



# 内外兼修, 爱施德寻求新发展

**买入 首次**  
目标价 23 元

## 报告摘要:

- **优化结构、高效库存、多元分销及深度运营商合作, 传统分销业务大幅好转。**公司在 2012 年业务遭遇滑铁卢, 下半年公司锐意进取, 对主营分销业务进行整顿。公司根据市场状况和信息系统调整库存, 优化品牌; 同时公司通过提高增值分销价值, 和厂商深度合作, 建立三大销售团队和运营商深度合作, 有效的提高了分销能力, 极大提高了了分销收入。
- **公司积极推进 B2B、B2C、O2O 业务模式的搭建, 加快电子商务升级, 并推进 IT 系统的升级。**公司从 2011 年开始搭建 IT 系统, 两年来通过 SAP、ERP 等支撑系统使得公司运营效率不断提高, 管理智能化。同时, 公司 2012 年开始打造“爱施德在线”的 B2B 电子商务平台, 以及 B2C 电子商务网站--酷粉网, 并积极探索 O2O 模式。管理系统和销售平台的创新增强了公司业务能力。
- **定位移动互联网应用渠道综合服务商, 积极谋求进一步布局。**爱施德从 2011 年起就计划布局移动互联网, 公司分别投资设立了北京酷玩瑞成网络信息有限公司和深圳市安派易讯移动科技有限公司针对智能手机的增长趋势, 开发基于智能机的游戏和 NFC 相关业务。2012 年公司定位 4C 综合渠道服务商, 积极发展移动互联网。
- **获得移动转售业务资质概率较大, 公司可协同已有资源, 积极拓展新业务领域。**工信部《试点方案》标志着移动通信转售大门开启。我们预计, 移动转售 5 年后市场空间可达 460 亿元; 另一方面, 《方案》暗藏玄机, 在属性上要求必须是中资民营企业; 资质上要求有必要的通信人员、场地设施; 仅此二项, 零售企业拥有资格者已屈指可数, 预计仅“国、苏、迪、乐”、天音和爱施德符合条件。获得转售牌照后, 将在对爱施德在收入、议价能力、移动互联网业务协同方面产生巨大影响。
- **盈利预测和投资建议。**我们预计公司 2013 年 EPS 为 0.60 元, 2014 年 EPS 增长 50% 达到 0.90 元, 主业给予 20X 估值, 考虑到移动通信转售业务以及未来移动互联网加速布局, 目标价 23 元, 首次给予“买入”评级。

## 消费服务研究组

### 分析师:

陈炫如 (S1180511080001)

电话: 010-8808 5961

Email: [chenxu@hysec.com](mailto:chenxu@hysec.com)

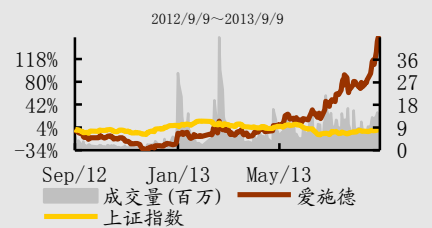
### 研究助理:

姜天骄

电话: 010-88013525

Email: [jiangtianjiao@hysec.com](mailto:jiangtianjiao@hysec.com)

## 市场表现



## 相关研究

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	12875	19581	35658	51073	64521
增长率 (%)	18.25%	52.09%	82.11%	43.23%	26.33%
归母净利润(百万)	359	-260	603	904	1174
增长率 (%)	-39.82%	-172.31%	N	50.0%	29.9%
每股收益	0.36	-0.26	0.60	0.90	1.18
市盈率	48.94	-67.69	29.18	19.45	14.97

## 爱施德访谈纪要

董秘发言: 业绩下滑, 进入低谷, 少人问津, 董事长, 两年来第一次的机会, 管理层与行业研究员接触的机会, 希望与公司的联系是持续的。

### 一、公司近半年的业绩回顾:

今年上半年, 营业收入 88 亿到 197 亿, 增长了 122%, 营业利润从去年的 2.77 亿的亏损, 今年的营业利润是 3.75 亿, 今年的利润总额是 3.77 亿, 归属到母公司的利润是 2.59 亿, 每股利润是 0.26。这是公司的基本面。

