



爱施德：优秀的手机分销服务商

公司盈利预测

我们预计公司2010年至2012年每股收益分别为1.3元、1.61元和2.07元，按照2010年27倍-33倍、公司股价35元到42.9元之间。

公司基本情况

公司是国内领先的手机及数码电子产品销售渠道综合服务商，根据消费者需求、产品特性以及客户特点不同，通过增值分销服务为三星、索尼爱立信、摩托罗拉、宇龙酷派等手机品牌厂商大规模分销产品；通过连锁零售服务销售富有个性化、功能化的以苹果产品为代表的数码电子产品；并为中国移动、中国电信、中国联通、苏宁、国美等关键客户提供手机销售渠道综合服务。

分销增值服务行业分析

2007年至2009年，通讯器材企业销售额同比增速分别为9%、1%、3%，而2010年1-4月，累计同比增速已经达到20%。

从产业链上看，手机分销处于产业链中游，链接生产厂商和下游营运商或零售商。由于国内地域辽阔，区域市场差异较大，因此专业的全国性分销商为手机从品牌厂商到消费者的销售过程提供增值服务，客户对象既包括全国各地经销商，也包括各地零售商；同时全国性分销商作为各手机品牌厂商的销售代理，通过代理多个品牌实现了销售渠道的规模效应。

全国性分销商需要具有资金实力、与供应商良好的合作关系，以及整合营运能力，因此壁垒较高。目前国内主要的分销商有中邮、天音、爱施德等5家，合计占有76.8%分销份额，集中度较高。

数码电子产品连锁零售

公司数码产品连锁零售以苹果授权店为主，针对3C产品融合及体验式购物需求。目前公司成为全国最大的苹果KA零售，iphone最大的社会零售渠道商。公司以苹果产品为主，同时积极引进其他3C产品，丰富产品组合，构筑电子产品连锁零售平台。

募集资金投资项目

按照招股说明书，本次拟发行5000万股，募集资金8.6亿元，拟投资于补充营运资金项目（包括增值分销渠道扩建项目、关键客户综合服务提升项目）、数码电子产品零售终端扩建项目、产品运营平台扩建项目以及信息系统综合管理平台扩建项目四个项目。

行业分析师：李振宇

执业证书号：S1490210030001

电话：010-58568200

邮箱：lizhenyu@hrsec.com.cn

公司盈利预测

我们预计公司2010年至2012年每股收益分别为1.3元、1.61元和2.07元，按照2010年27倍-33倍、公司股价35元到42.9元之间。

一、增值分销

- 1、假设分销手机均价每年下降5%，直营分销完全取代二级分销。
- 2、2010年至2012年，分销手机销量同比增长率分别为47.6%、38.7%和27.9%。

增值分销收入预测

	2009	2010E	2011E	2012E
单价	869.14661	825.68928	784.40482	745.18458
台数	699.66	1033.16	1433.16	1833.16
收入	608107.12	853069.14	1124177.6	1366042.6

数据来源：华融证券

二、关键客户综合服务

- 1、假设单机价格与分销价格相同。
- 2、2010年至2012年，年新增数量分别为100万台、200万台和200万台。

关键客户增值服务收入预测

	2009	2010	2011	2012
收入	235369.05	359222.44	516103.41	665140.32
新增销量		150	200	200
单价		825.68928	784.40482	745.18458

数据来源：华融证券

三、电子数码产品连锁零售

电子数码产品连锁销售收入预测

	2009	2010	2011	2012
收入	27960.35	34000	34000	34000
店面数	68	68	68	68
单点收入	411.18162	500	500	500
2010年新开		30	30	30
单店收入		400	350	500
新增收入		12000	10500	15000
2011年新开			30	30
单店收入			400	500
新增收入			12000	15000
2012年新开				30
单店收入				400
新增收入				12000
收入合计	27960.35	46000	56500	76000

数据来源：华融证券

盈利预测

单位：万元	2010E	2011E	2012E
营业收入	1258291.58	1696781.02	2107182.88
营业成本	1068874.72	1450005.42	1804408.26
营业税金及附加	1258.29	1696.78	2107.18
销售费用	88583.73	118265.64	136966.89
管理费用	16357.79	22058.15	27393.38
财务费用	125.83	169.68	210.72
资产减值损失			
公允价值变动			
投资收益			
营业利润	83091.22	104585.35	136096.46
营业外收入			
营业外支出			
税前利润	83091.22	104585.35	136096.46
所得税	18280.07	25100.48	34024.11
有效税率	0.22	0.24	0.25
净利润	64811.15	79484.87	102072.34
少数股东损益			
归属母公司股东净利润	64811.15	79484.87	102072.34
全面摊薄总股本	49300	49300	49300
摊薄每股收益	1.31	1.61	2.07

