

# 后起之秀决胜渠道 高速发展未来可期

## ——爱施德(002416)投资价值分析报告

深圳市怀新企业投资顾问有限公司

### 一、认识篇：角色之辩 如何认识爱施德

今日,深圳市爱施德股份有限公司(以下简称爱施德或公司)正式发布招股说明书,公司即将登陆A股市场。爱施德是继天音控股后第二家上市的手机分销类企业,也是全国排名(以销售金额)第三的手机分销商,主要业务涵盖增值分销、综合服务、连锁零售三个方面。近几年,公司凭借对手机行业渠道深度和广度的精确把握,取得了超越行业平均的发展速度和盈利能力。

图1:爱施德主要业务范围



资料来源:招股说明书

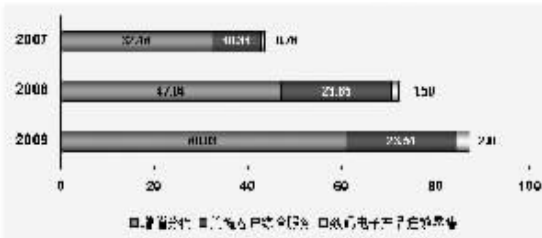
增值分销业务:在传统的分销业务之上再提供增值服务,包括产品研究、产品分销、市场策划、价格管理、终端管理、库存管理、信息服务等;发挥品牌手机产品核心运营的角色,通过对产品的综合服务提升盈利水平。

目前,公司是三星、索尼爱立信的核心全国分销商,宇龙酷派GSM手机的唯一全国性分销商,TD手机的两家全国性分销商之一,摩托罗拉的国代商。07年至09年,该业务收入年复合增长率37%。

关键客户综合服务: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。公司为其提供资金、物流、产品管理、业务推广、终端管理、市场策划、库存管理、信息服务等需求,为关键客户提供整体解决方案。

数码电子产品连锁销售:公司以下属子公司酷动数码“e”连锁销售以苹果产品为代表的数码电子产品,是苹果公司中国最大的授权零售商和经销商。该部分业务主要针对要求体验式消费的数码电子产品。目前在深圳、浙江、山东等17个省份及区域销售苹果产品。该部分业务归属于连锁零售业务,07年至09年,收入年复合增长率92%。

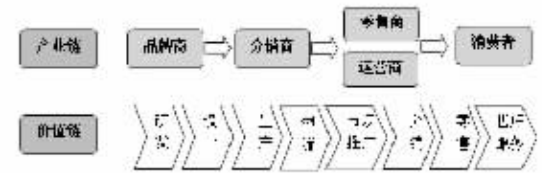
图2:2007年-2009年爱施德各部分业务收入比例图(单位:亿元)



► 分销商的价值之惑:

对于爱施德价值判断的核心问题归结在于对分销商的行业定位之上,部分行业人士认为,随着渠道扁平化的推进,分销商的价值将丧失或者逐渐缩小,最后沦为一个纯粹的物流商,从卖手机过渡到运手机。

图3:手机销售产业链及价值链关系图



资料来源:招股说明书

我们认为这种理论在可预见的限期内很难成立,因为要实现这种转变,首先要实现两个前提条件,其一:上下游的集中度较高,零售商向厂家直接采购和对接是经济的;其二零售商角色转变,从“类金融”的销售模式转变为具有4P(production,price,promotion,palace)的竞争力,从中短期(5年以内)来看,以上两点前提都不可能实现,尤其在国内外较为纷杂多变的区域性零售市场,零售集中度的提高是一个非常艰难的过程,例如集中度最高的家电销售渠道,国美苏宁的合计市场份额也不过26%,而超市类企业前十强的消费总额比例合计也不过2.9%(比沃尔玛仅一家就占据接近全美10%的销售总额)。

