

爱施德 (002416)

证券研究报告
2024年05月27日

“高股息”的数字化分销商，核心在于稀缺性资产优势！

1、公司历史分红情况如何？未来是否可持续？

公司是苹果、荣耀、三星等手机头部品牌的全国一级经销商，已搭建起高效的销售通路、供应链和服务网络，实现端到端可视化的智慧分销流通链路管理，已成长为国内领先的数字化智慧分销和数字化智慧零售服务商。公司已连续7年进行现金分红，其中2020/2021/2022年支付每股股利0.40/0.45/0.50元，股息率分别为5.36%/3.95%/5.27%；根据2023年度利润分配预案，公司将向全体股东派发现金红利4.96亿元，对应股利支付率超75%，股息率4.31%。根据爱施德《未来三年（2023-2025年）股东回报规划》，公司在任一连续三年中以现金方式累计分配的利润不得少于该三年实现的年均可分配利润的30%。我们认为，公司持续“高股息”政策的背后支撑来自：①深度合作Top2手机品牌，平滑行业波动影响；②股票质押比例较低，自由现金流充沛；③开拓创新业务，提高盈利水平。

2、高股息主要凸显资产安全性，而未来成长弹性向何处寻？

1) 深度合作苹果数字化分销，有望受益于AI终端等新赛道发展。短期看，随着苹果Vision Pro在国内上市进程推进，公司于近期陆续取得产品销售资质并设立专门的孙公司；鉴于Vision Pro单价较高或更依赖线下消费场景，且公司是苹果在国内规模最大的渠道服务商，我们认为其有较大概率率先取得该产品的市场代理权。中长期看，随着AI处理重心向边缘侧的移动终端转移，2024年或正式开启AI手机元年，IDC预计2027年中国新一代AI手机出货量达1.5亿台，较2024年增长约275%；而苹果发布的高性能芯片亦使AI模型在其终端的部署成为可能，爱施德有望继续受益于AI终端等新赛道的高速发展。

2) 强化与荣耀联动运营能力，持股荣耀有望迎来价值兑现。公司是荣耀品牌在海外多个国家地区的授权服务商，已助力荣耀品牌在中国香港、中国澳门、泰国、越南海外市场实现品牌落地；2023年，荣耀在海外市场的增速超200%，并在2年内实现海外市场的盈利性增长。作为荣耀品牌唯一的全渠道零售服务商，公司有望继续受益于荣耀的高端全球化。此外，公司于2020年斥资6.6亿元参与对新荣耀的联合收购；随着荣耀正式宣布将通过IPO登陆资本市场，该部分股权投资有望迎来价值兑现。

投资建议：我们预计公司2024-2026年营收分别为994.56/1078.61/1160.88亿元，归母净利润7.10/8.21/9.74亿元，当前股价对应PE为18.1/15.7/13.2x；看好公司作为苹果国内最大渠道商、荣耀唯一全渠道服务商的领先地位，有望受益于智能手机市场回暖以及集中化、高端化趋势，维持“买入”评级。

风险提示：手机分销不及预期的风险，新业务开拓风险，荣耀IPO进程不及预期风险，金融政策风险，测算存在一定主观性的风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	91,429.01	92,160.03	99,455.57	107,861.00	116,087.94
增长率(%)	(3.93)	0.80	7.92	8.45	7.63
EBITDA(百万元)	1,412.17	1,261.69	1,415.79	1,595.16	1,728.62
归属母公司净利润(百万元)	730.12	655.28	709.90	821.10	973.89
增长率(%)	(20.74)	(10.25)	8.33	15.67	18.61
EPS(元/股)	0.59	0.53	0.57	0.66	0.79
市盈率(P/E)	17.64	19.65	18.14	15.68	13.22
市净率(P/B)	2.17	2.16	2.04	1.91	1.78
市销率(P/S)	0.14	0.14	0.13	0.12	0.11
EV/EBITDA	9.00	8.01	9.86	7.28	8.29

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	买入（维持评级）
当前价格	10.39元
目标价格	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)	1,223.90
A股总市值(百万元)	12,876.14
流通A股市值(百万元)	12,716.37
每股净资产(元)	4.95
资产负债率(%)	56.51
一年内最高/最低(元)	12.85/6.95

作者

吴立	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002	
wuli1@tfzq.com	
林毓鑫	联系人
linyuxin@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《爱施德-年报点评报告:2023年智慧零售同比增长，持续高分红彰显长期价值!》2024-04-28
- 《爱施德-半年报点评:智慧零售赋能多品牌，多元化布局贡献新增长》2023-08-29
- 《爱施德-年报点评报告:多领域多渠道持续发力，23Q1营收创历史同期新高》2023-04-26

内容目录

1. 爱施德：数字化分销商龙头，分销+零售双翼齐飞.....	4
2. 连续 7 年进行现金分红，“高股息”彰显公司价值.....	6
2.1. 深度合作 Top 2 品牌，弱化行业波动影响.....	6
2.2. 股票质押比例较低，自由现金流充沛.....	8
3. 受益于苹果 AI 终端新赛道发展，投资荣耀有望迎来价值兑现.....	8
3.1. 深度合作苹果数字化分销，有望受益于 AI 手机、Vision Pro 新赛道.....	8
3.1.1. 苹果 Vision Pro 在国内上市在即，爱施德布局频繁有望承接代理权.....	9
3.1.2. AI 手机元年或正式开启，爱施德有望再度受益发展.....	10
3.2. 战略投资荣耀公司，强化联动运营能力.....	11
3.2.1. 荣耀品牌唯一全渠道零售服务商，联动运营加速海外市场扩张.....	11
3.2.2. 战略投资新荣耀，有望随荣耀 IPO 迎来价值兑现.....	12
4. 盈利预测&投资建议.....	13
5. 风险提示.....	13

