

良晋电商 (834438) 批发和零售行业 —公司深度报告

投资评级 评级调整 收盘价 13.16 元

投资要点:

1. 良晋电商具有自己独特的商业模式。

公司为移动通讯渠道商,专注于线上业务,已经发展了 1.4 万家左右下游手机商户。由于较早采用了互联网分销模式,打破了原有层层分包的长链条模式,剥离了线下门店,在行业普遍不景气的情况下保持盈利并逐年扩大规模和利润。

2. 公司业绩连续增长。

2013 年良晋电商依靠互联网实现了 5.57 亿元营收,2014 年实现营收 6.07 亿元;2015 年预计实现 13 亿元以上的营收。

3. 公司正在向全国渠道全覆盖布局,未来将开拓国际市场。

为了解决在线分销业务覆盖广度的问题,公司将在全国各省内寻找有实力的分销商合作,进行渠道的覆盖和平台的建设,通过并购及设立子公司的方式进行整合。未来公司也将开拓国际市场,发展跨境电商业务,实现国内外市场一体化。

4. 立足消费者需求数据,提供反向定制手机相关服务。

在公司的线上零售业务中,公司对获取的电子商务平台大数据进行分析,按照消费者需求反向定制手机,为个性化手机品牌及周边品牌产品、互联网特质的手机品牌等合作伙伴的品牌发展提供服务。

5. 向综合交易服务平台发展。

良晋电商为上下游客户提供供应链管理服,为同行业提供交易安全、高效、标准化的流程,整合品牌资源,降低采购成本。同时利用获取的电子商务平台大数据与品牌商进行深入合作及服务。

6. 公司与上游公司富士康合作紧密。

公司在新三板上市,富智康(南京)持有公司 4.41% 的股份,位于前 10 大股东之列,作为良晋电商的上游合作商,两者的合作不断深入,给渠道商带来更多机遇。

7. 公司高管团队对行业运作非常熟悉。

公司高管团队对移动通讯行业具有丰富的经营经验,总经理、副总经理都曾在行业内知名公司取得良好业绩,具备运作渠道商企业的扎实素养。

风险提示: 公司业绩目标不达预期,其他渠道商转型互联网形成激烈竞争。

发布时间: 2016 年 2 月 16 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	14.1
上证指数/深圳成指	2836.57/10045.37
50 日均成交额(百万元)	0.0681
市净率(倍)	6.91
股息率	—

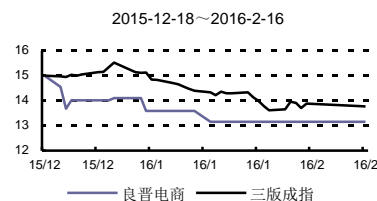
基础数据

流通股(百万股)	4
总股本(百万股)	34
流通市值(百万元)	5.264
总市值(百万元)	447.44
每股净资产(元)	1.9048
净资产负债率	3.59

股东信息

大股东名称	江苏君晓投资有限公司
持股比例	52.94%
国元持仓情况	0%

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员:	施雪清
执业证书编号:	S0020511030014
电 话:	021-51097188-1826
电 邮:	shixueqing@gyzq.com.cn
研究助理:	胡晓慧
执业证书编号:	S0020115100003
电 话:	021-51097188-1957
电 邮:	huxiaohui@gyzq.com.cn
地 址:	中国安徽省合肥市梅山路 18 号 安徽国际金融中心 A 座国元证券 (230000)

目录

第 1 部分 公司概况	4
1.1 公司为国内领先线上手机分销商	4
1.2 公司股权结构	4
1.3 公司业务介绍	5
1.4 公司在行业中的竞争地位	6
第 2 部分 经营情况	6
2.1 收入保持高速增长	6
2.2 营业收入结构集中	7
2.3 与同类公司财务比率相比公司更具优势	7
2.4 公司正在向全国渠道全覆盖布局	8
第 3 部分 行业现状	9
3.1 移动通讯行业产业链	9
3.2 行业规模不断增长	10
3.3 行业进入壁垒高	11
3.4 政策环境有利于渠道商发展	11
3.5 国内手机销售渠道特点	12
3.6 渠道商发展趋势展望	13
第 4 部分 投资亮点分析	13
4.1 受到重量级投资方青睐	13
4.2 向综合交易服务平台发展	14
4.3 提供反向定制个性化手机相关服务	14
4.4 向全国渠道全覆盖布局	15
4.5 管理团队深耕行业多年	15
4.6 公司目标明确	15
第 5 部分 盈利预测	15
第 6 部分 估值与投资建议	17

图表目录

图表 1 良晋电商发展历程	4
图表 2 良晋电商股权结构	5
图表 3 良晋电商旗下公司	5
图表 4 公司收入构成（单位：万元）	5
图表 5 公司主要竞争对手	6
图表 6 公司营业收入增长情况	7
图表 7 近年来公司主营构成	7
图表 8 良晋电商与同类公司的财务比率比较（2014 年）	8
图表 9 2013 年、2014 年来自江苏省内外的收入占比变化图	9
图表 10 移动通讯行业产业链	9
图表 11 国内手机销量以及 3G 手机所占比例	10

图表 12	国内手机出货量当月值对比.....	11
图表 13	移动通讯行业相关国家政策.....	12
图表 14	我国手机销售渠道.....	13
图表 15	1322 平台提供的服务.....	14
图表 16	良晋电商的电商平台合作商.....	14
图表 17	良晋电商业绩目标.....	15
图表 18	盈利预测有关假设.....	16
图表 19	资产负债表（万元）.....	16
图表 20	利润表（万元）.....	17
图表 21	现金流量表（万元）.....	17
图表 22	比较估值.....	18