商业环境的形成需要一个国家经济、政治、文化、地理等有莫大的关系,因此不能一概而论,不同行业也可能形成不同的产业结构,不同的行业也会有不同的产业链和利润分配。

以白酒行业为例,五粮液旗下的银基集团作为其最大的分销商已在整个行业中具备相当话语权。以医药流通领域为例,国药控股已是最大的医药分销商,在行业中占据相对垄断地位。在IT数码、电脑产品领域,联想、美迈、神州数码等分销商占据了大部分市场份额,在产业链中话语权不可小觑。同样在手机领域,中邮普泰、天音控股、爱施德三大分销商就占据50%以上市场份额,控制力也较强。而在超市(食品饮料、日化产品为主)、百货(纺织服装、珠宝、化妆品为主)领域,在整个产业链中却没有诞生大的分销商。

当前中国零售商大都只掌握了4P中的渠道资源(palace),零售商是依靠其掌握的网点资源、货架资源、堆头、通道等获取后台返利收入,而真正通过进销差价赚取的毛利额并不足以弥补期间费用。长期看,随着中国零售商外延扩张的快速推进,渠道和网点资源将显得愈发稀缺,零售商只有掌控了其他3P才能实现可持续发展。目前3P基本上掌控在上游分销商或厂家手中,以营销(promotion)为例,由于促销员由各厂家或分销商派驻,因此,零售商自身的员工对商品属性了解并不深入,他们并不懂得如何真正销售,不是真正的“买手”。以价格(Price)为例,零售的采购员并没有真正研究商品,而仅仅是谈判员,不是真正的“买手”,而分销商在对一个品牌、一款手机的推广、运作上,对产品的流向和流速控制上比大部分零售商都要做的到位。

厂家、分销商、零售商三者之间永远还是在动态博弈中寻求相互制衡,厂家需要依靠大的分销商来迅速扩大其市场份额,也需要分销商来制衡强势的零售商(家电企业有前车之鉴)。零售商也需要依赖多品牌运作的分销商来分散其对单一厂家过分依赖的风险。强势的零售商在强势的厂家面前往往显得无能为力(比如国美、苏宁对诺基亚等产品),而弱势的厂家在强势的零售商面前也常显得无可奈何(比如国美、苏宁销售的国产品牌)。

因此我们认为,以手机为代表的数码类产品是高周转类产品,上、下游都很难单独承担库存和存货跌价风险,此时,分销商作为资金、物流、信息、售后服务平台具有其存在的重要价值。在市场的不断深化中,爱施德(包括天音、中邮)已不是普通意义上的手机批发商,而是提供资金结算、物流配送、产品选型、产品组合、终端管理、市场策划、库存管理、信息服务等一揽子解决方案的综合服务商,是手机产业有效运转的重要一环。

### 投资要点

■ 中国的手机市场是一个庞大的市场,中国有着世界上最众多的人口和最大的手机用户人群,手机已成为人们日常生活的必需品,如同上世纪90年代家用电器在中国的迅速普及所催生出一批巨型企业,手机市场的愈趋繁荣,也必将在行业内诞生出新的“国美、苏宁”。

■ 爱施德是继天音控股后第二家上市的手机分销企业,也是全国排名(以销售金额)第三的手机分销商,近几年,凭借对行业渠道深度和广度的精确把握,爱施德取得了超越行业平均的发展速度和盈利能力,公司的发展模式优于行业,将取得更快的发展速度。

■ 我们认为,以手机为代表的数码类产品是高周转类产品,上、下游都很难单独承担库存和存货跌价风险,此时,分销商作为资金、物流、信息、售后服务平台具有其存在的重要价值。在市场的不断深化中,爱施德已不是普通意义上的手机批发商,而是提供资金结算、物流配送、产品选型、产品组合、终端管理、市场策划、库存管理、信息服务等一揽子解决方案的综合服务商,是手机产业有效运转的重要一环。

■ 国内手机分销规模仍在持续增长中,未来五年仍将处于持续增长期,预计到2012年,手机分销规模将达到1.45亿部;3G时代的来临,为分销商提供了更好的发展机会,运营商的长期竞争将变相提升分销商的行业地位。

