

收入与利润增速的巨大反差

单季收入同比
增长 28%

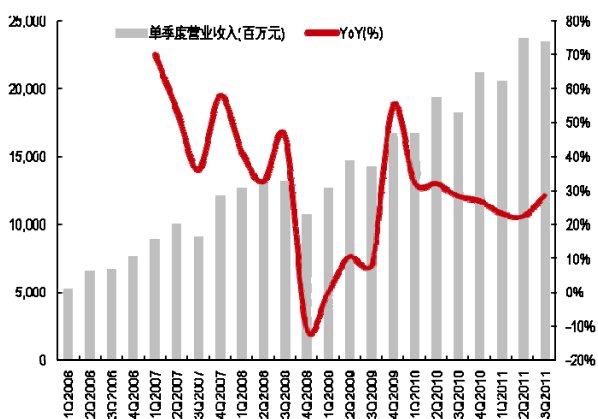
VS

经营性净利润
同比下降 4%

收入方面：公司 1-9 月实现收入 676.3 亿元，同比增长 24.5%，剔除易购业务，线下收入 641.4 亿元，同比增长 18.1%；其中 7-9 月收入 233.9 亿元，同比增长 28.2%，剔除易购业务（12.9 亿元）和 LAOX 并表影响（仅 9 月并表，约 1 亿元），单季收入为 220 亿元，同比增长 20.5%。

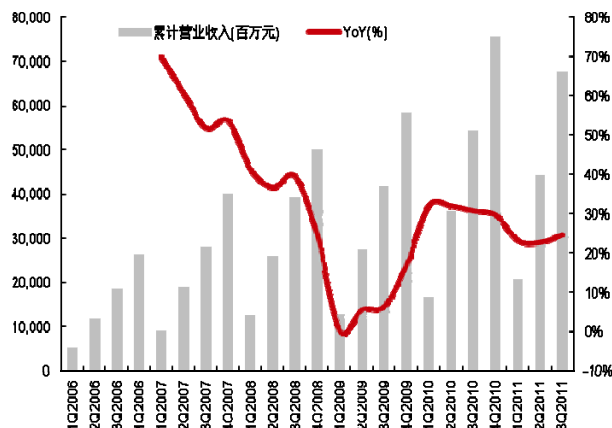
受累于行业整体增速下滑（根据商务部监测的 3000 家重点企业家用电器销售额数据，三季度单月同比增速均在 9% 左右，较去年同期回落 5 个百分点），公司 1-9 月份同店增长仅 3.43%（单季同店增速预计为 4%），2010 年以后新开的近 600 家门店是收入增量的主要贡献力量。我们估算老店（2010 年之前开业）、次新店（2010 年开业）和新店（2011 年开业）对单季收入增速的贡献分别为 3%、11% 和 7% 左右。

图 1： 公司季度收入增速变化



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 2： 公司季度累计收入增速变化



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

盈利方面：公司 1-9 月实现净利润 34.2 亿元或 EPS=0.49，同比增长 21%；其中 7-9 月单季净利润 9.48 亿元，同比增长 10.9%。由于公司三季度全面控股日本 LAOX（持股比例从 34.28% 上升到 51%，由联营企业变为控股子公司），其在购买日（8 月 31 日）前持有的 34.28% 的股权按照公允价值重算后，增加当期投资收益 1.8 亿元，因此，单季扣非后净利润（主要为 LAOX 股权的价值重算）同比下降 4%。

我们不禁要问，在 28% 的单季收入增速下（线下业务 21%），何以出现净利润负增长的困境？对于一个大白马而言，收入与利润如此巨大的反差，无论如何都应该给予足够的关注和思考。

是谁吞噬了利润？

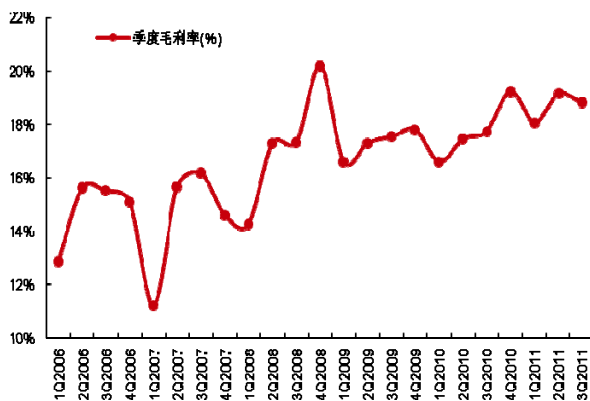
单季费用率 13.54%，
为上市以来单季费用
率第二峰值

公司单季毛利率同比上升 1.07 个百分点至 18.81%，而环比微降 0.33 个百分点（这是公司自 07 年以来，首次出现三季度毛利率环比下降）；销售费用同比上升 1.71 个百分点至 11.59%（绝对额同比增长 50%）；管理费用率同比上升 0.52 个百分点至 2.26%（绝对额同比增长 66%）；财务费用率同比上升 0.16 个百分点至 -0.31%。期间

