

爱施德 (002416)

证券研究报告

2021年09月30日

行业领先的全渠道销售服务商，品类扩张打开新增长极

业内领先的数字化分销和零售服务商，营收净利润近年快速增长

公司成立于1998年，目前公司围绕移动通讯终端产品、数码电子消费产品、通信服务、移动互联网、金融等领域，形成了智慧供应链平台、智慧连接平台、智慧零售平台三大业务板块。近年来公司进一步向上整合3C数码新品牌和新品类优质资源，盈利能力持续提升。2020年实现营业收入641.9亿元，同比增长14.69%，实现营业利润9.62亿元，同比增长151.45%。

业务分析：分销+零售，双轮驱动公司业绩增长

近年来，公司在保持分销业务稳定发展的基础上，积极拓展数字零售业务：

1) **对接B端品牌商**，为其提供智能手机分销，3C数码分销，快消品分销，以及高效的供应链运营服务，满足品牌商对商品采购，储运，销售，资金等方面的需求。公司长期以来保持手机分销领域的领先地位，深耕手机分销行业二十多年，是苹果、荣耀、三星等品牌的中国一级代理商。

2) **积极布局C端零售业务**，创立了聚焦苹果业务的酷动数码(Coodoo)体验店，深化与电子雾化器领导品牌悦刻的战略合作，设立本地化电商平台由你购，以及面向消费者的通信、手机保障等零售增值服务。其中，公司积极把握新兴行业发展机遇，持续深化与电子雾化器领导品牌悦刻的战略合作。

强大的销售服务网络构筑竞争壁垒，与阿里巴巴战略合作发力线上渗透

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10万家门店，管控5大配送中心和30余个区域分仓。同时，公司的3C数码分销和零售业务迅速规模化覆盖线上市场，正逐步形成行业最大的线上线下全渠道数字化分销及零售网络。2021年1月，公司与阿里巴巴全资子公司深圳爱优品电子商务有限公司签署业务合作协议，向爱优品提供包括供应链、物流管理、IT系统支持、供货渠道资源等完整的数字化供应链服务。此外，公司今年宣布拟出让子公司一号机科技控制权，以强化其独立融资能力，支持新兴业务快速发展。

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。基于上述原因，我们预计公司21-23年营收为784.26/917.06/1047.88亿元，归母净利润为9.73/12.81/16.05亿元；对应21-23年的PE为12.66/9.62/7.68X，考虑到公司作为国内领先数码及电子雾化烟龙头分销商的定位，其竞争优势较为突出，给予对应22年17倍PE，对应目标价为17.51元，给予“买入”评级。

风险提示：销售不及预期；新型烟草政策风险；与电子烟品牌合作不及预期；新零售体系、海外市场开拓不及预期；金融政策影响；疫情影响。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	55,969.32	64,189.96	78,425.97	91,706.01	104,787.52
增长率(%)	(1.78)	14.69	22.18	16.93	14.26
EBITDA(百万元)	957.07	1,369.75	1,505.54	1,948.19	2,396.47
净利润(百万元)	343.68	700.47	972.96	1,280.70	1,604.66
增长率(%)	(470.67)	103.81	38.90	31.63	25.30
EPS(元/股)	0.28	0.57	0.79	1.03	1.29
市盈率(P/E)	35.84	17.59	12.66	9.62	7.68
市净率(P/B)	2.49	2.28	1.97	1.79	1.60
市销率(P/S)	0.22	0.19	0.16	0.13	0.12
EV/EBITDA	7.63	4.34	8.07	3.78	3.44

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	商业贸易/专业零售
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	9.94元
目标价格	17.5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)	1,222.71
A股总市值(百万元)	12,318.46
流通A股市值(百万元)	12,153.69
每股净资产(元)	4.22
资产负债率(%)	57.59
一年内最高/最低(元)	15.27/7.19

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：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 公司概况：业内领先的数字化分销和零售服务商	4
1.1. 发展历程.....	4
1.2. 股权结构.....	5
1.3. 公司管理层.....	5
1.4. 财务分析.....	6
2. 业务分析：分销+零售，双轮驱动公司业绩增长	9
2.1. 数字化分销业务：公司的核心业务，近年来业务版图进一步扩大.....	10
2.1.1. 智能手机分销.....	10
2.1.2. 3C 数码分销.....	11
2.1.3. 快消品分销.....	11
2.1.4. 供应链综合服务.....	11
2.2. 数字化零售业务：营收不断增长，持续构建线上线下融合的新零售体系.....	12
2.2.1. 苹果零售服务——酷动数码（Coodoo）.....	12
2.2.2. 电子雾化器零售.....	13
2.2.3. 电商+本地化服务.....	13
2.2.4. 通信+增值服务.....	14
3. 竞争优势	15
3.1. 强大的销售服务网络构筑竞争壁垒，行业领先的全渠道服务商.....	15
3.2. 拓展 3C 电子新品类，深度绑定头部电子烟厂商.....	16
3.3. 构建三大智慧平台，覆盖全产业链条.....	18
4. 未来成长性	19
4.1. 5G 带动新一轮换机潮，市场份额不断提升.....	19
4.2. 持续深化与悦刻合作关系，海外市场有望成为新增长点.....	20
4.3. 加强自主创新孵化，布局多项新业务.....	22
5. 盈利预测及投资建议	22
6. 风险提示	23

图表目录

图 1：手机销售产业链及价值链.....	4
图 2：爱施德产业布局概览.....	4
图 3：爱施德发展历程图.....	5
图 4：截至 2020 年爱施德股权结构图.....	5
图 5：爱施德历年营业收入及其增速（亿元，%）.....	6
图 6：爱施德历年净利润及其增速（亿元，%）.....	6
图 7：2021H1 公司收入分产品占比（%）.....	7
图 8：2021H1 公司手机与非手机品类销售毛利率（%）.....	7
图 9：公司历年毛利率与净利率（%）.....	7

图 10: 公司历年各项费用率 (%)	7
图 11: 公司历年成本分业务拆分 (亿元)	7
图 12: 公司历年成本分产品拆分 (亿元)	8
图 13: 公司历年研发投入 (万元)	8
图 14: 公司历年资产周转率	9
图 15: 公司历年存货周转率	9
图 16: 爱施德业务构成	9
图 17: 公司 2020 年各项业务收入 (亿元)	9
图 18: 公司 2021H1 各项业务收入 (亿元)	9
图 19: 公司移动通信产品销售收入 (亿元)	10
图 20: 公司数码产品销售收入及毛利率	11
图 21: 公司金融及供应链服务业务收入和毛利率 (亿元, %)	11
图 22: 公司近年数字化零售业务收入 (亿元)	12
图 23: 爱施德零售平台	12
图 24: 酷动数码店面示意图	13
图 25: 由你购天猫旗舰店	13
图 26: 由你购本地化网络	13
图 27: 虚拟运营商商业模式	14
图 28: 公司通信服务业务收入以及毛利率 (亿元, %)	14
图 29: 2020 年爱施德天音控股各项费用率对比	15
图 30: 2020 年爱施德天音控股营运能力对比	15
图 31: 截至 2020 年深圳市一号机科技公司股权结构图	16
图 32: 一号机品类丰富	16
图 33: 悦刻市场占有率	17
图 34: 各电子烟品牌知名度排名	17
图 35: 悦刻存货周转天数	17
图 36: 悦刻销售费用率 (%)	17
图 37: 悦刻分渠道销售额 (亿元)	18
图 38: 公司构建三大智慧平台	19
图 39: 中国 5G 手机出货量 (万部)	19
图 40: 全球 5G 手机出货量占比预测	20
图 41: 全球智能手机出货量 (百万台)	20
图 42: 2019 可燃烟草成人用户数量 (TOP10, 亿人)	20
图 43: 2008-2019 年 中, 美, 日电子雾化产品用户渗透率变化 (%)	21
表 1: 我国电子烟政策	18
表 2: 公司分部业绩预测 (万元人民币)	22
表 3: 可比公司业绩及估值 (亿元人民币)	23

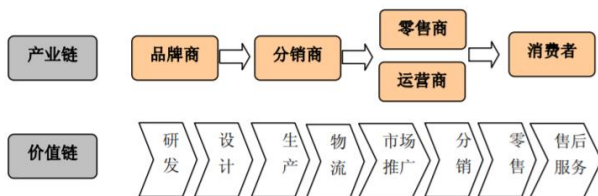
1. 公司概况：业内领先的数字化分销和零售服务商

爱施德（股票代码：002416）成立于 1998 年 6 月，于 2010 年 5 月 28 日在深圳证券交易所挂牌上市。经过近二十年的发展，公司成为以智能终端销售为基础，叠加金融与互联网的优秀供应链服务商。目前公司围绕移动通讯终端产品、数码电子消费产品、通信服务、移动互联网、金融等领域，形成了智慧供应链平台、智慧连接平台、智慧零售平台三大业务板块。

分销业务是公司的核心业务，爱施德长期以来保持手机分销领域的领先地位。作为手机分销商，公司连接上游手机品牌厂商和下游手机零售终端，运营商，有效提升手机从品牌厂商向最终消费者的流转效率，是手机销售行业中的重要组成部分。

近年来公司分销业务版图不断扩大，进一步向上整合 3C 数码新品牌和新品类优质资源，提升盈利能力。旗下公司“一号机”目前是电子烟厂商悦刻在国内销量贡献最大的战略合作伙伴，2020 年一号机贡献的销售额占悦刻总销售额的 17.4%，较 2020Q3 提升 2.3pct，截至 2021H1 已在全国拓展并运营 7000 多家悦刻专卖店和 3500 多个店中店，成为电子烟行业领先的新零售服务商。

图 1：手机销售产业链及价值链



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

图 2：爱施德产业布局概览



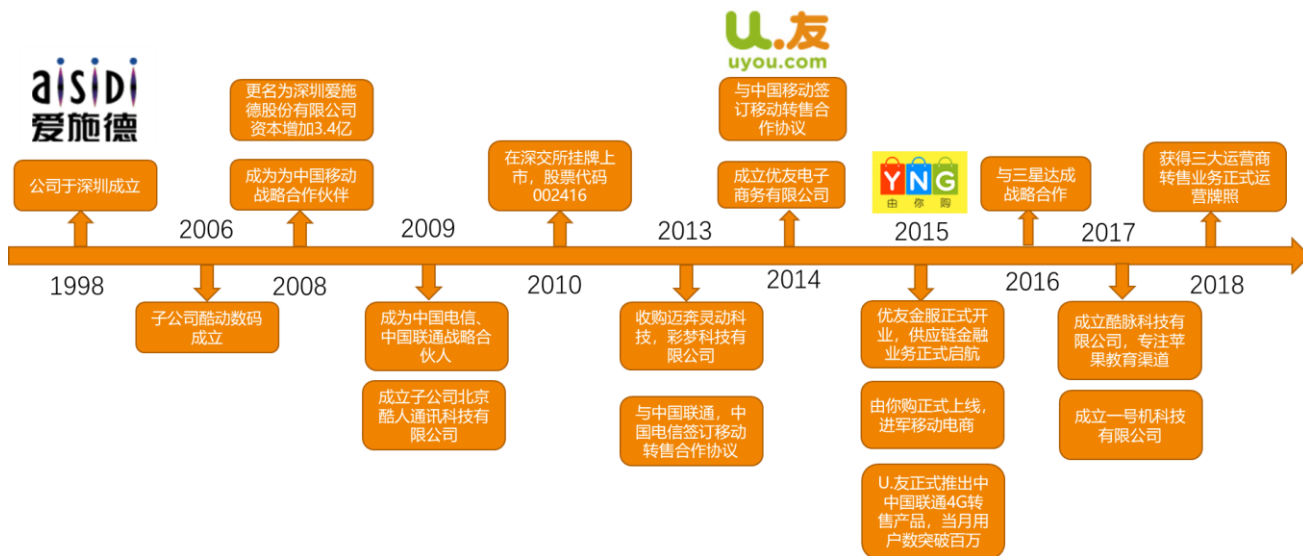
资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.1. 发展历程

