

爱施德（002416）

外延并购加速 AI 智算布局，业务“减负”激活资产活力！

事件：1）公司近期与深智城产投、上海泉毅达成合作，投资布局人工智能等新业务。2）业绩方面，公司 2024 年度实现营业收入 658.21 亿元，同比-28.58%；归母净利润 5.81 亿元，同比-11.26%。2025 年第一季度，实现营业收入 127.37 亿元，同比-41.18%，归母净利润 1.26 亿元，同比-24.89%。

1. “极致运营”提升盈利能力，“减负增效”激发资产活力

公司积极贯彻“极致运营”理念，持续优化业务结构，主动收缩低毛利业务占比，推动经营效率和盈利质量稳步提升，2024 年实现综合毛利率 4.26%，同比提升 1.14 pct；其中，数字化分销毛利率 4.37%，同比+1.47 pct，数字化零售毛利率 3.51%，同比+0.48 pct。此外，2024 年公司应收账款同比降 32.30%，财务费用同比降 51.72%，资产负债率同比降 3.15 pct，进一步聚焦核心业务，激发资产活力。

作为苹果、荣耀、三星等手机品牌的一级分销商，公司已建成覆盖国内 T1-T6 全渠道超 10 万家门店的高效网络，并正向数字化赋能型代理商全面升级，2024 年在运营的苹果授权门店和网点数量超 2700 家、自营 APR 门店超 200 家，荣耀板块代理服务的客户数量超 9000 家，三星板块服务门店数量超 4300 家。同时，公司持续完善在东南亚、拉美、中东、非洲等的本地化渠道，已成为荣耀品牌在中国香港、泰国、越南的独家代理商。我们认为，公司全球化渠道网络覆盖规模持续扩大，并积极开拓培育海外市场等增量空间，为未来业绩增长奠定坚实基础。

2. 多点布局 AI 智算等领域，外延并购打造新质生产力

2025 年 3 月，公司与“深智城产投”合作设立合资公司“爱施德智城”，拟投资智慧终端、人工智能、低空经济等产业。深智城产投系深圳市国资委直管“深智城集团”的产业投资和资本运作平台，已投资培育云深处科技、思锐智能、飞渡科技等科技企业；此外，深智城集团拥有深成交（301091）等优质资产。公司与深智城产投合作设立投资并购平台，对科技领域的优质标的进行整合，有望加速开拓新增长曲线；该并购基金已完成私募备案，基金总规模 5 亿元，正式进入实质性投资阶段。

2025 年 4 月，公司与“上海泉毅”及团队共同投资设立深圳市爱施德智算科技有限公司（暂定名）。依托上海泉毅在智算集群基础设施建设、AI 垂直行业应用、光通信领域的深厚积淀，快速切入 AI 智算集群服务和 AI 智能体解决方案领域，加速开拓培育 AI 业务。

投资建议：鉴于外部环境变化及公司业务调整，我们调整并更新公司 25-27 年营收至 753.6/ 814.6/ 907.3 亿元（25-26 年前值 1078.6/ 1160.9 亿元），归母净利润 6.66/ 7.65/ 9.23 亿元（25-26 年前值 8.21/ 9.74 亿元），对应 EPS 为 0.54/ 0.62/ 0.74 元/股。看好公司数字化分销及零售地位领先，连续 8 年维持高分红比例，积极开拓 AI 智算等新赛道；且作为对荣耀持股比例最大的渠道战略伙伴，后续有望受益于荣耀 IPO 进程推进，维持“买入”评级。

