天音控股（000829.SZ）

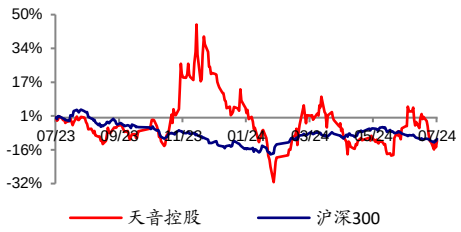
智能终端全渠道服务商，“1+N”注入成长动能

公司评级	买入
当前价格	8.05 元
合理价值	9.55 元
报告日期	2024-07-11

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1025.10/1024.13
总市值/流通市值（百万元）	8252.06/8244.24
一年内最高/最低（元）	13.17/6.23
30 日日均成交量/成交额（百万）	46.49/412.76
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	-5.98/-14.27

相对市场表现



核心观点：

- **天音控股以手机分销起家，现已成为覆盖分销和零售、线上和线下的全渠道智能终端服务商。**公司主要代理苹果、华为、三星三大品牌，据公司财报，截至 23 年底，公司开设苹果授权专区店/授权专卖店 1800 余家/超 1000 家，同时是京东平台上苹果品牌最大供应商，华为授权体验店（HESR+HES）约 1400+家，管理 2311 家三星门店、国内市场份额达 50%以上。公司 18 年起拓展的零售电商业务快速成长，近两年收入增速均 80%+，截至 23 年底在各电商平台开设 242 家店铺。
- **行业层面，天音控股将受益于：**（1）消费电子需求回暖，折叠屏手机、AI 手机等产品有望进一步刺激需求，公司代理品牌市占率较高，华为 23Q3 以来增速较快；（2）智能手机价格带进一步分化，高端与低端机均有进一步发力空间，既利好公司通讯产品分销业务（三大代理品牌均为高端机龙头），又为公司向产业链上游延伸提供机会（收购的 WIKO 品牌主打低端价格带）；（3）手机代理商格局稳定、进入壁垒较高，天音作为行业龙头，有望进一步巩固竞争优势。
- **收购 WIKO 切入手机产业链上游，产品+渠道优势助推销售放量。**公司 21 年联合收购 WIKO 品牌，WIKO 海外市场起家，被收购后发布多款鸿蒙生态 5G 智能手机，并共享华为销售渠道，Hi 畅享系列是华为渠道中少有的中低端定位机型，有望加速打开市场。
- **盈利预测与投资建议：**预计 24-26 年归母净利润分别为 2.8/5.1/7.5 亿元，同增 234%/83%/46%。考虑公司通过渠道拓展和上下游延伸不断做深主业，“1+N”业务布局积极拓展新赛道有望打开中长期成长空间，具有较强规模成长性与利润释放弹性，给予公司 24 年 35 倍 PE，对应合理价值为 9.55 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：宏观经济波动，市场竞争加剧，新业务拓展不及预期。**

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	76427	94825	117776	139388	158342
增长率（%）	7.6%	24.1%	24.2%	18.3%	13.6%
EBITDA（百万元）	890	891	1197	1618	2027
归母净利润（百万元）	111	84	280	513	749
增长率（%）	-46.4%	-24.6%	234.3%	83.4%	46.1%
EPS（元/股）	0.11	0.08	0.27	0.50	0.73
市盈率（P/E）	90.02	116.91	29.51	16.08	11.01
ROE（%）	4.3%	2.8%	8.5%	13.5%	16.5%
EV/EBITDA	20.69	17.58	11.49	8.22	6.17

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

分析师： 嵇文欣
SAC 执证号：S0260520050001
SFC CE No. AOB364
021-38003653
jiwenxin@gf.com.cn

联系人：杨起帆 021-38003554
yangqifan@gf.com.cn
联系人：罗艺
shluoyi@gf.com.cn

目录索引

一、公司概况：智能终端销售龙头，外延打开成长空间 5
（一）发展历程：聚焦智能终端销售主业，多元拓展新赛道 5
（二）股权结构&管理层：股权结构清晰，管理层多年深耕行业 6
（三）主营业务：通信产品销售为核心业务，零售电商高速成长 7
（四）财务分析：收入规模持续提升，财务费用改善有望释放利润空间 10
二、智能手机行业：市场回暖，头部代理商有望受益 15
（一）市场规模&竞争格局：智能手机市场回暖，头部品牌格局稳固 15
（二）发展趋势：价格带进一步分化，新产品带来新机遇 16
（三）销售渠道：多元渠道占比趋稳，线下仍为主体渠道 18
（四）主要代理商：代理品牌各有差异，天音控股、爱施德为两大龙头 20
三、全渠道布局优势突出，零售电商为新增长点 22
（一）完成覆盖线上线下、零售分销的全渠道布局 22
（二）下游维修业务借自有品牌铸就溢价 23
四、收购 WIKO 切入产业链上游，有望借力华为渠道加速放量 25
五、其他业务：彩票稳中有增，新能源汽车复用既有渠道发展 28
（一）彩票：综合技术提供商行稳致远，海内外布局有望进一步完善 28
（二）新能源汽车：复用既有渠道，携手华为布局新赛道 32
六、盈利预测和投资建议 37
（一）业务拆分及收入预测 37
（二）估值分析与投资建议 39
七、风险提示 40

图表索引

图 1：天音控股发展历程：主业精耕细作与多元化业务发展并行.....5
图 2：天音控股股权结构（截至 24Q1）.....6
图 3：天音控股主营业务模式、收入及增速、毛利率.....9
图 4：公司各主营业务收入占总营收比重.....10
图 5：公司各主营业务毛利润占总毛利比重.....10
图 6：23 年公司营业收入同比+24%至 948 亿元.....10
图 7：23 年公司归母净利润同比-24%至 0.8 亿元.....10
图 8：23Q1-3 公司毛利率及净利率同比下滑.....11
图 9：23Q1-3 公司期间费用率有所改善.....11
图 10：公司资产负债率和有息负债率处于历史高位.....12
图 11：公司投资及筹资活动现金流净额（亿元）.....12
图 12：天音控股、爱施德营收规模接近（亿元）.....12
图 13：天音控股财务费用较高（亿元）.....12
图 14：天音控股、爱施德账面现金均较充裕（亿元）.....13
图 15：天音控股有息负债规模较高（亿元）.....13
图 16：深圳湾总部大楼示意图.....13
图 17：智能手机行业产业链.....15
图 18：23Q4 起全球智能手机单季度出货量恢复增长.....16
图 19：23 年中国智能手机出货量同比增长 4.8%.....16
图 20：全球智能手机竞争格局（出货量口径）.....16
图 21：中国智能手机竞争格局（出货量口径）.....16
图 22：分价格带看，2023 年高端与低端智能手机份额均有提升.....17
图 23：手机的价位随着国家经济发展一般会呈现“四步走”.....17
图 24：中国折叠屏手机市场保持快速增长.....18
图 25：2023 年中国折叠屏手机市场份额.....18
图 26：全球 AI 手机出货量及渗透率.....18
图 27：中国 AI 手机出货量及渗透率.....18
图 28：中国手机市场各销售渠道占比.....19
图 29：苹果销售渠道：线上渠道占比较高，专卖店网络布局完善.....19
图 30：截至 23 年底，华为在全球有超 6 万家门店和专柜.....20
图 31：主要手机代理商代理品牌及门店对比.....21
图 32：公司销售渠道覆盖线上和线下、零售和分销，网络布局完善.....22
图 33：公司持续在各电商平台开设店铺.....23
图 34：醒市无仓小程序示意图及优势.....23
图 35：中国手机市场维修规模达 300-500 亿元.....23
图 36：2022 年中国手机配件市场规模达 4172 亿元.....23
图 37：公司手机维修业务体系包括官修和自有品牌.....24
图 38：易修哥形象升级，打造一体化新零售门店.....24
图 39：易修哥各地自营和加盟门店数量（家）.....24

图 40：公司计划未来三年易修哥门店拓展数量 24
图 41：公司与东莞金控联合收购唯科终端，持有唯科 30%股份 25
图 42：WIKO 品牌发展历程 26
图 43：WIKO 手机在华为官方商城销售 26
图 44：WIKO 品牌海外知名度高，全球渠道布局完善 26
图 45：中国搭载鸿蒙系统的智能手机份额逐步提升 27
图 46：华为商城销售各系列手机价格带 27
图 47：WIKO 自 2022 年年底至今发布五款鸿蒙生态 5G 智能手机 27
图 48：彩票行业产业链包括发行与研发、生产、销售与衍生服务 28
图 49：2023 年中国彩票销售额为 5797 亿元，同比增长 37% 28
图 50：近年来体育彩票销售额占比持续提升 29
图 51：2021 年以来各类型彩票销售额占比 29
图 52：2017-2022E 彩票解决方案市场规模（亿元） 29
图 53：2017-2022E 彩票软件/系统市场规模 30
图 54：2017-2022E 彩票硬件市场规模（亿元） 30
图 55：深圳穗彩海内外市场布局完善，提供彩票全产业链解决方案 31
图 56：中国新能源汽车渗透率持续提升 32
图 57：23 年中国新能源汽车销量同比增长 38% 32
图 58：23 年及 24M1-5 中国新能源汽车厂商零售销量排名（单位：万辆） 32
图 59：各新能源汽车品牌网点数、净增网点数及网点覆盖城市数 33
图 60：问界营业网点数及各季度净增数 33
图 61：问界营业网点按门店类型拆分（2022 年） 33
图 62：问界系列主要车型 34
图 63：24Q1 中国乘用新车 L2.9 装配量排名 34
图 64：问界新 M7 首批车主促购原因 TOP10（%） 34
图 65：问界新 M7、M9 销售表现亮眼 35
图 66：公司目前通过智能生活馆和快闪店销售新能源车 36
图 67：快闪店投资项目构成及单店模型 36
图 68：公司未来三年预计新增快闪店分布 36

表 1：天音控股董事会、监事会与高管简介 7
表 2：通讯产品销售业务模式对比 8
表 3：公司近年来对外投资情况梳理 11
表 4：深圳湾总部大楼项目信息 13
表 5：深圳湾总部大楼价值估算 14
表 6：公司拟向包括深投控在内的不超过 35 名对象定增募资约 24 亿元 14
表 7：深圳穗彩彩票业务 23 年部分中标项目梳理 31
表 8：公司主营业务收入成本拆分及预测 37
表 9：公司期间费用及投资收益预测 38
表 10：可比公司盈利预测与估值（截至 2024 年 7 月 11 日收盘） 39

一、公司概况：智能终端销售龙头，外延打开成长空间

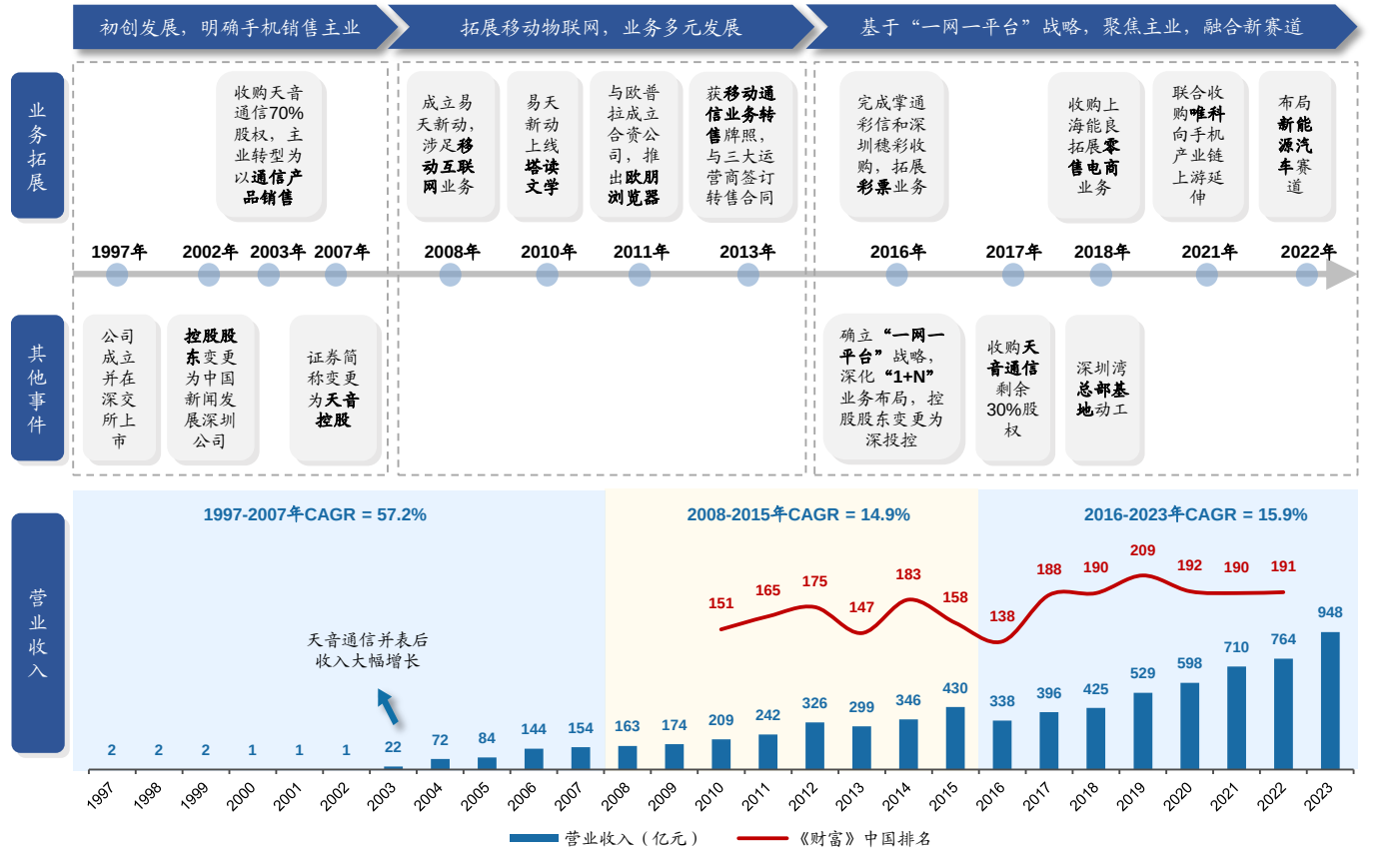
（一）发展历程：聚焦智能终端销售主业，多元拓展新赛道

天音控股以手机分销起家，现已成为覆盖分销和零售、线上和线下的全渠道智能终端服务商。据公司财报，公司主要代理苹果、华为、三星三大品牌，截至23年底，公司开设苹果授权专区店/授权专卖店1800余家/超1000家，同时是京东平台上苹果品牌最大供应商；开设华为授权体验店（HESR+HES）约1400+家；管理三星门店2311家、在中国市场份额达50%以上。

公司通过渠道拓展与上下游延伸不断做深主业。据公司财报，**（1）渠道拓展方面，**公司于2018年收购上海能良拓展零售电商业务，截至23年底在天猫、京东、拼多多、抖音等平台拥有店铺共242家。**（2）上下游延伸方面，**公司自建品牌易修哥以手机维修为中心，提供配件销售、手机回收等一站式生态服务；公司21年联合收购手机品牌WIKO布局手机产业链上游，WIKO至今已发布多款鸿蒙生态5G智能手机。

基于“1+N”业务布局，积极拓展新赛道。据公司财报，**（1）彩票业务：**公司于2016年完成掌通彩信和深圳穗彩收购，目前在体彩和福彩领域销售自主研发产品并占据较高市场份额，巩固国内优势的同时积极探索海外业务机会。**（2）新能源汽车业务：**公司复用主业渠道布局新能源汽车业务，通过“汽车快闪店+线下品牌授权店”联动，建立T3以下华为智选汽车综合解决方案服务能力。

图1：天音控股发展历程：主业精耕细作与多元化业务发展并行



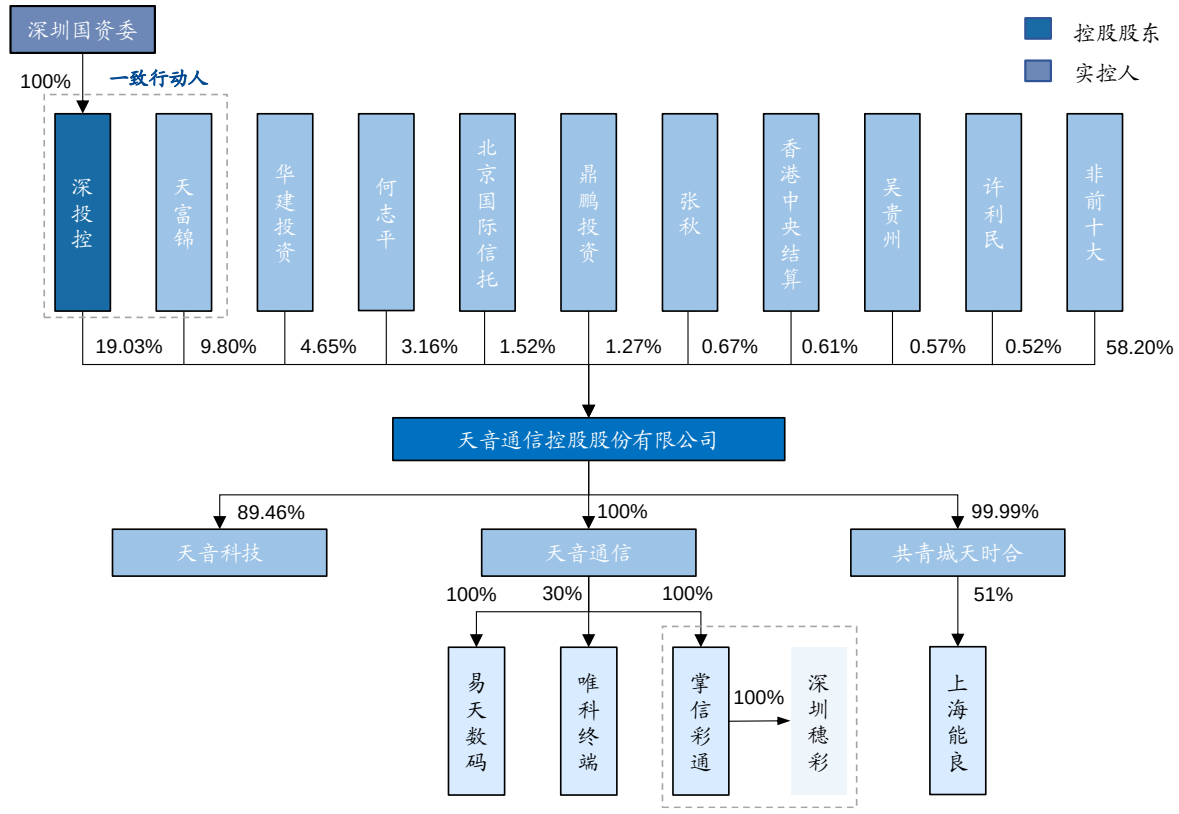
数据来源：Wind，公司财报，塔读文学官网，《财富》官网，广发证券发展研究中心

（二）股权结构&管理层：股权结构清晰，管理层多年深耕行业

国有资本控股，股权结构清晰。据公司财报，截至24Q1，公司第一大股东为深投控，持股19.03%，与持股9.80%的第二大股东天富锦为一致行动人。深投控由深圳国资委100%控股，据深投控官网，深投控是以科技金融、科技园区、科技产业为主业的国有资本投资公司，年营收约2900亿元，连续四年入榜《财富》世界500强，2023年位居榜单第391位。

核心子公司分工明确，共同铸就完整生态。公司旗下核心子公司包括天音通信、易天数码、天音科技、上海能良等，据20231220定增说明书，公司通信产品分销/零售/维修业务主要通过天音通信/易天数码/天音科技开展，上海能良主要从事零售电商业务，唯科终端从事WIKO品牌手机生产，深圳穗彩主要从事彩票业务。