### 二、为什么会有这么大的变化:

- 1) 手机市场的快速增长, 是业绩提升的主要原因, 尤其是智能手机的占比越来越高
- 2) 以往的销售策略单一, 从去年开始, 开始调整销售方向, 从单一品牌调整为多品牌, 如三星、联想、酷派、小米。
- 3) 与运营商的合作加大, 在合约客户与运营商之间的合作的较好
- 4) 产品没有适应市场, 库存大(去年的问题), 今年建立了严格的库存管理制度
- 5) 多品牌运作, 规模效应的体现, 分摊的人工费率下降, 从去年的第三季度开始盈利
- 6) 业务模式转型以适应市场, 合约机的销售对市场的影响很大, 因此针对三大运营商提供服务, 打破了以往以产品为组织机构的模式, 与运营商和手机厂商合作, 发展竞争的定制手机。发展了平台销售, 分销模式从以往单一的分销变成了针对运营商的分销、公开市场分销以及平台分销。

自 2010 年到 2013 年, 公司合作的手机品牌不断丰富, 目前“中华酷联”、小米、魅族、OPPO 等国内品牌, 索尼、三星、苹果这些国际品牌。多品牌的合作带来的销量增长, 不会过多依赖某一品牌, 形成比较稳健的营销; 通过一些措施提高内部的资金周转效率; 成本费用占比在今年上半年有很大的下滑。

这些内部的举措主要是依靠 IT 系统来提高内部的工作效率, SAP、CRM 两大系统今年也会落地, 会对业务信息化, 对内外的管理运营和对公信息化合理体系都会更有效。

零售, 目前为止, 他们的苹果店在苹果公司定义的 KA 系列还是保持最大的地位, 目前有 110 多家。零售上除了苹果店, 我们还在发展 3C for u, 是新潮数码产品的概念。

### 三、手机行业的趋势

上半年手机行业的变化。智能手机市场的变化还是很大, 智能手机市场额更大。运营商自有渠道销售、社会渠道销售的比例较上年没有很大的变化。手机厂家竞争格局趋于稳定, 份额没有很大的变化, 三星作为最大的国际厂商, 19%, 苹果也基本维持, “中华酷联” 39-40% 的占比。智能手机销量占比, 高价位手机份额在往下走, 但基本稳定, 高端手机由基本由前十大知名品牌占领, 低端手机的竞争比较激烈。

今年同等价位的手机比去年的配置提高了很多, 5 寸 4 核成为今年千元智能机的主流配置。

电子商务的发展趋势, 处于较快的增长, 今年上半年较去年同期有百分之 3-4 的增长, 电商的价格非常的透明, 所以对整个行业价格的压低。

### 四、调研问答

问: 对于资本市场上的表现公司怎么看? 基本面和二级市场在声誉和销量有什么样的影响? 119 苹果店布局如何? 毛利率如何? 亏损如何?

答: 不太了解股价和业绩的关系。可以问董秘。公司认为, 无论股价涨跌, 正常的经营

都是必要的, 资本市场的表现, 公司管理层关注比较少。

问: 您认为是好事吗?

董秘: 我们只做我们该做的事, 二级市场的表现是你们的事。从分布来讲, 119 家苹果店都主要在大城市, 向北京上海等大城市, 向北京、上海啊这样的城市。今年上半年没有盈利。因为苹果 iPhone5 的销售表现达不到预期表现, 其创新能力没有达到消费者预期, (故而我们业绩不好。)

问: 关于股权集中问题, 公司的大股东持有集中, 尤其是考虑到公告说 12 个月内尚没有增持或减持的计划。不知公司如何看待这个问题。

答: 正如公告所说, 我们在 12 个月内没有增持或减持的计划。

问: 是不是出于避税?

