



线下全渠道整合 线上全品类发力

——苏宁电器（002024）调研快报

2012年4月23日

强烈推荐/维持

苏宁电器

调研快报

高坤	零售行业分析师	执业证书编号: S1480511110001
	010-66554016	gaokun@dxzq.net.cn

事件:

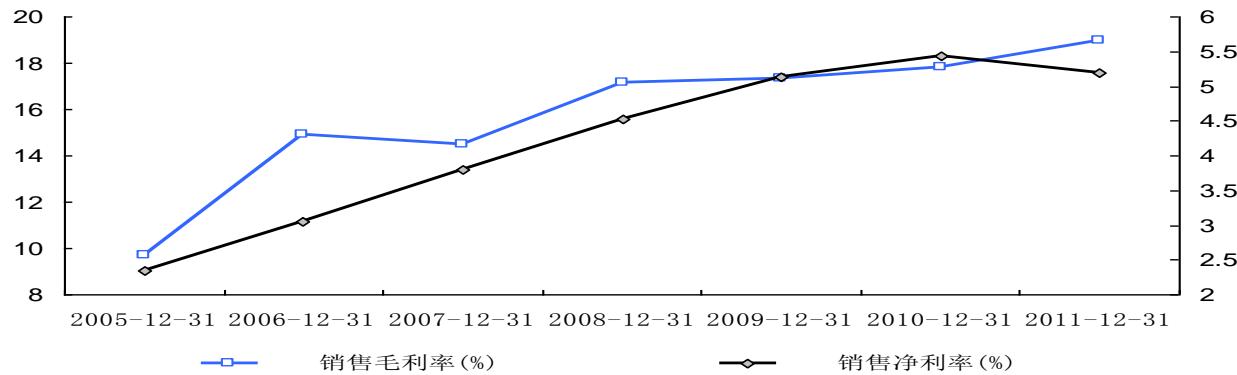
近日，我们对公司进行了实地调研，并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

1. 六大愿景铺就双轨转型之路。

今年公司将面临线下滞涨，即租金、人力等各项成本依然高企但家电行业景气下滑；线上后泡沫时代即资本密集投入与寡头电商强势竞争的双重压力，作为百亿市值的大象级企业，适时适度转型重新构筑自身的核心竞争力成为逆势突围的关键。公司在新的十二五开局提出了六大愿景，打造资源型企业：一是实体连锁网络，以旗舰店、双品牌中心店为核心；二是打造科技人才的总部；三是打造大件商品到小件商品，最后一公里到店面配送点，覆盖全国的物流网络体系；四是建立云计算的资源体系；五是构筑大企业的资本实力；六是构筑有影响力的世界品牌。

公司的转变主要分为两方面：一是推进自主营销，包括提高采、销两大体系的自主能力，以顾客为导向，以商品为中心。采购的自主性一方面突破了行业上游的部分影响，另一方面也提升了自身的盈利能力。近两年消费电子这一低毛利率品类占比加大背景下整体毛利率的稳步提升就是较好的诠释；营销的自主性方面，主要是通过店面的精细化运营实现，在全国市场渠道下沉过程中，创新出适应三四级市场的业态及店面陈列，同时也通过乐购仕和旗舰店的打造优化一线市场的双品牌网络布局。乐购士目前几乎全部为自营品类，以3C、消费类电子、传统电器的配件类周边产品为主，引进了动漫、游戏、箱包类产品，SKU5万左右。今年计划开18家，主要是在一级城市。

图1：公司毛利率及净利率变化趋势



资料来源：WIND,东兴证券研究所

二是推进服务转型，打造科技及服务两大核心优势。前者是以供应链消费体系为导向建立在物联网、互联网融合基础上的科技转型。现代服务则是建立在供应链各节点基础上，实现对上游的供应链融资，内部外包、外部托管，开放第三方物流平台等多种形式的现代服务分支。而这两类转型的本质则是渠道再造的核心竞争

