



通信销售服务与虚拟运营商双轮驱动

话机世界（831354）

销售业务转向通信线上线下综合服务

1、公司传统业务为移动数码产品销售与服务，另有代理运营商业业务，其中手机销售占比 80%以上；13-14 年浙江省内收入占比 83.80%和 74.70%。公司有 500 多家实体门店；每年接待消费者超过 2000 万人次；市场份额长年占浙江移动数码产品零售市场第一；为全国极少数同时拥有苹果、三星等品牌和国内全部主流品牌一级授权经销商的企业；代理三大运营商服务，浙江地区移动占比第一。

2、线上线下移动通信综合服务：涵盖设备和服务的线上订单、线下门店快速配送+上门服务的服务和推广模式。盈利模式包括销售和服务收入、代理营业厅收入分成、捆绑增值服务（手游等 APP）收入等。

虚拟运营商业增长迅速

1、公司 2013 年 12 月获得移动通信转售业务试点，为首批 11 家之一；2014 年公司发售国内首个 170 号，并推出首个虚商套餐久久（月租 9.9 元，话费 0.099 元/分钟，流量 0.199 元/M）。公司通过打包折扣价购买联通电信通话、流量资源，重新组合为产品销售，赚取中间差价。未来通过向游戏、生活类 APP 导入流量，也可以获得相应收入。2、大部分虚商由于注册号码成本低且实名制没有落实，活跃用户比例低下，平均 ARPU 值在 15-17 元/月。公司严格执行实名认证，实际活跃用户占比大大超过同业，ARPU 值保持在较高水平。

2、公司虚商产品目前主要定位中低端用户，用户特点为价格敏感性强、转换成本低等。公司针对性设计产品服务，中报虚商用户数量突破 20 万，业内排名居前。目前业务局限在浙江省内，未来通过扩充牌照资源+号码资源，向全国范围扩展。截至 2015 年 12 月 14 日用户数量已突破 50 万大关。同时，工信部同意公司开展跨地区移动通信转售业务试点，公司将新增上海直辖市及哈尔滨、南京、合肥等 61 个城市开展移动通信转售业务试点预计 2016 年用户发展数量将突破 300 万。

3、区位优势、上下游渠道优势：公司在浙江地方门店分布广，且合作销售渠道多样化；具有地区品牌和知名度等优势。公司与移动、联通、电信合作时间较长，具有上游深度合作优势；下游合作包括浙报传媒等具有地方网点和线上渠道的企业。

预计 15-17 净利润 3100/4632/7294 万元，建议关注

按公司规划 15-17 年省内+省外拓展，未来由于渠道拓展费用、分成、充值返送、折扣等，毛利率将有所下降。15 年预计成本与收入持平或略微亏损，而 16-17 年具有业绩高速增长潜力，用户数扩张情况将成为关键指标。传统销售业务预计保持稳健经营，为公司提供业绩支撑。代理营业厅随着业务扩充+参与数量扩大，预计收入和净利润将有稳步增长。综合预测 15-17 净利润 3100/4632/7294 万元，EPS 0.42/0.63/0.99 元，对应当前股价市盈率 23.3/15.6/9.9 倍。建议关注。

首次

不评级

郑军

zhengjun@csc.com.cn

010-85130772

执业证书编号：S1440510120044

发布日期：2015 年 12 月 25 日

当前股价：9.80

上证指数、沪深 300 走势图



相关研究报告

销售业务转向通信线上线下综合服务

1、公司历史和股权

公司前身成立于 1994 年，于 2004 年设立有限公司，08 年股改，14 年 11 月挂牌新三板。公司总股本 7400 万股，共有股东 62 户，董事长赵伯祥控股 58.65%。

2、移动数码销售+代理运营商，浙江省第一

公司传统业务为移动数码产品销售与服务，包括手机、数码产品、相关配件等，另有代理运营商业务，其中手机销售占比 80%以上；主要客户集中在浙江省境内，13-14 年浙江省内收入占比 83.80%和 74.70%。

公司传统领域优势包括：（1）500 多家实体门店遍布浙江省内核心商圈区域；每年接待消费者超过 2000 万人次；市场份额长年占据浙江移动数码产品零售市场第一。（2）全国极少数同时拥有苹果、三星等品牌和国内全部主流品牌一级授权经销商的企业；浙江本土唯一的苹果授权优质经销商（APR）。（3）代理三大运营商服务，浙江地区占比第一，承接浙江移动 288 家营业厅的运营，占总体营业厅数量 26%。公司 14 年起代理移动营业厅，获得包括劳务外包收入和线下设备销售渠道的双重提升。

表 1：公司业务分项情况

项目	2014				2013		
	收入（万元）	毛利率%	YOY%	占比%	收入（万元）	毛利率%	占比%
手机	211,827.57	7.50	6.19	80.88	199,479.20	6.56	81.25
数码	31,450.10	22.54	21.15	12.01	25,960.56	22.88	10.57
代理运营商收入	8,351.73		-14.17	3.19	9,730.50	100.00	3.96
配件	7,950.35	46.56	-1.71	3.04	8,088.93	58.56	3.29
其他	338.57	39.14	419.60	0.13	65.16	41.46	0.03
总体	259,918.33	13.53	6.82		243,324.34	13.78	