答: 是。

问: 公司财报业绩时而亏损时而盈利, 我们想知道你们在分销领域怎么看?

答: 这个要看行业。还有环境的变化。行业是指手机的更新速度很快。手机更新周期长的有三到四年, 短的两三年, 这样的对我们业绩没有影响。但像去年那样功能手机转切的智能手机这种情况, 那就不一样了。现在我们在掌控智能手机的周期上的能力已经比以前更强了。我们对生命周期把控更强。我们不知道未来会不会有大的变化, 尤其是 LTE——这和运营商的政策有关。但在目前的政策情况下, 我们还是对业绩的稳定比较有信心的。

首先要分析业绩波动的原因是什么? 去年的业绩是因为供求管理方面产生了失误, 尤其是市场变化较快使得我们产生了大的失误; 现在如果市场没有这样大的变化, 我们肯定不会产生这样大的业绩波动。另外, 管理层通过一系列的手段, 包括信息手段, 我们希望控制风险。另外, 我们加强前瞻性和预警性。

多品牌的模式使得我们“东方不亮西方亮”, 多种例如来源使得我们波动变小。

不管哪个行业都有波动, 我们这个行业是快速消费品, 手机的行业变化很大。去年亏损是因为行业变化, 更主要的原因是在于我们公司没有即使发现问题。我们的多品牌架构的敏感度不够, 所以造成了去年产生的变化(亏损)。去年还有两个品牌推出了市场。去年在亏损的情况下, 我们还引入了 CIPIKM 系统来帮助我们信息进行提前报警。所以到今年上半年, 我们因为这个系统, 很多问题避免了。在人员没有变化的情况下, 半年达到一年的业绩。说了系统有效。我们会通过这一系列的手段提高风险管理的水平。

问: 我们怎么和同行把比较优势突出出来? 我们的比较优势在哪? (拿到别人拿不到机型/产业链中公司的角色)

答: 1) 多品牌合作 2) 风险系统都是使我们优势, 在销量增加的过程中, 固定成本没有大幅增加。

问: 公司不再专注于一些个别产品, 而在于平台搭建, 请简介一下应用分发

答: 我们不再关注与个别手游, 而在于平台搭建。手游也是我们的关注, 手游的变现能力强, 强于广告。游戏肯定是我们的内容之一, 但游戏研发不是我们做, 我们负责把游戏连接到消费者上去。

和天音(竞争对手), 比较, 我们和他们不同, 我们架构和经营管理都和他们不同。但管理上的差别, 我们也很感兴趣, 也希望各位能够告诉我们两家之间在移动互联领域的不同。

问: 1) 收入利润增长很好, 现金流恶化, -5.96 亿。因为什么导致了这样的下降? 2) 电商的上升, 对传统的手机的销售的冲击, 你们能不能提供电商的手机销售的市场份额。

答: 现金流是流出, 但仅看这个指标不能说明公司的情况。我们要提高资产使用价值(流动资金、现金、存货), 如果我们公司的规模还是这样不断扩大的, 我们现金流势必还是负数。我们去年的半年是 50 几个亿, 现在是 80 个亿, 全年 190 个亿, 我们充分利用财务杠杆, 存货应收款周转很高, 我们的现金流用在哪了, 我们用在有效的盈利资金上, 我们的存货、

应收款, 我们的存量在增加, 但周转天数下降。这反映了公司扩大规模、有效提高资金使用效率上, 给我们公司带来这样的收益。

京东和苏宁打架, 但没听过京东和爱施德打架, 京东是零售市场, 爱施德是分销市场, 大家在一条链上。京东还是我们的客户, 所以京东做大了, 未必把我们吃掉, 毕竟他们需要中间有人帮他们把很多工厂汇总成一个口给他们, 他们不会派人跟那么多厂家打交道, 因为那样他们的成本会很大, 比我们高。我们有一个误区, 即电商变大把渠道商挤掉。我们两家发展都很健康, 不会出现他们来吃我们肉。

问: 你们还做零售吗?