■ 爱施德拥有领先于同行的资本运营效率,近三年收入年复合增长率为40%,其中2008年及2009年营业收入增长率分别为66.1%、19.9%;2008年及2009年净利润增长率分别为193.2%、21.5%;同期公司的净资产收益率分别高达53.20%、63.07%、43.00%,反映了其强大的运营能力。

■ 爱施德的资本高回报源于公司对分销渠道价值在深度和广度上的挖掘,面对同样的市场和环境,公司在产品运营、渠道管控和运营商的合作等方面形成了区别于其它企业的核心竞争力。

■ 公司借助苹果零售专营,介入3C零售领域,连锁零售定位于销售新潮数码电子产品及其配件,借助苹果产品在全球的热卖,公司的零售连锁业务将取得快速的发展;另外借助公司已搭建的全国性分销平台,将分销产品扩展到上网本、电子书等,较强的业务拓展性也将保证公司融资后的资本运用效率。

■ 本次爱施德募投项目主要用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)及数码电子产品零售终端扩建,以及产品运营平台的扩建和信息系统综合管理平台扩建。

■ 本次爱施德发行预计5000万股,发行完成后股本49,330万股,我们预计2010年、2011年、2012年归属于母公司股东的净利润增长率分别为35%、40%、35%,每股EPS分别为1.31元、1.83元、2.47元。

■ 因此综合两种估值方法,我们给予公司合理股价为52.40元/股~55.80元/股,从基本面来看,公司所处行业空间巨大,公司具有良好的品牌效应,其强大的核心运营能力能保证公司未来的高速发展,本次IPO将是公司成长的新起点,公司具有较好的中长期投资价值。

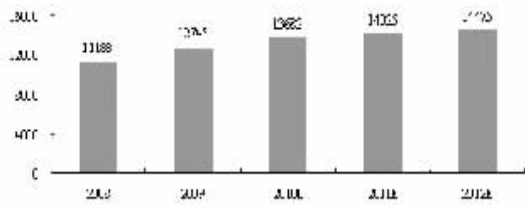
中国的手机市场是一个庞大的市场,中国有着世界上最众多的人口和最大的手机用户人群,手机已成为人们日常生活的必需品,如同上世纪90年代家用电器在中国的迅速普及所催生出一批巨型企业,手机市场的愈趋繁荣,也必将在行业内诞生新的“国美、苏宁”。

### 二、行业篇：手机市场持续增长 3G时代更可为

#### 2.1 分销市场保持稳定

目前,国内手机分销规模仍在持续增长中。根据权威统计机构赛迪顾问的统计研究,2009年国内通过分销模式销售的手机销量为12745万部,市场占比为56.9%。主要集中于中邮普泰、天音通信、爱施德等少数全国性分销商。未来五年内,手机分销仍将占据最大市场份额,销量规模将持续增长,预计2012年将达到1.45亿部。

图4:中国分销渠道手机销售规模(万部)



资料来源:赛迪顾问

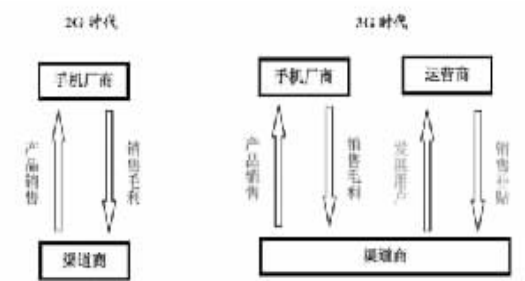
招股书资料显示,截止2009年底,中国手机用户普及率为57.6%;我们认为实际情况可能比这个更乐观一些,大量的水货手机、翻新手机、山寨手机可能并没有在统计之列,我们认为中国已基本完成了手机的普及时代。但是手机的生命周期要远远短于家用电器,而且其功能的延展性和身份属性等不同於一般电子产品的特点又使得手机产品在更新换代要远远快于其它电子产品。

#### 2.2 3G时代带来新的机会

在3G、三网融合、3C融合发展的趋势下,手机产业也将面临巨大的变革和发展空间,消费量、价有望获得双重提升,对于分销商而言,3G时代的来临,可能也是提升行业产业布局的另一重大契机。