数据来源：华融证券

2007年至2009年，公司营业收入CARG为40.45%，实现了快速增长。其中直供分销占主营业务收入比重上升较快，而二级分销占比下降迅速。总体分销占比分别为74.5%、75%和69.7%，基本保持稳定。

2007年关键客户综合服务收入10.3亿元，2008年23.6亿元，2009年23.5亿元。

数码电子产品连锁零售目前处在快速成长期，现有店面68家，销售收入三年CARG达到92.3%。

2008年主营业务收入同比增长44.9%，主要原因为渠道总数（尤其是直供渠道）增加较快。2009年与2008年相比，渠道增速放缓，但单店销售额增长显著。

分产品看，2008年主营收入增长主要来自于三星手机销售，同比增加24亿元；2009年三星手机销售同比减少1.8亿元，索爱、酷派和苹果三种产品销售增加13.6亿元，为主要增量收入来源。

分销渠道数统计

	2009	2008	2007
增值分销	19526	17924	14039
直供	17899	15016	9137
二级分销	1627	2908	4902

数据来源：招股说明书

单店销售收入		单位：万元		
	2009	2008	2007	
增值分销	31.15	26.25	23.12	
直供	33.97	25.11	24.32	
二级分销	0.13	32.11	20.89	

数据来源：招股说明书，华融证券

主要产品收入		单位：万元		
	2009	2008	2007	
三星	628080.27	646503.69	405862.35	
索爱	97665.26	26483.02	3586.78	
酷派	66033.42	14442.72		
苹果	27960.35	14401.45	7133.6	
联想	26104.78	290.45	1631.05	
诺基亚	13303.85	10790.93	5848.14	

数据来源：招股说明书，华融证券

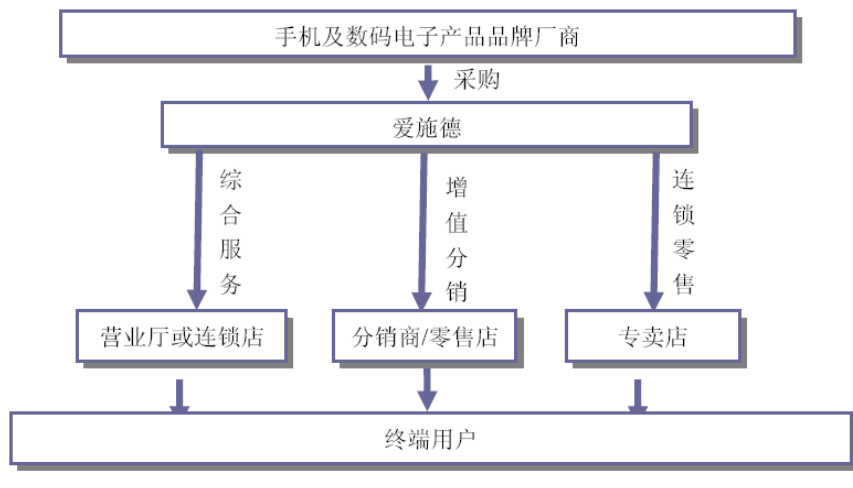
公司近三年毛利率分别为11.7%、15.9%和14.7%。2008年毛利率同比增长主要原因为2500元以上高毛利率手机销售增加较快，1000元以下手机销售数量也大幅增加，同时毛利率升高。2009年毛利率有所下降可能受三星产品进一步扩大市场份额策略影响。

公司基本情况

公司前身为深圳市爱施德实业有限公司，系由黄绍武等人于1998年6月共同出资创立，2007年10月，爱施德有限整体变更设立深圳市爱施德实业股份有限公司，2008年4月24日更名为深圳市爱施德股份有限公司。

公司是国内领先的手机及数码电子产品销售渠道综合服务商，根据消费者需求、产品特性以及客户特点不同，通过增值分销服务为三星、索尼爱立信、摩托罗拉、宇龙酷派等手机品牌厂商大规模分销产品；通过连锁零售服务销售富有个性化、功能化的以苹果产品为代表的数码电子产品；并为中国移动、中国电信、中国联通、苏宁、国美等关键客户提供手机销售渠道综合服务。

