

数字化分销领军企业，多元化创新业务持续延展

➤ **消费电子市场逐步复苏，新产品迭代有望驱动下一轮增长。** 2022 年以来受新冠疫情、行业周期、供应链断裂等多因素影响，全球消费电子市场持续疲软。Canalys 数据显示，全球智能手机出货量连续第五个季度下滑；2023Q2 中国大陆智能手机出货量 6430 万部，同比-5%，整体出货量虽仍下降但降幅已逐步收窄，消费市场面临复苏迹象。同时伴随折叠屏智能手机相关技术的日趋成熟，以及 AI 技术应用深入，消费电子公司加大 AI 智能硬件领域布局，或将带来新一轮消费电子终端创新和商业模式变革。我们认为随着市场情绪逐步好转，叠加新技术更新迭代，全球消费电子终端消费市场有望迎来复苏拐点。

➤ **爱施德：持续深耕数码销售，基于电商多维度延展。** 公司为 3C 数码分销领域领先企业，深耕数码销售领域二十余年，不断构建销售网络的同时，也积极拓展通信和新零售业务。目前公司已构建全球销售网络，获得移动转售牌照，并且进入物联网转售领域。公司产品和服务内容广泛，主要分为数字化分销业务、数字化零售服务、其他数字化创新业务三大板块。2016~2022 年公司营业收入从 483.33 亿元增长到 914.29 亿元，6 年 CAGR 达到 11.21%。营收结构方面，近年来公司不断创新数字化新零售领域，数字化零售业务收入占比不断提升，从 2020 年的 18.14% 上升至 2022 年的 33.27%，为公司带来新的业务增长。

➤ **公司新零售业务布局持续加码，海外市场加速开拓。** 传统零售模式以线下实体店铺渠道为基础，单一依赖周边人群销售商品，严重限制受众范围和新客户流入，无法促进快速消费。公司经多年积累，从单一线下传统渠道切入电商新零售领域，通过平台电商、直播电商、短视频、社交平台等数字化工具，形成线上全场景的品牌运营和会员运营能力，能够在全网络范围内吸引客户，实施个性化推送和服务，并依托仓储和物流网络实现降本增效，推动零售业务升级。同时公司积极拓展海外市场，2022 年海外业务大幅增长，实现海外营收 57.57 亿元，同比+71.11%。目前公司已取得荣耀在海外多个国家及地区的独家授权，携手荣耀在中国香港市场实现了销售份额及销量规模的新突破。公司在助力其他品牌海外销售的同时积极构建自有品牌的海外出路，为自有业务出海打下基础。通过积极开拓海外市场，实现海外能力与资源的有效融合，爱施德将以全球视野布局业务创新，打造更大规模持续发展的强力引擎。

➤ **投资建议：** 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 8.02 亿元、9.33 亿元、11.43 亿元，当前股价对应 PE 分别为 12X、10X、8X。我们预计伴随手机消费市场的复苏，公司手机销售业务回升将带动公司整体营收增长，同时公司作为通信电商领域领先企业，积极推进新零售战略，拓宽销售渠道，开拓新市场，后续具备较强成长性，看好公司后续发展，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：** 消费电子市场需求恢复不及预期；公司新业务拓展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	91,429	102,296	116,420	131,613
增长率 (%)	-3.9	11.9	13.8	13.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	730	802	933	1,143
增长率 (%)	-20.8	9.8	16.4	22.5
每股收益 (元)	0.59	0.65	0.75	0.92
PE	13	12	10	8
PB	1.6	1.5	1.4	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 9 月 8 日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格：

7.45 元



分析师 马天诣

执业证书：S0100521100003

电话：021-80508466

邮箱：matianyi@mszq.com

分析师 崔若瑜

执业证书：S0100523050001

电话：021-80508469

邮箱：cuiruoyu@mszq.com

目录

1 消费电子市场复苏，技术升级引领行业需求迭代	3
1.1 手机销量降幅收窄，终端消费面临复苏.....	3
1.2 消费产品升级，技术创新引领.....	4
2 爱施德：持续深耕数码销售，基于电商多维延展	9
2.1 3C 数码销售领先企业，零售业务发展强劲.....	9
2.2 持续深耕手机分销，创新业务助力发展	10
2.3 营收及利润总体向好，零售业务持续拓展	12
3 新零售加快布局，新市场持续开拓	14
3.1 完善新零售平台建设，数字化零售快速发展.....	14
3.2 拓展服务新品牌，开拓海外新市场	16
4 盈利预测与投资建议	18
4.1 盈利预测假设与业务拆分	18
4.2 估值分析与投资建议	19
5 风险提示	20
插图目录	22
表格目录	22

1 消费电子市场复苏，技术升级引领行业需求迭代

1.1 手机销量降幅收窄，终端消费面临复苏

全球手机消费市场有望复苏。2022年以来，受新冠疫情、行业周期、供应链断裂等多因素影响，全球消费电子市场持续疲软。Canalys 的数据显示，全球智能手机出货量连续第五个季度下滑，2023Q2 全球智能手机出货量 2.582 亿台，同比下降 10%；中国大陆智能手机出货量 6430 万部，同比下降 5%。第二季度出货量虽仍下降，但降幅已逐步收窄，消费市场面临复苏迹象。随着市场情绪逐步好转，全球终端消费市场有望迎来复苏拐点。

图1：中国大陆手机出货量及增速



资料来源：Canalys，民生证券研究院

高端手机市场需求强劲，三星、苹果和荣耀等品牌消费认可度高。全球消费市场方面，2023Q2 三星以 21% 的市场占有率为第一，出货量 5334 万台；苹果紧随其后，占比 17%，出货量 4318 万台。国内市场方面，根据 IDC 数据，2023Q2 苹果以 15.3% 的市场份额排名中国大陆第四，同比增长 6.1%。华为市场份额为 13.0%。苹果和华为的市场份额上升，反映出高端手机市场需求仍然强劲，受到的冲击较小。