公司成立于 1998 年，经过二十年的发展，已成为国内领先的 3C 数码分销和零售服务商。公司以手机分销业务起家，随着我国电商市场高速增长，公司加速产业转型升级，在线上积极开拓。2013 年公司收购迈奔灵动，彩梦科技高新技术公司，涉足移动互联网应用分发平台，推动公司整体向移动互联网转型，建立一体化 O2O 平台。

- **在通信服务领域**，公司于 2014 年完成与中国移动、中国联通和中国电信三大运营商签订移动转售合作协议，建设了覆盖全国的销售服务网络，拥有独立的移动转售品牌“U 友”。自主研发的客户管理系统、计费营账系统、渠道管理系统，使公司在跨境通信、物联网、通信接入等方面具有行业领先的竞争优势。
- **在分销领域**，2017 年，公司成立一号机科技有限公司，致力于构建全网全场景效率领先的渠道服务商。一号机业务涵盖手机通讯、3C 数码、小家电、电子烟等众多领域，成为 Sony、大疆、极米、SKG、科大讯飞、悦刻、等国内外优质品牌商战略合作伙伴。依托爱施德分销强大的渠道及组织能力，现已成为中国 3C 数码产品重要的分销平台。
- **在零售领域**，公司全资子公司深圳市酷动数码有限公司，已成为中国知名的新潮 3C 产品综合连锁零售商。旗下品牌 Coodoo，是美国苹果公司（Apple Inc.）在中国最核心的合作伙伴及最大授权零售商之一，苹果教育和企业渠道授权一级经销商。

图 3：爱施德发展历程图

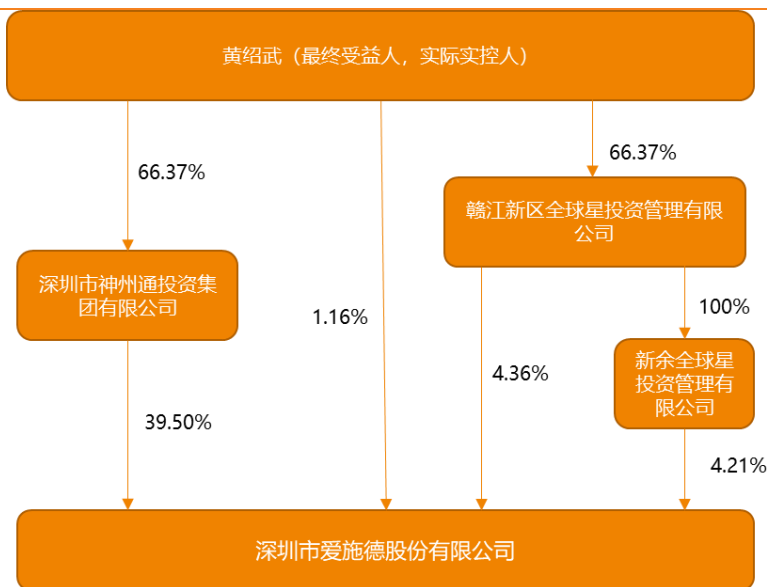


资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 股权结构

公司股权结构集中。第一大股东为深圳市神州通投资集团有限公司，持股比例为 39.5%。公司实际控制人为黄绍武，是深圳市神州通投资集团有限公司董事长、赣江新区全球星投资管理有限公司董事长、爱施德董事。

图 4：截至 2020 年爱施德股权结构图



资料来源：公司年报，天风证券研究所

1.3. 公司管理层

公司管理层经验丰富，社会资源广阔：

- **黄文辉**：现任本公司董事长。工商管理硕士。公司主要创始人之一，曾任江西东方明珠通信发展有限公司总经理控股股东，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**：现任公司副董事长、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。
- **陈亮**：现任公司副总裁。斯特拉斯克莱德大学（英国）通信管理硕士、中山大学通信工程硕士。曾任职于中国联通，历任中国联通广东省分公司网络优化中心总经理、个人客户部总经理、移动业务营销中心总经理、中国联通汕头市分公司总经理、中国联通吉林省分公司副总经理。
- **米泽东**：现任公司副总裁、财务负责人。中南民族大学货币银行学学士，中山大学 EMBA。曾在广东清远大中塑胶制品有限公司、聚友实业（集团）有限公司任职；2007 年任公司财务中心总监。
- **杨治**：现任公司副总裁。浙江大学学士，曾任本公司三星业务部总监，分销事业一部总经理，北京酷人通讯科技有限公司副总经理，分销联通事业部总经理。
- **刘红花**：现任本公司副总裁、内部审计部门负责人。本科学历，注册会计师、注册评估师。曾任江西南昌钟厂财务科长，江西南昌市红光机械厂财务科长，江西东方明珠通信实业有限公司财务部经理、本公司财务部经理、审计部经理。
- **吴海南**：现任公司副总裁、董事会秘书。南开大学学士，北京大学研究生。曾在宏源证券、北大方正、华为技术等公司担任投资总监等职位，曾任公司战略投资部总监。

1.4. 财务分析

不断拓展分销业务品类，营收净利润近年快速增长。分销业务是公司的核心业务，公司在手机分销的基础上积极拓展了电子烟和小家电等新消费品类，2020 年实现营业收入 641.9 亿元，同比增长 14.69%，2016-2020 年营业收入复合增长率为 7%。2018 年由于计提非经常性可供出售金融资产减值导致账面亏损，扣除非经常性损益后的净亏损为 0.9 亿元。2021H1 营业收入为 392.23 亿元，同比上涨 45.14%，净利润为 3.76 亿元，同比增长 15.6%。

公司 2021H1 业绩增长的主要原因在于手机销售稳步增长的前提下，进一步扩大线上市场、海外市场、合作品牌与合作品类，包括与新荣耀的全渠道合作以及与悦刻持续保持深入的战略合作，业务规模不断扩大。根据公司公告，爱施德与悦刻在 2019 年 8 月谈成代理合作，2020 年爱施德旗下公司“一号机”贡献销售额占悦刻全部销售额的 17.4%，约 6.65 亿元，成为其在国内销量贡献最大的合作伙伴，同时公司与悦刻在海外市场的合作亦发展迅速，已在英国、德国、法国、加拿大、韩国、菲律宾等 10 多个国家开展业务。

图 5：爱施德历年营业收入及其增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：爱施德历年净利润及其增速（亿元，%）

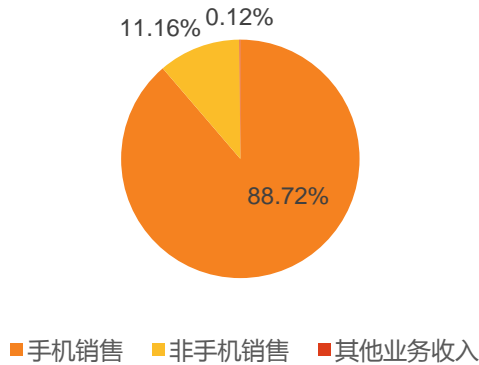


资料来源：Wind，天风证券研究所

产品方面，公司产品结构不断优化，持续扩充高毛利品类。2021H1 公司收入为 392.23 亿元，其中手机销售实现收入 347.99 亿元，占比 88.72%；非手机销售实现收入 43.78 亿元，

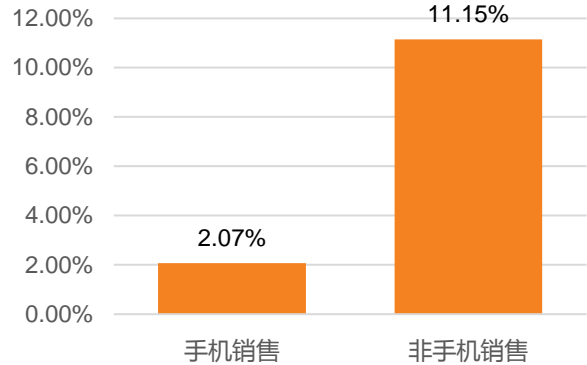
占比 11.16%。二者毛利率相差较大,手机品类毛利率为 2.07%,非手机品类毛利率为 11.15%。我们认为,未来公司有望凭借强大的资源获取能力,以及优秀的供应链运营能力,进一步向上整合 3C 数码新品牌和新品类优质资源,提升高毛利产品占比,带动业绩快速增长。

图 7: 2021H1 公司收入分产品占比 (%)



资料来源: 公司 2021H1 年报, 天风证券研究所

图 8: 2021H1 公司手机与非手机品类销售毛利率 (%)

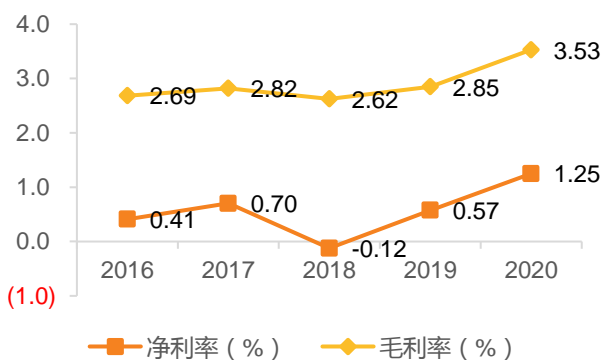


资料来源: 公司 2021H1 年报, 天风证券研究所

盈利能力方面, 公司近年利润率稳中有升, 各项费用率保持稳定并且占比较小。公司成本按业务分类, 主要在其分销业务, 2020 年分销业务成本 508.62 亿元, 占比 82.34%; 按产品分类, 主要在于手机产品, 2020 年手机销售成本为 550.6 亿元, 占比 89.13%。公司以手机分销业务起家, 尽管疫情带给手机行业巨大挑战, 但公司凭借高效的销售服务网络仍实现利润率稳中有升, 不断夯实业内领先地位。同时近年来公司致力于分销品类拓展, 强化在小家电、智能音箱、智能穿戴、平板等 3C 数码领域的市场开拓, 非手机品类占比逐渐提升, 盈利能力日益改善。2020 年实现营业利润 9.62 亿元, 同比增长 151.45%, 实现净利润 7.98 亿元, 同比增长 148.91%; 2021H1 公司实现营业利润 5.07 亿元, 同比增长 22.46%, 实现净利润 3.76 亿元, 同比增长 15.6%。