在2G时代,手机销售渠道商跟运营商的关系不大,大部分机型都对应对应的GSM网络,而在3G时代,不同的机型对应的是三种不同制式的网络;卖出一个手机的同时,渠道商就为一个运营商争取到了一个客户。这必将从根本上提升手机销售渠道的地位,从而为其带来新的盈利模式,渠道商在靠销售产品挣钱的同时,还能靠运营商的销售补贴来挣钱。

图5:三种不同3G制式网络的竞争将为渠道商带来新的盈利模式



电信重组以后,运营商对用户的争夺会更激烈,从而对手机销售渠道会更加依赖。所以我们认为手机分销渠道会从运营商三张网络的竞争中长期获益。短期来说,单个用户的销售补贴额会较高,但补贴的用户数量较少;长期来说,单个用户的补贴额会下降,但补贴的用户数量会上升。

### 三、公司篇 领先的资本效率 强大的竞争实力

#### 3.1 从盈利能力看资本效率

近三年,爱施德收入年复合增长率为40%,其中2008年及2009年营业收入增长率分别为66.1%、19.9%;2008年及2009年净利润增长率分别为193.2%、21.5%。由于销售的规模效应导致期间费用未与销售收入同比例增长,净利润增长速度明显高于营业收入增长速度。

表1:近三年公司营业收入和净利润情况

项目	2009年度		2008年度		2007年度
	金额	增长率	金额	增长率	金额
营业收入	875,358.31	19.92%	729,973.84	66.08%	439,532.56
净利润	48,561.82	21.46%	39,980.99	193.19%	13,636.39

从市场占有率的变化情况看,爱施德所占市场份额提升最为明显,公司在手机分销市场占比已由2007年的7.4%升至2009年上半年的12.2%;显示了公司强有力的竞争优势。

表2:近三年全国手机分销商比例(以销售金额)情况

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

另外,公司强劲的盈利能力也是令行业惊艳,强大的产品运营能力使公司核心产品毛利率高出行业竞争对手,公司通过成功的产品选型、有效的市场推广以及合理的价格策略,集中公司资源支持核心产品销售,并取得了显著的效果(表3)。

表3:盈利能力对比

项目	2009年度		2008年度		2007年度	
	爱施德	天音通信	爱施德	天音通信	爱施德	天音通信
营业收入	875,358	1,742,143	729,974	1,630,968	439,532	1,538,749
归属于母公司股东净利润	48,561	28,463	39,980	13,874	13,636	24,571
主营业务毛利率	14.73%	9.68%	15.90%	8.15%	11.70%	8.20%
期间费用率	8.12%	8.34%	10.16%	7.81%	9.41%	6.74%
资产负债率(母公司)	61.92%	70.83%	61.07%	64.91%	74.07%	83.76%
净资产收益率	43.00%	15.58	63.07%	8.99%	53.20%	17.32

公司的销售比例中,三星手机的比例偏高,依赖度较大,不过从趋势看,已有明显的下降趋势,非三星品牌产品销售收入从2007年度的2.9亿元快速增长至2009年度的24.4亿元,占主营业务收入比由6.75%上升至27.94%。预计2010年至2011年,非三星品牌手机将占公司销售总收入的42%。

#### 3.2 从资本效率反观竞争能力

##### 3.2.1 产品运营力

由于手机和数码电子产品具有时尚性强、生命周期短的特点,因此对分销商的产品运营能力要求较高。爱施德具有完整、高效的手机产品运营平台,能快速对基于市场需求情况研究,向手机品牌厂商提供产品开发建议,向关键客户提供营销策划等服务,在产品的售卖中发挥了重要的作用,成为润滑市场运作的重要桥梁。

