

# 天音控股 (000829)

证券研究报告  
2025年07月26日

3C 产品分销龙头，多元化布局受益 AI 带来消费电子行业机遇与价值链重构

## 1、不断拓展赛道，多元化发展

公司深耕渠道，不断丰富业务布局。2018 年公司收购上海能良，发展零售电商业务；2021 年 12 月收购 WIKO 进军手机产业。公司以手机分销行业起步，现已成为集智能终端销售服务、彩票、移动互联网、移动转售等业务为一体的大型集团化公司。

营收短期承压，静待 3C 产品分销业务复苏。公司发布 2024 年报及 2025 年一季报。2024 年营业收入 840.38 亿元，同比下降 11.38%，归母净利润 3118.39 万元，同比下降 62.72%。25Q1，实现营收 224.02 亿元，同比下降 14.40%，实现归母净亏损 2852.08 万元，同比降幅达 279.03%。

## 2、手机需求有望复苏，分销龙头渠道优势显著

期待手机销售复苏。知名市场调研机构 Canals 发布 2024 年全球智能手机出货量报告，报告指出，2024 年全球手机出货量达到 12.2 亿部，相较 2023 年获得了 7% 的增长。在 2022 年、2023 年持续两年的出货量下滑后，在 2024 年，全球智能手机市场终于开始恢复活力。同时，电商平台发展仍存在结构性机会，且从京东集团 2025 年一季报来看，存在较强的增长动能。

在线下分销方面，天音控股多年深耕渠道，在国内已经建立一张覆盖广、效率高、成本低的智能终端产品营销网络。线上分销方面，天音与京东合作建设京东 2B 商城，并强强联合，赋能提升品牌覆盖度，能良电商业务有望实现持续增长，在电商平台合作上，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 2023 年增长 80%，其中超 5,000 万销售额的店铺有 95 家，同比增长 102%。

此外，公司还收购了东莞维科，打造品牌 WIKO，2024 年 12 月，WIKO 发布 Hi 畅享 70 Plus，作为“华为智选”产品，Hi 畅享 70 Plus 也获得了 HarmonyOS Connect 认证，共享鸿蒙分布式能力。24 年 10 月底，WIKO 正式发布 Hi MateBook 系列笔记本，抓住华为转向鸿蒙 PC 留下的 Windows PC 市场窗口期。

## 3、投资建议与盈利预测：

公司深耕 3C 产品销售领域，和头部手机品牌厂商深度合作；同时延伸业务布局，打造线上电商平台，电商业务拓展情况良好。公司规模优势显著。预计公司 25-27 年归母净利润为 0.01/0.64/0.94 亿元，首次覆盖给予“持有”评级。

**风险提示：**手机销量低于预期，Wiko 销量低于预期，天音代理手机品牌市占率走低，财务风险等

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	94,824.85	84,037.93	79,848.43	90,302.95	102,504.01
增长率(%)	24.07	(11.38)	(4.99)	13.09	13.51
EBITDA(百万元)	937.77	936.87	724.21	855.84	964.15
归属母公司净利润(百万元)	83.66	31.18	1.48	64.44	93.70
增长率(%)	(23.86)	(62.72)	(95.24)	4,242.92	45.40
EPS(元/股)	0.08	0.03	0.00	0.06	0.09
市盈率(P/E)	126.83	340.23	7,150.25	164.64	113.23
市净率(P/B)	3.53	3.55	3.68	3.53	3.47
市销率(P/S)	0.11	0.13	0.13	0.12	0.10
EV/EBITDA	12.07	17.88	16.06	14.92	12.25

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	持有（首次评级）
当前价格	10.35 元
目标价格	元

## 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,025.10
流通 A 股股本(百万股)	1,024.13
A 股总市值(百万元)	10,609.79
流通 A 股市值(百万元)	10,599.74
每股净资产(元)	2.89
资产负债率(%)	86.95
一年内最高/最低(元)	16.83/7.51

## 作者

王奕红 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090004  
wangyihong@tfzq.com

袁昊 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110524050002  
yuanhao@tfzq.com

唐海清 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517030002  
tanghaiqing@tfzq.com

何富丽 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521120003  
hefuli@tfzq.com

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

- 《天音控股-半年报点评:净利率改善,拓展产业链布局赋能长期发展》2023-09-06
- 《天音控股-首次覆盖报告:手机分销龙头开拓汽车零售,多元化赛道布局未来可期》2023-05-08

## 内容目录

1. 手机分销龙头，期待行业复苏+盈利能力回升带来业绩释放.....	3
1.1. 手机分销龙头，拓展多元化布局.....	3
1.2. 股权架构.....	4
1.3. 公司经营期待复苏.....	4
2. 手机销售复苏，电商市场具备结构性发展机会.....	6
2.1. 手机市场复苏，销售量增速回升.....	6
2.2. 电商市场存在结构性机会.....	8
3. 公司手握核心伙伴资源，渠道布局广+拓展多元化布局.....	9
3.1. 营销渠道布局广，与核心手机品牌深度合作.....	9
3.2. 能良电商发展快速，拓客能力强.....	10
3.3. 控股 WIKO 品牌手机，拓展 PC 市场.....	11
4. 盈利预测与投资建议.....	12
4.1. 盈利预测.....	12
4.2. 投资建议.....	13
5. 风险提示：.....	13