图2：天音控股股权结构（截至24Q1）



数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

备注：仅列示部分核心业务相关子公司

管理层架构稳定，多年深耕行业。据公司财报，公司管理层较为稳定，大多在公司任职多年或在核心子公司具有丰富任职经历，与公司共同成长，例如公司现任董事长黄绍文先生自2002年起担任公司董事，2002-2011年担任公司副董事长、总经理；公司现任监事会召集人陈力先生于1994-2010年任天音通信副总裁。稳定的管理架构叠加长期从业经历使得公司管理层深谙行业发展趋势与公司各项战略部署，有利于公司不断深化“一网一平台”战略和“1+N”业务布局。

表 1：天音控股董事会、监事会与高管简介

姓名	职务	任职日期	学历	出生年份	简介
黄绍文	董事长	2011-12-07	专科	1967	历任中国新闻发展深圳公司总经理助理、副总经理等，2002 年至 2011 年任公司副董事长、总经理，2011 年 2018 年任公司董事长兼总经理、子公司天音通信有限公司董事长，2018 年起任公司董事长。
	董事	2002-05-08			
王新利	副董事长	2021-12-01	博士	1969	历任民安保险（中国）有限公司董事长/总经理、亚太财产保险有限公司副董事长兼总经理、信达财产保险股份有限公司董事/执行董事、国任财产保险股份有限公司总裁等。
	董事	2021-11-26			
王汉华	董事	2020-05-22	博士	1964	历任摩托罗拉中国个人通讯部市场总监/CDMA 事业部总经理/亚太区副总裁、亚马逊中国总裁、上海好耶科技有限公司总裁、美国搜诺斯公司中国总裁、海尔电器独立董事等，2019 年至今任兰亭集势独立董事。
詹伟哉	董事	2021-11-26	博士	1964	历任华安财产保险股份有限公司副总经理、华安保险资产管理中心副总经理等，2012 年至今任深圳市德沃投资发展有限公司监事，2017 年至今任深圳市江财人教育管理有限公司董事长。
邹俊	董事	2021-11-26	博士	1971	历任华融创新投资股份有限公司党委书记/董事长等，2020 年至今任上海睿银盛嘉资产管理有限公司总裁。
熊政平	董事	2023-02-27	博士	1963	现任深圳修能资本管理有限公司董事长兼总裁、深圳万润科技股份有限公司独立董事等。
陈力	监事会召集人	2018-04-20	硕士	1964	历任深圳市天音通信发展有限公司副总裁、中国新闻发展深圳有限公司董事总经理、宝能集团副总裁等，2017 年起任天音通信有限公司副总裁。
	监事	2018-04-18			
冯经亮	监事	2014-12-26	本科	1973	1998 年 3 月至今先后任天音通信财务经理、事业部财务总监、易天数码财务总监、总部财务副总监。
刘彦	总经理	2020-05-09	本科	1973	2016 年至今任天音通信有限公司大分销总裁，2018 年起任公司副总经理，2020 年起任公司总经理。
易江南	副总经理	2013-07-19	博士	1970	2011 年至今任天音通信有限公司董事、副总经理，2013 年起任公司副总经理，2019 年起任深圳市穗彩科技开发有限公司董事长。
陈学同	副总经理 财务总监	2020-05-09	博士	1971	历任北京远洋投资集团财务总监、北京通盈投资集团财务副总裁、亚星集团财务副总裁及常务副总裁、精英集团常务副总裁兼财务总监等。
孙海龙	董事会秘书	2014-08-25	硕士	1976	历任 LG 电子沈阳分公司区域经理、裕华集团总裁助理、东易日盛家居装饰集团股份有限公司董事长助理/董事会秘书/副总经理等。

数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

（三）主营业务：通信产品销售为核心业务，零售电商高速成长

通信产品销售：贡献主要收入和利润，核心业务基本盘稳固。

业务模式：据20231220定增说明书，通信产品销售业务可细分为全国性一级分销代理、品牌授权体验店分销、自营零售店、运营商分销，其中以全国性一级分销代理及品牌授权体验店分销为主（收入合计占该业务95%+）；**该业务盈利来源主要是进销差价，品牌授权体验店分销还包括品牌给予的奖励补贴。**

业务体量：据公司财报，2017-2023年通信产品销售收入占比保持在80%以上，收入由384亿元增长至757亿元，CAGR为12.0%，23年收入同比增长16%，高基数

下继续保持较高增速。

品牌拆分：据20231220定增说明书，公司分销业务仅包括苹果、华为、三星三大品牌，零售业务除三大品牌外，还包括小米等其他品牌。考虑自营零售占比低于5%，预计三大品牌之外的其他品牌收入贡献较小；综合各品牌全市场销量及公司所占份额判断，**我们预计各品牌收入贡献上，苹果＞华为＞三星。**据公开投资者问答，2023年销售额最高的品牌占比60%+，故我们预计2023年单苹果品牌贡献收入超450亿元。

业务利润：据公司财报，通信产品销售业务毛利率基本保持在2%-3%，2023年贡献公司70%毛利润。业务盈利能力受终端价格影响较大，价格下行将压缩公司毛利空间，据公开投资者问答，23年公司销售额最高品牌（预计为苹果）价格下行导致品牌毛利率同比下降0.79pp至1.58%，业务整体毛利率也同比下降0.64pp。

表 2：通讯产品销售业务模式对比

	全国性一级分销代理	品牌授权体验店分销	运营商分销	自营零售店
收入占比	收入合计占比 **95%+**		较少	较少
负责子公司	天音通信	天音通信	天音通信	易天数码
品牌	苹果、华为、三星	苹果、华为、三星	苹果、华为、三星	苹果、华为、**小米等**
上游供应商	品牌厂商	品牌厂商	品牌厂商	品牌厂商直采或分销商
采购价格	厂商和公司协商确定	厂商根据市场情况确定	厂商和公司协商确定	/
下游客户	区域分销商、零售商、大型卖场等	品牌体验店（由公司协助零售客户建立，并须经过品牌审核）	移动、联通、电信的数万家自有及合作营业厅	C 端消费者
销售价格	**公司确定，**分销价格调整时对客户未销售产品按照调整差额提供价保	在**厂家指导价**基础上，给零售商预留一定利润空间（华为按采购价格销售）	**公司确定，**分销价格调整时对客户未销售产品按照调整差额提供价保	一般根据**厂商指导价**格确定，部分配件产品价格由**易天数码**确定
盈利来源	进销价差	进销价差 **厂商给予的奖励补贴**	进销价差	进销价差

资料来源：20231220 定增说明书，广发证券发展研究中心

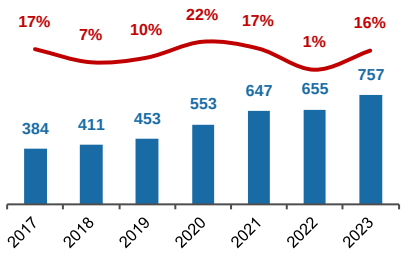
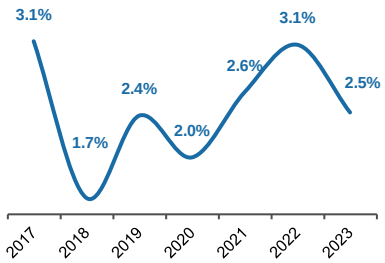
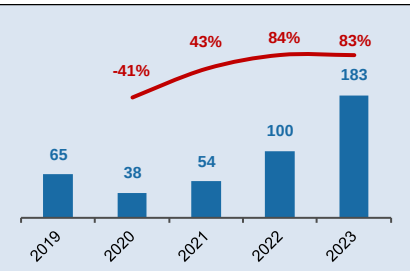
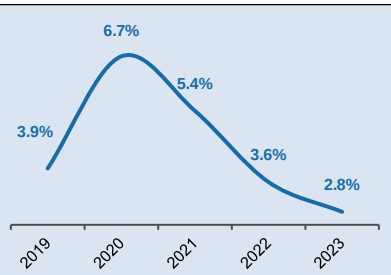
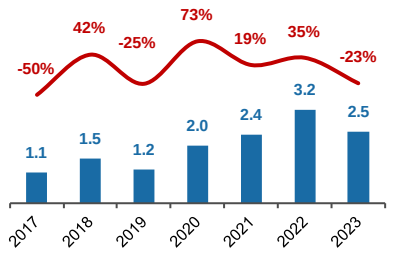
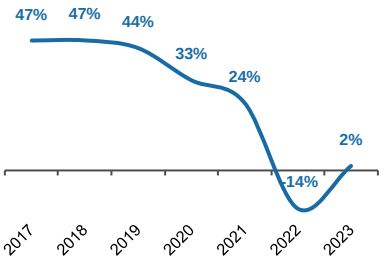
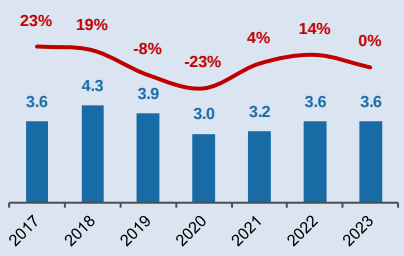
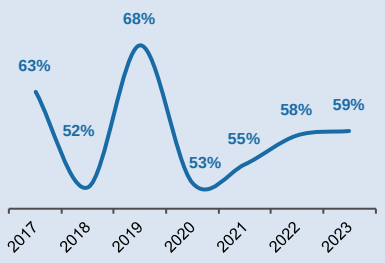
零售电商：后起之秀，贡献新业绩增长点。公司2018年收购上海能良后开始拓展零售电商业务，通过在天猫、京东、拼多多等多平台开设店铺向终端消费者销售产品（以手机等3C产品为主）。据公司财报，**（1）收入端：**2019-2023年零售电商业务收入由65亿元增至183亿元，CAGR为30%，收入占比由12%提升至19%，且2022-2023年收入增速均在80%以上，步入高速发展期。**（2）利润端：**近年零售电商业务毛利率有所下滑，2022年同降1.8pp至3.6%，2023年同降0.7pp至2.8%，但利润贡献随收入增长有所提升，2019-2023年毛利润占比由13%提升至19%。

通信产品维修：布局产业链下游，合理补充业绩。据20231220定增说明书，公司通过品牌官修（维修业务子公司天音科技是苹果、华为、三星等多个品牌制定维

修代理商)+自建品牌提供手机维修、配件销售等服务，盈利来源为手机及配件价差、维修服务费、增值服务利润等，自有品牌加盟模式下收入还包括配件等供货收入和加盟费。据公司财报，2023年通信产品维修收入同比减少23%至2.5亿元，收入占比0.3%，但毛利率转正，同比增长15.5pp至1.6%。

彩票业务：收入利润较为稳定，为毛利率最高业务。据20231220定增说明书，彩票业务通过提供硬件、软件产品以及技术服务获取收入，主要客户为各省福彩中心、省体彩中心，公司须通过竞标取得合同。据公司财报，2023年彩票业务收入同比基本持平，为3.6亿元，收入占比0.5%，但贡献了8%毛利润（约2亿元），彩票业务是公司毛利率最高业务，23年毛利率同增0.5pp至58.6%。

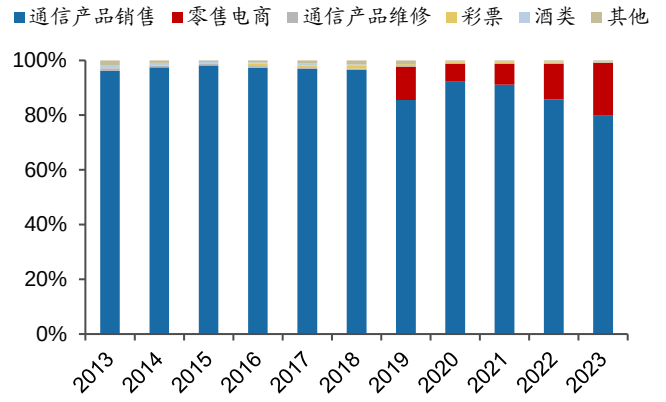
图3：天音控股主营业务模式、收入及增速、毛利率

业务	模式	收入及增速（亿元）	毛利率
通信产品销售（80%/70%）	▪**模式：**包括全国性一级分销代理（主要）、品牌授权体验店分销（主要）、自营零售店、运营商分销（较少）。 ▪**盈利来源：**主要是进销差价，品牌授权体验店分销还包括品牌给予的奖励补贴。		
零售电商（19%/19%）	▪通过子公司上海能良开展。 ▪**采购模式：**品牌厂家直采、分销商采购等。 ▪**销售模式：**在天猫、京东、拼多多等平台开设店铺，向终端消费者销售产品（3C为主）。		
通信产品维修（0.3%/0.2%）	▪**模式1：**开设华为、苹果、小米、荣耀售后门店。 ▪**模式2：**自建品牌**易修哥**提供手机维修、配件销售等一站式生态服务。 ▪**盈利来源：**手机及配件价差、维修服务费、增值服务利润等，自有品牌加盟模式下包括配件等供货收入及加盟费。		
彩票业务（0.4%/8%）	▪**采购/生产模式：**硬件产品自行采购零部件，委托加工生产组装。 ▪**销售模式：**主要客户为各省福彩中心和体彩中心，公司关注目标省市采购需求，通过竞标取得合同。 ▪**盈利来源：**提供彩票设备/软件/相关技术服务等获取收入。		

数据来源：Wind，20231220 定增说明书，广发证券发展研究中心

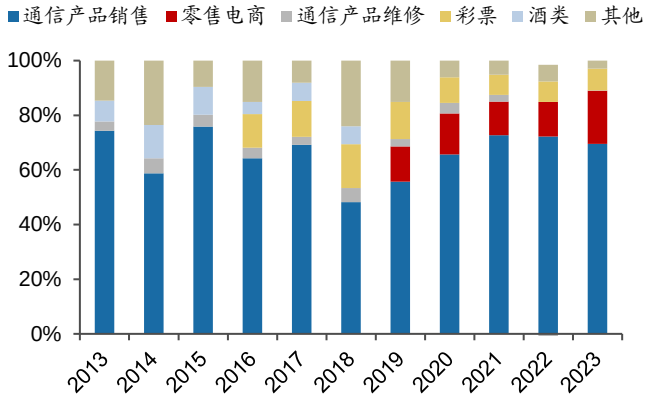
备注：业务下方括号内数据为（23 年收入占比/23 年毛利占比）

图4：公司各主营业务收入占总营收比重



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 5：公司各主营业务毛利润占总毛利比重



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：通信产品维修业务 22 年毛利亏损

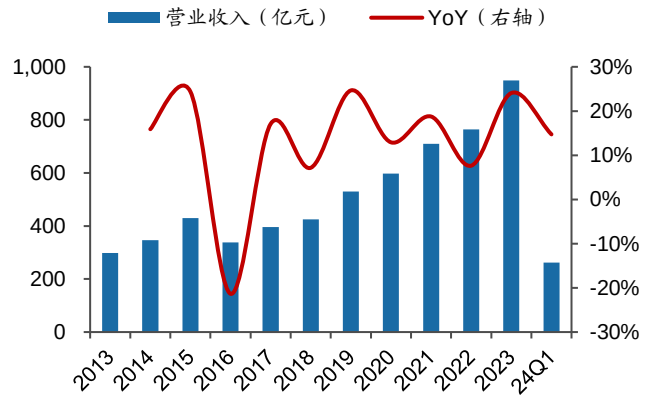
（四）财务分析：收入规模持续提升，财务费用改善有望释放利润空间

1.营业收入持续增长，关注盈利能力改善

核心主业保持增长+新业务贡献增量带动收入规模持续提升。纵观公司近十年收入规模，除2016年外均保持增长，据公司财报，2016年收入下滑主要系公司调整产品结构，增加单价与毛利率较高的苹果和华为品牌销售。公司2016年起拓展彩票业务，2018年起拓展零售电商业务，据公司财报，2016-2023年公司营业收入由338.5亿元增长至948.2亿元，CAGR为16%，其中23年收入增速为24%，24Q1在较高基数下仍维持15%的收入增速。

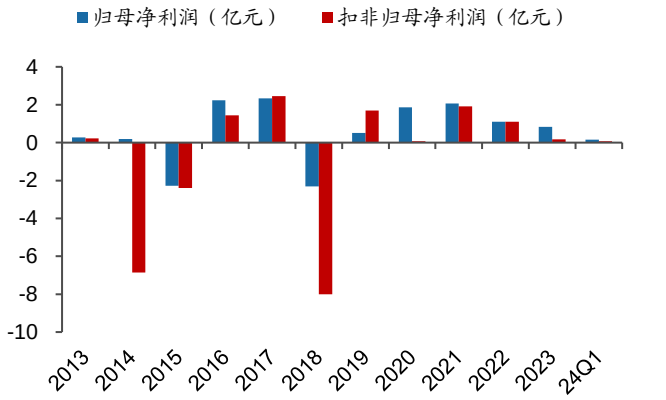
利润端压力仍在，但费用控制已有改善。据公司财报，2023年公司归母净利润/扣非归母净利润分别为0.84/0.17亿元，同比下滑24%/84%，主要受毛利率下滑0.7pp、投资收益亏损4394万元、财务费用增加7182万元等影响；费用率来看，23全年及24Q1均有同比改善，期间费用率分别同比下降0.52pp/0.48pp，其中销售费用率下降相对明显，分别同比下降0.42pp/0.26pp。

图6：23年公司营业收入同比+24%至948亿元



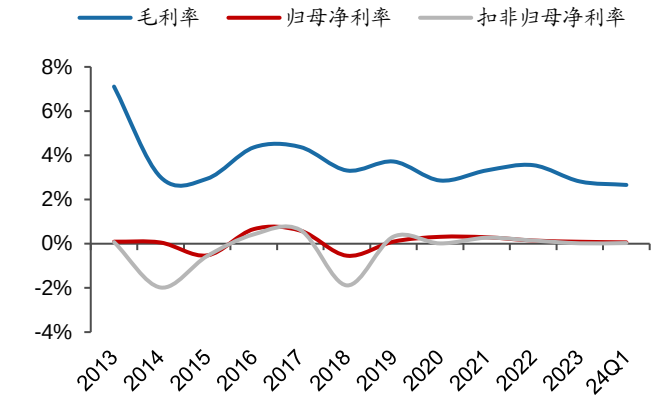
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 7：23 年公司归母净利润同比-24%至 0.8 亿元



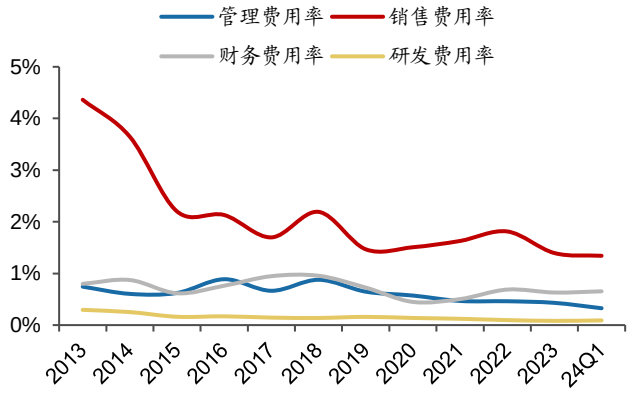
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图8：23Q1-3公司毛利率及净利率同比下滑



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 9：23Q1-3 公司期间费用率有所改善



数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

2.举债投资拖累财务费用，总部大楼出售+定增补流有望改善债务、释放利润

充分把握对外投资机遇，但资金压力逐步显现。据公司各项目投资公告，公司近年来积极通过对外投资向产业链上下游拓展或进军新赛道，例如通过投资魅族、参与荣耀相关业务资产联合收购、收购唯科股权寻找向产业链上游延伸契机，通过收购掌信彩通股权布局彩票业务等。同时公司于2017年公告投资建设深圳湾超级总部大楼，打造集办公、商业、通信机楼、公寓等多业态的综合体，据20231220问询回复公告，项目投资额为49.69亿元。

