



转型平台的瓶颈依然存在

中性 维持

报告摘要:

- **苏宁合理估值 380 亿元。**分线下和线上业务分别估值: (1) 苏宁 2013 年预计线下收入 1000 亿元, 我们按照百思买 0.23X PS 估值, 给予苏宁线下业务 230 亿元市值; (2) 线上业务部分, 预计 2013 年可接近 300 亿, 按照市场占有率角度看, 京东预计 2013 年销售规模 1000 亿元, 按照最后一次融资, 对应估值约 450 亿元, 则苏宁易购业务估值约为 150 亿元。线上线下两者加总, 则苏宁合理估值在 380 亿元。
- **平台电商, 赢家通吃, 流量规模为王。**对于电商来说, 客户体验至关重要。我们认为流量越大的平台, 能够吸引更多商品品类的加入, 从而增加商品品类带来更好的客户体验。因此, 在平台电商领域, 流量规模为王。从流量方面, 京东是苏宁的 10 倍, 天猫是苏宁的 20 倍, 苏宁与行业领头羊的差距巨大, 难以形成良好的客户体验。
- **从垂直转向平台, 有效客户转化率难以提高。**我们参考当当网的转型案例, 可以发现, 从原有的单一品类垂直电商转变为综合品类的平台电商困难较大。由于以往客户定位在垂直品类的购买, 往往难以转换为其他品类的消费者。在这方面, 京东、当当都遇到了瓶颈, 我们认为苏宁也不例外, 作为 3C 产品的第二名, 做平台实施起来会更加困难。
- **实体门店面临业绩压力, 线上业务战略模糊。**对于苏宁的实体门店而言, 高企租金和人工费用使其业绩压力很大。另一方面, 苏宁战略战术尚不清晰, 同时兼顾线上和线下两方的思路可能力不从心。公司的出路, 或者是努力把用户体验做好, 或者是甩掉亏损门店包袱, 只有专注才有更好的发展机会。
- **盈利预测和投资建议。**我们认为, 在目前的情况下, 苏宁模糊的 O2O 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会使公司的业绩堪忧。全年预计净利润 1.82 亿元, 每股收益 0.02 元, 预计维持“中性”评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	93889	98357	117,460	139,662	169,312
增长率(%)	24%	5%	19%	19%	22%
归母净利润(百万)	4821	2676	182.33	967.15	1,692.98
增长率(%)	20%	-44%	-93%	431%	75%
每股收益	0.65	0.36	0.02	0.13	0.229
市盈率	8.58	15.5	279	42.92	24.37

消费服务研究组

分析师:

陈炫如 (S1180511080001)

电话: 010-8808 5961

Email: chenxu@hysec.com

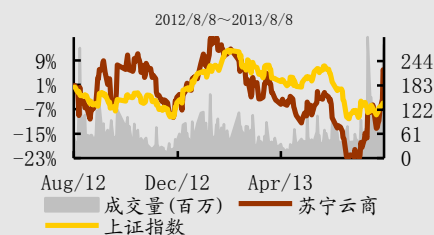
研究助理:

姜天骄

电话: 010-88013525

Email: jiangtianjiao@hysec.com

市场表现



相关研究

公司动态跟踪报告-苏宁云商-双线同价
心有余而力不足

2012-05-16

不惊喜, 不悲观

2012-10-30

痛苦但仍需坚持的渠道转型

2012-08-30

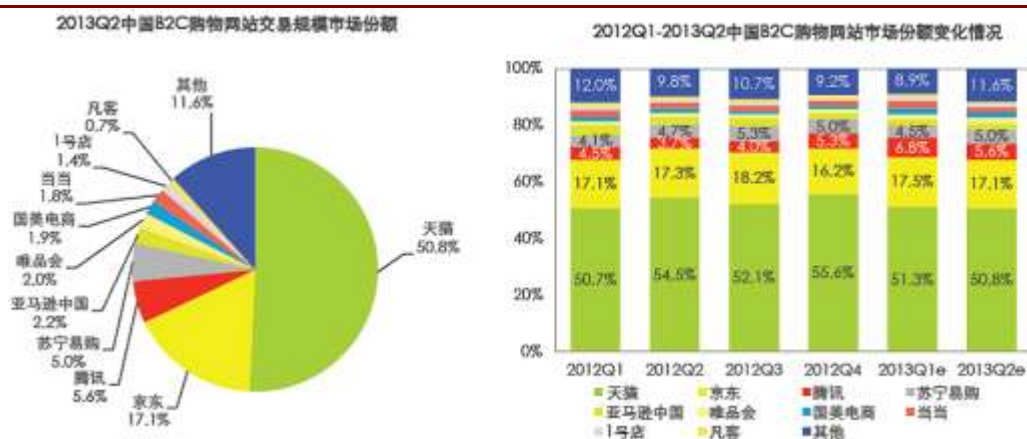
线下加速下沉, 线上继续发力

2012-04-04

表 1: 电商指标对比

财务指标	当当	唯品	苏宁易购	京东	阿里(天猫)	1 号店
客户定位	一二线城市白领	三四线城市客户	无明确客户定位	无明确客户定位	追求较高服务、较好产品质量、能够接受适当高价格客户	大都市的高学历的年轻白领阶层
流量指数	9690	10580	6635	69321	131587	9456
物流	自主仓储, 第三方物流	自建+第三方	自建仓储物流	自建仓储物流	第三方物流	自有(70%)+第三方
优势	图书品类具有绝对优势, 占在线图书销售 50%	专业买手团队, 专业尾货清库存平台	家电 3C 优势, 线下渠道优势	家电 3C 优势, 自建物流优势	规模优势, SKU 最多优势	食品等方面具有优势
销售规模(GMV, 亿元)	74.5	54.4	167+16.2	660	2072	45
用户覆盖数(万人)	2790	1061	1540	10370	19720	1840
移动电子商务覆盖人数	541	192	344	1625	1549	282
市值	53.692	162.0	498	446.4	4650	

资料来源: 公开资料, 宏源证券

图 1: B2C 市场占有率


资料来源: 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、新华都、欧亚集团

机构销售团队

公 募	北京片区	李 倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗 云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚 曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴 蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵 越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
周 迪		0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com	
机 构	上海保险/私募	赵 佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李 岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱 隼	010-88013612	18600239108	zhusun@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经营范围包括证券投资咨询业务。