费用率上升 2.39 个百分点至 13.54%（这是公司自上市以来，第二次出现单季度费用率超过 13.5%，上一次为 2008 年四季度的 13.71%）。

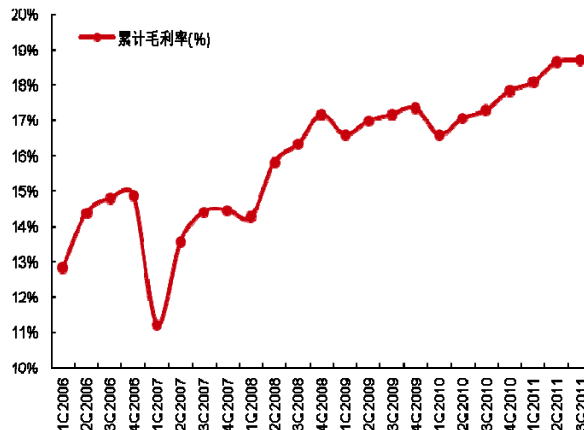
从财务数据上来看，费用率的快速攀升，是利润低于预期的主要原因。而在数字的背后，究竟是谁在吞噬利润？

图 3： 公司季度毛利率变化



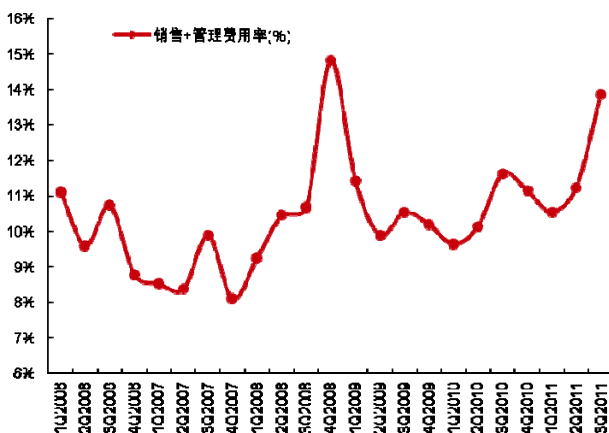
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 4： 公司季度累计毛利率变化



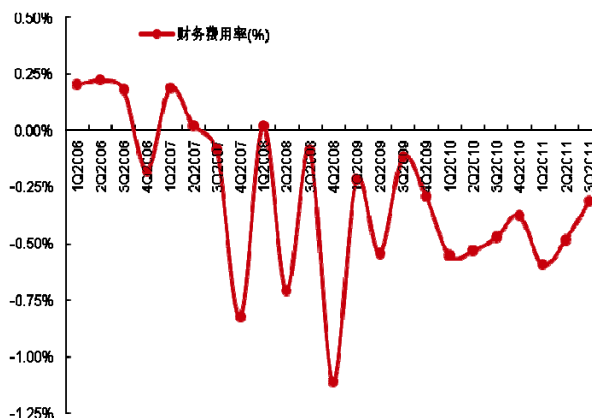
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 5： 公司季度销售+管理费用率



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 6： 公司季度财务费用率



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

老店：低同店对业绩影响巨大

老店单季同店增速
4%，而人工费用增长
25%左右

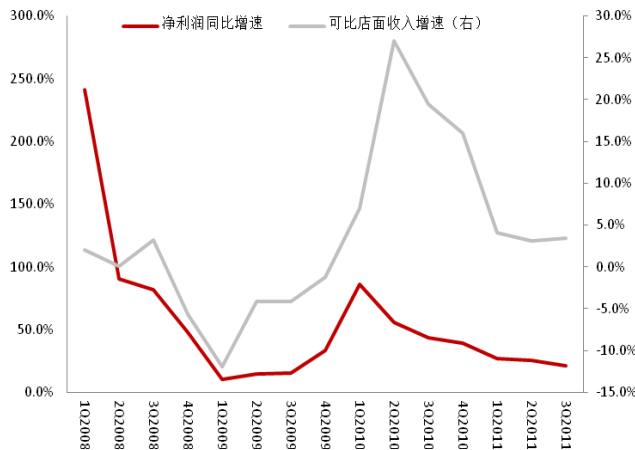
我们推算老店单季毛
利增量与费用增量基
本持平

截至 2009 年底公司有门店 941 家，面积 400 万平米；2010 年新增加 396 家，关闭/置换 26 家，面积 516 万平米；2011 年新增 244 家，关闭/置换 18 家，面积 614 万平米。假设关闭/置换的大多为 2010 年前开业的门店，则可比门店近 900 家。老店是公司净利润的主要贡献力量，且各项财务指标（毛利率、各项费用率等）相对稳定。