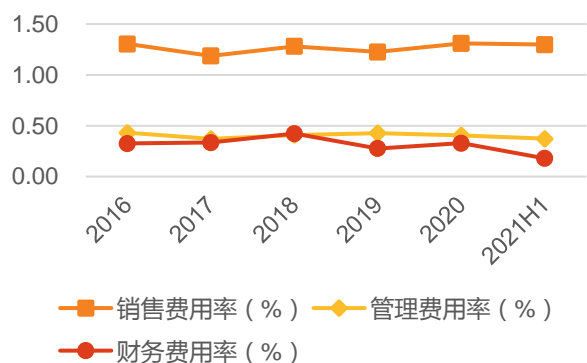
费用率方面, 公司各项费用率近年保持稳定。2021H1 销售费用 5.09 亿元, 同比提升 59.64%, 主要由于本期销售规模扩大以及去年同期疫情原因市场活动减少; 管理费用 1.4 亿元, 同比提升 39.18%; 财务费用 0.7 亿元, 同比下降 48.47%, 主要由于公司运营效率提升, 资金周转加快, 汇兑损失及贴现费用减少。

图 9: 公司历年毛利率与净利率 (%)



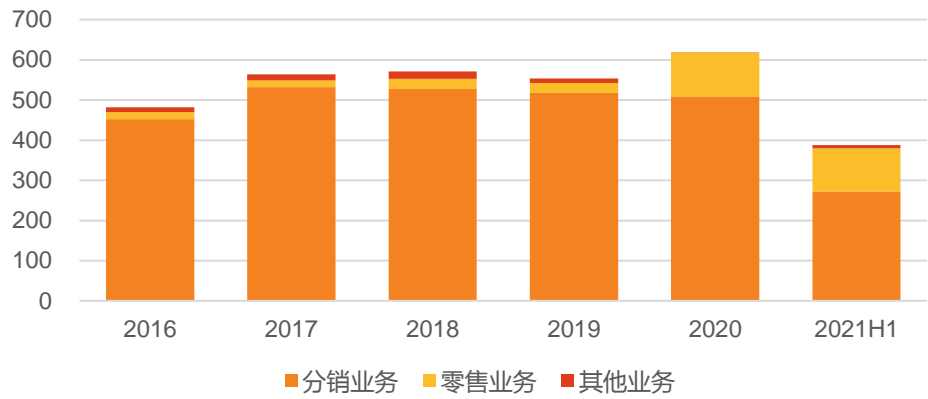
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 10: 公司历年各项费用率 (%)



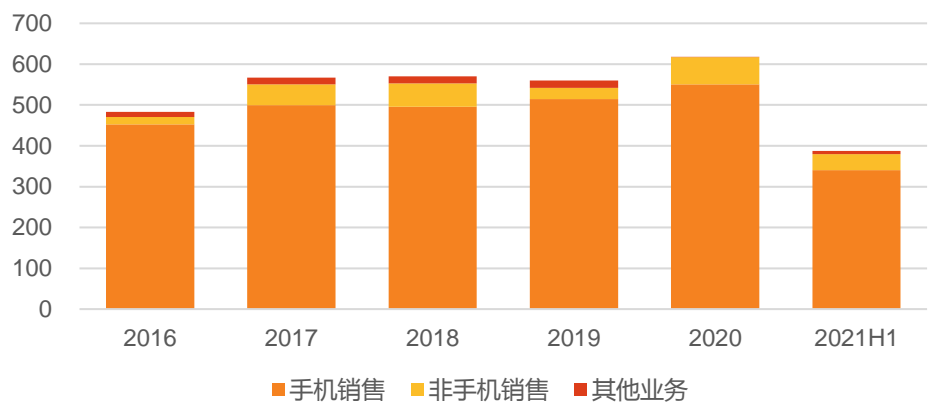
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 11: 公司历年成本分业务拆分 (亿元)



资料来源：公司年报，天风证券研究所

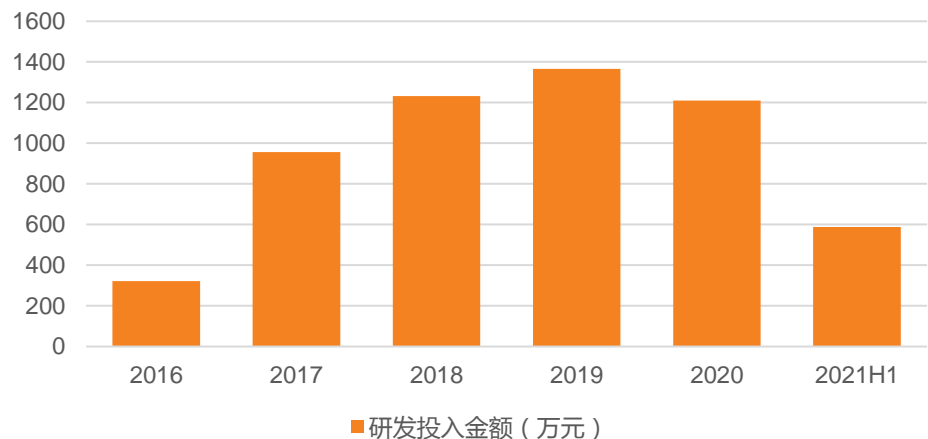
图 12: 公司历年成本分产品拆分 (亿元)



资料来源：公司年报，天风证券研究所

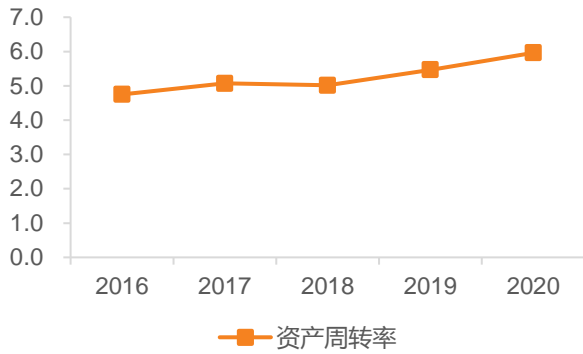
存货方面，公司供销体系全面数字化升级，存货和资产周转率不断上升。公司多年注重 IT 研发能力建设，2018 年以来研发投入维持在 1200 万元以上，2021H1 为 588 万元，同比增加 14.15%。分销业务上，公司在分销信息系统 4.0 基础上不断升级和完善，进一步应用移动互联网、人工智能、和云计算等技术，实现了信息流、物流、资金流的端到端可视化管理，提高运营效率。同时，公司于 2019 年成立了深圳市实丰科技有限公司，专注三星品牌运作，聚焦客户服务和终端体验优化。公司 2020 年资产周转率为 5.96 次，2019 年为 5.47 次；2020 年存货周转率为 27.03 次，2019 年为 23.12 次，均不断上升。

图 13: 公司历年研发投入 (万元)



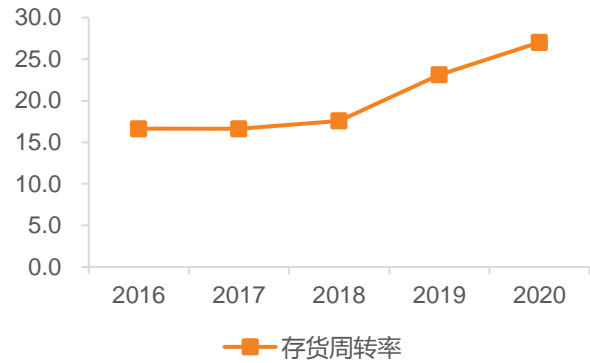
资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 14：公司历年资产周转率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：公司历年存货周转率

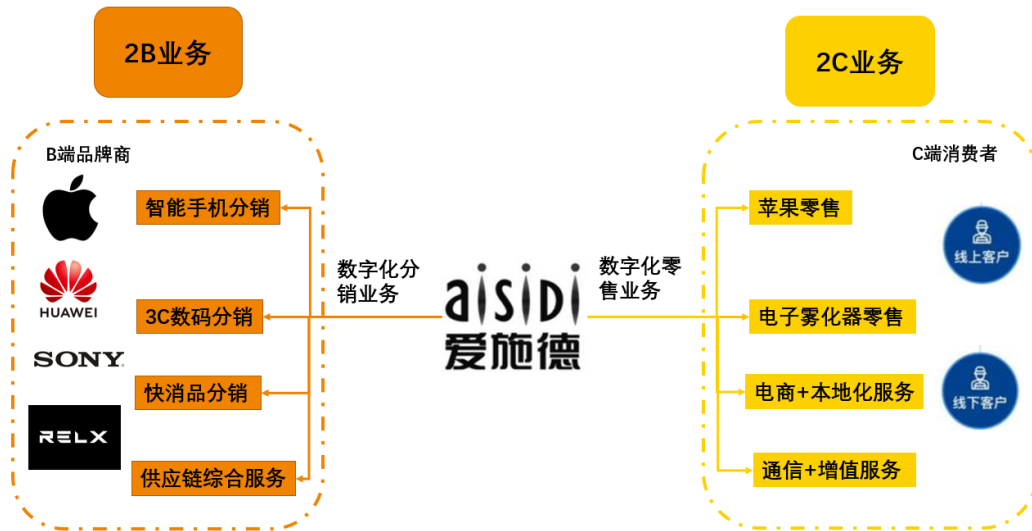


资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 业务分析：分销+零售，双轮驱动公司业绩增长

公司在保持分销业务稳定发展的基础上，积极拓展数字零售业务。一方面，公司对接 B 端品牌商，为其提供智能手机分销，3C 数码分销，快消品分销，以及高效的供应链运营服务，满足品牌商对商品采购，储运，销售，资金等方面的需求；另一方面，公司积极布局 C 端零售业务，创立了聚焦苹果业务的酷动数码（Coodoo）体验店，深化与电子雾化器领导品牌悦刻的战略合作，设立本地化电商平台由你购，以及面向消费者的通信、手机保障等零售增值服务。

图 16：爱施德业务构成

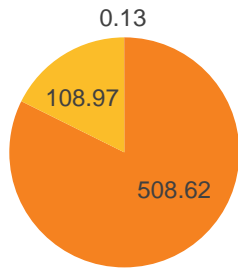


资料来源：公司年报，天风证券研究所

数字化零售业务收入占比不断扩大。2020 年公司数字化分销业务实现收入 508.62 亿元，占比 82.34%；数字化零售业务实现收入 108.97 亿元，占比 17.64%。同年公司调整收入结构，将主营业务分为数字化分销业务和数字化零售业务，主要调整为将此前的金融和供应链服务划分进数字化分销业务，通信及增值服务划分进数字化零售业务。2021H1 数字化分销业务收入为 280.65 亿元，占比 71.55%，同比提升 24.05%，数字化零售业务实现收入 111.13 亿元，同比提升 154.54%，占比 28.33%，同比提升 12.17pct。