图表目录

图 1：爱施德的主要发展历程.....	4
图 2：爱施德的主要业务布局.....	4
图 3：爱施德的收入结构（%）.....	4
图 4：子公司酷动数码的官方商城.....	5
图 5：爱施德的零售业务收入（亿元）.....	5
图 6：子公司优友互联获首家物联网转售试点批复.....	6
图 7：爱施德的自有/共创品牌.....	6
图 8：爱施德的每股股利&股息率（元/股，%）.....	6
图 9：爱施德的现金分红金额（亿元）.....	6
图 10：中国的智能手机出货量&同比增速（亿台，%）.....	7
图 11：爱施德的销售收入&同比增速（亿元，%）.....	7
图 12：中国智能手机市场的平均售价（美元/台）.....	8
图 13：爱施德的股权质押情况（单位：万股，截至 2024.05.26）.....	8
图 14：爱施德 vs 可比公司的企业自由现金流（亿元）.....	8
图 15：酷动数码官方商城.....	9
图 16：爱保科技提供的手机保障服务特点.....	9
图 17：Apple Vision Pro 设备硬件.....	9
图 18：苹果已发布多条与 Vision Pro 相关的国内岗位.....	9
图 19：设立酷动经贸，经营范围涵盖“可穿戴智能设备销售”等.....	10
图 20：酷动数码线下体验店.....	10
图 21：AI 处理的重心正向边缘侧终端转移.....	10
图 22：中国的新一代 AI 手机出货量预测（亿台）.....	11
图 23：M2 Ultra 芯片为 AI 终端部署提供强大的算力支持.....	11

图 24: 爱施德的海外销售收入 (亿元)	11
图 25: 爱施德旗下优友网科打造的香港首家 HONOR 体验店	11
图 26: 2023Q1 荣耀手机在主要海外市场的出货量增速 (%)	12
图 27: 荣耀的出海策略伴随着产品高端化	12
图 28: 星盟信息的股权结构图 (截至 2020.11.26)	12
表 1: 各手机品牌在中国大陆的出货量&市场份额 (百万台, %)	7
表 2: 可比上市公司的 PE 估值 (截至 2024.05.26)	13

1. 爱施德：数字化分销商龙头，分销+零售双翼齐飞

深圳市爱施德股份有限公司（股票代码：002416.SZ）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，是国内领先的数字化智慧分销和数字化智慧零售服务商。公司深耕以手机为核心的3C数码电子、快消品、通信及增值服务、新能源汽车销售服务等领域，并提供金融与互联网服务，并与国内外众多头部优秀品牌建立起长期稳定的战略合作关系。基于全球化端到端销售服务通路、全平台全场景新零售能力和全流程数字化IT系统，赋能数字化智慧分销业务、数字化智慧零售业务、数字化创新业务三大业务板块。

图 1：爱施德的主要发展历程



资料来源：爱施德官网，爱施德公告，优友互联公告，Wind，深圳市爱施德股份有限公司公众号，天风证券研究所

1) 数字化分销：以数字化分销业务为核心，长期保持手机分销的领先地位。

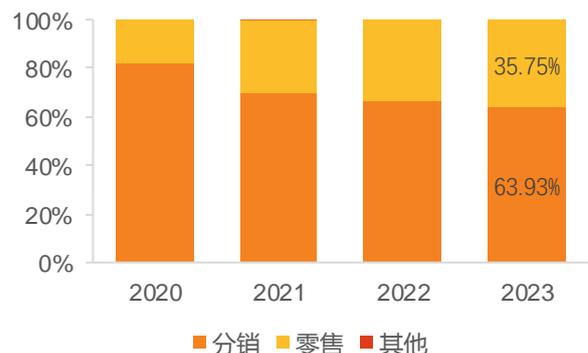
公司深耕手机分销行业20余年，是苹果、荣耀、三星等手机头部品牌的全国一级经销商。基于数字化智慧分销平台、数字化智慧供应链服务平台、全国T1-T6全渠道销售分支机构以及全国5大配送中心、30余个区域分仓等核心能力，公司已搭建起高效的销售通路、供应链和服务网络能力，实现端到端可视化的智慧分销流通链路管理。此外，公司持续拓展3C数码全品类产品矩阵，已成为飞利浦、SKG、Bose等优质品牌的外销服务商，带来新的增长动力。2023年，公司实现分销业务收入589.22亿元，同比下降3.08%，收入占比63.93%，主要受国内手机出货量下滑影响，以及苹果品牌在国内市场采取以价换量策略，但国内智能手机出货量已于2023Q4迎来10个季度同比下滑后的首次反弹；IDC数据显示，2024Q1中国智能手机出货量继续同比增长6.5%，并预计2024全年出货量增长5.9%；我们认为，随着中国智能手机市场回暖，公司作为手机分销龙头有望显著受益。

