

爱施德(002416)

深度报告

行业公司研究——商贸零售

证券研究报告

立足分销+零售，铸就有价值的渠道网络壁垒

——爱施德首次覆盖报告

✍️：陈腾曦 执业证书编号：S1230520080010
☎️：13916068030
✉️：chentengxi@stocke.com.cn

报告导读

公司将继续深耕以智能手机为核心的 3C 数码及快消领域，铸就有价值的渠道网络壁垒，打造数字化全产业链服务标杆。

投资要点

□ 分销行业龙头，全产业链布局

爱施德多年来深耕手机分销行业，与多家优质手机品牌商合作密切。同时，积极打造产业全链条、拓展新消费赛道，目前已形成以手机分销、3C 数码分销、快消品分销及供应链金融服务四位一体的业务生态产业格局。

□ 新零售撬动新增量，打通线上线下一体化渠道

夯实以苹果零售为基础的智能机零售业务，探索“电商+本土化服务”的新零售模式，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，打造线上线下数字化零售新格局。

□ 立足分销+零售，铸就有价值的渠道网络壁垒

爱施德在国内设有 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 万家零售门店及线上零售商，并管控 5 大配送中心和 30 余个区域分仓的物流网络，构建了连接品牌商和下游客户的高效立体的分销网络。

□ 深化品牌合作，拓展海外增量市场

公司与 3C 数码及快消品类多家知名品牌达成深度合作。目前在香港、新加坡、迪拜、美国等 10 多个国家和地区建有仓储网点。未来基于 3C 数码及快消品服务场景，将持续提供供应链综合服务，开拓海外市场。

□ 盈利预测及估值

未来几年公司将继续深耕以智能手机为核心的 3C 数码及快消领域，铸就有价值的渠道网络壁垒。预计 21/22/23 年公司总营收分别实现 809.77/946.47/1,080.96 亿元，yoy+26.64%/16.88%/14.21%；归母净利润分别实现 9.89/11.55/13.21 亿元，yoy+41.24%/16.70%/14.38%，考虑到公司作为线下渠道成熟且完善的优质零售分销商，具备后续成长动力，公司目前 21-23 年对应 PE 分别为 14.8X/12.6X/11.1X，上涨空间充分，首次覆盖给予“买入”评级。

□ **风险提示：**疫情反复；电子烟政策变动，新品销售及新品牌拓展不及预期。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	64,032	80,977	94,647	108,096
(+/-)	14.76%	26.46%	16.88%	14.21%
归母净利润	700	989	1,155	1,321
(+/-)	103.81%	41.24%	16.70%	14.38%
每股收益(元)	0.57	0.80	0.93	1.07
P/E	13.2	14.8	12.6	11.1

评级

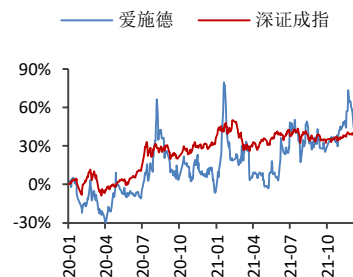
买入

上次评级：首次评级
当前价格：¥ 11.00

单季度业绩

元/股

3Q/2021	0.36
2Q/2021	0.12
1Q/2021	0.13
4Q/2020	0.18



公司简介

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，形成了智能终端分销、智慧零售、通信服务、金融及供应链服务业务四大业务板块。经过多年的发展，公司已发展成为以智能终端为基础金融互联网服务的最具价值供应链服务商。

相关报告

报告撰写人：陈腾曦

正文目录

1. 爱施德：数字化分销与零售行业龙头	4
1.1. 发展历程：立足分销行业领先地位，积极拓展产业布局	4
1.2. 组织架构：股权集中，架构稳定，员工激励完善	5
1.2.1. 股权结构：股权结构集中，董事黄绍武为实际控制人	5
1.2.2. 管理团队：成员稳定且具深厚行业背景优势	5
1.2.3. 合伙人模式激励，激发员工实干精神	6
1.3. 主营业务：深耕分销和零售业务，打造线上线下一体化经营模式	7
2. 智能机行业及分销行业格局	10
2.1. 5G 需求被释放，爱施德营收有望再创新高	10
2.2. 竞争格局：分销行业竞争格局稳定	10
3. 立足主营业务，完善产业布局	12
3.1. 智能机终端业务：分销+零售，打造线上线下全渠道销售模式	12
3.1.1. 智能机分销：与优质手机品牌商保持密切合作	12
3.1.2. 智能机零售：以新零售撬动新增量，全方位触达目标客户	14
3.2. 电子烟：与悦刻绑定，大力发展线下渠道	15
3.3. 供应链金融服务：依托网络小贷牌照，构建国内手机流通全链条生态体系	17
3.4. 通信：连接基础运营商，为全球客户提供多样化服务	17
3.5. 竞争优势：销售网络布局初现规模，稳步拓展海外增量市场，探索数字化发展新格局	17
4. 盈利预测与估值	19
5. 风险提示	21

图表目录

图 1: 爱施德发展历程图	5
图 2: 爱施德股权结构 (截至 2021 年 8 月 24 日)	5
图 3: 2014 年至今高管团队变动情况	6
图 4: 爱施德两大主营业务	7
图 5: 建立品牌矩阵	7
图 6: 爱施德营业收入情况 (单位: 百万元)	8
图 7: 爱施德归母净利润情况 (单位: 百万元)	8
图 8: 智能手机产业链	10
图 9: 总资产周转率数据对比	11
图 10: 应收账款周转率数据对比	11
图 11: 存货周转率数据对比	11
图 12: 毛利率 (%) 数据对比	11
图 13: 爱施德移动通信产品收入 (单位: 百万元)	12

图 14: 爱施德分销在线服务平台信息	13
图 15: 布局快销品赛道	13
图 16: Coodoo 门店展示图	14
图 17: Coodoo 服务	14
图 18: 电商+本土化的新零售模式	15
图 19: 线上平台页面展示	15
图 20: 悦刻网点扩张模式	16
图 21: 悦刻加盟方式	16
图 22: 爱施德分销网络	18
图 23: 爱施德供应链综合服务架构	18
图 24: 苹果 MONO AAR+项目	18
图 25: 全方位销售渠道	18
表 1: 主要董事信息	5
表 2: 管理团队主要信息	6
表 3: 公司员工组成	6
表 4: 爱施德收入拆分表 (单位: 百万元)	8
表 5: 爱施德财务数据一图 (单位: 百万元)	9
表 6: 2021M8 中国手机出货情况	10
表 7: 近三年爱施德手机销售业务 (单位: 亿)	12
表 8: 2021 上半年, 中国前五大智能手机厂商市场份额 (单位: 百万元)	13
表 9: 爱施德分销系统 4.0	19
表 10: 公司核心收入驱动因素盈利预测 (单位: 百万元)	20
表 11: 公司核盈利预测 (单位: 百万元)	20
表 12: 公司与同业估值比较 (PE)	20
表附录: 三大报表预测值	22

1. 爱施德：数字化分销与零售行业龙头

爱施德于1998年在深圳注册成立，并于2010年在深圳证券交易所成功上市。公司多年来深耕智能机分销及零售领域，是国内领先的数字化分销和数字化零售服务商，聚焦以智能手机为核心的3C数码及快消领域，在销售服务网络、产品运营能力、组织运营效率和数字化支撑等方面具有行业领先的竞争优势。2020年，公司跻身《财富》中国500强第185位，位列专业连锁销售行业榜单第6位。2021年第三季度公司实现营业收入超260亿人民币，较上年同期增长53.22%；实现净利润约4.44亿元，较上年同期提升140.6%，扣非归母净利润2.36亿元，同比上升47.42%。