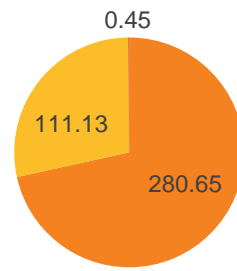
图 17：公司 2020 年各项业务收入（亿元）

图 18：公司 2021H1 各项业务收入（亿元）



■ 数字化分销业务 ■ 数字化零售业务 ■ 其他业务收入

资料来源：公司年报，天风证券研究所



■ 数字化分销业务 ■ 数字化零售业务 ■ 其他业务收入

资料来源：公司年报，天风证券研究所

2.1. 数字化分销业务：公司的核心业务，近年来业务版图进一步扩大

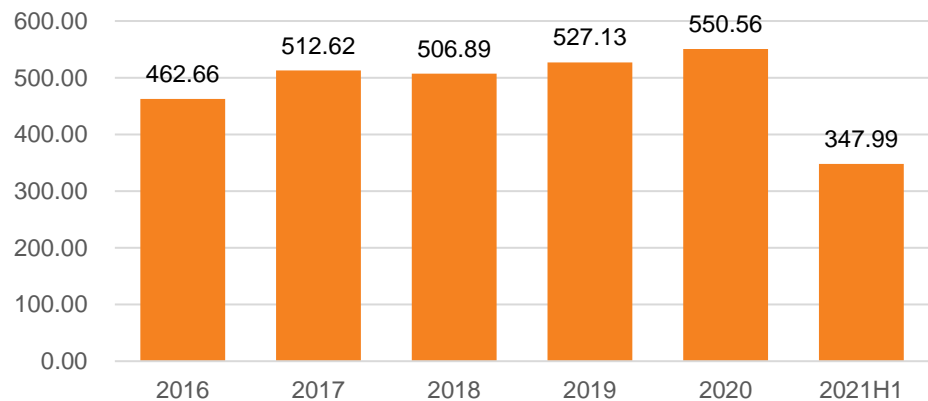
爱施德通过数字化分销平台打通 3C 数码产品从品牌商到消费者的供应链各环节，为上下游客户提供集商流、物流、资金流、信息流于一体的全方位服务。其下主要分为：智能手机分销，3C 数码新分销，快消品分销以及供应链综合服务。

2.1.1. 智能手机分销

爱施德长期以来保持手机分销领域的领先地位。公司深耕手机分销行业二十多年，与国内外优秀品牌商形成长期的战略合作关系，是苹果、荣耀、三星等行业优秀品牌的中国一级代理商。公司已在全国设立 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 万家实体门店及线上零售商，管控 5 大配送中心和 30 余个区域分仓，构建了连接品牌商和下游客户的高效立体的分销网络。

2020 年调整营收构成后，受益于 5G 换机机遇，手机产品销售收入达 550.56 亿元，同比增长 11.64%，2021H1 实现收入 347.99 亿元，同比增长 43.85%。2020 年以前公司未单独公布手机产品销售收入，将其划分进移动通信产品中，2019 年销售收入达 527 亿元，同比增长 4%，占营业收入比重为 94.18%。

图 19：公司移动通信产品销售收入（亿元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

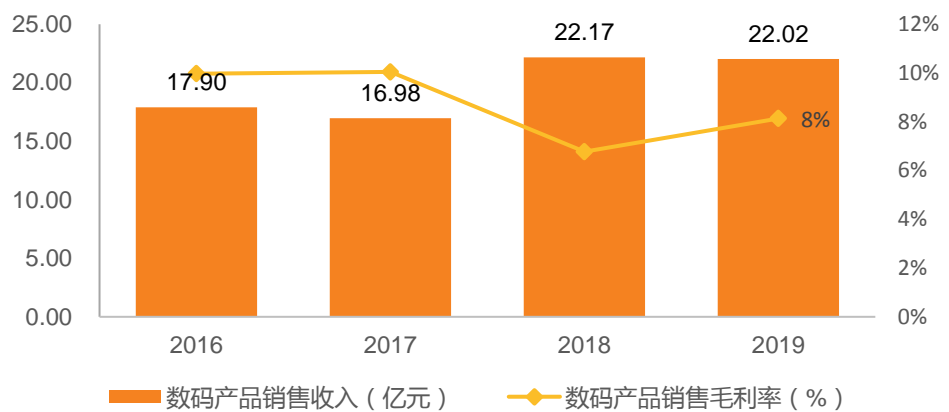
与新荣耀加深合作，进一步拓展中高端手机市场。2020 年，公司与团队共斥资 6.6 亿元参与对荣耀的联合收购，成为渠道商中持股比例最大的战略投资者。2021 年上半年公司作为天猫荣耀官方旗舰店和线下荣耀专卖店的指定运营服务商，线上线下全渠道支撑新荣耀发展。随着荣耀独立后供应链问题的逐步解决，其产量和销量亦较年初显著提升。据 Canalys 数据显示，荣耀二季度保持在中国智能手机 9% 以上的市场份额，随着荣耀 50 和高端旗舰

机型 Magic3 的相继上市, 市场份额有望持续提升。我们认为, 公司有望与新荣耀持续拓展中高端市场, 不断扩大业务规模。

2.1.2. 3C 数码分销

基于强大的资源获取能力, 进一步向上整合 3C 数码新品牌和新品类优质资源。公司积极拓展手机以外的智能终端产品矩阵, 强化在小家电、智能音箱、智能穿戴、智能家居、无人机等 3C 数码领域的服务网络深度, 品牌包括大疆、极米、博瑞客(瑞士风)、JBL、SKG、天猫精灵等。2019 年去除手机、平板及电脑后的数码产品实现销售收入 22.02 亿元, 2020 年更改营收构成后其非手机销售产品实现收入 67.03 亿元, 同比增长 37.36%。

图 20: 公司数码产品销售收入及毛利率



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

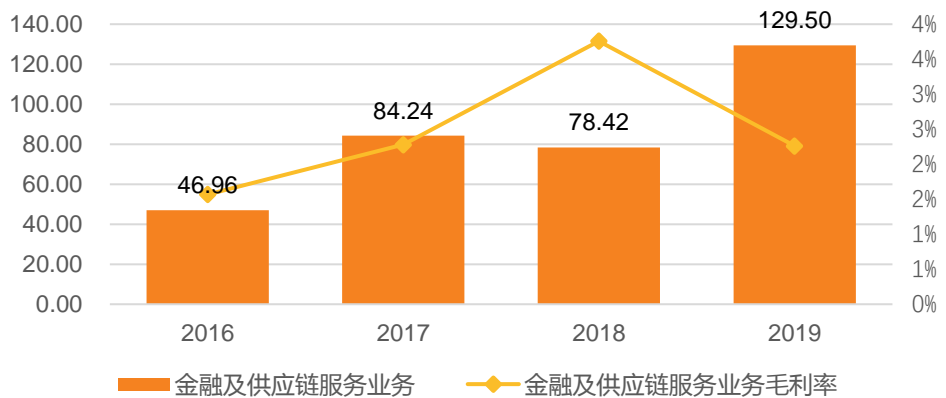
2.1.3. 快消品分销

公司战略布局快消品销售服务网络, 包括电子雾化器、白酒、茶饮、洗护用品、食品等多个领域, 不仅持续成为悦刻在国内销量贡献最大的战略合作伙伴, 同时也是雀巢咖啡、云南白药洗护系列、开山白酒等优质产品的重要销售服务商。

2.1.4. 供应链综合服务

在公司供应链运营中枢的驱动下, 其分销业务实现较快增长。公司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 余个区域分仓和中国香港、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。在供应链运营中枢的驱动下, 2019 年公司金融及供应链服务业务收入 129 亿元, 同比增长 65.14%, 由于建设期间科技研发投入较大, 该业务毛利率仍较低, 2019 年为 2%。我们认为, 随着后续供应链平台日益成熟, 毛利率有望大幅提升。

图 21: 公司金融及供应链服务业务收入和毛利率 (亿元, %)

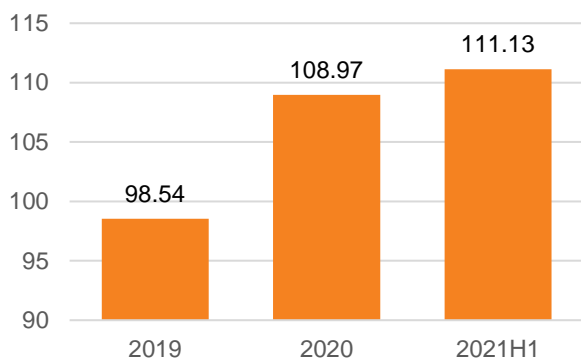


资料来源：公司年报，天风证券研究所

2.2. 数字化零售业务：营收不断增长，持续构建线上线下融合的新零售体系

基于酷动数码、由你购、移动转售等零售业务场景，公司持续构建线上线下融合的 3C 数码新零售体系。通过数字化新零售平台系统打通并连接公司在天猫运营的“由你购旗舰店”和线下合作门店及自营店，为其提供消费者画像、用户偏好、获客、客户留存等数字化工具和能力，助力门店实现数字化转型，为消费者带来线上线下一体化的本地化网络服务。2021H1 公司数字化零售业务实现收入 111.13 亿元，超过 2020 年全年，同比增长 154.54%。公司数字化零售主要包括以下业务：

图 22：公司近年数字化零售业务收入（亿元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 23：爱施德零售平台



资料来源：公司年报，天风证券研究所

2.2.1. 苹果零售服务——酷动数码（Coodoo）

公司旗下的酷动数码（Coodoo）是中国最大的苹果产品连锁门店，是苹果授权优质经销商（APR）和服务提供商，在全国主要一至三线城市的核心商圈自营近 100 家苹果门店和维修站，提供线上线下融合、售前售后闭环的一体化苹果专业服务。

除自营门店外，公司作为苹果厂商 MONO AAR+ 项目的合作方，在全国三线以下及县域市场管控 700 多家苹果 MONO 门店，覆盖 600 多个县/市，辐射 5 亿人口。公司为 MONO 门店提供 IT 支撑、运营管理、货品供应、仓储配送、店员培训、消费者运营和市场营销等服务。

公司积极推动苹果新零售能力建设，发挥同城购、直播电商、微商城和短视频等线上平台价值，形成线下服务，线上引流，以门店为中心辐射周边的本地化网络。公司 100 多家苹

果优质经销商门店逐步开启线上端口支持消费者线上下单，同时给予消费者“立等可取”的本地化服务。2021H1，Coodoo 苹果门店营收超过 13 亿元，其中近 3 亿元来自新零售模式，约占门店收入的 23%。我们认为，未来 Coodoo 新零售模式将持续发挥价值，不断提升公司盈利能力。

图 24：酷动数码店面示意图



资料来源：酷动数码官网，天风证券研究所

2.2.2. 电子雾化器零售

电子雾化器行业领先的新零售服务商，持续深化与悦刻合作。公司积极把握新型行业发展的市场机遇，持续深化与电子雾化器领导品牌悦刻（RELX）的战略合作，已在全国拓展并运营 7,000 多家悦刻专卖店和 3,500 多个店中店，成为电子雾化器行业领先的新零售服务商，网点规模和辐射范围持续扩大。