图 2：爱施德的主要业务布局



资料来源：深圳市爱施德股份有限公司公众号，天风证券研究所

图 3：爱施德的收入结构 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

2) 数字化零售：推进新零售智慧化战略升级，线下场景+线上渠道高效融合。

- **3C 数码零售**：公司是苹果品牌在国内规模最大的渠道服务商，截至 2023 年末自营 174 家 Coodoo 苹果优质经销商 (APR) 门店，同时管理运营超 3100 家苹果授权门店和网点；同时，公司亦是**荣耀品牌唯一的全渠道零售服务商**，线上运营支持荣耀天猫官旗、京东官旗、荣耀亲选等电商渠道，线下服务荣耀体验店。此外，作为**三星品牌零售业务的重要合作伙伴**，公司运营管理中国区最大的三星旗舰体验店，管理门店数量超 4200 家；同时，公司亦**独家支撑魅族品牌在全国范围内的门店建设及运营**。
- **创新零售**：公司基于线下门店场景与线上零售渠道的高效融合，赋能门店提供优质 O2O 新零售服务。依托行业领先的数字化能力和供应链资源整合能力，公司在**天猫、京东、拼多多、抖音等电商平台开设自营店铺**，并提供**小时达、当日达等本地服务**，**加速线上线下网络价值融合**，2023 年苹果业务线上销售额同比增长 120%；同时，依托成熟的线下渠道管控体系，公司搭建了**立体化新能源汽车销售服务网络**，持续培育第二增长曲线。

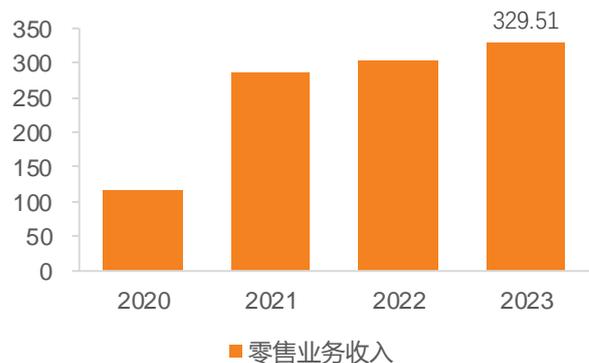
公司于 2023 年实现零售业务收入 329.51 亿元，同比增长 8.48%，收入占比 35.75%，同比 +2.53%，业务结构持续优化。

图 4：子公司酷动数码的官方商城



资料来源：酷动数码官网，天风证券研究所

图 5：爱施德的零售业务收入（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3) 数字化创新：自有品牌+增值服务多点发力，持续创新扩大潜在盈利空间。

- **通信及增值服务**：1) 公司旗下的优友互联是行业领先的移动通信转售业务运营商，拥有移动、联通、电信三大运营商的移动通信转售牌照和物联网转售试点批复，为客户提供移动通信、物联网、云通信等创新智能连接服务。2) 爱保科技是创新互联网手机保障服务商，基于 3C 数码零售场景提供碎屏保、延保等增值服务，亦是苹果授权的 Apple Care+ 产品线上 T1 级代理商和授权服务商，产品覆盖超 16000 家门店。
- **自有/共创品牌**：公司在 3C 数码及快消品领域持续打造自有品牌和共创品牌，将手机分销的核心优势能力复制延伸至其他领域，推进公司产业升级和增量价值创造。公司旗下拥有智能健康品牌“UOIN/柚印”、智能护理品牌“ROZU/荣尊”、青年品质茶饮品牌“茶小开”、新能源电池品牌“Mottcell/山木”等；2023 年，“茶小开”的销售规模已突破亿元，“Mottcell/山木”成功开拓储能、商用车动力电池等新业务。

图 6：子公司优友互联获首家物联网转售试点批复



资料来源：深圳市爱施德股份有限公司公众号，天风证券研究所

图 7：爱施德的自有/共创品牌



资料来源：爱施德官网，各品牌官网，各品牌公众号，天风证券研究所

2. 连续 7 年进行现金分红，“高股息”彰显公司价值

公司已连续 7 年进行现金分红，其中 2020/ 2021/ 2022 年支付每股股利 0.40/ 0.45/ 0.50 元，股息率分别为 5.36%/ 3.95%/ 5.27%；根据 2023 年度利润分配预案，公司将向全体股东派发现金红利 4.96 亿元，对应股利支付率超 75%，股息率 4.31%。根据爱施德《未来三年（2023-2025 年）股东回报规划》，公司在任一连续三年中以现金方式累计分配的利润不得少于该三年实现的年均可分配利润的 30%。我们认为，公司持续“高股息”政策的背后支撑来自：①深度合作份额 Top 2 品牌，弱化行业波动影响；②开拓创新业务，提高盈利水平；③股票质押比例较低，自由现金流充沛。

图 8：爱施德的每股股利&股息率（元/股，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：爱施德的现金分红金额（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.1. 深度合作 Top 2 品牌，弱化行业波动影响

以 2022 年为例，中国智能手机出货量 2.87 亿台，同比下滑 13.70%；而公司当年营业收入 914 亿元，同比降幅仅 3.93%，远低于行业整体降幅；而 2023 年，在国内智能手机出货量继续同比下滑 5.15% 的情况下，公司实现营收的逆势增长，主要系公司深度合作苹果、荣耀等头部手机品牌，进而受益于智能手机的高端化、以及市场份额进一步向头部品牌集中。