公司主营业务示意图

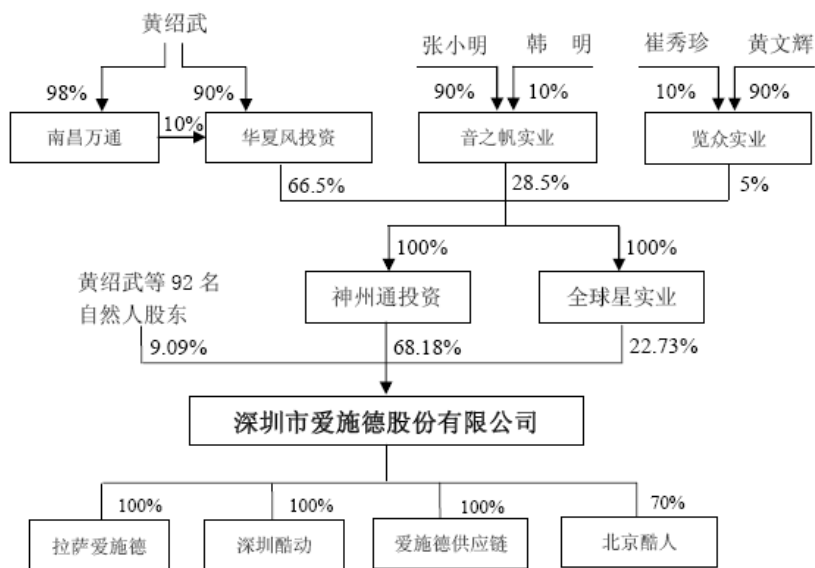


数据来源：招股说明书

股权结构及实际控制人

公司共有股东94名，其中92名自然人股东共计持有9.09%的股权，持股5%以上的主要股东为神州通投资、全球星实业。实际控制人黄绍武直接及间接持有公司62.05%股份。

公司股权结构

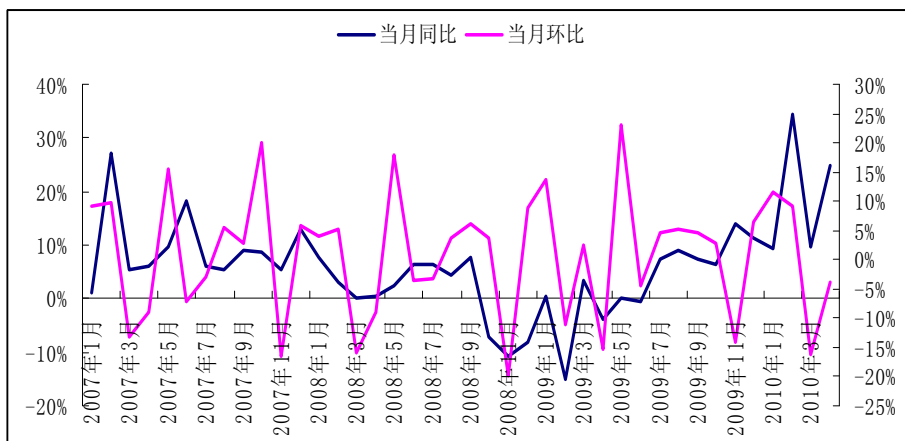


数据来源：招股说明书

分销增值服务行业分析

2007年至今，我国限额以上企业通讯器材销售额与整体经济形势走势一致。从2009年开始，通讯器材企业销售额同比逐步上升。从2009年6月开始，环比数据也逐步好转。2007年至2009年，通讯器材企业销售额同比增速分别为9%、1%、3%，而2010年1-4月，累计同比增速已经达到20%。

2007 年至今限额以上通讯器材销售额统计

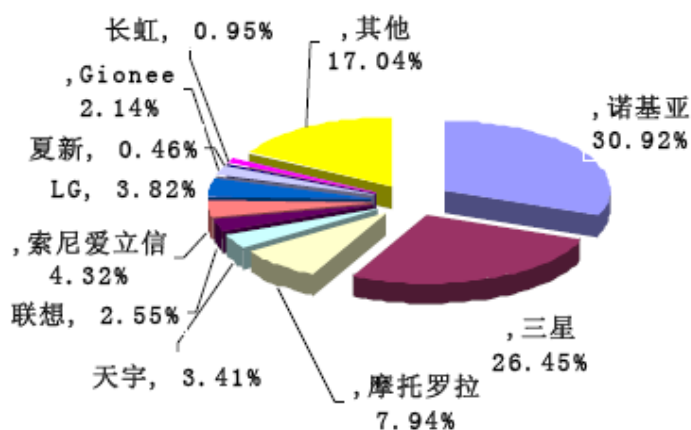


数据来源：招股说明书

从产业链上看，手机分销处于产业链中游，链接生产厂商和下游营运商或零售商。由于国内地域辽阔，区域市场差异较大，因此专业的全国性分销商为手机从品牌厂商到消费者的销售过程提供增值服务，客户对象既包括全国各地经销商，也包括各地零售商；同时全国性分销商作为各手机品牌厂商的销售代理，通过代理多个品牌实现了销售渠道的规模效应。