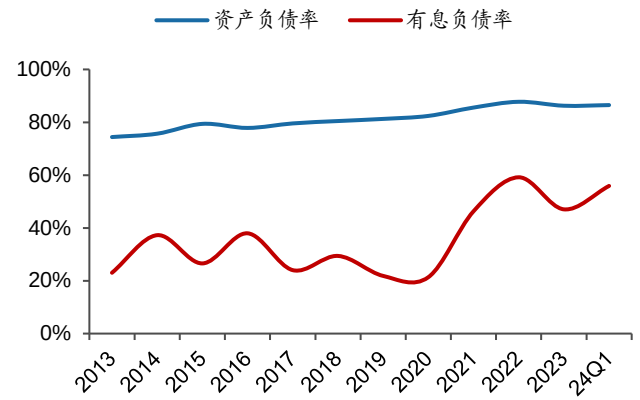
中长期来看，各项目有望为公司贡献增长动能，但短期带来一定资金压力，因此公司近年来举债较多，杠杆率处于历史高位，据公司财报，公司24Q1期末资产负债率、有息负债率分别为86.5%、55.9%。

表 3：公司近年来对外投资情况梳理

资金投向	公告时间	投资额	目的
收购唯科 30%股权并增资	2021 年 12 月	4.5 亿元	将唯科打造成专注于研发与销售的手机品牌厂商，发挥公司在手机渠道分销上的优势，**向手机产业链上游拓展，**为手机产业链赋能的同时输出服务价值。
联合投资设立星盟信息	2020 年 11 月	5 亿元	星盟信息已受让智信新信息技术（已完成对荣耀品牌相关业务资产的全面收购）部分股权，公司通过星盟信息**参与对荣耀品牌相关业务资产的联合收购，**增强与手机厂商的战略合作关系，为公司向上游延伸提供契机。
深圳湾超级总部工程	2017 年 3 月	49.69 亿元	打造集办公、商业、通信机楼、公寓等多种业态的综合体。
认购魅族 0.66%股权	2016 年 10 月	2 亿元	有利于公司从上游获得更稳定的货源，增强与手机厂商的战略合作关系，探索多元化的商业机会。
收购掌信彩通 100%股权	2015 年 12 月	14.6 亿元	**拓展彩票业务，**分散公司业务发展的周期性波动风险，增强持续盈利能力。

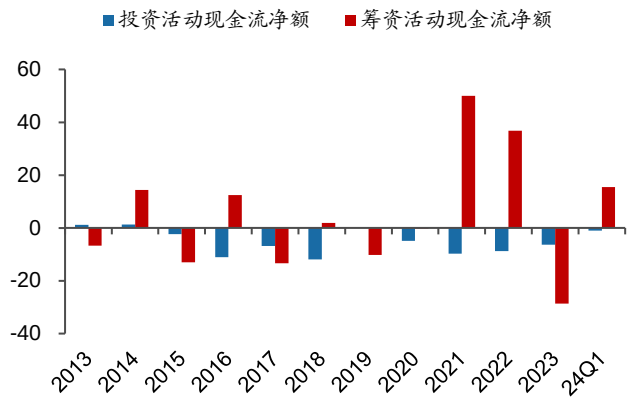
数据来源：20211214 收购公告，20201126 对外投资公告，20170323 项目合作框架协议，20161021 对外投资公告，20151215 重大资产购买报告书，公司 23 年中报，20231220 问询回复公告，广发证券发展研究中心

图10：公司资产负债率和有息负债率处于历史高位



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 11：公司投资及筹资活动现金流净额（亿元）

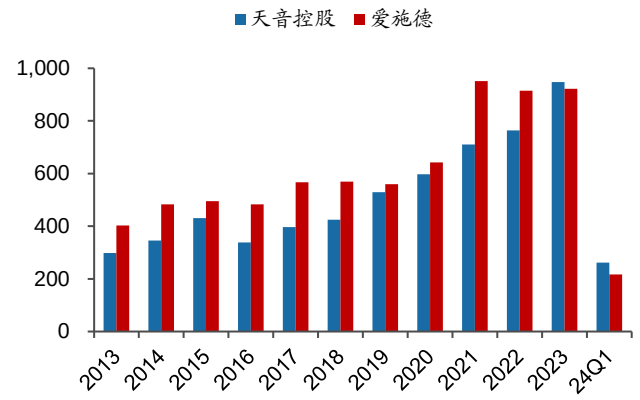


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

对标同行业规模相近的爱施德，公司财务费用下降空间较大。天音控股与爱施德同为手机分销龙头，收入体量接近，据Wind，23年营收分别为948/922亿元，但天音控股归母净利润落后于爱施德，23年分别为0.8/6.6亿元，财务费用是两者净利润差异较大的主要原因，2022年/2023年天音控股财务费用比爱施德高3.6/4.4亿元。

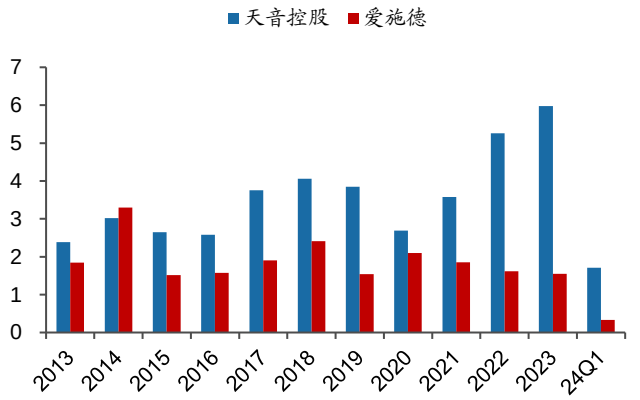
究其原因，天音财务费用主要受举债投资拖累。据Wind，**（1）账面现金方面，**由于3C产品价值较高，天音和爱施德作为分销龙头，流转过程需要较多资金支持，均需保证较为充裕的账上现金，差距相对较小。**（2）有息负债方面，**如前文所述，近年来天音对外投资较多，债务规模明显提升，据Wind，2022年起天音控股有息负债规模比爱施德高70亿元左右，且天音控股的融资成本（简单按照财务费用/有息负债计算）更高，约比爱施德高1-2pp。

图12：天音控股、爱施德营收规模接近（亿元）



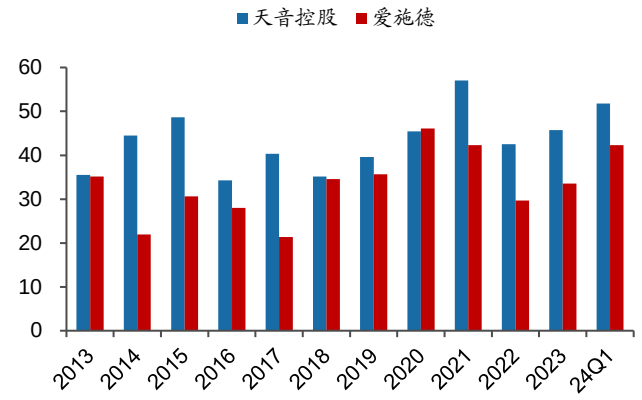
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 13：天音控股财务费用较高（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

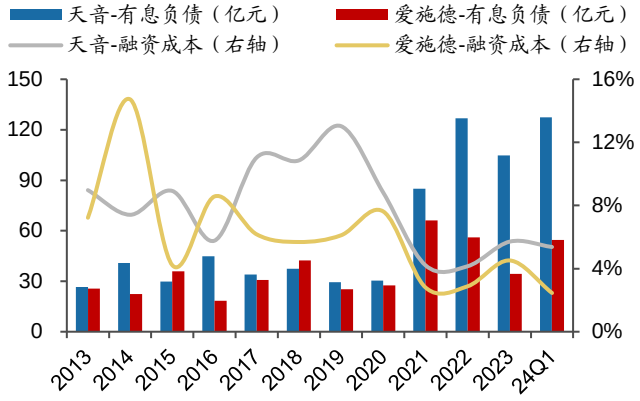
图14：天音控股、爱施德账面现金均较充裕（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：账面现金=货币资金+交易性金融资产

图 15：天音控股有息负债规模较高（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：融资成本简单按照财务费用/有息负债计算，24Q1 数据简单乘以 4 进行年化处理

我们认为后续公司有望通过总部大楼出售和定增补流逐步解决债务负担，财务费用有望迎来改善。

（1）深圳湾总部大楼：据20231220问询回复公告，深圳湾总部大楼由南塔楼、北塔楼、裙楼等组成，总建筑面积约14.7万平，集成办公、商业、文化设施、通信机楼等多业态，自用面积约2.5万平，出租面积约6.4万平，出售面积约0.8万平，预计未来项目落地后销售部分将带来部分资金，改善公司债务。

（2）定增：约6.8亿元用于补流及还贷，将进一步改善资产结构。据20240710定增说明书（修改稿），公司拟向包括深投控在内的不超过35名对象定增募资约24亿元（除深投控以外发行对象以竞价方式确定），其中深投控拟认购不超过4.76亿元，认购数量能够保证深投控在本次发行完成后持股比例不被稀释；资金投向方面，定增募集资金将用于营销网络建设、数字化平台建设、新能源汽车销售服务平台建设、易修哥连锁经营等项目，补流及偿贷资金为6.78亿元，有望缓解银行债务。

图16：深圳湾总部大楼示意图

数据来源：迈科智控公众号，广发证券发展研究中心

表 4：深圳湾总部大楼项目信息

天音大厦（深圳湾总部大楼）	
建筑地址	深圳市南山区白石支二街与洲湾二街交汇处东北角
项目组成	**南栋**（约 32 层，建筑高度约 146.9m） **北栋**（约 21 层，建筑高度约 95.6m） **裙楼**（约 6 层，建筑高度约 30m）
用地面积	15539.46 平方米
建筑面积	总建筑面积约 14.7 万平方米，其中： **计容建筑面积：**约 10.3 万平，其中办公 8 万平、商业 5200 平、文化设施 4800 平、通信机楼 6000 平。 **地下不计容建筑面积：**7000 平，其中商业 2000 平、办公配套设施 5000 平。
停车位	机动车 320 辆，自行车 510 辆

数据来源：20231220 问询回复公告，广发证券发展研究中心

表 5：深圳湾总部大楼价值估算

预计用途	面积（平米）	面积占比	总投资（亿元）	测算基础	价值（亿元）
自用	24954	25.8%	49.69	按成本计入固定资产	12.75
出租	64183	66.3%		按公允价值计入投资性房地产，增值率 20.54%	39.54
出售	7690	7.9%		深圳湾写字楼售价为 1.9-4.2 万元/平	2.38
合计	**96827**	**100%**		-	**54.68**

数据来源：20231220 问询回复公告，广发证券发展研究中心

备注：增值率、写字楼售价均来自问询回复公告，出售部分价值按照中位数计算

表 6：公司拟向包括深投控在内的不超过 35 名对象定增募资约 24 亿元

序号	项目名称	拟投资总额（万元）	拟用募集资金投资金额（万元）
1	天音海内外营销网络建设项目	55,000	38,443
2	天音数字化平台建设项目	70,000	51,341
3	天音彩票研发与产业化运作项目	49,000	34,378
4	天音新能源汽车销售服务平台建设项目	26,664	14,754
5	天音总部运营管理中心建设项目	21,000	21,000
6	天音易修哥连锁经营项目	20,000	13,900
7	补充流动资金及偿还银行贷款	67,760	67,760
合计		**324,424**	**241,575**

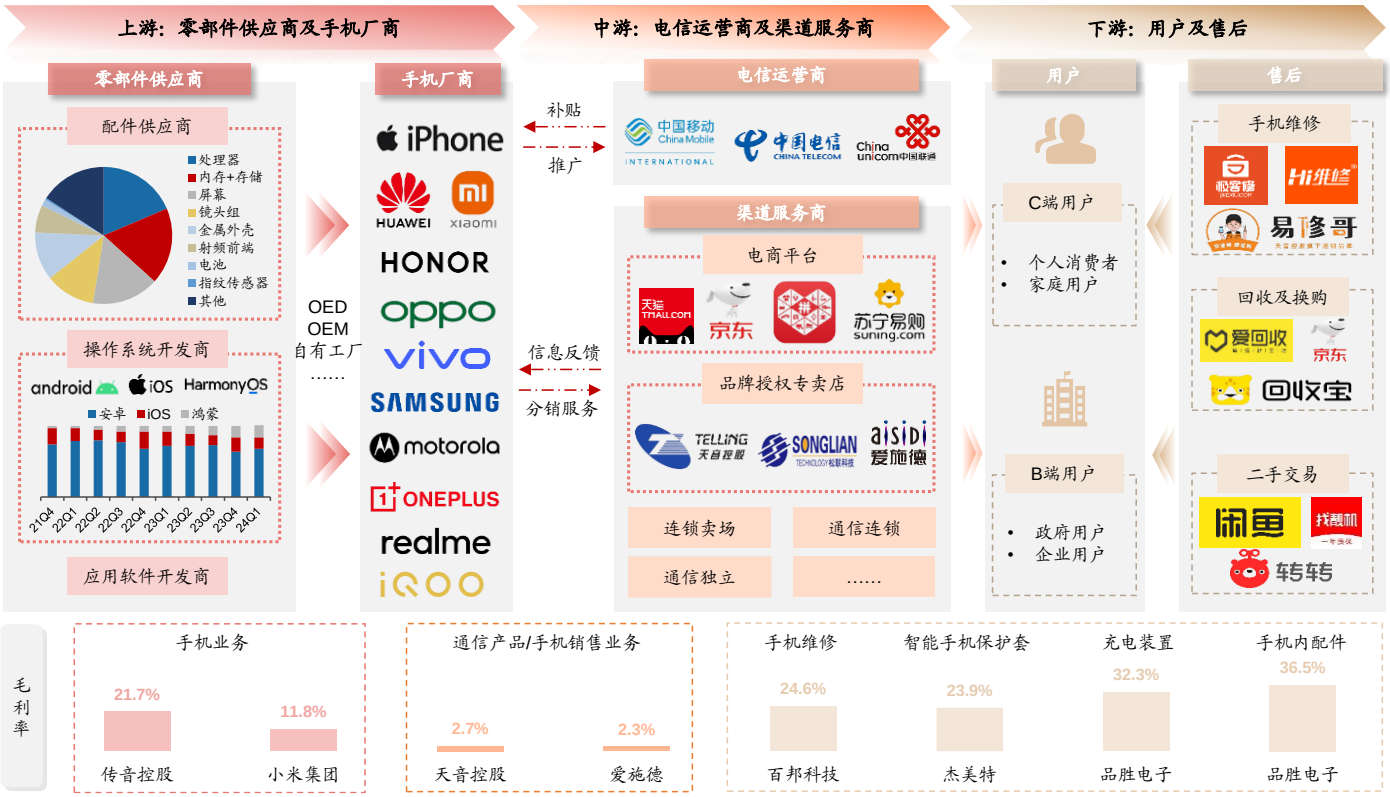
数据来源：20240710 定增说明书（修改稿），广发证券发展研究中心

二、智能手机行业：市场回暖，头部代理商有望受益

虽然公司销售的通讯产品不限于智能手机，但其他产品占比极小，故本节仅分析智能手机行业，并将总结行业变化对公司业务的影响。

智能手机行业上游为零部件供应商和手机厂商，中游为电信运营商和渠道服务商，下游涉及用户（B端+C端）和售后。上游手机厂商竞争格局较为稳固，头部优势明显；中游渠道商业绩受其所代理手机品牌销售情况影响，且利润率普遍较低，处于微笑曲线底部；下游售后环节利润率通常高于渠道服务商。**部分中游渠道商（如天音控股）复用既有渠道向产业链上下游延伸，有望进一步打开利润空间。**

图17：智能手机行业产业链



数据来源：头豹研究院《2019 年中国手机零售行业概览》，华经产业研究院公众号，Counterpoint 官网，Wind，广发证券发展研究中心

备注 1：配件供应商部分饼图数据为智能手机关键部件成本结构，数据来自华经产业研究院公众号；

备注 2：操作系统开发商部分柱状图为中国市场各系统智能手机销售额占比，数据来自 Counterpoint 官网

备注 3：毛利率取各公司对应业务 2021-2023 年毛利率均值，品胜电子（未上市）未更新 23 年数据，为 2021-2022 年均值

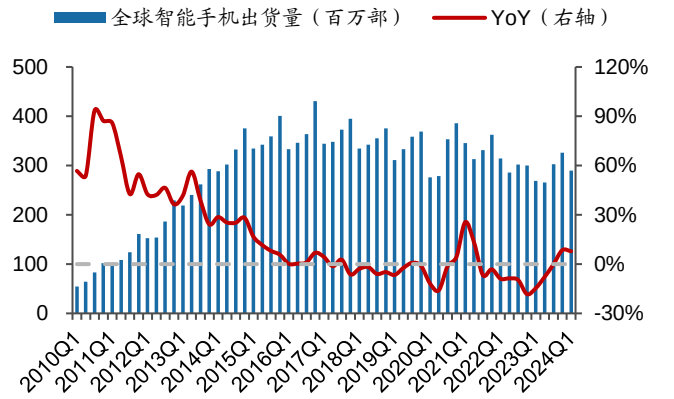
（一）市场规模&竞争格局：智能手机市场回暖，头部品牌格局稳固

全球智能手机市场：出货量增速转正。据Wind，23年全球智能手机出货量11.6亿部，同比下滑3%，Q1-4同比增速逐季改善，分别为-15%/-8%/-0.1%/+9%，23Q4增速转正，24Q1增势延续，同增8%至2.9亿部。据Canalys公众号，成熟市场复苏力度较缓+新兴市场复苏节奏快+厂商拥挤度加剧综合影响下，Canalys预测2024年全

球智能手机出货量将增长3%，2024-2028年预计以2%的CAGR温和增长。

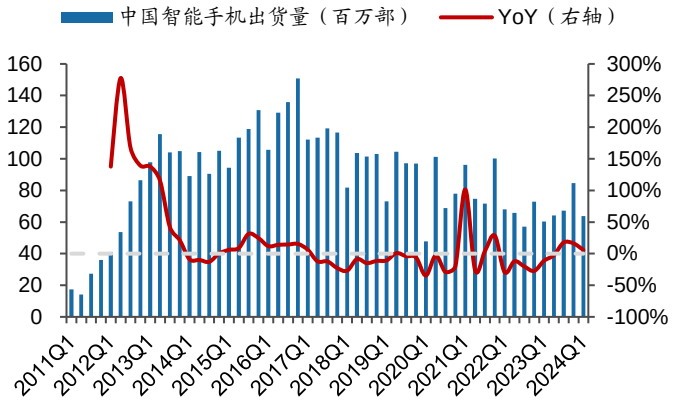
中国智能手机市场：出货量回暖趋势明显。据Wind，23年中国智能手机出货量达2.8亿部，同比增长4.8%，23Q3-24Q1单季度出货量均保持同比增长。

图18：23Q4起全球智能手机单季度出货量恢复增长



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

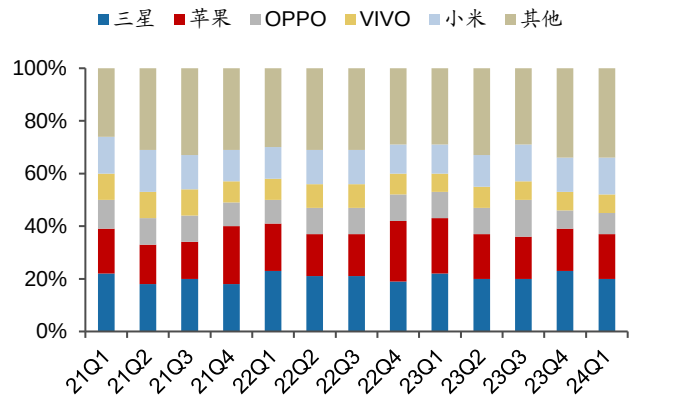
图 19：23 年中国智能手机出货量同比增长 4.8%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