答: 我们现在做苹果专卖店, 京东是整个行业都有做。

问: 有关入口分发问题: 天音和爱施德都是手机分销的主要分销商, 我们如何把这个优势变成移动互联网的入口? 移动互联网的分发主要有百度、360 以及其买的 91 助手。硬件化有三种销售模式, 前置、中置、后置。前置和品牌和厂商谈。刚才 ppt 上说市场格局趋于稳定, 中华互联 2011 年到 2013 年维持在 39% 市场份额, 苹果趋于稳定。这个角度, 品牌厂商的议价能力很强, 你们要找他们拿手机比较难, 你们怎么看前置? 中置在流动环节, 拆包, 在运营商上有很多问题。后置, 则是渠道上刷机。卖一个手机, 营销人员提成 50 块, 如果刷机 10 块钱, 那他们肯定会把精力放在主要智能手机推销方面。另外, 还希望您谈一下入口之后怎么变现? 变现能力。

答: 你是想问在前置上可不可以前置, 大品牌的前置许可?

问: 入口之争, 我认为有这三种, 您怎么看? 你们的业绩提升, 最后一张 ppt 上, 移动互联网的分销这一块。从传统渠道分销上, 到软件平台上这样走。线下渠道对我们的帮助是什么? 我们可能通过线下刷机和预装打开的平台这一块。

答: 移动互联网我们称为渠道。这些我们的合作优势在什么地方? 比如线下。一个是预装, 这要取决于厂家合作, 一些厂家有各自的要求。一些厂家有要求, 他们认为有帮助。但不可否认, 我们有这个优势, 如果有他们许可。第二, 和移动互联网的人士交流过, 他们提到过一些路口困难: 他们要和众多零售商去谈, 但不知道零售商是谁。但我们爱施德有优势, 我们的队伍可以去谈。我们有很好的合作基础, 找到他们很容易。这也是我们的线下, 所以这不是一个简单的预装过程。你提到前中后三种方式, 后置就是和零售商的合作。这就是一些应用, 怎么放到终端上去。比如那天我谈的一个例子, 比如你我联合促销, 你有游戏应用, 你给我一张卡, 卡上有游戏 100 块钱, 可以去游戏中消费。我可以和我产品销售捆起来, 对消费者说你买这款机器, 我送你一张卡。对于移动互联网来说这没什么资源(消耗), 这样客户端很容易上到他手机里去了。中间的挫折是谁? 是我。这不是你想做就做得到, 因为要接触很多客户。

问: 关于能不能把平台植入手机里。如果我是虚拟运营商, 我又能去收购一家商店的话。具体怎么做呢?

答: 可以。现在运营商能做的, 虚拟运营商在终端层面也都能做。不同在于, 虚拟没有基础设施, 要借用。

问: 关于新业务。移动互联网应用的分发平台很新, 我们很感兴趣。移动互联网金融也是我们先提的。移动转售和互联网应用分发有先后关系吗?

答: 这是纯属巧合, 不影响这块业务的

问: 移动互联网应用分发平台, 我们在战略上讲和 SAP 和客户管理系统以及爱施德在线等新业务战略有什么关系?

答: 肯定有一定关系。一个很有趣的事情是, 线下看线上做得热闹, 都耐不住寂寞想去参与进去; 但线上也有难点、痛点, 刚才讲的例子就是, 我要是想去发展供货, 就很难。他除了在线上的一些动作以外, 线下就困难。将来一定是要线上线下来都要合起来。爱施德现在

都是线下的资源, 如果往线上走的话, 我们就能把线上线下来打通。

问: 三个系统 ppt 里讲还在建设当中, 还没完成。(答: 上线了) 那么对这三个系统的预期, 和分发平台还是有距离的。刚才听您说, 您有自己的优势做分发平台 (比如认识这么多厂商), 那您怎么把这种优势挪到线上来。怎么和 91、360、腾讯的竞争, 他们能一天把所有版本发出来, 我们能做到么?