1.1. 发展历程：立足分销行业领先地位，积极拓展产业布局

爱施德多年来在保持智能机终端分销业务行业领先地位的同时，积极且灵活调整公司战略，完善产业布局，注重整体产业生态的建设。目前，爱施德已成功建成智慧连接、智慧供应链和智慧零售三大平台，形成线上线下一体化的数字化分销和数字化零售两大业务模式。

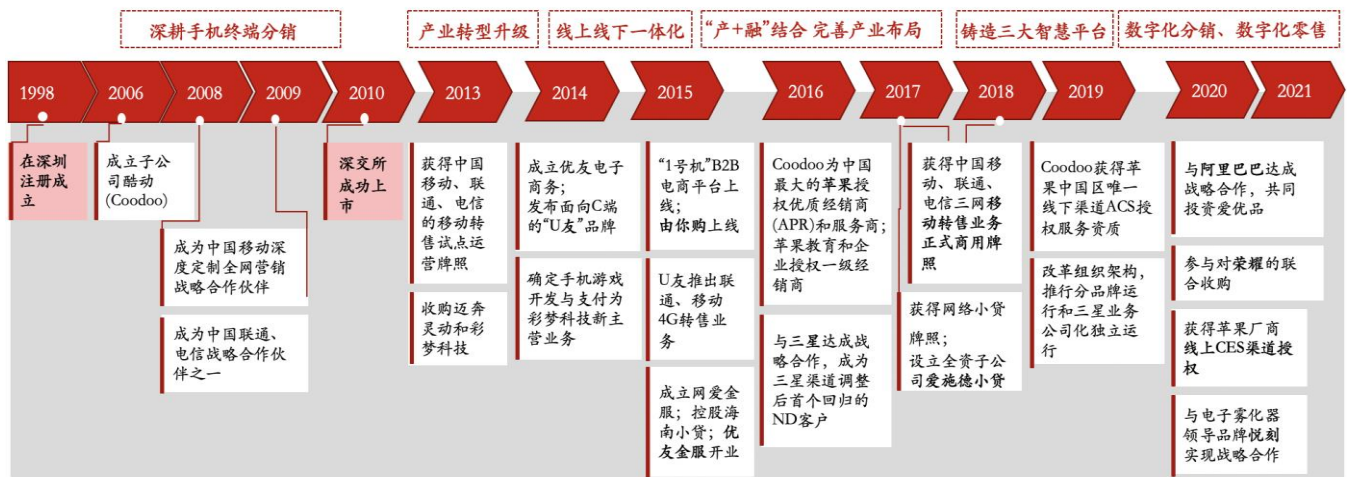
积极转型，布局线上业务，增大B端及C端客户触及率。2013至2014年，面对电商平台直供模式发展及主要合作手机品牌厂商渠道“去中介化”改革的冲击，爱施德启动O2O平台建设战略，整合“爱施德在线”、“酷人在线”为统一的分销平台，并于2015年上线B2B电商平台“1号机”，为众多的手机渠道B端客户提供产品展示、销售、物流、金融等服务。目前，“1号机”已经发展成为从公司B端向C端渗透的战略性新零售品牌。

拓展零售端业务，完善产业链布局。公司2015年上线了面向C端用户的“由你购”平台。目前，“由你购”已发展成为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。同时2020年公司和阿里巴巴合作投资爱优品，进一步打开线上市场。在移动通信方面，爱施德在2013年获得三大运营商的移动转售试点运营牌照后，推进移动互联网战略布局，并在2014年发布面向C端的“U友”品牌。在2018年获取正式牌照后，公司虚拟运营商业务迅速扩充至覆盖全国。

产融结合，打造销售服务平台双引擎。2015年，优友金服开业，随后公司于2017年获得网络小贷牌照，爱施德小贷成立。爱施德打造出金融板块，为上下游企业及个人提供经营性及消费性贷款，与其手机分销业务形成良好的协同效应，实现了产业与金融的相互促进和对产业服务的纵向延伸。

聚焦品类开拓，探索新消费赛道。爱施德不断完善产品矩阵，合作品牌已从手机、3C数码产品延伸至快消领域。2019年公司与电子烟龙头品牌悦刻达成战略合作，爱施德积极铸就有价值的渠道网络壁垒，构建新型消费品品牌的渠道运营能力，着力在新赛道中快速成长。

图 1：爱施德发展历程图



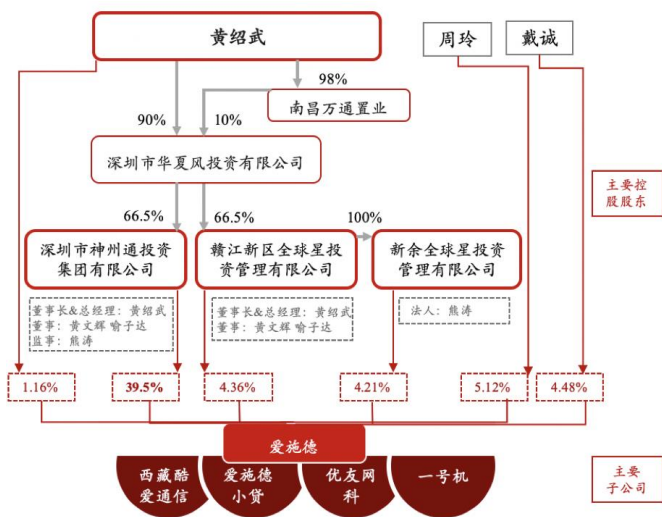
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1.2. 组织架构：股权集中，架构稳定，员工激励完善

1.2.1. 股权结构：股权结构集中，董事黄绍武为实际控制人

股权结构稳定，股权集中于公司主要创始人团队。爱施德核心董事大部分在公司控股企业中担任董事长或总裁等要职。其中黄绍武直接及间接持有深圳华夏风投资有限公司 99.8%股权，通过该公司直接持有作为爱施德控股股东的深圳市神州通投资集团有限公司及主要股东赣江新区全球星投资管理有限公司各 66.5%股份，并在两家公司担任董事长兼总经理职位，最终通过个人以及上述关联公司合计直接持有爱施德 33.07%股权，为公司的实际控制人。此外，2019 年起至 2021 年 8 月 24 日，公司董事、监事和高级管理人员均无减持变动。

图 2：爱施德股权结构（截至 2021 年 8 月 24 日）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

表 1：主要董事信息

姓名	年龄	职位	履历
黄文辉	57	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；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	57	副董事长	参考高管介绍
黄绍武	50	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。
喻子达	50	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。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。享受国务院政府津贴，多次荣获国家科技进步奖，并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。

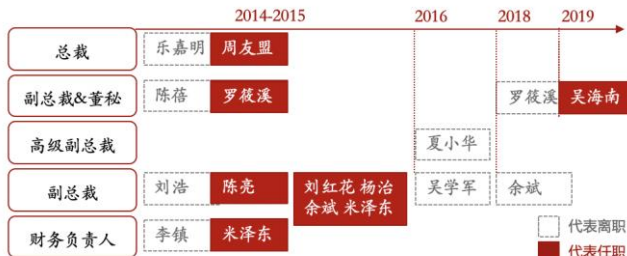
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1.2.2. 管理团队：成员稳定且具深厚行业背景优势

公司高管团队稳定，在相关领域具备丰富的工作经验和社会资源。公司管理层在 2014、2015 年经历换血后基本保持稳定，无频繁更替。目前形成以周友盟为总裁，米

泽东为财务负责人，吴海南、陈亮、刘红花、杨治为副总裁的稳定的领导团队。多数高管曾在上游品牌公司、运营商公司有任职经历，积累了丰富的行业经验及社会资源。

图 3：2014 年至今高管团队变动情况



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

表 2：管理团队主要信息

姓名	年龄	职位	学历	履历
周友盟	57	副董事长、总裁	工学学士、工商管理硕士、管理学博士	曾任中国联通集团市场营销部总经理
米泽东	44	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
陈亮	48	副总裁	斯特拉斯克莱德大学通信管理硕士、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
杨治	43	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	61	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	44	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