## 图表目录

图 1：公司发展历程.....	3
图 2：公司股权架构（截至 2025 年一季度）.....	4
图 3：公司营业收入和归母净利润情况及增速.....	4
图 4：公司盈利能力情况.....	5
图 5：公司主营构成.....	5
图 6：公司费用率情况.....	6
图 7：全球智能手机销量回升.....	7
图 8：25 年 5 月手机厂商份额情况.....	7
图 9：618 销售额增速放缓.....	8
图 10：中国电商市场结构化机会.....	8
图 11：京东集团 2025 年一季度营收增速创新高.....	8
图 12：公司渠道布局广.....	9
图 13：天音与苹果、华为、三星有深度合作.....	10
图 14：能良电商业务概况.....	10
图 15：WIKO 品牌发展情况.....	11
图 16：WIKO Hi MateBook D 16.....	11
表 1：业务布局具体情况.....	3
表 2：公司业务拆分预测（单位：亿元）.....	12

# 1. 手机分销龙头，期待行业复苏+盈利能力回升带来业绩释放

## 1.1. 手机分销龙头，拓展多元化布局

**手机分销行业龙头。**公司以手机分销行业起步，现已成为集智能终端销售服务、彩票、移动互联网、移动转售等业务为一体的大型集团化公司，于1997年12月在深圳证券交易所上市。通过线上、新赛道以及海外业务的布局和突破，公司将不断拓宽业务领域，提升品牌影响力。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

**聚焦 3C 数码营销，持续延伸业务。**公司主要业务为：智能终端销售业务、电商业务、彩票业务、移动转售、手机售后服务业务，现已成为大型集团化公司，跨产业服务数亿用户。

表 1：业务布局具体情况

业务板块	具体产品/服务
智能终端销售业务	从分销到零售，从线上到线下，形成了全渠道覆盖体系，通过高效的供应链连通能力，持续赋能上下游客户。凭借与苹果、三星、华为三大头部手机品牌长期、紧密、深度、友好的合作，牢牢占据智能终端销售市场头部位置和领先的市场份额。公司以手机销售为基础，积极进行品类横向扩展，逐渐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。
电商业务	能良电商是一家以数字化为驱动的，从事采购销售和运营服务的综合类电商企业，在供给侧：公司以“专注带电商行业、深耕商品流通”为战略核心，通过“1+N”品类扩张战略，实现从手机到 PC 融合、家电多品类的业态突破，打造以供给为核心的线上线下双循环生态体系。在需求侧：借助信息技术与互联网，构建“零售+分销+服务”多业态模式，依托自主构建的先进数字化供应链体系，实现仓储配送、客服直播等全方位增值服务的深度融合，为业务奠定坚实基础。
彩票业务	彩票业务范围覆盖主流彩票游戏研发、渠道销售、营销管理、终端供应及海外业务服务。公司全资子公司深圳市穗彩科技开发有限公司是专业彩票技术和服务公司，同时在体彩和福彩两个领域内销售自主研发产品并占据较高市场份额，主要客户为国内彩票发行管理机构及海外彩票运营商。
移动转售业务	移动转售业务通过与中国移动、中国联通、中国电信三大运营商合作，从运营商采购 语音、短信、流量，自行设计套餐资费与业务品牌进行独立运营。
“易修哥”手机售后服务业务	公司自建品牌“易修哥”深耕手机全生命周期及配件销售，为用户提供手机全生态服务的新零售模式。“易修哥”

以手机维修为中心，向 C 端消费者提供手机维修、配件销售、新机销售、手机回收、二手机销售等一站式生态服务

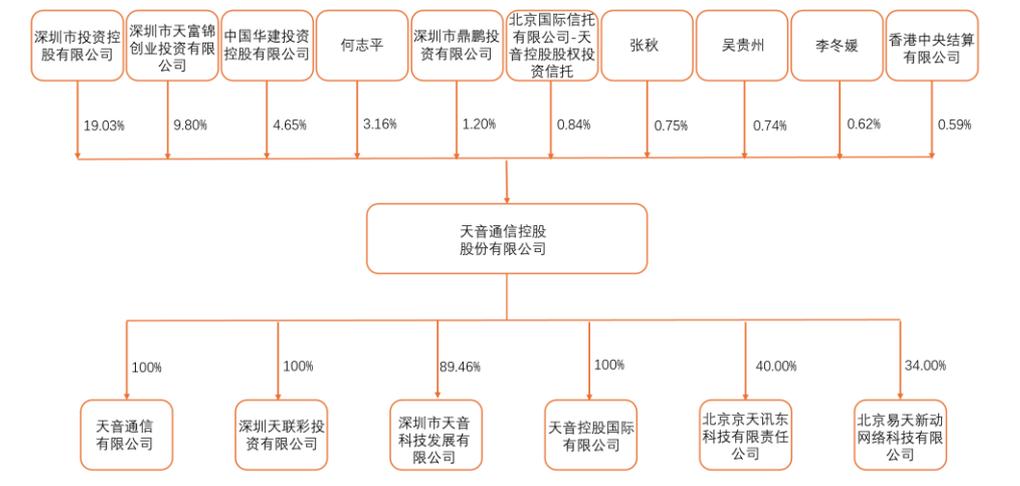
资料来源：天音控股 2024 年年报，天风证券研究所

**持续现金分红回馈股东。**2024 年，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.10 元，其 2024 年每股收益约 0.03 元。公司持续坚持现金分红回馈股东，2019 年至 2024 年天音控股连续 6 年现金分红，累计分红约 2.19 亿元。

## 1.2. 股权架构

截至 2025 年一季报，公司第一大股东为深圳市投资控股有限公司，持股比例 19.03%；深圳市天富锦创业投资有限公司持股比例 9.8%。其余股东主要为机构投资者及公众持股。深圳国资委通过深投控实现对公司的管控，近年来持续增持以强化控制权，有资源整合与政策支持优势。