1-9 月份老店同店增速为 3.43%（单季预计在 4% 左右），我们假设老店整体收入为 X，毛利率为 19%，那么老店的毛利增量贡献为 $4\% \times 19\% \times X = 0.76\% X$ ；而在老店费用结构中，三季度变化最大的主要是人工费用（租金、水电、广告等增幅有限），占收入比约 3%，按 25% 的同比增速测算（根据现金流量表显示，单季支付给职工的

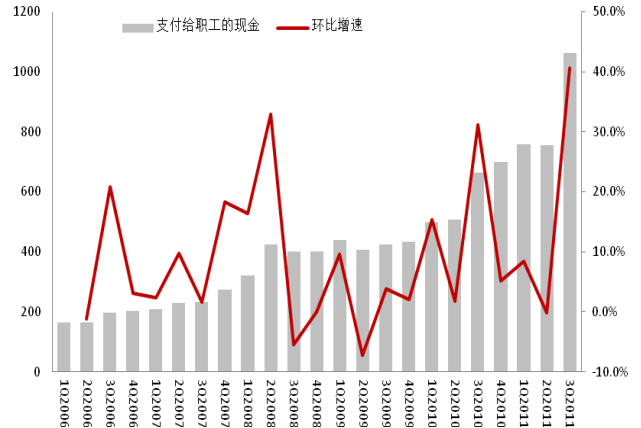
现金同比增长 50%，我们预计存量职工工资增幅在 25%左右），则费用增加 0.75X。因此，我们判断老店的毛利增长基本上被自身的费用增长吞噬。在人工成本快速上升的现状下，长时间维持低位的同店增速，对于存量门店占比大的公司，将是非常困难的局面。

图 7： 季度累计可比店面收入增速&净利润增速



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 8： 季度支付给职工或为职工支付的现金（百万元）



资料来源：公司季度现金流量表，华泰联合证券研究所

次新店与新店：贡献部分业绩增量

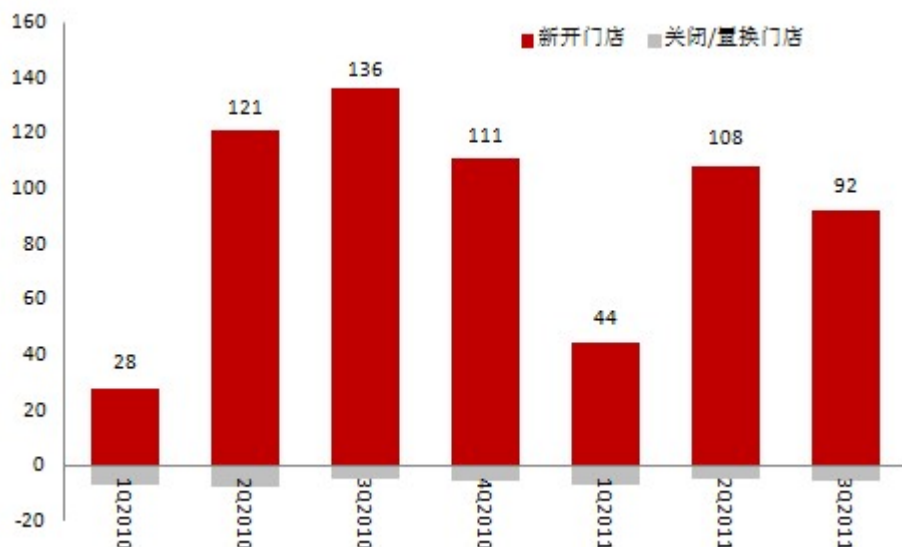
开店节奏平稳

次新店（近 400 家）远
多于新店（近 250 家）

我们推算两者合计能够
贡献部分业绩增量

得益于向供应商收取的各项费用，公司新店启动资金不高，培育期较短。目前公司次新店有近 400 家（面积占比 19%），新店近 250 家（面积占比 16%），次新店数量远大于新店数量，我们预计次新店在反哺新店之余，仍能为公司贡献部分业绩增量。而另一方面，公司 2010 年开始重启快速扩张步伐，但开店节奏较为平稳（除了 1Q 开店特别少之外），因此将单季业绩的突变归咎于扩张过度可能有失偏颇。