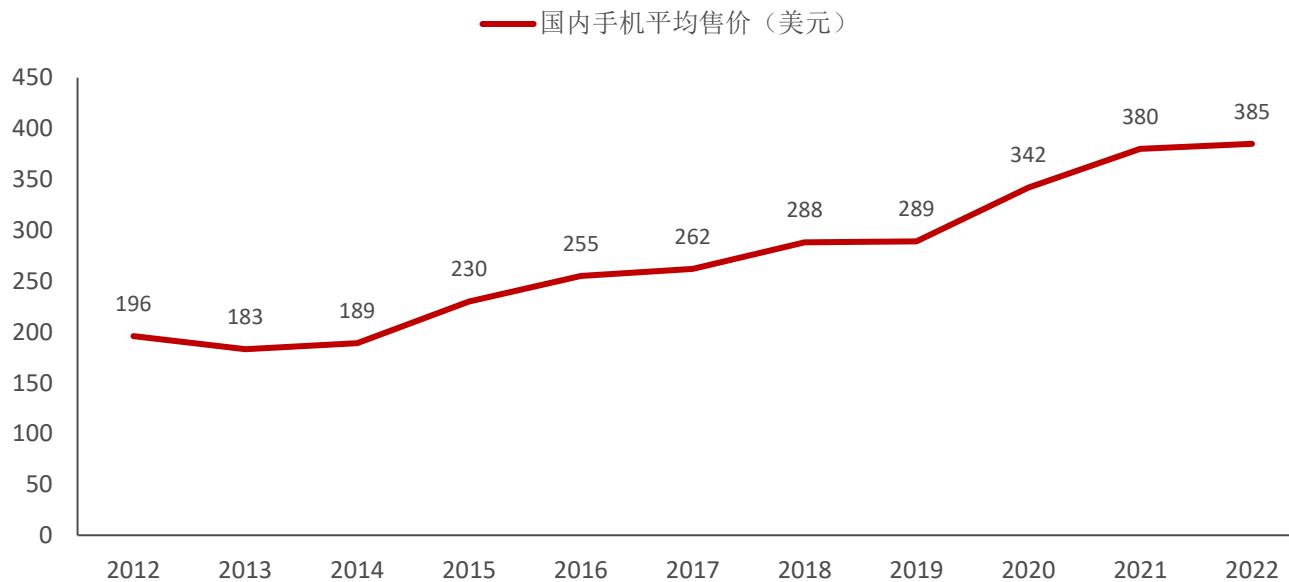
表1：国内市场智能手机市场份额及同比增幅

品牌	Q2 2023	Q2 2022	同比增幅
OPPO	17.7%	17.7%	-2.1%
vivo	17.2%	19.2%	-11.9%
荣耀	16.4%	19.5%	-17.9%
苹果	15.3%	14.1%	6.1%
小米	13.1%	15.6%	-17.5%
华为	13.0%	7.3%	76.1%
其他	7.3%	6.8%	5.6%
总计	100%	100%	-2.1%

资料来源：IDC，民生证券研究院

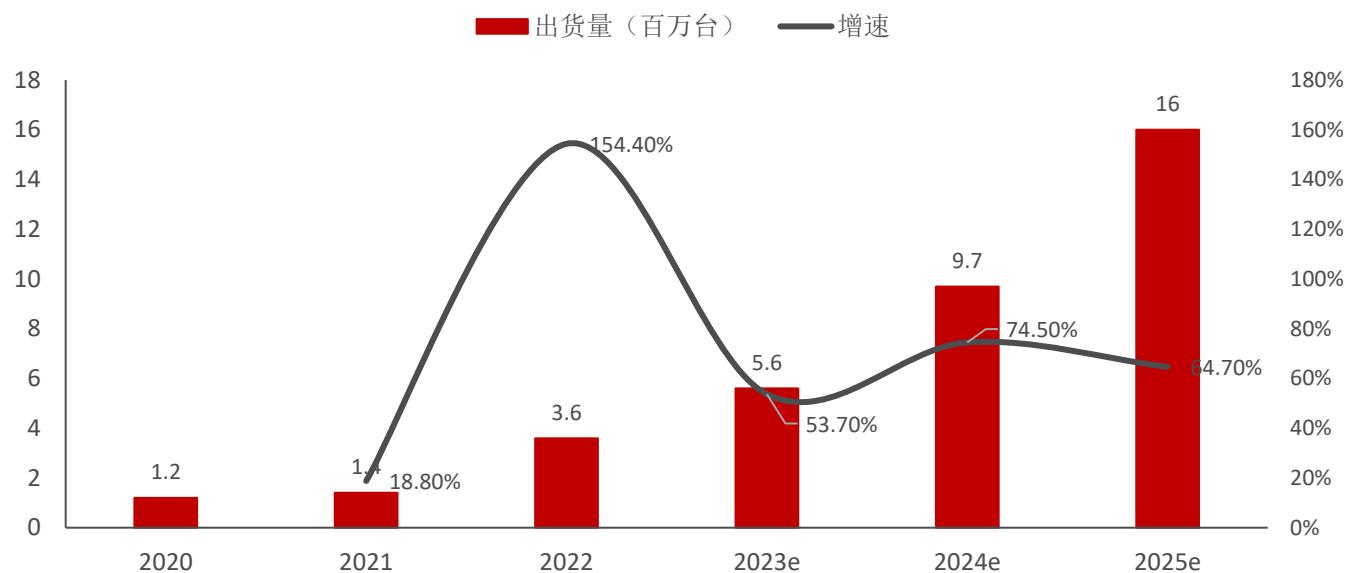
1.2 消费产品升级，技术创新引领

消费产品升级，高端手机产品受消费者认可。根据 Counterpoint Research 数据，2022 年国内智能手机的平均售价超过 385 美元（约合人民币 2751 元），Counterpoint Research 预计未来将继续上涨。在消费产品升级的背景下，供应商有动力投资更多的产品创新，以保持技术创新的领先地位，为手机消费带来新的增长点。

图2：国内手机平均售价趋势


资料来源：counterpoint research，民生证券研究院

折叠手机销量上升，需求强劲。在全球消费电子需求放缓的情况下，折叠手机出货量稳步上升，TrendForce 数据显示，2022 年全球折叠手机出货量 1280 万台，预估 2023 年出货量达 1980 万台，年增长率达 55%。根据艾瑞咨询数据，自 2019 年折叠手机首次推出，国内折叠手机市场不断扩大，2022 年出货量增长率超过 150%，反映出较大潜力，预计未来三年增长率均在 50% 以上。

图3：中国折叠屏手机出货量


资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

可折叠手机技术不断更新迭代日益完善，整机成本下降消费者接受程度提升。

长期以来，不成熟的技术和高昂售价成为限制高端折叠手机消费的重要因素。随着面板材料、铰链等关键零部件技术趋于成熟，硬件侧成本下降，整机成本压力减轻，折叠手机价格得以下降，消费者接受度不断提升，需求扩大，成为各大厂商新的创新和竞争领域。

图4：折叠手机重要零部件及技术

折叠手机重要零部件及技术



1.U型铰链

最早使用，结构简单，无法无缝折叠，仅三星继续迭代。

2.水滴型铰链

新型铰链技术，结构较为复杂，可以无缝折叠，折痕小，华为、荣耀、OPPO、小米等多家厂商研发，种类众多。



1.CPI薄膜

最早使用，量产技术成熟，价格低，弯曲性好，但耐用性差。

2.UTG薄膜

新型盖板技术，使用规模不断扩大，硬度高，弯曲性和耐用性好，但价格较高，相关技术仍在继续开发。

资料来源：民生证券研究院整理

各主流消费电子厂商加码折叠屏手机布局，后续需求有望持续增长。作为最早进入折叠手机领域的品牌之一，三星 2023Q2 市占率约 7 成，约 1300 万台 (数据来源于 TrendForce)。三星注重技术研发，加快产品迭代，于 2023 年 7 月发布最新折叠手机 Galaxy Z Fold5，性能与上一代相比具有较大提升。荣耀于 2023 年 7 月 12 日发布 Magic V2，作为目前市场最新折叠手机，折叠厚度 9.9mm，重 231g，在轻薄方面取得重大突破，同时采用钛合金铰链，改善使用寿命问题，提高了稳定性和舒适性，价格适中，受到消费者青睐。随着头部厂商的加入，其他厂商会持续跟进，带来更大市场规模和更快增长。随着这些问题逐步解决，折叠手机的需求和销量有望提升。

图5：目前市场主要折叠手机产品



资料来源：华为官网、三星官网、荣耀官网、OPPO 官网，民生证券研究院

AI 技术应用深入，消费电子公司加大 AI 智能硬件领域布局，有望带来新一轮消费电子终端创新和商业模式变革。国家政策鼓励用 AI 提升智能化水平。国家发展改革委等部门印发《关于促进电子产品消费的若干措施》，提出要顺应新一轮科技革命和产业变革趋势，推动供给端技术创新和产业升级，促进电子产品消费升级。鼓励科研院所和市场主体积极应用国产人工智能(AI)技术提升电子产品智能化水平，增强人机交互便利性。

