量下滑严重的原因。一方面，在上游的供给端，疫情对全球实体经济和企业造成很大打击，导致核心零部件和进口芯片短缺，且美国制裁进一步扩大了我国芯片短缺的困境，而国内市场在高端芯片制造领域仍面临很多技术问题，这导致手机出货量下滑。另一方面，在需求端，疫情对手机线下销售造成负面影响，同时国内经济下行压力导致企业经营状况不佳、员工收入下降、就业情况不佳，消费者需求下降。随疫情政策优化，消费电子行业预计会有回升。

5G 手机逐渐占据市场份额。2022 年 9 月，国内市场手机总出货量共 2092.2 万部，其中智能手机出货量 1984.4 万部，国内品牌手机出货量 1832.7 万部，4g 手机出货量 553 万部，5g 手机出货量 1510.4 万部，占比 72.2%。随着 5g 技术的发展，国内三大运营商逐步建立 5g 网络，5g 手机在 2019 年开始推出，快速占据了市场份额，4g 手机逐渐退出市场。2022 年 9 月，国内手机上市新机型 34 款，其中 5G 手机 15 款，占同期手机上市新机型数量的 44.1%。

图 15：国内手机上市新机型数量及 5G 机型数量占比

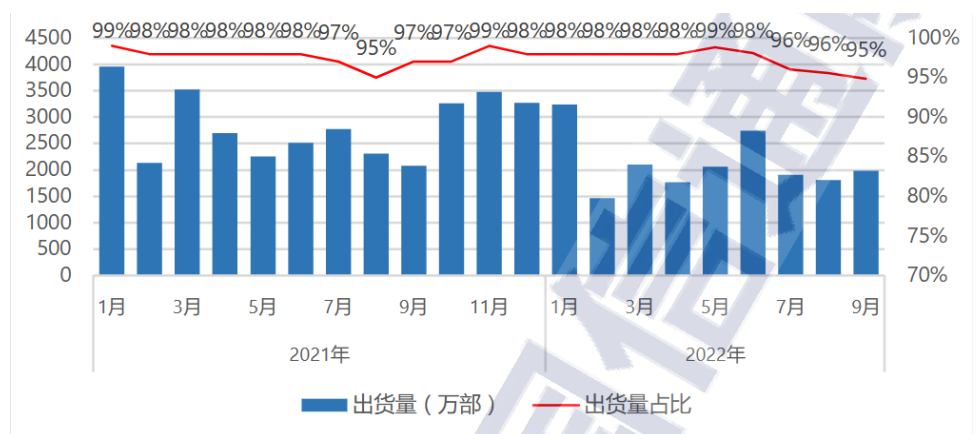


资料来源：中国信通院，天风证券研究所

智能手机基本实现全覆盖，国内手机品牌快速发展。智能手机的市场份额在 2012-2013 年快速上升，逐步覆盖手机市场，2022 年 9 月，国内智能手机份额在 95%左右，上市新机型

28 款，占同期手机上市新机型数量 82.4%。国内品牌市场份额在近十年有一定的提高，随着国内技术发展，未来市场份额有望进一步提升。

图 16：国内智能手机出货量及占比



资料来源：中国信通院，天风证券研究所

**国内 5G 手机市场行业集中度较高。**2022 年前三季度，国内市场 5g 品牌市占率分别为苹果 (19.4%)、vivo (18.6%)、oppo (15%)、华为 (14.8%)、荣耀 (12%)、小米 (11.1%)、realme (3.5%)、oneplus (1%)、三星 (0.8%)、其他品牌 (3.8%)，其中前五个品牌市占率 79.8%，行业集中度较高。在新上市的机型中，苹果的机型市占率也是最高的 (25.2%)，对于安卓手机来说，荣耀和 vivo 新产品更受欢迎。

**国内品牌销量超过苹果。**根据 CINNO Research 报告，2022 年上半年 OPPO 智能机销量站稳第一的位置，荣耀强势复苏，销量跃居第二，上半年销量同比大幅增长 118.3%，Top5 品牌销量唯一正增长；苹果/vivo/小米分别排名第三、第四和第五。国内智能手机市场中，华为被荣耀所替代，国内智能手机品牌在销量上赶超苹果，但是在品牌价值与高端产品的竞争上，国内品牌仍然落于下风。苹果在均价、营收、利润上与其他厂商拉开很大差距。在高端领域，华为因被美国制裁，国内高端手机市场被苹果占据。国内品牌已经开始自己研发芯片，但是高端手机芯片在短时间内仍要依赖进口技术。

图 17：中国市场手机前五品牌销量

China Market Top5 Smartphone Brands' Sales				
No.	Brands	1H'22		1H'21
		Volume (M)	YoY	Volume (M)
1	<b>OPPO</b> <small>(excluding realme)</small>	22.4	-39.1%	36.8
2	<b>Honor</b>	22.3	118.3%	10.2
3	<b>Apple</b>	21.9	-2.9%	22.6
4	<b>vivo</b> <small>(excluding iQOO)</small>	21.3	-33.2%	31.8
5	<b>Xiaomi</b>	20.2	-23.9%	26.6