图 9： 2010 年以来的季度开店数



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

易购：三季度亏损概率较大

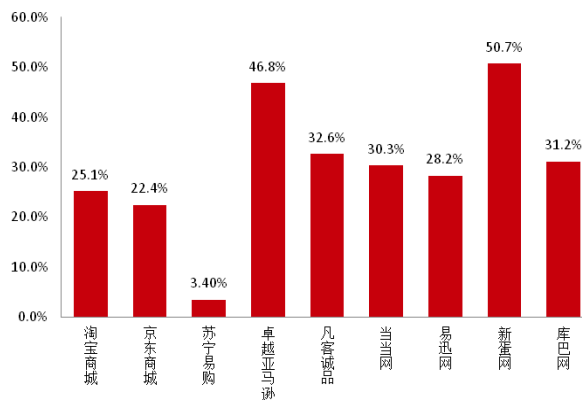
- 1、易购三季度投入大
- 2、收入环比增长 3.4%，远低于 B2C 其他网站

由此我们判断易购三季度经营亏损概率较大

易购 1-9 月份含税收入 40.8 亿元，其中三季度单季 15.1 亿元（不含税 12.9 亿元），环比增长仅 3.4%，远低于 B2C 主要网站的环比增速（淘宝商城 25.1%、京东 22.4%、卓越 47%、当当 30%等）。

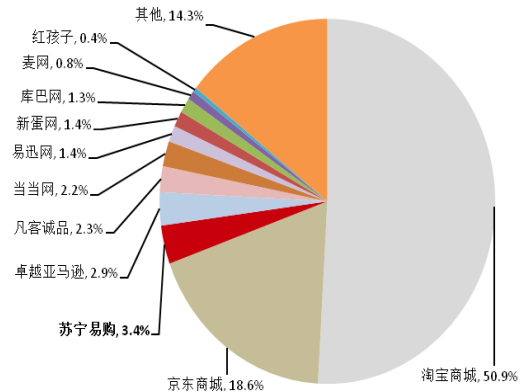
而与略低预期的收入增速对应的，是三季度如火如荼的促销活动不断，包括 818 易购一周年庆、每周二半价券等，再加上电商团队的急剧扩大、广告投放价格的上涨等因素影响，我们预计易购单季费用有较为明显的上升。投入加大，却没能带来相应的收入增长，因此我们推测易购三季度有较大的概率经营亏损。而这一现象的出现，可能正是折射出大家电网购的困境（尽管客单价高、物流售后优势明显，短期易提升销售额，但重复购买率低、客户维系成本高、促销边际效用递减）。

图 10： 3Q2011B2C 主要企业环比增速



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 11： 2011 三季度 B2C 市场份额



资料来源：艾瑞咨询，华泰联合证券研究所

易购已超越卓越，成为中国 B2C 市场的老三（仅此与淘宝商城和京东）

10 月 31 日图书 60 万 SKU 正式上线，品类结构进一步拓展、优化

目前的易购，仍然处于快速做大规模的扩张阶段（可以容忍一定幅度的利润牺牲），但随着市场影响力及消费者认知度的逐步增强，品类结构的调整亟需得到更多的重视。加强高毛利、高重复购买率、高客户粘性的百货、OA、图书等品类的拓展，将有助于销售规模有质量的快速增长。

在三季度艾瑞咨询的 B2C 市场报告中，苏宁易购首次上榜，超过卓越，仅次于淘宝商城和京东商城，占 B2C 市场份额的 3.4%，而 10 月 31 日图书（60 万 SKU）的正式上线，将进一步丰富、优化线上品类结构，但同时对易购供应链体系也将是一次严峻的考验。

盈利预测及估值

综合来看，公司三季度单季业绩变脸的主要原因可以归结为：1）受房地产调控、CPI 高企等负面影响，下游需求放缓，行业整体销售增速趋势性下滑；2）三季度公司进行了大规模的加薪调级，人工费用增长超预期（单季支付工资 10.6 亿元，同比增加 4 亿元，环比增加 3 亿元）；3）易购在促销、人员招募、广告投放等方面投入巨大。

出于对四季度乃至明年家电消费增速的谨慎，我们下调公司 11-13 年 EPS 至 0.68、0.85 和 1.01 元（定增摊薄后），现价对应 PE 为 16.7X，维持买入评级。