答: 你的想象力还不够。我没说在线下做应用分发, 我们也可以做线上的分发平台。手段并不局限于线下。

问: 三个问题: 1) 郭总离职的问题。上次开会时和郭总交流时, 郭董非常强烈爱施德的传统业务, 他也参与到公司战略规划工作中。郭总走了以后对公司思路和战略有什么影响? 对于传统产业 (分发业务) 具有良好前景, 公司的认识是否有变化。2) 公司近期公告, 关于实际控制人是不是把资产转移到西藏去了; 在第六章后续计划里你们是这样写的: “信息义务员在未来 12 个月内, 不会上市公司的资产业务出售合并和他人合作, 上市如购买或置换资产重组的计划”, 这里第一个问题, 这里是不是意味着神州通和全球新对股份有承诺; 第二, 如果是承诺的话, 这里问题就很大了, 移动互联网业务处在上升期, 如果我们丧失了一个很好的并购工具, 我们该用什么方式在业务上拓展; 第三, 如果是承诺, 对子公司的并购和重组有什么影响; 3) 上回来参会时, 我们很想知道移动转售的内容, 我们怎么去打动三大电信运营商。当时说是投标还没有截至 (当时没说), 今天肯定结束了, 能不能回答一下。

答: 郭总对传统业务有很强信心, 去年上半年业务和去年一年差不多, 公司的传统也肯定要继续保持增长。传统分销未来有很大机会, 我们这个团队会做好。方向不会变, 传统业务不会丢掉, 新业务我们也会发展。

怎么解释上市公告, 我想和您交流一下。最近受到大家关注, 所以以前公告出了、写了, 很明确, 继续执着于自己脑中的问题。刚才郭总离职, 您可能想到了传统业务有变化。(提问者: 我不是这个意思, 我是指持续性的问题)。持续性你从基本上, 郭总、王总的回答上, 可以得到答案, 我们属于过度阶段。现在公司重新定义新的战略目标, 我们要做最具价值渠道商, 我们如果没有主营业务、没有一年几千万的出货量, 您觉得我们很容易可以做到吗?

其二对于您刚才第二个问题, 关于大股东协议转让股份到西藏, 你们可能关注大股东什么时候出售、什么时候资产重组, 您说这个问题很严重, 那严重在哪里?

问: 既然看好移动互联网, 那 (扩张) 的一个重要工具是并购, 如果这样承诺, 我们就丧失了并购工具。

答: 这意味着丧失吗? 那句话的意思您解读错了。我说两点, 一, 什么时候大股东会对公司业务进行资产重组, 难道您希望现在大股东重组吗? 二, 上市公司的能力会因为这句话对资产重组丧失吗? 这属于过度解读。大家生怕我们释放不利的信息, 今年我们想实实在在干一些事情, 没有什么不利的东西让大家误解。希望大家持续跟进, 以防理解错了。

第三个问题可能您会失望, 我们的方案, 运营商还是很认可的, 但是我觉得还是没到时间告诉您, 因为各个运营商的时间段是不一样的。比如移动 8 月份刚公示, 现在只是第一轮把方案报上去。后面这一过程中, 申请方可以改变内容。如果现在说了, 我们的金点子会被别人知道, 修改过再报上去, (董秘) 这样不利于我们拿牌照。我们充分利用了我们分销上的优势, 我们客户的积累、开放市场, 包括和合作方共同积累的优势。

虚拟运营上上补充一下: 一, 看虚拟运营上有多重要, 我们觉得非常重要, 而不只是一个概念, 在任何场合, 我们不会过度强调资本市场的内容, 我们强调把工作做到位, 拿到牌照。二, 关于您想知道的细节, 我觉得现阶段是没有意义和必要的。方案通过了, 这个工具才有意义, 如果没有通过, 测算只是对投资者的误导。您只需知道这个业务对公司的意义,