力重塑。基于互联网 5.4 亿的网络用户和移动终端 9.3 亿用户，打造全新的渠道——云服务的点对点平台，从而最终实现消费导向信息流反馈的捷径化和服务、技术软硬融合的核心竞争力。

2. 全品类因地制宜扩张突围线上规模。

易购今年的目标是做到自主 B2C 电商的前三甲，步入去电器化进程。目前一季度的销售为 19.23 亿元，二季度计划单季度销售 40 亿，虽然四季度是电商传统的销售高峰期，但达到全年 200 亿的保底目标仍要通过全品类的扩张来实现流量扩充、转换率提升。

具体到各品类的扩充方式和战略，易购有着分而治之的统筹：对于传统优势的·大家电产品线下为主，线上为辅，不会同步推进；对于·小家电、电子产品则通过加大自有采购比例，实现线上线下同步，同时提升毛利率。公司包含空调、冰洗产品在内的自有产品占比为 4%，一季度稳步提升至 5%，目标是 8-10%。易购目前的平均毛利率水平为 7%，松桥品牌产品的毛利率在 40-50% 之间，高于商家产品平均毛利率 10-20 个点。·百货品类的自营、自采产品将大干快上，在中高端品牌上发展旗舰店，在中低端标准化品类上会做 OEM 标准化产品，从而满足不同消费层面的需求，形成具备淘宝 B2C、C2C 双重属性的 B2C2C 平台。当然公司的百货品类扩张仍以渠道零售为主，不会涉足生产、研发的制造环节，在价格为电商核心这一理念短期持续的环境下，结合欧美电商企业的发展趋势，高性价比产品将是盈利和销售双赢的大势所趋。

公司 11 年的日均访问量为 150 万，转化率 2%，客单价在 1000 左右；今年的日均访问量在 4.18 全网最低价的促销段提升至 600 万，有望在四季度正常运营期达到此水平，4 月 18 日，单日订单量 50 万，半日达 75% 的占比，其中电器、3C 类产品的到货时间平均是 1.7 天，凸显了后台优化的有效性。目前的转化率在 3% 以上，客单价将随着百货日用品类的扩张呈现降低的趋势。按此估算，今年能够达到 200 亿的保底水平。线上零售最终追求的包括有效规模和经营规模两方面：一是有效规模——物流和销售不匹配，规模越大，亏的越大；一个是经营规模——单品高价值是关键，毛利高但单品价值低商品即使做大规模也很难盈利。服装品类换季引致的库存压力是规模和盈利不匹配的典型，存在库存减持风险。这两大规模优势则恰恰是苏宁相对于凡客垂直类电商的优势所在，即苏宁在物流匹配规模和优势品类的单品价值上均具有先发优势壁垒。

3. 后台平台化优势奠定易购厚积薄发基础。

电子商务关键两大后台平台，一是供应链平台，二是网络店面的平台，前者的核心环节是物流仓储、后者的核心则在于以客户体验导向的技术延伸。同时降低运营成本（物流、仓储、研发成本）的关键也是在于这两大平台的有效建立。亚马逊创业初始就一直追求以产品、服务为核心的物流、IT 的大量投入，苏宁基于已有千家门店寡头地位的积淀，相对亚马逊前期的物流资本开支分摊较少，后台起点高于亚马逊之类的纯电商企业，相对的轻装上阵，但易购的发展不会关注短期的业绩，也不会出现战略式的巨额亏损。

首先就技术而言，苏宁具有三大弹性的开放优势：一是其·技术具有平行扩展能力；二是·前台客户体验，后台物流管理及财务管理能够实现无缝对接；三是·供应链系统和物流系统能够对外开放进行对接。虽然公司去年开始针对易购吸纳了大量国际化人才，并预留了部分股权给外来人才作为激励，但基于实际经营基础上的自主创新仍是重要源泉，总部核心研发人员目前 1000 人，12 年 2000 人，外部人员占比在两位数以内，而且员工的激励更大程度上和自身岗位紧密挂钩，保证了各层次激励的有效性。