图 10：中国的智能手机出货量&同比增速（亿台，%）



资料来源：Canalys 公众号，天风证券研究所

图 11：爱施德的销售收入&同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

- **集中化**：Canalys 数据显示，2022 年荣耀品牌的出货量占国内手机市场份额 18%，与 vivo 品牌并列第一；苹果品牌占据国内手机市场份额 18%，创下其在中国手机市场的最高市场份额水平，位列第三；且份额前五的手机品牌中仅荣耀（yoy+30%）、苹果（yoy+4%）的出货量实现正增长；同时，三星依托折叠屏手机的开创性和稳定性进一步扩大对高购买力用户的覆盖度；我们认为，公司作为苹果、荣耀、三星的战略合作伙伴和全国一级经销商而显著受益。

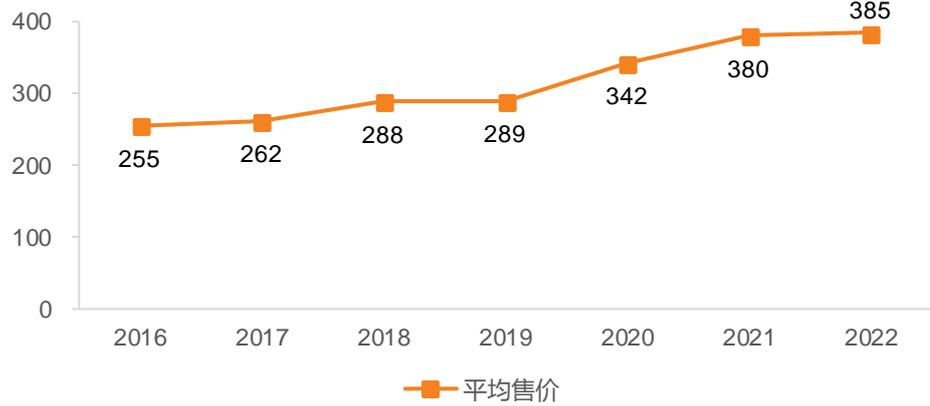
表 1：各手机品牌在中国大陆的出货量&市场份额（百万台，%）

手机品牌	2021 年		2022 年		年增长率
	出货量	市场份额	出货量	市场份额	
vivo	71.5	21%	52.2	18.0%	-27.0%
荣耀	40.2	12%	52.2	18.0%	29.9%
苹果	49.4	15%	51.3	18.0%	3.8%
OPPO	68.7	21%	50.4	18.0%	-26.6%
小米	50.5	15%	38.6	13.0%	-23.6%
其他	52.5	16%	42.6	15.0%	-18.9%

资料来源：Canalys 公众号，天风证券研究所

- **高端化**：随着中高收入群体成为市场增长的实际核心驱动，苹果、荣耀等在高端化、差异化赛道的优势进一步凸显。根据 GFK 报告，2022 年中高收入群体在智能手机购买者的占比提升至 48%，对高端产品的需求进一步提升；Counterpoint Research 数据显示，2022 年国内智能手机的平均售价升至 385 美元。而在高端手机市场，CINNO Research 统计数据显示，2022 年在中国手机市场的 600 美元以上价位段，苹果占据 72.6% 的市场份额；爱施德作为苹果品牌在国内规模最大的渠道服务商，受益程度更加显著。

图 12：中国智能手机市场的平均售价（美元/台）



资料来源：Counterpoint Research，格上财经公众号，天风证券研究所

2.2. 股票质押比例较低，自由现金流充沛

股票质押方面，根据同花顺 iFinD，截至 2024 年 4 月 30 日公司的股权质押余量 23952 万股，占全部流通 A 股比例 19.57%；其中，主要出质人神州通投资集团的实际控制人是爱施德的控股股东黄绍武。**现金流方面**，2023 年公司的自由现金流为 4.86 亿元，2017-2023 年公司的自由现金流均为正值，且波动小于可比上市公司如天音控股、深圳华强。我们认为，充沛且稳中向上的自由现金流既是公司积极股利政策的源泉，也是其后续择机扩大投资的重要保障。

图 13：爱施德的股权质押情况（单位：万股，截至 2024.05.26）

股权质押统计				
A 股合计	流通 A 股	质押余量	占流通 A 股比	占全部 A 股比
123928.18	122390.43	23952.00	19.57%	19.33%
出质股东明细				
出质人	持股合计	质押余量	占持股比	占流通 A 股比
神州通投资集团	18762.00	48946.43	38.33%	15.33%
新余全球星投资	2600.00	5212.80	49.88%	2.12%
赣江新区全球星	2590.00	5400.00	47.96%	2.12%

资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

图 14：爱施德 vs 可比公司的企业自由现金流（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 受益于苹果 AI 终端新赛道发展，投资荣耀有望迎来价值兑现

3.1. 深度合作苹果数字化分销，有望受益于 AI 手机、Vision Pro 新赛道

苹果于国内市场渠道最大服务商，推动分销业务向赋能型服务升级。公司是苹果品牌在国内市场渠道规模最大的服务商，旗下 Coodoo（酷动数码）公司在全国重点核心商圈自营 174 家苹果优质经销商（APR）门店，并管理运营超 3100 家苹果授权门店网点，同时，子公司爱保科技为消费者提供碎屏保、电池保、换新保、延保等数码产品增值服务，是苹果授权的 Apple Care+ 产品线上 T1 级代理商和授权服务商，产品覆盖 16000 家门店。公司基于智慧分销系统、数字化中台对下沉 T4-T6 渠道门店实现数字化运营，苹果业务已实现“总代—客户—门店—消费者”全链路数智化管理。