对公司有没有协同效应。如果能, 短期内可能亏损, 而长期内有协同效应, 这样你就会多一些理解, 而不是关注方案是怎么样的。方案一直在完善和修正。拿到牌照后, 我们也会继续完善。

问: 关于移动互联网分发平台, 我还不了解它的可行性。战略意义片子里有, 91 是越狱分发, 360、腾讯有自己平台, 我们的盈利模式可不可以描述一下。

答: 91 也好, 360 也好, 我问你, 他们是怎么来的? 没有之前的业务, 怎么做出来? 做一件事可以, 1) 自己从零做起 2) 请人做 3) 投资并购。

问: 传统业务。你们对 3G、4G 等类型以及苹果手机的增长你们预期是多少?

答: 取决于市场, 市场预期增长是多少? 对于真正的功能手机转换为智能手机的, 很多还是在一二线城市现在, 三四五线城市还有潜力, 中国有 9 亿 10 亿规模。此外你有了智能手机, 你也要换, 要更新换代, 就像电脑一样。手机一样, 屏幕、功能都会越来越好。移动以后人就更自由了, 我很看好这个市场。只要市场增加, 我就不担心, 这块少了, 另一块收入就增加了。

问: 国产手机的增长对我们利润有正影响, 但国产手机的渠道优势并不明显。现在如果苹果从 3G 中切到低端手机 (1000-2000 元), 抢断低端市场, 这一块会不会对你们的有影响。现在高端已经不增长, 他们一定会切到低端的。

答: 摩托罗拉翻盖机做得好, 诺基亚直板机做得好。他们都想做对方, 结果他们都没做成。所以你怎么知道它会改变政策呢? 能放下身段, 那他们会不会改变支持的销售渠道呢? 所以我们不能简单的推断未来。

补充一下, 第一, 市场份额的数据是多少, 我们有 3000 万 10% 左右, 这里有想象空间; 第二, 我们和苹果等厂家也在合作, 他们做, 我们也有机会做。虽然利润率低, 但销量大。我觉得不管谁起来或衰落, 对我们没有太大影响, 影响的是我们内部团队的管理, 对机会的把握。

问: 1) 国产手机和智能手机品牌, 毛利率差异有多大? 2) 智能手机价格在往下走, 销售这一块, 我们有没有具体数据? 3) 虚拟运营商的业务整合效应在哪一方面? 请展望一下。

答: 1) 毛利率, 国产和进口, 取决于不同的套路。比如, 有的有价保, 有的没有。所以不能用国际、国产来区分。2) 关于平均单价变化趋势。刚才说过了, 年报里有披露。我们平均单价去年到今年上半年有一个增长。我们的趋势和行业一直, 从品牌上来讲, 我们的定为在高端机和中高端大品牌。另外一方面, 近几个月, 大品牌中高端价格稳定, 仅有细微调整。

整合效应。虚拟运营上毕竟是运营商, 特点上讲和分销有不同的地方, 我们的设想有专门的团队来做这个虚拟运营商。这里的协同在门店合作、渠道合作、产品协同、人力资源的协同。这是我们的优势, 尤其是长期积累的客户上面, 我们会和近 30000 家门店说, 让他们帮我们发展我们的合约用户。

问: 去年和今年, 乐总的加入带来变化。董事会怎么考核您? 各个指标的比例有多大, 未来几年的目标是什么。

答: 乐总行业里有很多经验。我们有很多目标订给他, 一开始是三年, 但我们希望长期。具体激励方案, 我们按照公司的标准来激励。目标上, 具体到每年, 因为策略不一样, 我们有一些具体目标。

问: 在分销领域拿到多少产品, 市场份额呢?

答: 这是团队的事情。(没有有效信息) 你想看我们传统业务重点吗?