旗下公司“一号机”目前是电子烟厂商悦刻在国内销量贡献最大的战略合作伙伴，2020 年一号机贡献的销售额占悦刻总销售额的 17.4%，较 2020Q3 提升 2.3pct，助力悦刻持续稳定在国内市场的头部地位。同时 2021 年 8 月 24 日，公司发布拟出让子公司一号机科技控制权的公告，以强化一号机科技的独立融资能力，支持其业务的快速发展，推进其独立上市。

2.2.3. 电商+本地化服务

公司近年致力于打造社区电商模式。“由你购（YNG）”是聚焦手机及智能数码产品的线上线下一体化的新零售平台，通过每个单店覆盖一定区域范围和多店协同形成区域网络的模式，为用户构建线上线下一体化、品质化的专业服务。

消费者在由你购线上旗舰店下单后，除了快递物流配送外，还可选择到就近门店自提，门店店员配送等方式收货，并且享受其他线下服务。同时公司已将“由你购”移植至天猫，致力于将由你购打造为 3C 数码领域最大的本地化网络电商平台；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并使其与由你购旗舰店的流量打通。

图 25：由你购天猫旗舰店

图 26：由你购本地化网络



资料来源：淘宝，天风证券研究所



资料来源：公司年报，天风证券研究所

2.2.4. 通信+增值服务

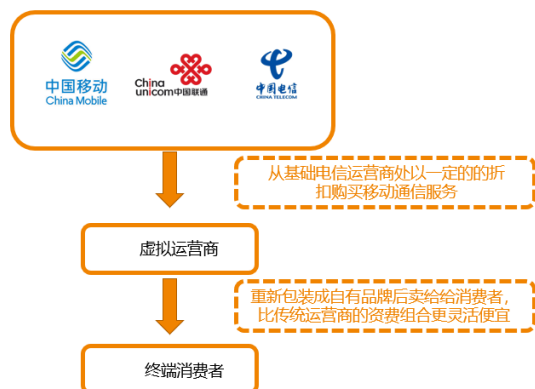
基于 3C 数码零售场景，公司为消费者提供通信、金融、保障等增值服务：

通信：公司为行业领先的移动转售虚拟运营商，拥有中国移动、中国联通和中国电信三大运营商的转售业务正式牌照，于 2014 年正式推出独立的移动转售品牌“U.友”，建设了覆盖全国的销售服务网络。截至 2020H1，公司拥有 1900 万个号码资源，营业网点规模达数万家。

虚拟运营商的商业模式是从拥有移动网络的基础电信运营商（中国移动、中国联通、中国电信）处购买移动通信服务，重新包装成自有品牌，再通过自主研发的客户管理系统、计费营账系统、渠道管理系统等卖给消费者，从中赚取差价。其优势在于，虚拟运营商相比传统运营商提供的资费组合更灵活便宜。同时，爱施德作为手机分销商龙头，具有天然优势，可以推出“购机捆绑”类的配套服务。

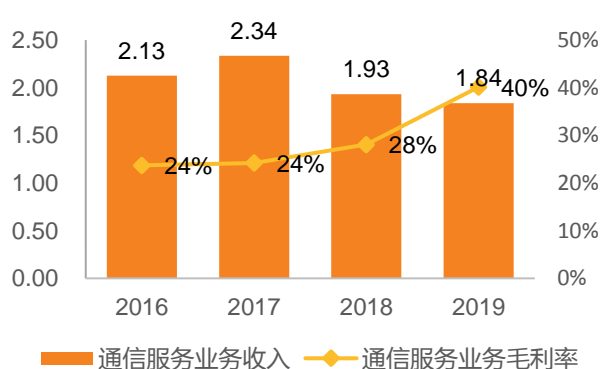
公司近年来通信服务业务收入保持稳定，2019 年为 1.84 亿元，毛利率持续提升，2019 年达到 40%。由于移动转售业务不需自建无线网、传输网等移动通信网络基础设施，具有轻资产，低成本特点，公司又成为行业内少有的拥有国内三大运营商转售业务正式牌照的公司，拥有竞争壁垒，我们相信未来随着公司基础通信服务和物联网平台的核心技术不断提升，用户规模和盈利能力有望继续增长。

图 27：虚拟运营商商业模式



资料来源：国家工信部资料整理，天风证券研究所

图 28：公司通信服务业务收入以及毛利率（亿元，%）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

金融：公司旗下的网络小贷公司已接入人行征信系统，运用大数据和互联网等技术，依托 3C 数码等零售场景，为消费者提供合规、便捷、高效的消费分期等金融服务。据其官网报告，截止日前已累计融资金额总额达到 81.17 亿元，累计交易笔数 79 万笔，累计服务客户数 112 万人。

保障：公司向消费者提供碎屏保、延保、意外保、换新保等手机保障产品，同时也是苹果 AppleCare+ 渠道商和 ACS (AppleCare Services) 授权服务商，为苹果消费者提供厂家级的检测维修、升级换新、屏保等保障服务。“爱保科技”是公司手机保障服务的运营主体，与国际化保险公司深度合作，截至 2018 年，爱保科技的合作维修网点已发展至 2000 多个，覆盖全国 32 个省级区域。同时爱保科技全资子公司北京威丰科技有限公司获得“国家高新技术企业”证书。

3. 竞争优势

3.1. 强大的销售服务网络构筑竞争壁垒，行业领先的全渠道服务商

爱施德通过覆盖全国的销售服务渠道和高效的仓储物流网络，对全国零售商进行新零售赋能。目前其在全国设有 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 万家门店，管控 5 大配送中心和 30 余个区域分仓。同时，公司的 3C 数码分销和零售业务迅速规模化覆盖线上市场，正逐步形成行业最大的线上线下全渠道数字化分销及零售网络。

爱施德通过与阿里巴巴开展战略合作进一步拓展其分销渠道，发力线上市场渗透。2021 年 1 月，爱施德与阿里巴巴全资子公司深圳爱优品电子商务有限公司签署业务合作协议。爱优品的主营业务为 3C 数码品类的分销、零售、电商代运营和与新零售相关的科技创新。阿里巴巴为爱优品业务运营提供商户合作资源，铺货拓展至爱施德线下门店，推动网商银行给爱施德及其关联方提供授信。爱施德则向爱优品提供包括供应链、物流管理、IT 系统支持、供货渠道资源等完整的数字化供应链服务。此次增资完成后，阿里巴巴持有爱优品 51% 的股权，爱施德持有爱优品 39% 的股权，广东新联持有爱优品 10% 的股权。

2021H1 公司通过新渠道向线上客户供货近 40 亿元，在 618 期间取得了良好的战绩，保证了货源、仓储、物流等各环节的稳定。

配送方面，公司供应链系统高效。爱施德在六大区域市场设置配送中心，在 38 个省会及重点城市拥有仓库，可进行全天候的航空配送，近万台车辆随时保障市内配送服务并提供紧急配送；多种运输方式覆盖到全国 100% 县级以上城市及部分发达乡镇。

与同行竞争对手相比，爱施德组织运营效率更强。截至 2020 年，爱施德净资产收益率 ROE 为 13.51%，天音控股为 7.5%。费用率方面，爱施德费用管控能力更强，各项费用率均低于天音控股；营运能力方面，公司存货和资产周转率均更高，彰显了较强的组织和运营效率。

图 29：2020 年爱施德天音控股各项费用率对比

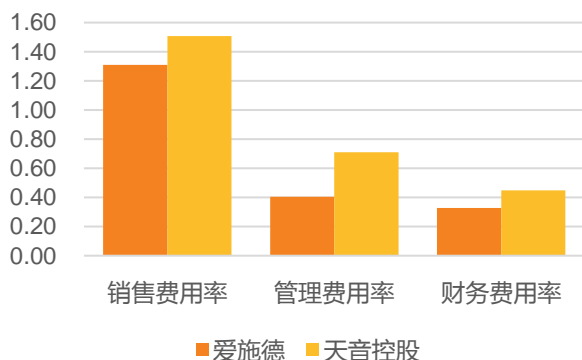
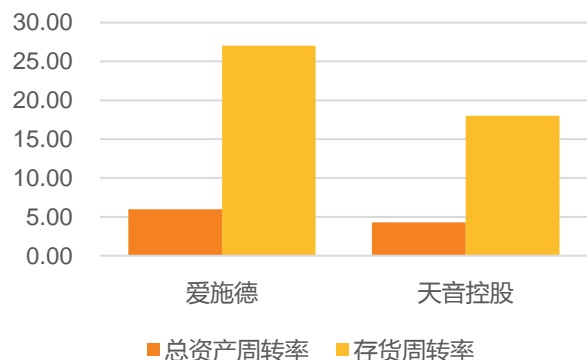


图 30：2020 年爱施德天音控股营运能力对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

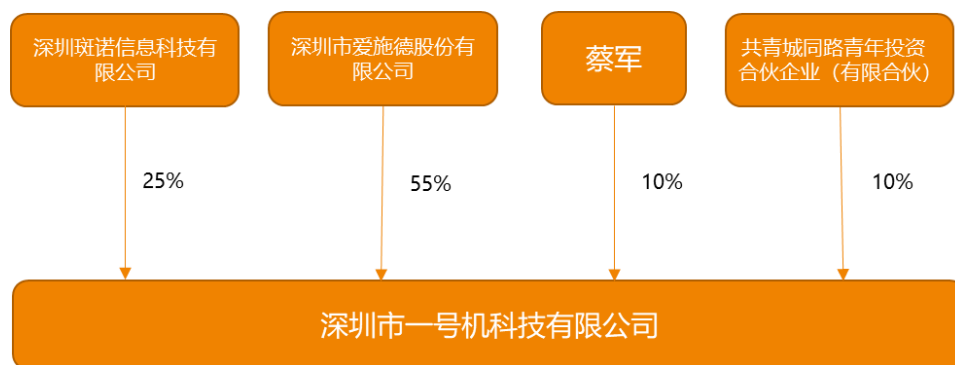
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 拓展 3C 电子新品类，深度绑定头部电子烟厂商

公司积极拓展 3C 电子新品牌和新品类优质资源，扩展业务边界，建立品牌矩阵。在智能手机基础上，公司整合 3C 数码领域的优质厂商资源，严选智能穿戴、影音、无人机，电子烟等 3C 新产品，服务新零售，构建 3C 数码新分销渠道网络。截至 2019 年底，公司 3C 新分销客户数量突破 20,000 家，较上年增长 94%，覆盖了 3C 数码、潮品、摄影、娱乐、餐饮、网吧、电商等新渠道场景。

旗下子公司深圳市一号机科技有限公司致力于构建全网全场景效率领先的渠道服务商。一号机公司是公司的控股子公司，公司持股比例为 55%；一号机公司 CEO 蔡军持股比例 10%；其业务涵盖手机通讯、3C 数码、小家电、电子烟等众多领域，成为 8848、哈曼、Sony、大疆、极米、科大讯飞、悦刻、等国内外优质品牌商战略合作伙伴。一号机设立北京、深圳双总部，拥有 25 个分支机构覆盖全国 T1-T5 级市场，线下合作客户 2000 余个，覆盖零售网点万余家，渠道客户呈多业态快速增长趋势。同时积极在天猫、京东、有赞商城、米有品、阿里淘小铺等电商平台开拓电商业务。