图 15：酷动数码官方商城



资料来源：酷动数码官网，天风证券研究所

图 16：爱保科技提供的手机保障服务特点



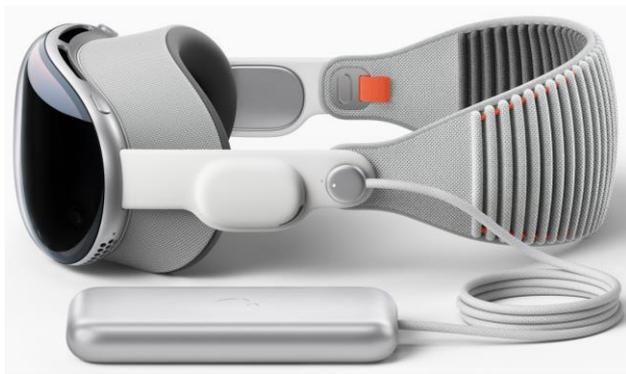
资料来源：爱保科技官网，天风证券研究所

3.1.1. 苹果 Vision Pro 在国内上市在即，爱施德布局频繁有望承接代理权

苹果深化与本地供应商合作，Vision Pro 或于年内在国内上市。

- 2023 年 6 月，Vision Pro 在苹果全球开发者大会上正式发布，是苹果推出的首个空间计算设备，起步价 3499 美元（折合人民币约 25255 元），并于 2024 年 2 月 2 日在美国上市发售。
- 2024 年 3 月 12 日，苹果公司宣布扩大其在中国的应用研究实验室规模，除提升上海研究中心的能力外，将于 2024 年在深圳开设应用研究实验室，深化与本地供应商的合作，从而增强对 Apple Vision Pro、iPhone、iPad 等产品的测试和研究能力。
- 2024 年 3 月 24 日，苹果公司 CEO 库克在中国发展高层论坛 2024 年年会表示，Apple Vision Pro 计划于 2024 年内在中国市场上市，并正在持续加大在华的研发投资。Apple 官网显示，苹果公司自 2024 年 1 月已陆续发布多条中国大陆的 Vision Pro 相关招聘岗位，包括硬件系统工程师、产品设计工程师、产品体验专员（销售与业务发展）等。

图 17：Apple Vision Pro 设备硬件



资料来源：苹果官网，天风证券研究所

图 18：苹果已发布多条与 Vision Pro 相关的国内岗位

Vision Pro Hardware System Engineer 硬件 2024 年 3 月 21 日	深圳
Product Design Engineer - Vision Pro (Mechanical) 硬件 2024 年 2 月 2 日	深圳
Hardware System Integration Engineer 硬件 2024 年 1 月 25 日	上海

资料来源：苹果官网，天风证券研究所

爱施德布局动作频繁，有望承接 Vision Pro 代理权。

- **销售资质获取**：2023 年 9 月，公司对经营范围进行修改，新增“可穿戴智能设备销售、眼镜销售（不含隐形眼镜）、智能车载设备销售”等，以便于后期开展相关业务；
- **专门公司成立**：2024 年 1 月，公司注册成立全资孙公司汕头酷动经贸有限公司，注册资本 50 万元，经营范围涵盖可穿戴智能设备销售、通信设备销售等。

鉴于 Vision Pro 单台售价高，消费者或更倾向于线下体验消费，叠加：①爱施德作为苹果在国内规模最大的渠道服务商，已取得 iPhone、iPad、iwatch、Airpods 等多系列的产品代理权；②爱施德近期动作频繁且布局积极，已取得相关产品销售资质并设立专门的孙公司；③苹果计划于 2024 年在深圳开设应用研究实验室；我们认为，爱施德有较大概率率先取得 Vision Pro 的国内市场代理权。

图 19：设立酷动经贸，经营范围涵盖“可穿戴智能设备销售”等



资料来源：国家企业信用信息公示系统，天风证券研究所

图 20：酷动数码线下体验店



资料来源：酷动数码官网，天风证券研究所

3.1.2. AI 手机元年或正式开启，爱施德有望再度受益发展

行业层面：①谷歌于 2023 年 5 月发布新一代大语言模型 PaLM2，其中的 Gecko 模型可在移动设备端运行，加速生成式 AI 在终端侧的开发部署；②高通亦提出混合 AI 架构，强调终端侧 AI 是赋能混合 AI 及生成式 AI 规模化扩展的关键；③手机品牌商如华为、荣耀、三星、魅族、OPPO、vivo 等均已发布自家的端侧大模型，纷纷加速 AI 手机布局。

公司层面：据彭博社报道，苹果公司正与谷歌进行商谈，拟将谷歌 Gemini 人工智能引擎植入 iPhone 终端；Gemini 有望成为 Siri 及 iPhone 应用程序的基于云的生成式 AI 引擎，以加速其人工智能功能/产品的开发及上市。此前，苹果公司已于 2023 年 6 月发布 M2 Ultra 芯片，拥有 24 核 CPU+最高 76 核 GPU+32 核神经网络引擎，运算速度可达每秒 31.6 万亿次，内存带宽达 800GB/s，可实现单台设备运行 Transformer 大模型的机器学习负载。