传统业务的权重是重点, 权重略大。主要的业绩的来源, 我们有技术的程度来考核。净利润的收入和总额增长的考核是有的, 每年多少不能说。

乐总是去年请的, 他的第一个任务就是要获利。我们一直在探讨移动互联业务, 乐总承

接了这一部分, 乐总的压力和担子更重了。

问: 传统业务的存货控制很重要, 对我们影响很大。这方面有没有什么举措?

答: 做销售最关键的是净销成, 不同的行业不同, 对于手机这个行业对这个比较敏感。我们会关注净销成, 关注存货有多少。我们要对产品有一个合理的预判。这个产品一旦分发出去, 在途等都会对我们存货有压力。我们有一个预警机制, 存货到多少了我们就要采取措施, 措施包括进货控制, 销售方面加快步伐, 力图降低存货成本。预警机制很重要。

问: 预警机制会不会受制于品牌商?

答: 会有的。很现实的问题, 品牌上要完成任务, 他们知道我们库存高了, 还是希望我们进货。所以这是一个体谅, 我们是长期的客户, 互相解决压力。这很多是我们合作的结果。

问: 三星和苹果您怎么评价? 他们在您说的这几个方面是什么特征。

答: 厂家和人一样, 有各自做事的方法。三星就很 aggressive, 压力很大他们。苹果有自己做法。每家公司只要成功做法就可以。

问: 大家担心智能手机达到了最高峰, 未来会下来。未来如果下来, 你们有没有其他匹配的考虑?

答: 首先智能手机顶端的预判哪里来的? 我觉得还没到, 中国还有市场和潜力。第二个你说我们能不能做其他东西。这里面有几个考量, 这个分销的协同性如何? 如果没有协同性, 那再建一个团队就没有意义。现在所有行业分销很成熟, 进入门槛很高。你要用并购的方式抓住团队。比如手机配件是不是可以考虑。但你一个团队卖两样东西, 一样价值比较低, 那么一般不会受重视。

问: 公司引进了国产手机, 像小米、华为等机型, 这些机型的主力机型覆盖度有多少? 引进厂家的机型占所有主力机型多少?

答: 这个不同公司不一样, 比如小米, 小米渠道比较简单, 线上他们自己, 线下是我们。华为占 24%, P6W 产品都是我们的, TD 是终端公司 (如华盛之类的终端公司) 做得, 电信是给了天音, 联想呢只有一个产品。

问: 公司净利率 2010 年有 6-7 个点, 今年净利率达到 1.4 个百分点, 虽然销售额很快。那么 1-2 之间, 对您来说是不是一个合理的净利率? 未来还会下降吗?

答: 净利率主要由毛利率决定。今年来讲毛利率超过 6 都是良好的情况。我们是希望做高这个值, 而不是让他下降。

问: 可能是大趋势?

答: 两高一低就是为了提高毛利率和净利率。

问: 线下分发方面。前置中置后置这一块, 我们这三个发挥点和切入点的排序是什么? 前置指厂商装, 中置指中间拆包, 后置终端零售商。

答: 从这个角度来看, 对爱施德来讲, 是中置这一块。厂家有他们的考量, 后置我们也可具体去做, 刚才有一个案例。

问: 终端自己有一些服务人员, 他们是什么角色, 主要分布在哪些层面?

答: 分销主要是把货分销给零售商, 我们要和零售商合作, 他们做销售计划、销售情况、经销成、购货、新产品介绍。我们的促销员回去帮助我们的零售商推动销售, 这就是你们在店里看到的“厂家销售人员”, 这里面就有爱施德人员。这是和我们客户的合作。

问: 计提的存货溢价准备上半年有 3.6 亿, 上半年存货优化方面, 我们的功能机和智能机的比例, 未来功能机和智能机转换加速, 未来这一值会不会变化很大。

答: 这个是财务观念问题, 这里要把两个数字结合去看, 一个是存货跌价准备, 准备是一个余额, 在资产负债表存货下, 报告附录里有数字, 另一个是在利润里的资本溢价估值, 所以我建议同时看这两个值。存货跌价准备对我的存货原值的影响, 反映了当时买的资产是否良好。随着公司发展, 大家可以明显看出这个变化。另一方面, 利润表的绝对数值, 存货

周转一定是随时间变化的, 这里面两个因素, 一是运营良好, 的那个产品会减少, 二规模会增加, 所以是一个综合影响。不能片面考虑。

问: 这个存货结构如何?