Copyright©CINNOResearch

资料来源：CINNO Research，天风证券研究所

### 2.1.1. 苹果：依托品牌价值和产品定位占据国内高端手机市场

苹果品牌在国内 5G 手机市场的市占率第一。2022 年三季度，苹果在国内 5G 手机市场市占率 19.4%，排名第一，在新上市的机型中，苹果的机型市占率也是最高的，为 25.2%。

图 18：2022 年三季度 5G 手机品牌市占率



资料来源：每日互动，天风证券研究所

苹果手机销量在行业内名列前茅，在高端市场仍有很大品牌影响力。在国内手机市场苹果销量虽然被 oppo、honor 等品牌赶超，但是苹果主要定位在高端手机市场，由于其品牌价值和产品定位，苹果在均价、营收、利润上与其他品牌拉开很大差距。

图 19：2022 年国内智能手机市场 TOP5 市场份额

#### 2022年中国前五大智能手机厂商——出货量、市场份额、同比增幅（单位：百万台）

厂商	2022年全年 市场份额	2021年全年 市场份额	同比增幅
1. vivo	18.6%	21.5%	-25.1%
2. Honor	18.1%	11.7%	34.4%
3. OPPO*	16.8%	20.4%	-28.2%
3. Apple*	16.8%	15.3%	-4.4%
5. Xiaomi	13.7%	15.5%	-23.7%
其他	16.0%	15.6%	-11.2%
合计	100.0%	100.0%	-13.2%

来源：IDC中国季度手机市场跟踪报告，2022年第四季度

注：

\*在中国智能手机市场统计数据中，当两个或多个厂商之间的收入或出货量份额相差0.1%或更低时，IDC将判定为并列  
数据为初版，存在变化可能  
数据均为四舍五入后取值

资料来源：IDC，天风证券研究所

线下销售采取直营与经销结合的模式。苹果在中国的直营店已在 23 个城市开设了 44 家，集中在一线、二线城市核心商圈。除了直营店外，优质经销商门店( apple premium reseller，简称 APR 店)是苹果授权零售级别最高的门店，由苹果统一授权、设计、装修、合规运营。



Mono 是苹果在 4-6 级城市授权的独立门店。MONO 门店作为苹果产品授权专卖店，所有陈列均严格按照苹果厂家要求，店员经过严格的培训与考试，在门店运营过程中严格要求和管理，强化服务培训，并持续进行销售考察与陈列检查。

图 20：苹果官网销售渠道查询


**查找地点**

---

**销售**

Apple Store 商店、Apple 授权经销商和 企业经销商

[探索销售地点 >](#)



---



**服务**

Apple Store 商店、Apple 授权服务提供商和 企业客户服务商

[探索服务地点 >](#)

资料来源：苹果官网，天风证券研究所

### 2.1.2. 华为：手机业务下滑，鸿蒙系统未来前景广阔

华为在国内市场市占率在过去一直处于领先地位，在 2021 年度以及 2022 上半年 5G 手机市占率仍然排名第一，华为 p40 系列在市场反响很好，在各年龄段的消费者群体中都是热门机型。但是美方制裁、芯片断供对华为手机业务的打击是巨大的，华为市占率已大幅下降，我们预计国内高端手机市场或将苹果占据，中低端市场或将逐渐被国内其他品牌瓜分，海外业务也将受到一定影响，为扭转局势，华为积极布局鸿蒙系统手机。

图 21：华为 5G 手机市场市占率情况

手机品牌市占率			2022 三季度市占率情况	
时间	市占率	排名		
2022 三季度	14.80%	4	<input type="checkbox"/>	分机型市占率第五：华为 P40 Pro (1.8%)
2022 二季度	20.80%	1	<input type="checkbox"/>	分机型市占率第六：华为 P40 (1.7%)
2022 一季度	23.10%	1	<input type="checkbox"/>	45+ 年龄段品牌市占率第一 (23.5%)
2021 年	29.20%	1	<input type="checkbox"/>	在一线、新一线、二线城市市占率均在 20% 左右

资料来源：每日互动网，天风证券研究所

华为在被美国制裁后，正式发布了鸿蒙系统，未来应用前景广阔。IOS 和安卓系统都是由美国开发的，由于禁令谷歌停止了对华为安卓操作系统的认证和运行，不再向华为提供 GMS ( Google Mobile Service ) 服务。鸿蒙系统是华为 2012 年开始自主研发的，是打破美

国垄断的一个现实方案。鸿蒙系统旨在实现万物互联，它的应用不局限于手机、手表、平板等，而是面向全终端、全平台，涵盖智能家居、智慧办公、智慧出行、运动健康等场景。同时华为推出对标GMS的HMS (Huawei Mobile Services)，目前全球两大移动应用生态系统是GMS和IOS，华为推出的第三个生态HMS已成为全球第三大移动应用生态。芯片断供后，鸿蒙生态系统是华为业务的延申，同时华为为布局新能源汽车赛道也依赖鸿蒙智能座舱的赋能，且鸿蒙以万物互联为目标，未来应用前景广阔。

### 2.1.3. 三星：国内市场认可度较低，未来发展空间较小

虽然三星在海外市场仍然处于领先地位，但其国内市场发展一直在衰退。2022 三季度三星在国内 5g 手机品牌市占率不足 1%，同时国产安卓手机小米、华为等迅速崛起占据市场。由于三星未来在国内发展前景并不乐观，国内消费者群体对三星的认可度较低，公司三星代理业务的发展空间很小，我们认为未来这一块营收和利润可能随着三星在国内市场的没落而进一步下降。