表2：近 3 年 AI 有关政策一览表

时间	政策名称	相关内容
2023 年 7 月 20 日	《关于促进电子产品消费的若干措施》	顺应新一轮科技革命和产业变革趋势，推动供给端技术创新和产业升级，促进电子产品消费升级。鼓励科研院所和市场主体积极应用国产人工智能(AI)技术提升电子产品智能化水平，增强人机交互便利性。
2023 年 7 月 10 日	《生成式人工智能服务管理暂行办法》	坚持发展和安全并重、促进创新和依法治理相结合的原则，采取有效措施鼓励生成式人工智能创新发展，对生成式人工智能服务实行包容审慎和分类分级监管。
2022 年 11 月 3 日	《中小企业数字化转型指南》	加大工业互联网、人工智能、5G、大数据等新型基础设施建设力度，优化中小企业数字化转型外部环境。
2022 年 8 月 12 日	《关于支持建设新一代人工智能示范应用场景的通知》	坚持面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求、面向人民生命健康，充分发挥人工智能赋能经济社会发展的作用，围绕构建全链条、全过程的人工智能行业应用生态，支持一批基础较好的人工智能应用场景，加强研发上下游配合与新技术集成，打造形成一批可复制、可推广的标杆型示范应用场景。首批支持建设十个示范应用场景。

2022 年 07 月 29 日

《关于加快场景创新以人工智能高水平应用促进经济高质量发展的指导意见》

以习近平总书记关于人工智能系列重要讲话精神为指导，贯彻新发展理念，以促进人工智能与实体经济深度融合为主线，以推动场景资源开放、提升场景创新能力为方向，强化主体培育、加大应用示范、创新体制机制、完善场景生态，加速人工智能技术攻关、产品开发和产业培育，探索人工智能发展新模式新路径，以人工智能高水平应用促进经济高质量发展。

2021 年 09 月 26 日

《新一代人工智能伦理规范》

提出了增进人类福祉、促进公平公正、保护隐私安全、确保可控可信、强化责任担当、提升伦理素养等 6 项基本伦理要求。同时，提出人工智能管理、研发、供应、使用等特定活动的 18 项具体伦理要求。

2021 年 7 月 4 日

《新型数据中心发展三年行动计划
(2021-2023 年)》

推动新型数据中心建设布局优化、网络质量提升、算力赋能加速、产业链稳固增强、绿色低碳发展、安全保障提高，打造新型智能算力生态体系，有效支撑各领域数字化转型，为经济社会高质量发展提供新动能。

2021 年 5 月 24 日

《全国一体化大数据中心协同创新体系算力枢纽实施方案》

引导超大型、大型数据中心集聚发展，构建数据中心集群，推进大规模数据的“云端”分析处理，重点支持对海量规模数据的集中处理，支撑工业互联网、金融证券、灾害预警、远程医疗、视频通话、人工智能推理等抵近一线、高频实时交互型的业务需求，数据中心端到端单向网络时延原则在 20 毫秒范围内。

2021 年 3 月 12 日

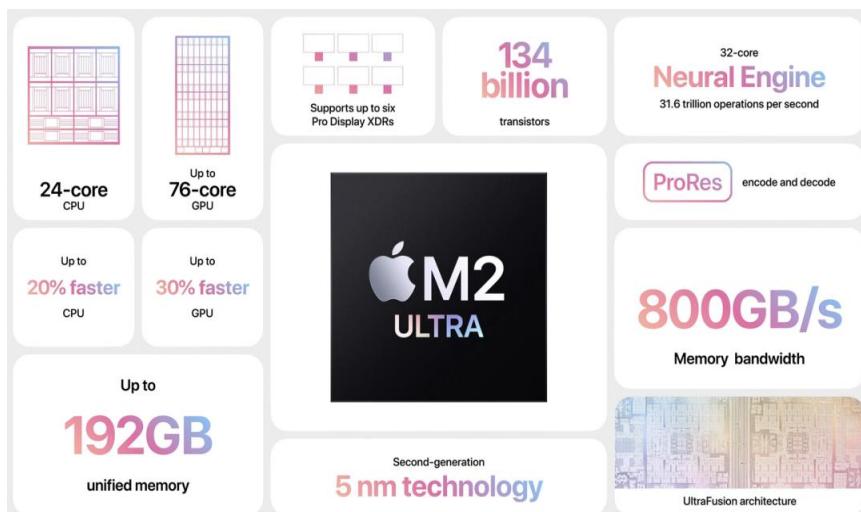
《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》

加强关键数字技术创新应用，加快推动数字产业化、产业数字化；建设重点行业人工智能数据集，发展算法推理训练场景，推进智能医疗设备、智能运载工具、智能识别系统等智能产品设计与制造，推动通用化和行业性人工智能开放平台建设。

资料来源：中央人民政府官网，工信部，发改委，民生证券研究院

高性能芯片使 AI 终端部署成为可能。各厂商研发高算力终端芯片，其中苹果公司于 2023 年 6 月发布新一代芯片 M2 Ultra，具备 24 核 CPU，最高 76 核 GPU，32 核神经网络引擎，每秒运行 31.6 万亿次；显示引擎支持多达 6 个 Pro display XDR，驱动超过 1 亿像素；拥有高达 192GB 的统一内存和 800GB/s 内存带宽，可以实现在单台设备运行 Transformer 大模型，大大加快各种机器学习任务，为 AI 与电子产品深度结合带来全新可能。

图6：苹果 M2 ultra 芯片介绍



资料来源：苹果官网，民生证券研究院

手机+AI 大模型赋能智能手机新消费。2023年5月,Google公布全新一代大语言模型PaLM2,未来可以被部署在智能手机上,实现端侧大模型运行。高通提出混合AI架构概念,终端AI与云端AI高度协同,结合场景需求,合理分配算力,云端的算力优势与终端的隐私、成本、个性化、效率优势形成互补,带来更好、更便捷的智能终端体验,推动AI大规模普及。荣耀6月29日宣布未来将把AI大模型引入端侧,赋能YOYO智慧助手,打造更加个人化、人性化,隐私保护更周全的端侧个人模型,带来多模态自然交互、精准意图识别、复杂任务的闭环服务等新体验。华为等厂商也宣布将AI模型引入手机语音助手。

AI模型部署在终端侧,将使用户与设备的交互方式产生深刻改变,催生智能终端的革命性变化。对于个人消费者,使用智能终端更加方便高效地处理工作和日常事务,最终赋能智能手机新技术和新消费。对于特定使用场景的企业消费者,可以将智能终端集成到应用场景的上下文和工作流中,处理步骤更多、复杂度更高的任务,从而建立高效的B2B商业模式,实现降本增效。