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1.2.3. 合伙人模式激励，激发员工实干精神

基础薪资+奖金+合伙人模式激励，激发员工实干精神。公司员工薪酬由基本薪资、考核奖金加合伙人机制激励奖金三部分构成。其中，考核奖金视员工职级情况实行月度制、季度制、半年制及年度制，根据员工的绩效考核结果计发；激励奖金实行年度制，根据公司年度经营业绩情况进行计提。同时自 2016 年爱施德推动门店合伙人经营激励项目后，至 2020 年所有产业均实现合伙人模式升级。目前公司员工主要由销售人员组成，近年来，硕士学历员工占比整体呈上升趋势。2018 年后随着公司落实合理划分业务网格、简化管理层级、落实经营责任的管理模式，整体员工数量呈现下降趋势，效率全面提升。

表 3：公司员工组成

人员	2016	2017	2018	2019	2020
博士	2	1	1	1	2
硕士	31	33	35	36	43
本科	955	1,059	935	804	889
大专	1,320	1,480	1,343	1,098	1,136
大专以下	311	309	330	289	308
合计	2,619	2,882	2,644	2,228	2,378
销售人员	1,915	2,257	2,087	1,773	1,815
技术人员	82	90	100	87	95
财务人员	214	204	186	164	183
行政人员	408	99	85	80	83
其他	2,619	232	186	164	202

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

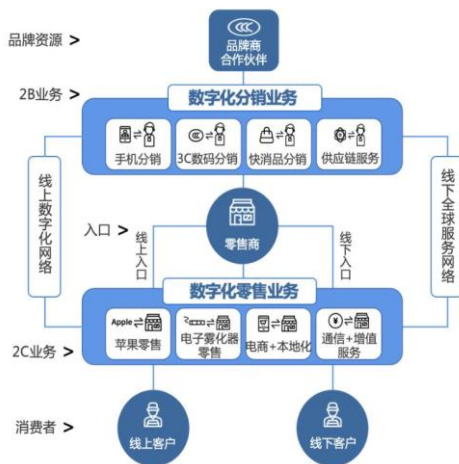
1.3. 主营业务：深耕分销和零售业务，打造线上线下一体化经营模式

爱施德主营业务主要分为数字化分销和数字化零售两部分。

在**分销业务**中，公司 2019 年实现营业收入 454.58 亿元，2020 年实现营收 524.69 亿元（yoy+15.42%），分别占当年营业收入的 81.22%和 81.77%。爱施德在深耕手机分销行业的同时，积极打造产业全链条、拓展新的消费赛道，目前已形成以**手机分销、3C 数码分销、快消品分销及供应链金融服务**四位一体的业务生态产业格局。

爱施德始终保持与优秀智能手机品牌苹果、三星的深度合作伙伴关系，同时在 2020 年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。此外，借助多年经营手机终端分销业务积累的优势，公司亦不断加深与其他优质品牌的合作，持续拓宽品牌及产品矩阵，并积极布局 3C 数码领域。目前公司的智能终端分销业务已从单一手机业务全面升级为 3C 数码全品类，未来将继续拓展智能穿戴、智能家居和智能健康领域的 3C 新品及潮品。同时，公司还积极布局快消品分销赛道，目前与云南白药、开衫白酒、茶小开等多家知名品牌达成合作。**2020 年爱施德成为电子烟品牌悦刻在国内销量贡献最大的战略合作伙伴。**

图 4：爱施德两大主营业务



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 5：建立品牌矩阵



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

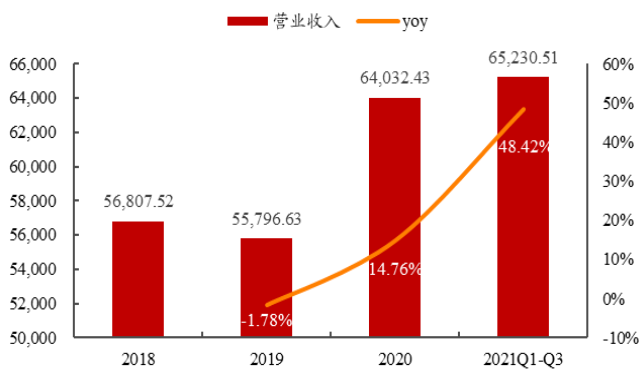
在**零售端**，爱施德顺应趋势，打造出线上线下一体化的智慧新零售模式，即以旗下子公司——苹果在中国最大的授权零售商之一的“酷动（Coodoo）”为依托，以“由你购”、“一号机”为平台，同时与阿里巴巴展开合作，入驻天猫平台，打通线上线下、公域私域流量，提供售前售后闭环的会员服务，为消费者提供全体系服务最佳体验。此外，公司还向增值服务、售后服务领域进军，通过旗下子公司“爱保科技”为消费者提供碎屏保、延保等增值服务。2021 年上半年，爱施德数字化零售业务实现营业收入超 111 亿，占营业收入比重 28.33%，同比增加 154.5%。

表 4：爱施德营业收入拆分（单位：百万元）

	2019	2020	2021H1
营业收入	55,969.32	64,189.96	39,222.80
yoy	-1.78%	14.76%	45.14%
手机销售	50,570.13	56,687.73	34,799.3
yoy		12.10%	43.85%
毛利率	2.48%	2.88%	2.07%
/营业收入	90.36%	88.31%	88.72%
非手机销售	5,312.46	7,394.77	4,378.19
yoy		39.20%	56.50%
毛利率	8.14%	9.35%	11.15%
/营业收入	9.49%	11.52%	11.16%
其他业务	86.74	107.45	45.34
yoy	27.88%	23.88%	31.63%
毛利率	89.04%	88.24%	82.36%
/营业收入	0.17%	0.19%	0.12%

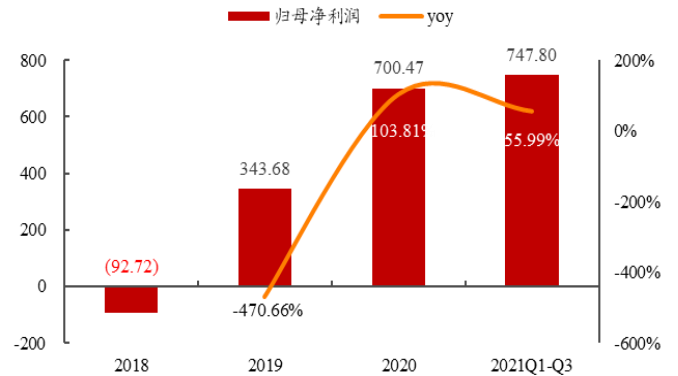
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 6：爱施德营业收入情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 7：爱施德归母净利润情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