风险提示

- 1、 家电行业销售增速趋势性下滑；
- 2、 B2C 市场竞争环境加剧；
- 3、 易购物流体系建设、品类拓展等低于预期。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	34,476	44,112	54,790	68,917	营业收入	75,505	96,732	122,831	153,63
现金	19,352	25,49	31,305	39,611	营业成本	62,01	79,185	100,84	126,82
应收账款	1,105	1,378	1,750	2,189	营业税金及附	268	387	491	615
其他应收款	976	1,407	1,787	2,235	营业费用	6,809	8,851	11,178	13,673
预付账款	2,741	3,167	4,034	5,073	管理费用	1,250	1,904	2,465	3,197
存货	9,474	11,872	15,119	19,014	财务费用	(361)	(103)	(142)	(177)
其他流动资产	828	795	795	795	资产减值损失	76	65	33	39
非流动资产	9,432	12,74	16,205	19,495	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	793	793	793	793	投资净收益	11	0	0	0
固定资产	3,914	6,075	8,350	10,720	营业利润	5,432	6,443	7,96	9,463
无形资产	1,31	1,712	2,033	2,294	营业外收入	72	0	0	0
其他非流动资产	3,393	4,162	5,029	5,689	营业外支出	102	0	0	0
资产总计	43,907	56,85	70,995	88,413	利润总额	5,402	6,443	7,964	9,463
流动负债	24,534	32,14	40,220	50,426	所得税	1,297	1,546	1,911	2,271
短期借款	318	0	0	0	净利润	4,106	4,897	6,052	7,192
应付账款	6,839	9,502	11,597	14,584	少数股东损益	94	44	99	104
其他流动负债	17,378	22,63	28,623	35,841	归属母公司净	4,012	4,753	5,964	7,108
非流动负债	528	528	528	528	EBITDA	6,618	8,234	10,028	11,981
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.57	0.68	0.85	1.01
其他非流动	528	528	528	528	主要财务比率				
负债合计	25,062	32,66	40,747	50,953	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权	507	551	650	753	成长能力				
股本	6,996	7,041	7,041	7,041	营业收入	29.5%	28.1%	27.0%	25.1%
资本公积	655	1,161	1,161	1,161	营业利润	40.2%	18.6%	23.6%	18.8%
留存收益	10,679	15,43	21,396	28,504	归属母公司净	38.8%	18.5%	25.5%	19.2%
归属母公司	18,845	24,18	30,247	37,459	获利能力				
负债和股东	43,907	56,85	70,995	88,413	毛利率(%)	17.8%	18.1%	17.9%	17.5%
现金流量表					净利率(%)	5.3%	5.6%	5.5%	5.3%
单位: 百万元					ROE(%)	21.9%	20.1%	20.1%	19.4%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)				
经营活动现	3,881	10,21	10,691	13,313	偿债能力				
净利润	4,106	4,753	5,964	7,108	资产负债率	57.1%	57.5%	57.4%	57.6%
折旧摊销	4,106	4,753	5,964	7,108	净负债比率	1.72%	0.34%	0.28%	0.22%
财务费用	1	(103)	(142)	(177)	流动比率	1.4	1.4	1.4	1.4
投资损失	(11)	0	0	0	速动比率	1.0	1.0	1.0	1.0
营运资金变	(464)	4,364	3,181	4,346	营运能力				
其他经营现	(3,857)	(3,558)	(4,275)	(5,072)	总资产周转率	1.89	1.92	1.92	1.93
投资活动现	(5,661)	(4,404)	(5,020)	(5,184)	应收账款周转	104.03	77.91	78.52	77.99
资本支出	(4,076)	(4,304)	(4,920)	(5,084)	应付账款周转	10.48	9.69	9.56	9.69
长期投资	(286)	(100)	(100)	(100)	每股指标(元)				
其他投资现	(10,022)	(8,809)	(10,040)	(10,368)	每股收益(最	0.57	0.68	0.85	1.01
筹资活动现	123	335	142	177	每股经营现金	0.55	1.45	1.52	1.89
短期借款	318	(318)	0	0	每股净资产	2.62	3.36	4.20	5.21
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	2,332	45	0	0	P/E	19.6	16.7	13.3	11.1
资本公积增	(2,320)	505	0	0	P/B	4.3	3.4	2.7	2.2
其他筹资现	(206)	103	142	177	EV/EBITDA	12.8	10.6	8.9	7.6
现金净增加	(1,656)	6,140	5,813	8,306					

数据来源: 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300（以下简称基准）

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。