

双线同价心有余而力不足

中性 下调

目标价 4.96 元

公司事件:

- **苏宁线上线下同价，开创融合零售历史。**苏宁云商宣布从6月8日起，全国所有苏宁门店、乐购仕门店销售的所有商品，将与苏宁易购同品同价。这是全国首例大型零售商全面推行线上线下同价。

报告摘要:

- **O2O概念空洞，仓储物流建设道路漫长。**苏宁旨在打造O2O(Online To Offline)的运营模式，强调实体店给顾客带来的体验，但家电等商品的体验感有多个维度，顾客在购买手机或电脑时并不需要去苏宁听导购员讲解，电子商务产业的培养和消费者的成熟使直接的网上购买也受欢迎。因此其线下体验做得不够。苏宁虽然有很多的实体店，但没有适应互联网的面向全国的系统化的仓储体系。线下的门店对于苏宁而言，顶多能起一个自提点的作用，全国的物流布局还有很长路要走。
- **实体门店费用高涨，线下降价对业绩造成巨大压力。**对于苏宁的实体门店而言，费用率高企是达摩克利斯之剑，由于未来长期内人工工资仍将保持高速增长，而租金率平均每年大约保持3%-5%左右增速。同时考虑人均工资和租金率上升，则意味着苏宁同店增速至少达到7%-8%或者更高，才能保证盈利，这对于成熟门店来说是非常困难的。双线同价后，可能会造成线下价格下降，经测算线下价格下降3%时，苏宁就会亏损。
- **战略战术模糊，伤其十指不如断其一指。**收购红孩子、涉足网游、洽购视频公司等，这些动作和意向显示出苏宁混乱的战略战术。苏宁也一直在与京东进行价格战，但京东并不存在业绩连续亏损的压力，而苏宁对于亏损的承受能力很低，作为上市公司采取这样的策略是不明智的。对于苏宁而言，最深的痛是“左右互博”，想发展电商又不想放弃线下，但“鱼与熊掌不可兼得”。苏宁的出路，或者是努力把用户体验做好，或者是甩掉亏损门店包袱，只有专注才能杀出一条血路来。
- **盈利预测和投资建议。**综合上述观点，我们认为：在模糊的概念、不完善的物流、散乱的发展策略与实体门店亏损的巨大压力下，我们对公司进行线上线下同价的效果存在很大的疑惑，当线下价格下降3%时，预计公司13年会出现7.6亿元的亏损，此举很可能对公司业绩造成严重的负面影响。我们根据百思买历史PS水平作为参考，给予0.3XPS估值，目标价4.96元，下调至“中性”评级。

消费服务研究组

分析师:

陈炫如 (S1180511080001)

电话: 010-8808 5961

Email: chenxu@hysec.com

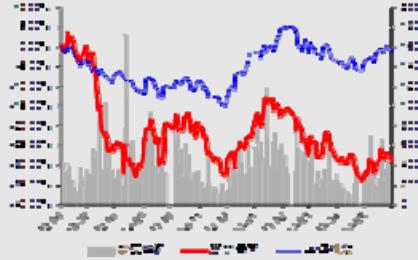
研究助理:

姜天骄

电话: 010-88013525

Email: jiangtianjiao@hysec.com

市场表现



相关研究

深度报告，中国零售何去何从？系列报告之一，12年年报和13年1季报业绩回顾

2013-05-07

商贸零售行业：雅安地震对相关零售企业影响有限

2013-05-01

商贸零售行业：周报，一季度消费品零售总额增速同比放缓

2013-04-21

商贸零售行业：周报，50家零售数据显示终端回暖缓慢

2013-04-14

主要经营指标(增发前)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	93889	98357	123,225	147,718	180,746
增长率(%)	24%	5%	25%	20%	22%
归母净利润(百万)	4821	2676	-763.79	82.49	383.83
增长率(%)	20%	-44%	-129%	111%	367%
每股收益	0.65	0.36	-0.10	0.01	0.052
市盈率	9.34	16.86	-60.70	607	116.73

一、双线同价基本情况

根据腾讯科技消息：苏宁宣布从6月8日起，全国所有苏宁门店、乐购仕门店销售的所有商品将与苏宁易购实现同品同价，这是全国首例大型零售商全面推行线上线下同价，有助于打破实体零售在转型发展中与自身电商渠道的左右互搏。

苏宁云商副董事长孙为民表示，云商苏宁强调线上线下渠道在商品、服务、价格方面的融合，此次价格一致是苏宁多渠道融合的重要一步，标志着苏宁O2O模式的全面运行。

1、为了实现线上线下同价，苏宁解决了三大课题。

首先，全渠道融合。苏宁易购年初从独立的电子商务公司和网购渠道，升级为苏宁网购平台。苏宁易购原有的商品采购、定价、供应职能，划归到28个商品事业部。苏宁易购既面对内部的28个事业部，也面对社会的供应商，提供引流服务和平台运营。苏宁28个商品事业部，同时面对线上线下两个平台，统一采购供应、统一销售定价。