表 5：爱施德核心数据（单位：百万元）

	2019	2020	2021Q1-Q3
营业收入	55,796.63	64,032.43	65,230.51
YOY	-1.78%	14.76%	48.41%
毛利率	2.85%	3.53%	3.06%
期间费用	444.39	540.63	757.25
YOY	-13.89%	21.66%	58.02%
期间费用率	0.79%	0.84%	1.16%
销售费用	50.83	70.56	371.26
销售费用率	0.09%	0.11%	0.57%
管理费用	225.67	247.74	257.48
管理费用率	0.40%	0.39%	0.39%
研发费用	13.66	12.11	9.57
研发费用率	0.02%	0.02%	0.01%
财务费用	154.23	210.22	118.94
财务费用率	0.28%	0.33%	0.18%
归母净利润	343.68	700.47	747.80
YOY	470.66%	103.81%	55.99%
归母净利率	0.62%	1.09%	1.15%
货币资金	3,438.76	4,096.19	13639.33
应收账款&应收票据	1,869.57	1,234.56	5354.75
YOY	-1.26%	-33.97%	-19.06%
预付款项	999.96	1,210.56	7424.78
存货	2,334.09	2,236.68	7227.11
YOY	-0.90%	-4.17%	17.12%
固定资产	12.12	14.21	44.08
应付账款&应付票据	1,747.85	1,622.15	3810.14
经营性现金流量净额	1,691.51	1,627.97	-4871.17
投资性现金流量净额	448.80	-987.86	330.07
筹资性现金流量净额	-1,091.42	-918.49	4596.31
现金及等价物净增加额	1,050.81	-263.08	44.41
ROE	6.94	12.94	13.19
ROA	3.13	7.41	5.92
ROIC	5.15	11.37	7.98

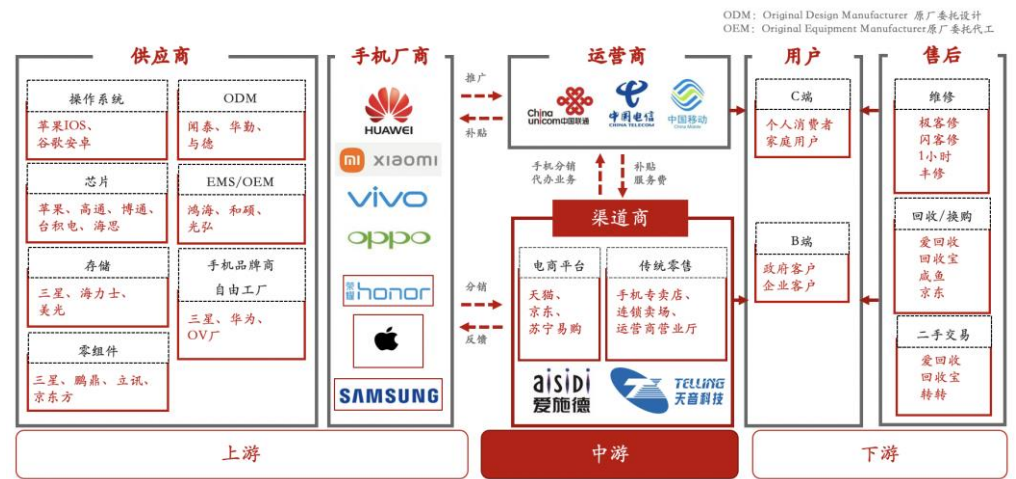
资料来源：公司公告、Wind、浙商证券研究所

2. 智能机行业及分销行业格局

2.1. 5G 需求被释放，爱施德营收有望再创新高

爱施德作为智能机产业链中游重要渠道商，一方面凭借行业龙头地位，掌握重要资源，另一方面也面临着分销渠道扁平化，以及运营商取消补贴费用后毛利率被压缩的问题。

图 8：智能手机产业链



资料来源：公开资料整理、浙商证券研究所

目前,我国手机市场 5G 手机产品逐步渗透,呈现规模发展态势。2021 年下半年,苹果 13 以及荣耀新品的发布使得大量手机购买需求被释放。作为苹果及荣耀的核心重要分销商,爱施德也将因此抢占更大的市场份额。

表 6：2021M8 中国手机出货情况

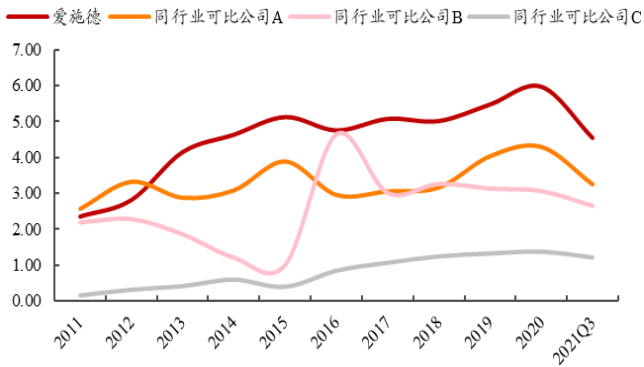
	2021M8	2021M1-M8
手机出货量	2,340.6 万	2.27 亿
yoy	-9.70%	12.30%
智能机	2,308.0 万	2.22 亿
yoy	-9.90%	13.30%
占手机出货量比重	95.00%	97.70%
5G 手机	1,768.8 万	1.68 亿
yoy	9.40%	79.70%
占手机出货量比重	72.80%	74.10%

资料来源：中国信通院、浙商证券研究所

2.2. 竞争格局：分销行业竞争格局稳定

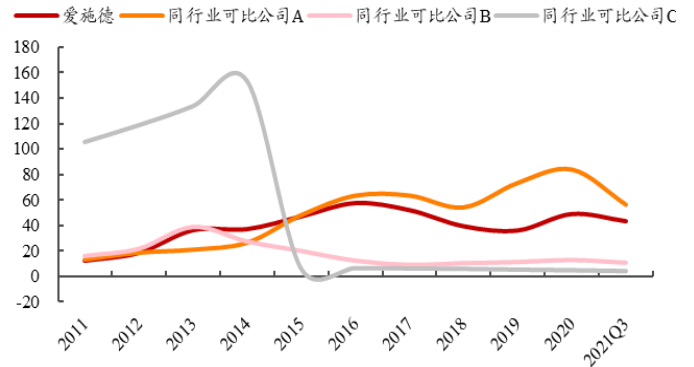
分销行业竞争格局相对稳定,爱施德线下份额占比居行业领先地位。在近三年,和行业内主要竞争对手相比,爱施德在资产周转及存货周转方面保持领先地位,显示公司自身强劲的销售能力及库存周转能力。虽然分销行业整体毛利率近十年呈显著下降趋势,但近三年,爱施德毛利率呈上升态势。

图 9：总资产周转率数据对比



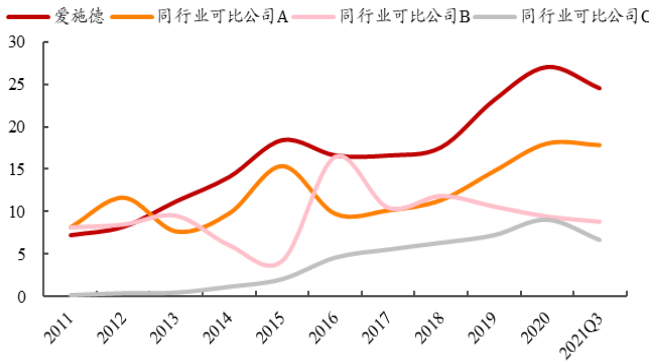
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 10：应收账款周转率数据对比



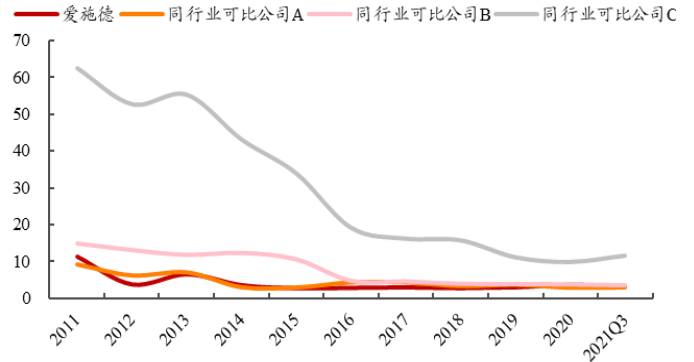
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 11：存货周转率数据对比