## 2.2. 聚焦数字化分销与零售，构建“一网一平台”

### 2.2.1. 打造“线下网络，线上平台”产业生态系统

在线下零售方面，天音拥有苹果、华为、三星等主流品牌代理权。同时天音旗下连锁品牌“易修易购”获得多品牌手机销售及售后授权，通过“1+6+N”模式融入了手机售后、3C 数码、手机保险等品类，拓展通信产品维修业务。

在线下分销方面，天音控股多年深耕渠道，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。国内智能终端分销和零售领域的龙头是天音控股和爱施德。天音控股通过设立 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。

图 22：天音与爱施德线下分销网络对比



资料来源：天音控股 2021 年报、爱施德 2022 中报，天风证券研究所

在线上分销方面，天音与京东合作建设京东 2B 商城。2022 年 9 月 2 号，天音控股发布公告称公司全资子公司天音通信有限公司以自有资金 12,000 万元人民币向北京讯东信通科技有限责任公司进行增资，并与讯东信通和其现有股东宿迁涵邦投资管理有限公司（京东集团的全资子公司）签署相应合资协议，天音通信持有讯东信通 40%股权。

天音线下渠道与线上资源强强联合。天音作为具备线下渠道覆盖拓展、销售运营服务能力

的手机代理商，在致力于不断做深、夯实下沉式渠道网络的同时，有效整合公司与产业链上下游的连接，着力打造高效的全渠道社会化营销网络。天音与京东合作能够满足品牌厂商线上线下整合营销的诉求，有利于公司进一步拓展市场，符合公司战略发展规划，有助于提升公司核心竞争力和持续发展能力。

**在线上零售方面，公司依托能良电商平台发展智慧零售。**业务覆盖天猫、京东、拼多多、抖音、快手、微信六大平台，在苏宁、亚马逊、有赞、得物、小米有品等平台进行业务拓展。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，延伸至配件、智能穿戴、影音、电器、母婴、个人护理、服饰家纺、生活日用等丰富品类。通过产品采销、线上运营、仓储配送，客户服务、其他增值服务等环节，高效触达用户，真正实现“好店铺、好产品、好价格、好服务”。

**能良电商服务超过千万用户，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需求为中心的线上渠道零售商。**通过自有仓储：金华 30000 m<sup>2</sup> 仓库，云仓合作：八大京仓、十三大菜鸟仓、欧瑞特供应链，物流合作：顺丰，德邦，跨越 EMS 等深入合作，持续优化仓储实力，实现人力资本增值和供应链资本增值。公司持续聚焦全平台和全品类供应链布局，开设手机、家电数码、智能家居、母婴家纺、食品百货、美妆服饰、直播等事业部，通过获得苹果、华为、oppo、vivo、大疆、好奇、九阳等众多知名品牌的授权，以自有直播、大咖带货、短视频等互联网营销手段在天猫、京东、拼多多、抖音、快手、微信六大平台为用户提供丰富的产品，打造智慧零售服务新模式。

图 23：能良电商业务概况



资料来源：天音控股 2022 中报，天风证券研究所

### 2.2.2. 天音与华为、苹果等主流品牌深度合作，拉动主营业务增长

天音控股是苹果核心代理商，同时具有线上、线下分销和线下零售三大渠道授权。天音也是京东平台上苹果品牌最大供应商。2022 年苹果在国内 5G 手机市场市占率第一，为天音的主营业务带来稳定增长的营业收入。

图 24：苹果 2022 年 5G 手机市占率情况

## 2022年度5G手机品牌市占率



资料来源：每日互动，天风证券研究所

天音在全国核心商圈开设运营苹果 APR 店近 160 家、mono 店 750 余家，授权项目店 1127 家。同为苹果核心经销商的爱施德 2022 年中报披露，公司同时管理和运营 2,800 多家苹果授权门店和网点。天音与苹果保持长期深度合作关系，凭借自身强大的渠道网络和分销能力，长期保持领先的市场份额。天音在苹果 APR 店的布局上优于爱施德，但授权门店数量、苹果售后维修授权等方面，爱施德市场覆盖度和保障服务更加全面。

图 25：天音控股与爱施德对比



资料来源：天音控股 2022 半年报、爱施德 2022 半年报，天风证券研究所

天音也是华为深度合作的核心代理商。华为在国内有一万多家授权店，其中天音就开设了华为 HESR 店（面向新兴市场的华为体验店）共 1453 家。同时，公司承接华为公司官方维修售后业务，以维修业务为主，以手机、融合、配件等产品销售及相关保险销售为辅，为客户提供全方位的服务，目前共开设 50 家官修门店。同时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。天音控股营业收入主要来自通信产品收入，我们认为天音线下零售渠道的不断扩张有利于华为手机市占率的提升，进而为天音带来营收增长。