图 31：截至 2020 年深圳市一号机科技公司股权结构图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 32：一号机品类丰富

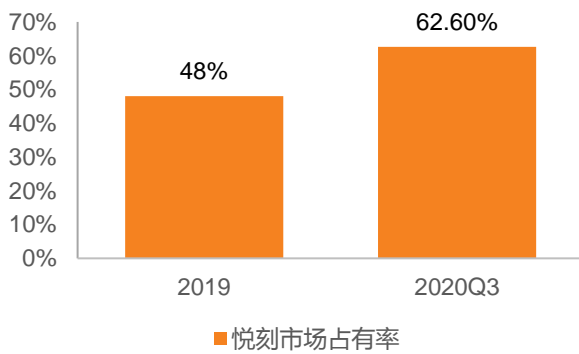


资料来源：一号机官网，天风证券研究所

一号机助推电子烟龙头悦刻市场占有率快速提升，彰显分销平台核心竞争力。一号机是电子烟品牌悦刻的一级代理商，2019年8月，一号机与悦刻达成合作。据爱施德公告，截至2021H1，公司已在全国拓展并运营7,000多家悦刻专卖店和3,500多个店中店，成为悦刻在国内销量贡献最大的战略合作伙伴。根据悦刻年报，截至2020年，一号机销售额占悦刻全部销售额的17.4%。同时公司帮助悦刻快速提升行业地位，根据悦刻招股书，其在我国电子烟行业的市占率从2019年的48%升至2020Q3的62.6%；据Frost & Sullivan 2021年2月最新报告，悦刻在电子烟行业内知名度最高，占比达到58%，第二名柚子为23%。爱施德作为手机分销行业龙头，凭借丰富的线下销售服务网络快速帮助悦刻抢占线下市场。

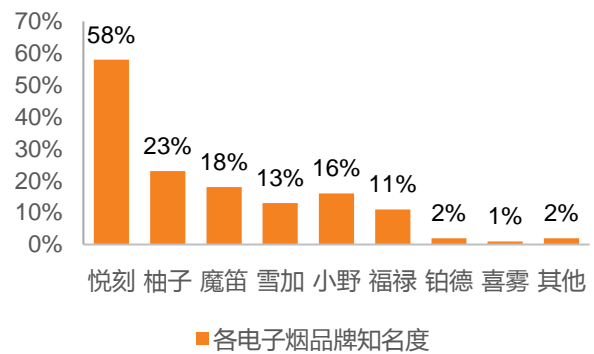
拟出让一号机科技控制权，推进其独立上市支撑业务快速发展。2021年8月24日，公司拟将其持有的一号机科技6%的股权作价3425.23万元转让给共青城沙河同路投资合伙企业（有限合伙），股权转让完成后，公司持有一号机科技49%的股权，一号机科技其他股东签署一致行动协议后合计持有一号机科技51%的股权。

图 33：悦刻市场占有率



资料来源：悦刻招股书，天风证券研究所

图 34：各电子烟品牌知名度排名

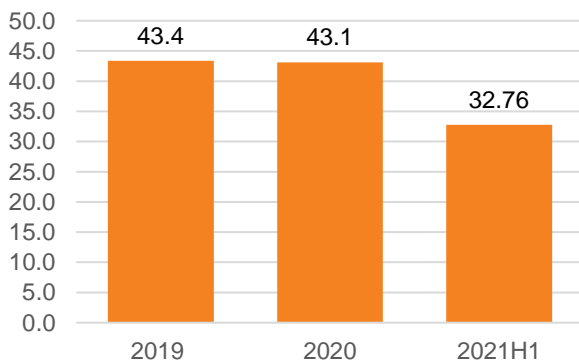


资料来源：Frost & Sullivan,天风证券研究所

公司帮助电子烟品牌商轻资产运营，降低物流，销售等成本以实现快速扩张。悦刻作为电子烟品牌龙头，截至2020Q3自有仓库面积为6320平方米，可以满足全国产品的供应与其利用了以爱施德为主的分销商库存网络不无关系。爱施德帮助悦刻提升资金周转效率，降低其存货积压风险。从存货周转天数来看，悦刻2020年为43.1天，2021H1为32.76天，存货周转天数显著下降。爱施德作为手机分销商龙头打造的集营销、资金、物流于一体的综合手机供应链平台可被充分复用，为悦刻节省厂房，物流网络等成本，使其减少固定资产投入。

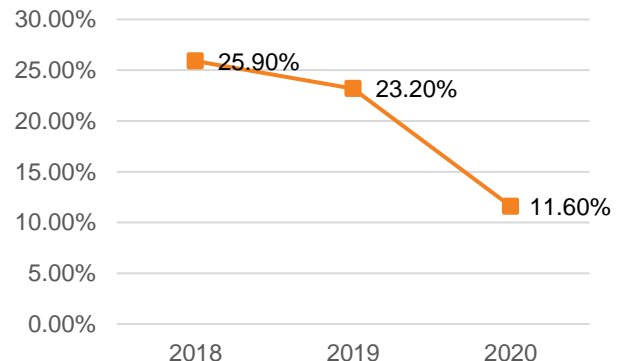
公司帮助悦刻在扩大销售渠道的同时显著降低销售成本，近年悦刻销售费用率持续下降。我们认为，爱施德拥有在渠道和上下游深耕多年的核心资源优势，同时向渠道下游延伸，进入零售领域，悦刻与其达成合作，可使产品快速触达终端渠道，大幅提高销售效率，抢占市场。

图 35：悦刻存货周转天数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 36：悦刻销售费用率 (%)



资料来源：悦刻招股书，天风证券研究所

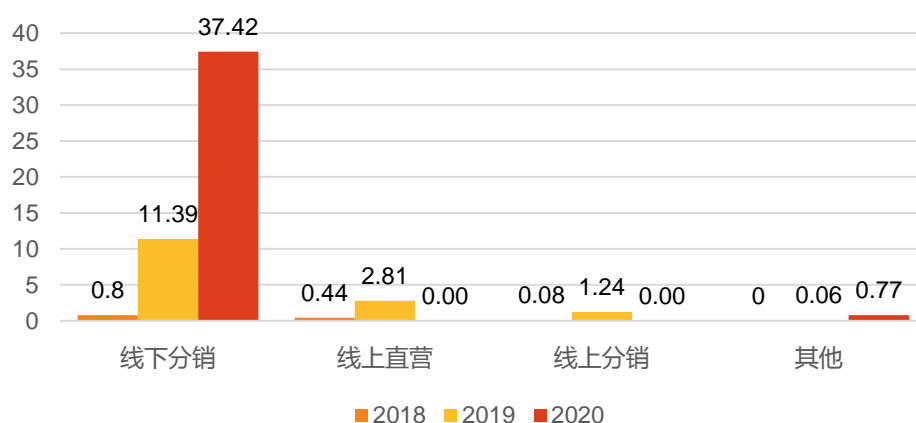
电子烟行业监管政策趋严，线下销售渠道成为电子烟厂商唯一选择。2019年11月，国家烟草专卖局和国家市场监督管理总局联合发布了《关于进一步保护未成年人免受电子烟侵害的通告》要求各类市场主体不得向未成年人销售电子烟；并且关闭线上渠道，大量电子烟品牌转向线下渠道销售，增加了电子烟厂商对线下分销商的依赖性。

表 1：我国电子烟政策

时间	政策	主要内容
2018年8月	《关于禁止向未成年人出售电子烟的通告》	《通告》指出电子烟作为卷烟等传统烟草制品的补充,其自身存在较大的安全和健康风险,要求我国市场主体不得向未成年人销售电子烟,同时建议电商平台应对含有“学生”“未成年人”等字样的电子烟产品下架,对相关店铺(销售者)进行扣分或关店处理。
2019年11月	《关于进一步保护未成年人免受电子烟侵害的通告》	《通告》要求各类市场主体不得向未成年人销售电子烟;敦促电子烟生产、销售企业或个人及时关闭电子烟互联网销售网站或客户端,电商平台及时关闭电子烟店铺并将电子烟产品及时下架,电子烟生产、销售企业或个人撤回通过互联网发布的电子烟广告。
2020年7月	《关于印发电子烟市场转下检查行动方案的通知》	开展互联网电子烟信息全面清理,电子烟实体店全面检查、电子烟自动售卖机等新型渠道全面检查。
2020年10月	《未成年人保护法》	未成年人的父母或者其他监护人不得放任、引导未成年人吸烟(含电子烟)。同时,在禁止向未成年人资料来源:天风证券研究所销售烟的条框中也包含了对电子烟的管制。
2021年3月	《关于修改《中华人民共和国烟草专卖法实施条例》的决定(征求意见稿)》	决定在《中华人民共和国烟草专卖法实施条例》附则中增加一条,作为第六十五条:“电子烟等新型烟草制品参照本条例中关于卷烟的有关规定执行。”

资料来源：国家烟草专卖局，艾媒咨询，天风证券研究所

图 37：悦刻分渠道销售额（亿元）



资料来源：悦刻 2020 年年报，天风证券研究所

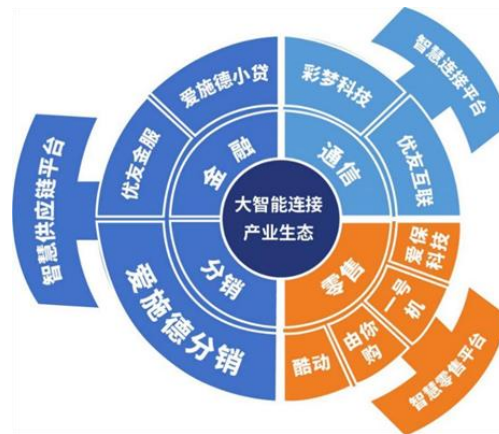
我们认为，随着国家新型烟草监管制度逐步推进，将有效推高行业门槛，进一步提升行业集中度、利好行业龙头，爱施德凭借强大的销售服务网络，库存管理能力以及资金周转能力，深度绑定电子烟龙头品牌商悦刻有望持续受益。

3.3. 构建三大智慧平台，覆盖全产业链条

爱施德致力构建智慧供应链平台，智慧零售平台和智慧连接平台，成为以智能终端销售为基础，叠加金融和互联网的优秀供应链服务商。

- **智慧供应链平台方面：**公司不断推进 IT 应用升级，大数据和数字化操作植入全流程，线上下单、线上支付、电子签章、物流追踪、产品溯源、全链数据可视等数字化功能均得到充分应用。同时公司进一步拓展了供应链服务的深度和宽度，在巩固手机品类基础上开启了 3C 产品的供应链业务。海外业务也打开了新局面，构建了海外供应链服务体系。2019 年，公司金融及供应链业务收入规模实现约 129 亿元，较上年增加 65%。
- **智慧零售平台方面：**公司已搭建一套服务零售业务集群的新零售系统（囊括全渠道 ERP、智慧运营系统、会员系统和供应链系统），深度赋能各项业务在全国覆盖的零售门店，助其实现线上线下融合。2019 年，公司报告已在部分地区实现了线上线下流量融合的网络价值和高效快速的物流体验。
- **智慧连接平台方面：**公司推动物联网业务发展，逐步建立跨境智能连接体系。在物联网跨境通信领域，爱施德基于自主研发的动态 SIM 卡技术，已实现一卡多网、一卡遍全球和远程更新，为全球客户提供物联网技术解决方案，重点拓展了共享经济、智能穿戴、汽车互联、工业监控和智慧城市等应用场景。