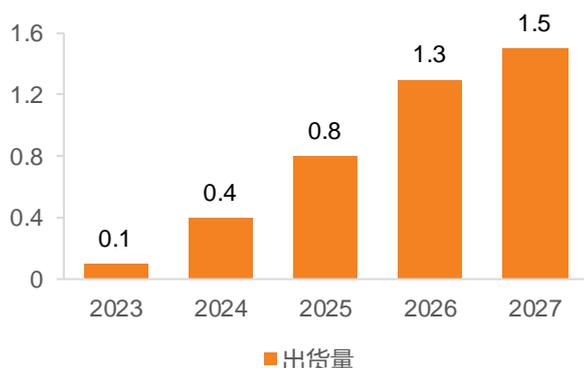
我们认为，随着算力持续下沉，2024 年或正式开启 AI 手机元年；IDC 预计 2027 年中国新一代 AI 手机出货量 1.5 亿台，占手机市场份额 51.9%，2024-2027 年 CAGR 为 55.36%。同时，苹果的高性能芯片亦使 AI 模型在终端的部署成为可能，爱施德作为苹果的最大渠道商，未来有望继续受益于智能手机新赛道的发展。

图 21：AI 处理的重心正向边缘侧终端转移



资料来源：高通官网，天风证券研究所

图 22：中国的新一代 AI 手机出货量预测（亿台）



资料来源：《AI 手机白皮书》IDC & OPPO，天风证券研究所

图 23：M2 Ultra 芯片为 AI 终端部署提供强大的算力支持



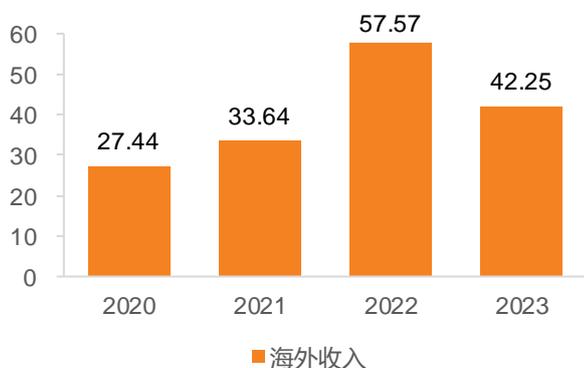
资料来源：苹果官网，天风证券研究所

3.2. 战略投资荣耀公司，强化联动运营能力

3.2.1. 荣耀品牌唯一全渠道零售服务商，联动运营加速海外市场扩张

作为荣耀品牌唯一的全渠道零售服务商，公司线下服务荣耀体验店，线上运营支撑荣耀天猫官旗、京东官旗、荣耀亲选等电商渠道。公司的荣耀业务团队不断与荣耀厂商系统强化实时对接，实现客户审核智能化、资金池、返点、发票可视化等系统联动功能；2023H1 荣耀业务团队直接管理的客户数量同比增长超 60%。此外，公司亦是荣耀品牌在海外多个国家地区的授权服务商，支撑荣耀品牌在海外市场加速实现品牌落地；旗下优友网科携手荣耀在香港市场取得销售份额突破，2023 年实现海外销售收入 42.25 亿元。

图 24：爱施德的海外销售收入（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：爱施德旗下优友网科打造的香港首家 HONOR 体验店



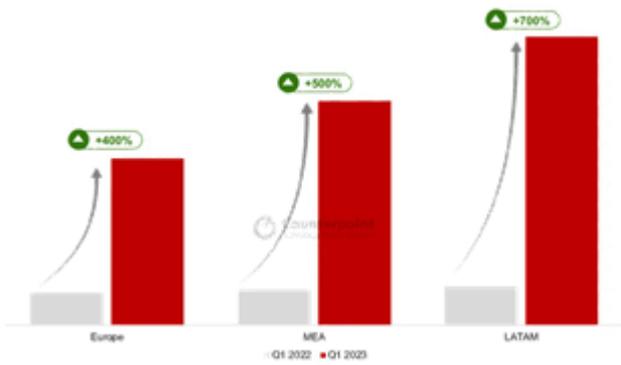
资料来源：优友网科官网，天风证券研究所

荣耀全面进击高端全球化，2023 年海外增速超 200%。荣耀将 2022 年定义为“海外市场全面启动元年”，2022 年在海外市场的出货量约 680 万台，海外的出货量占比约 11.5%。Counterpoint Research 数据显示，荣耀于 2023Q1 在海外的出货量同比增长近 4 倍，主要来自欧洲、中东&非洲、拉丁美洲；而根据荣耀官网，2023 年其在海外市场的增速超 200% 并在 2 年内实现海外市场盈利性增长；我们测算对应 2023 年海外的出货量超 2040 万台。

荣耀 EMT 管理团队于 2023 年公开信中表示，“坚持以高端旗舰为代表的全球化策略，加速全球市场拓展……荣耀的海外市场发展之路必将为荣耀全球高端品牌的成长之路”。我们认为，随着荣耀品牌在国内市场份额重回第一，海外市场开拓、冲刺高端市场或构成荣耀品牌未来主要的增量空间，有望强化其对海外渠道赋能的需求；爱施德作为荣耀唯一的全渠道零售服务商，已助力荣耀在中国香港、中国澳门、泰国、越南等的品牌落地，未来有