其次，全资源共享。在商品资源共享的基础上，苏宁线上线下在客户资源、物流资源、服务资源、数据资源等方面同步实现共享，确保内部资源在两大平台全面向供应商和消费者开放，实现内部资源使用效率的最大化，实现O2O融合模式的规模叠加效应。

第三，全成本核算。融合后的苏宁店面和苏宁易购，不是作为两个割裂的成本效益中心独立考核，而是从事业部商品和属地化顾客两个完全融合协同的维度，分别核算产品和地区的销售、成本和效益。建立起多渠道融合的全成本核算机制。

2、双线同价势必会对我国零售未来的发展趋势产生深刻的影响。

第一，改变购物消费行为。目前实体零售普遍存在周末和假日促销现象，造成周中周末、平时假日，价格不等、消费不均、销售不平衡现象。线上线下同价能够真正实现零售业日常促销的常态化，促进零售运营从价格导向的促销向顾客经营导向的服务转变，引导消费者理性消费，关注商品综合价值而非价格和促销。

第二，打破网购低价神话。苏宁线上线下同价是建立在O2O融合的基础上实现的，O2O既有线下体验和服务真实性，又和网络推广结合起来，在库存、物流和服务上资源共享，全渠道、全成本核算，加之已有的规模优势，形成苏宁O2O的成本优势。此次苏宁线上线下同价，不仅无条件与线上苏宁易购的网上价格相同，同时也参照国内其他上规模的电商企业价格，将彻底打破网上低价的神话。

第三，推动零售行业转型。去年“8.18”期间，苏宁在北京以3C品类为突破口，试点线上线下同价，获得消费者的热情欢迎。同一地区、同一商品、同一商家，理应为消费者提供同样的价格、同样的服务。随着互联网尤其是移动互联的普及应用，网上购物随时随地，实体零售的互联网化成为现实的要求，可以不在互联网上开店，但不能不把店面互联网化，参照网购、比价竞争已成为零售发展的大趋势。

二、模糊的概念与不完善的物流成为苏宁之痛

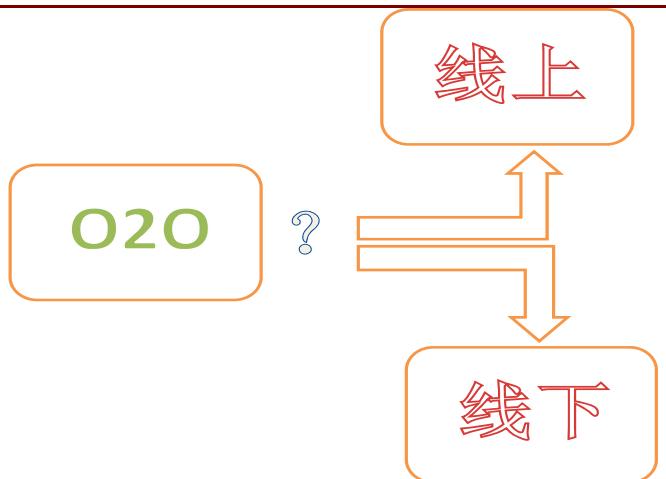
1、苏宁并未明确 O2O 的概念

孙为民在接受腾讯科技采访时表达了他自己对公司战略定位的看法，其中有三句重要的话：

- 1、“电子商务公司都是高资本投入，纯电商泡沫一定会崩盘，因为电商企业的投资者不是无底洞。”
- 2、“不是我们偏爱实体零售，而是实体店给顾客带来的体验不可能被网购平台取代。”。
- 3、“现在苏宁定位不是实体店也不是电子商务，而是一家互联网公司。”

我们的观点是，苏宁一直宣称自己在做 O2O 的模式，但其对 O2O 概念的理解并未到位，O2O (Online To Offline) 商务模式的关键是：在网上寻找消费者，然后将他们带到现实的商店中，加强他们的线下体验，让消费者感觉消费的较踏实。但目前为止，苏宁在线下体验方面做得不够，随着中国电子商务十年的快速发展，线上购物已经被很多人接受，购买手机或电脑，顾客并不需要去苏宁听导购员推荐，自己到测评网站看看、几家网站对比下价格，可能就下单了，因此，消费者的成熟使得网上直接购买直接冲击苏宁当前的线下体验方式，苏宁需要在线下体验的策略中加大力度，并寻求新的突破。