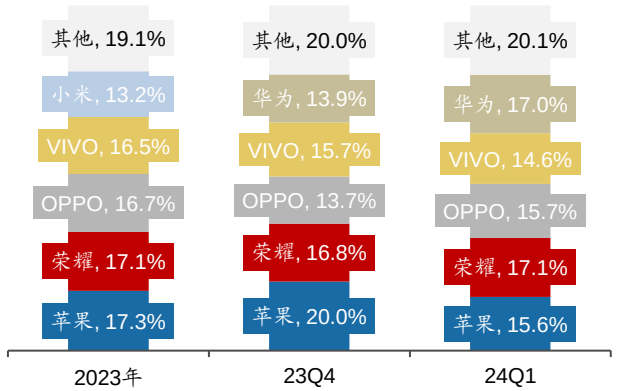
竞争格局：头部品牌优势明显，强者恒强。（1）全球：据Wind，24Q1三星/苹果/OPPO/VIVO/小米智能手机市场份额分别为20%/17%/8%/7%/14%，23年三星市场份额保持第一，近年来各品牌市占率基本较为稳定。**（2）中国：**据IDC咨询公众号，23年中国智能手机市占率前五品牌为苹果、荣耀、OPPO、VIVO、小米，市占率分别为17.3%/17.1%/16.7%/16.5%/13.2%，CR5达80.8%；此外，Mate 60系列的发布推动华为手机市占率快速提升，23Q4/24Q1华为进入中国智能手机市场份额TOP5，分别排名第5、第2，市占率分别为13.9%/17.0%，在头部品牌中增速领先。

图20：全球智能手机竞争格局（出货量口径）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 21：中国智能手机竞争格局（出货量口径）



数据来源：IDC 咨询公众号，广发证券发展研究中心

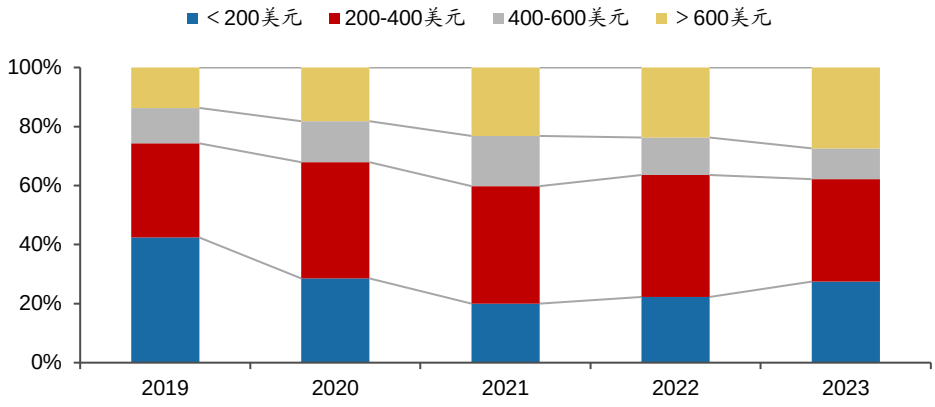
备注：IDC 仅披露 TOP5 品牌市场份额，23 年华为包含在其他中，23Q4/24Q1 小米包含在其他中

（二）发展趋势：价格带进一步分化，新产品带来新机遇

手机市场价格有望持续分化，我国手机市场或将走向“漏斗结构”。据IDC咨询公众号，2023年中国智能手机市场中，200-400美元价格带市场份额最高，达34.7%，

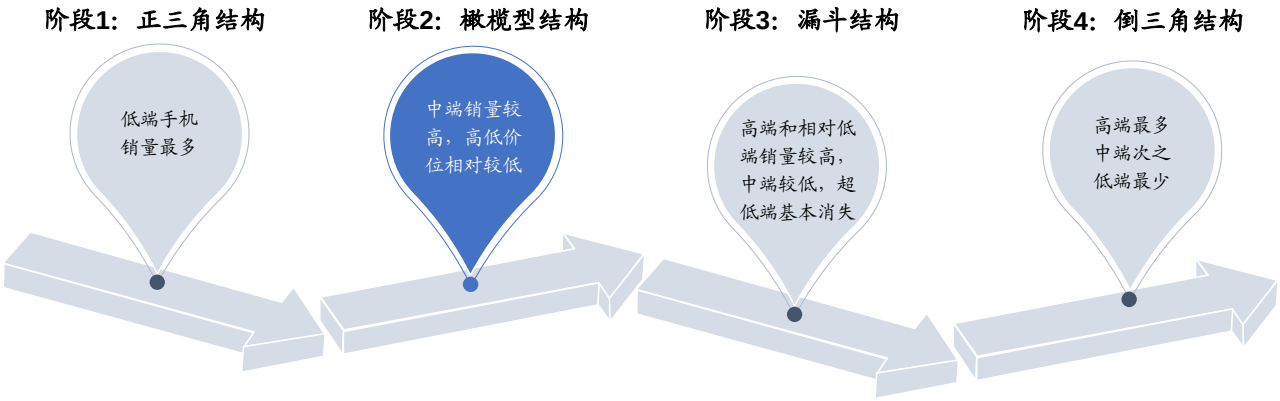
但同比下降6.6pp，而600美元以上/200美元以下智能手机市场份额明显提升，分别同比提升5.2pp/3.7pp至27.5%/27.4%。据GfK中国公众号，手机各价位销量结构一般会随国家经济发展呈现“四步走”，第一步为正三角结构（低端价位销量最多），第二步为橄榄型结构（中端销量较高而高低价位相对较低），第三步为漏斗结构（高端和相对低端价位销量较高、中端销量较小、超低端价位基本消失），第四步为倒三角结构（高端＞中端＞低端），目前我国处于从第二步向第三步迈进的过程中，**我们认为随着高端手机通过豪华性能与配置开展差异化竞争，低端手机不断“内卷”性价比优势，高端和低端手机仍有较大发力空间，手机市场价格或将进一步分化。**

图22：分价格带看，2023年高端与低端智能手机份额均有提升



数据来源：IDC 咨询公众号，广发证券发展研究中心

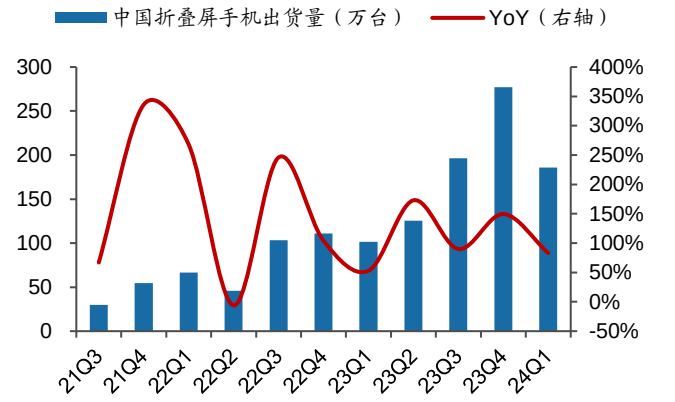
图23：手机的价位随着国家经济发展一般会呈现“四步走”



数据来源：GfK 中国公众号，广发证券发展研究中心

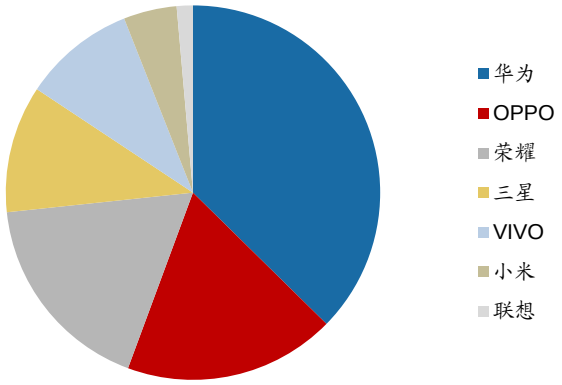
折叠屏手机加速普及，华为市场份额领先。受益于产品优化下“厚重贵”痛点逐渐解决、消费者接受度逐步提升，中国折叠屏手机出货量快速增长，据IDC咨询公众号，2023年中国折叠屏手机市场出货量约700.7万台，同比增长114.5%；24Q1出货量同比增长83.0%至185.7万台。**竞争格局方面，**华为是中国折叠屏手机龙头，据IDC咨询公众号，2023年华为折叠屏手机市场份额达37.4%，排名第一。

图24：中国折叠屏手机市场保持快速增长



数据来源：IDC 咨询公众号，广发证券发展研究中心

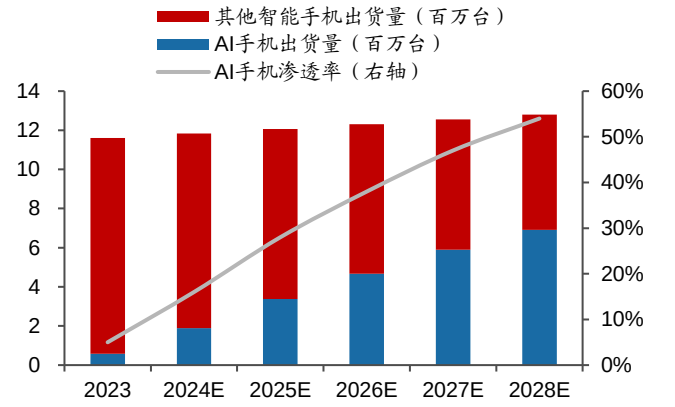
图 25：2023 年中国折叠屏手机市场份额



数据来源：IDC 咨询公众号，广发证券发展研究中心

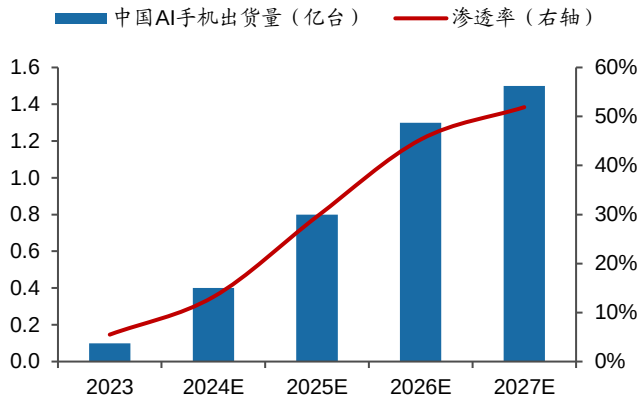
AI手机渗透率有望快速提升。（1）全球：据Canalys公众号，受消费者对AI助手和端侧处理等增强功能需求的推动，2023-2028年全球AI手机出货量将以63%的CAGR增长，而同期全球智能手机CAGR为2%，预计全球AI手机渗透率将由5%增至54%。**（2）中国：**据IDC生态合作俱乐部公众号，预计2023-2027年中国AI手机出货量将由0.1亿部增至1.5亿部，渗透率将由13.2%增至51.9%。

图26：全球AI手机出货量及渗透率



数据来源：Canalys 公众号，广发证券发展研究中心

图 27：中国 AI 手机出货量及渗透率

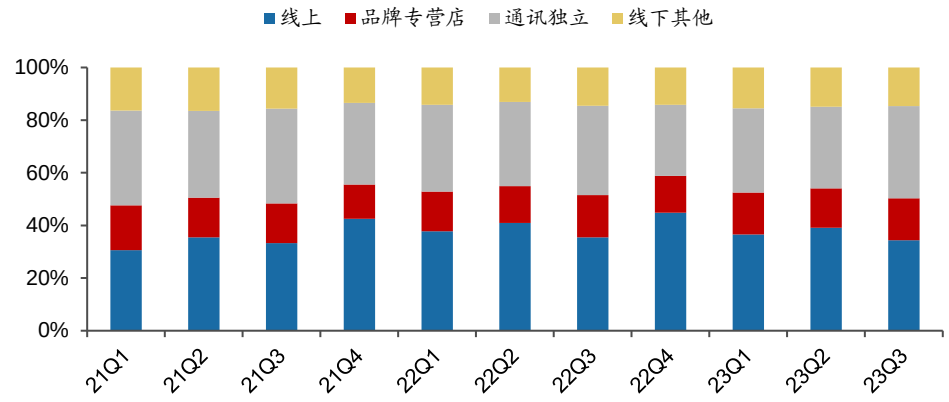


数据来源：IDC 生态合作俱乐部公众号，广发证券发展研究中心

（三）销售渠道：多元渠道占比趋稳，线下仍为主体渠道

手机销售渠道多元，线上线下占比趋稳、各有优势。据联通科技创新公众号，手机销售渠道包括线上（如淘宝、京东等）、品牌专卖店、运营商（联通、移动、电信）、通信连锁（规模5家以上的手机连锁销售门店，例如迪信通）、通信独立（规模5家以下的手机销售门店）、家电连锁（例如苏宁）、其他（例如山姆会员店、大型超市等）。据GfK中国公众号，23Q3线上渠道/品牌专卖店/通信独立店销售占比34%/16%/35%。我们认为线上渠道具有价格低、品类齐全、购买便利等优势，但线下渠道的购物体验与服务亦难以被替代，**在品牌特色、消费体验等方面更为优秀的品牌专卖店渠道仍会是手机销售的重要渠道。**

图28：中国手机市场各销售渠道占比

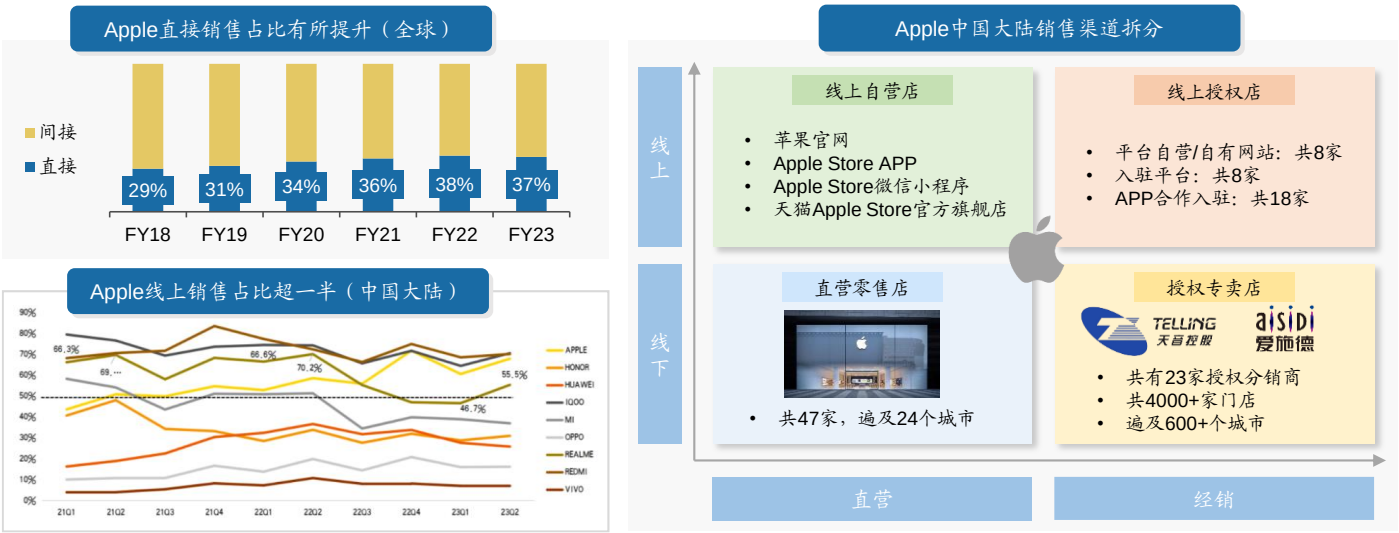


数据来源：GfK 中国公众号，广发证券发展研究中心

苹果：线上为主要渠道，销售网络布局完善。按照线上/线下、直营/经销两个维度划分苹果销售渠道，**（1）线上直营：**包括苹果官网、Apple Store APP/微信小程序、天猫Apple Store官方旗舰店；**（2）线上经销：**据苹果官网，目前苹果线上授权经销商包括8家平台自营/自有网站（如京东、百联网上商城等），8家入驻平台的经销商（即授权经销商在京东、天猫平台开店），以及18家APP合作入驻。**（3）线下直营：**据苹果官网，目前全国共47家苹果直营零售店，遍布24个城市；**（4）线下经销：**据苹果官网，苹果有23家授权分销商，包括天音、爱施德等，据Apple授权专营店小程序，目前全国共4000多家苹果授权专卖店，遍及600多个城市。

按直营/经销划分，据苹果财报，FY23苹果（全产品+全球）63%销售收入来自经销渠道，直营收入占比37%。**按线上线下划分，**据联通科技创新公众号，21Q4-23Q2苹果（仅手机+中国大陆）线上销售占比超50%。

图29：苹果销售渠道：线上渠道占比较高，专卖店网络布局完善

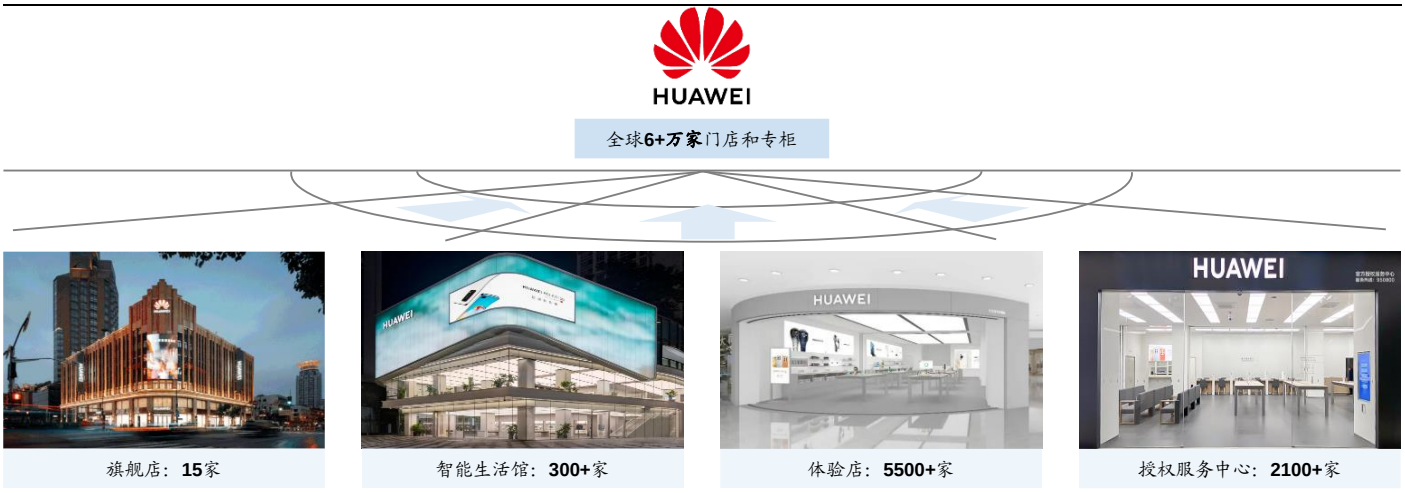


数据来源：苹果各年财报，苹果官网，Apple 授权专营店小程序，联通科技创新公众号，广发证券发展研究中心

备注：直营零售店数据统计自苹果官网直营店列表，线上授权店数据统计自苹果官网授权线上经销商列表，授权分销商数据统计自苹果官网授权分销商列表，门店和城市数据来自 Apple 授权专营店小程序，统计时间均为 2024/6/16