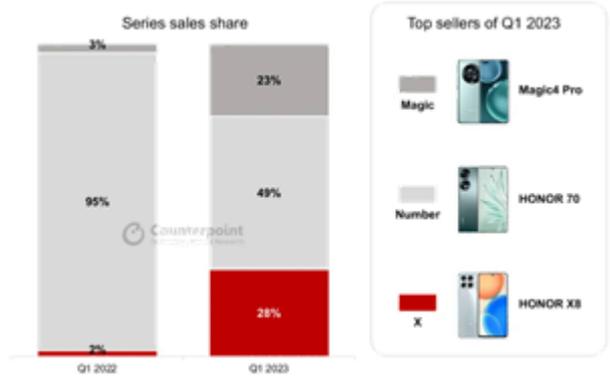
望持续受益于荣耀品牌的高端全球化。

图 26：2023Q1 荣耀手机在主要海外市场的出货量增速（%）



资料来源：Counterpoint Research 公众号，天风证券研究所

图 27：荣耀的出海策略伴随着产品高端化



资料来源：Counterpoint Research 公众号，天风证券研究所

3.2.2. 战略投资新荣耀，有望随荣耀 IPO 迎来价值兑现

斥资 6.6 亿元参与荣耀收购，成为对荣耀持股比例最大的渠道战略伙伴。2020 年 11 月，爱施德旗下的子公司共青城酷桂与天音股份、深圳鲲鹏展翼、松联科技、普天太力、中邮集团等公司签订合伙协议，共同出资设立深圳市星盟信息技术合伙企业，认缴总规模为 13.77 亿元。星盟信息已受让深圳国资协同发展私募基金合伙企业持有的深圳市智信新信息技术有限公司的部分股权，而智信新信息已与华为投资控股有限公司签署收购协议，完成对荣耀品牌相关业务资产的全面收购。之后，爱施德与团队持股平台共青城爱耀共同出资，增加对星盟信息的认缴出资额，增资后合计出资份额 6.6 亿元，占出资总额的 23.72%。

图 28：星盟信息的股权结构图（截至 2020.11.26）



资料来源：爱施德公告，天风证券研究所

荣耀计划推动上市，公司有望显著获益。荣耀终端有限公司于 2023 年 11 月在董事会公告提及，“为实现公司下一阶段的发展，公司将不断优化股权结构，吸引多元资本进入，通过首发上市推动公司登陆资本市场”；同时，原深圳市水务（集团）有限公司董事长吴晖将出任荣耀公司董事长，《证券市场周刊》信息显示其拥有较丰富的融资运作及跨部门统筹经验。2024 年 1 月，荣耀公司 CEO 赵明表示“一定要逐渐地把公司交给公众”、“荣耀的现金流的利润兑现率是 120% 到 130%”。我们认为，荣耀公司具备较强的分红能力；若其正式登陆资本市场，则爱施德有望同时受益于分红收益及持股价值提高。

4. 盈利预测&投资建议

我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 994.56/ 1078.61/ 1160.88 亿元，归母净利润 7.10/ 8.21/ 9.74 亿元，对应 EPS 为 0.57/ 0.66/ 0.79 元，当前股价对应 PE 为 18.1/ 15.7/ 13.2x。看好公司高分红可持续性，以及作为苹果国内最大渠道商、荣耀唯一全渠道服务商的领先地位，且为对荣耀持股比例最大的渠道战略伙伴，竞争优势突出，维持“买入”评级。