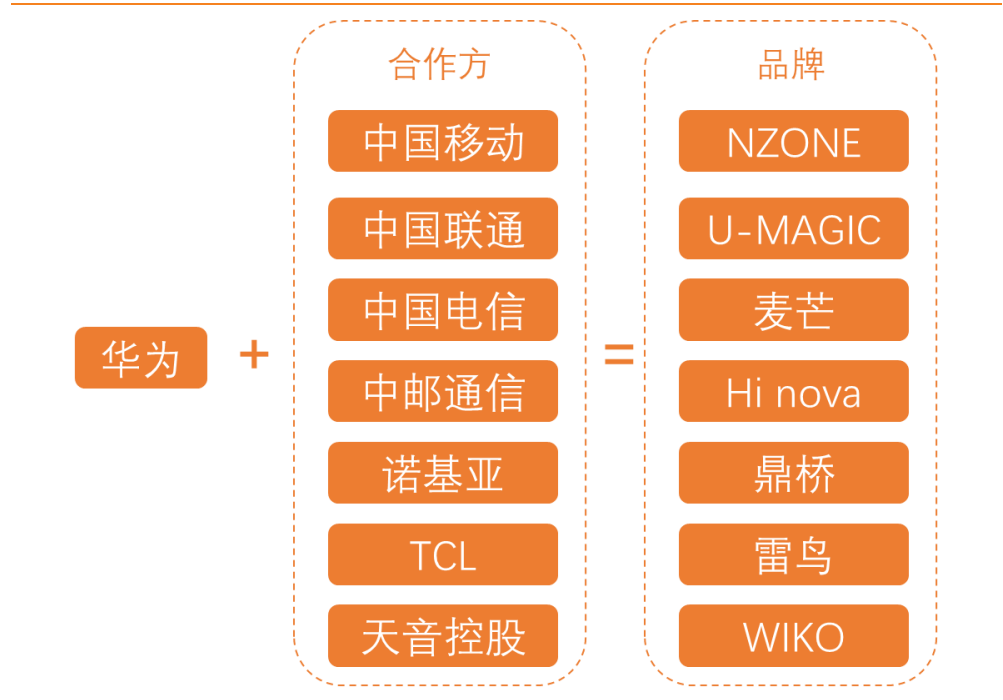
### 2.2.3. 收购 WIKO，与华为合作

公司收购东莞唯科是深化“1+N”战略发展、实施产业投资、延伸产业链的关键一步。此次成功收购，实现了天音控股向手机产业链上游布局的延展。通过本次收购，可依托公司丰富的渠道资源和全面的产业整合能力，以及深莞两地手机产业优势和完整的产业链格局，有利于公司进一步拓展市场，提升公司核心竞争力，深度参与新兴市场增长红利。

借助 WIKO 业务成熟的自有品牌、供应商体系、销售渠道和运营资源，拓展海外业务。WIKO 业务自 2011 年于法国创立，经过在欧洲、泰国、北美等地的多年运营，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。依托公司丰富的渠道资源和全面的产业整合能力，以及深莞两地手机产业优势和完整的产业链格局，借助 WIKO 业务成熟的自有品牌、供应商体系、销售渠道和运营资源，串联起手机 ODM 厂商、品牌厂商、分销渠道之间的紧密联动，将公司打造成专注于研发与销售的手机品牌厂商。

WIKO 新品 22 年 12 月在国内上市，与华为合作。

图 26：华为智选手机品牌



资料来源：华为商城，京东商城等，天风证券研究所

WIKO 手机兼具“5G+鸿蒙”。Wiko 于 22 年 12 月底已发布最新的手机，售价 1999 元起。作为鸿蒙生态手机，WIKO 5G 具备鸿蒙分布式能力，并获得了 HarmonyOS Connect 认证。此次发布的 WIKO 5G 继承了经典的鸿蒙特性，如安装鸿蒙应用、鸿蒙多设备控制中心、超级终端、鸿蒙原子化万能卡片、畅连通话、大文件夹、纯净模式、小艺建议服务、分布式文件系统、鸿蒙多机位模式等。