华为：持续拓展渠道布局，提升门店体验。据联通科技创新公众号，华为手机销售渠道以线下为主。据华为23年年报，截至23年底，华为在全球有超6万家门店和专柜，包括5500多家体验店和2100余家华为授权服务中心等；华为持续在全球核心城市建设支撑高端体验的大型旗舰店与智能生活馆，提供沉浸式、全场景体验，截至23年底已有15家华为旗舰店、300多家智能生活馆，不断提升消费体验。

图30：截至23年底，华为在全球有超6万家门店和专柜



数据来源：华为 23 年年报，华为终端客户服务公众号，广发证券发展研究中心

（四）主要代理商：代理品牌各有差异，天音控股、爱施德为两大龙头

国内手机代理商包括天音控股、爱施德、电科太力、邮电器材、松联科技、汇通达网络等，各企业均有各自主要代理品牌，渠道规模亦各有差异。我们认为手机代理主要壁垒一方面是渠道打造，另一方面是与品牌方建立的长期合作关系很难被打破，**预计未来手机代理商间更多是同品牌内的存量竞争，很难有新玩家入场。**

天音控股：主要代理苹果、华为、三星三大品牌。据天音控股财报，**（1）苹果：**天音控股涵盖OTC/MONO/APR/CES授权专区店超1800家，授权专卖店超1000家，且是京东平台上苹果品牌最大的供应商；**（2）华为：**开设授权体验店（HESR/HES）1400+家，我们测算占华为授权体验店的25%左右；**（3）三星：**天音控股是三星中国区最核心国代商，国内市场份额超50%。

爱施德：主要代理苹果、三星、荣耀。据爱施德财报，**（1）苹果：**爱施德自营149家Coodoo苹果APR门店，管理运营3000多家苹果授权门店和网点；**（2）三星：**总管理门店数超4000家，同时管理中国区最大的三星旗舰体验店；**（3）荣耀：**爱施德是荣耀唯一全渠道零售服务商，线上运营荣耀天猫官方旗舰店、京东官方旗舰店、荣耀亲选等，线下服务荣耀体验店。

电科太力：主要代理华为。据电科太力官网，电科太力与华为从智能生活馆到授权体验店等项目均有合作，其中华为体验店业务占华为体验店渠道约70%。

邮电器材：据邮电器材官网，邮电器材代理华为，是其授权分销服务商。

松联科技：据松联科技官网，松联科技是荣耀授权分销服务商，同时获苹果APR

资质，拥有近100家连锁零售门店。

汇通达网络：据汇通达财报，公司打造苹果优选店及共建店超500家。

图31：主要手机代理商代理品牌及门店对比

主要企业 \ 主要品牌		HUAWEI	SAMSUNG	HONOR
天音控股 (000829.SZ)	涵盖 OTC/MONO/APR/CES，授权专区店1800+家，授权专卖店1000+家，同时是京东平台上苹果品牌最大供应商	开设授权体验店（HESR+HES），服务门店规模约1400+家	为三星中国区最大国代商之一，国内市场份额近50%+，管理门店总数为2311家	-
爱施德 (002416.SZ)	国内渠道规模最大服务商，自营174家Coodoo苹果APR门店，运营和服务3151+家苹果授权门店（国内最多）	-	运营管理中国区最大的三星旗舰体验店，总管理门店数4125+家，三星京东到家、美团O2O业务唯一授权运营方	荣耀唯一全渠道零售服务商，线上运营荣耀天猫官旗、京东官旗、荣耀亲选等电商渠道，线下服务荣耀体验店
电科太力（未上市）	-	从华为智能生活馆到县级华为授权体验店等全部项目均有合作，华为体验店业务占华为体验店渠道约70%份额	-	-
邮电器材（未上市）	-	授权分销服务商	-	-
松联科技（未上市）	获苹果APR资质，拥有连锁零售店面近百家	-	-	授权分销服务商
汇通达网络 (09878.HK)	打造苹果优选店及共建店500+家	-	-	-

数据来源：各公司财报（三家上市企业），电科太力官网，中邮普泰公众号，松联科技官网，广发证券发展研究中心

备注：天音、爱施德数据截至 23 年底；汇通达网络数据截至 23H1（23 年报未披露）；其余未上市公司数据未能确认截止时间，统计时间为 2024/6/16

综合行业部分结论，我们认为天音控股将受益：（1）消费电子需求回暖，叠加新产品有望进一步刺激需求，公司代理的苹果、华为、三星市占率较高，且华为23Q3以来增速较快，公司收入规模有望持续提升；（2）智能手机价格带进一步分化，高端与低端机均有进一步发力空间，既利好公司通讯产品分销业务（三大代理品牌为高端机龙头），又为公司向产业链上游延伸提供机会（WIKO品牌主打低端价格带，后文详细论述）。（3）手机代理商格局稳定、进入壁垒较高，天音作为行业龙头，有望进一步巩固竞争优势。

三、全渠道布局优势突出，零售电商为新增长点

（一）完成覆盖线上线下、零售分销的全渠道布局

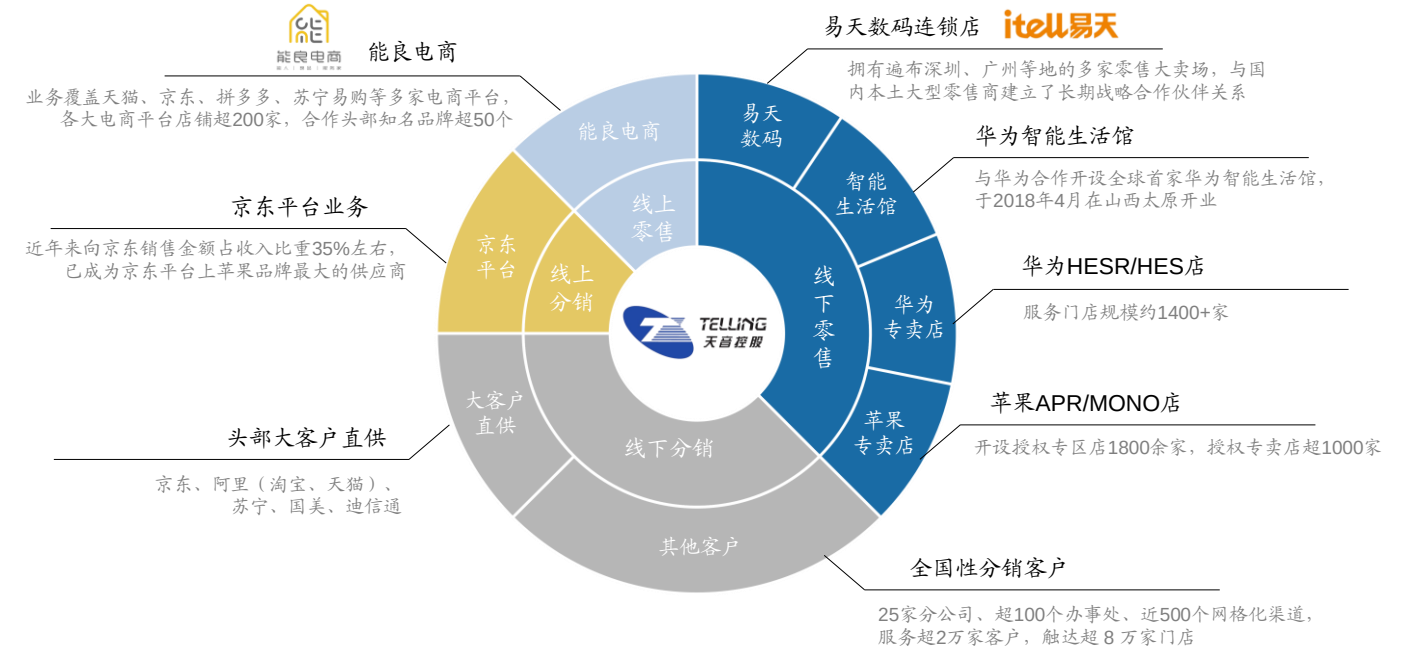
线下零售：包括自营零售店和品牌授权店，据20231220定增说明书，公司子公司易天数码拥有遍布深圳、广州等地的多家零售大卖场，产品品牌包括苹果、华为、小米等；品牌授权店除华为智能生活馆外为加盟形式，公司协助零售客户建立品牌体验店并向其分销产品，据公司财报，公司已开设1400+家华为HESR/HES店、1800余家苹果授权专区店、1000多家苹果授权专卖店。

线下分销：包括头部大客户直供和全国性分销客户。据公司财报，**（1）国内市场：**截至23年底有25家分公司、5大配送中心、31个省级物流仓库、超100个办事处、近500个网格化渠道，业务范围覆盖全国330多个地市、2400多个县城，服务超2万家客户，触达超8万家门店，实现T1至T6全营销网络覆盖；**（2）海外市场：**销售网络已覆盖拉美、中东非、亚太、欧洲等地的57个国家。

线上零售：主要通过子公司上海能良开展，据公司财报，零售电商业务覆盖天猫、京东、拼多多、抖音、快手等多家电商平台，截至23年底在各大电商平台开设店铺242家，同比增长70%，产品以手机、3C数码为主，涵盖小家电、个人护理、母婴、智能穿戴等，拥有合作的头部知名品牌超50个。

线上分销：主要向京东自营供货，据20231220定增说明书，目前公司已成为京东平台上苹果品牌最大供应商。

图32：公司销售渠道覆盖线上和线下、零售和分销，网络布局完善

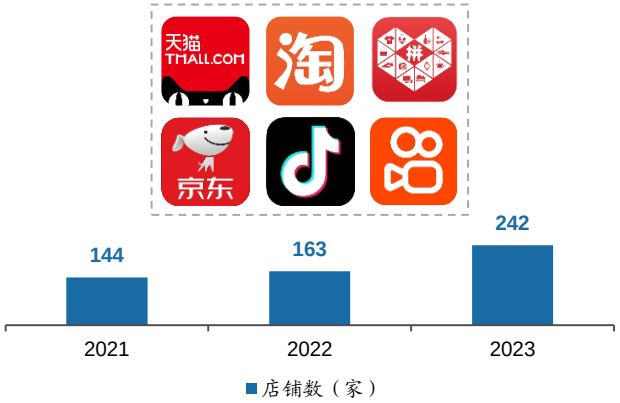


数据来源：20231220 定增说明书，公司财报，广发证券发展研究中心

零售电商：平台店铺数持续增长，醒市无仓降低库存风险。据公司财报，公司自收购上海能良开展零售电商业务以来，零售电商业务快速成长，23年收入同增83%，

公司持续在各电商平台拓展店铺，2023年底增长至242家。**能良电商数字化能力持续强化，**据公司财报，截至23年底数字化团队人员同比增长超1倍，占比公司员工总数的20%+。公司打造醒市无仓小程序，消费者和商家分别可在醒市无仓小程序上发送需求与报价，平台可进行全国比价，支持一件代发，在此模式下基本无库存，大大提升运营效率、降低跌价风险。

图33：公司持续在各电商平台开设店铺



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

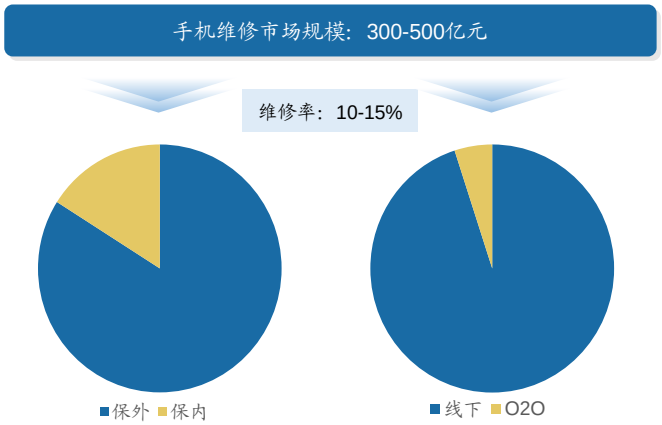
图 34：醒市无仓小程序示意图及优势

数据来源：醒市无仓小程序，广发证券发展研究中心

（二）下游维修业务借自有品牌铸就溢价

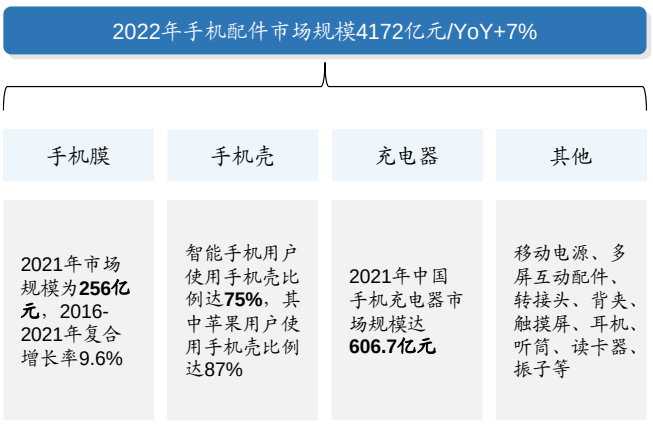
手机产业链下游空间广阔，小生意筑成大市场。（1）手机维修：据中研网，我国手机维修率为10-15%，手机维修整体市场规模为300-500亿元，其中保外维修占比84%，线下维修占比95%。**（2）手机配件：**据共研网，2022年我国手机配件市场规模达4172亿元，同增7%。细分来看，**手机膜方面，**据观研天下公众号，2016-2021年我国手机膜市场规模从162亿元增长至256亿元，CAGR为9.6%；**手机壳方面，**据观研天下公众号，我国智能手机用户使用手机壳比例达75%；**手机充电器方面，**据中研网，2021年中国充电器市场规模达606.7亿元。**手机产业链下游具有广阔市场空间，中游渠道商借助既有渠道外延，有望进一步增收增利。**

图35：中国手机市场维修规模达300-500亿元



数据来源：中研网，广发证券发展研究中心

图 36：2022 年中国手机配件市场规模达 4172 亿元

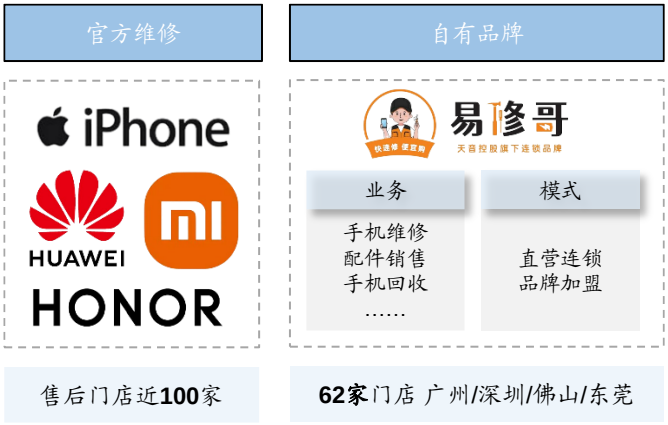


数据来源：共研网，观研天下公众号，中研网，广发证券发展研究中心

官修+自有品牌拓展下游。（1）官方维修：据公司财报，截至23年底公司共开设华为、苹果、小米、荣耀售后门店近100家，提供全方位的服务保障，盈利来源包括手机及配件价差、维修服务费、增值服务利润等；**（2）自有品牌：**公司打造自有品牌“易修哥”，以手机维修为中心，提供配件销售等一站式服务，打造服销一体、线上线下融合的新零售门店。易修哥门店有直营和加盟两种模式，据公司财报及20231220问询回复公告，截至23年底，公司共有62家易修哥门店，其中自营店36家，加盟店26家，分布在深圳、广州、东莞、佛山四地。自营模式盈利来源与官方维修类似，加盟模式下收入主要来源于配件等供货收入和加盟费。

自有品牌持续扩张，有望打开溢价空间。公司以直营店为标杆，以加盟为主要方式进行自有品牌拓展，据20231220问询回复公告，公司计划未来三年开设500家易修哥自营门店，同时计划引入1500家加盟店，易修哥门店数量有望快速提升。**公司是全国性龙头分销商，可借助线下渠道优势实现边际效益最大化，有望加速从分销商转型为零售商和服务商，通过布局线下新零售业务提升品牌溢价。**

图37：公司手机维修业务体系包括官修和自有品牌

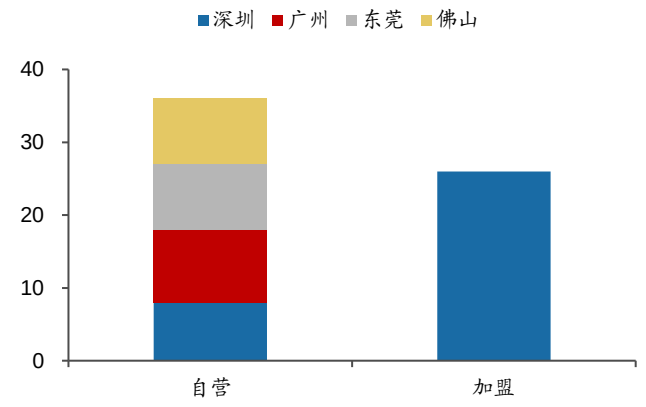


数据来源：公司财报，20231220 问询回复公告，广发证券发展研究中心

图 38：易修哥形象升级，打造一体化新零售门店

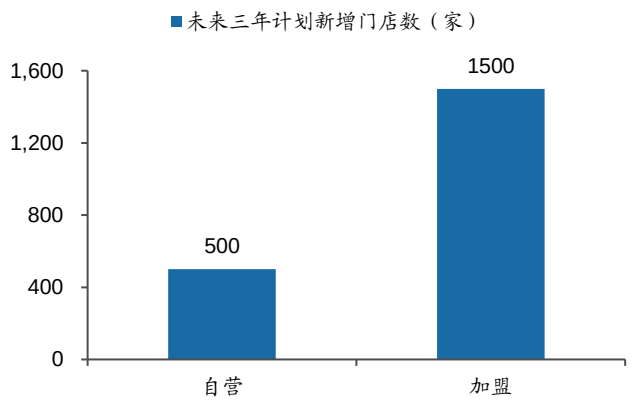
数据来源：天音易修易购公众号，广发证券发展研究中心

图39：易修哥各地自营和加盟门店数量（家）



数据来源：20231220 问询回复公告，广发证券发展研究中心

图 40：公司计划未来三年易修哥门店拓展数量

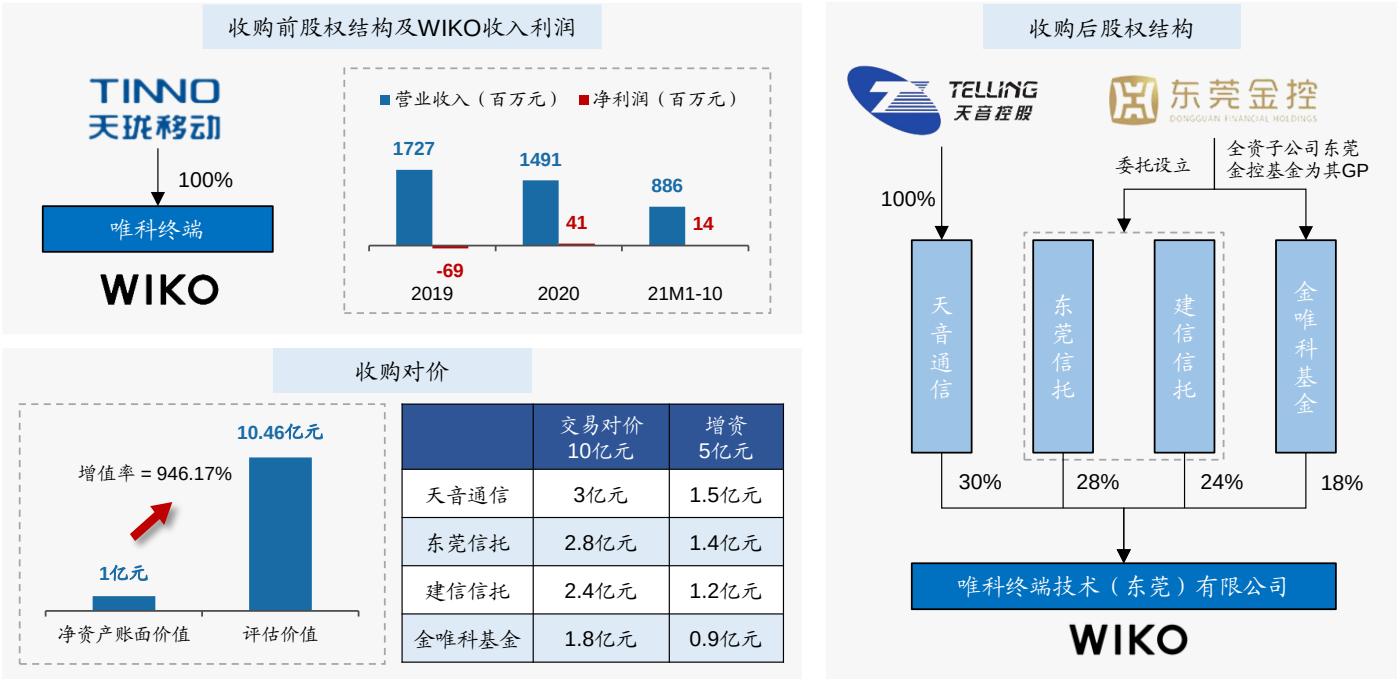


数据来源：20231220 问询回复公告，广发证券发展研究中心

四、收购 WIKO 切入产业链上游，有望借力华为渠道加速放量

完成唯科终端收购，持股30%。据20211214收购公告，公司与东莞金控联合收购唯科终端，其中公司通过全资子公司天音通信持股30%，东莞金控通过东莞信托和建信信托合计持股52%；唯科终端评估增值率为946.2%，交易对价为10亿元，同时收购方合计增资5亿元，公司支付交易对价3亿元、增资1.5亿元。收购唯科终端后，公司将充分利用WIKO成熟的自有品牌、供应商体系、销售渠道和运营资源，结合公司在渠道布局上的突出优势，向手机产业链上游拓展。