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 12：毛利率（%）数据对比



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

3. 立足主营业务，完善产业布局

3.1. 智能机终端业务：分销+零售，打造线上线下全渠道销售模式

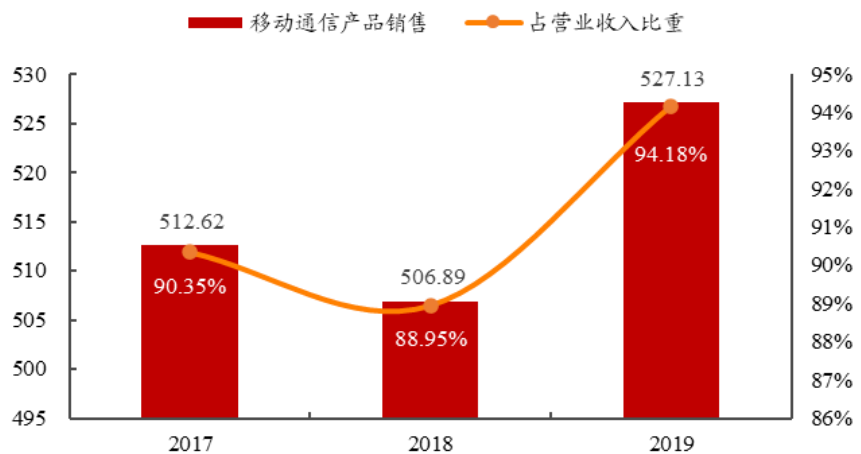
智能机销售——爱施德的核心产业。公司 2019 年手机销售业务收入为 505.7 亿元, 2020 年近 567 亿元(yoy+2.88%), 分别占据当年营业收入总额的 90.36%及 88.31%, 充分显示手机销售业务为公司营业收入的核心来源。

表 7：近三年爱施德手机销售业务（单位：亿）

	2019	2020	2021H1
手机销售	505.7	566.88	347.99
/总营收	90.36%	88.31%	88.72%
毛利率	2.48%	2.88%	2.07%
YOY	-	0.40%	-0.75%
非手机销售	53.12	73.95	43.78
/总营收	9.49%	11.52%	11.16%
毛利率	8.14%	9.35%	11.15%
YOY	-	1.21%	-0.08%

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 13：爱施德移动通信产品收入（单位：百万元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

3.1.1. 智能机分销：与优质手机品牌商保持密切合作

手机分销行业龙头，与优质手机品牌商保持密切合作关系。爱施德是苹果、荣耀及三星的中国一级代理商，且多年来始终坚持深化与上游优秀品牌商的合作伙伴关系。2020 年，公司获得苹果厂商的线上 CES 渠道授权，意味着在与阿里巴巴合作的基础上，爱施德能够独立开展苹果产品的线上分销业务，直接服务线上零售商，打开线上增量空间。

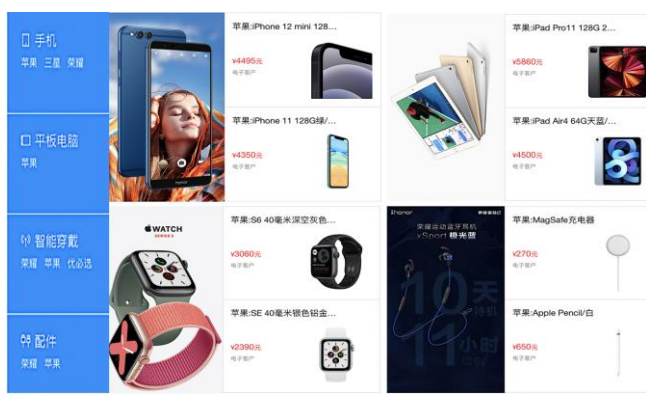
2020年4月，爱施德获得华为荣耀30系列的线下独家代理权，该系列涵盖荣耀30、荣耀30Pro及荣耀30Pro+。同年公司团队共同斥资6.6亿元参与对荣耀的联合收购。爱施德控股子公司由你网络作为天猫荣耀官方旗舰店和线下荣耀专卖店的指定运营服务商，获得线上2C服务及线下荣耀专卖店服务平台的官方授权，将向线下10省的近500家荣耀专卖店供货，并打通订单系统，触达终端消费者。据Canalys数据显示，2021年第三季度荣耀在中国智能手机的市场份额提升至18%，排名第三，重返头部梯队，为2021年第三季度销量增长最快的智能手机品牌。公司是荣耀50、60系列多个产品的线下独家代理商，也是高端旗舰机型Magic3的代理商。随着荣耀50、60系列和Magic3的相继上市，公司有望掌握更多市场份额，与新荣耀联手持续拓展中高端市场，创造更大的服务价值。

2019年公司推行分品牌运营和三星业务公司化独立运营，共同投资成立控股子公司深圳市实丰科技有限公司，聚焦三星品牌手机分销和零售新业务，开拓三星分销和零售新兴市场。2020年，爱施德获得三星授权，代理三星S20旗舰系列、FOLD一代及二代折叠屏系列等多款手机产品，同年8月，公司获得三星厂家授予Phone及产品通讯渠道代理权。

表 8：2021Q3 中国前五大智能手机厂商出货量及市场份额情况

厂商	2021Q3 出货量 (百万)	2021Q3 市场份额	2020Q3 出货量 (百万)	2020Q3 市场份额	YoY
vivo	18.3	23%	15.3	18%	19%
OPPO	16.5	21%	13.9	17%	19%
HONOR	14.2	18%	11.3	14%	25%
小米	10.9	14%	10.5	13%	4%
Apple	8.3	11%	5.1	6%	62%
其他	10.7	14%	26.9	32%	-60%
资料来源: Canalys Smartphone Market Pulse: Q3 2021、浙商证券研究所	78.8	100%	83.0	100%	-5%

图 14：爱施德分销在线服务平台信息



资料来源：公司网站、浙商证券研究所

图 15：布局快消品赛道



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

3.1.2. 智能机零售：以新零售撬动新增量，全方位触达目标客户

夯实以苹果零售为基础的智能机零售业务，以新零售撬动新增长。公司旗下酷动数码(Coodoo)是中国最大的苹果授权零售商之一，同时是苹果在中国授权的优质经销商(APR)和服务提供商(ACS)，以及苹果教育和企业渠道的授权一级经销商。其主要经营业务为专业代理并销售 Apple 全系列产品，以及 Beats、Bose、JBL 等品牌的相关配件。2019 年，酷动数码获得苹果中国区唯一一个线下渠道 ACS (AppleCare Services) 授权服务资质后，可为消费者提供厂家级的检测维修、升级换新、屏幕保障等服务。通过分布于全国高端购物中心的 100 多家优质连锁零售体验店，酷动数码亦可为消费者提供苹果及苹果周边产品的体验、购买、使用培训及相关售后服务。此外，爱施德还全面发展线上业务，发挥同城购、到家购、直播电商、平台电商、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，让消费者到店体验，同时开展线上下单，“立等可取”或同城即时配送等服务。消费者还可线上预约一对一私教产品使用培训课程，公司将全方位提供消费者售前、售中、售后服务，让消费者不受时间和空间的制约，享有实体店服务，从而打造线上便捷的新零售模式。2021 年上半年，酷动数码(Coodoo)苹果门店创造营业收入超过 13 亿元，其中近 3 亿元来自新零售模式，约占门店总收入的 23%。

提供增值服务，探索毛利增长空间。爱施德旗下子公司“爱保科技”作为手机保障服务的运营主体，通过大数据分析挖掘出碎屏保、换新保、碎后保、双面保、延保、电池保、数据保、意外保等十余种手机创新产品，满足手机用户日益增长的多元化保障需求。截至 2019 年，爱保科技的合作维修网点已发展至 2000 多家，覆盖全国 32 个省级区域，为公司新零售板块织成一张坚实的售后保障网。同时，手机保障服务业务具备的高毛利、需求强、成长空间大等特点，也是公司增强连锁店面盈利能力的有效措施之一。