风险提示：手机分销不及预期，原材料价格波动，新业务开拓相关风险

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	92,160.03	65,820.77	75,363.51	81,457.42	90,731.79
增长率(%)	0.80	(28.58)	14.50	8.09	11.39
EBITDA(百万元)	1,261.69	1,172.11	1,286.41	1,420.44	1,679.52
归属母公司净利润(百万元)	655.28	581.49	666.14	765.25	923.24
增长率(%)	(10.25)	(11.26)	14.56	14.88	20.65
EPS(元/股)	0.53	0.47	0.54	0.62	0.74
市盈率(P/E)	21.01	23.68	20.67	17.99	14.91
市净率(P/B)	2.31	2.25	2.21	2.14	2.06
市销率(P/S)	0.15	0.21	0.18	0.17	0.15
EV/EBITDA	8.01	15.40	8.82	7.93	6.44

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2025 年 05 月 29 日

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	11.11 元
目标价格	元

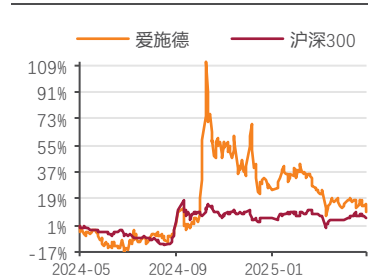
基本数据

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)	13,768.42
流通 A 股市值(百万元)	13,597.58
每股净资产(元)	5.04
资产负债率(%)	44.96
一年内最高/最低(元)	21.41/8.30

作者

吴立	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002	
wuli1@tfzq.com	
林毓鑫	分析师
SAC 执业证书编号：S1110524080004	
linyuxin@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《爱施德-半年报点评:24H1 盈利同比大幅提升，业务“减负”激发资产活力！》 2024-08-28
- 《爱施德-公司专题研究：“高股息”的数字化分销商，核心在于稀缺性资产优势！》 2024-05-27
- 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,256.05	3,203.15	3,074.47	3,129.47	3,600.10
应收票据及应收账款	1,748.63	1,257.83	1,379.89	1,561.63	1,714.80
预付账款	1,330.65	1,695.01	1,508.01	1,736.72	1,634.36
存货	3,466.15	3,244.16	2,961.70	2,878.82	2,900.18
其他	622.13	645.24	576.16	713.47	622.66
流动资产合计	10,423.61	10,045.40	9,500.24	10,020.10	10,472.10
长期股权投资	61.46	54.33	54.33	54.33	54.33
固定资产	40.17	31.92	23.39	14.87	6.34
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	10.40	9.89	6.01	2.13	0.00
其他	1,921.17	1,785.54	1,719.20	1,772.51	1,777.16
非流动资产合计	2,033.20	1,881.69	1,802.94	1,843.84	1,837.83
资产总计	12,456.81	11,927.08	11,303.18	11,863.94	12,309.93
短期借款	3,342.58	2,521.66	2,000.00	2,000.00	2,000.00
应付票据及应付账款	782.92	697.59	503.54	578.03	625.92
其他	1,886.35	2,148.93	2,107.68	2,372.33	2,503.80
流动负债合计	6,011.84	5,368.19	4,611.22	4,950.37	5,129.72
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	54.88	64.69	55.00	50.00	45.00
非流动负债合计	54.88	64.69	55.00	50.00	45.00
负债合计	6,066.72	5,432.88	4,666.22	5,000.37	5,174.72
少数股东权益	425.65	376.88	399.59	425.68	457.15
股本	1,239.28	1,239.28	1,239.28	1,239.28	1,239.28
资本公积	1,622.68	1,624.48	1,624.48	1,624.48	1,624.48
留存收益	3,104.71	3,190.49	3,357.02	3,548.33	3,779.15
其他	(2.23)	63.08	16.59	25.81	35.16
股东权益合计	6,390.09	6,494.20	6,636.95	6,863.58	7,135.21
负债和股东权益总计	12,456.81	11,927.08	11,303.18	11,863.94	12,309.93