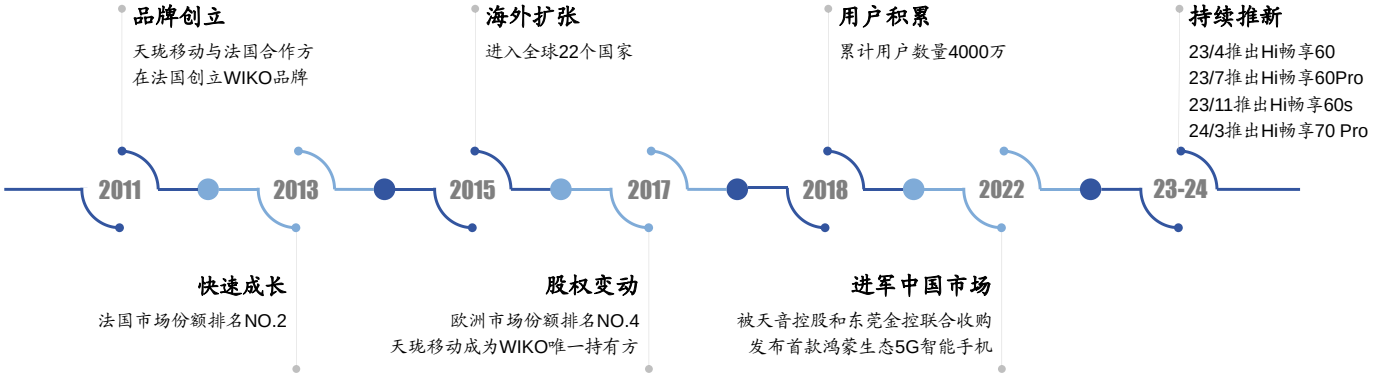
图41：公司与东莞金控联合收购唯科终端，持有唯科30%股份



数据来源：20211214 项目资产评估报告，20211214 收购公告，广发证券发展研究中心

海外市场起家，进军中国市场。WIKO成立于法国，此前在海外市场份额领先，据WIKO官网，WIKO于2011年成立后，2013年就在法国市场份额排名第二，同时加速海外扩张，2015年进入全球22个国家，2017年在欧洲市场份额排名第四，2018年累计用户数量达4000万。2022年天音控股和东莞金控完成对WIKO的收购后，WIKO正式进入中国市场，据WIKO手机公众号，WIKO于2022年底发布首款鸿蒙生态5G智能手机， 2023年WIKO相继推出多款Hi畅享系列手机，稳步在中国市场扩张。

图42：WIKO品牌发展历程

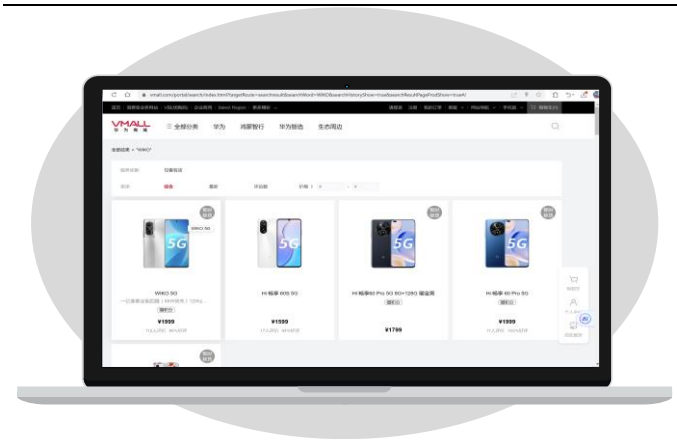


数据来源：WIKO 官网，公司财报，WIKO 手机公众号，20211214 收购公告，广发证券发展研究中心

WIKO手机核心竞争力体现在渠道和产品两个层面，未来有望快速放量：

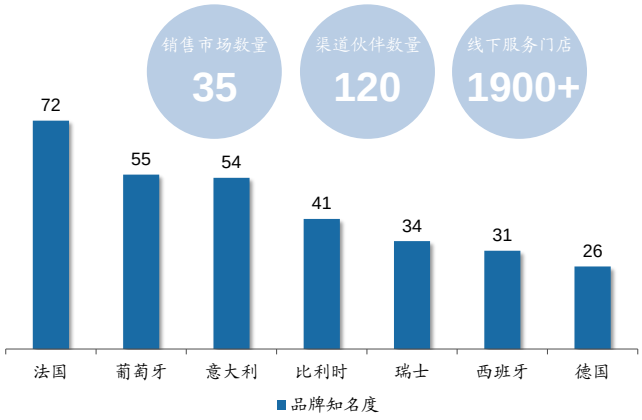
渠道：共享华为销售渠道，全球化布局完善。（1）华为渠道：据华为商城官网，WIKO作为华为智选品牌（华为与第三方品牌合作，采用华为的设计和质量管控标准），可共享华为渠道，在华为线下门店与官网等渠道销售。借助华为既有的庞大销售网络，WIKO有望快速提升曝光度与品牌知名度。**（2）海外渠道：**作为海外起家的手机品牌，公司拥有较为完善的海外渠道布局，据WIKO官网，WIKO布局全球35个海外销售市场，拥有120个渠道伙伴，线下服务门店超1900家。

图43：WIKO手机在华为官方商城销售



数据来源：华为商城官网，广发证券发展研究中心

图 44：WIKO 品牌海外知名度高，全球渠道布局完善

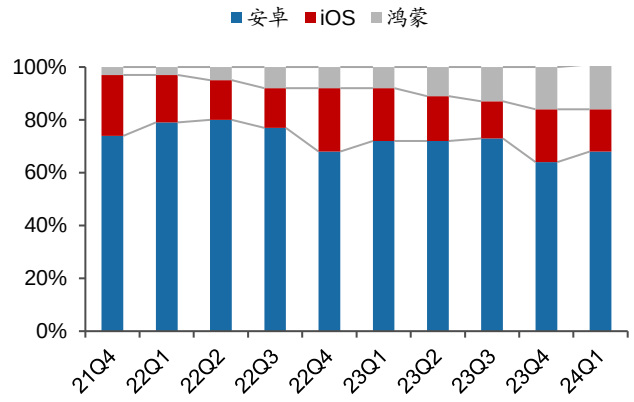


数据来源：WIKO 官网，广发证券发展研究中心

备注：品牌知名度为 WIKO 官网引用的 IPSOS 调研数据

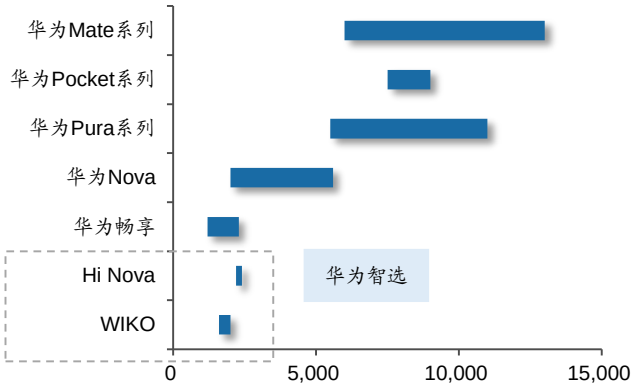
产品：搭载鸿蒙生态与5G，覆盖低端市场。近年来鸿蒙系统渗透率逐步提升，据Counterpoint官网，24Q1中国鸿蒙系统智能手机销售额占比提升至17%。WIKO自22年底至今推出的5款手机均为鸿蒙生态5G智能手机，价格带在1000-2000元，与华为商城中其他高价格带手机形成差异化。目前华为商城中价格带较低的机型包括Hi Nova、Hi畅享（均为智选手机）以及华为畅享系列，三者中Hi畅享是唯一兼具鸿蒙系统和5G的机型（Hi Nova为安卓系统，华为畅享系列采用4G芯片）。

图45：中国搭载鸿蒙系统的智能手机份额逐步提升



数据来源：Counterpoint 官网，广发证券发展研究中心

图 46：华为商城销售各系列手机价格带



数据来源：华为商城官网，广发证券发展研究中心

备注：仅统计华为商城在售手机，统计时间为 2024/6/17

图47：WIKO自2022年年底至今发布五款鸿蒙生态5G智能手机

	WIKO5G	Hi畅享60	Hi畅享60 Pro	Hi畅享60s	Hi畅享70 Pro
图示					
上市时间	2022/12/27预售 2022/12/30开售	2023/4/24预售 2023/4/28开售	2023/7/10预售 2023/7/14开售	2023/11/6预售 2023/11/10开售	2024/3/29发布
价格	128/256G：1999/2199元	128/256G：1399/1599元	128/256G：1799/1999元	128/256G：1399/1599元	128/256G：1799/1999元
系统	HarmonyOS（鸿蒙）	HarmonyOS（鸿蒙）	HarmonyOS（鸿蒙）	HarmonyOS（鸿蒙）	HarmonyOS（鸿蒙）
芯片	高通骁龙 695 5G	天玑 700 5G	高通骁龙 695 5G	天玑 700 5G	天玑 700 5G
屏幕	6.78英寸 FHD+2388×1080像素 刷新率120Hz 触控采样率270Hz	6.75英寸 HD+1600×720像素	6.67英寸 FHD+1080×2376像素 刷新率120Hz	6.75英寸 HD+1600×720像素	6.7英寸 FHD+ 2388×1080 像素
摄像头	一亿像素，四摄系统	4800万像素	6400万像素	1300万AI超清影像	后置双摄5000万像素高清摄像头（F1.8光圈）+200万像素景深摄像头（F2.4光圈）
电池	4000mAh	6000mAh	4300mAh	6000mAh	5000mAh
充电	66W快充	22.5W快充	66W快充	22.5W快充	40W超级快充Turbo
内存	LPDDR4x 运存 UFS 2.2 内存 256GB	256GB （支持 512GB 拓展存储）	LPDDR4x 运存 UFS 2.2 内存 256GB	256GB （支持 512GB 拓展存储）	256GB

数据来源：WIKO 官网，WIKO 公众号，广发证券发展研究中心

从销售情况看，据公司财报，23年11月WIKO新品手机上市后，品牌销量呈快速增长趋势，周销量排名进入全国市场前十位，全年国内发货超额完成目标。当前WIKO在中国仍处于市场培育期，结合前文结论，**当前低端机市场需求提升，WIKO的Hi畅享系列作为华为渠道中少有的5G鸿蒙低端手机，有望借力华为完善的销售渠道与持续强化的品牌声量加速打开市场。**

五、其他业务：彩票稳中有增，新能源汽车复用既有渠道发展

（一）彩票：综合技术提供商行稳致远，海内外布局有望进一步完善

1.行业：国内彩票销售额持续增长，即开型彩票增速领先

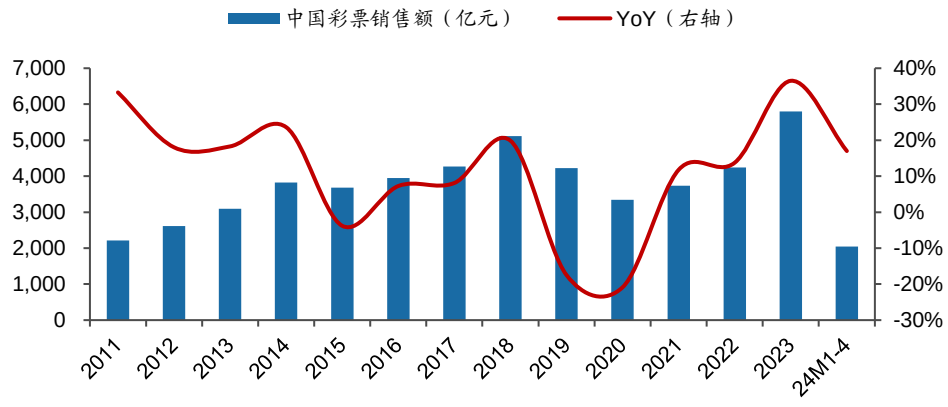
行业进入壁垒高筑。我国彩票产业由政府严格管控，据《彩票管理条例》（援引自20231220定增说明书），企业通过招投标为各级福彩中心或体彩中心提供硬件或软件产品及服务，**合作关系建立后一般会稳定维系，叠加行业监管较为严格，彩票行业进入壁垒较高。**

图48：彩票行业产业链包括发行与研发、生产、销售与衍生服务

数据来源：Mob 研究院公众号，各公司官网，各公司财报，广发证券发展研究中心

中国彩票销售额持续增长。据Wind，2023年我国彩票销售额达5797亿元，同比增长37%，创历史新高，主要受彩票派奖促销等因素影响；24年1-4月我国彩票销售额同比增长17%至2049亿元，在23年较高基数下继续维持增长。

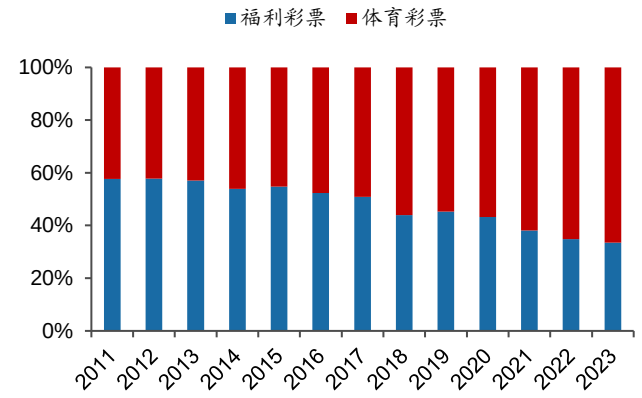
图49：2023年中国彩票销售额为5797亿元，同比增长37%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

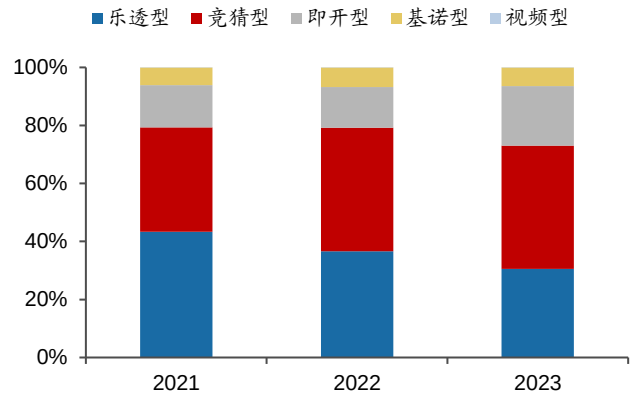
近年来体彩份额持续领先,即开型彩票增长亮眼。据Wind，23年体彩销售额占比66.5%，同比提升1.3pp；即开型彩票23年销售额占比达21%，同比提升7pp，23年7月至24年1月销售额同比增速维持在100%以上，我们认为主要受益于其时效性高、带有盲盒属性，能够提供较高的情绪价值。

图50：近年来体育彩票销售额占比持续提升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

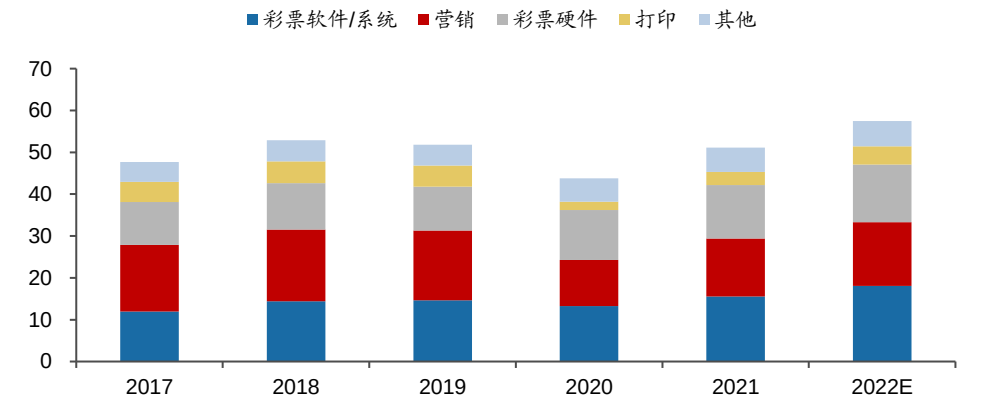
图 51：2021 年以来各类型彩票销售额占比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

彩票解决方案市场规模持续提升，有望受益于行业高景气。彩票解决方案包括硬件、系统及软件、打印、营销等，硬件主要包括终端、开奖机及自动销售机，系统及软件包括销售管理系统、信息管理系统、安全系统、监控系统及SaaS平台。据中商产业研究院，2017-2022年彩票解决方案市场规模预计由47.65亿元增长至57.48亿元，CAGR为3.8%，其中软件及系统、营销、硬件、打印、其他分别占比31%、26%、24%、8%、11%。