答: 都是智能机了, 功能机非常非常少。

问: 移动运营有没有专门部门, 如果有今年人数会有多少?

答: 其实是这样的。现在新的业务开拓上, 我们有战略部门专门做, 具体实施要依据最后落地方案来确定, 现在还讲不好多少人。战略部门比如虚拟运营商部门, 专业的部门有专门的团队。

问: 2011 年年报里有两个子公司, 一个是酷玩瑞成、一个是安泰易迅, 这两个公司进展的怎么样了?

答: 安泰易迅, 这个大家知道, 是一个进场通讯的内容。这个业务没有达到我们的预期, 我们目前暂缓对这一块的业务的投入。酷玩瑞成我们现在有在做刚才说的移动互联网分发的业务。

问: 传统业务。1) 线下渠道和线上的收入结构如何? 2) 苏宁收入以前有 6 个多点, 现在 3 个点不到。原因是和其他品牌商合作, 还是因为被电商冲击了? 我们的角度来看, 手机零售渠道是提升还是下降了? 3) 线下零售商合作条件变得如何?

答: 我们不区分线上线下, 我们分类是运营商不同、行业不同、公开市场不同。传统苏宁、国美, 现在电商, 都是我们的客户。这两年电商的收入占比在上升。数据没有, 但合作来看在上升。分类比较难, 京东是我们客户, 是电商; 但有客户线上线下都有做。电商上成规模的就是京东, 占我们 10%, 还是比较低的。

问: 申请移动转售, 苏宁也在申请, 将来想要 b2b 到 b2c, 未来肯定会和苏宁发生冲突。你们准备怎么处理这个问题。

答: 我们和苏宁不是在这个上面的冲突, 我们不是卖手机, 而是卖用户, 手机只是一个载体, 我们希望他们签了约, 他们给我们话费。有一个可能竞争, 就是苏宁也做虚拟运营商, 那就可能是竞争对手。移动转售就是竞争对手。传统分销业务没有竞争。

即使有竞争, 对手机零售没有影响。虚拟运营商的定位还不清楚, 要等牌照发了以后看。将来竞争肯定是有的。

问: 刚才的问题。收入 1-2% 的占比是因为什么原因? 原因是和其他品牌商合作, 还是因为被电商冲击了?

答: 最主要的运营商的市场, 我们把合作给了运营商, 所以这一块的比例下降了。现在运营商 20% 多, 原有的下降了。这个复杂在于裸机的销售, 一个是合约机的销售。

问: 第三个问题, 谈判条件。

答: 这个都是大客户。我们对客户有细分, 有等级, 量和规模是参考, 已及我们获利能力。根据等级分类给予不同的政策。

王总总结: 1) 不放弃传统行业, 进入移动互联网。2) 移动互联行业加强沟通, 保持好的业绩。

**作者简介:**

**陈炫如:** 商贸零售行业高级分析师，消费服务组组长，就读香港大学、中山大学、厦门大学，金融学硕士，5年证券行业从业经验，2010年8月加盟宏源证券研究所。曾服务于中金公司投资银行部、华泰联合研究所。

**姜天骄:** 商贸零售行业分析师，复旦大学经济学学士，上海财经大学数量经济学硕士。2012年加入宏源证券。

主要覆盖公司：永辉超市、上海家化、友好集团、红旗连锁、苏宁云商、银座股份、新华百货、吉峰农机、王府井、东方金钰、友阿股份、大连友谊、飞亚达、老凤祥、昆百大A、新华都、欧亚集团

**机构销售团队**

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
周迪		0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com	
机构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务