其次就供应链平台中的仓储和物流两大节点来看：苏宁大家电的物流中心规划在 90-100 之间，辐射在 150 公里左右，半天至一天的配送周期。中心仓主要是线上 B2C 的和部分门店的储备库存。分品类看，3C 类 12 年计划新设 12 个中心仓，并进行产品及品类的集中，从而将避免一单多运的情况。所有中心仓建设完毕后

将覆盖我国 75%的互联网消费人群；百货类中心仓由于规模有限目前还是以供应商为原点，而部分 SKU 长尾效应明显的品类则主要靠后台对接，百货中心仓今年将在北京、广州、成都、南京上海、东北沈阳等地铺设；而我们实地参观的南京自动化仓库——一期占地一万多平米，目前以小件为主，支持 20 万包裹的配送量，考虑大件产品的陆续转入，明年年中二期投产后将成为辐射全国，SKU150-200 万，日配送包裹 100 万的仓库。未来还将建设 8-10 个自动化小件拣选中心，以达到一线城市 60 万包裹配送量和以成都、武汉为代表二线城市 40 万包裹出货能力的弹性需求。同时今年年底前 60 个物流土地获取全部完成，13 年全面规划建设，15 年前完成 60 个大件产品的物流机械化建设，并同时加大最后一公里及干线物流的资本投入。

而从这两大平台降低运营成本的空间来看，目前易购费用最大的构成来源于物流，这一部分将随着相关固定资产投入的长期化而维持高位，有望在实现社会化物流对接后实现部分收益；而广告营销费用作为第二大开支，短期仍将高企，或将随着资本的理性化回落和行业的价值回归出现趋势性下降；而研发费用将随着易购规模效应的不断发挥逐步企稳。从长期看，互联网成本将低于线下的成本，回避了包括水电等的社会刚性成本（线下成本中，租金 4%，人员 3%，水电 1%）。

结论：

作为中小板中 TENBAGGER 的典范，苏宁将凭借强大的后台信息、物流系统和先发性的商业模式转型，通过开放式平台形成 B2B 和 B2C 的完美融合，最终实现线上线下的一体化对接也即沃尔玛与亚马逊的有效结合体。结合当当网 PS 估值的平均水平，根据公司 12 年易购 200 个亿的收入规模规划，那么公司的市值还有 30%以上的增长空间；如果按亚马逊、当当网 5-8 倍左右的毛利估值水平，那么市值更是有 50%左右的成长空间。我们预测公司 12-13 年 EPS 为 0.76 和 0.90 元，对应 PE 分别为 14 倍、12 倍。综合考虑到苏宁易购部分享有的估值溢价和定向增发的落定预期，给予公司 12 年 17 倍的 PE，对应 6 个月目标价 12.92 元，距当前价格仍有 21%的涨幅，维持公司“强烈推荐”的投资评级。

风险提示：

- 1、苏宁易购的全品类快速扩张面临京东、当地等纯电商龙头的强势竞争；
- 2、渠道纵横外延扩张带来的租金上涨、违约、选址等经营风险。

表 1：投资组合盈利预测和估值

万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	75,504.74	93,888.58	109,689.10	129,569.53	149,262.36
(+/-)%	29.51	24.35	16.83	18.12	15.20
经营利润（EBITDA）	5,388.03	6,591.33	8,267.54	9,689.15	11,294.74
(+/-)%	35.09	22.33	25.43	17.20	16.57
净利润	4,011.82	4,820.59	5,328.73	6,303.19	7,714.80
(+/-)%	38.82	20.16	10.19	18.34	22.17
每股净收益（元）	0.57	0.69	0.76	0.90	1.10

资料来源：东兴证券

分析师简介

高坤

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 看 好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；
- 中 性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；
- 看 淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。