



2025 年 05 月 18 日

公司点评

增持/维持

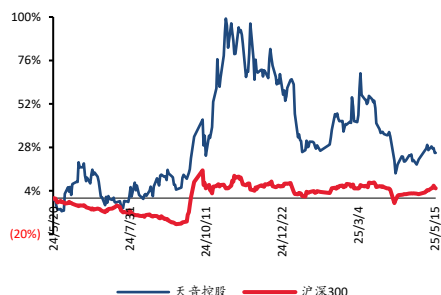
天音控股(000829)

目标价:

昨收盘:9.95

国补、AI 助力终端业务回暖，电商业务成第二增长极

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通股(亿股) 10.25/10.24
 总市值/流通(亿元) 102/101.9
 12 个月内最高/最低价 16.83/7.3 (元)

相关研究报告

<<电商平台收入大幅增长，业绩有望迎来拐点>>—2023-05-06

<<电商平台收入大幅增长，汽车销售业务值得期待>>—2022-10-26

证券分析师：李仁波

电话：0755-83688853

E-MAIL: lirb@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520040002

事件：近期公司发布年报及一季报，公司全年实现总营收 840.38 亿元，同比减少 11.38%；利润总额 1.33 亿元，同比减少 17.26%；实现归母净利润 0.31 亿元，同比减少 62.72%。2025 年一季度总营收 224.02 亿元，同比减少 14.4%；利润总额-0.15 亿元，同比减少 152.13%；实现归母净利润-0.29 亿元，同比减少 279.03%。

终端业务受渠道管控影响，国补及 AI 助力终端销售业务触底

智能终端销售业务是公司的核心业务，借与苹果、三星、华为三大头部手机品牌长期合作，牢牢占据智能终端销售市场头部位置和领先的市场份额。形成以手机销售为主，3C 数码、智能穿戴、智能家居等销售为辅，品类丰富的智能终端销售体系。公司是京东平台上苹果品牌最核心的供应商。2024 年实现营业收入 584.8 亿元，占总收入的 69.58%。比 2023 年的 80.10%有所下降，主要原因是上游厂商对产品管控导致的收入下滑，毛利率率 2.57%相比于 2023 年上升 0.12 个百分点。

2024 年，WIKO 品牌持续深耕手机行业，推出高性价比产品。另外 WIKO 完成 HiMateBook 商标注册申请，进军笔记本电脑业务，其围绕“智慧全场景”的战略布局或将进一步推动行业生态的开放与融合。

随着 AI 模型的终端如 AIPC、AIXR、AI 手机等相继亮相。AI 为用户带来搜索、跨越语言交流、高效办公和更好的拍照等体验，有望推动新的换机潮来临，智能手机行业有望迎来量价齐升的机遇。

此外商务部等部门 1 月 15 日发布两份文件，对实施手机、平板、智能手表（手环）购新补贴，以及做好 2025 年家电以旧换新工作予以安排，明确具体补贴品类和标准。其中，买手机等数码产品每件最高补 500 元，买 12 类家电产品每件最高补 2000 元。国补将带来智能手机销量提升，助力终端业务触底回暖。

良能电商业务快速发展，推出客服和人事 AI 智能体

能良电商积极布局淘天、拼多多、京东、抖音、快手等头部平台，旗下店铺达 446 家，较去年增长 80%，其中超 5000 万销售额的店铺有 95 家，同比增长 102%。2024 年实现营业收入 246.6 亿元，占总收入的 29.34%，同比增长 35.09%，零售电商业务实现快速发展。

推出能良 AI 智能体，广泛应用于平台客服与运营分析等场景，提供 24 小时不间断的智能客户服务。深度挖掘业务数据，为运营团队提供精准的分析报告与决策建议。同时，构建人事智能体“Able”，能够实时回答公司人事相关的一切问题。

彩票业务稳步增长，以“易修哥”为支点实现公司“一网一平台”战略和“1+N”产业布局

全资子公司穗彩科技主营彩票业务，在体彩和福彩占据较高市场份额。客户资源丰富，且向海外市场布局乐透及数字彩票、即开型彩票、视

频彩票、体育彩票的合作与商业机会。在销售渠道方面，商综商圈渠道的拓展持续推进，成为彩票销售增长的重要动力。

公司自建品牌“易修哥”深耕手机维修业务，以维修为中心向消费者提供维修、配件销售、新机销售、手机回收、二手手机销售等一站式生态服务，通过“直营连锁+品牌加盟”模式，打造服销一体、线上线下融合的新零售门店。

公司定增 18.47 亿用于智能终端销售业务的营销网络建设、数字化平台建设以及彩票业务的持续研发，亦将用于积极拓展彩票、手机维修等市场空间较大或毛利率较高的业务，有助于积极实现公司的“一网一平台”战略及“1+N”产业布局。

投资建议

公司是国内手机零售最大分销商，受益于 AI 换机潮及国补催化，智能终端业务有望触底反弹。旗下电商业务快速成长，已经成为公司重要增长极。我们预计公司未来 3 年 25~27 年的收入分别为 921.6 亿、996.6 亿、1084.7 亿元，归母净利润分别为 1.11 亿、1.19 亿、1.63 亿元，对应的 PE 为 93/87/63。

此外公司在博彩业务及线上阅读业务均有布局，字节参股公司旗下的塔读文学，为与字节在短剧合作提供基础。WIKO 自主品牌快速成长，我们看好公司主业反弹，维持公司“增持”评级。