图 16: Coodoo 门店展示图



资料来源：公司资料、浙商证券研究所

图 17: Coodoo 服务



资料来源：公司资料、浙商证券研究所

电商+本土化服务模式，全方位触达目标客户。“由你购”是爱施德旗下的电商平台，作为聚焦于手机及智能数码产品的线上线下一体化的新零售平台，既满足消费者线上便捷透明的体验，又能为其提供线下面对面周到的服务。公司通过每个单店覆盖一定区域范围和多店协同形成区域网格的模式，为用户构建线上线下一体化、品质化的专业服务。2020 年爱施德入驻天猫平台，并设立 3C 数码综合店——由你购旗舰店，搭建本地化新零售平台。通过阿里巴巴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，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，公司打通了线上市场的销售通路。爱施德在2021年上半年通过新渠道向线上客户供货近40亿元，特别在“618”期间取得了良好的战绩。通过轻店模式和门店技术的应用，爱施德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 18：电商+本土化的新零售模式



资料来源：公司资料、浙商证券研究所

图 19：线上平台页面展示



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

3.2. 电子烟：与悦刻绑定，大力发展线下渠道

悦刻依赖线下渠道进行快速市场扩张。2019年10月，《关于进一步保护未成年人免受电子烟侵害的通告》颁布后，电子烟线上销售渠道确定被取缔，线下渠道则成为电子烟品牌扩张的唯一途径。根据雾芯科技招股书表述，悦刻拥有的授权经销商数量从2019年9月30日的41个，快速增长至2020年9月30日的110个。有超过5,000家品牌合作伙伴商店（Branded Partner Stores）和超过10万家零售网点，覆盖全国250个城市。

悦刻与分销商合作模式：悦刻通常选择与拥有多样化且完整销售渠道的分销商进行合作，分销协议一般为一年，经双方同意后续签。悦刻通常要求分销商在电子烟产品的分销方面具有排他性，悦刻会定期提供培训来改善其分销商的管理能力和运营效率，同时监控、评估分销商的行为是否符合公司的道德要求、运营和服务标准。款项方面，根据协议线下分销商从悦刻下单后即需付全款，收货后货物控制权即完成转移。分销商需负责授权经销区域的商品配送，并直接与线下零售商和终端客户进行沟通。

悦刻与零售网点合作模式：悦刻通过加盟模式加速店面扩张。据官网测算，开设一家悦刻线下专卖店的初始投资在5-15万元之间，且有多种店铺规模类型可选，最小面积要求仅为3平方米。较低的投资门槛大大降低了开店成本，从而提高了扩张开店的速度。悦刻会为品牌商店合作伙伴提供定期培训，其重点是防止未成年人购买及使用电子烟产品，并帮助合作伙伴了解公司的产品和服务标准。对于其他零售店，悦刻还会提供相关指导和培训，以确保其满足公司线下零售网点标准。

悦刻线下零售网点主要为品牌旗舰店和代理零售店。

品牌旗舰店：包括悦刻自营旗舰店和RELX品牌合作伙伴商店。RELX品牌合作伙伴商店率先在全国范围内扩展市场，是展示悦刻产品并提供面对面的消费者服务和教育的重要渠道。根据协议，悦刻授予品牌合作商店（加盟商）销售产品和使用某些商标的权利，并提供免费指导以帮助其建设、管理门店，在门店开设和运营的各个方

面提供系统地培训和支持,如防止未成年人购买及使用电子烟产品、门店人力资源管理、财务管理、客户服务和商业技能等;并根据公司相关标准给予业绩表现优异的门店各种商业奖励。与其他线下零售门店一样,悦刻品牌合作伙伴商店通常从授权经销商(即爱施德)处采购产品。

代理零售店:通过悦刻品牌合作伙伴商店引领市场,从而扩张到各式零售场所,包括专卖店、设置在酒吧、KTV 内的店中店、自动贩售机等。公司定义了多元化的加盟店模式,包括标准店、悦刻小铺、明星店、迷你店、店中店等模式。另外,公司也广泛覆盖了电子烟集合店、电子产品店等形式的门店。

合作紧密,爱施德帮助悦刻快速拓店,并获得悦刻授予其“四代”产品独家代理权。2019 年爱施德与电子雾化器领导品牌悦刻(RELX)实现战略合作。作为悦刻电子烟代理商,爱施德先帮助悦刻快速扩张门店,占领市场,之后爱施德将悦刻产品分销给各门店,从而实现盈利。截至 2021H1,爱施德已在全国拓展并运营 7,000 多家悦刻专卖店和 3,500 家店中店,成为国内规模最大、覆盖最广、发展最快的电子雾化器零售服务商。而悦刻截至 2021 年上半年共有超过 15,000 家专卖店。根据雾芯科技招股书显示,与爱施德合作期间,悦刻市场份额由 2019 年的 48%快速攀升至 2020 年的 62.6%。目前,悦刻共发布五款产品,爱施德作为全国独家代理经销商,可以帮悦刻代理销售其第四代产品“无限”。爱施德可以向专卖店、KA 等各种渠道供货四代产品。目前,零售门店加盟方式主要有三种,(1)加盟商和悦刻以及普通代理商签订三方协议;(2)加盟商和爱施德以及悦刻签订三方协议;(3)加盟商与厂家签订直供协议。这里普通代理商于爱施德的区别在于,由于爱施德拥有四代产品“无限”的全国独家代理经销权,加盟商和普通代理商签订协议无法拿到第四代产品。

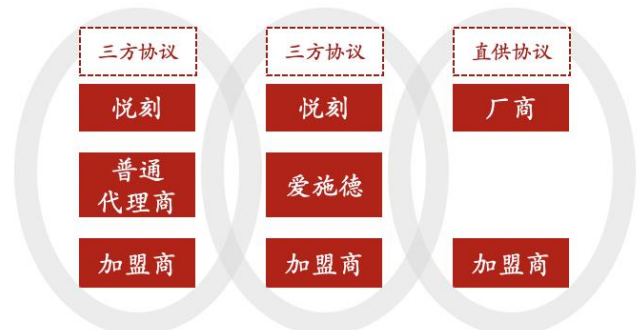
悦刻品牌与经销商的合作方式在持续改善升级中,后续计划并不会再将其它各代产品的独家代理权授予某一特定经销商,但电子烟各代产品分别满足不同消费者需求的特点,使得其新旧代产品间的替代率并不高。同时,爱施德可以拿等价“四代”产品和其他代理商进行产品置换,使得专卖店能够开展全品类分销,因此出货权仍掌握在爱施德手中。

图 20: 悦刻网点扩张模式

专卖店	授权店	集合店
全系列产品 品牌单一	热门产品 热门品牌	基本款产品 品牌丰富
通过加盟方式快速开设高密度的专卖店,提升品牌知名度。	通过授权店入住全国连锁商超,例如罗森、华润、酷乐潮玩、网鱼网咖等连锁企业,提升购买率。	以经典产品和新品入驻电子烟集合店,提升品牌竞争力。

资料来源:公开信息整理、浙商证券研究所

图 21: 悦刻加盟方式



资料来源:公开信息整理、浙商证券研究所

出让一号机股权,以谋求更大的投资空间推进其上市。深圳市一号机科技有限公司成立于 2017 年 12 月 12 日,主要经营电子雾化器等产品的分销及零售业务,一号机是悦刻的一级代理商。2021 年 08 月 23 日,爱施德将其持有的一号机科技 6%的股权以 3,425.23 万元的价格,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，一号机科技将不再纳入公司合并报表范围。