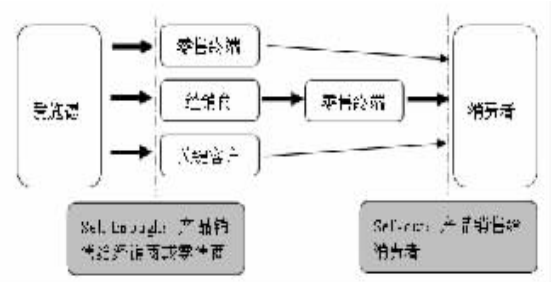
公司通过有效的产品运营,能成功降低了手机价格下降对公司利润的影响。手机行业竞争激烈,手机价格变化频繁,总体而言手机价格随产品上市时间推移呈现逐渐下降的趋势。通过运营方面的精细化管理,公司成功的使得产品运营能最大程度扩大销售产品的利润空间同时降低公司经营风险;这也是之所公司能够取得领先于同行业的盈利水平的重要原因。

##### 3.2.2 渠道管控力

爱施德采用渠道扁平化模式,减少中间环节、建立覆盖全国的销售网络、全面零售店管理及终端价格的有效管理构筑了较为强大的渠道管控力。目前,公司的销售网络覆盖30,000多家以开放渠道为主的零售终端,形成了覆盖全国,深入市、县、乡镇市场的营销服务网络。

公司执行以“Sell-Out”为核心的全面零售店管理理念,通过扩大销售终端的有效覆盖,提升零售终端服务水平、加强对终端市场及终端市场人员的管理以及改变销售人员的绩效考核办法等各种方法加强了对终端的管控能力。

图6:sell-out 核心理念



公司目前已经建立起以ERP系统为核心,包括知识管理及办公自动化系统、分销管理系统、物流管理系统、人力资源系统、财务管理系统等在内的企业信息化管理平台,实现了业务流程的自动化处理和管理,成为进行有效的业务管理和流程控制的重要手段。

##### 3.2.3 与电信运营商的深度合作

随着电信运营商竞争加剧,全国性优势分销商成为各大电信运营商参与竞争的重要战略合作伙伴。爱施德凭借较强的产品运营力、渠道管控力第一批成为中国移动、中国电信、中国联通深度合作战略合作伙伴,公司亦专设运营商管理中心及控股子公司北京酷人专门为中国移动、中国联通及中国电信提供深度业务合作。

公司与三大运营商合作密切。公司与电信运营商的进行全面深度合作,2009年电信运营商客户销售收入快速增长至17.3亿元。

### 四、拓展篇 业务拓展借力苹果 募投资金如虎添翼

#### 4.1 沿着产业链的业务扩展

零售终端将是公司未来培育的明星业务,公司以代理销售苹果各类产品为契机,借助苹果零售专营,介入3C领域。通过下属全资子公司酷动数码采用统一的酷动logo进行连锁经营,目前正在全国各地设立数码电子产品连锁零售服务平台。酷动专营店定位于销售新潮数码电子产品及其配件,在未來越来越注重购物体验的年代,酷动的模式无疑是面向未来年轻人群流行的模式,其网络价值将随着连锁店数量的增长呈几何式的增长。

图7:酷动数码产品店实景图



苹果公司是3C时代消费类电子产品的一面旗帜,其每一代新产品的推出在全球范围内都引起了革命性的轰动,但是苹果产品在中国地区的运营水平却与其在全球的地位是极不相称的,这里面很重要的因素就是苹果公司一直没有理顺在国内的销售渠道,苹果产品也逐渐意识到在中国的发展必须依靠良好的渠道商来保证。

目前,苹果产品在中国的零售终端可以分为三种业态:核心授权零售商、全国大型家电连锁卖场和专业IT电脑城,2006年底苹果在中国引入授权经销商模式后,由授权经销商开设专卖店销售苹果产品,该销售模式发展迅速,短短两年,授权经销商销售的苹果产品所占比例已接近27%(2008年)。

目前,爱施德旗下的酷动数码“Goodoo”在国内苹果产品的核心授权零售商所占份额已位居第一,截至2009年12月31日,酷动数码共有直营店68家,公司拟在1.5年内在全国12个省、38个城市按照平均速度、均匀分摊的方式再开设专卖店90家,同时增加IT软硬件投资,以支持酷动数码管理门店数量的大量增加,公司的苹果零售业务将持续的高速增长。