图 2：公司股权架构（截至 2025 年一季报）

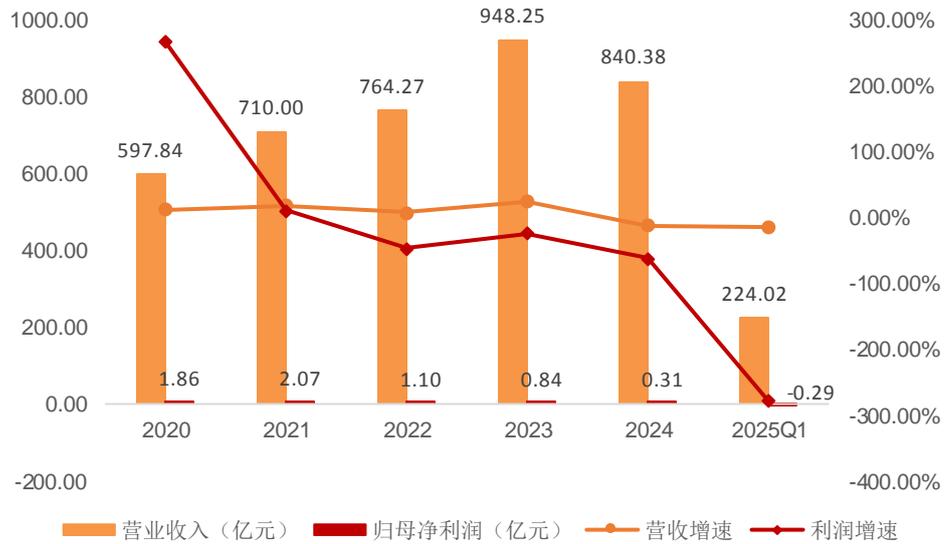


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1.3. 公司经营期待复苏

**短期有所承压，静待复苏。**公司 2024 年总营收 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，归母净利润-0.29 亿元。随着消费电子需求的回暖和新技术的推广，智能终端市场有望迎来新一轮增长，公司有望凭借和头部品牌客户深度合作关系，巩固市场份额，体现规模优势。

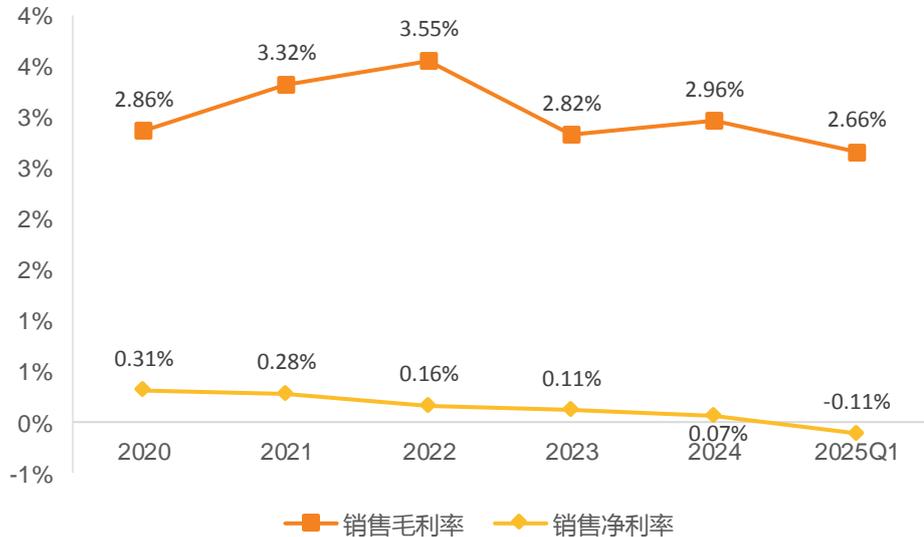
图 3：公司营业收入和归母净利润情况及增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

**利润率较薄，期待盈利能力回升。**2024年，公司全年销售毛利率2.96%，同比上升0.14个百分点；销售净利率为0.07%，同比下降0.18个百分点。2025年第一季度，销售毛利率为2.66%，与2024年第一季度持平；销售净利率为-0.11%，呈现亏损。未来在行业需求的回暖和新技术的推广下，公司有望通过优化业务流程、提升运营效率等措施，实现利润率的回升。

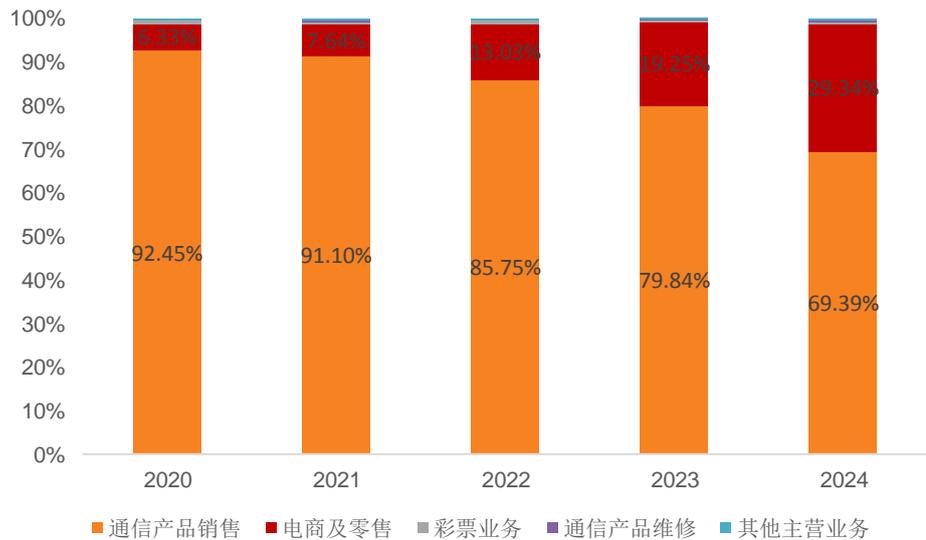
图 4: 公司盈利能力情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