图7：高通：AI处理的重心正在向边缘转移



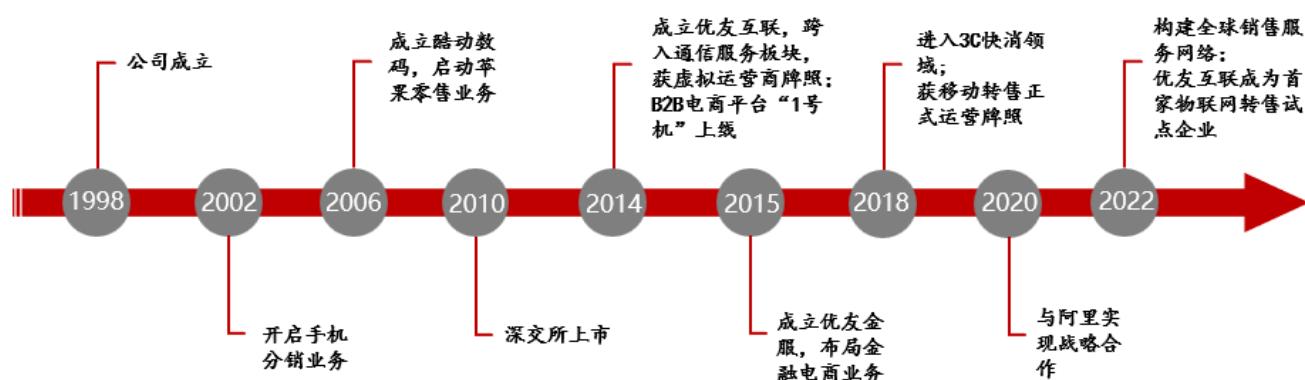
资料来源：高通《混合AI是AI的未来》白皮书，民生证券研究院

2 爱施德：持续深耕数码销售，基于电商多维延展

2.1 3C 数码销售领先企业，零售业务发展强劲

公司为3C数码分销领域领先企业，销售覆盖范围广泛。公司成立于1998年，2010年在深交所上市。公司深耕数码销售领域二十多年，在不断构建销售网络的同时，也积极拓展通信和新零售业务。目前，公司已构建全球销售网络，获得移动转售牌照，并且进入物联网转售领域。

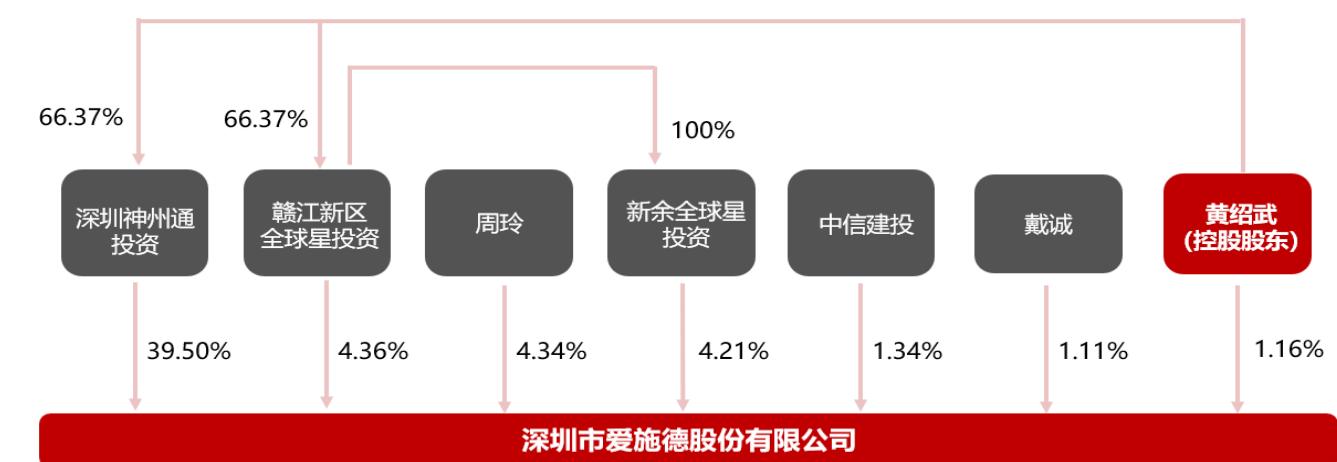
图8：爱施德发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司股权较为集中，股权结构稳定。截至2023年中报，公司实际控制人为创始人之一兼董事黄绍武先生，总计持股33.06%。主要创始人之一兼董事长黄文辉先生（持股0.32%）自2007年起连续担任董事长，管理经验十分丰富；副董事长、总裁周友盟女士（持股0.08%）为管理学博士，高级工程师，曾长期在中国联通集团担任高管，专业经验丰富。公司核心高管任期均超过5年，团队经验丰富，专业性强，有利于公司长期稳定发展。

图9：公司股权结构



资料来源：公司中报，民生证券研究院

2.2 持续深耕手机分销，创新业务助力发展

公司产品和服务内容广泛，主要分为数字化分销业务、数字化零售服务、其他数字化创新业务三大板块。其中，以手机销售为核心的数字化分销业务是公司传统业务，2022年收入占比66.50%；数字化零售业务增长迅速，占比不断增长，2022年收入占比33.22%；其他业务收入2022年占比0.28%。

图10：公司各项业务情况



资料来源：公司官网，公司年报，民生证券研究院

2.2.1 数字化分销业务

公司深耕手机分销行业二十多年，是苹果、荣耀、三星的全国一级经销商公司，通过构建数字化智慧分销平台、全国T1-T6全渠道销售分支机构，以及海外10多个国家/地区的供应链仓储布局等核心优势，构建了海内外高效的销售通路、供应链和服务网络能力。公司在全国服务31个省级区域，覆盖T1-T6全渠道和10万余家手机门店，管控5大配送中心和30余个区域分仓。公司积极布局海外销售和仓储服务网络，已在德国、韩国、加拿大、英国等10个国家设立分支机构，在中国香港、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，海外销售服务网络能力进一步提升。公司自主研发了爱施德智慧分销平台，对业务过程中信息流、物流、资金流实施智能高效可视化管理，并通过全渠道数据采集系统、智能客户管理系统和物流仓储风控管理系统为全渠道客户提供精准服务。

同时，公司持续拓展 3C 数码全品类产品矩阵，助力飞利浦、SKG、追觅等众多优秀品牌开拓新市场空间，提供新的增长动力。

2.2.2 数字化零售业务

3C 数码零售：公司旗下 Coodoo 品牌在全国自营 145 家苹果优质经销商 (APR) 门店，是苹果公司全球最大的优质经销商；公司是荣耀品牌唯一的全渠道零售服务商，线上运营支撑荣耀天猫官旗、荣耀亲选、抖音等电商渠道，线下服务荣耀体验店；同时公司是三星零售业务的重要合作伙伴，运营管理中国区最大的三星旗舰体验店，总管理门店数量超 4000 家。

创新零售业务：公司将线下门店场景与线上电商、直播、短视频、社交等平台进行高效融合，构建了 B2B2C 和 O2O 模式下的流量互通和商业闭环，实现零售门店 O2O 创新零售业务体量和能力快速提升。公司在天猫、京东、拼多多、快手、抖音等多个电商平台自营全品类电商业务。同时，依托成熟的渠道体系和销售服务能力，构建了立体化新能源汽车新销售服务网络。

公司推行爱施德智慧零售实践方案，以实体零售店面运营为基础，构建新人货场，结合到店、到家等多种用户需求场景，通过多渠道触达消费者，并实现全域会员运营，打造数字化消费者运营闭环，新零售 2C 能力不断加强。