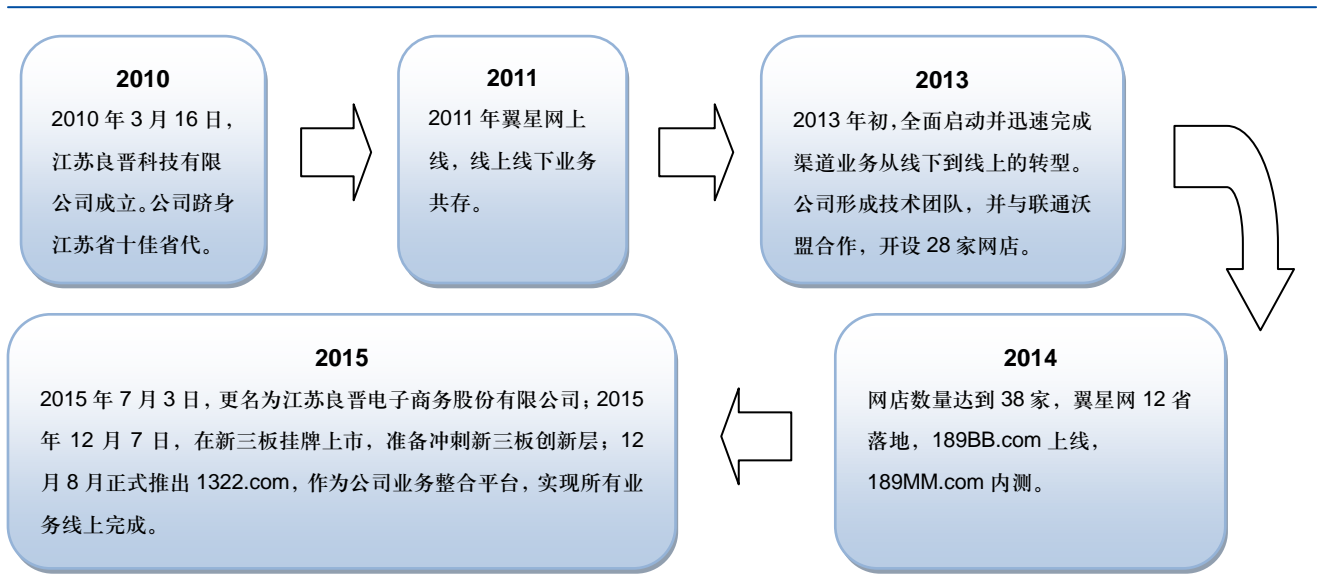
第 1 部分 公司概况

1.1 公司为国内领先线上手机分销商

公司前身为江苏良晋科技有限公司，成立于 2010 年 3 月 16 日，是一家专业从事手机及相关产品分销和零售的移动通讯渠道服务商，是国内主流手机分销企业中率先应用互联网技术进行营销、交易和服务的几家之一。2013 年公司将所有的线下商店关闭，专业从事电商业务。2013 年良晋电商依靠互联网实现了 5.57 亿元营收；2014 年实现营收 6.07 亿元；2015 年预计实现 13 亿元以上的营收。2015 年 12 月 7 日，良晋电商在新三板挂牌上市。

公司的分销业务主要基于自营电子商务网站翼星网实施，目前，公司发展了 1.4 万家左右下游手机商户成为翼星网的注册用户，在平台上向公司进行手机及相关产品采购。公司由于较早采用了互联网分销模式，一方面打破了原有层层分包的长链条模式，降低了渠道运营的成本、提高了渠道运营的效率，另一方面也利用 IT 技术降低了人工成本和扩张成本，剥离了线下门店、轻资产运行，在行业普遍不景气的情况下保持盈利并逐年扩大规模和利润。

图表 1 良晋电商发展历程

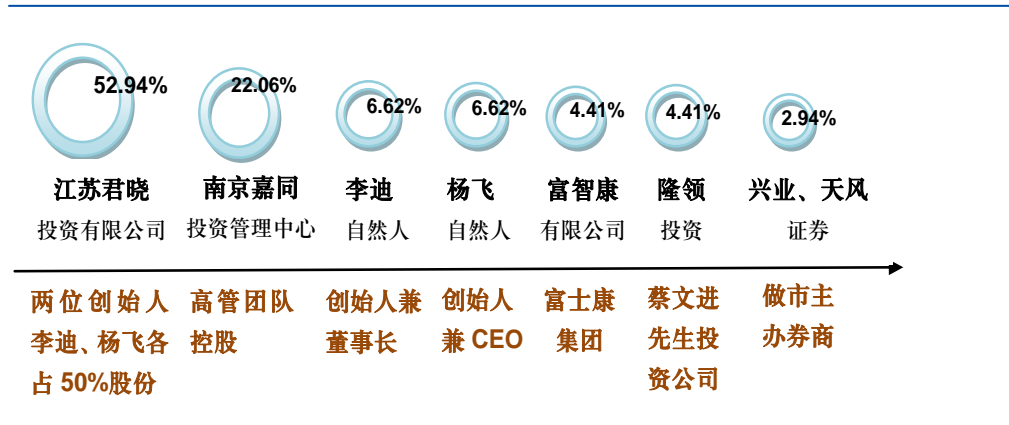


资料来源:公司宣传材料, 国元证券研究中心

1.2 公司股权结构

目前，江苏君晓投资有限公司持有良晋电商 52.94% 的股份，为良晋电商的第一大股东，其中两位创始人李迪、杨飞各占 50% 的股份；南京嘉同投资管理中心持有良晋电商 22.06% 的股份，为公司高管团队控股，是公司第二大股东；自然人李迪、杨飞各自持有公司 6.62% 的股份，两位分别担任公司董事长和 CEO，也是公司的实际控制人；富士康集团的富智康有限公司以及隆领投资各占公司 4.41% 股权；兴业、天风证券作为做市主办商，持有公司 2.94% 的股权。实际上，公司股权非常集中，近 90% 的股份由高管持有，这也有利于高管扩大公司经营规模，创造价值。