图 38：公司构建三大智慧平台



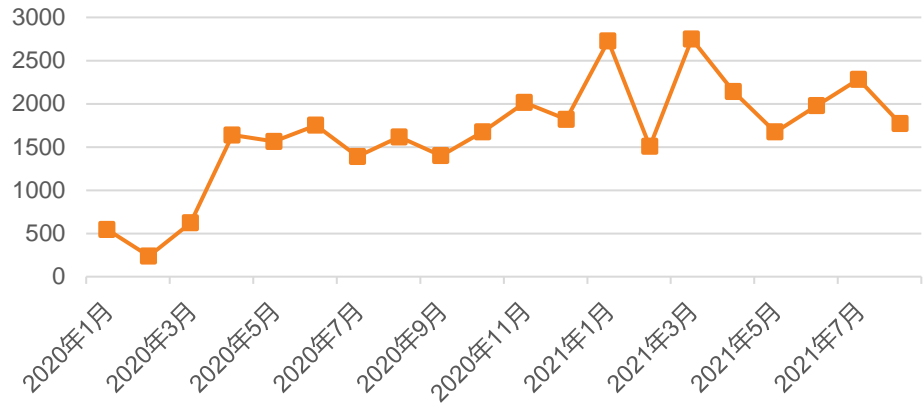
资料来源：公司年报，天风证券研究所

4. 未来成长性

4.1. 5G 带动新一轮换机潮，市场份额不断提升

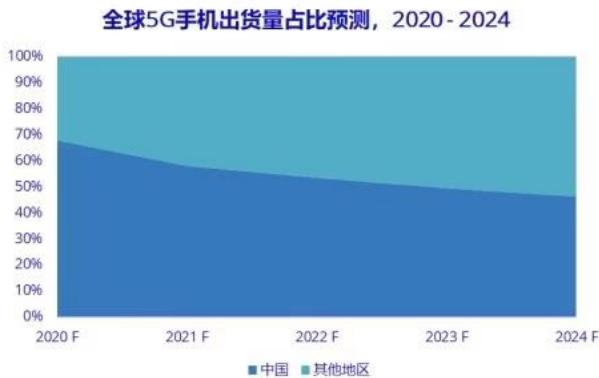
中国 5G 手机出货量和价位同比提升。据中国信通院数据，2021 年 1-8 月，国内市场手机总体出货量累计 2.27 亿部，同比增长 12.3%，其中，5G 手机出货量 1.68 亿部，同比增长 79.7%，占同期手机出货量的 74.1%，5G 手机正在加速普及。据 IDC 预测，2021 年，全球智能手机出货量预计将达到 13.8 亿台，比 2020 年增长 7.7%，这一趋势预计将持续到 2022 年，年同比增长 3.8%，出货量总计 14.3 亿台。在未来 5 年内，中国也将持续占据全球约一半的市场份额；价格方面，随着 5G 手机的快速渗透，高价位段手机占比持续增长，我们认为爱施德作为手机分销商利润空间增大。

图 39：中国 5G 手机出货量（万部）



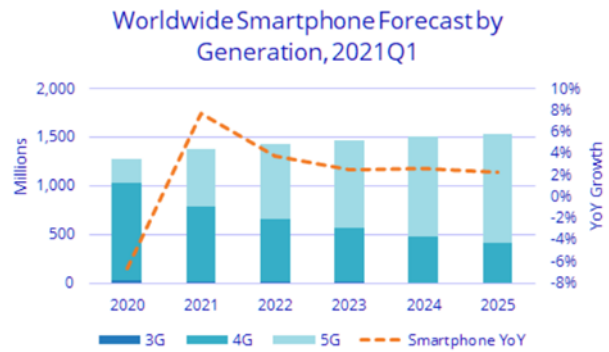
资料来源：中国通信研究院，天风证券研究所

图 40：全球 5G 手机出货量占比预测



资料来源：IDC，天风证券研究所

图 41：全球智能手机出货量 (百万台)



资料来源：IDC，天风证券研究所

不断深化与新荣耀的全渠道合作，拓展中高端手机市场。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，公司作为天猫荣耀官方旗舰店和线下荣耀专卖店的指定运营服务商，线上线全渠道支撑新荣耀发展。随着新荣耀独立后供应链问题的逐步解决，其产量和销量较年初显著提升。荣耀 50 和高端旗舰机型 Magic3 的相继上市，有望为公司带来更大市场份额。

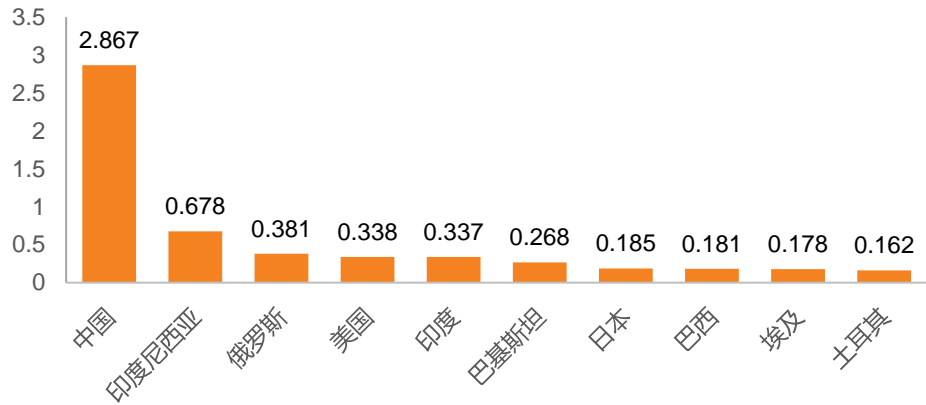
随着 5G 在网络教育、在线医疗、远程办公等方面的发展，5G 应用场景将进一步丰富，促进更多的 5G 终端进入市场。公司作为手机分销行业龙头，有望抢抓 5G 机遇，凭借优异的市场营销能力和销售服务网络，助力合作品牌商实现了市场份额提升的同时提高自己的盈利能力。2021H1 公司手机产品销售额为 347.99 亿元，同比增长 43.85%。

4.2. 持续深化与悦刻合作关系，海外市场有望成为新增长点

中国新型烟草市场起步较晚，未来增长客观。我国是世界上排名第一的可燃烟草市场，卷烟在 2019 年占据了全球 94.1% 的市场销售额，同时，在 2019 年，中国大约有 2.87 亿成人可燃烟草用户，位列全球第一，是新型烟草最大的潜在市场。

根据中国国务院制定的到 2030 年降低吸烟率的目标，据 CIC 测算，2019 年至 2023 年期间，中国卷烟市场零售额预计将以 1.2% 的复合年增长率下降。与此同时，2016 年至 2019 年，中国的减害替代品市场的 CAGR 为 36.2%，预计 2019 年至 2023 年的 CAGR 为 65.9%。

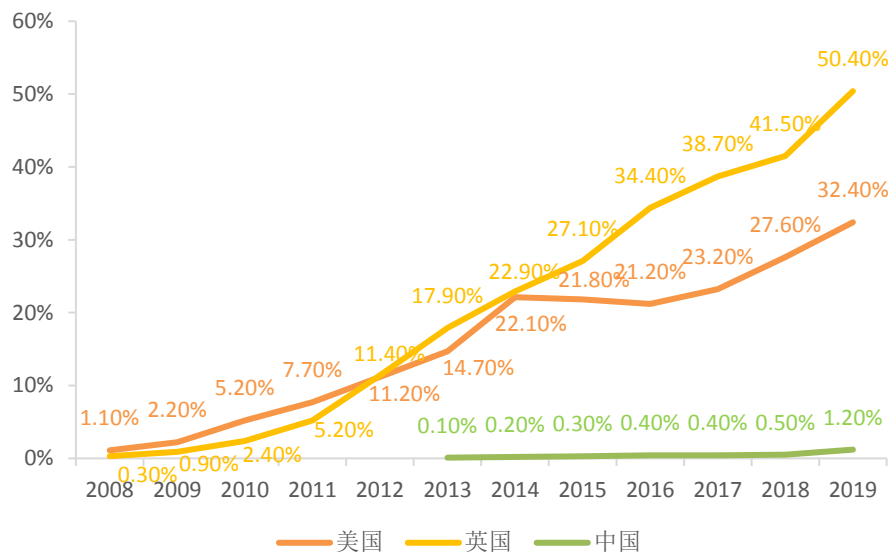
图 42：2019 可燃烟草成人用户数量 (TOP10, 亿人)



资料来源：悦刻招股书，天风证券研究所

全球电子烟普及率仍处于较低位置，未来成长空间可期。虽然我国电子烟普及率（电子烟用户数/烟草制品用户数）从2016年的0.4%上涨至2019年的1.2%，并且拥有了340万成年电子烟用户，但其普及率与美国和日本相比仍有较大差距，同期美国、英国电子烟普及率分别为32%、50%。全球来看，根据欧睿国际数据，2020年雾化电子烟渗透率为2.5%，与英、美等发达国家的渗透率水平相比仍有较大成长空间。

图 43：2008-2019 年中，美，日电子雾化产品用户渗透率变化 (%)



资料来源：悦刻招股书，天风证券研究所

公司为行业领先的电子雾化器销售服务商，进一步开拓海外市场。公司与悦刻持续保持良好的战略合作关系，已在全国拓展运营 7,000 多家悦刻专卖店，帮助悦刻持续稳定在国内市场的头部地位。2021H1，在保持电子雾化器在国内市场销售同比大幅增加的同时，公司与悦刻建立海外市场的合作关系，已在英国、德国、法国、加拿大、韩国、菲律宾等 10 多个国家开展业务，对悦刻海外销量的增长做出重大贡献。公司近年已积极布局海外销售和仓储服务网络，已在香港、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，已在 15 个国家设立海外分支机构。同时公司拟出让子公司一号机科技控制权，以强化其独立融资能力，支持业务的快速发展，推进其独立上市。

我们认为，随着国内监管的逐步落地，有资质、生产规范、技术成熟的龙头企业将脱颖而出，享受新型烟草蓝海市场，公司与电子烟龙头悦刻深度合作，并且与其不断开拓海外市

场，电子雾化器销售业务有望成为公司新的利润增长点。

4.3. 加强自主创新孵化，布局多项新业务

公司近年充分发挥中台支撑能力，不断加强线上渗透，成功构建 B2B2C 销售服务线上通路，已布局多项新业务，如智能健康产品的设计、运营和销售，新能源汽车的新零售服务，酱香型白酒的销售网络构建，茶叶的分销与零售等。目前，公司首家新能源汽车新零售门店已开业，是公司对新能源汽车赛道的新布局。我们认为，未来公司将凭借行业领先的全渠道分销及零售网络，助力新能源汽车以及其他新品类的拓展运营，业务规模持续扩大。