过去五年，通信产品销售和电商零售是公司的主要业务，营业收入合计占公司总营收的98%以上。2024年公司与苹果、三星、华为等头部厂商保持深度合作，在全国设立25家分公司，服务超过2万家客户，通信产品销售业务占比69.39%；公司通过子公司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2023年增长80%，电商及零售业务占比从2020年的6.33%增加到2024年的29.34%。

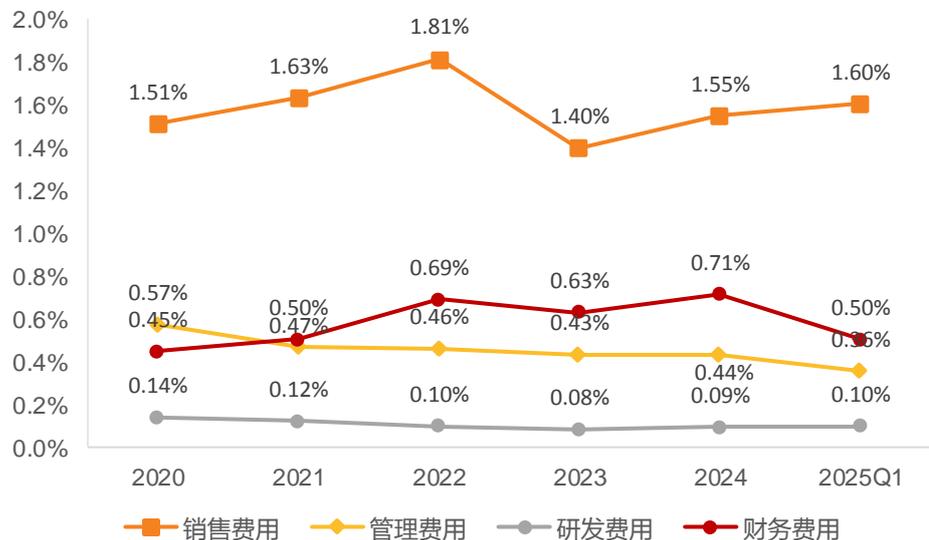
图 5: 公司主营构成



资料来源: Wind, 天风证券研究所

**销售费用投入增加，期待财务费用有望降低。**2024 年公司期间费用为 23.42 亿元，较 2023 年减少 6546.12 万元；期间费用率为 2.79%，较 2023 年上升 0.25 个百分点。2025 年一季度，公司期间费用为 5.74 亿元，较上年同期减少 5802.41 万元；期间费用率为 2.56%，较上年同期上升 0.15 个百分点。其中，销售费用同比增长 2.25%，管理费用同比减少 6.76%，研发费用同比减少 6.23%，财务费用同比减少 34.30%。2025 年 5 月，公司发布第四次修订的定增预案，拟募资 17.08 亿元用于营销网络、数字化平台、彩票研发及补充流动资金及偿还银行贷款等项目，有望降低财务费用及资产负债率。