图 1：苏宁领导对于 O2O 的理解并不清晰



资料来源：宏源证券

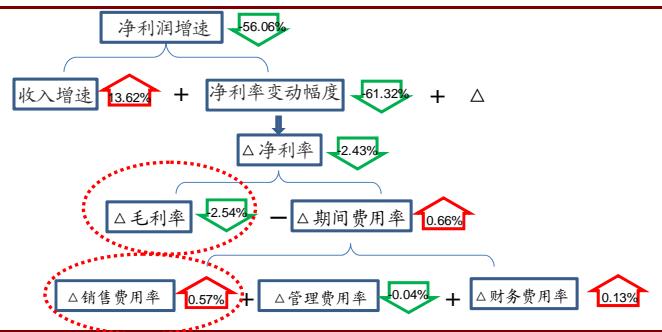
2、苏宁并没有完善的物流

从物流的角度看，我们发现，苏宁并未建立完善的物流体系。虽然其线下有很多的实体店，但这些实体店只是该店的仓储，而不是电子商务概念的仓储。如果电子商务是面向全国的，就需要建立面向全国的仓储体系，不仅有中心仓储，还要围绕中心建一些分仓，京东和当当即是如此。苏宁的线下门店，顶多起一个自提点的作用。孙为民也曾表示，苏宁要到 2016 年才能实现全国的物流布局。因此，建立完善的物流体系还有很长的路要走。

三、高企的人工成本和租金成为苏宁实体门店之殇

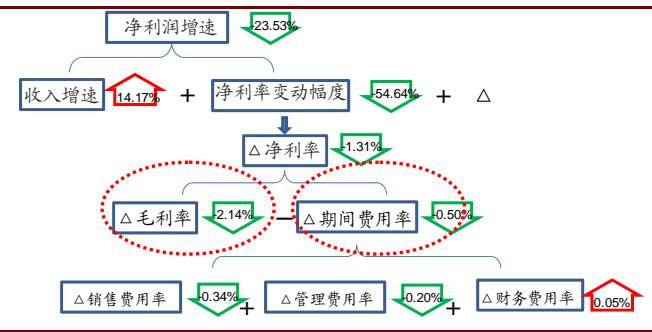
2012年至2013年1季度，家电零售企业受到消费下滑、刺激政策推出、前期消费透支等因素影响，收入和利润增速较同期下滑明显。其中，销售费用率飙升，人工工资和租金费用增长是主要驱动力。目前看来，由于零售企业员工属于较低收入劳动群体，工资增速高于平均水平，每年大约增长10%-15%。同时2013年中国进入劳动力供给拐点，未来长期内人工工资仍将保持高速增长。而租金率平均来看，每年大约保持3%-5%左右增长。同时考虑人均工资和租金率上升，则意味着零售企业同店增速至少达到7%-8%或者更高，才能保证销售费用率平稳，而这对于成熟零售门店来说是非常困难的。

图2：2012年家电企业盈利变动分拆



资料来源：宏源证券

图3：2013年1季度家电企业盈利变动分拆



资料来源：宏源证券

四、发展战略散乱，伤其十指不如断其一指

从2012年以来，苏宁宣布了一系列的行动意向，其中部分已经实施，从他们的动作中，可以看出公司当前的战略状态。下面是几条广为流传的苏宁行动的消息：

1、收购红孩子

2012年9月25日消息，苏宁电器宣布，以6600万美元或等值人民币的价格全资收购母婴B2C平台红孩子公司，并承接“红孩子”及“缤购”两个品牌和公司资产、业务。这是苏宁在电商领域的首次并购。

红孩子品牌和管理团队将独立运作，目前管理团队将不会有变化。苏宁易购执行副总裁李斌表示，红孩子将补充易购在母婴领域的业务，未来三年，易购在母婴类的销售额目标为100亿元。

总共获得约1.2亿美元投资的红孩子以投资额50%的价格出售，也证实了其运营不佳的状态。苏宁易购希望通过并购快速扩张母婴类品种并获得长期专注垂直领域的团队，而红孩子也希望通过依靠苏宁的资金、采购平台的整合，提升原有的销售能力。

2、涉足网游

2012年1月4日消息，继淘宝、当当等电商涉足网游之后，苏宁易购将正式涉足网游领域。

据知情人爆料称，目前，苏宁易购高层已与国内一家知名网络游戏公司达成合作意愿，双方合作的网游项目也将于近期正式上线。

此前，苏宁易购执行副总裁李斌表示，2012年，苏宁易购就已提出“超电器化”全新商业战略规划。布局全品类覆盖，打造“线上线下虚实结合”的全新网络生活服务平台，已成为苏宁易购未来十年重要发展方向。所以，如果时机成熟，苏宁易购不排除与国内外知名游戏商家建立合作关系。