5. 盈利预测及投资建议

盈利预测：2021-2023 年，

- 手机业务主要受益于 5G 换机机遇，公司依靠与新荣耀、Coodoo 苹果等多渠道、多层次合作的零售网络覆盖，线上线下渠道双发力，由此预测该业务在 2021-2023 年间的 CAGR 为 16.1%；
- 非手机业务有望随着公司 3C 电子产品和新零售品类的不断扩张，依托自有零售网络拓展渠道能力，由此预测该业务在 2021-2023 年间的 CAGR 为 29.3%；

表 2：公司分部业绩预测（万元人民币）

万元		2019	2020	2021E	2022E	2023E
手机	销售收入	5057012.98	5668773.28	6830871.80	7875995.19	8860494.58
	yoy		12.10%	20.50%	15.30%	12.50%
	毛利率	2.48%	2.88%	2.54%	2.58%	2.60%
	毛利	125320.03	163155.42	173504.14	203200.68	230372.86
非手机	销售收入	531245.77	739477.10	998294.09	1277816.43	1597270.54
	yoy		39.20%	35.00%	28.00%	25.00%
	毛利率	8.14%	9.35%	9.80%	10.50%	10.80%
	毛利	43240.51	69137.07	97832.82	134170.73	172505.22
其他收入	销售收入	8673.51	10745.20	13431.50	16789.38	20986.72
	yoy		23.89%	25.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	89.04%	88.23%	88.00%	88.00%	88.00%
	毛利	7722.63	9480.67	11819.72	14774.65	18468.31
合计	营业收入	5596932.26	6418995.58	7842597.39	9170600.99	10478751.84
	yoy		14.69%	22.18%	16.93%	14.26%
	毛利率	3.15%	3.77%	3.61%	3.84%	4.02%
	毛利	176283.16	241773.16	283156.68	352146.05	421346.39

资料来源：Wind，天风证券研究所

爱施德估值处于同行中低位。通过对 A 股相关同类上市公司 PE 的对比，我们发现电子产品分销与服务商相关公司（爱施德、天音控股、深圳华强）、与精品酒水营销和服务商（华致酒行）的 2022E 的估值区间在 11.0-79.7X；我们认为，爱施德作为国内领先的 3C 数码及快消品类渠道商，且与国内龙头电子烟品牌悦刻深度合作，已在全国拓展并运营了 7000 多家悦刻专卖店和 3500 多个店中店，在目前上市标的中均具有稀缺性，而其估值水平低

于同业其他标的。

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。基于上述原因，我们预计公司 21-23 年营收为 784.26/917.06/1047.88 亿元，归母净利润为 9.73/12.81/16.05 亿元；对应 21-23 年的 PE 为 12.66/9.62/7.68X，考虑到公司作为国内领先数码及电子雾化烟龙头分销商的定位，其竞争优势较为突出，给予对应 22 年 17 倍 PE，对应目标价为 17.51 元人民币，给予“买入”评级。

表 3：可比公司业绩及估值（亿元人民币）

	公司名称	公司代码	2021E	2022E	2023E
净利润	爱施德	002416.SZ	8.39	10.98	14.76
	天音控股	000829.SZ	1.65	2.28	2.93
	深圳华强	000062.SZ	8.74	10.11	11.66
	华致酒行	300755.SZ	5.75	7.33	9.34
对应 9 月 27 日市值的 PE	爱施德	002416.SZ	14.43	11.02	8.20
	天音控股	000829.SZ	110.64	79.74	62.06
	深圳华强	000062.SZ	17.16	14.84	12.87
	华致酒行	300755.SZ	23.32	18.29	14.35
	PE 平均值		41.38	30.97	24.37

资料来源：Wind，盈利预测为 Wind 一致预期，以 9 月 27 日市值为 PE 计算基准，天风证券研究所

6. 风险提示

- 1) 销售不及预期。**公司产品的最终应用皆为数码电子及快消类消费品。手机业务及非手机业务取决于下游市场需求的发展，若消费者嗜好发生改变而公司尚未储备相关客户及产品，将处于被动地位，影响公司业绩。
- 2) 新型烟草政策变动风险。**公司电子烟销售业务为公司利润增长点之一。国内电子烟行业主要受政策导向、新型烟草行业国内政策尚在加速推出，若公司对于行业政策预判偏差，则将对公司业绩增长产生影响。
- 3) 与电子烟品牌商合作不及预期：**若公司与电子烟龙头悦刻合作发生变动，将影响公司业绩。
- 4) 新零售体系、海外市场开拓不及预期：**若公司构建的全渠道线上线下融合的新零售体系以及海外市场合作品牌品类开拓不及预期，将影响公司业绩。
- 5) 金融政策影响：**公司主营业务对资金成本比较敏感，国家金融政策的调整会对公司短期经营业绩产生一定影响。
- 6) 疫情影响：**公司业务和组织遍布海内外，疫情反复将对公司业务发展和员工安全造成影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,438.76	4,096.19	6,274.08	7,336.48	8,383.00
应收票据及应收账款	1,869.57	1,234.56	3,380.53	118.79	152.68
预付账款	999.96	1,210.56	1,487.07	1,468.29	2,051.26
存货	2,334.09	2,236.68	4,674.19	2,730.99	6,313.73
其他	421.20	814.03	936.79	959.48	956.06
流动资产合计	9,063.57	9,592.02	16,752.65	12,614.03	17,856.73
长期股权投资	5.14	1.16	1.16	1.16	1.16
固定资产	12.12	14.21	36.65	79.06	120.45
在建工程	0.23	0.64	36.39	69.83	71.90
无形资产	21.66	17.10	11.20	5.30	0.00
其他	208.82	848.88	392.78	476.05	568.50
非流动资产合计	247.97	882.00	478.18	631.40	762.02
资产总计	10,224.20	11,307.64	18,119.36	14,123.70	19,485.56
短期借款	2,515.63	2,757.88	7,549.29	3,799.85	5,652.17
应付票据及应付账款	1,747.85	1,622.15	2,027.99	2,038.39	2,955.22
其他	969.24	1,273.87	1,958.90	937.52	2,572.60
流动负债合计	5,232.73	5,653.90	11,536.18	6,775.76	11,180.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.11	3.61	3.57	3.43	3.54
非流动负债合计	3.11	3.61	3.57	3.43	3.54
负债合计	5,235.84	5,657.51	11,539.75	6,779.19	11,183.54
少数股东权益	33.75	235.83	327.24	451.79	606.97
股本	1,239.28	1,239.28	1,239.28	1,239.28	1,239.28
资本公积	1,622.03	1,622.03	1,622.03	1,622.03	1,622.03
留存收益	4,073.99	4,526.61	5,013.09	5,653.44	6,455.76
其他	(1,980.69)	(1,973.61)	(1,622.03)	(1,622.03)	(1,622.03)
股东权益合计	4,988.36	5,650.14	6,579.61	7,344.51	8,302.01
负债和股东权益总计	10,224.20	11,307.64	18,119.36	14,123.70	19,485.56

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	320.68	798.21	972.96	1,280.70	1,604.66
折旧摊销	17.55	21.15	7.72	10.05	11.84
财务费用	160.33	210.06	203.20	223.70	234.00
投资损失	(46.41)	(56.71)	(135.00)	(154.00)	(184.00)
营运资金变动	1,327.37	791.35	(3,452.70)	4,115.69	(1,730.05)
其它	(88.00)	(136.10)	84.97	137.60	162.14
经营活动现金流	1,691.51	1,627.97	(2,318.84)	5,613.74	98.59
资本支出	(24.97)	3.25	60.04	80.14	49.89
长期投资	(27.60)	(3.98)	0.00	0.00	0.00
其他	501.36	(987.13)	(11.81)	(15.88)	85.57
投资活动现金流	448.79	(987.85)	48.24	64.26	135.46
债权融资	2,515.63	2,757.88	7,549.29	3,799.85	5,652.17
股权融资	(531.92)	(203.13)	148.38	(223.70)	(234.00)
其他	(3,075.13)	(3,473.23)	(3,249.17)	(8,191.75)	(4,605.70)
筹资活动现金流	(1,091.42)	(918.49)	4,448.49	(4,615.60)	812.47
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,048.89	(278.37)	2,177.89	1,062.40	1,046.52

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	55,969.32	64,189.96	78,425.97	91,706.01	104,787.52
营业成本	54,207.14	61,772.22	75,594.41	88,184.55	100,574.05
营业税金及附加	50.82	70.56	71.80	89.35	104.41
营业费用	686.02	840.54	1,003.78	1,173.75	1,362.24
管理费用	225.68	247.74	316.23	366.82	408.67
研发费用	13.66	12.11	15.69	18.34	20.96
财务费用	154.24	210.22	203.20	223.70	234.00
资产减值损失	(109.90)	(31.67)	50.00	100.00	120.00
公允价值变动收益	(8.01)	11.96	(11.26)	10.94	3.44
投资净收益	46.41	56.71	135.00	154.00	184.00
其他	320.61	37.39	(247.49)	(329.88)	(374.87)
营业利润	382.65	962.18	1,294.62	1,714.44	2,150.63
营业外收入	15.22	37.26	28.47	26.98	30.90
营业外支出	3.14	15.16	6.35	8.22	9.91
利润总额	394.73	984.28	1,316.74	1,733.20	2,171.62
所得税	74.05	186.06	247.55	325.84	408.27
净利润	320.68	798.21	1,069.19	1,407.36	1,763.36
少数股东损益	(23.00)	97.74	96.23	126.66	158.70
归属于母公司净利润	343.68	700.47	972.96	1,280.70	1,604.66
每股收益(元)	0.28	0.57	0.79	1.03	1.29

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-1.78%	14.69%	22.18%	16.93%	14.26%
营业利润	-760.10%	151.45%	34.55%	32.43%	25.44%
归属于母公司净利润	-470.67%	103.81%	38.90%	31.63%	25.30%
获利能力					
毛利率	3.15%	3.77%	3.61%	3.84%	4.02%
净利率	0.61%	1.09%	1.24%	1.40%	1.53%
ROE	6.94%	12.94%	15.56%	18.58%	20.85%
ROIC	9.47%	33.69%	57.42%	25.90%	99.48%
偿债能力					
资产负债率	51.21%	50.03%	63.69%	48.00%	57.39%
净负债率	-18.51%	-23.69%	19.38%	-48.15%	-32.89%
流动比率	1.73	1.70	1.45	1.86	1.60
速动比率	1.29	1.30	1.05	1.46	1.03
营运能力					
应收账款周转率	29.75	41.36	33.99	52.41	772.00
存货周转率	23.87	28.09	22.70	24.77	23.17
总资产周转率	5.47	5.96	5.33	5.69	6.24
每股指标(元)					
每股收益	0.28	0.57	0.79	1.03	1.29
每股经营现金流	1.36	1.31	-1.87	4.53	0.08
每股净资产	4.00	4.37	5.05	5.56	6.21
估值比率					
市盈率	35.84	17.59	12.66	9.62	7.68
市净率	2.49	2.28	1.97	1.79	1.60
EV/EBITDA	7.63	4.34	8.07	3.78	3.44
EV/EBIT	7.70	4.38	8.11	3.80	3.46

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com