图 6: 公司费用率情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

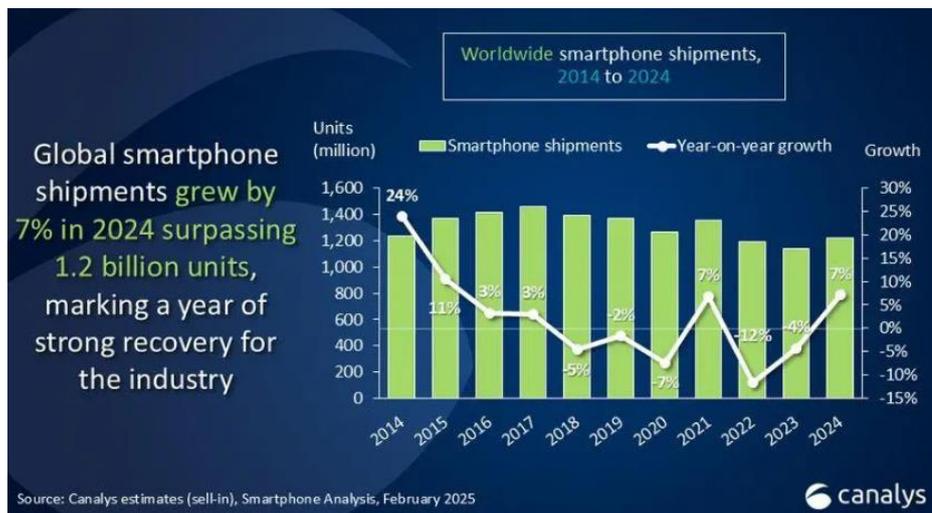
## 2. 手机销售复苏，电商市场具备结构性发展机会

### 2.1. 手机市场复苏，销售量增速回升

**全球手机市场复苏。**知名市场调研机构 Canals 发布 2024 年全球智能手机出货量报告，报告指出，2024 年全球手机出货量达到 12.2 亿部，相较 2023 年获得了 7% 的增长。在 2022

年、2023 年持续两年的出货量下滑后，在 2024 年，全球智能手机市场终于开始恢复活力，这也给了各大厂商更多的机遇。

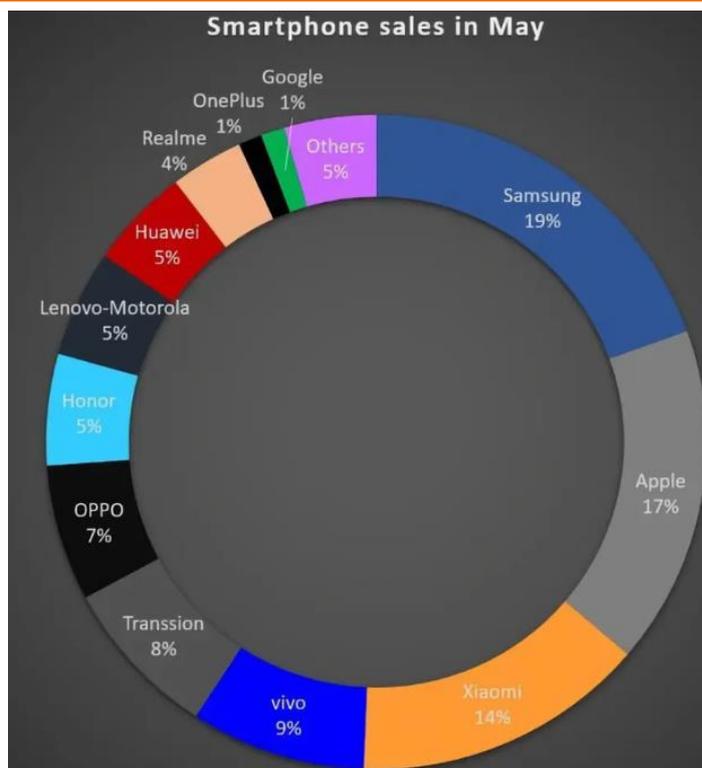
图 7：全球智能手机销量回升



资料来源：canalis，安兔兔微信公众号，天风证券研究所

**中国手机品牌市场份额领军。**从 25 年 5 月全球智能手机销量份额排名情况来看，排名全球前十二的手机品牌总共占据约 95% 的市场份额，其中有 9 家来自中国，小米排名第三，市场份额为 14%；vivo 排名第四，市场份额为 9%；传音排名第五，市场份额为 8%；OPPO 排名第六，市场份额为 7%；荣耀排名第七，市场份额为 5%；联想摩托罗拉排名第八，市场份额为 5%；华为排名第九，市场份额为 5%；realme 排名第十，市场份额为 4%；一加排名第十一，市场份额为 1%；谷歌排名第十二，市场份额为 1%；其他手机品牌总共占据 5% 的市场份额。

图 8：25 年 5 月手机厂商份额情况



资料来源：安兔兔微信公众号，天风证券研究所

## 2.2. 电商市场存在结构性机会

电商市场增长压力出现。中国电商市场整体进入存量市场主导的发展阶段，以 2022~2024 年 618 销售额为例，传统电商和直播电商的增速均有所下滑，电商市场增长压力愈加凸显，直播电商虽然仍有增长空间，但增速也在下降。

图 9：618 销售额增速放缓



资料来源：艾瑞咨询，广州越秀区电子商务行业协会微信公众号，星图数据，天风证券研究所

通过满足生活品质提升的需求以及相应的品类发展，中国电商市场仍具有丰富的结构性发展机会。

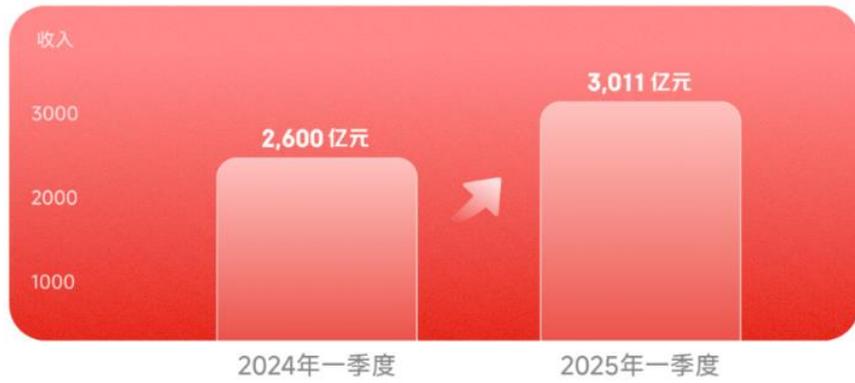
图 10：中国电商市场结构化机会



资料来源：艾瑞咨询，广州越秀区电子商务行业协会微信公众号，蝉魔方，天风证券研究所

京东 25 年一季度收入同比增速创三年来最高。京东集团公布了 2025 年第一季度业绩，公司一季度同比收入增速创下三年来最高，一季度收入 3011 亿元，同比增长 15.8%，带电器品类同比增长 17.1%，季度活跃用户数同比增长超 20%。京东电商整体的销售活力和收入增速仍然保持较强水平。

图 11：京东集团 2025 年一季度营收增速创新高



- 带电品类同比增长**17.1%** 核心优势愈发巩固
- 日百品类同比增长**14.9%** 商超品类连续**5**个季度保持同比双位数增长
- 服务收入**588亿元** 同比增长**14.0%**

资料来源：京东微信公众号，天风证券研究所

### 3. 公司手握核心伙伴资源，渠道布局广+拓展多元化布局

#### 3.1. 营销渠道布局广，与核心手机品牌深度合作

在渠道方面，公司目前在国内已经建立一张覆盖广、效率高、成本低的智能产品营销网络。公司致力于打造最大的手机产业一站式综合服务网络，以渠道下沉和新零售业态为契机，形成产业共享平台。构建“一网一平台”，形成“1+N”的业务模式的战略方向，向产业互联网服务平台领导者道路迈进

图 12：公司渠道布局广



资料来源：公司官网，天风证券研究所

**和核心手机品牌厂商建立深度合作。**公司与苹果、三星、华为等头部厂商保持深度、友好的合作，牢牢占据智能终端销售市场头部位置和领先的市场份额。①苹果方面，公司是苹果中国区核心代理商，截至2024年，公司的客户共计开设授权专区店1,500余家，授权专卖店超900家；同时，公司是京东平台上苹果品牌最核心的供应商。②华为方面，公司持续对开设的授权体验店进行形象提升，授权级别优化升级，保持开设HES授权店超过1350家。③三星方面，公司作为三星中国区最大的国代商之一，凭借其领先的市场份额和强大的渠道能力，持续巩固与三星的战略合作伙伴关系。2024年，公司进一步优化线下