图表 2 良晋电商股权结构



资料来源:公司宣传材料, 国元证券研究中心

1.3 公司业务介绍

良晋电商旗下有 3 家公司, 分别为良晋数码、朋汇网路、良晋信息技术。良晋电商从事众多线上业务, 包括 B2B 垂直电商、线上 B2C 零售、为 T4-6 市场手机零售店提供一站式采购服务、为品牌合作伙伴提供渠道覆盖解决方案、为合作伙伴提供云采购服务、提供业内新闻资讯, 整理收集全国报价。在公司的线上零售业务中, 公司与各大电商平台包括淘宝、天猫、苏宁易购、国美在线等合作, 已经开设了 39 家线上零售店。

图表 3 良晋电商旗下公司



资料来源:良晋电商宣传材料, 国元证券研究中心

公司自 2013 年完成渠道业务从线下到线上的转型后, 2014 年公司主营业务收入已基本全部来自线上业务。销售模式上, 公司线上业务形态可细分为面向线上商户和线下代理商的 B2B 手机分销业务, 以及面向终端用户的 B2C 手机零售业务。其中 B2B 手机分销业务在公司业务中占较大比重, 也是公司价值和核心竞争力所在。配合手机业务, 公司还从事口袋打印机等周边产品以及其它相关增值业务, 但来自手机产品的收入占公司整体收入的比重超过 99%。

图表 4 公司收入构成 (单位: 万元)

时间	手机产品	技术服务费	其他数码产品	总计
2013	55,502.92	20.00	68.31	55591.22
2014	60,570.90	34.12	64.08	60,669.10

资料来源:Wind, 国元证券研究中心

1.4 公司在行业中的竞争地位

国内移动通讯渠道服务市场竞争激烈，是电信运营商、手机厂商和渠道服务商多方竞合的结果。公司深耕江苏省内并且在全国多个省建立站点，拓展业务覆盖范围。相对于业内大的分销商公司，公司在规模上存在一定差距，但良晋专注于电商渠道，具有自己独特的竞争优势。同行业中，公司主要竞争对手有天音通讯、爱施德、话机世界通信集团、南京德乐科技等。

图表 5 公司主要竞争对手

企业名称	企业简介
天音通讯股份有限公司	公司是目前中国最大的移动电话综合服务商之一，是主流手机厂商在中国的重要战略合作伙伴以及国内三大电信运营商的综合服务商，近年来公司开始向移动互联网转型。
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渠道服务商，公司覆盖全国的销售网络，为苹果、三星、索尼爱立信等销售产品，是三大电信运营商以及国美、苏宁的服务商，对近 20000 家以开放渠道为主的销售终端实施现场人员支持和管理。
话机世界通信集团股份有限公司	主要经营通信设备及配件、数码电子产品、家用电器的销售，拥有“话机世界”、“众泰数码”、“沃达科技”三个品牌的连锁集团公司。
南京德乐科技股份有限公司	公司立足江苏，是区域领先的移动通信渠道服务商。主要通过连锁门店以及电信运营商合作营业厅从事综合性渠道服务。

资料来源：公司定期公告，国元证券研究中心

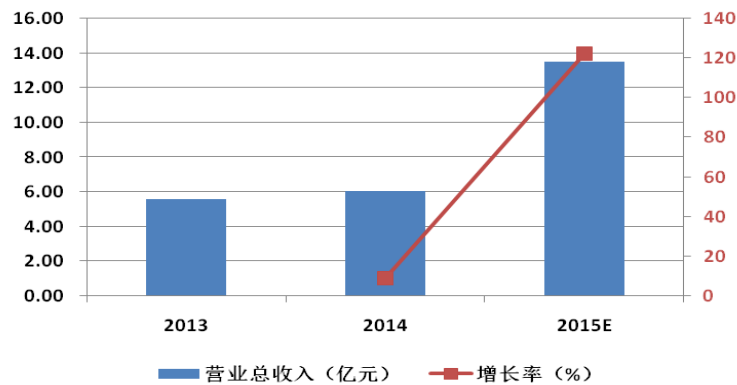
第 2 部分 经营情况

2.1 收入保持高速增长

2014 年，公司实现主营业务收入 60700.72 万元，利润总额 1266.85 万元，同比增长 8.91% 和 1187.41%，实现每股收益 0.58 元。2013 年公司将所有的线下商店关闭，专业从事电商业务，公司营业收入大幅增长。根据公司业绩预告，2015 年公司营业收入额约 13.5~14.2 亿元，比上年同期上浮 121%~133%。

公司业绩保持高速增长的原因主要是公司迅速完成渠道业务从线下到线上的转型，采用新的商业模式，大力推动公司信息化的进程，在互联网技术上加大投入，有效地提高了公司内部运营效益和人均效能。此外，公司积极主动与上游手机厂商以及运营商展开合作。2015 年公司与富士康、美图移动公司的战略合作推动了企业取得更多的上游资源和品牌合作机会，如美图、诺基亚、苹果、小米等。公司业务在原来的电信终端销售合作为基础上新拓展了移动、联通的终端销售合作，并成为联通华盛、山东移动、广东移动、河南移动等的紧密合作伙伴。