另外在分销领域,公司目前已涉足拓展至上网本及电子书等移动互联终端产品及其他数码电子产品的分销。上网本方面,公司成功与全球前二大上网本生产厂商联想、华硕签署合作协议,成为其全国性代理商,负责其产品在包括运营商渠道在内的全渠道销售,2009年上网本产品已实现销售收入28,036.50万元。电子书方面,公司已取得汉王电子书(国内市场95%以上)的代理权。随着上网本及电子书市场需求的增长,公司也将面临较大的其它业务发展机会。

#### 4.2 募投项目内容

本次爱施德募投项目主要用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)及数码电子产品零售终端扩建,以及产品运营平台的扩建和信息系统综合管理平台扩建。

表4:募集资金项目

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

► 补充营运资金项目:公司拟投入6.72亿元用于补充营运资金,用于增值分销渠道扩建及关键客户综合服务提升两个子项目,占总募集资金比例为77.6%。充足的营运资金对公司业务发展形成有力支持。增值分销渠道,公司将加快上网本、电子书、家庭信息机、MID(多媒体信息终端)、数据卡等新型产品销售渠道的综合服务。公司将拓展3-5个在细分市场具有优势的国内外手机品牌,公司需要较大的营运资金支持增值分销业务发展。关键客户综合服务:充足的营运资金有利于与三大运营商的合作。

► 数码电子产品零售终端扩建项目:公司拟投入1.29亿元用于该项目,由公司全资子公司深圳酷动实施,你在1.5年的建设期内,在全国12个省、38个城市新建数码电子产品零售店90家。预计该项目2010年销售收入达5.92亿元,税后利润0.52亿元。

### 五、盈利预测与估值分析

本次爱施德发行预计5000万股,发行完成后股本49,330万股,我们预计2010年、2011年、2012年归属于母公司股东的净利润增长率分别为35%、40%、35%,每股EPS分别为1.31元、1.83元、2.47元。

表4:爱施德业绩预测表(百万元)

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	8754	11468	15619	19945
同比增长	19.92%	30.10%	36.2%	24.5%
分项比较	收入	收入	收入	收入
增值分销	6083	8191	11335	14489
关键客户	2354	2687	3012	3311
连锁零售	280	560	1240	2110
其他	37	30	32	35
净利润(百万元)	478.23	646	904	1220
同比增长	5.46%	35%	40%	35%
每股收益(元)	0.97(摊薄)	1.31(摊薄)	1.83(摊薄)	2.47(摊薄)

#### ► PE估值法

公司估值可参考的可比上市公司最佳样本是天音控股,公司目前的销售收入规模为天音控股的一半,但盈利能力接近其一倍。虽然天音控股利润增长的弹性较大,但终究爱施德的资本运作效率较高,因此公司的市值因应高于天音控股,参照近期上市的中小板,给予公司2010年42倍的市盈率合理估值,对应股价为55.02。

表5:行业及近期中小板上市公司市盈率比较

股票名称	EPS	2009A	2010E	2011E	PE	2009A	2010E	2011E
行业代表								
天音控股	0.30	0.53	0.66	54.4	29.83	23.95		
近期上市中小板								
联发股份	1.49	1.69	2.00	57.90	40.03	27.41		
力生制药	0.85	1.01	1.12	50.75	69.36	56.87		
三聚环保	0.52	0.81	1.16	60.33	45.35	38.32		
当升科技	0.50	0.90	1.46	66.31	38.07	27.79		
平均				54.04	42.02	34.17		

#### ► PEG估值法

另外,公司未来3年每股收益为1.31元、1.83元、2.47元,净利润复合增长率为36.97%。按照PEG为1-1.2合理估值,合理的市场价格区间为48.43元股~58.11元股。

因此综合两种估值方法,我们给予公司合理股价为52.40元/股~55.80元/股,从基本面来看,手机行业空间巨大,公司已形成良好的品牌效应,其强大的核心运营能力能保证公司未来的高速发展,本次IPO将是公司成长的新起点,公司具有较好的中长期投资价值。