表 2：可比上市公司的 PE 估值（截至 2024.05.26）

股票代码	股票简称	PE-TTM
000829.SZ	天音控股	195.26
000062.SZ	深圳华强	25.45
均值		110.36

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

- 1) 手机分销不及预期的风险。公司产品的最终应用为数码电子及快消类消费品；手机及其他数码产品取决于下游市场需求的发展，若消费偏好发生改变而公司尚未及时储备对应客户及产品，将处于被动地位，影响公司业绩。
- 2) 新业务开拓相关风险。公司近年来持续进行自有/共创品牌、新能源汽车经销等新业务创新，新业务领域的开拓及发展存在一定的不确定性。
- 3) 荣耀 IPO 进程不及预期的风险。
- 4) 金融政策风险。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。
- 5) 测算存在一定主观性的风险。报告中关于下游需求空间、产品销量等涉及假设，尽管有关假设具备一定的数据资料支撑，但实际情况可能与假设情形存在差异。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,860.21	3,256.05	2,983.67	3,235.83	3,482.64	营业收入	91,429.01	92,160.03	99,455.57	107,861.00	116,087.94
应收票据及应收账款	1,557.27	1,748.63	1,805.87	2,139.27	2,047.13	营业成本	88,352.43	89,168.33	96,198.72	104,284.65	112,203.50
预付账款	2,600.34	1,330.65	2,410.41	1,355.42	2,696.37	营业税金及附加	76.88	105.81	113.38	107.86	116.09
存货	4,528.78	3,466.15	4,283.19	3,827.84	4,899.10	销售费用	1,445.32	1,460.30	1,581.34	1,714.99	1,845.80
其他	701.04	622.13	635.21	660.43	681.68	管理费用	269.63	279.60	298.37	323.58	348.26
流动资产合计	12,247.63	10,423.61	12,118.35	11,218.80	13,806.92	研发费用	20.00	34.77	24.75	32.36	34.83
长期股权投资	77.34	61.46	56.46	56.46	56.46	财务费用	161.64	155.15	169.07	161.79	116.09
固定资产	38.06	40.17	35.67	31.37	27.07	资产/信用减值损失	(227.06)	(107.15)	(139.52)	(157.91)	(134.86)
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	(23.03)	0.00	0.00	0.00	(0.79)
无形资产	11.17	10.40	7.57	6.58	5.93	投资净收益	20.96	(5.87)	68.45	80.67	77.42
其他	2,076.64	1,921.17	1,977.80	2,058.50	2,111.81	其他	367.73	142.90	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2,203.22	2,033.20	2,077.50	2,152.91	2,201.26	营业利润	964.50	926.19	998.87	1,158.53	1,365.14
资产总计	14,450.85	12,456.81	14,195.85	13,371.70	16,008.18	营业外收入	12.80	9.37	10.00	0.00	0.00
短期借款	5,281.33	3,342.58	5,557.76	3,487.98	6,432.95	营业外支出	2.21	4.86	4.79	0.00	0.00
应付票据及应付账款	635.25	782.92	553.17	837.29	658.76	利润总额	975.09	930.70	1,004.08	1,158.53	1,365.14
其他	1,087.64	753.89	1,236.44	1,748.48	1,057.06	所得税	170.21	175.13	185.75	212.01	245.73
流动负债合计	7,004.21	4,879.38	7,347.38	6,073.74	8,148.77	净利润	804.88	755.57	818.32	946.52	1,119.42
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	74.76	100.29	108.43	125.41	145.52
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	730.12	655.28	709.90	821.10	973.89
其他	43.97	54.88	45.00	27.00	26.30	每股收益(元)	0.59	0.53	0.57	0.66	0.79
非流动负债合计	43.97	54.88	45.00	27.00	26.30						
负债合计	8,155.72	6,066.72	7,392.38	6,100.74	8,175.07	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	371.17	425.65	479.86	542.57	615.33	成长能力					
股本	1,239.28	1,239.28	1,239.28	1,239.28	1,239.28	营业收入	-3.93%	0.80%	7.92%	8.45%	7.63%
资本公积	1,626.70	1,622.68	1,622.68	1,622.68	1,622.68	营业利润	-21.11%	-3.97%	7.85%	15.98%	17.83%
留存收益	3,069.07	3,104.71	3,459.66	3,870.21	4,357.16	归属于母公司净利润	-20.74%	-10.25%	8.33%	15.67%	18.61%
其他	(11.09)	(2.23)	1.99	(3.78)	(1.34)	获利能力					
股东权益合计	6,295.13	6,390.09	6,803.47	7,270.96	7,833.11	毛利率	3.36%	3.25%	3.27%	3.32%	3.35%
负债和股东权益总计	14,450.85	12,456.81	14,195.85	13,371.70	16,008.18	净利率	0.80%	0.71%	0.71%	0.76%	0.84%
						ROE	12.32%	10.99%	11.23%	12.20%	13.49%
						ROIC	14.52%	12.75%	20.87%	14.56%	22.20%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	56.44%	48.70%	52.07%	45.62%	51.07%
净利润	805.03	755.57	709.90	821.10	973.89	净负债率	43.28%	2.19%	38.57%	4.16%	38.30%
折旧摊销	29.95	31.03	8.34	8.29	7.46	流动比率	1.51	1.73	1.65	1.85	1.69
财务费用	196.61	143.98	169.07	161.79	116.09	速动比率	0.95	1.16	1.07	1.22	1.09
投资损失	(20.96)	5.87	0.00	0.00	0.00	营运能力					
营运资金变动	(993.32)	2,574.78	(2,820.49)	1,925.60	(3,213.53)	应收账款周转率	52.47	55.75	55.96	54.68	55.46
其它	520.96	131.95	108.43	125.41	144.73	存货周转率	19.49	23.05	25.67	26.60	26.60
经营活动现金流	538.27	3,643.20	(1,824.75)	3,042.19	(1,971.36)	总资产周转率	6.14	6.85	7.46	7.83	7.90
资本支出	44.54	(10.45)	10.88	21.00	3.20	每股指标(元)					
长期投资	(57.18)	(15.88)	(5.00)	0.00	0.00	每股收益	0.59	0.53	0.57	0.66	0.79
其他	(54.70)	(37.38)	(91.19)	(100.43)	(56.64)	每股经营现金流	0.43	2.94	-1.47	2.45	-1.59
投资活动现金流	(67.34)	(63.71)	(85.30)	(79.43)	(53.44)	每股净资产	4.78	4.81	5.10	5.43	5.82
债权融资	(1,145.62)	(2,343.76)	2,042.62	(2,231.58)	2,828.89	估值比率					
股权融资	(647.59)	(490.88)	(404.95)	(479.02)	(557.27)	市盈率	17.64	19.65	18.14	15.68	13.22
其他	455.88	300.92	0.00	0.00	0.00	市净率	2.17	2.16	2.04	1.91	1.78
筹资活动现金流	(1,337.33)	(2,533.72)	1,637.68	(2,710.60)	2,271.61	EV/EBITDA	9.00	8.01	9.86	7.28	8.29
汇率变动影响	0.00	0.00	68.45	80.67	77.42	EV/EBIT	9.07	8.11	9.92	7.32	8.33
现金净增加额	(866.40)	1,045.77	(203.93)	332.83	324.23						

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com