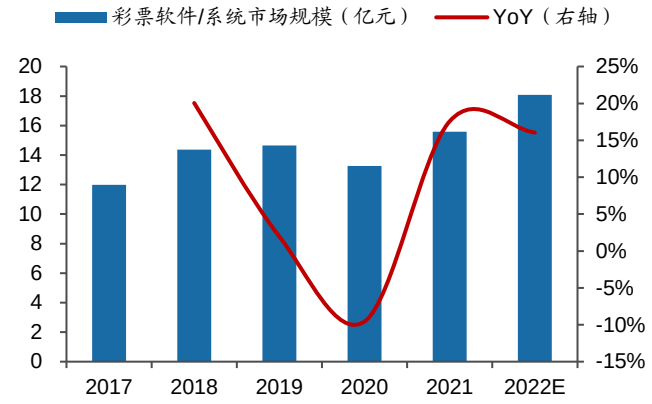
图52：2017-2022E彩票解决方案市场规模（亿元）



数据来源：中商产业研究院，广发证券发展研究中心

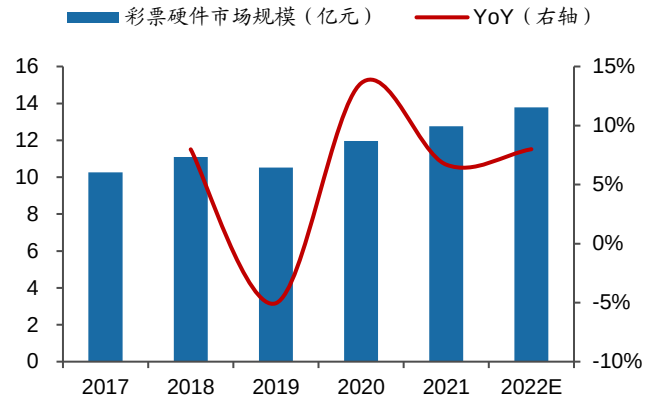
细分来看，软件及系统、硬件贡献主要增长。据中商产业研究院，2017-2022年彩票软件/系统市场规模由11.97亿元增长至18.08亿元，CAGR为8.6%，彩票硬件市场规模由10.27亿元增长至13.78亿元，CAGR为6.1%，均高于彩票解决方案市场规模整体复合增速。**我们认为当前彩票行业高景气度有望进一步推涨彩票软硬件及服务需求，带动其市场规模持续提升。**

图53：2017-2022E彩票软件/系统市场规模



数据来源：中商产业研究院，广发证券发展研究中心

图 54：2017-2022E 彩票硬件市场规模（亿元）



数据来源：中商产业研究院，广发证券发展研究中心

2.核心竞争力&未来看点：技术优势领先，海内外布局持续完善

公司彩票业务依托子公司掌通彩信及深圳穗彩，产品和渠道优势明显：

产品：提供全产业链一体化解决方案。据20231220定增说明书，公司提供包括彩票游戏设计、交易管理系统研发、终端设备设计与制造、综合营销及运营服务在内的全产业链解决方案及一揽子交钥匙工程，先后取得CMMI5、ISO9001、ISO270001、世界彩票协会 SCS 安全认证等一系列专业认证资质，拥有全方位综合解决方案与服务能力，打造了用户黏度高、针对性强、可扩展性高的系列产品。

渠道：覆盖海内外多市场，客户关系稳定。据深圳穗彩官网，目前公司业务覆盖13个福彩省和19个体彩省，为海外3国提供系统平台、7国提供终端。据公司20231220定增说明书，由于福彩市场上各省福彩中心对交易系统分别进行招标建设，一旦公司中标，一般由其提供该省福彩交易系统等软件和终端等硬件，且由于后续系统维护等原因，一般较少被更换。公司凭借多年经营积累了良好的客户合作关系，竞争优势有望持续巩固。

展望未来，公司海内外布局有望进一步完善。（1）国内：据公司财报，23年公司中标湖北、河北、四川、河南、广西等二十余省福体彩项目，中标金额超3.2亿元；彩票数字化平台在黑龙江、广西等多个省份实现中标、试用，实现新市场进一步突破；公司积极探索新渠道运营，在重庆、山西等省份成功实施商业综合体新渠道的彩票销售运营。**（2）海外：**一方面，公司存量客户持续放量，据公司财报，公司视频彩票系统、终端以及多款视频彩票游戏在牙买加稳定运行，销量快速提升，据20231220定增说明书，公司为尼日利亚合作伙伴提供的体彩平台服务用户数较21年增长超900%；另一方面，公司积极寻找增量合作机会，据公司财报，公司积极参与坦桑尼亚、斯里兰卡等多地投标，将进一步拓展海外市场。公司彩票业务“立足国内，发展海外”，未来规模有望持续提升。

图55：深圳穗彩海内外市场布局完善，提供彩票全产业链解决方案

数据来源：20231120 定增说明书，公司 23 年中报，深圳穗彩官网，广发证券发展研究中心

表 7：深圳穗彩彩票业务 23 年部分中标项目梳理

合同公告日期	项目标的	采购人	合同金额（万元）	标的数量	单价（万元）
2023/11/21	电脑型彩票销售系统运维	黑龙江省福利彩票发行中心	344.90	1	344.90
2023/11/14	中福彩系统统一配套软件开发	宁夏福利彩票发行中心	362.00	1	362.00
2023/9/22	福彩软件运维服务	新疆维吾尔自治区福利彩票发行中心	526.00	1	526.00
2023/9/18	电脑型福利彩票销售系统设备更新	河北省福利彩票发行管理中心本级	408.88	1	408.88
2023/9/15	即开票销售管理系统	甘肃省福利彩票发行管理中心	286.80	1	286.80
2023/9/13	电脑票投注设备	四川省福利彩票发行中心	3192.00	2000	1.60
2023/8/8	投注机	河北省福利彩票发行管理中心本级	2485.50	1659	1.50
2023/5/11	终端机	广东省体育彩票中心	3426.30	2700	1.27
2023/5/29	投注机设备维保	河北省福利彩票发行管理中心本级	675.26	1	675.26
2023/5/24	体育彩票销售终端机	青海省体育彩票发行中心	672.62	520	1.29
2023/2/22	即开票技术服务	河北省福利彩票发行管理中心本级	326.80	1	326.80

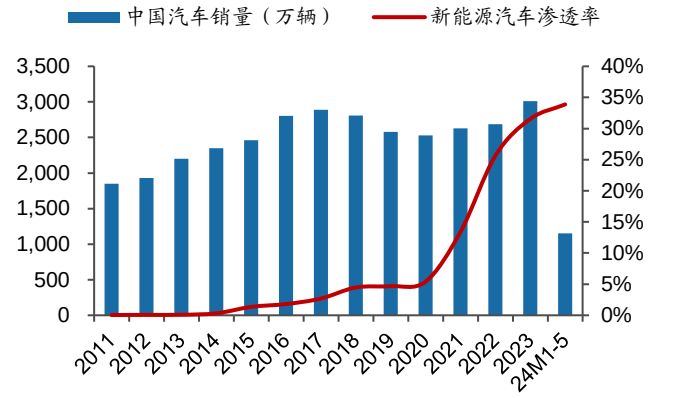
数据来源：中国政府采购网，广发证券发展研究中心

（二）新能源汽车：复用既有渠道，携手华为布局新赛道

1.行业：新能源汽车快速渗透，销售渠道逐步变革

新能源汽车销量持续增长，渗透率持续提升。据Wind，2023年中国新能源汽车销量为950万辆，同比增长38%，增速较2021年的157%、2022年的96%有所放缓，我们根据Wind数据测算23年新能源汽车渗透率为31.6%，同比提升5.9pp；24M1-5中国新能源汽车销量同增32%至390万辆，渗透率进一步提升至33.9%。

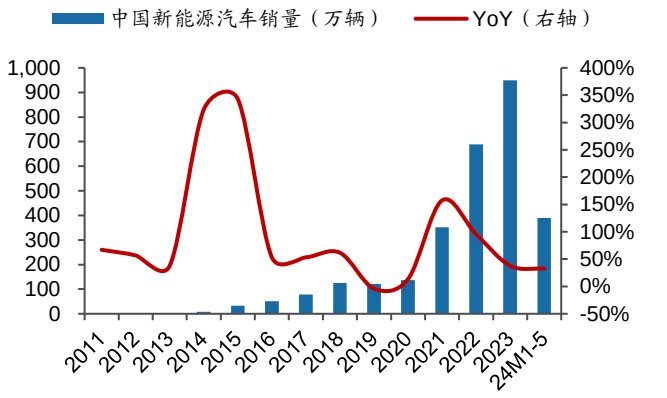
图56：中国新能源汽车渗透率持续提升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：渗透率按中国新能源汽车销量/中国汽车销量计算

图 57：23 年中国新能源汽车销量同比增长 38%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

新能源汽车竞争格局：比亚迪份额领先，赛力斯增势强劲。据乘联分会公众号，按零售销量口径，**（1）2023年：**比亚迪新能源汽车零售销量同比增长50%至271万辆，市场份额达35%，领先优势明显，CR5/CR10分别为61%/78%。**（2）24M1-5：**比亚迪龙头地位稳固，零售销量同比增长20%至111万辆，市场份额达34%；赛力斯（主要品牌为与华为合作的问界）零售销量快速爬坡，同比增长590%至14万辆，市场份额提升至4.3%，排名第7。

图58：23年及24M1-5中国新能源汽车厂商零售销量排名（单位：万辆）

2023年					24M1-5				
排名	厂商	零售销量	YoY	份额	排名	厂商	零售销量	YoY	份额
1	比亚迪	270.6	50%	35.0%	1	比亚迪	110.8	20%	34.0%
2	特斯拉	60.4	37%	7.8%	2	吉利	24.3	127%	7.5%
3	广汽埃安	48.4	77%	6.2%	3	特斯拉	21.9	0%	6.7%
4	吉利	46.9	54%	6.1%	4	长安	21.6	109%	6.6%
5	上汽通用五菱	45.8	4%	5.9%	5	上汽通用五菱	18.0	22%	5.5%
6	长安	38.7	83%	5.0%	6	理想	14.1	33%	4.3%
7	理想	37.6	182%	4.9%	7	赛力斯	14.0	590%	4.3%
8	长城	23.7	90%	3.1%	8	广汽埃安	12.8	-22%	3.9%
9	蔚来	16.0	31%	2.1%	9	长城	9.6	74%	3.0%
10	零跑	14.4	30%	1.9%	10	奇瑞	8.9	176%	2.7%

数据来源：乘联分会公众号，广发证券发展研究中心

规模优势下比亚迪网点数领先，问界网点数在新势力品牌中排名靠前。据杰兰路公众号，截至24Q1比亚迪王朝/比亚迪海洋分别有1815/1528家销售网点，渠道布局处于领先地位，且持续在五线城市下沉，覆盖城市数分别达316/297个；新势力品牌中，问界、埃安、理想、深蓝等网点数排名靠前，截至24Q1分别有898/873/779/752家销售网点，覆盖城市数分别为221/224/199/263个。

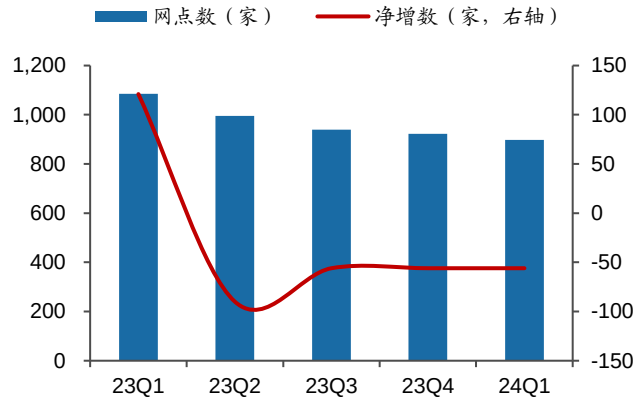
问界作为华为与赛力斯合作品牌，复用华为既有渠道。据杰兰路公众号，问界网点按门店类型可分为华为授权体验店、华为智能生活馆、AITO授权用户中心、AITO体验展厅，截至22年底分别占比39%/21%/33%/5%。

图59：各新能源汽车品牌网点数、净增网点数及网点覆盖城市数

品牌	截至期末网点数（家）					净增网点数（家）		截至期末覆盖城市数（个）				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23全年	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
比亚迪王朝	1892	2000	1925	1946	1815	70	-131	312	-	314	317	316
比亚迪海洋	1234	1259	1405	1514	1528	345	14	277	-	288	298	297
问界	1085	995	939	922	898	-233	-24	230	224	220	223	221
埃安	889	922	938	887	873	18	-14	201	207	217	225	224
理想	497	522	603	811	779	319	-32	156	224	171	193	199
深蓝	965	1055	1080	750	752	176	2	224	248	237	258	263
哪吒	478	721	761	782	743	43	-39	187	223	227	-	223
吉利银河	-	-	487	621	659	-	38	-	-	214	-	264
吉利几何	-	-	-	682	640	-	-42	-	-	-	-	288
小鹏	531	530	482	530	573	90	43	152	158	143	164	177
腾势	212	275	-	370	514	174	144	90	93	-	132	152
蔚来	384	365	412	449	481	70	32	110	95	102	106	106
特斯拉	268	295	382	395	422	77	27	66	86	72	77	92

数据来源：杰兰路公众号，广发证券发展研究中心

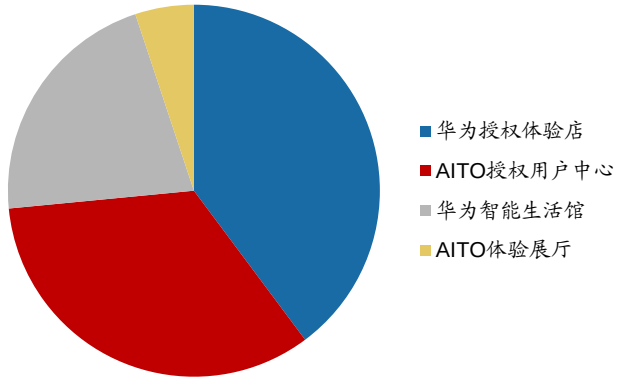
图60：问界营业网点数及各季度净增数



数据来源：杰兰路公众号，广发证券发展研究中心

备注：门店数量下滑主要系淘汰低效门店

图61：问界营业网点按门店类型拆分（2022年）



数据来源：杰兰路公众号，广发证券发展研究中心

2.问界：持续推新，销售表现亮眼

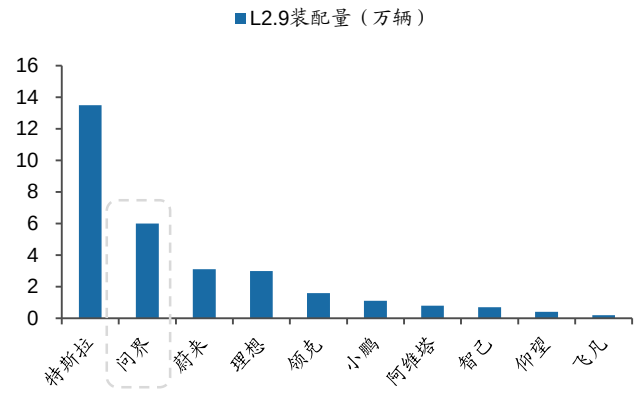
问界系列持续推新，智能座舱和驾驶辅助为新M7主要促购因素。据AITO汽车公众号，问界新M7和M9分别于23年9月和12月发布，其中新M7搭载华为ADS2.0智能驾驶系统和鸿蒙智能座舱3.0，拥有智能泊车、LCC智能过路口等辅助驾驶功能。智能座舱和驾驶辅助为问界新M7主要促购因素，据杰兰路公众号对问界新M7首批车主的调研，两者在促购原因中排名前2，分别占比68%和58%。问界M9定位豪华科技旗舰SUV，在新M7的基础上进一步升级智能座舱配置，提升驾乘人员体验，并进一步巩固ADS2.0技术优势，据AITO汽车公众号，**问界M9成为行业首个同时获重庆、深圳两地L3自动驾驶测试牌照的车型。**

图62：问界系列主要车型

	问界M5智驾版	问界新M7	问界M9	问界新M7 Ultra
图示				
发布时间	2023/4/17	2023/9/12	2023/12/26	2024/5/31
价格	27.98-29.98万元	24.98-32.98万元	46.98-56.98万元	28.98-32.98万元
车型定位	中型SUV（2排5座）	中大型SUV（3排6座/2排5座）	大型SUV（3排6座）	中大型SUV（3排6座/2排5座）

数据来源：问界官网，AITO 汽车公众号，广发证券发展研究中心

图63：24Q1中国乘用新车L2.9装配量排名



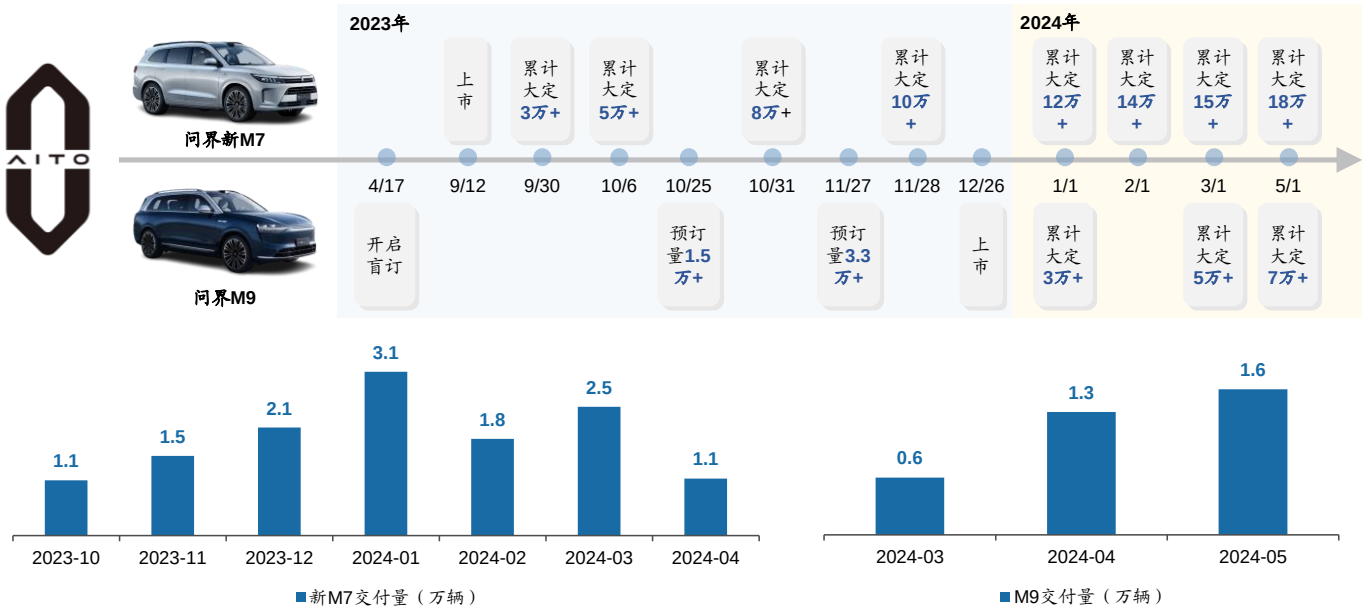
数据来源：佐思汽车研究公众号，广发证券发展研究中心

图 64：问界新 M7 首批车主促购原因 TOP10（%）

数据来源：杰兰路公众号，广发证券发展研究中心

问界新M7、M9销售表现亮眼。据鸿蒙智行官方微博，问界新M7自23年9月12日上市以来销量快速提升，24年1-3月蝉联中国新势力品牌销量冠军，截至24年4月底累计大定破18万辆、交付13.4万辆；问界M9自23年12月底上市以来，截至24年5月底累计大定破9万辆，5月交付1.59万辆，销量在50万元以上豪华车型中排名第一，创中国豪华车型销售新纪录。