渠道布局，新增管理门店 241 家，使管理门店总数达到 2,311 家，并在线上打造建设即时零售抖音内容电商的战略枢纽，全量覆盖 1,358 家 SES 门店，单月 GMV 突破 500 万。

图 13：天音与苹果、华为、三星有深度合作



资料来源：公司官网，公司年报，天风证券研究所

### 3.2. 能良电商发展快速，拓客能力强

在线上零售方面，公司依托能良电商平台发展智慧零售。业务覆盖天猫、京东、拼多多、抖音、快手、微信六大平台，在苏宁、亚马逊、有赞、得物、小米有品等平台进行业务拓展。通过以高品牌知名度和高性价比产品为切入点，以智能手机、3C 数码为主，延伸至配件、智能穿戴、影音、电器、母婴、个人护理、服饰家纺、生活日用等丰富品类。通过产品采销、线上运营、仓储配送，客户服务、其他增值服务等环节，高效触达用户，真正实现“好店铺、好产品、好价格、好服务”。

能良电商服务超过千万用户，发展成多产品线，全链路，多渠道覆盖的，专注于顾客家庭消费需求为中心的线上渠道零售商。通过自有仓储：金华 30000 m<sup>2</sup> 仓库，云仓合作：八大京仓、十三大菜鸟仓、欧瑞特供应链，物流合作：顺丰，德邦，跨越 EMS 等深度合作，持续优化仓储实力，实现人力资本增值和供应链资本增值。公司持续聚焦全平台和全品类供应链布局，开设手机、家电数码、智能家居、母婴家纺、食品百货、美妆服饰、直播等事业部，通过获得苹果、华为、oppo、vivo、大疆、好奇、九阳等众多知名品牌的授权，以自有直播、大咖带货、短视频等互联网营销手段在天猫、京东、拼多多、抖音、快手、微信六大平台为用户提供丰富的产品，打造智慧零售服务新模式。

图 14：能良电商业务概况



资料来源：天音控股 2022 中报，天风证券研究所

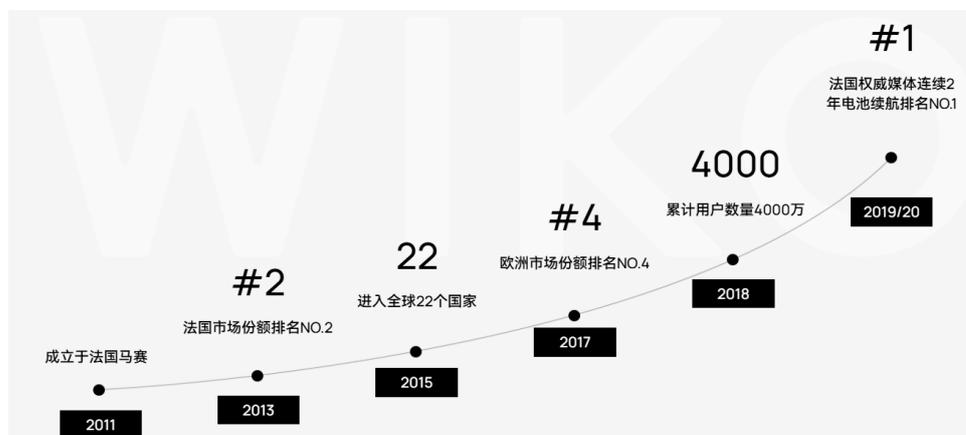
截至 2024 年，能良电商旗下店铺达 446 家，较 2023 年增长 80%，其中超 5,000 万销售额的店铺有 95 家，同比增长 102%；在销售品类方面，能良电商秉持品质至上，与行业头部品牌合作，严格把控新品牌引入，提供优质商品服务，提升客户满意度与忠诚度。在业务渠道拓展中，能良电商全力开发线上线下分销及政企大客户业务，与 417 个生意伙伴合作，同比增长 54%，还大力发展供应链等新兴服务模式，建立超 3,000 家合作关系。同时，能良电商数字化团队人数同比增长 42%，占员工总数 30%，为业务发展提供坚实技术支撑。

### 3.3. 控股 WIKO 品牌手机，拓展 PC 市场

WIKO 成立于 2011 年，是一家专注于手机、笔记本电脑及配件、IoT 领域的法国科技品牌，产品覆盖欧洲、中东非、亚太和拉美市场，全球累计四千万用户，2019 年在法国权威媒体连续 2 年电池续航排名第一。2022 年，WIKO 加快全球化步伐并首度进入中国。

目前，天音控股的全资子公司天音通信有限公司持有 Wiko 30% 的股权。

图 15: WIKO 品牌发展情况



资料来源：WIKO 官网，天风证券研究所

延伸布局笔电市场，推出 Hi MateBook 14。通过不断的产品创新、生态融合及精准市场定位，WIKO 实现了销量与品牌价值的双增长，2024 年 12 月，WIKO 发布 Hi 畅享 70 Plus，作为“华为智选”产品，Hi 畅享 70 Plus 也获得了 HarmonyOS Connect 认证，共享鸿蒙分布式能力。此外，24 年 10 月底，WIKO 正式发布 Hi MateBook 系列笔记本，抓住华为转向鸿蒙 PC 留下的 Windows PC 市场窗口期。