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	755.57	650.62	666.14	765.25	923.24
折旧摊销	31.03	33.46	12.41	12.41	10.66
财务费用	143.98	112.66	75.36	81.46	90.73
投资损失	5.87	(34.43)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	2,574.78	538.76	228.08	(134.03)	188.34
其它	131.95	256.85	88.97	104.35	125.90
经营活动现金流	3,643.20	1,557.91	1,070.96	829.44	1,338.87
资本支出	(10.45)	(42.11)	9.69	5.00	5.00
长期投资	(15.88)	(7.13)	0.00	0.00	0.00
其他	(37.38)	92.30	8.82	(55.00)	(5.00)
投资活动现金流	(63.71)	43.06	18.51	(50.00)	0.00
债权融资	(2,343.76)	(892.39)	(603.93)	(81.46)	(90.73)
股权融资	(490.88)	(552.53)	(614.23)	(642.98)	(777.51)
其他	300.92	(278.35)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(2,533.72)	(1,723.28)	(1,218.16)	(724.43)	(868.24)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,045.77	(122.30)	(128.68)	55.00	470.63

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	92,160.03	65,820.77	75,363.51	81,457.42	90,731.79
营业成本	89,168.33	62,924.34	72,068.12	77,873.57	86,684.91
营业税金及附加	105.81	89.55	75.36	81.46	90.73
销售费用	1,460.30	1,510.83	1,658.00	1,767.63	1,905.37
管理费用	279.60	307.02	361.74	399.14	453.66
研发费用	34.77	36.73	45.22	48.87	54.44
财务费用	155.15	74.90	75.36	81.46	90.73
资产/信用减值损失	(107.15)	(169.03)	(167.75)	(147.97)	(161.58)
公允价值变动收益	0.00	(1.44)	(1.87)	0.00	0.00
投资净收益	(5.87)	34.43	0.00	0.00	0.00
其他	83.15	122.67	99.22	102.15	108.49
营业利润	926.19	864.05	1,009.30	1,159.47	1,398.85
营业外收入	9.37	13.73	0.00	0.00	0.00
营业外支出	4.86	7.97	0.00	0.00	0.00
利润总额	930.70	869.81	1,009.30	1,159.47	1,398.85
所得税	175.13	219.19	252.33	289.87	349.71
净利润	755.57	650.62	756.98	869.60	1,049.14
少数股东损益	100.29	69.13	90.84	104.35	125.90
归属于母公司净利润	655.28	581.49	666.14	765.25	923.24
每股收益（元）	0.53	0.47	0.54	0.62	0.74

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	0.80%	-28.58%	14.50%	8.09%	11.39%
营业利润	-3.97%	-6.71%	16.81%	14.88%	20.65%
归属于母公司净利润	-10.25%	-11.26%	14.56%	14.88%	20.65%
获利能力					
毛利率	3.25%	4.40%	4.37%	4.40%	4.46%
净利率	0.71%	0.88%	0.88%	0.94%	1.02%
ROE	10.99%	9.51%	10.68%	11.89%	13.83%
ROIC	12.75%	15.40%	20.31%	24.39%	28.39%
偿债能力					
资产负债率	48.70%	45.55%	41.28%	42.15%	42.04%
净负债率	2.19%	-9.62%	-15.44%	-15.73%	-21.72%
流动比率	1.73	1.87	2.06	2.02	2.04
速动比率	1.16	1.27	1.42	1.44	1.48
营运能力					
应收账款周转率	55.75	43.79	57.14	55.38	55.38
存货周转率	23.05	19.62	24.29	27.89	31.40
总资产周转率	6.85	5.40	6.49	7.03	7.51
每股指标（元）					
每股收益	0.53	0.47	0.54	0.62	0.74
每股经营现金流	2.94	1.26	0.86	0.67	1.08
每股净资产	4.81	4.94	5.03	5.19	5.39
估值比率					
市盈率	21.01	23.68	20.67	17.99	14.91
市净率	2.31	2.25	2.21	2.14	2.06
EV/EBITDA	8.01	15.40	8.82	7.93	6.44
EV/EBIT	8.11	15.58	8.91	8.00	6.48

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 A 栋 23 层 2301 房	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	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com