2.2.3 数字化创新业务

自有品牌、共创品牌、快消品运营：公司在 3C 数码及快消领域打造自有品牌和共创品牌，将手机分销核心领先能力不断复制扩展至其他领域，为公司带来新的业务领域和增长点，支撑公司持续推进产业升级。如公司旗下的智能健康品牌“UOIN/柚印”、智能护理品牌“ROZU/荣尊”、新式茶饮品牌“茶小开”、传统茶产品品牌“中茶印象”和 3C 数码电池品牌“Mottcell/山木”等。

图11：公司旗下数码及快消品牌



资料来源：公司官网，各品牌官网，官方公众号，民生证券研究院

数字化创新的通信及增值服务：公司 2014 年成立优友互联，进入通信业务领域；2017 年成立爱保科技，提供数字化手机保障和增值服务。

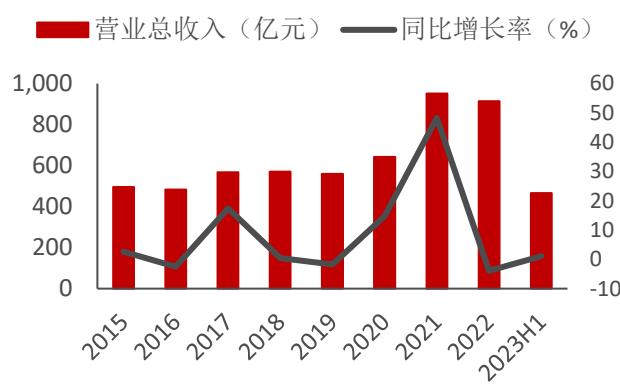
优友互联是行业领先的移动通信转售业务运营商，已于 2023 年 7 月在新三板正式挂牌。其拥有移动、联通、电信三大运营商移动转售牌照，并于 2022 年成为首家物联网转售试点企业，为消费者提供移动通信、物联网、云通信等服务，构建全周期、个性化服务链条。**爱保科技是国内领先的互联网数字化手机保障服**

务提供商，为消费者提供碎屏保、延保等增值服务，是苹果授权的 AppleCare+ 产品线上 T1 级代理商和授权服务商，产品覆盖 12,000 家门店，为终端用户提供优质增值服务，延长服务链条，赋能通讯行业新零售转型。

2.3 营收及利润总体向好，零售业务持续拓展

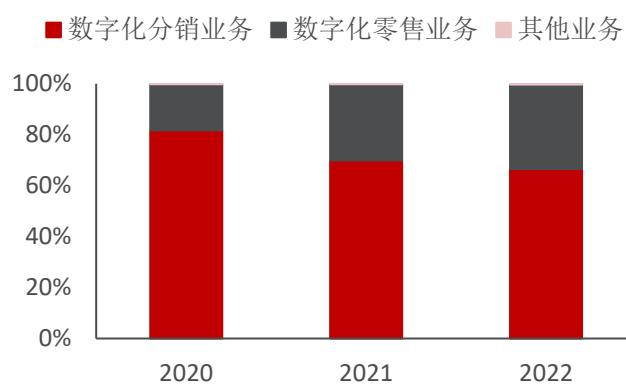
2016~2022 年公司营业收入从 483.33 亿元增长到 914.29 亿元，6 年 CAGR 达到 11.21%。2022 年，受疫情和需求等因素影响，全球手机销售不及预期，出货量下滑 11.3%，由此导致公司数字化分销业务营收下滑 8.55%，引起整体营收下滑。营收结构方面，近年来公司不断创新数字化新零售领域，数字化零售业务收入占比不断提升，从 2020 年的 18.14% 上升至 2022 年的 33.27%，为公司带来新的业务增长。

图12：公司营业收入情况



资料来源：同花顺，民生证券研究院

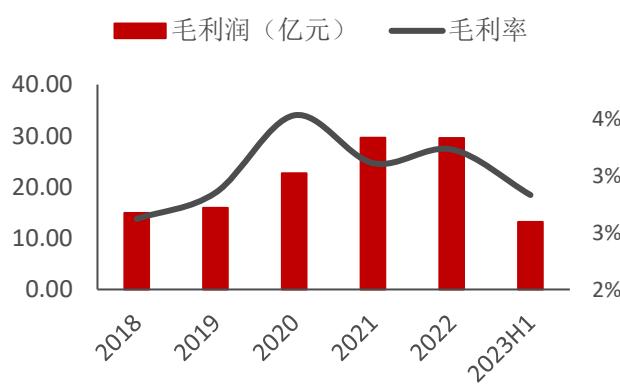
图13：公司营收结构



资料来源：同花顺，民生证券研究院

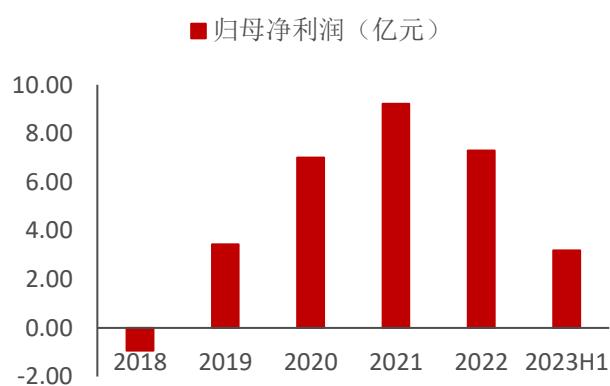
公司毛利润近年来整体呈现呈上升趋势，2022 年实现毛利润 29.49 亿元，毛利率 3.23%。公司不断扩大业务规模，2022 年实现净利润 8.05 亿元，净利率 0.88%，净利润同比下降 22.14%，主要由智能手机市场低迷，公司主营业务受到严重冲击，营业收入下降导致。随着智能手机市场逐步恢复，公司营业收入修复，净利率水平有望迎来更大的增长空间。

图14：公司毛利率水平



资料来源：wind，民生证券研究院

图15：公司归母净利润情况



资料来源：wind，民生证券研究院

公司 2023H1 销售费用率为 1.29%，管理费用率 0.29%，财务费用率 0.11%。

2023 年以来公司三费管控较 2022 年全年有明显优化。2023H1 研发费用 0.17 亿元，研发费率 0.04%。研发费率呈上升趋势，主要为子公司创新业务研发，业务拓展带来增长空间。

图16：销售费用率、管理费用率及财务费用率

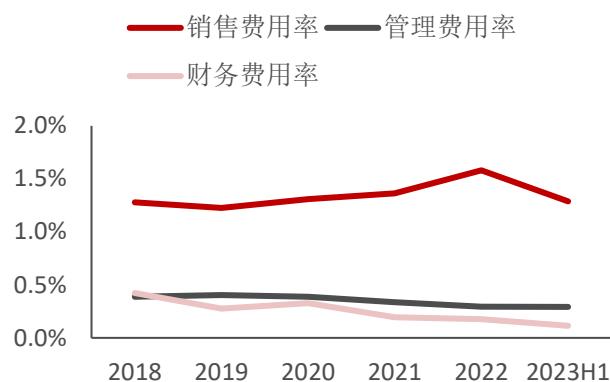


图17：研发费用



资料来源：同花顺，民生证券研究院

资料来源：同花顺，民生证券研究院

3 新零售加快布局，新市场持续开拓

3.1 完善新零售平台建设，数字化零售快速发展

公司依托行业优势，加速业务升级。公司位于以手机为核心的3C数码、快消品、通信及增值服务和新能源汽车的分销和零售行业，是国内领先的数字化分销和数字化零售服务商。公司通过持续多年的能力构建和效率提升，在销售服务网络、品牌价值合作、新型渠道运营、组织经营效率、数字化智能化应用创新等方面建立了行业领先的竞争优势。2022年，公司进一步提升内部经营效率、开拓新零售业务和升级智慧化营销，实现了高质量发展和新能力构建。