图表 6 公司营业收入增长情况

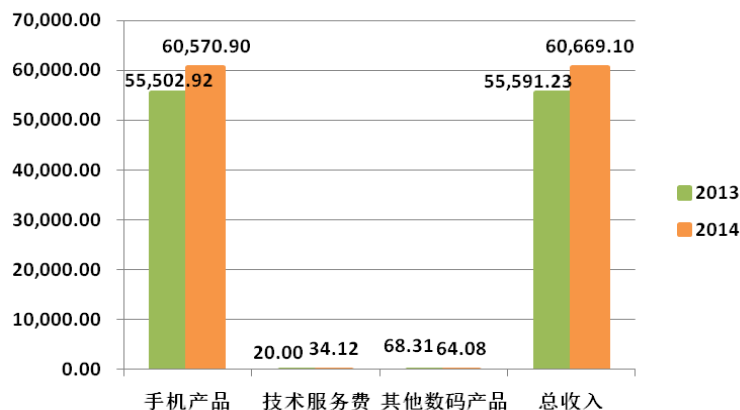


资料来源:公司定期报告, 国元证券研究中心

2.2 营业收入结构集中

公司营业收入来源包括手机产品、其他数码产品、技术服务费, 这三项主要业务中, 手机产品的营业收入是支撑公司业绩增长的支柱。公司 2014 年手机产品创造的收入达到 6.06 亿, 比 2013 年增长 0.51 亿元, 同比增长 9.2%, 而 2014 年的营业收入比上一年增加了约 0.5 亿元。其他数码产品 2014 年创造的营业收入为 64.08 万元比 2013 年减少 4.32 万元, 技术服务费 2014 年创造营业收入 34.12 万元, 比 2013 年增加了 14.12 万元。后面两项业务对营业收入总额的影响非常小, 和手机产品收入相差几个数量级, 可见公司业绩增长是通过手机产品拉动的。

图表 7 近年来公司主营构成



资料来源:公司定期报告, 国元证券研究中心

2.3 与同类公司财务比率相比公司更具优势

与良晋电商类似的公司有 A 股上市公司爱施德、天音控股、三板公司话机世界, 将这 4 家公司最近一期年报披露的财务比率进行对比。

盈利能力方面, 良晋电商毛利率为 5.19%, 高于天音控股和爱施德; 净利率为 1.52%, 而同类公司仅为 0.1%左右, 天音控股甚至为负值; ROE 为 40.77%, 是同类公司的几十

倍。从财务分析的角度来看，良晋电商盈利能力比同类公司更具优势。

营运能力方面，良晋电商资产周转率为 5.32，应收账款周转率为 150.78，远超过同类公司，说明公司资产的使用效率高，短期负债能力强，收账迅速。

成长性方面，虽然营业收入增长率 8.91%不及同类公司天音通讯、爱施德 15.89%、19.58%的增长率，但是其营业利润和净利润增长率相当可观，分别达到 1758.76%、1556.54%，同类公司的均为负值，可见公司具有良好成长性。

偿债能力方面，公司资产负债率为 78.19%，流动比为 1.10，速冻比达到 0.81，处于同类公司中的中等水平。综合这四个方面，良晋电商的财务利率表现优势明显。

图表 8 良晋电商与同类公司的财务比率比较 (2014 年)

名称	良晋电商	话机世界	天音控股	爱施德
股票代码	834438.OC	831354.OC	000829.SZ	002416.SZ
盈利能力				
毛利率 (%)	5.19	14.04	3.01	3.45
净利率 (%)	1.52	0.10	-1.05	0.10
ROE(%)	40.77	1.23	0.84	0.66
营运能力				
资产周转率	5.32	2.20	3.08	4.63
应收账款周转率	150.78	17.90	28.30	44.78
成长性				
营业收入增长率 (%)	8.91	6.11	15.89	19.58
营业利润增长率 (%)	1,758.76	-75.77	-431.15	-105.37
净利润增长率 (%)	1,556.54	-89.29	-1,193.54	-94.23
偿债能力				
资产负债率 (%)	78.19	84.51	75.67	51.54
流动比	1.10	1.05	1.21	1.83
速冻比	0.81	0.40	0.96	1.34

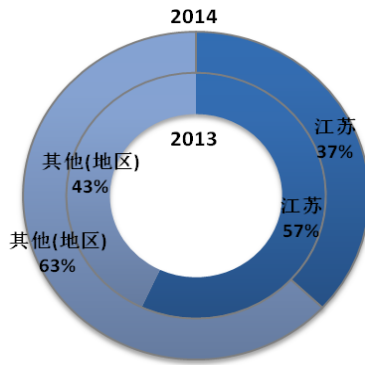
资料来源: Wind, 国元证券研究中心

2.4 公司正在向全国渠道全覆盖布局

公司立足于江苏，但不止步于区域渠道商，在寻求更多产品资源的同时，为了解决在线分销业务覆盖广度问题，将在全国各省寻找有实力的分销商合作，进行渠道的覆盖和平台的建设，以通过并购及设立子公司的方式进行整合。公司还拥有美图手机全国线上销售的独家代理权、多款手机的网络独家代理权，也是电信网络渠道的全国分销商。

从公司的收入分布上看到，2013 年来自于江苏省内的营业收入占比为 57%，来自其他地区的营业收入占比不到一半，经过一年的发展，公司收入中，省外地区的占比提高了 20 个百分点，达到 63%，增长非常迅速。可见公司的影响力正在逐步扩大。