图 27：Wiko 鸿蒙生态手机



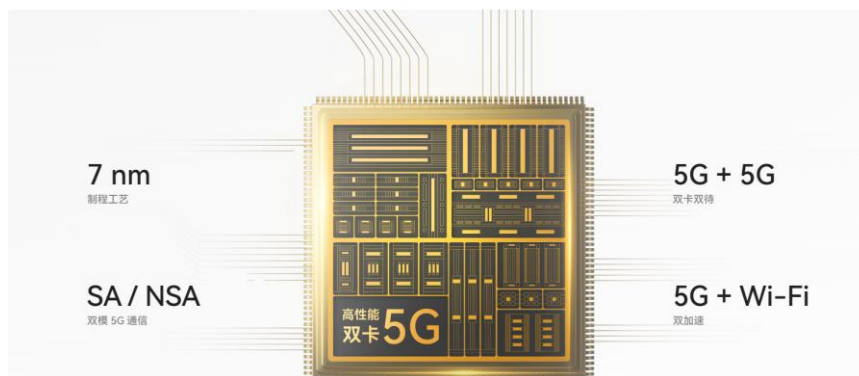
资料来源：OST 开源开发者微信公众号，天风证券研究所

**性能卓越。**Wiko 手机搭载天玑 700 5G 芯片，处理大型文件能力较强。同时芯片面积更小，功耗更低，高画质游戏也能始终酣畅淋漓。此外，配备 256GB 大内存，最高支持 512GB 拓展存储。

图 28：Wiko 手机搭载天玑 5G 芯片

## 5G 芯片，实力再升级

搭载天玑 700 5G 芯片，性能更胜一筹，处理大型文件也能得心应手。芯片面积更小，功耗更低，高画质游戏也能始终酣畅淋漓。



资料来源：Wiko 官网，天风证券研究所

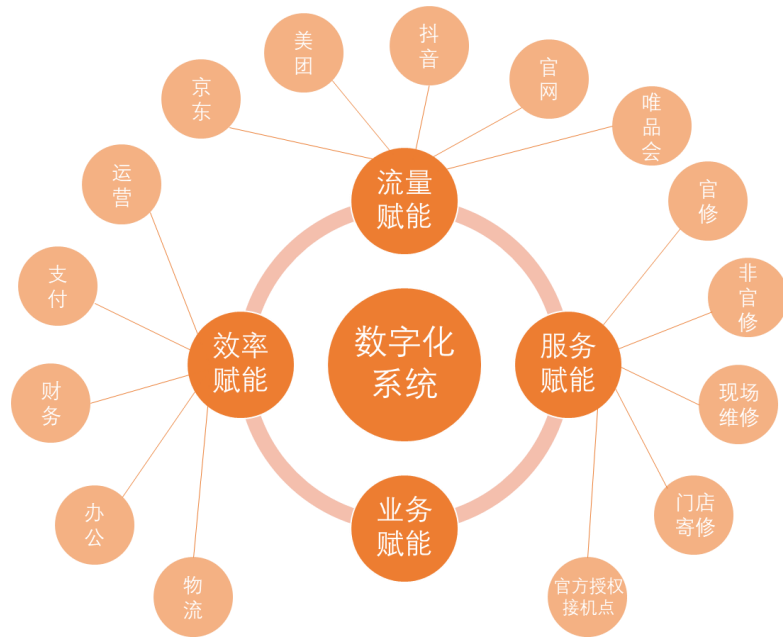
### 2.3. 利用渠道网络，延伸手机维修业务

公司聚焦 3C 数码分销和零售，发展手机售后维修服务。天音控股全资子公司天音科技专注售后维修，旗下孵化的“易修易购”向 C 端消费者提供数码 3c、手机维修、折扣购机回收等一站式服务，线上通过京东、美团等平台提供就近门店的维修服务，线下已开设 30 家“易修易购”MALL 店，形成了区域连锁，并获得多品牌手机销售及售后授权，通过“1+6+N”（1 是手机维修，6 是手机销售、回收、数码配件、智能产品、运营商、智能家居；N 是电子烟等快消品类延伸）模式融入了手机售后、3C 数码、手机保险等品类形成全渠道融合。

公司自主研发易修易购系统，在四个方面对商业伙伴进行赋能。一是流量赋能，系统对接

京东、美团、抖音、易修易购官网、唯品会等主流线上渠道，系统可以同步线上客户下单数据并进行门店智能分配，总部线上运营团队持续拓展线上客群并导入系统为线下门店引流。二是服务赋能，易修易购系统提供标准化售后服务流程和功能，提供非官修、官修多元化服务，涵盖现场维修、门店寄修、官方授权接机点等多场景应用，同时整合专业维修技术培训资源，线上线下全面提升维修人员能力。三是效率赋能，易修易购实现全数字化管理，易修易购系统在技术层面大同钉钉办公系统、主流电商平台、回收业务系统、统一支付平台、欧唯特物流系统、金蝶财务系统等，打造集运营、办公、财务、支付、物流一体化的综合运营平台。四是业务赋能，系统与易修易购 1+6+N 业务模式紧密贴合。

图 29：易修易购系统



资料来源：易修易购官网，天风证券研究所

### 3. 天音与华为携手布局新能源汽车赛道

#### 3.1. 新能源汽车行业快速发展，华为积极布局新赛道

**新能源汽车销量有望快速增长，多巨头积极布局。**新能源汽车代替燃油汽车趋势持续演进，技术的迭代更新会不断降低厂商成本，同时充电站等基础设施建设也会推动新能源汽车的发展。百度从 2013 年布局无人驾驶；阿里巴巴 2015 年 4 月 8 日宣布整合旗下汽车相关业务，成立阿里汽车事业部；腾讯与车企合作打造智能车载系统和云服务；华为也在汽车赛道上积极布局。

华为通过两种模式与汽车企业合作，一种是 HI (Huaweiinside) 模式，作为零部件供应商，与车企开展深度合作，为车企提供核心零部件，HI 模式的代表便是极狐和阿维塔，车辆由整车企业负责运营，华为稍弱化为合作伙伴角色；另一种是华为智选模式，由华为智能汽车解决方案部门负责，根据车企需求，在华为全栈智能解决方案基础上与其共同定制、开发，但不参与整车开发制造，智选模式的典型代表是问界，在华为门店销售。

图 30：问界概况

品牌

赛力斯  
+  
华为

车型

问界M5  
问界M5 EV  
问界M7

华为赋能

Harmony OS 智能座舱  
智能互联

资料来源：问界官网，天风证券研究所

问界搭载的 Harmony OS 智能座舱是其独特的优势，提升了用户的人车交互体验，用户可以实现车表互联、车与手机互联、车与智能家居互联、车与儿童座椅互联。此外，销售渠道也是问界打开市场的一个重要因素，华为已经在线下布局了大量的零售店，华为提供渠道零售以及品牌营销帮助销售。天音控股在与华为深度合作的基础上，未来也会一起合作布局汽车销售业务。