3、洽购视频公司

2013年6月5日，针对市场上“苏宁已经向视频公司PPTV发送了收购意向书”的传言，苏宁副董事长孙为民未作出明确回应，但就强调苏宁已明确将在电子图书、音乐、视频等为代表的数字产品上发力，“我们看重资源和版权上具有优势的视频公司，PPTV也确实在这些方面有一些优势”，孙为民表示。

4、与京东的价格战

2012年8月14日上午，京东商城CEO刘强东通过微博宣布，京东商城所有大家电将在未来三年内保持零毛利，并“保证比国美、苏宁连锁店便宜至少10%以上”。此言一出，立即引来对手反击。苏宁易购通过其微博宣称，包括家电在内的所有产品价格必然低于京东。当当、国美等也随即宣布应战，一场轰轰烈烈的电商价格战迅速拉开序幕，而其背后的资本较量也逐渐浮出水面。

我们的观点是：收购红孩子、涉足网游、洽购视频公司等等，这些动作和意向显示出苏宁混乱的战略战术。苏宁也一直在与京东进行价格战，但京东并不存在业绩连续亏损的压力，而苏宁对于亏损的承受能力很低，作为上市公司采取这样的策略是不明智的。对于苏宁而言，最深的痛是“左右互博”，想发展电商，又不想放弃线下，但“鱼与熊掌不可兼得”。苏宁的出路，或者是努力把用户体验做好，或者是甩掉亏损门店包袱，只有专注，才能杀出一条血路来。

五、双线同价后假设线下降价3%，苏宁面临亏损的窘境

假设线下降价3%，苏宁会面临7.6亿元亏损的境地。我们对于此次双线同价对公司业绩的影响存在很大的忧虑。

表1：线下降价3%苏宁13年面临7.6亿元的亏损

	2010	2011	2012	2013Q1	2013E	2014E
线上	毛利率			4%	5%	6%
	收入（百万元）	5,043	13,005	3,845	30427	45640
	成本（百万元）			3,691	28905	42902
	线上收入占比	5%	13%	14%	25%	31%
线下	毛利率	18%		18%	15%	17%
	收入（百万元）	75,505	88,846	85,352	23,356	92798
	成本（百万元）	62,041		19,114	78448	85235
	综合毛利率	18%	19%	18%	16%	13%
	总收入（百万元）	75,505	93,889	98,357	27,201	123,225
	总成本（百万元）	62,041	76,105	80,884	22,805	107,353
						147,718
						128,137

净利润 (百万元)	4,106	4,886	2,505	423	-764	82
每股收益	0.57	0.69	0.37	0.07	-0.10	0.01

资料来源：公司公告，宏源证券

表 2：线下降价 3% 苏宁就会亏损

线下商品降价	0%	1%	2%	3%	4%	5%
总收入 (百万元)	125,373	124,657	123,941	123,225	122,509	121,793
总成本 (百万元)	106,761	106,954	107,152	107,353	107,559	107,769
综合毛利率	14.85%	14.20%	13.55%	12.88%	12.20%	11.51%
净利润 (百万元)	1,686	874	57	-764	-1,589	-2,418
每股收益	0.23	0.12	0.01	-0.10	-0.22	-0.33

资料来源：公司公告，宏源证券

表 3：百思买历史估值对比

	主营业务收入	归属净利润	平均市值	PS	PE
2004	27433	984	10291	0.38	10.46
2005	30848	1140	12279	0.40	10.77
2006	35934	1377	15459	0.43	11.23
2007	40023	1407	14273	0.36	10.14
2008	45015	1003	11667	0.26	11.63
2009	49243	1317	11140	0.23	8.46
2010	49747	1277	12188	0.25	9.54
2011	50705	-1231	9187	0.18	-7.46
2012	49621	-249	6414	0.13	-25.76
中位数				0.26	10.14
平均值				0.29	4.33
最小值				0.13	-25.76
最大值				0.43	11.63

资料来源：wind，宏源证券

作者简介:

陈炫如: 商贸零售行业高级分析师, 消费服务组组长, 就读香港大学、中山大学、厦门大学, 金融学硕士, 5 年证券行业从业经验, 2010 年 8 月加盟宏源证券研究所。曾服务于中金公司投资银行部、华泰联合研究所。

姜天骄: 商贸零售行业分析师, 复旦大学经济学学士, 上海财经大学数量经济学硕士。2012 年加入宏源证券。

主要覆盖公司: 永辉超市、上海家化、友好集团、红旗连锁、苏宁电器、友阿股份、银座股份、新华百货、吉峰农机、王府井、东方金钰、友阿股份、大连友谊、飞亚达、老凤祥、昆百大 A

机构销售团队

华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
华南区域	李嵒	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
QFII	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。