图表 9 2013 年、2014 年来自江苏省内外的收入占比变化图

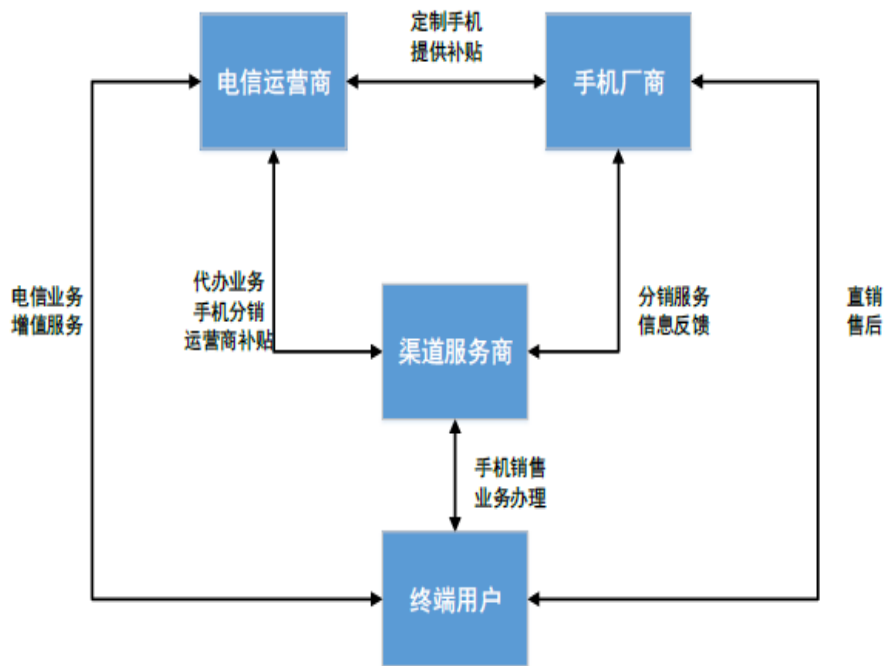


资料来源: Wind, 国元证券研究中心

第 3 部分 行业现状

3.1 移动通讯行业产业链

图表 10 移动通讯行业产业链



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

移动通讯行业的参与者主要包括手机厂商、电信运营商、渠道服务商和终端消费者，公司所在的移动渠道业务属于移动通讯行业中的重要环节。

整个产业链上游包括手机厂商和运营服务商，手机厂商负责手机的研发和生产，厂商之间竞争激烈、手机升级具有推动市场的作用。电信运营商负责提供通讯设施及服务，为

了扩大影响力，抢占市场，运营商向手机商定制手机，并对手机补贴，一些大型手机厂商在与运营商合作过程中取得了越来越多的话语权，尤其是旗舰手机首发是各大运营商争夺重点。

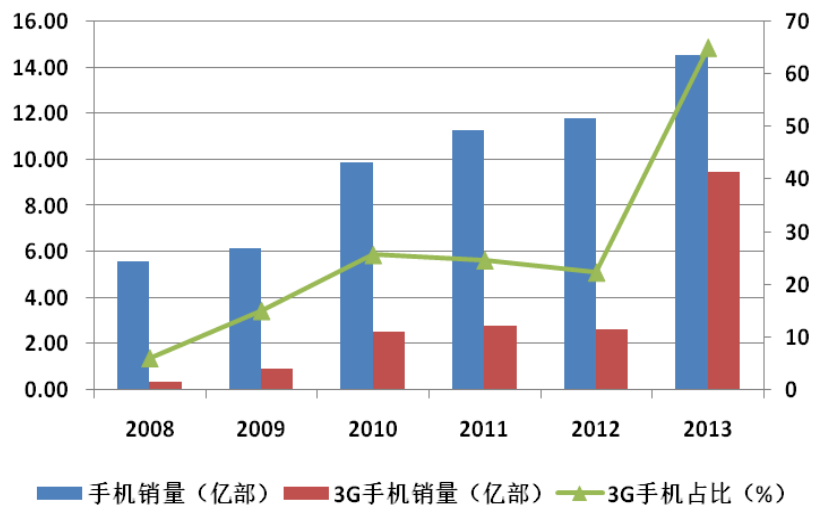
渠道服务商处于产业链的中游，主要为运营商的定制手机提供分销服务和移动代办业务，同时也为运营商的销售网络供货，随着电信改革的深入和向民资的放开以及虚拟运营商制度的推出，传统渠道服务商迎来了向上游拓展的机会。

终端用户处于产业链的下游，对于终端消费者来说，手机更新换代的周期越来越短，更换的原因来自新功能、时尚等方面的需求多与损坏，消费者层次也逐渐向年轻化和老龄化两端发展。

3.2 行业规模不断增长

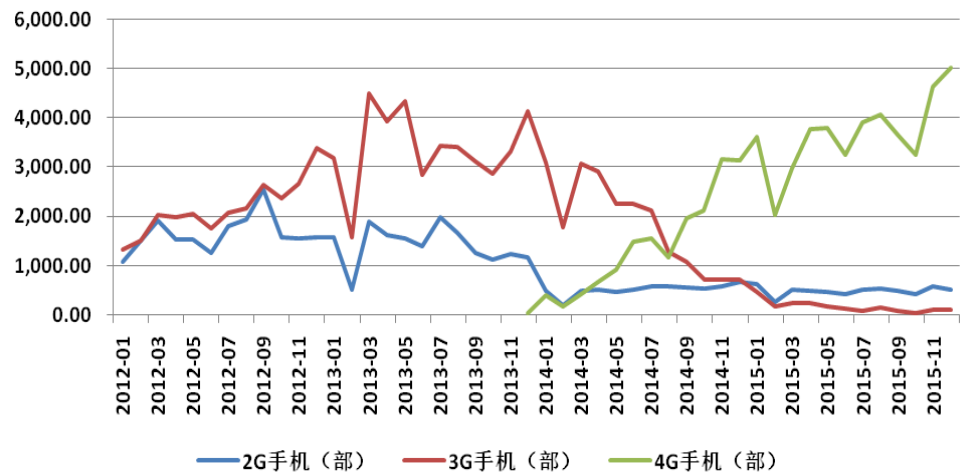
随着国民经济水平的提高，3G手机出货量持续保持增长，截止2015年5月，移动电话用户数达到12.9亿，3G用户用户数达到6.57亿。渠道商的收入直接与手机出货量成正比，手机增长的动力来自更新换代的需求。目前智能手机销售量不断增长，根据德勤预测，2015年会有10亿手机升级，2016年将达到11.5亿部。可以预测随着4G手机的逐步普及，手机出货将迎来新一轮增长。从2013年11月开始4G手机出货量一直保持高速增长趋势，2015年12月，4G手机的出货量当月值达到了5000部，与之形成鲜明对比的是2G、3G手机的出货量在不断下降，从2013年3月开始到2015年12月，已经降到了每个月出货量不足1000部的水平。