2022 年 10 月，华为问界系列销量达 12038 辆，其中问界 M5 销量 6812 辆，问界 M7 销量 5226 辆，在新能源 SUV 销量分别排第 9 和第 11。在 2022 年前十个月，问界 M5 总销量 45884 辆，排名第九。

表 6：新能源 SUV 销量排行榜

排名	2022.10		2022.1-10	
	车型	销量 (辆)	车型	销量 (辆)
1	比亚迪宋	56138	比亚迪宋	341401
2	比亚迪宋 plus	20418	特斯拉(Model Y)	233503
3	比亚迪唐	16989	比亚迪元 plus	126154
4	特斯拉(Model Y)	14391	比亚迪唐	108890
5	埃安(Aion Y)	12615	埃安(Aion Y)	94714
6	哪吒 V	11721	哪吒 V	82855
7	极氪 001	10119	理想 ONE	77675
8	理想 L9	9181	极氪 001	49593
9	<b>问界 M5</b>	<b>6812</b>	<b>问界 M5</b>	<b>45884</b>
10	哪吒 U	6295	哪吒 U	44945
11	<b>问界 M7</b>	<b>5226</b>	ID.4 CROZZ	38672
12	ID.4 CROZZ	3284	蔚来 ES7	38354
13	哈弗 H6 PHEV	3031	零跑 C11	38331
14	蔚来 ES7	2814	埃安(Aion V)	29378
15	埃安(Aion V)	2671	ID.4 X	28003

资料来源：乘联会，天风证券研究所



### 3.2. 依托线下零售店实现渠道复用，协助华为汽车销售落地

天音与华为已经有多年深度合作经验，将携手发展新能源汽车业务。天音与华为一起开设 HESR 店共 1453 家。同时，天音控股还承接了华为公司官方维修售后业务，以维修业务为主，辅以手机、融合、配件等产品销售及相关保险销售，为客户提供全方位的服务，目前共开设 50 家官修门店。天音控股长期看好新能源汽车销售业务，深耕渠道，有助于华为汽车新业务提高市占率、提高销量、打响品牌。

汽车销售业务方面，公司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，除开对原有店铺通过扩大店内面积进行升级改造外，目前已经在河北省率先逐步拓展通过“汽车快闪店”快速布局线下实体店铺汽车销售业务，截至 2022 年 9 月该项目仍处于前期筹备期，未来目标通过‘汽车快闪店 VS 线下品牌授权店’联动模式帮助客户实现汽车试驾、售前咨询等服务，实现将现有客户进行有效导流，协助华为新能源汽车销售落地。公司长期看好新能源汽车销售业务，未来将利用自身龙头渠道商优势，以多年成熟渠道营销管理经验为抓手，布局新能源汽车销售业务。

## 4. 盈利预测

### 4.1. 盈利预测

核心业务假设：

业务基本假设：

通信产品销售业务方面，考虑到 22 年消费电子、消费产品销售需求较为疲软，预计需求开始逐步回暖，预计 23-25 年收入增速分别为 5%、5%、5%，毛利率皆为 3.0%；

电商及零售业务是公司大力开拓业务，公司今年在电商平台加速拓展下迎来高增，后续稳定快速增长，预计 23-25 年该业务收入增速分别为 40%、35%、30%，快速增长业务逐步稳定后展现规模效应，预计毛利率小幅提升企稳，预计 23-25 年毛利率为 3.5%、3.7%、4.0%；

通信产品维修业务公司目前初步开拓，业务有望迎来稳健增长，并与通信产品销售有所协同，预计 23-25 年收入增速分别为 20%、18%、15%，毛利率由于行业竞争较为激烈，预计延续小幅度下滑，23-25 年分别为 22%、21.5%、21%；

彩票业业务假设 23-25 年收入增速分别为 15%、12%、10%，毛利率皆为 53%；

其他主营业务 2023-2025 年收入增速皆为 5%，毛利率皆为 30%。

表 7：公司业务拆分预测（单位：亿元）

		2022A	2023E	2024E	2025E
通信产品销售	业务收入	655.36	688.12	722.53	758.66
	同比增长率	1.32%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	635.11	667.48	700.85	735.90
	毛利率	3.09%	3.00%	3.00%	3.00%
电商及零售	业务收入	99.59	139.43	188.23	244.70
	同比增长率	83.72%	40.00%	35.00%	30.00%
	成本	96.02	134.55	181.27	234.92
	毛利率	3.59%	3.50%	3.70%	4.00%
通信产品维修	业务收入	3.23	3.88	4.58	5.26
	同比增长率	35.14%	20.00%	18.00%	15.00%
	成本	2.50	3.02	3.59	4.16
	毛利率	22.50%	22.00%	21.50%	21.00%
彩票业	业务收入	3.60	4.14	4.64	5.11

	同比增长率	13.90%	15.00%	12.00%	10.00%
	成本	1.73	1.95	2.18	2.40
	毛利率	52.00%	53.00%	53.00%	53.00%
其他主营业务	业务收入	2.48	2.61	2.74	2.88
	同比增长率	-26.84%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	1.75	1.83	1.92	2.01
	毛利率	29.44%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	业务收入	764.27	838.19	922.72	1016.60
	同比增长率	7.64%	9.67%	10.09%	10.17%
	成本	737.12	808.83	889.81	979.38
	毛利率	3.55%	3.50%	3.57%	3.66%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 4.2. 投资建议