3.3. 供应链金融服务：依托网络小贷牌照，构建国内手机流通全链条生态体系

依托网络小贷牌照，公司已构建国内手机流通全链条生态体系。爱施德依托产业链优势，基于对上下游客户的理解，建立了先进的风控模型、业务流程和 IT 系统，以小额贷款、贸易融资等方式向上下游厂家/国代商、省代/经销商、零售/电商和终端消费者提供高效便捷的供应链金融服务，成为行业内客户的可选择服务商。爱施德旗下子公司“爱施德小贷”提供的优微贷、优爱贷、优易贷和优宝贷等产品，旨在解决上下游小微企业融资难的问题，为其提供采购资金。爱施德供应链金融服务业务前期以自营业务为主，后期切入 SaaS 模式，同时布局多品类、全生态体系，以求实现业务闭环。

3.4. 通信：连接基础运营商，为全球客户提供多样化服务

爱施德作为行业领先的虚拟运营商，2018 年率先获得中国移动、中国联通和中国电信三网移动转售业务正式商用牌照。公司拥有卡号资源超 1,900 万、核心专利 2 项、软著 25 项、超 3 万家营业网点覆盖全国 29 个省 90 个城市，具有行业领先的智能连接和零售服务能力。通过自建的连接管理平台、物联网设备管理平台、大数据/AI 平台和计费、客服等业务支撑系统，连接基础运营商的核心网络，依靠覆盖全国的销售网点，为用户提供新型跨境通信、漏电提醒、多方通信、流量充值等服务。

3.5. 竞争优势：销售网络布局初现规模，稳步拓展海外增量市场，探索数字化发展新格局

销售服务网络强大，稳步开拓海外增量市场。爱施德在国内设有 30 多个分支机构和办事处，服务遍布 31 个省级区域，覆盖 T1-T6 全渠道和 10 万家零售门店及线上零售商，并管控 5 大配送中心和 30 余个区域分仓的物流网络，配送范围直至乡镇。此外，公司还深化布局海外销售和仓储服务网络，公司已在德国、韩国、意大利等 10 个国家设立海外分支机构，组建当地运营团队；并在香港、新加坡、迪拜、美国等 10 多个国家和地区建设可管控的仓储物流网点，稳步开拓海外增量市场。

图 22：爱施德分销网络



资料来源：公司资料、浙商证券研究所

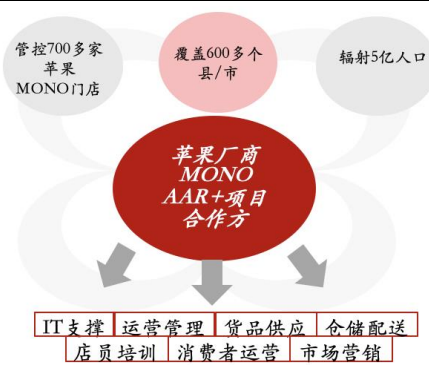
图 23：爱施德供应链综合服务架构



资料来源：公司资料、浙商证券研究所

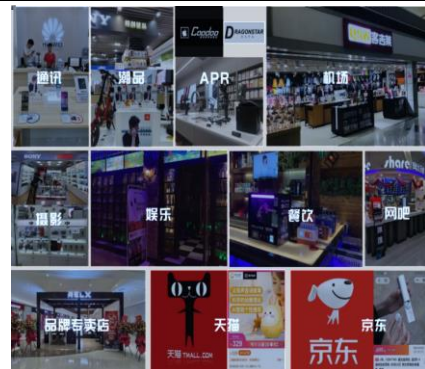
在零售端，爱施德在全国一至三线城市的核心商圈区域拥有近 120 家苹果零售门店和维修站，并拓展管理 800 多家苹果授权门店（MONO 及 APR），为消费者提供苹果及苹果周边产品的体验、购买、相关培训及售后服务。其中，直营的苹果授权维修站，连接苹果 MONO 接机点，覆盖全国 32 个省级区域及 290 个地市。同时扩展并运营 7,000 多家悦刻专卖店。

图 24：苹果 MONO AAR+项目



资料来源：公司资料、浙商证券研究所

图 25：全方位销售渠道



资料来源：公司资料、浙商证券研究所

构建爱施德分销信息系统 4.0，探索数字化发展新增长点。爱施德通过建立大分销平台、零售及服务平台、终端营销云平台和金融服务平台，构成了一个完整的分销和零售生态，实现了信息流、物流、资金流端到端可视化管理。此外，爱施德分销信息系统 4.0 不断升级，将大数据和数字化操作植入全流程，使得线上下单、线上支付、电子签章、物流追踪、产品溯源、大数据风控、全链数据可视等数字化功能均得到充分应用。

表 9：爱施德分销系统 4.0

大分销平台	零售及服务 平台	终端营销云 平台	金融服务平台	赋能客户 和门店
包括分销平台、面向品牌厂商的服务、全渠道通路的管理及服务	包括对门店管理、店员促销员管理、会员管理和运营等；	提供消费者全渠道、多样化消费场景，包括线下体验线上买单、线上下单线下提货、门店下单物流配送等不同消费体验	爱施德在线集成供应链金融产品	客户和门店通过爱施德云平台、能力开放平台、加盟一号机获取赋能服务
为爱施德分销平台提供行业领先、响应快速、实践最佳、效率最优的系统解决方案	通过专业的工具的应用，使消费者能够一点接入、线上线下，享受一站式的服务体验	强化门店的聚客能力，拉动销售业绩增长	为爱施德中小客户在线提供的一站式供应链金融服务	打通顾客在线上、线下消费完整过程

资料来源：公司官网、浙商证券研究所

4. 盈利预测与估值

公司核心营收增长主要来自于手机销售业务，该部分为公司收入核心贡献，平均收入占比达 85%以上。未来几年公司将继续深耕以智能手机为核心的 3C 数码及快消领域，铸就有价值的渠道网络壁垒，打造数字化全产业链服务标杆，与苹果、荣耀及悦刻等品牌的深度合作，也有望贡献新的增长点。

1) 手机销售业务：公司与头部智能手机品牌都有密切合作，为苹果、荣耀及三星的中国一级代理商。苹果手机方面，通过旗下酷动数码(Coodoo)进行零售分销业务，截至 2021H1，门店创造营收超过 13 亿元，后续将通过新零售模式稳定并提升该部分营收增长。在现有业务基础上，公司将继续深化与“荣耀”品牌的战略合作，据荣耀手机销售情况乐观估计，未来三年公司通过其品牌代理手机销售等相关业务可实现整体收入翻倍增长，且荣耀手机的毛利率高于公司另一主要合作伙伴苹果，但整体手机销售业务毛利率较低，公司也正通过提供更多相关增值服务，如开展售后维修网点等，探索毛利增长空间，21-23 年手机销售业务毛利率将稳步提升，分别为 2.54%/2.58%/2.60%。收入端，随着荣耀独立后供应链问题的改善，其新品推出后产量及销量也将显著提升，预计 21-23 年公司手机销售业务同比增速为 25%/15%/13%。

2) 非手机销售业务：涵盖非手机 3C 类数码产品、食品酒水等快消品及电子烟代理等相关收入，非手机销售业务相对手机销售业务毛利率较高。公司在快速扩张快消品分销赛道，目前已与云南白药、雀巢、ReFa、开衫白酒、茶小开等多个知名品牌达成合作。此外，电子雾化器头部品牌悦刻在国内市场的销售份额不断提升，爱施德与悦刻深度合作也因此受益，公司与悦刻在海外市场发展迅速，已在英国、德国、发过等 10 多个国家开展业务，以快消品分销增长及电子烟海外收入增长情况综合测算非手机销售业务的收入增速，该部分整体增速较高，未来 3 年预计收入将分别达 99.83/127.78/159.73 亿元，同比增长 35%/28%/25%。