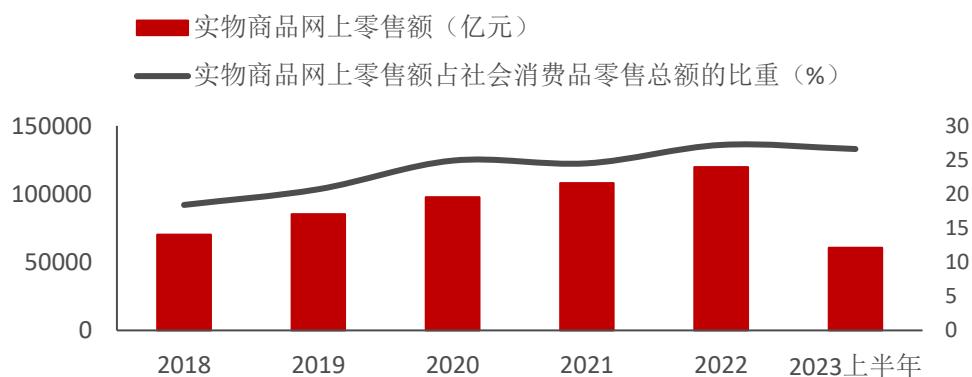
图18：爱施德新零售业务



资料来源：公司年报，民生证券研究院

公司持续推进新零售战略。实体商品网上销售额不断攀升，占社会消费品零售总额的比重呈上升趋势，线上和线下渠道结合的新零售模式带来新增长。公司持续推进新零售战略升级，数字化零售能力跨上新台阶。公司推行了爱施德智慧零售实践方案，以实体零售店面运营为基础，构建新人货场，结合到店、到家等多种用户需求场景，通过多渠道触达消费者，并实现全域会员运营，打造数字化消费者运营闭环，新零售2C能力不断加强。

图19：我国实物商品网上零售额及占比



资料来源：同花顺，民生证券研究院

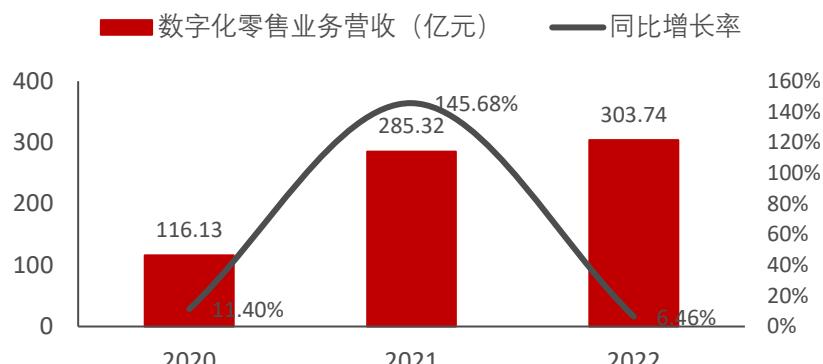
新零售赋能引流，业务运营升级。传统零售模式以线下实体店铺渠道为基础，单一依赖周边人群销售商品，严重限制受众范围和新客户流入，无法促进快速消费，面临高昂成本和存货压力。公司经过多年积累，从单一线下传统渠道切入电商新零售领域，通过平台电商、直播电商、短视频、社交平台等数字化工具，形成线上全场景的品牌运营和会员运营能力，能够在全网络范围内吸引客户，实施个性化推送和服务，并依托仓储和物流网络实现降本增效，推动零售业务升级。

图20：新零售与传统零售模式对比



资料来源：公司年报，民生证券研究院

强化新零售运营，2022年实现新零售订单超1200万单。公司通过围绕消费者会员粉丝在门店消费的引导和养成，打造数字化消费者运营闭环，实现消费者全生命周期价值的增长贯穿，新零售能力迈上新的台阶。公司对在管苹果零售门店实现了全方位数字化管理，通过“零售通”系统为零售门店赋能线上引流及线下服务能力，打通京东、美团、天猫等多平台本地O2O业务，各零售门店销量提升超30%，成为门店新的业绩增长引擎。公司服务荣耀线上官旗、线下Honor专卖店、荣耀会员平台、荣耀亲选平台和荣耀新零售平台，为荣耀O2O业务提供深度高效支撑，通过线上全渠道触达C端用户，助力荣耀进一步强化消费者品牌心智，零售市场份额实现新的突破。同时公司不断加强与阿里巴巴的战略合作，持续提升新零售运营核心能力，持续推动新零售战略升级。