公司深耕 3C 产品销售领域，同时延伸业务布局，打造线上电商平台以及利用当前渠道资源进行汽车销售，公司规模优势显著。预计公司 23-25 年归母净利润为 2.5/3.2/4.1 亿元，截至 2023 年 5 月 5 日收盘价，对应 23-25 年市盈率分别为 43、33、27 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

## 5. 风险提示：

- 1、消费电子景气度低迷导致手机分销和零售业务的收入和毛利不及预期：**目前消费电子整体景气度较差，疫情好转后可能会有所复苏，但也存在行业景气度持续低迷，导致公司相关业务销售收入与毛利情况不及预期的可能。
- 2、天音代理手机品牌市占率走低导致核心业务营收不及预期：**天音控股是苹果、华为、三星核心代理商，但是目前国内只有苹果品牌市占率保持稳定，华为与三星手机的市占率和影响力呈下降态势，可能对公司核心业务营收带来影响。
- 3、汽车行业竞争加剧的风险：**在政策推动和需求持续增长的背景下，新能源汽车行业预计快速发展，但存在新进入者增多的风险，导致华为汽车销量不及预期。
- 4、WIKO 新品上市销量不及预期：**WIKO 之前一直在海外发展，国内知名度和认可度较低，年底新品上市后销量可能不及预期。目前国内手机市场行业集中度较高，WIKO 能否依托华为智选打开国内市场仍是不确定的。
- 5、财务风险：**公司资产负债率逐年走高，2022 三季报数据显示资产负债率达 88.88%，且近几年经营性现金流波动较大，公司财务费用较高，资金链压力较大。
- 6、信息披露合规风险：**2021 年 7 月末至 9 月，天音控股股价异常上涨却两次发布公告表示公司不存在按规定应予以披露而未披露的情形。直到 2021 年 9 月 11 日，天音控股发布《关于筹划重大事项的提示性公告》称，公司拟筹划参与联合收购某手机品牌业务，收购范围拟涉及品牌商标、研发及供应链等。因股价提前大涨，天音控股被质疑涉嫌内幕交易。2022 年 1 月，因信息披露存在不及时、不准确、不完整情形，深交所决定对天音控股及相关当事人给予通报批评处分。
- 7、测算具有一定主观性，仅供参考：**本报告测算部分通过既有假设进行推算，仅供参考。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,703.03	4,250.40	5,029.12	5,536.32	6,099.62	营业收入	70,999.51	76,426.95	83,818.61	92,271.94	101,660.35
应收票据及应收账款	870.29	1,032.88	1,202.29	1,360.82	1,519.55	营业成本	68,644.90	73,711.82	80,883.05	88,981.37	97,938.22
预付账款	2,710.07	4,977.75	3,110.56	6,776.26	4,105.76	营业税金及附加	52.83	46.74	51.26	56.43	62.17
存货	3,994.00	5,331.23	4,554.48	7,626.92	4,962.37	销售费用	1,156.66	1,385.46	1,542.26	1,679.35	1,850.22
其他	561.52	643.10	685.29	707.42	763.97	管理费用	331.88	352.96	402.33	461.36	518.47
<b>流动资产合计</b>	<b>13,838.92</b>	<b>16,235.35</b>	<b>14,581.72</b>	<b>22,007.74</b>	<b>17,451.28</b>	研发费用	86.72	74.04	92.20	92.27	101.66
长期股权投资	208.05	200.58	200.58	200.58	200.58	财务费用	357.73	526.06	264.19	294.63	320.25
固定资产	91.03	97.29	678.85	1,104.24	1,388.80	资产/信用减值损失	(80.86)	(139.84)	(133.12)	(125.85)	(130.00)
在建工程	834.80	1,321.13	1,484.79	1,179.35	895.55	公允价值变动收益	0.00	0.00	(0.50)	0.00	0.00
无形资产	1,256.08	1,215.33	1,138.50	1,071.18	1,003.85	投资净收益	(7.06)	(1.07)	1.00	(2.38)	(0.82)
其他	2,118.51	2,349.86	2,142.22	2,341.74	2,341.74	其他	150.40	258.73	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,508.48</b>	<b>5,184.19</b>	<b>5,644.94</b>	<b>5,897.09</b>	<b>5,830.52</b>	<b>营业利润</b>	<b>306.31</b>	<b>212.05</b>	<b>450.69</b>	<b>578.30</b>	<b>738.54</b>
<b>资产总计</b>	<b>18,347.39</b>	<b>21,419.54</b>	<b>20,226.66</b>	<b>27,904.83</b>	<b>23,281.80</b>	营业外收入	2.19	4.03	2.50	2.00	2.84
短期借款	6,759.50	10,409.65	3,950.71	12,094.17	5,500.70	营业外支出	2.28	18.23	2.50	(2.33)	6.13
应付票据及应付账款	4,786.57	4,351.63	5,534.08	5,723.24	6,444.19	<b>利润总额</b>	<b>306.22</b>	<b>197.86</b>	<b>450.69</b>	<b>582.63</b>	<b>735.25</b>
其他	807.60	503.98	6,675.03	4,648.33	6,303.01	所得税	109.01	75.31	171.56	221.78	279.87
<b>流动负债合计</b>	<b>12,353.66</b>	<b>15,265.25</b>	<b>16,159.82</b>	<b>22,465.73</b>	<b>18,247.90</b>	<b>净利润</b>	<b>197.20</b>	<b>122.54</b>	<b>279.14</b>	<b>360.85</b>	<b>455.38</b>
长期借款	666.04	925.07	200.00	1,085.72	200.00	少数股东损益	(9.62)	12.67	27.91	36.09	46.05