资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

3、线上线下移动通信综合服务

公司通过自有销售网点+代理营业厅，形成遍布浙江省的线下门店体系；在线上通过电商平台、移动 APP 销售手机和提供通信相关服务。最终形成涵盖设备和服务的线上订单、线下门店快速配送+上门服务的全面服务和推广模式。盈利模式包括销售和服务收入、代理营业厅收入分成、捆绑增值服务（手游等 APP）收入等。公司推出 APP 与 500 家实体门店结合，在浙江省打造以门店为核心的 2 小时通信数码综合服务圈，实现线上下单，线下自提或线下送货，承诺 2 小时内到达；同时，话机世界 APP 提供一站式通信服务解决方案，可实现为所有用户充话费、充流量及办理运营商及自有虚拟运营商业务、手机上门维修、回收的服务等。

虚拟运营商业务增长迅速

1、公司是首批虚拟运营商之一

公司 2013 年 10 月已与联通电信签署资源转售协议；2013 年 12 月获得移动通信转售（虚拟运营商）业务试点（为首批 11 家之一，包括京东、乐语、迪信通等），有效期至 2015 年底，由于公司相关业务规模较大，管理规范，预计届时将顺利获得正式牌照。2014 年 5 月 4 日，公司发售国内首个 170 号，并推出首个虚商套餐久

久 9.9（月租 9.9 元，话费 0.099 元/分钟，流量 0.199 元/M）。

公司通过打包折扣价购买联通电信通话、流量资源，重新组合为产品销售，赚取中间差价。未来通过向游戏、生活类 APP 导入流量，也可以获得相应收入。

2、公司严格执行实名制认证，活跃用户数量较高

根据工信部规定，今年 9 月起新增电话用户需实名制登记。虚商由于注册号码成本低（多采用送号后收话费方式）、实名制没有落实，大量手机号码被用于发送垃圾信息等，并很快变成“僵尸号”。虚商的活跃用户比例低，ARPU 值低（虚商平均 ARPU 值在 15-17 元/月）。公司在试商用阶段即采用实名制认证，线上用户需上传身份证及本人持证照片方可注册，注册后需上传持 SIM 卡+身份证照片激活；线下销售网点、合作渠道则配备了身份证识别器。这使得话机世界 170 号码的实际活跃用户占比大大超过同业，ARPU 值保持在较高水平。

3、定位中低端用户，市场较广

公司 170 号段产品目前主要定位地县级市、大城市外来务工人员等中低端用户，用户特点为价格敏感性强、转换成本低、游戏娱乐类需求较高。公司针对这一特点设计了低费用套餐（9.9 套餐、无长途漫游、流量不清零等）和销售策略，今年以来用户数量快速上升。公司地面推广采用自有门店+合作渠道方式，预计未来将以合作渠道推广为主（合作以充值分成方式为主）。

截至 2015 年 12 月 14 日，公司虚商业务用户数量已突破 50 万，用户数量在业内排名居前，但用户发展量受制于公司仅在浙江省 8 个城市牌照限制及号段资源不足，目前业务局限在浙江省内。2015 年 11 月，公司获工信部批准跨地区开展移动通信转售业务试点，新增上海、哈尔滨、南京、合肥等 61 个地市，未来还将进一步扩展城市。按照公司规划，2016 年虚商用户发展数量将突破 300 万。

4、竞争优势：区位优势、上下游渠道优势

公司在浙江地方门店分布广（自有 500 多家+代理营业厅近 300 家），合作渠道多样化；同时具有地区品牌和知名度等优势。上游方面，公司开展转售业务早，与联通电信合作时间较长，具有上游深度合作优势；下游合作包括浙报传媒等具有地方网点和线上渠道的企业，

盈利预测

1、虚拟运营商部分，公司实名制下 ARPU 超过行业平均水平。按公司规划 15-17 年省内+省外拓展，用户数量快速上升。未来由于渠道拓展费用、分成、充值返送、折扣等，该部分毛利率将有所下降。15 年客服、销售渠道投入较大，预计成本与收入持平或略微亏损，而 16-17 年具有业绩高速增长潜力，用户数扩张情况将成为关键指标。2、传统销售业务预计保持稳健经营，预计净利率稳定在 1%附近，为公司提供业绩支撑。3、代理营业厅，按照去年 8000 万元（10 月开始全面承接）收入基础，随着业务扩充（台席服务等）+参与数量扩大，预计 15-17 收入和净利润将有稳步增长。4、线上业务带来的流量导入收入短期内不会构成重大影响，但提供了中长期业绩弹性。

综合预测 15-17 净利润 3100/4632/7294 万元，EPS 0.42/0.63/0.99 元，对应当前股价市盈率 23.3/15.6/9.9 倍。建议关注，重点为虚商业务拓展情况。



风险提示

- 1、市场拓展风险：公司移动通信转售业务领域面临一定竞争，存在市场拓展不及预期风险。
- 2、偿债风险：公司 15 年中报负债率 83.43%，存在一定偿债风险。



分析师介绍

郑军：新三板研究员，经济学硕士，工科学士。4 年建筑央企工作经验，8 年证券从业经验，中级会计师；2010 年新财富非金属建材行业最佳分析师（团队）第五名。

报告贡献人

张怀 15901025279 zhanghuai@csc.com.cn

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

沈铖 021-68821631 shencheng@csc.com.cn

何利丽 021-68805267 helili@csc.com.cn

郑敏 021-68821600 zhengmin@csc.com.cn

潘振亚 021-68821619 panzhenya@csc.com.cn

深广地区销售经理

曹加 0755-23952703 caojia@csc.com.cn

杨帆 0755-22663051 yangfanbj@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

芦冠宇 0755-23953859 luguanyu@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/或个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622