图65：问界新M7、M9销售表现亮眼



数据来源：AITO 汽车公众号，AITO 汽车微博，华为终端微博，鸿蒙智行微博，广发证券发展研究中心

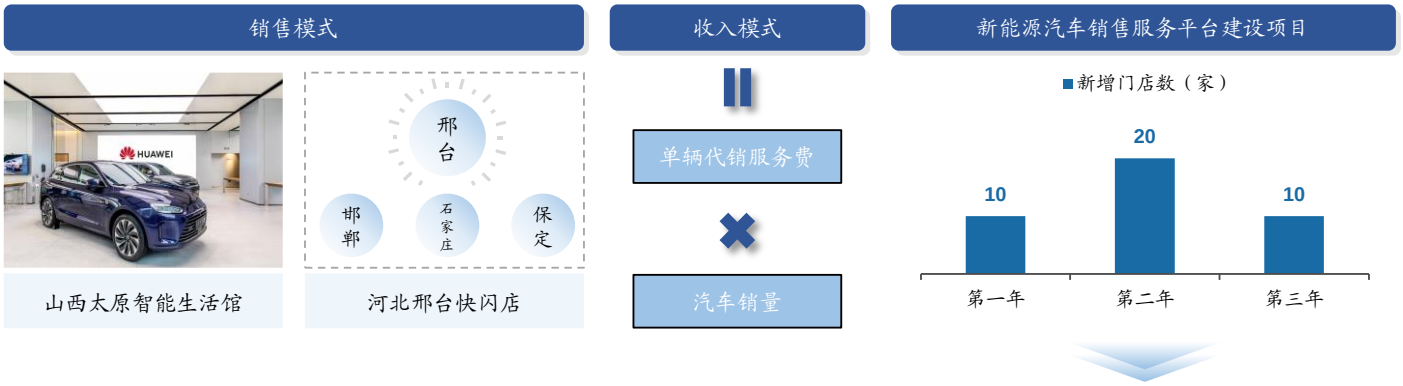
2.未来看点：持续拓宽销售网络，有望受益问界销量增长

目前公司通过智能生活馆和快闪店两种模式销售问界。据20231220定增说明书，目前公司销售车型主要为问界，新能源汽车销售门店包括：**（1）智能生活馆：**据公司财报，公司在山西太原开设的华为智能生活馆开启新能源汽车销售业务，在汽车展示区投入静展车和试乘试驾车，消费者可亲身体验华为多种终端产品与汽车智能联动。**（2）快闪店：**据公司财报，公司在河北邢台开设汽车快闪店，并以此为中心辐射石家庄、邯郸、保定三市，赋能无汽车销售权限的授权体验店。

轻资产模式运营，营业利润率较高。据20231220问询回复公告，**（1）库存方面：**公司门店主要用于车辆展示与用户接洽，除少数静展车和试乘试驾车外无需提前购买车辆，**不承担库存风险**；**（2）单店投入方面：**公司主要通过租赁门店形式进行运营，每年单店租金约17万元，一次性装修费用约40万元，单店配置人员3人，每年单店人员投入约41万元，整体资金占用量较低；**（3）盈利模式方面：**公司收入来源主要为代销服务费，由于投入成本较低，利润率相对较高。

我们预计公司未来有望通过两种途径完善新能源汽车销售渠道：（1）既有渠道改造与复用：问界汽车可复用华为手机销售渠道，据杰兰路公众号，截至22年底问界销售门店中华为授权体验店与华为智能生活馆分别占比39%/21%，分别对应400+家/200+家，考虑到销售汽车门店需要摆放样车、试驾车等，门店面积要求更高，公司未来可通过门店改造将现有门店升级为可销售汽车门店。**（2）快速复制快闪店模式：**据20231220定增说明书，公司计划在全国多省复制快闪店模式，预计未来三年将新增40家新能源汽车销售门店，帮助消费者实现汽车试驾、售前咨询等服务，通过“线上+线下”“私域+流量”一体化运营实现华为客户的有效导流。**考虑到公司业务发展仍处初期阶段，具体业绩贡献仍需观察后续战略规划及项目落地情况。**

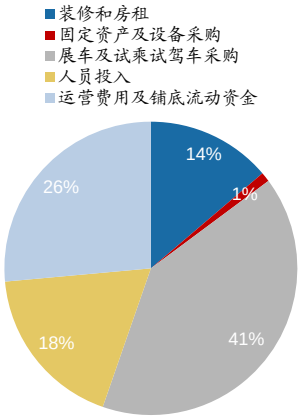
图66：公司目前通过智能生活馆和快闪店销售新能源车



单位：万元	第一年投资额	第二年投资额	第三年投资额	合计	拟使用募资资金额
房租及装修	893.55	1836.38	944.06	3674.00	3674.00
固定资产及设备采购	70.00	140.00	70.00	280.00	280.00
展车及试乘试驾车	1800.00	6000.00	3000.00	10800.00	10800.00
人员投入	794.48	1785.93	2279.58	4860.00	-
运营费用及铺底流动资金	588.75	2324.15	4136.70	7050.00	-
合计	**4146.78**	**12086.46**	**10430.33**	**26664.00**	**14754.00**

数据来源：20231220 定增说明书，广发证券发展研究中心

图67：快闪店投资项目构成及单店模型



单店模型：	
面积（平方米）	200
单位租金（元/平米·年）	863
装修费（元/平米）	2000
固定资产投入（万元）	7
静展车（辆）	3-5
试乘试驾车（辆）	3-5
静展车/试乘试驾车单价（万元）	30
单店人员配置（人）	3
人均年薪（万元）	13.5
运营费用及铺底资金（万元/年）	58.8

数据来源：20231220 问询回复公告，广发证券发展研究中心

图 68：公司未来三年预计新增快闪店分布

数据来源：20231220 问询回复公告，广发证券发展研究中心
备注：地图素材来自高德地图，审图号为 GS(2019)756 号

六、盈利预测和投资建议

（一）业务拆分及盈利预测

我们对公司各业务发展做如下假设：

通信产品销售：2019-2023年收入由453亿元增长至757亿元，CAGR为13.7%，23年增速为15.5%。考虑到智能手机市场逐步回暖，公司代理的苹果、华为、三星头部地位稳固，华为增速较快，我们预计2024-2026年通信产品销售业务收入分别为894、1027、1145亿元，同比增速分别为18%、15%、11%。业务毛利率基本维持在2%-3%之间，预计24-26年有望受益于规模效应小幅提升，分别为2.50%、2.52%、2.55%。

零售电商：2021年起步入快速扩张期，2021-2023年收入由54亿元增至183亿元，CAGR为83.5%。据公司财报，截至23年底公司在各大电商平台拥有242家店铺，同比增长70%；此外公司持续增加投入、建设团队，彰显公司发展零售电商业务决心，23年数字化团队人员数量同增超1倍，不断打开增长空间。我们预计2024-2026年零售电商业务仍有望继续保持较高速度增长，收入分别为274、356、427亿元，同比增速分别为50%、30%、20%，公司组织及数字化能力优化有望带动业务效率提升，毛利率逐年略增，预计分别为2.90%、3.00%、3.10%。

通信产品维修：2020-2023年收入约2-3亿元，相对稳定，在公司收入中占比较小，据20231220问询回复公告，公司计划未来三年开设500家易修哥自营门店，同时计划引入1500家加盟店，门店网络有望加速拓张，我们预计2024-2026年通信产品维修收入为2.7、2.9、3.1亿元，同比增速分别为10%、8%、5%，自有品牌溢价及加盟模式有望带动毛利率逐步提升，分别为2.00%、2.20%、2.50%。

彩票业务：2019年起收入保持在3-4亿元之间，2022-2023年毛利率接近60%，为公司毛利率最高业务。公司借助既有产品和渠道优势，未来有望进一步拓展海内外客户，彩票研发与产业化运作项目也有望进一步提升公司技术和产品力，我们预计2024-2026年彩票业务收入为4.0、4.3、4.5亿元，同比增速分别为10%、8%、5%，考虑彩票业务合作关系建立后一般会稳定维系，业务经营效率有望逐步提升，预计毛利率分别为59.0%、59.5%、60.0%。

综上，我们预计2024-2026年公司整体实现营业收入1178、1394、1583亿元，同比增长24%、18%、14%。

表 8：公司主营业务收入成本拆分及预测

单位：百万元	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
（一）通信产品销售								
营业收入	45,267	55,269	64,684	65,536	75,709	89,429	102,712	114,468
YoY	*10.3%*	*22.1%*	*17.0%*	*1.3%*	*15.5%*	*18.1%*	*14.9%*	*11.4%*
营业成本	44,170	54,145	62,973	63,511	73,851	87,193	100,124	111,549
毛利率	2.4%	2.0%	2.6%	3.1%	2.5%	2.5%	2.5%	2.6%
（二）零售电商								

营业收入	6,459	3,784	5,421	9,959	18,253	27,380	35,594	42,712
YoY		*-41.4%*	*43.3%*	*83.7%*	*83.3%*	*50.0%*	*30.0%*	*20.0%*
营业成本	6,205	3,529	5,130	9,602	17,735	26,586	34,526	41,388
毛利率	3.9%	6.7%	5.4%	3.6%	2.8%	2.9%	3.0%	3.1%
（三）通信产品维修								
营业收入	117	202	239	323	247	272	294	309
YoY	*-24.6%*	*73.0%*	*18.5%*	*35.1%*	*-23.4%*	*10.0%*	*8.0%*	*5.0%*
营业成本	65	136	181	368	243	267	287	301
毛利率	44.3%	32.7%	24.5%	-13.8%	1.6%	2.0%	2.2%	2.5%
（四）彩票业务								
营业收入	394	304	316	360	361	397	429	450
YoY	*-8.3%*	*-22.9%*	*4.2%*	*13.9%*	*0.1%*	*10.0%*	*8.0%*	*5.0%*
营业成本	126	143	143	151	149	163	174	180
毛利率	68.0%	52.9%	54.9%	58.1%	58.6%	59.0%	59.5%	60.0%
合计								
营业收入	52,942	59,784	71,000	76,427	94,825	117,776	139,388	158,342
YoY	*24.7%*	*12.9%*	*18.8%*	*7.6%*	*24.1%*	*24.2%*	*18.3%*	*13.6%*
营业成本	50,973	58,074	68,645	73,712	92,154	114,393	135,308	153,626
毛利率	3.7%	2.9%	3.3%	3.6%	2.8%	2.9%	2.9%	3.0%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：未单独列示其他业务

费用端，我们预计随着公司收入规模扩大，销售、管理费用率有望小幅改善，总部大楼销售及定增有望逐步解决银行债务、降低财务费用。**投资收益方面，**24-26年预测主要考虑WIKO手机投资收益（公司持股30%），据公司财报，23年11月WIKO新品手机上市后，销量快速增长，周销量排名进入全国前十，全年国内发货超额完成目标，我们预计随着低端机市场需求提升，WIKO的Hi畅享系列作为华为渠道中少有的5G鸿蒙低端手机，有望借力华为完善的销售渠道与持续强化的品牌声量加速打开市场，预计24-26年销量分别为500/800/1000万台，假设出厂价均为1000元/台，净利率假设随销量线性提升，分别为3.0%/6.0%/8.0%，计算得对应投资收益分别为0.5、1.4、2.4亿元。**综上，预计24-26年公司归母净利润分别为2.8、5.1、7.5亿元，同比增长234%、83%、46%。**

表 9：公司期间费用及投资收益预测

单位：百万元	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用	777	901	1,157	1,385	1,323	1,616	1,869	2,093
占营业收入比重	*1.47%*	*1.51%*	*1.63%*	*1.81%*	*1.40%*	*1.38%*	*1.36%*	*1.35%*
管理费用	343	342	332	351	409	492	563	620
占营业收入比重	*0.65%*	*0.57%*	*0.47%*	*0.46%*	*0.43%*	*0.42%*	*0.41%*	*0.40%*
研发费用	84	83	87	74	78	97	113	128
占营业收入比重	*0.16%*	*0.14%*	*0.12%*	*0.10%*	*0.08%*	*0.08%*	*0.08%*	*0.08%*
财务费用	384	269	358	526	598	552	512	452
占营业收入比重	*0.73%*	*0.45%*	*0.50%*	*0.69%*	*0.63%*	*0.47%*	*0.37%*	*0.29%*

投资收益	-117	128	-7	-1	-44	45	144	240
核心假设:								
WIKO 销量（万台）						500	800	1000
出厂价（元/台）						1000	1000	1000
净利率						3.0%	6.0%	8.0%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）估值分析与投资建议

公司是覆盖分销和零售、线上和线下的全渠道智能终端服务商，在代理的苹果、华为、三星三大品牌中份额领先，通过渠道拓展和上下游延伸不断做深主业，同时基于“1+N”业务布局积极拓展新赛道，有望打开公司中长期成长空间。

选取同为通讯产品销售龙头的爱施德为可比公司，据Wind一致预期，爱施德当前市值分别对应24-26年15/14/12倍PE；按我们对天音的盈利预测计算，当前市值对应24-26年30/16/11倍PE。

我们认为应给予天音控股估值溢价的理由为：（1）天音规模成长性更强，爱施德/天音近3年收入CAGR分别为-1.6%/15.6%，天音的零售电商业务仍处于高速成长期，代理的华为品牌在头部品牌中增速领先，主业在较高基数下仍有增长支撑。**（2）天音未来利润释放弹性更强，**如前文第一章第四节所述，当前天音与爱施德之间利润的主要差距来自财务费用，此前天音受累于举债投资，但当前时点看总部大楼落地+定增有望为有息债务带来实质性改善；另外WIKO手机亦有望复用华为渠道快速打开市场空间，增厚公司投资收益。

综上，**我们给予公司2024年35倍PE估值**（对应PEG=0.5，24-26年G=64%；爱施德PEG为1.3，24-26年G=12%），**对应合理价值为9.55元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。**

表 10：可比公司盈利预测与估值（截至 2024 年 7 月 11 日收盘）

公司名称	股票代码	市值（亿元）	归母净利润（百万元）			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
爱施德	002416.SZ	113	739	829	926	15	14	12
天音控股	000829.SZ	83	280	513	749	30	16	11

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：爱施德盈利预测采用 Wind 一致预期，天音控股为本文预测

七、风险提示

（一）宏观经济波动

公司主要业务为手机分销，手机属于可选消费，若宏观经济波动导致手机消费减少、换机周期拉长，公司业绩可能会随之下滑。

（二）市场竞争加剧

一方面，若手机市场竞争加剧导致公司代理的苹果、华为、三星市占率降低，将会对公司经营产生不利影响；另一方面，手机分销市场的竞争环境日益激烈，手机品牌厂商自建销售渠道及电商销售进一步普及，若公司不能有效识别行业环境、市场需求及市场结构的重大变化并及时调整经营策略，或未能有效协调销售渠道各环节等，将可能处于不利竞争地位。

（三）新业务拓展不及预期

公司收购WIKO切入手机产业链上游，同时布局新能源汽车业务，两大新业务为公司未来重要增长点。若新业务增长不及预期，将影响公司未来成长性。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	**16,235**	**15,286**	**14,839**	**14,052**	**13,294**
货币资金	4,250	4,576	4,385	3,906	3,550
应收及预付	6,011	4,770	4,512	4,138	3,733
存货	5,331	5,208	5,193	5,236	5,224
其他流动资产	643	732	750	771	787
非流动资产	**5,212**	**6,975**	**7,184**	**7,391**	**7,594**
长期股权投资	201	664	664	664	664
固定资产	97	81	222	363	499
在建工程	1,321	573	605	628	646
无形资产	1,215	387	427	471	519
其他长期资产	2,378	5,269	5,266	5,265	5,266
资产总计	**21,447**	**22,260**	**22,023**	**21,443**	**20,888**
流动负债	**16,580**	**17,794**	**17,317**	**16,229**	**14,903**
短期借款	10,410	7,877	7,377	6,577	5,577
应付及预收	4,352	5,570	5,577	5,401	5,164
其他流动负债	1,819	4,347	4,364	4,251	4,163
非流动负债	**2,233**	**1,407**	**1,301**	**1,176**	**1,021**
长期借款	925	1,212	1,112	992	842
应付债券	1,277	0	0	0	0
其他非流动负债	31	195	188	183	178
负债合计	**18,813**	**19,201**	**18,617**	**17,404**	**15,924**
股本	1,025	1,025	1,025	1,025	1,025
资本公积	345	345	345	345	345
留存收益	1,247	1,298	1,578	2,091	2,840
归属母公司股东权益	2,592	3,002	3,282	3,795	4,545
少数股东权益	42	58	124	244	419
负债和股东权益	**21,447**	**22,260**	**22,023**	**21,443**	**20,888**

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	**-3,811**	**3,882**	**1,175**	**1,087**	**1,294**
净利润	124	103	345	633	925
折旧摊销	145	128	107	119	133
营运资金变动	-4,618	2,927	216	-31	25
其它	539	724	507	366	212
投资活动现金流	**-883**	**-640**	**-271**	**-181**	**-95**
资本支出	-508	-365	-314	-324	-334
投资变动	-362	-488	0	0	0
其他	-13	213	43	143	239
筹资活动现金流	**3,681**	**-2,861**	**-1,095**	**-1,385**	**-1,556**
银行借款	3,909	-2,246	-600	-920	-1,150
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-228	-615	-495	-465	-406
现金净增加额	**-996**	**392**	**-191**	**-479**	**-356**
期初现金余额	**3,321**	**2,325**	**2,718**	**2,526**	**2,048**
期末现金余额	**2,325**	**2,718**	**2,526**	**2,048**	**1,691**

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	**76427**	**94825**	**117776**	**139388**	**158342**
营业成本	73708	92154	114393	135308	153626
营业税金及附加	47	87	108	127	145
销售费用	1385	1323	1625	1896	2138
管理费用	351	409	495	571	633
研发费用	74	78	97	115	131
财务费用	526	598	552	512	452
资产减值损失	-62	-53	-50	-51	-52
公允价值变动收益	-5	2	0	0	0
投资净收益	-1	-44	45	144	240
营业利润	**213**	**124**	**537**	**986**	**1441**
营业外收支	-14	37	1	1	1
利润总额	**198**	**161**	**538**	**987**	**1442**
所得税	75	58	193	354	517
净利润	**124**	**103**	**345**	**633**	**925**
少数股东损益	13	20	65	120	176
归属母公司净利润	**111**	**84**	**280**	**513**	**749**
EBITDA	890	891	1197	1618	2027
EPS（元）	0.11	0.08	0.27	0.50	0.73

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	7.6%	24.1%	24.2%	18.3%	13.6%
营业利润	-30.6%	-41.8%	334.0%	83.6%	46.1%
归母净利润	-46.4%	-24.6%	234.3%	83.4%	46.1%
获利能力					
毛利率	3.6%	2.8%	2.9%	2.9%	3.0%
净利率	0.2%	0.1%	0.3%	0.5%	0.6%
ROE	4.3%	2.8%	8.5%	13.5%	16.5%
ROIC	3.0%	3.6%	5.3%	7.4%	9.5%
偿债能力					
资产负债率	87.7%	86.3%	84.5%	81.2%	76.2%
净负债比率	714.1%	627.6%	546.6%	430.9%	320.8%
流动比率	0.98	0.86	0.86	0.87	0.89
速动比率	0.34	0.35	0.34	0.33	0.32
营运能力					
总资产周转率	3.84	4.34	5.32	6.41	7.48
应收账款周转率	80.32	77.10	86.11	112.86	148.73
存货周转率	15.81	17.49	22.00	25.95	29.37
每股指标（元）					
每股收益	0.11	0.08	0.27	0.50	0.73
每股经营现金流	-3.72	3.79	1.15	1.06	1.26
每股净资产	2.53	2.93	3.20	3.70	4.43
估值比率					
P/E	90.02	116.91	29.51	16.08	11.01
P/B	3.85	3.26	2.51	2.17	1.82
EV/EBITDA	20.69	17.58	11.49	8.22	6.17

广发批零与社会服务行业研究小组

嵇 文 欣：首席分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020 年加入广发证券发展研究中心。
方 心 诣：联席首席分析师，北京大学硕士，曾任职于嘉实基金研究部、天风证券。2024 年加入广发证券发展研究中心。
孟 鑫：资深分析师，重庆大学技术经济及管理硕士，曾任职于国盛证券、西南证券，2023 年加入广发证券发展研究中心。
包 晗：资深分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。
杨 起 帆：高级研究员，香港大学金融硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。
罗 艺：研究员，武汉大学经济学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究

人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。