上游手机生产厂商众多，既有国际公司，也有许多国内企业，竞争激烈。2008年，诺基亚、三星和摩托罗拉合计占有65.31%的市场份额，优势明显。其余品牌较多，市场份额较小。

2008 年手机市场份额统计



数据来源：招股说明书

目前手机销售模式有“全国性分销”、“营运商定制”和“厂商直供”模式。从三种模式的市场份额看，受益于3G以及其他增值服务，营运商定制模式市场份额增长明显。分销仍是手机销售的主要渠道。

手机销售渠道发展趋势

2008—2012年中国手机市场渠道发展趋势

渠道模式	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
分销模式	60.0%	56.9%	54.4%	50.2%	48.2%
直供模式	21.2%	20.3%	18.9%	18.2%	18.0%
运营商模式	18.8%	22.8%	26.7%	31.6%	33.8%

数据来源：招股说明书

全国性分销商需要具有资金实力、与供应商良好的合作关系，以及整合营运能力，因此壁垒较高。目前国内主要的分销商有中邮、天音、爱施德等5家，合计占有76.8%分销份额，集中度较高。

主要分销商分销金额占比

公司名称	2009年上半年	2008年度	2007年度
中邮普泰	29.0%	28.9%	39.70%
天音通信	28.6%	27.0%	23.90%
爱施德	12.2%	9.8%	7.40%
华松派普	4.5%	4.8%	3.10%
中国长远	2.5%	2.5%	4.40%
合计	76.8%	73.0%	78.50%

数据来源：招股说明书

中邮和天音市场占有率相当，且两者均与诺基亚、三星及摩托罗拉等多个主要手机品牌。爱施德主要采取差异化战略，立足与三星的深度合作，积极扩展包括索爱、宇龙酷派等厂商的合作。

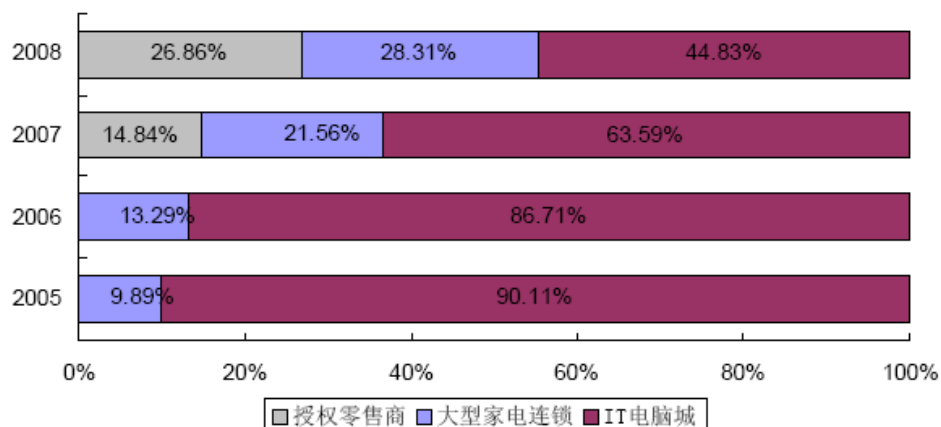
数码电子产品连锁零售

公司数码产品连锁零售以苹果授权店为主，针对3C产品融合及体验式购物需求。目前公司成为全国最大的苹果KA零售，iphone最大的社会零售渠道商。

目前苹果产品在中国的零售终端大致可以分为三种业态：核心授权零售商、全国大型家电连锁卖场和专业IT 电脑城。其中大型家电连锁和授权零售商份额增长较快。

此外，公司以苹果产品为主，同时积极引进其他3C产品，丰富产品组合，构筑电子产品连锁零售平台。

苹果产品终端销售份额



资料来源：招股说明书

募集资金投资项目

按照招股说明书，本次拟发行5000万股，募集资金8.6亿元，拟投资于补充营运资金项目（包括增值分销渠道扩建项目、关键客户综合服务提升项目）、数码电子产品零售终端扩建项目、产品运营平台扩建项目以及信息系统综合管理平台扩建项目四个项目。

募集资金投资项目

项目名称	总投资（万元）
补充营运资金项目	67,233.59
其中：增值分销渠道扩建项目	41,021.15
关键客户综合服务提升项目	26,212.44
数码电子产品零售终端扩建项目	12,868.61
产品运营平台扩建项目	1,537.30
信息系统综合管理平台扩建项目	5,000.00
合计	86,639.50

资料来源：招股说明书

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层（100033）

传真：010-58568159 网址：www.hrsec.com.cn