图表 11 国内手机销量以及3G手机所占比例



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图表 12 国内手机出货量当月值对比



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

3.3 行业进入壁垒高

手机渠道商业务存在一定的壁垒，增加了行业新进入者参与竞争的难度，也具有对现有行业内企业的保护作用。

(1) 渠道壁垒

移动通信渠道商业务的开展需要上游供应商渠道资源提供稳定、保质保量的货源和下游销售推广能力，强大的下游销售网络资源也帮助企业提高与上游供应商的议价能力。渠道壁垒还包括品牌壁垒、与电信服务商合作的深度壁垒等。

(2) 资金规模壁垒

手机分销属于资金驱动型业务，公司需要具备大量的资金实力和融资能力，包括向上游厂商采购的存货垫资和对下游商户销售的回款压力。

3.4 政策环境有利于渠道商发展

电信业和流通业是国家政策大力支持的行业，相关政策措施不断出台，如《关于促进流通业发展的若干意见》指出国务院有关部门和有关金融机构将扶持流通业发展，积极培育出一批有著名品牌和自主知识产权、主业突出、具有国际竞争力的大型流通企业；《通信行业“十二五”发展规划》明确提出到“十二五”末，移动通信领域多项发展目标，包括移动通信普及率、3G 用户等，提出打造技术设施-应用平台-智能终端的价值链生态体系，满足用户对多种移动应用模式需求。《关于鼓励和引导民间资本进一步进入电信业的实施意见》鼓励民间资本以参股方式进入技术电信运营市场，支持民间资本开展增值电信业务等，都为渠道商的发展创造了有利的环境。

图表 13 移动通讯行业相关国家政策

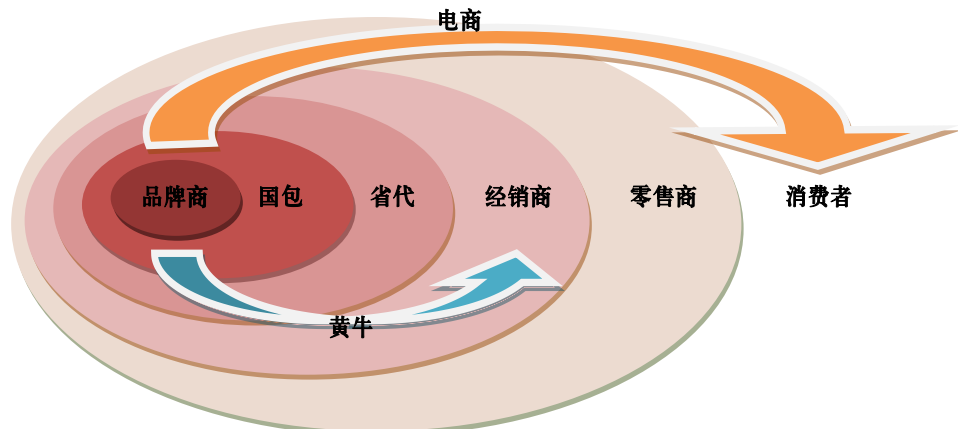
序号	时间	名称	核心内容
1	2005	《关于促进流通业发展的若干意见》	国务院有关部门和有关金融机构要扶持流通企业做强做大,积极培育一批有著名品牌和自主知识产权、主业突出、核心能力强、具有国际竞争力的大型流通企业。
2	2008	《商务部关于加快我国流通领域现代物流发展的指导意见》	促进流通企业内部物流社会化,集中核心资源,剥离或外包物流功能,改变“大而全”、“小而全”的运作模式。
3	2010	《关于推进第三代移动通信网络建设的意见》	引导推进第三代移动通信网络建设,切实发挥 3G 对国民经济和社会发展的促进作用。
4	2012	《国内贸易发展规划(2011-2015 年)》	推动连锁经营向多业态延伸,提高流通规模化、组织化程度;支持农村商业网点拓展经营领域,开展通信等产品经营。
5	2012	《通信业“十二五”发展规划》	明确提出到“十二五”末移动通信领域发展目标,包括移动通信普及率、3G 用户数等,提出打造基础设施-应用平台-智能终端的价值链生态体系,满足用户的多种移动应用模式需求,推进新型信息服务。
6	2012	《关于鼓励和引导民间资本进一步进入电信业的实施意见》	鼓励民间资本参与电信建设,鼓励民间资本以参股方式进入基础电信运营市场,支持民间资本开展增值电信业务。
7	2012	《关于“十二五”时期促进零售业发展的指导意见》	明确指出了新时期零售业发展的指导思想、基本原则和发展目标。

资料来源:Wind,国元证券研究中心

3.5 国内手机销售渠道特点

手机由生产厂商到达消费者手中,大部分要经过国包、省代、经销商、零售商,4 个环节,每个环节都会获取利润,消费者需要承担层层传递造成的成本上升。品牌商意识到了传统渠道的问题,于是自营电商出现,越过传统渠道直接覆盖消费者,但是这样会带来新的问题,黄牛买断品牌商的产品,本该直接传递到消费者手中的产品再次进入传统渠道。