风险提示：AI 带来的换机率低于预期；全国零售额总体下滑风险；上游继续管控智能终端的出货量风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	84037.93	92164.30	99662.46	108474.44
营业收入增长率(%)	-11.38%	9.67%	8.14%	8.84%
归母净利（百万元）	31.18	111.33	118.99	162.72
净利润增长率(%)	-62.72%	257.01%	6.88%	36.76%
摊薄每股收益（元）	0.03	0.11	0.12	0.16
市盈率（PE）	331	93	87	63

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	84037.93	92164.30	99662.46	108474.44	净利润	58.37	165.60	197.23	255.14
营业成本	81551.84	89416.62	96617.37	105067.63	折旧与摊销	58.71	75.56	75.56	75.56
营业税金及附加	99.55	92.08	104.33	114.31	财务费用	599.53	618.36	735.04	780.43
销售费用	1299.98	1419.87	1513.30	1660.26	资产减值损失	-60.16	0.00	0.00	0.00
管理费用	365.77	403.89	434.54	473.63	经营营运资本变动	-1602.79	-1566.00	-676.51	-504.51
财务费用	599.53	618.36	735.04	780.43	其他	642.69	-1.57	-139.41	-26.56
资产减值损失	-60.16	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-303.65	-708.05	191.91	580.06
投资收益	13.50	0.00	8.00	5.00	资本支出	832.72	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	93.71	63.15	73.33	69.94	其他	-1145.21	63.15	81.33	74.94
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-312.49	63.15	81.33	74.94
营业利润	111.22	276.63	339.22	453.13	短期借款	2601.38	6783.73	1238.48	1034.86
其他非经营损益	21.92	21.16	23.20	22.58	长期借款	160.22	0.00	0.00	0.00
利润总额	133.14	297.80	362.42	475.71	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	74.78	132.19	165.19	220.56	支付股利	-25.61	-7.79	-26.87	-28.24
净利润	58.37	165.60	197.23	255.14	其他	-2677.00	-976.28	-735.04	-780.43
少数股东损益	27.18	54.27	78.25	92.42	筹资活动现金流净额	58.99	5799.66	476.57	226.20
归属母公司股东净利润	31.18	111.33	118.99	162.72	现金流量净额	-538.25	5154.76	749.82	881.20
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4061.67	9216.43	9966.25	10847.44	成长能力				
应收和预付款项	6841.99	6393.05	7208.92	7825.45	销售收入增长率	-11.38%	9.67%	8.14%	8.84%
存货	4343.46	4769.72	5222.05	5647.29	营业利润增长率	-10.11%	148.72%	22.63%	33.58%
其他流动资产	374.16	410.35	443.73	482.96	净利润增长率	-43.47%	183.73%	19.10%	29.36%
长期股权投资	650.51	650.51	650.51	650.51	EBITDA 增长率	-4.18%	26.13%	18.47%	13.85%
投资性房地产	3324.71	3324.71	3324.71	3324.71	获利能力				
固定资产和在建工程	753.06	739.28	725.49	711.70	毛利率	2.96%	2.98%	3.06%	3.14%
无形资产和开发支出	1262.69	1202.74	1142.80	1082.86	三费率	2.70%	2.65%	2.69%	2.69%
其他非流动资产	1344.93	1343.10	1341.27	1339.44	净利率	0.07%	0.18%	0.20%	0.24%
资产总计	22957.17	28049.88	30025.72	31912.35	ROE	1.90%	5.69%	6.41%	7.72%
短期借款	10477.90	17261.63	18500.11	19534.96	ROA	0.25%	0.59%	0.66%	0.80%
应付和预收款项	5542.37	5782.65	6308.63	6885.36	ROIC	2.28%	3.29%	3.45%	3.62%
长期借款	1372.45	1372.45	1372.45	1372.45	EBITDA/销售收入	0.92%	1.05%	1.15%	1.21%
其他负债	2496.04	724.66	765.68	813.82	营运能力				
负债合计	19888.76	25141.39	26946.87	28606.60	总资产周转率	3.72	3.61	3.43	3.50
股本	1025.10	1025.10	1025.10	1025.10	固定资产周转率	1073.89	1341.16	1814.26	2636.36
资本公积	344.95	344.95	344.95	344.95	应收账款周转率	44.78	44.48	48.16	46.93
留存收益	1300.62	1404.16	1496.27	1630.76	存货周转率	16.85	19.35	19.21	19.27
归属母公司股东权益	2988.41	2774.21	2866.32	3000.81	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	1.09	—	—	—
少数股东权益	80.01	134.28	212.53	304.95	资本结构				
股东权益合计	3068.42	2908.49	3078.85	3305.76	资产负债率	86.63%	89.63%	89.75%	89.64%
负债和股东权益合计	22957.17	28049.88	30025.72	31912.35	带息债务/总负债	59.58%	74.12%	73.75%	73.09%
					流动比率	85.36%	88.26%	90.07%	91.80%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	速动比率	61.62%	68.01%	69.48%	70.90%
EBITDA	769.47	970.56	1149.82	1309.11	股利支付率	82.12%	7.00%	22.58%	17.35%
PE	331.03	92.72	86.76	63.44	每股指标				
PB	3.45	3.72	3.60	3.44	每股收益	0.03	0.11	0.12	0.16
PS	0.12	0.11	0.10	0.10	每股净资产	2.92	2.71	2.80	2.93
EV/EBITDA	8.90	8.70	7.76	6.94	每股经营现金	-0.30	-0.69	0.19	0.57

数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，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口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。