图21：爱施德新零售业务营收及增长率


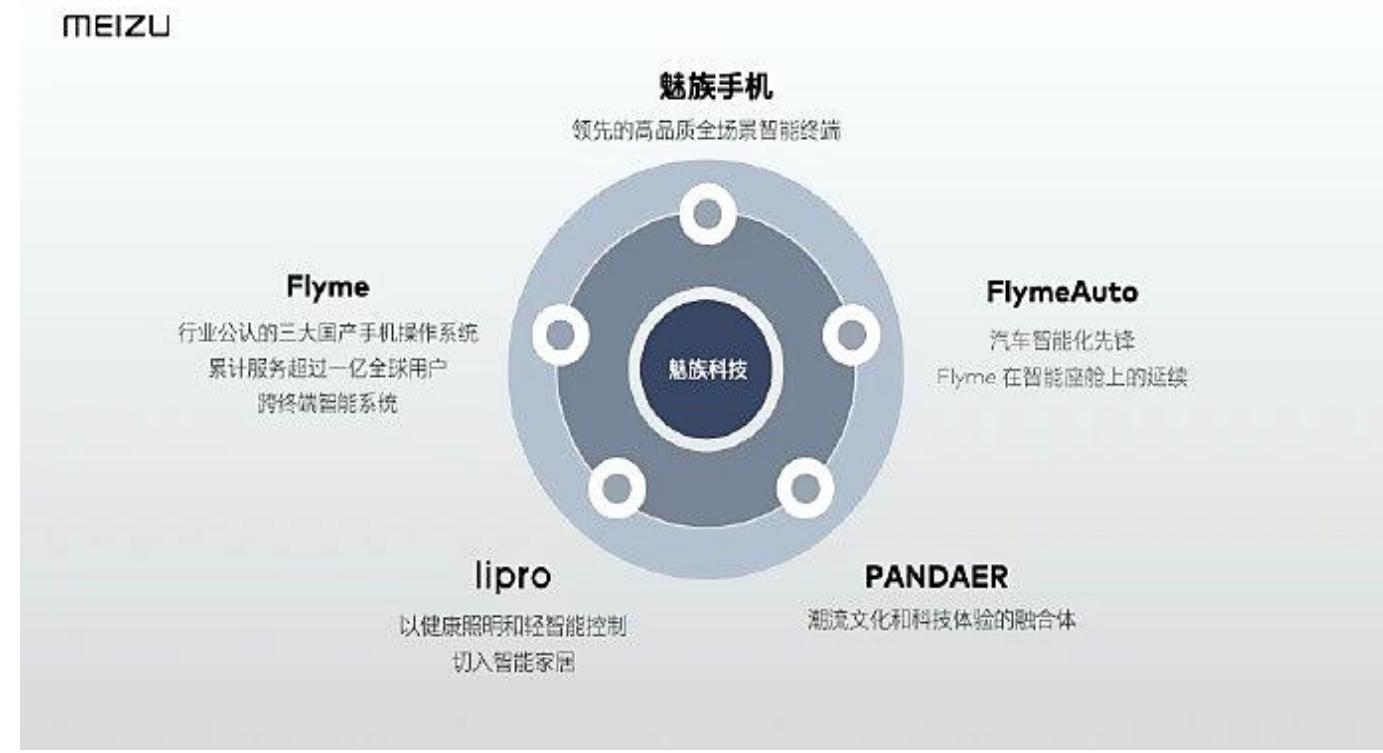
资料来源：同花顺，民生证券研究院

积极开拓新能源和汽车领域业务。公司将数字化零售优势带入汽车销售领域，改变过去以4S店为主的单一销售模式，为汽车营销带来全新变化。2022年8月，公司与零跑汽车签订战略合作协议，构建“数字化新零售汽车”新形式。公司利用数码零售经验，通过线上线下一体化的销售服务网络直接触达客户，建立活跃的线上线下用户社区，对用户的端到端全生命用车周期进行高品质服务，从而构建多层次的立体化汽车新零售服务网络，拓展渠道的广度和深度，为零跑汽车持续提升销量和赢得更多市场空间打下基础。

3.2 拓展服务新品牌，开拓海外新市场

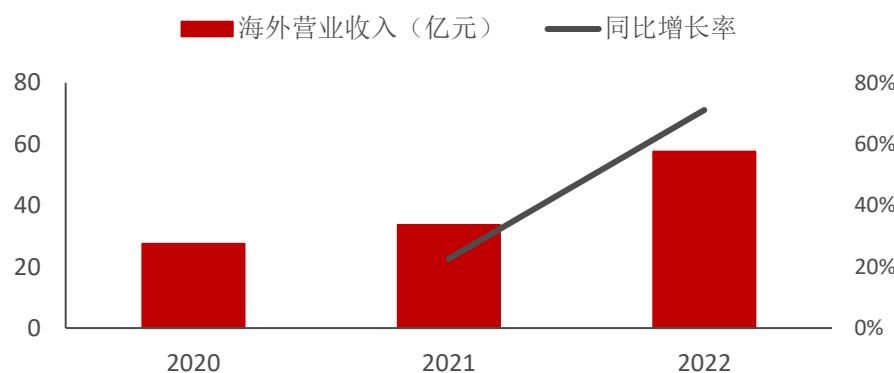
与原品牌的合作不断深化。苹果业务持续拓展零售阵地，截至2022年，运营管理的苹果授权门店、网点数量达到3,064家。其中，除Coodoo门店以外，在管苹果授权零售客户数量同比增长24.6%，达到1124家，始终保持行业领先地位。三星业务精细化管理能力大幅提升，在拓展渠道覆盖面积的同时，深耕旗舰产品运营，2022年全力推动新品上市动员会、培训会超500场，实现旗舰折叠屏产品Fold 4较上代产品Fold 3销量增长超80%，S22U较S21U销量增长超60%，助力三星树立高端市场地位。与荣耀的全渠道合作逐步深化，公司是荣耀股东中持股比例最大的渠道战略合作伙伴，依托全渠道电商销售网络，通过子公司由你网络持续深化与荣耀的合作，始终保持为荣耀品牌多个项目的唯一认证服务商。

公司持续拓展服务品牌，扩大销售市场。2023年3月，公司与星纪魅族签署战略合作协议，建立长期的深度战略合作关系，将致力于为消费者提供手机、汽车、AIOT、生活方式等多终端、全场景、沉浸式融合体验的全新征程。同时，公司还将携手星纪魅族集团聚合全国各地的优质零售商，共同打造“魅族融合体验馆”、“魅族体验中心”以及“魅族授权体验店”三级渠道体系，完善线下门店布局，计划三年内打造1000+家体验店，利用强大的全渠道销售网络，创造更大的商业价值。

图22：魅族全场景智能终端


资料来源：魅族官网，民生证券研究院

深耕国外市场，海外销售额取得新突破。2022年海外业务大幅增长，实现海外地区营业收入57.57亿元，同比增长71.11%。爱施德取得荣耀在海外多个国家及地区的独家授权，携手荣耀在中国香港市场实现了销售份额及销量规模的新突破。为了进一步布局海外销售和仓储服务网络，加速拓展海外业务，公司向全资子公司爱施德（中国香港）有限公司增资超40,000万元人民币。公司在助力其他品牌海外销售的同时，实现自身业务能力和海外资源的深度融合，同时构建自有品牌的海外出路，为自有业务出海打下基础。通过积极开拓海外市场，实现海外能力与资源的有效融合，爱施德将以全球视野布局业务创新，打造更大规模持续发展的强力引擎。

图23：公司海外营收及增长率


资料来源：同花顺，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

- 1) 公司业务主要可分为手机销售、非手机销售和其他业务三大板块。

手机销售业务主要包括手机分销和零售业务，我们预计伴随手机消费市场的复苏、可折叠手机需求量增加以及公司销售渠道和销售市场的扩张，公司手机销售业务有望恢复到新冠疫情影响前的增速。同时，根据 IDC 预测，我国智能手机出货量同比增长率在 2023~2025 年间呈现先增后降的趋势。因此我们预计公司 2023~2025 年营收同比增速有望分别达 12%、14%、13%。由于手机市场已历经十余年市场，分销渠道较为成熟稳定，因而我们认为公司手机销售业务毛利率水平有望维持较为稳定的水平，预计 2023~2025 年将有望分别达 2.3%、2.3%和 2.35%。

非手机销售业务主要为数字化创新业务，我们预计伴随公司新零售平台建设的逐渐完善，公司自有品牌、共创品牌与快消品等非手机销售业务逐步被消费者认可，有望实现稳步增长，预计 2023~2025 年收入增速将有望达 10%、11%和 12%，毛利率水平有望伴随数字化的零售扩张而有所上升，预计 2023~2025 年毛利率分别达 9.0%、9.3%和 9.5%。

- 2) 公司其他业务为主营业务的补充，涵盖一些公司创新业务和品牌，在公司整体营收体量中占比较低，我们预计 2023~2025 年这部分业务有望伴随公司对于相关创新业务的开拓维持高速增长，但由于 2022 年增速较快基数较高因而我们认为后续这部分业务增速或将有些许回落，预计将有望达约 45%的增速，毛利率也有望伴随公司主营业务的发展与自有品牌的开拓维持在 92%左右水平。

表3：爱施德盈利预测 (单位：百万元)

指标	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
手机销售	营业收入	56687.73	86112.91	81675.53	91476.59	104283.32
	yoY	12.10%	51.91%	-5.15%	12.00%	14.00%
	毛利率	2.88%	2.20%	2.47%	2.30%	2.35%
非手机销售	营业收入	7394.77	8900.35	9494.75	10444.23	11593.09
	yoY	39.20%	20.36%	6.68%	10.00%	11.00%
	毛利率	9.35%	11.70%	8.52%	9.00%	9.30%
其他业务	营业收入	107.45	152.39	258.73	375.15	543.97
	yoY	23.89%	41.82%	69.78%	45.00%	45.00%
	毛利率	88.23%	93.86%	95.41%	92.00%	92.00%
总计	营业收入	64189.96	95165.65	91429.01	102295.97	116420.38
	yoY	14.69%	48.26%	-3.93%	11.89%	13.81%
	毛利率	3.77%	3.24%	3.36%	3.31%	3.42%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