图 16: WIKO Hi MateBook D 16



资料来源：WIKO 官网，天风证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 盈利预测

#### 核心业务假设:

#### 业务基本假设:

**通信产品销售**业务方面,考虑到 24 年消费电子、消费产品销售需求开始回升,我们预计公司该块业务需求开始逐步回暖,预计 25-27 年收入增速分别为-20%、7%、10%,毛利率则因为整体行业竞争相对激烈,小幅微降,分别为 2.50%、2.48%、2.45%;

**电商及零售**业务是公司大力开拓业务,公司今年在电商平台加速拓展下店铺数有望迎来高增,后续有望保持稳定快速增长,预计 25-27 年该业务收入增速分别为 30%、22%、18%,快速增长业务逐步稳定后预计毛利率基本企稳微降,预计 25-27 年毛利率为 2.55%、2.5%、2.5%;

**通信产品维修**业务方面,公司目前持续开拓,门店数量持续突破,该业务有望重新恢复稳健增长,预计 25-27 年收入增速分别为-20%、5%、10%,毛利率由于行业竞争较为激烈,预计延续小幅度下滑后企稳,25-27 年皆为 20%;

**彩票业**业务假设 25-27 年收入保持不变,毛利率小幅下滑,预计分别为 60%、59%、58%;

**其他主营业务** 2025-2027 年收入增速皆为 20%,毛利率皆为 25%。

表 2: 公司业务拆分预测 (单位: 亿元)

		2024A	2025E	2026E	2027E
通信产品销售	业务收入	583.14	466.51	499.17	549.08
	同比增长率	-22.98%	-20.00%	7.00%	10.00%
	成本	568.44	454.85	486.79	535.63
	毛利率	2.52%	2.50%	2.48%	2.45%
电商及零售	业务收入	246.57	320.55	391.07	461.46
	同比增长率	35.09%	30.00%	22.00%	18.00%
	成本	240.22	312.37	381.29	449.92
	毛利率	2.58%	2.55%	2.50%	2.50%
通信产品维修	业务收入	1.63	1.30	1.37	1.51
	同比增长率	-34.10%	-20.00%	5.00%	10.00%
	成本	1.30	1.04	1.10	1.21
	毛利率	20.56%	20.00%	20.00%	20.00%
彩票业	业务收入	3.60	3.60	3.60	3.60
	同比增长率	-0.17%	0.00%	0.00%	0.00%
	成本	1.39	1.44	1.48	1.51
	毛利率	61.29%	60.00%	59.00%	58.00%
其他主营业务	业务收入	5.43	6.52	7.82	9.39
	同比增长率	113.65%	20.00%	20.00%	20.00%
	成本	4.17	4.89	5.87	7.04
	毛利率	23.32%	25.00%	25.00%	25.00%
合计	业务收入	840.38	798.48	903.03	1025.04
	同比增长率	-11.38%	-4.99%	13.09%	13.51%
	成本	815.52	774.60	876.52	995.31
	毛利率	2.96%	2.99%	2.94%	2.90%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 4.2. 投资建议

公司深耕 3C 产品销售领域，和头部手机品牌厂商深度合作；同时延伸业务布局，打造线上电商平台，电商业务拓展情况良好。公司规模优势显著。预计公司 25-27 年归母净利润为 0.01/0.64/0.94 亿元，首次覆盖给予“持有”评级。

## 5. 风险提示：

手机销量低于预期：整体消费电子终端需求低于预期，将导致公司业务发展受到影响，从而导致增速不及预期。

Wiko 销量低于预期：Wiko 品牌目前进入国内，有较好发展前景，但存在品牌市场份额提升的节奏与幅度低于预期的风险，影响整体销量。

天音代理手机品牌市占率走低导致核心业务营收不及预期：天音控股是苹果、华为、三星核心代理商，但是目前国内市场苹果手机的市占率和影响力呈下降态势，可能对公司核心业务营收带来影响。

财务风险：公司资产负债率逐年走高，2025 年 1 季报数据显示资产负债率达 86.95%，且近几年经营性现金流波动较大，公司财务费用较高，资金链压力较大。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,576.17	4,061.67	3,992.42	4,515.15	5,125.20
应收票据及应收账款	1,426.84	2,062.06	1,486.76	1,824.35	1,307.72
预付账款	3,342.82	4,396.01	2,919.62	4,092.53	3,648.80
存货	5,207.64	4,343.46	4,693.49	5,045.61	5,515.78
其他	732.45	758.09	498.40	723.45	466.02
<b>流动资产合计</b>	<b>15,285.92</b>	<b>15,621.28</b>	<b>13,590.69</b>	<b>16,201.08</b>	<b>16,063.51</b>
长期股权投资	664.45	650.51	650.51	650.51	650.51
固定资产	80.90	75.61	60.61	45.61	30.61
在建工程	572.82	677.45	757.45	807.45	777.45
无形资产	386.93	354.82	323.07	291.31	259.56
其他	5,269.43	5,577.51	5,539.03	5,512.58	5,512.58
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,974.53</b>	<b>7,335.90</b>	<b>7,330.67</b>	<b>7,307.46</b>	<b>7,230.71</b>
<b>资产总计</b>	<b>22,260.45</b>	<b>22,957.17</b>	<b>20,921.36</b>	<b>23,508.54</b>	<b>23,294.22</b>
短期借款	7,876.52	10,477.90	8,717.28	10,114.26	9,948.96
应付票据及应付账款	5,570.27	5,370.94	5,387.34	6,299.58	5,865.37
其他	4,347.01	2,452.18	2,856.04	2,767.06	3,283.63
<b>流动负债合计</b>	<b>17,793.81</b>	<b>18,301.02</b>	<b>16,960.65</b>	<b>19,180.89</b>	<b>19,097.96</b>
长期借款	1,212.23	1,372.45	800.00	1,014.44	800.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	194.77	215.29	200.00	210.00	215.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,407.00</b>	<b>1,587.74</b>	<b>1,000.00</b>	<b>1,224.44</b>	<b>1,015.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>19,200.81</b>	<b>19,888.76</b>	<b>17,960.65</b>	<b>20,405.33</b>	<b>20,112.96</b>
少数股东权益	58.02	80.01	80.45	99.79	127.89
股本	1,025.10	1,025.10	1,025.10	1,025.10	1,025.10
资本公积	344.95	344.95	344.95	344.95	344.95
留存收益	1,298.04	1,300.62	1,301.66	1,346.77	1,412.35
其他	333.53	317.74	208.55	286.61	270.97
<b>股东权益合计</b>	<b>3,059.64</b>	<b>3,068.42</b>	<b>2,960.71</b>	<b>3,103.21</b>	<b>3,181.27</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>22,260.45</b>	<b>22,957.17</b>	<b>20,921.36</b>	<b>23,508.54</b>	<b>23,294.22</b>