应付债券	967.73	1,276.66	947.52	1,063.97	1,096.05	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>206.82</b>	<b>109.87</b>	<b>251.22</b>	<b>324.77</b>	<b>409.33</b>
其他	52.04	14.14	20.00	28.72	20.95	每股收益(元)	0.20	0.11	0.25	0.32	0.40
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,685.81</b>	<b>2,215.87</b>	<b>1,167.52</b>	<b>2,178.42</b>	<b>1,317.01</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>15,697.33</b>	<b>18,795.86</b>	<b>17,327.34</b>	<b>24,644.15</b>	<b>19,564.91</b>	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	31.59	42.53	70.45	106.53	152.59	营业收入	18.76%	7.64%	9.67%	10.09%	10.17%
股本	1,025.10	1,025.10	1,025.10	1,025.10	1,025.10	营业利润	62.42%	-30.77%	112.54%	28.31%	27.71%
资本公积	344.95	344.95	344.95	344.95	344.95	归属于母公司净利润	11.14%	-46.88%	128.65%	29.27%	26.04%
留存收益	1,279.53	1,236.71	1,487.94	1,812.70	2,222.03	<b>获利能力</b>					
其他	(31.10)	(25.62)	(29.12)	(28.61)	(27.78)	毛利率	3.32%	3.55%	3.50%	3.57%	3.66%
<b>股东权益合计</b>	<b>2,650.07</b>	<b>2,623.68</b>	<b>2,899.32</b>	<b>3,260.68</b>	<b>3,716.89</b>	净利率	0.29%	0.14%	0.30%	0.35%	0.40%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>18,347.39</b>	<b>21,419.54</b>	<b>20,226.66</b>	<b>27,904.83</b>	<b>23,281.80</b>	ROE	7.90%	4.26%	8.88%	10.30%	11.48%
						ROIC	-384.98%	10.94%	4.62%	30.47%	6.20%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>偿债能力</b>					
净利润	197.20	122.54	251.22	324.77	409.33	资产负债率	85.56%	87.75%	85.67%	88.32%	84.04%
折旧摊销	98.84	100.59	121.61	147.38	166.57	净负债率	103.37%	320.50%	3.76%	268.45%	19.95%
财务费用	227.57	385.25	264.19	294.63	320.25	流动比率	0.99	0.98	0.90	0.98	0.96
投资损失	7.06	1.07	(1.00)	2.38	0.82	速动比率	0.70	0.66	0.62	0.64	0.68
营运资金变动	(4,270.97)	(5,032.75)	8,692.11	(8,952.89)	7,488.80	<b>营运能力</b>					
其它	361.04	612.54	27.41	36.09	46.05	应收账款周转率	87.83	80.32	75.00	72.00	70.59
<b>经营活动现金流</b>	<b>(3,379.25)</b>	<b>(3,810.76)</b>	<b>9,355.54</b>	<b>(8,147.66)</b>	<b>8,431.81</b>	存货周转率	21.71	16.39	16.96	15.15	16.15
资本支出	345.25	572.94	784.14	191.28	107.77	总资产周转率	4.35	3.84	4.03	3.83	3.97
长期投资	(10.68)	(7.47)	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标(元)</b>					
其他	(1,306.07)	(1,448.69)	(1,572.14)	(393.65)	(208.59)	每股收益	0.20	0.11	0.25	0.32	0.40
<b>投资活动现金流</b>	<b>(971.50)</b>	<b>(883.23)</b>	<b>(788.00)</b>	<b>(202.38)</b>	<b>(100.82)</b>	每股经营现金流	-3.30	-3.72	9.13	-7.95	8.23
债权融资	5,039.76	3,690.83	(7,785.32)	8,856.73	(7,768.52)	每股净资产	2.55	2.52	2.76	3.08	3.48
股权融资	(62.82)	5.48	(3.50)	0.51	0.83	<b>估值比率</b>					
其他	19.57	(15.60)	(0.00)	(0.00)	0.00	市盈率	52.54	98.90	43.25	33.46	26.55
<b>筹资活动现金流</b>	<b>4,996.50</b>	<b>3,680.72</b>	<b>(7,788.82)</b>	<b>8,857.24</b>	<b>(7,767.69)</b>	市净率	4.15	4.21	3.84	3.45	3.05
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	21.09	15.71	9.41	15.03	7.19
<b>现金净增加额</b>	<b>645.75</b>	<b>(1,013.27)</b>	<b>778.72</b>	<b>507.20</b>	<b>563.30</b>	EV/EBIT	23.16	17.15	10.65	17.10	8.14

资料来源:公司公告,天风证券研究所

## 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