我们预计公司 2023-2025 年营业收入有望分别达 1022.96 亿元、1164.20 亿元和 1316.13 亿元，归母净利润分别为 8.02 亿元、9.33 亿元、11.43 亿元，当前市值对应 2023~2025 年的 PE 倍数分别为 12x/10x/8x。

表4：爱施德盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	91,429	102,296	116,420	131,613
增长率 (%)	-3.9	11.9	13.8	13.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	730	802	933	1,143
增长率 (%)	-20.8	9.8	16.4	22.5
每股收益 (元)	0.59	0.65	0.75	0.92
PE	13	12	10	8

资料来源：Wind，民生证券研究院

注：数据截至 2023 年 9 月 8 日

4.2 估值分析与投资建议

我们认为天音控股、深圳华强与爱施德同属本土手机分销领域优质公司，业务领域相近，因而选取天音控股与深圳华强作为爱施德的可比公司。可比公司 2023/2024 年 PE 均值为 22X/18X，公司 2023/2024 年 PE 我们预计为 12X/10X，与可比公司相比相对较低。我们预计伴随手机消费市场的复苏，公司手机销售业务的回升将带动公司整体营收的增长，基本面存在好转态势，同时我们认为公司作为通信电商领域领先企业，积极推进新零售战略，拓宽销售渠道，开拓新市场，后续具备较强成长性，看好公司后续发展，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表5：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
000829.SZ	天音控股	8.71	0.11	0.27	0.33	91	32	27
000062.SZ	深圳华强	11.74	0.91	1.02	1.30	13	11	9
			平均			52	22	18
002416.SZ	爱施德	7.45	0.59	0.65	0.75	13	12	10

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 9 月 8 日

5 风险提示

1) 消费电子市场需求恢复不及预期。若短期内消费电子下游需求低于预期,公司作为终端销售厂商整体业绩或将会受到影响。

2) 公司新业务拓展不及预期。公司立足传统消费电子领域业务,逐步向汽车、新零售等领域延展,若公司相关业务拓展进程不及预期,或将会对公司整体收入增速及表观利润体现产生影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	91,429	102,296	116,420	131,613
营业成本	88,352	98,907	112,443	126,885
营业税金及附加	77	123	140	158
销售费用	1,445	1,637	1,979	2,369
管理费用	270	307	349	395
研发费用	20	31	35	39
EBIT	1,167	1,348	1,538	1,839
财务费用	162	95	103	108
资产减值损失	-119	-163	-166	-177
投资收益	21	0	0	0
营业利润	965	1,090	1,268	1,553
营业外收支	11	0	0	0
利润总额	975	1,090	1,268	1,553
所得税	170	196	228	280
净利润	805	894	1,040	1,274
归属于母公司净利润	730	802	933	1,143
EBITDA	1,269	1,470	1,659	1,964

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,860	1,599	1,288	1,271
应收账款及票据	1,557	1,949	2,218	2,507
预付款项	2,600	2,473	2,811	3,045
存货	4,529	5,257	5,379	5,732
其他流动资产	701	957	983	1,011
流动资产合计	12,248	12,235	12,679	13,567
长期股权投资	77	77	77	77
固定资产	38	42	50	56
无形资产	11	11	12	14
非流动资产合计	2,194	2,005	2,019	2,025
资产合计	14,441	14,240	14,698	15,592
短期借款	5,281	4,322	4,322	4,322
应付账款及票据	635	805	915	1,033
其他流动负债	2,195	2,488	2,476	2,770
流动负债合计	8,112	7,615	7,713	8,125
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	34	45	45	45
非流动负债合计	34	45	45	45
负债合计	8,145	7,659	7,758	8,169
股本	1,239	1,239	1,239	1,239
少数股东权益	371	463	570	701
股东权益合计	6,296	6,581	6,940	7,422
负债和股东权益合计	14,441	14,240	14,698	15,592

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-3.93	11.89	13.81	13.05
EBIT 增长率	-9.51	15.51	14.08	19.60
净利润增长率	-20.80	9.80	16.36	22.46
盈利能力 (%)				
毛利率	3.23	3.31	3.42	3.59
净利润率	0.80	0.78	0.80	0.87
总资产收益率 ROA	5.06	5.63	6.35	7.33
净资产收益率 ROE	12.33	13.11	14.65	17.00
偿债能力				
流动比率	1.51	1.61	1.64	1.67
速动比率	0.58	0.56	0.55	0.56
现金比率	0.35	0.21	0.17	0.16
资产负债率 (%)	56.40	53.79	52.78	52.40
经营效率				
应收账款周转天数	6.23	6.64	6.64	6.64
存货周转天数	18.71	20.00	18.00	17.00
总资产周转率	6.13	7.13	8.05	8.69
每股指标 (元)				
每股收益	0.59	0.65	0.75	0.92
每股净资产	4.78	4.94	5.14	5.42
每股经营现金流	0.43	0.68	0.74	0.84
每股股利	0.50	0.55	0.64	0.78
估值分析				
PE	13	12	10	8
PB	1.6	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA	8.23	7.10	6.29	5.31
股息收益率 (%)	6.71	7.37	8.58	10.50
现金流量表 (百万元)				
净利润	805	894	1,040	1,274
折旧和摊销	102	122	121	125
营运资金变动	-756	-436	-473	-599
经营活动现金流	538	839	922	1,036
资本开支	-37	-37	-58	-54
投资	-72	-440	0	0
投资活动现金流	-67	-293	-58	-54
股权募资	24	0	0	0
债务募资	-1,021	-975	-287	0
筹资活动现金流	-1,337	-1,807	-1,175	-1,000
现金净流量	-844	-1,261	-311	-17

插图目录

图 1: 中国大陆手机出货量及增速	3
图 2: 国内手机平均售价趋势	4
图 3: 中国折叠屏手机出货量	5
图 4: 折叠手机重要零部件及技术	5
图 5: 目前市场主要折叠手机产品	6
图 6: 苹果 M2 ultra 芯片介绍	7
图 7: 高通: AI 处理的重心正在向边缘转移	8
图 8: 爱施德发展历程	9
图 9: 公司股权结构	9
图 10: 公司各项业务情况	10
图 11: 公司旗下数码及快消品牌	11
图 12: 公司营业收入情况	12
图 13: 公司营收结构	12
图 14: 公司毛利率水平	12
图 15: 公司归母净利润情况	12
图 16: 销售费用率、管理费用率及财务费用率	13
图 17: 研发费用	13
图 18: 爱施德新零售业务	14
图 19: 我国实物商品网上零售额及占比	14
图 20: 新零售与传统零售模式对比	15
图 21: 爱施德新零售业务营收及增长率	16
图 22: 魅族全场景智能终端	17
图 23: 公司海外营收及增长率	17

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 国内市场智能手机市场份额及同比增幅	4
表 2: 近 3 年 AI 有关政策一览表	6
表 3: 爱施德盈利预测 (单位: 百万元)	18
表 4: 爱施德盈利预测与财务指标	19
表 5: 可比公司 PE 数据对比	19
公司财务报表数据预测汇总	21

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026