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	103.25	58.37	1.48	64.44	93.70
折旧摊销	81.38	58.71	46.75	46.75	46.75
财务费用	519.14	534.63	615.92	591.66	621.31
投资损失	43.94	(13.50)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	2,962.90	(823.22)	2,394.95	(1,229.95)	831.98
其它	171.46	(118.63)	0.64	27.62	40.16
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,882.07</b>	<b>(303.65)</b>	<b>3,049.75</b>	<b>(509.48)</b>	<b>1,623.90</b>
资本支出	(1,236.45)	81.49	95.29	40.00	(35.00)
长期投资	463.87	(13.94)	0.00	0.00	0.00
其他	132.14	(380.04)	(165.29)	(80.00)	75.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(640.44)</b>	<b>(312.49)</b>	<b>(70.00)</b>	<b>(40.00)</b>	<b>40.00</b>
债权融资	(2,838.55)	872.30	(2,939.17)	1,021.76	(998.05)
股权融资	333.52	(26.04)	(109.83)	50.44	(55.80)
其他	(355.51)	(787.27)	0.00	(0.00)	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(2,860.55)</b>	<b>58.99</b>	<b>(3,048.99)</b>	<b>1,072.20</b>	<b>(1,053.84)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>381.08</b>	<b>(557.15)</b>	<b>(69.25)</b>	<b>522.73</b>	<b>610.05</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>94,824.85</b>	<b>84,037.93</b>	<b>79,848.43</b>	<b>90,302.95</b>	<b>102,504.01</b>
营业成本	92,153.75	81,551.84	77,459.57	87,651.86	99,531.36
营业税金及附加	86.72	99.55	94.59	106.97	121.42
销售费用	1,322.81	1,299.98	1,237.65	1,309.39	1,435.06
管理费用	408.60	365.77	359.32	397.33	461.27
研发费用	78.28	76.82	79.85	90.30	102.50
财务费用	597.88	599.53	615.92	591.66	621.31
资产/信用减值损失	(46.42)	(72.04)	(60.00)	(64.00)	(70.00)
公允价值变动收益	2.03	93.71	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(43.94)	13.50	10.00	10.00	10.00
其他	35.25	31.62	30.00	30.00	30.00
<b>营业利润</b>	<b>123.73</b>	<b>111.22</b>	<b>(18.47)</b>	<b>131.43</b>	<b>201.09</b>
营业外收入	44.01	29.72	30.00	30.00	30.00
营业外支出	6.82	7.80	8.00	8.00	8.00
<b>利润总额</b>	<b>160.92</b>	<b>133.14</b>	<b>3.53</b>	<b>153.43</b>	<b>223.09</b>
所得税	57.67	74.78	1.41	61.37	89.24
<b>净利润</b>	<b>103.25</b>	<b>58.37</b>	<b>2.12</b>	<b>92.06</b>	<b>133.85</b>
少数股东损益	19.59	27.18	0.64	27.62	40.16
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>83.66</b>	<b>31.18</b>	<b>1.48</b>	<b>64.44</b>	<b>93.70</b>
每股收益(元)	0.08	0.03	0.00	0.06	0.09

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入	24.07%	-11.38%	-4.99%	13.09%	13.51%
营业利润	-41.65%	-10.11%	-116.60%	-811.71%	53.00%
归属于母公司净利润	-23.86%	-62.72%	-95.24%	4242.92%	45.40%
<b>获利能力</b>					
毛利率	2.82%	2.96%	2.99%	2.94%	2.90%
净利率	0.09%	0.04%	0.00%	0.07%	0.09%
ROE	2.79%	1.04%	0.05%	2.15%	3.07%
ROIC	4.83%	6.86%	5.76%	11.11%	9.56%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	86.26%	86.63%	85.85%	86.80%	86.34%
净负债率	190.95%	255.14%	188.29%	214.80%	178.51%
流动比率	0.86	0.85	0.80	0.84	0.84
速动比率	0.57	0.62	0.52	0.58	0.55
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	77.10	48.17	45.00	54.55	65.45
存货周转率	18.00	17.60	17.67	18.54	19.41
总资产周转率	4.34	3.72	3.64	4.06	4.38
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.08	0.03	0.00	0.06	0.09
每股经营现金流	3.79	-0.30	2.98	-0.50	1.58
每股净资产	2.93	2.92	2.81	2.93	2.98
<b>估值比率</b>					
市盈率	126.83	340.23	7,150.25	164.64	113.23
市净率	3.53	3.55	3.68	3.53	3.47
EV/EBITDA	12.07	17.88	16.06	14.92	12.25
EV/EBIT	13.09	18.86	17.17	15.78	12.88

### 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