图表 14 我国手机销售渠道



资料来源:公司宣传材料,国元证券研究中心

3.6 渠道商发展趋势展望

(1) 产业政策不断放松,推进民资参与电信行业。

国家出台很多项政策鼓励电信行业向民资开放,引导民资进入电信行业,多种方式参与建设、运营增值服务等市场。而《移动通信转售业务试点方案》的发布更进一步推进了民企参与电信服务的进程,标志着虚拟运营商的开端。渠道服务商多深耕电信行业多年,有丰富的渠道客户资源,且与运营商、手机厂商都保持良好的合作关系,产业政策的放松提供渠道服务商机会以不断延伸自己的服务链条。

(2) 线上销售对传统销售模式形成冲击。

网络销售相对于传统的分销、零售模式有中间环节少、响应速度快等优势,从而可以享受成本、价格和速度的优势,对传统渠道形成一定冲击,而且许多品牌也都在扩展自己的网络销售渠道,进一步压缩传统渠道空间。但是在网络物流尚不发达地区,实体销售网络还充当非常重要的角色。

第 4 部分 投资亮点分析

4.1 受到重量级投资方青睐

2015 年,良晋电商披露的股票发行情况报告书中,隆领投资、富智康(南京)通讯有限公司位于前 10 大股东之列,这两家公司背后分别是蔡文胜以及富士康,富士康也是良晋电商上游合作商,两者均持有 150 万股,各占总流通股本的 4.41%,在股东中的排名分别位于第 5 位和第 6 位。能够得到资本“大咖”的一致青睐,表明了投资方对公司商业模式的认可。良晋电商在 3 年前计划扩展到智能硬件、涉猎跨进电商,但受制于资源支持而停下,但是有了富士康的支持,良晋在未来将再次开始这项业务。

4.2 向综合交易服务平台发展

良晋正在向综合交易服务平台发展，为上下游客户提供供应链管理服务，为同行业提供交易安全、高效、标准化的流程，整合品牌资源，降低采购成本。2015年12月8日，良晋电商正式推出1322.com，即将把公司业务整合到1322上，所有业务整合到线上完成，该平台为T4-6市场手机零售店提供一站式采购服务；为品牌合作伙伴提供渠道覆盖解决方案；为合作伙伴提供云采集服务；为业内人士汇聚新闻资讯，整理收集全国报价。

图表 15 1322 平台提供的服务



资料来源:公司宣传材料,国元证券研究中心

4.3 提供反向定制个性化手机相关服务

良晋电商在淘宝、苏宁易购、亚马逊、当当网、国美在线等各大电商平台开设的39家线上零售店是公司直接与消费者之间最直接的窗口。利用获取的电子商务平台大数据进行分析，按照消费者需求反向定制手机，打造个性化的互联网品牌产品，为个性化手机品牌及周边品牌产品、互联网特质的手机品牌等合作伙伴提供整体渠道解决方案，为品牌发展提供全方位的服务。

图表 16 良晋电商的电商平台合作商



资料来源:公司宣传材料,国元证券研究中心

4.4 向全国渠道全覆盖布局

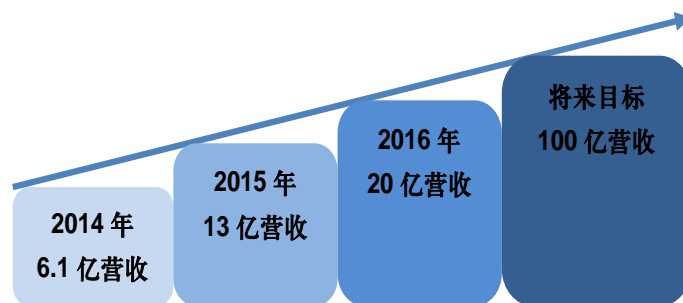
良晋电商在获得更多产品资源的同时，为了解决在线分销业务覆盖广度的问题，未来将在全国各省内寻找有实力的分销商合作，进行渠道的覆盖和平台的建设，以通过并购及设立子公司的方式进行整合。未来公司也将开拓国际市场，发展跨境电商业务，实现国内国外的一体化市场。

4.5 管理团队深耕行业多年

良晋电商创始人兼 CEO 杨飞已经在手机行业中工作 20 年，他对行业的理解相当透彻，具有与众不同的大局观。21 岁时，杨飞就成立了卖手机的网站，但是 1 年后网站倒闭，他走上了手机省代的生涯，2000 年，杨飞成为江苏最大的国产机省代，2001 年杨飞管理的团队已经接近 1000 人规模，2010 年杨飞创立了良晋电商，结合自己积累多年的资源以及经验，良晋电商发展势头迅猛。良晋电商副总经理郑兵 2002 年至 2012 年 10 年间在三星（中国）担任手机部销售总监，2012 年到 2013 年担任 HTC 公司区域总监，同样具有十多年的手机销售和管理经验。

4.6 公司目标明确

图表 17 良晋电商业绩目标



资料来源:公司宣传文件,国元证券研究中心

良晋电商高管团队希望能尽快将企业打造成一个营收百亿的电商，目标非常明确。2015 年公司营业收入预计已经达到 13 亿，呈现倍数增长，并且公司正在向全国拓展，发展势头强劲。如果保持 2 倍的增速，3 年后可突破百亿目标，这也体现了公司创造价值的积极态度。