3) 其他业务则包含公司部分供应链金融及返利/补贴等业务，这部分业务具有很高的毛利率，基本维持在 85%，增速也相对稳定，其他业务收入占公司总收入比重较小，预计 21-23 年实现营收 1.34/1.68/2.10 亿元。

表 10：公司核心收入驱动因素盈利预测（单位：百万元）

	2020	2021E	2022E	2023E
手机销售	56,687.73	70,859.66	81,701.19	91,913.84
YoY	12.10%	25.00%	15.30%	12.50%
收入占比	88.31%	87.51%	86.32%	85.03%
毛利率	2.88%	2.54%	2.58%	2.60%
非手机销售	7,394.77	9,982.94	12,778.16	15,972.70
YoY	39.20%	35.00%	28.00%	25.00%
收入占比	11.52%	12.33%	13.50%	14.78%
毛利率	9.35%	9.80%	10.50%	10.80%
其他业务	107.45	134.31	167.89	209.86
YoY	23.88%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率	88.24%	85.00%	85.00%	85.00%

资料来源：浙商证券研究所

表 11：公司核盈利预测（单位：百万元）

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	64,032.44	80,976.91	94,647.24	108,096.41
YoY	14.76%	26.46%	16.88%	14.21%
毛利率	3.53%	3.57%	3.80%	3.97%
归母净利润	700.47	989.31	1,154.56	1,320.54
YoY	103.81%	41.24%	16.70%	14.38%
归母净利率	1.09%	1.22%	1.22%	1.22%

资料来源：浙商证券研究所

估值及投资建议：21/22/23 年行业平均 PE 为 25.95X/20.64X/16.65X，从同业 PE 估值来看，市场多给予零售分销优质公司以相对高的估值定价，给予具备渠道网络价值优势的线下零售分销商公司以相对高的估值定价，给予线上线下融合发展零售公司以相对高的估值定价。

综上，我们预计 21/22/23 年公司总营收分别实现 809.77/946.47/1,080.96 亿元，yoy+26.64%/16.88%/14.21%；毛利率分别为 3.57%/3.80%/3.97%，归母净利润分别实现 9.89/11.55/13.21 亿元，yoy+41.24%/16.70%/14.38%，对应 EPS 为 0.80/0.93/1.07 元。我们认为公司作为线下渠道成熟且完善的优质零售分销商，具备后续成长动力，目前公司 21/22/23 年对应的估值分别为 14.8X/12.6 X/11.1X，拥有充分上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表 12：公司与同业估值比较（PE）

上市公司	市值 (亿元)	归母净利 (亿元)				归母净利 YOY				PE				
		2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
深圳华强	180.94	6.25	9.40	10.76	12.64	-0.88%	50.45%	14.55%	17.39%	20.83	19.26	16.81	14.32	
孩子王	180.61	3.91	4.30	5.55	7.10	3.61%	9.94%	29.00%	28.09%	-	42.01	32.57	25.43	
神州数码	102.53	6.24	8.42	10.93	13.48	-11.02%	34.84%	29.86%	23.35%	22.68	12.18	9.38	7.61	
爱婴室	29.99	1.17	0.99	1.26	1.56	-24.43%	-15.25%	27.61%	23.78%	28.10	30.35	23.79	19.22	
										平均值	23.87	25.95	20.64	16.65
爱施德	141.28	7.00	8.96	11.9	14.92	103.81%	27.98%	32.78%	25.33%	13.20	14.8	12.6	11.1	

资料来源：Wind 一致预期、浙商证券研究所

5. 风险提示

- 1、**疫情反复，线下消费恢复不及预期：**疫情反复情况下，居民消费能力易受影响，线下消费恢复情况或因此受到较大影响，不及预期。
- 2、**电子烟政策变动风险，与电子烟品牌合作不及预期：**电子烟相关政策频出，并不可控；电子烟品牌后续将调整与合作商模式，或将受到影响。
- 3、**海外市场拓展不及预期，或受相关经济或金融政策影响：**海外市场受相关经济或金融政策影响且多变，拓展或不及预期。
- 4、**新品销售及新品牌拓展不及预期：**新品推出，市场反应及销售情况不可控，从而影响新品牌的拓展合作，存在相关风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	9,592	12,746	12,052	14,240	营业收入	64,032	80,977	94,647	108,096
现金	4,096	4,837	4,886	4,262	营业成本	61,772	78,085	91,055	103,803
交易性金融资产	514	1,200	0	0	营业税金及附加	71	89	104	119
应收账款	1,117	2,252	1,763	2,841	营业费用	841	1,169	1,435	1,721
其它应收款	202	284	284	365	管理费用	248	313	366	418
预付账款	1,211	1,584	1,675	2,040	研发费用	12	15	18	20
存货	2,237	3,541	3,196	4,484	财务费用	210	266	311	355
其他	215	(952)	248	248	资产减值损失	(32)	(32)	0	0
非流动资产	1,716	443	698	929	公允价值变动损益	12	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	57	300	150	50
长期投资	1	1	1	1	信用减值损失	21	21	21	21
固定资产	14	122	494	681	营业利润	962	1,389	1,559	1,731
无形资产	17	15	11	5	营业外收支	22	6	6	6
在建工程	1	2	0	0	利润总额	984	1,394	1,565	1,736
其他	1,683	303	192	243	所得税	186	300	300	300
资产总计	11,308	13,189	12,751	15,169	净利润	798	1,094	1,265	1,436
流动负债	5,654	6,632	5,737	7,644	少数股东损益	98	105	110	116
短期借款	2,758	2,637	2,697	2,667	归属母公司净利润	700	989	1,155	1,321
应付款项	1,287	2,306	1,884	2,892	EBITDA	1,107	1,614	1,862	2,110
预收账款	0	863	146	1,007	EPS (最新摊薄)	0.57	0.80	0.93	1.07
其他	1,609	826	1,010	1,078	主要财务比率				
非流动负债	4	4	4	4		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	238	0	0	成长能力				
其他	4	(234)	4	4	营业收入	14.8%	26.5%	16.9%	14.2%
负债合计	5,658	6,636	5,741	7,647	营业利润	151.5%	44.3%	12.3%	11.0%
少数股东权益	236	491	601	717	归属母公司净利润	103.8%	41.2%	16.7%	14.4%
归属母公司股东权益	5,414	6,063	6,409	6,805	获利能力				
负债和股东权益	11,308	13,189	12,751	15,169	毛利率	3.5%	3.6%	3.8%	4.0%
					净利率	1.2%	1.4%	1.3%	1.3%
					ROE	13.2%	16.4%	17.4%	18.6%
					ROIC	10.9%	13.7%	15.7%	17.3%
					偿债能力				
					资产负债率	50.0%	50.3%	45.0%	50.4%
					净负债比率	100.1%	101.3%	81.9%	101.7%
					流动比率	1.7	1.9	2.1	1.9
					速动比率	1.1	1.1	1.3	1.0
					营运能力				
					总资产周转率	6.0	6.6	7.3	7.7
					应收帐款周转率	46.4	46.4	46.4	46.4
					应付帐款周转率	43.5	43.5	43.5	43.5
					每股指标(元)				
					每股收益	0.57	0.80	0.93	1.07
					每股经营现金	1.31	0.37	0.98	0.99
					每股净资产	4.37	4.89	5.17	5.49
					估值比率				
					P/E	13.2	14.8	12.6	11.1
					P/B	2.7	2.4	2.3	2.1
					EV/EBITDA	12.0	7.8	6.7	6.2

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>