第 5 部分 盈利预测

鉴于公司成熟的线上商业模式以及高管团队的管理经验等方面因素，我们预计，公司 15 年、16 年、17 年可实现营收 13 亿元、20 亿元、25 亿元，15-17 年 EPS 分别为 0.68 元、1.06 元、1.30 元。

图表 18 盈利预测有关假设

产品	项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
手机产品	主营业务收入 (万元)	55,502.92	60,570.90	130,000.00	200,000.00	250,000.00
	同比增长率 (%)		9.13	114.62	53.85	25.00
技术服务费	主营业务收入 (万元)	20.00	34.12	50.00	70.00	85.00
	同比增长率 (%)		70.60	46.54	40.00	21.43
其他数码产品	主营业务收入 (万元)	68.31	64.08	65.00	66.00	67.00
	同比增长率 (%)		-6.19	1.44	1.54	1.52
营业成本/主营业务收入 (%)		96.39	94.81	94.50	94.40	94.35
销售费用/主营业务收入 (%)		1.99	2.17	2.21	2.30	2.40
管理费用/主营业务收入 (%)		0.77	0.68	0.66	0.65	0.65
财务费用/主营业务收入 (%)		0.58	0.21	0.20	0.20	0.20
实际税率 (%)		43.36	27.12	25.00	25.00	25.00

资料来源:公司定期报告、国元证券研究中心

图表 19 资产负债表 (万元)

时间	2013	2014	2015E	2016E	2017E
总资产	11,445.38	11,354.11	24,604.44	32,646.15	44,488.55
流动资产	11,320.23	8,810.62	12,550.35	13,780.47	15,010.59
货币资金	703.83	376.43	613.26	850.09	1,086.92
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	994.44	1,306.01	2,263.75	2,786.15	2,786.15
应收票据	17.20	0	0	0	0
其他应收款	2,466.14	3,911.40	4,285.33	5,441.54	6,597.74
存货	3,847.11	2,329.28	3028.064	3,726.85	4425.632
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	52.23	2,501.80	2,600.90	2,700.00	2,799.10
无形资产	16.81	14.85	12.89	10.93	8.97
总负债	9,392.31	8,877.83	8,363.35	9,163.35	8,563.35
流动负债	9,392.31	7,977.83	7,563.35	8,363.35	7,878.83
非流动负债	0	900.00	800.00	800.00	684.52
股东权益	2,053.07	2,476.28	16,241.09	23,482.80	35,925.20
股本	3400	3400	3400	3400	3400
公积金	500.00	0	500.00	500.00	500.00
未分配利润	-50.15	793.85	837.85	681.85	725.85
少数股东权益	0	0	0	0	0

资料来源:公司定期报告、国元证券研究中心

图表 20 利润表 (万元)

时间	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	55,502.92	60,570.90	130,000.00	200,000.00	250,000.00
营业成本	53,723.78	57,550.80	122,850.00	188,800.00	235,875.00
EBITDA	1,779.14	3,020.10	7,150.00	11,200.00	14,125.00
折旧和摊销	48.69	-37.11	30	30	30
销售费用	1,104.51	1,314.39	2,873.00	4,600.00	6,000.00
管理费用	427.37	411.88	858	1,300.00	1,625.00
财务费用	321.92	127.20	260	400	500
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	4.78	0	0	0
营业利润	69.06	1,283.68	3,129.00	4,870.00	5,970.00
利润总额	98.40	1,266.85	3,087.98	4,806.15	5,891.73
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	55.73	923.22	2,315.98	3,604.61	4,418.80
EPS	0.05	0.58	0.68	1.06	1.30

资料来源:公司定期报告、国元证券研究中心

图表 21 现金流量表 (万元)

时间	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	55.73	923.22	2,315.98	3,604.61	4,418.80
折旧摊销	25.45	24.21	22.97	21.73	20.49
资产减值准备	48.69	-37.11	35	36	40
无形资产摊销	1.70	1.96	2.22	2.48	2.74
公允价值变动的损失	0	0	0	0	0
财务费用	297.37	342.42	260	400	500
投资损失	0	-4.78	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0
营运资金的变动	1,947.21	-58.82	1,467.67	1,579.56	1,691.45
其他	0	0	0	0	0
经营活动现金流	-1,514.82	1,341.58	1,567.45	1,793.32	2,019.19
投资活动产生现金流	-20.26	-2,465.08	-2,055.67	-2,234.45	-2,613.23
融资活动现金流	1,790.44	796.10	596.10	596.10	799.87
净现金流	255.35	-327.40	107.88	154.97	205.83
现金的期初余额	448.48	703.83	376.43	484.31	639.28
现金的期末余额	703.83	376.43	484.31	639.28	845.11

资料来源:公司定期报告、国元证券研究中心

第 6 部分 估值与投资建议

和同行业上市公司相比,公司的估值水平较低,有一定的估值上升空间。2015 年行业平均市盈率为 376.99,而公司为 48.47,和同属移动通讯渠道高的话机世界、爱施德相比,公司具有估值优势。按照行业平均 66.47、52.52 倍的市盈率计算,2016、2017 公司的目标价格应该在 68-70 元之间。

图表 22 比较估值

股票名称	总市值(亿元)	PB	PE15	PE15	PE17	毛利率(%)	ROE(%)	EV/EBITDA
良晋电商	4.47	6.91	48.47	66.47	52.52	5.19	40.76	34.15
话机世界	7.64	2.56	291.70	66.47	52.52	13.34	7.06	21.67
爱施德	156.34	3.61	536.45	38.94	51.91	3.17	2.46	42.12
天音控股	115.71	5.61	631.34	94.00	53.13	3.33	(6.67)	56.73

资料来源:Wind, 国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级		
买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢上证指数10%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数与上证指数持平在正负10%以内
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输上证指数10%以上
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn