

回归零售本质，双线融合转型

苏宁云商

2015年3月

智慧财富 金山银河

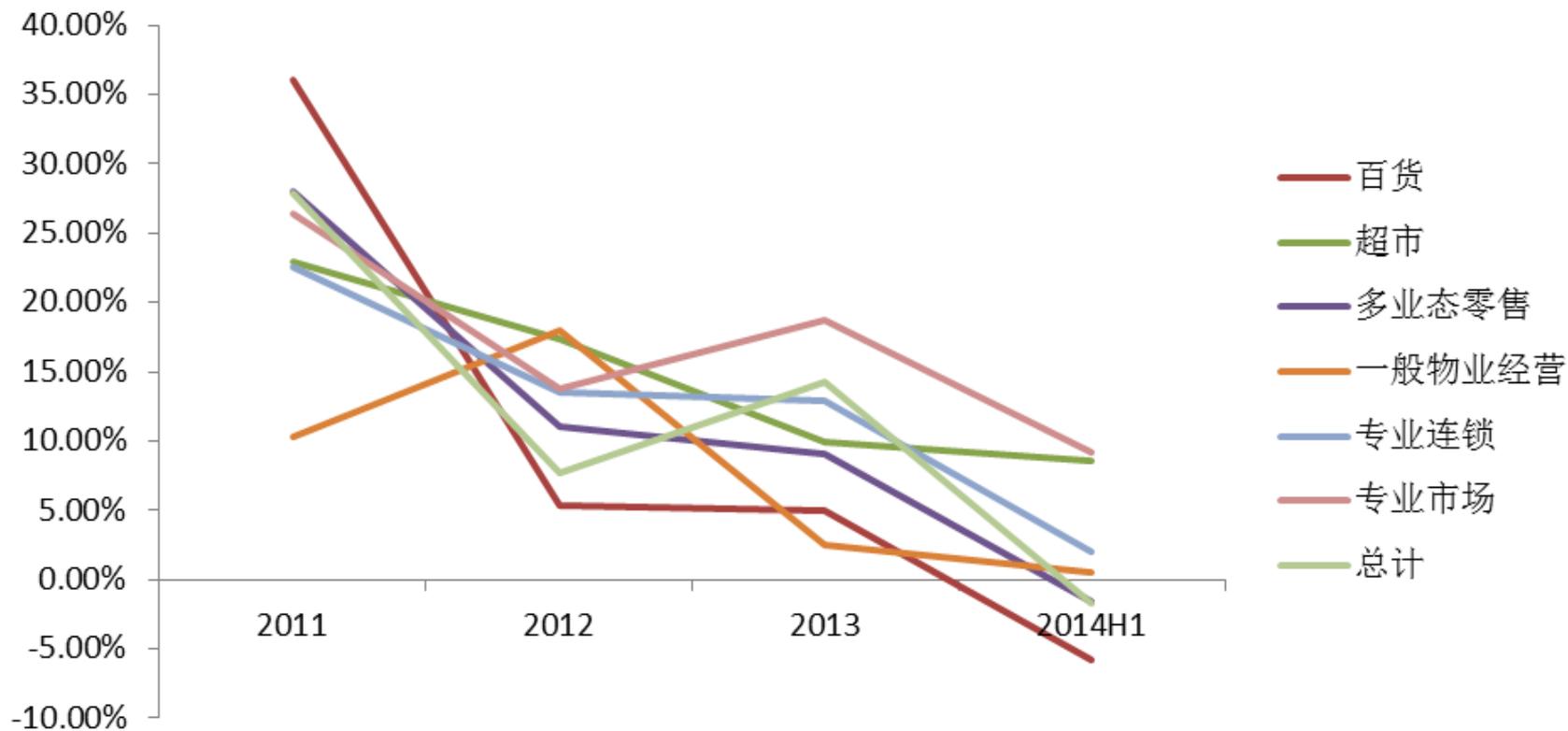
A GROUNDSWELL OF WISDOM AND A GALAXY OF WEALTH



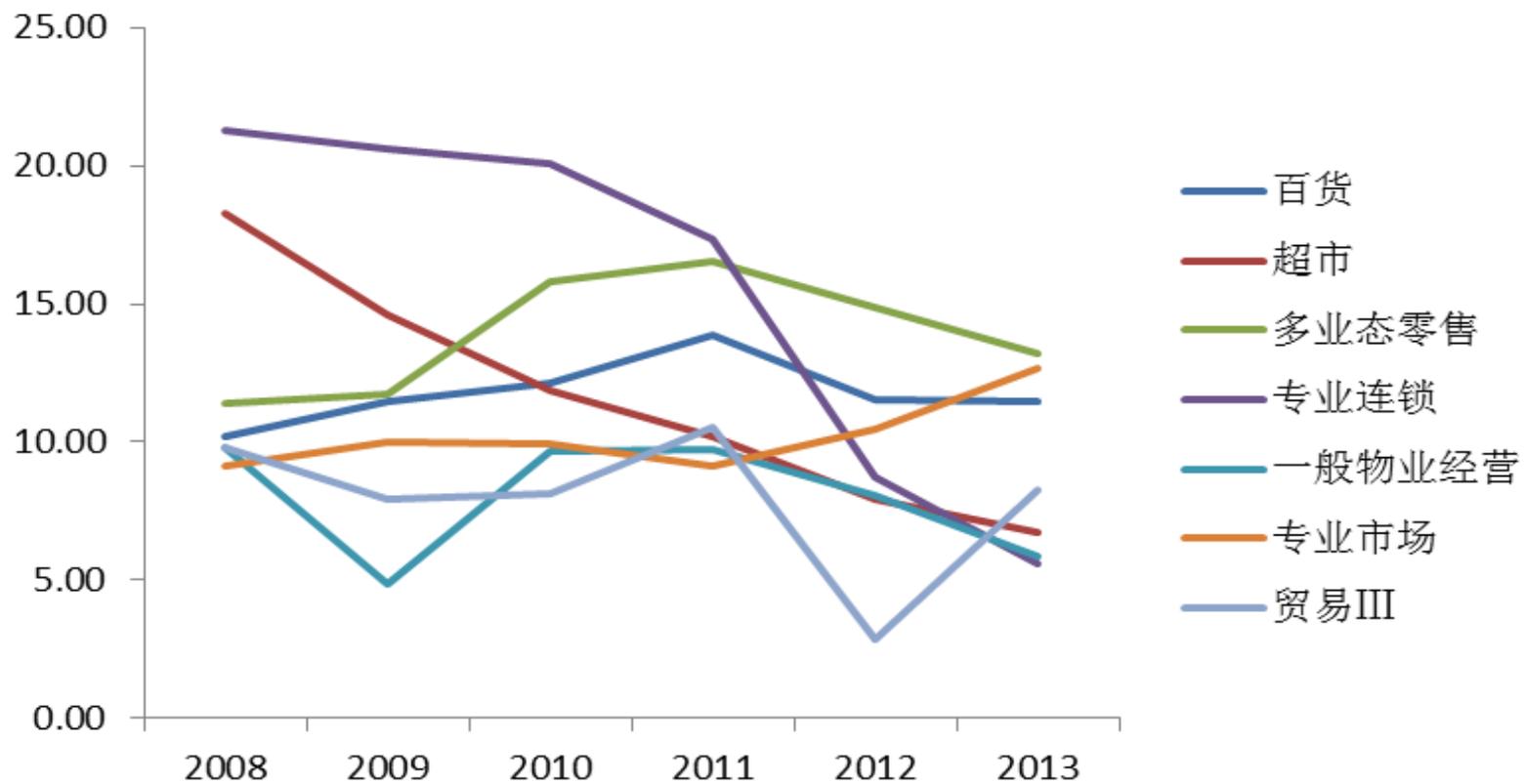
第一部分

一、中国商业流通行业现状及发展趋势

商业连锁及各子行业2011-2014H1收入同比增速不断下滑



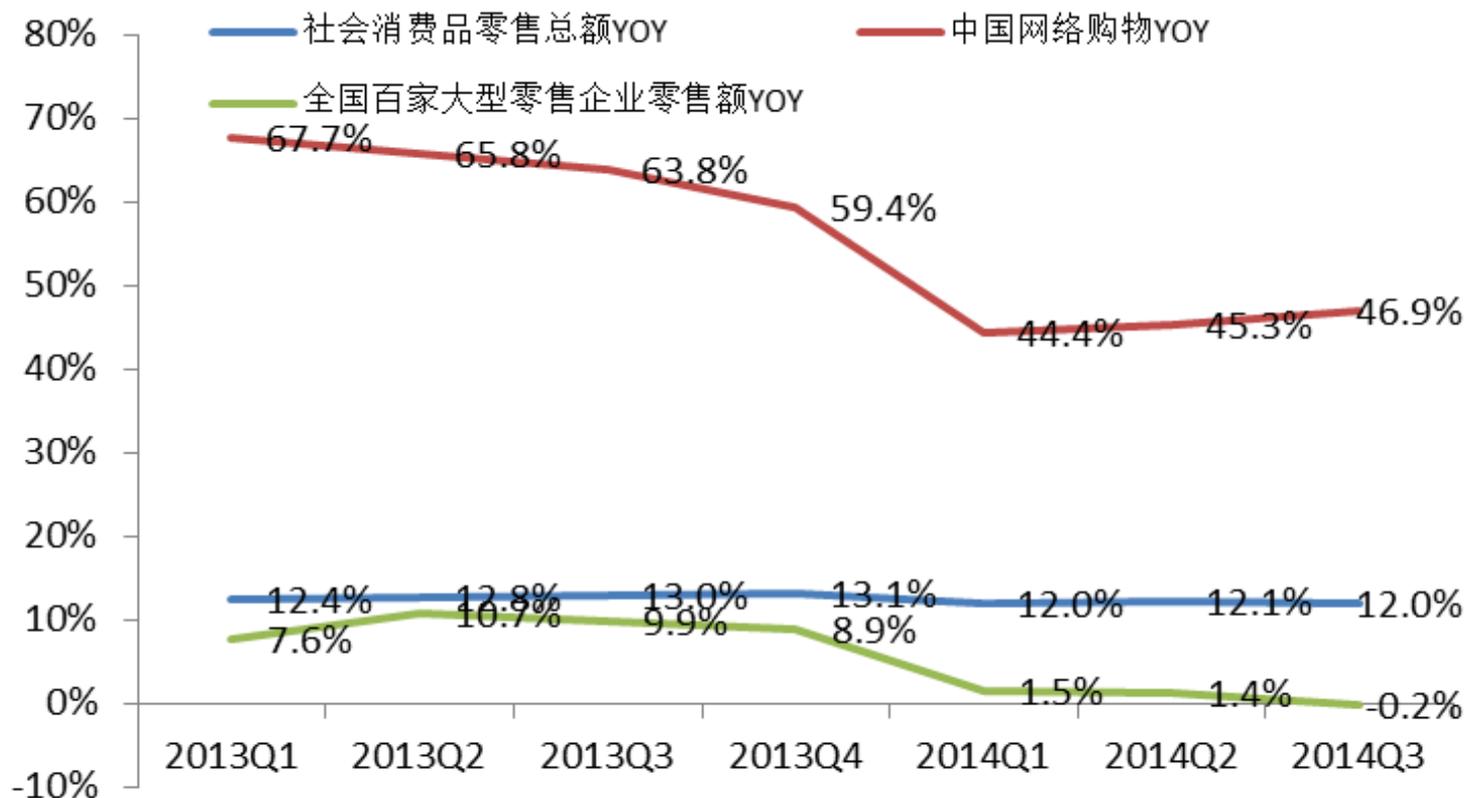
商业连锁及各子行业2008-2013ROE不断下降



数据来源: wind



消费放缓和电商冲击下，百家零售企业负增长



商业连锁原来的成长逻辑

门店外延扩张和
销售规模的增长

提升渠道品牌价值
和客户管理、
营销能力



优化品牌供应商
布局、提高采购
议价能力和毛利
水平

传统商业模式的弊端

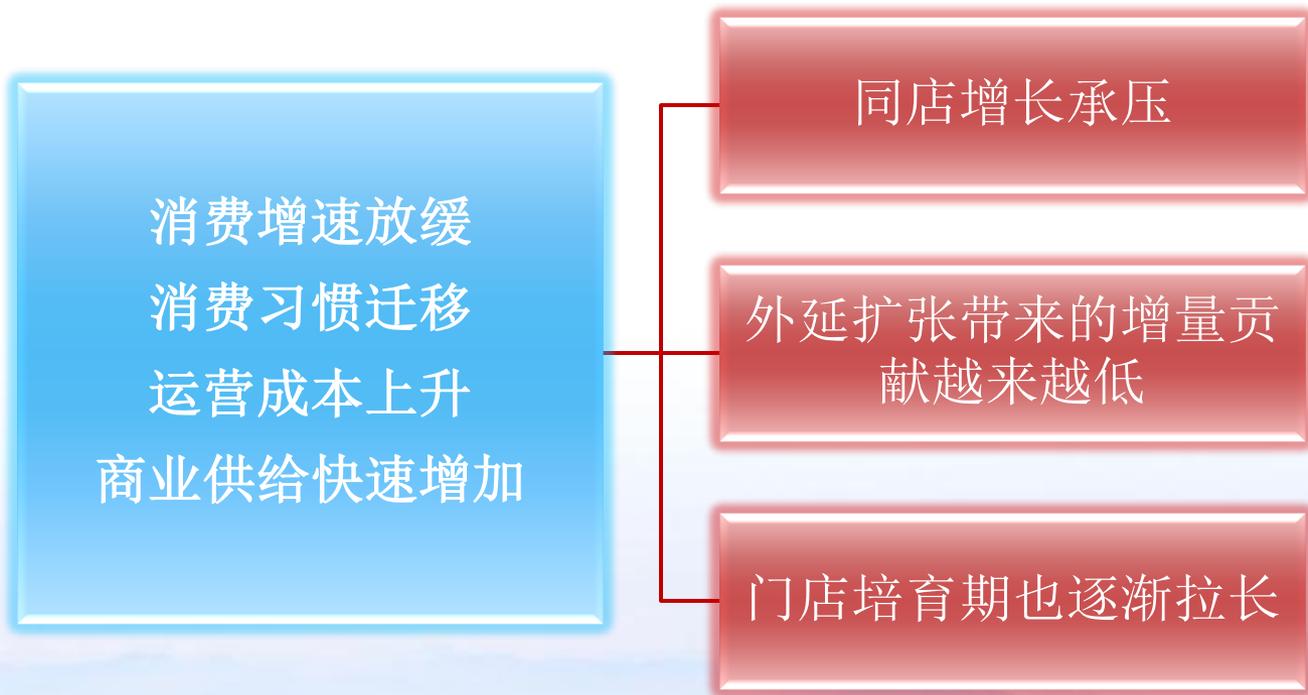
商业地产模式；

经营对象是联营品牌而非品类，核心竞争力是招商而非商品运营，不具备对消费者需求的把握和品类规划能力；

不涉及供应链管理或供应链弱小，渠道层级不够扁平，细分品类无规模和效率优势；



传统零售企业发展遭遇困境





传统线下区域分割，国企体制居多，行业整合遥遥无期

北京	北京城乡、翠微股份、华联股份、华联综超、首商股份、王府井
天津	津劝业
上海	新世界、徐家汇、益民集团、友谊股份、豫园商城
湖北	鄂武商A、汉商集团、武汉中商、中百集团
山东	银座股份
福建	新华都
江苏	南京新百、中央商场
四川	重庆百货、红旗连锁、成商集团
新疆	友好集团
吉林	中兴商业
陕西	西安民生
吉林	欧亚集团
安徽	合肥百货
广东	广百股份、广州友谊、天虹商场
湖南	步步高、友阿股份

数据来源：银河证券研究部



电商基于更优的供应链效率快速成长

竞争的本质-规模和效率

信息流

基于大数据分析，实现需求预测、精准营销，方便比价，最大程度地解决信息不对称问题

物流

基于物流配送中心保障的扩张模式，科技进步提高入仓环节效率，订单密度增加优化出仓成本

资金流

第三方支付市场增长迅速

硬件和技术不断升级，拓展高难度品类

品类难度突围

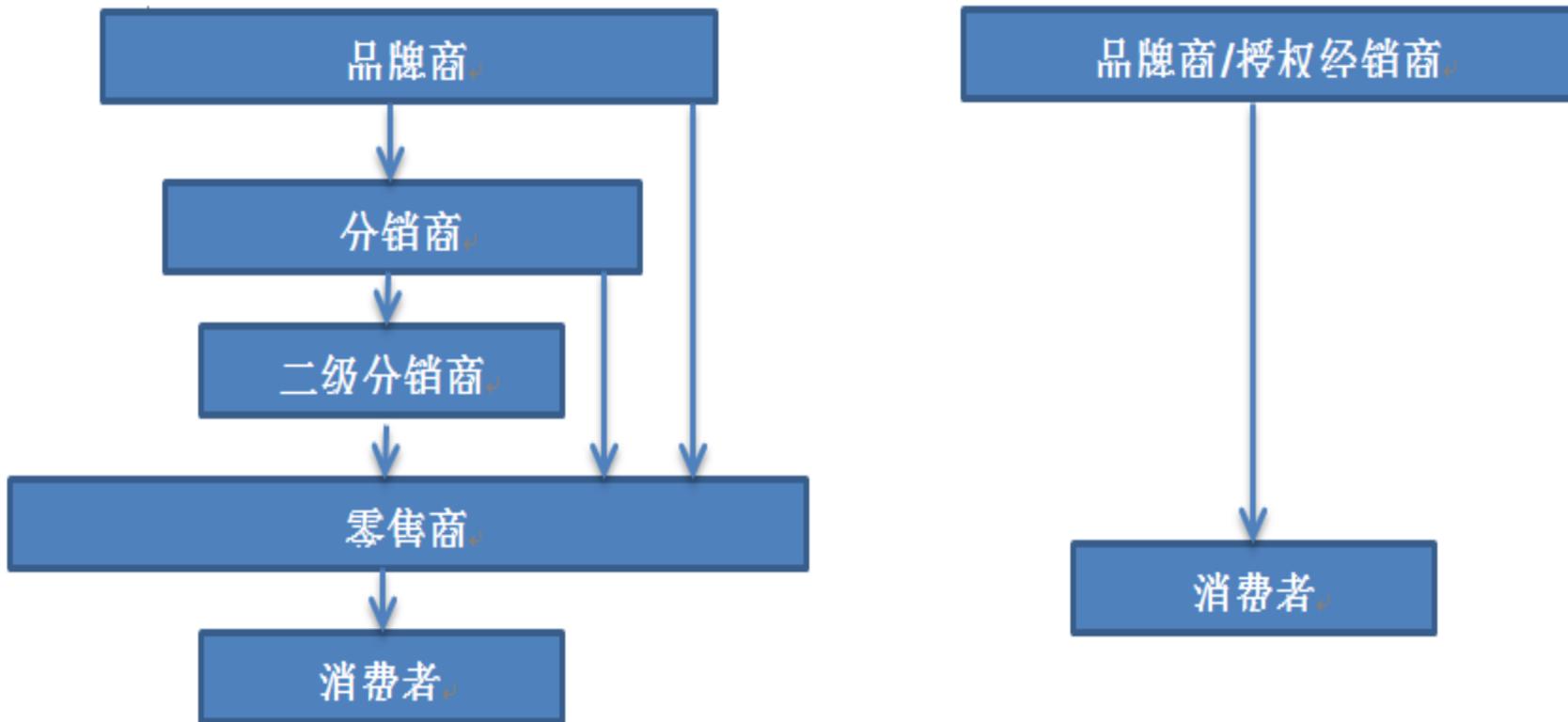


扩张路径：





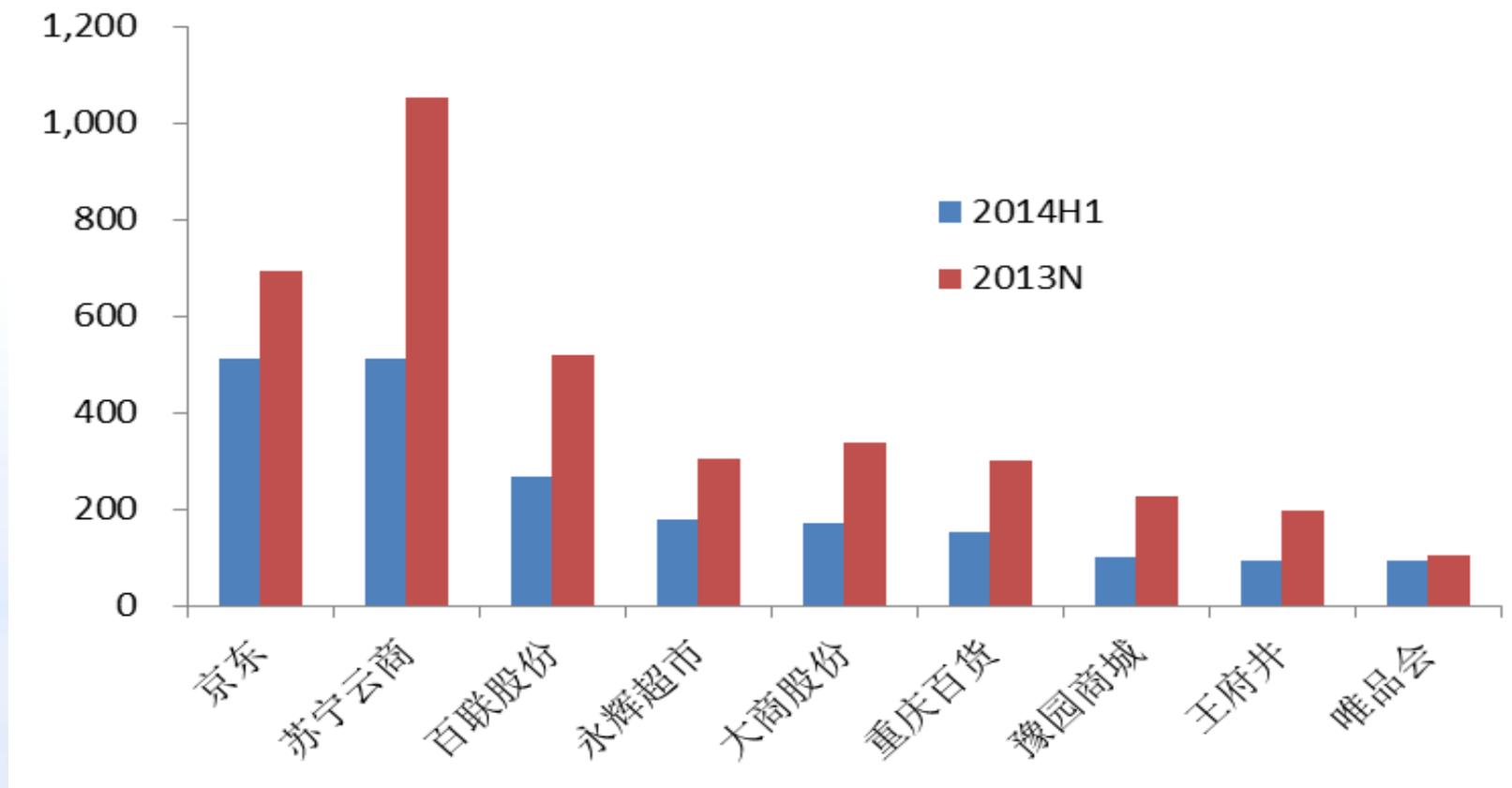
线上线下供应链模式和成本效率差异巨大，导致定价不同，线上更具价格优势



线上线下不同的供应链模式和成本效率，导致线上各品类产品可实现较低的倍率



规模超越传统线下，更具规模效率

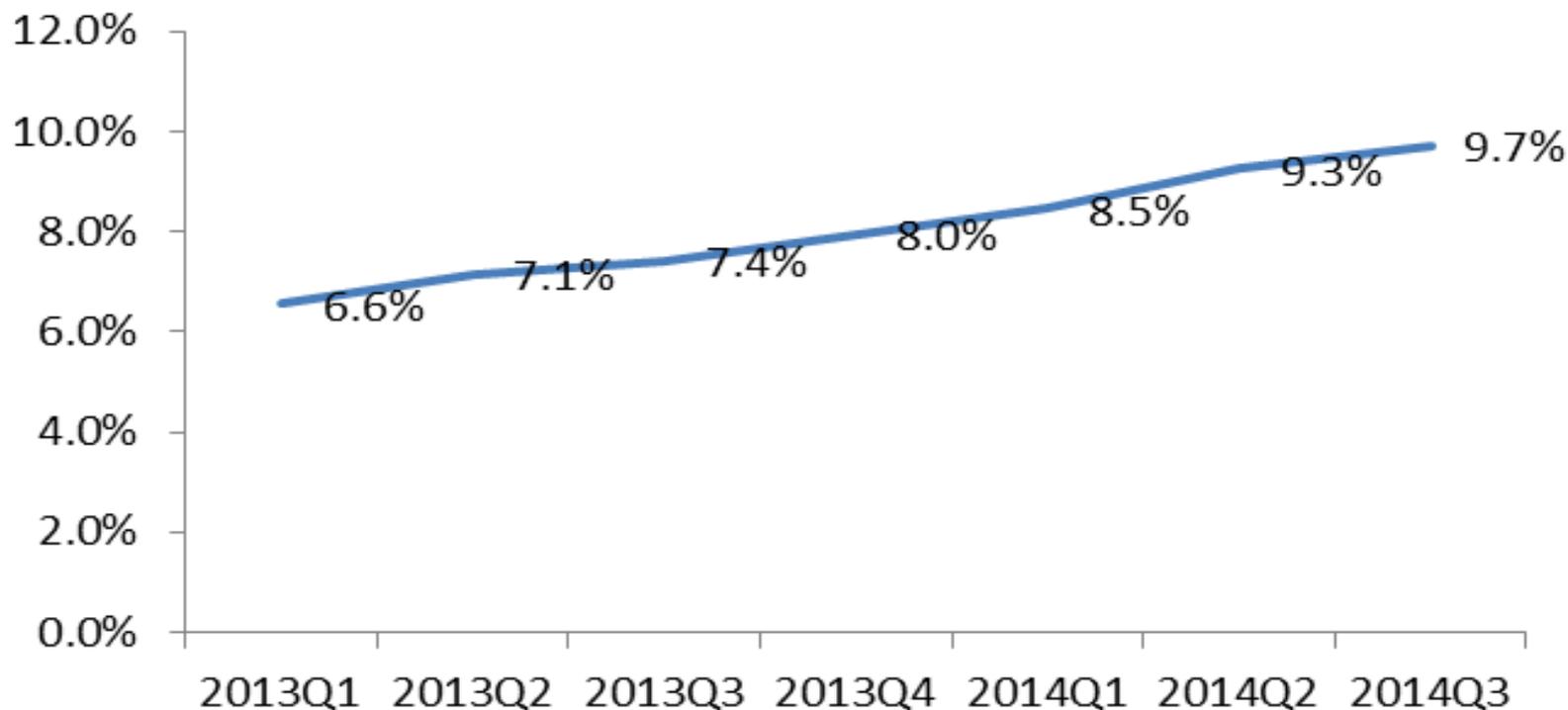


数据来源：银河证券研究部



价格因素和消费者行为迁移导致网购渗透率不断提升

网购渗透率





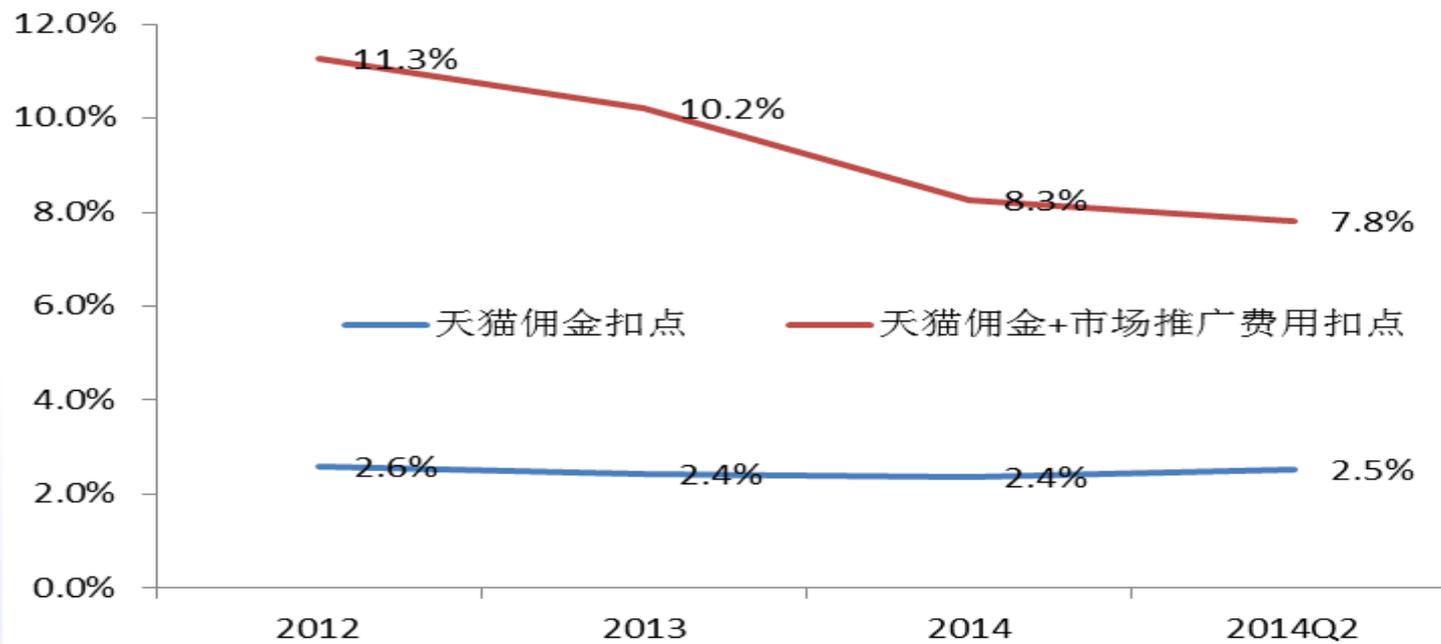
摆脱地域限制，C2B柔性供应链，更好的新品发布和品牌培育平台

超强的信息传播力和短渠道直面消费者的优势促销新产品，充分说明、展示产品特征；

传统零售分散且环节过多；互联网电商摆脱了地域的限制，集小众为大众，线上品牌成长速度超过线下，成为更加重要的新品发布和品牌培育平台；



线上扣点远低于线下，线上成为品牌商的重要低成本渠道

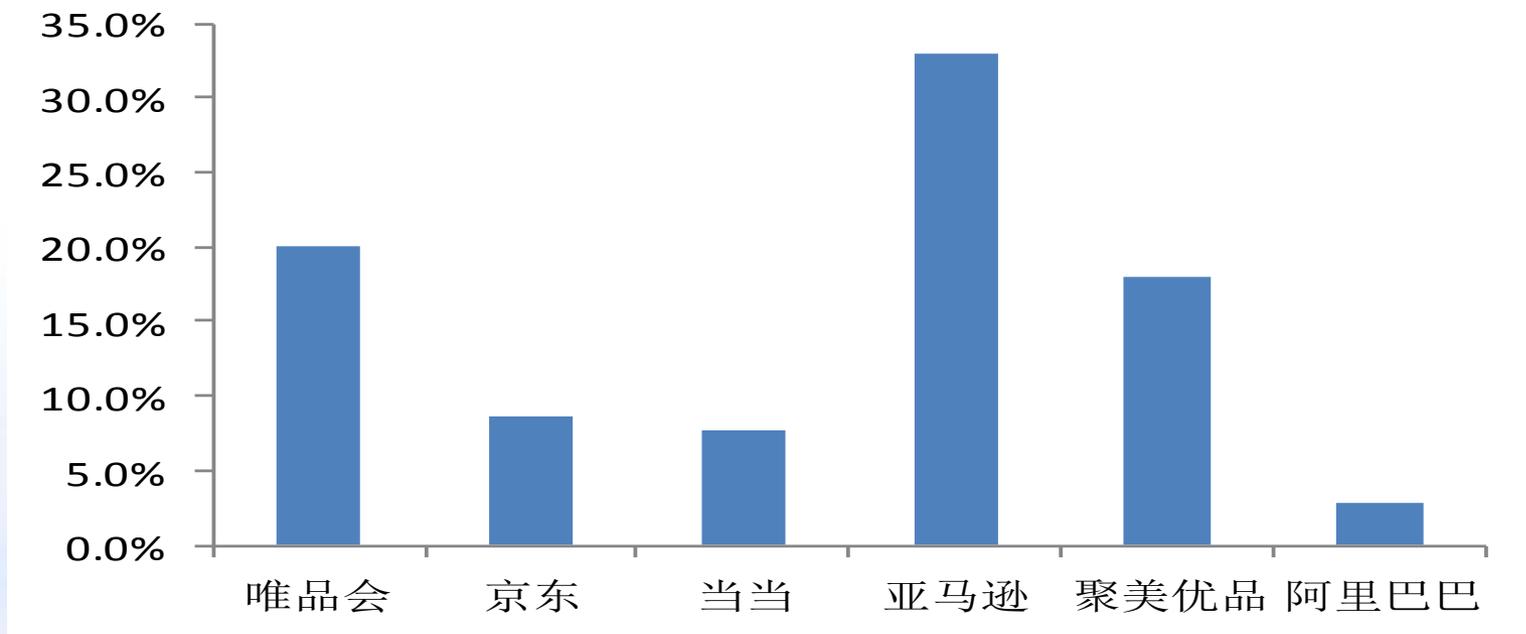


附注：假设市场推广费用全部来自于天猫卖家



线上扣点远低于线下，线上成为品牌商的重要低成本渠道

平台扣点率





传统品牌布局全面融合的O2O模式





品牌商反扑线上，复制线下消费路径，各品类客单价快速提升

女装类目排名				家装类目排名				
排名	品牌名称	成交金额	成交商品数	客单价	排名	品牌名称	成交金额	成交商品数
1.	茵曼	119311224.	610097.	195.6	1.	九牧	73630447.	348636.
2.	韩都衣舍	115336421.	906852.	127.2	2.	欧普照明	67855052.	927415.
3.	artka	111885427.	351942.	317.9	3.	TATA	47190765.	33405.
4.	裂帛	93490465.	422600.	221.2	4.	箭牌	44379561.	76207.
5.	欧时力	70591697.	192917.	365.9	5.	奥朵	34917133.	153853.
6.	波司登	67039107.	198836.	337.2	6.	贝尔	31709438.	209041.
7.	Only	56107441.	171731.	326.7	7.	中宇	22085747.	69917.
8.	歌莉娅	53980586.	159917.	337.6	8.	黄古	22024624.	395379.
9.	vero Moda	47138754.	157121.	300.0	9.	安信	21766087.	146080.
10.	初语	45712125.	294455.	155.2	10.	欧塞洛斯	21544920.	45688.
家纺类目排名				烘焙类目				
排名	品牌名称	成交金额	成交商品数	客单价	排名	品牌名称	成交金额	成交商品数
1.	富安娜	118452508.	330815.	358.1	1.	安佳	332427.	21120.
2.	LOVO	112823589.	256753.	439.4	2.	安琪	237275.	23124.
3.	水星家纺	86697835.	275299.	314.9	3.	安琪	77383.	12688.
4.	罗莱	69265009.	199763.	346.7	4.	伊仕特	52526.	3144.
5.	博洋	68910600.	231453.	297.7	5.	好时	46770.	1705.
6.	梦洁	50879232.	125392.	405.8	6.	安佳	39235.	4634.
7.	多喜爱	34027395.	138310.	246.0	7.	嗨叮叮	33218.	1624.
8.	钱皇	24577500.	27312.	899.9	8.	雀巢	32437.	1236.
9.	恒源祥	19223838.	68772.	279.5	9.	朱师傅	30933.	2591.
10.	花花公子	17688373.	77547.	228.1	10.	百钻	30794.	10373.

从双十一排名数据也可以看出，传统线下品牌一旦开始进入电商，比电商品牌在线上更具优势



第二部分

二、苏宁加大供应链建设，双线融合 转型



线下体验功能不可替代

技术创新带来的效率提升不可能完全弥补消费体验缺失的负面影响；

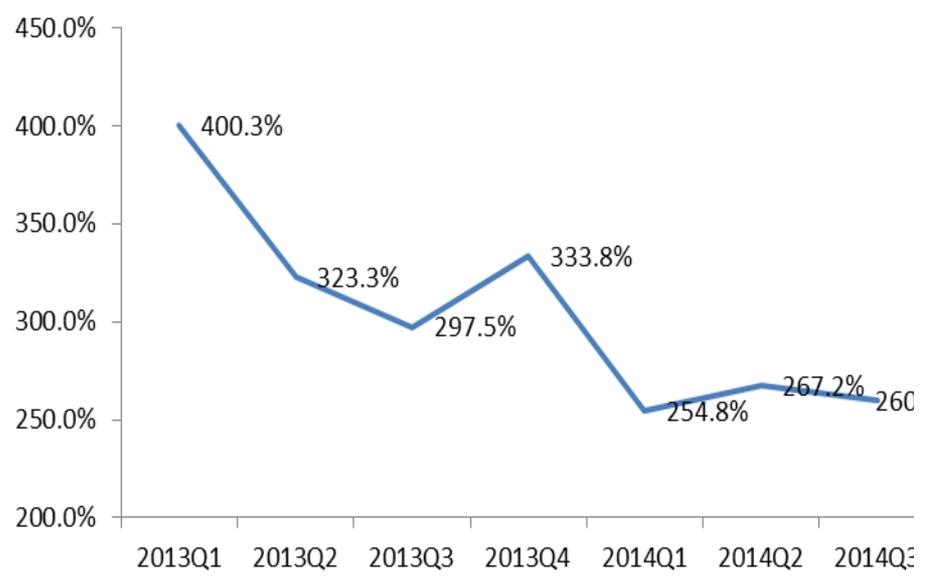
品牌商仍需要大量实体店面展示其形象和功能；

线下零售不断调整体验性的商品、业态组合，提升门店的集客能力

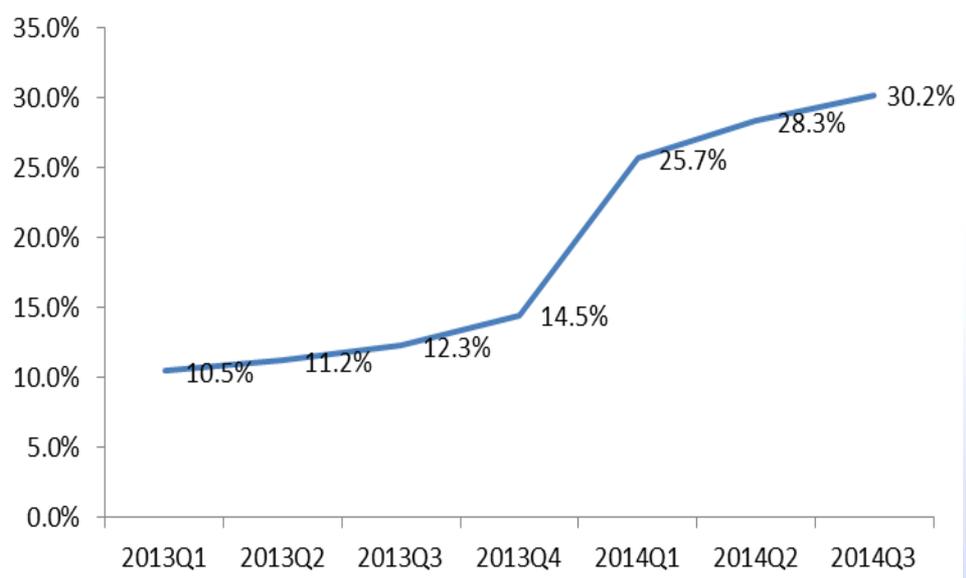


移动购物快速发展，逐渐混淆线上线下的边界

中国移动购物YOY



移动购物/网络购物



数据来源：艾瑞咨询



从Online to offline到Offline to online 线上线下的可互为导流

Online to offline

京东山西唐久合作、腾讯红旗连锁合作

Offline to online

二维码拍码购模式
顺风嘿客



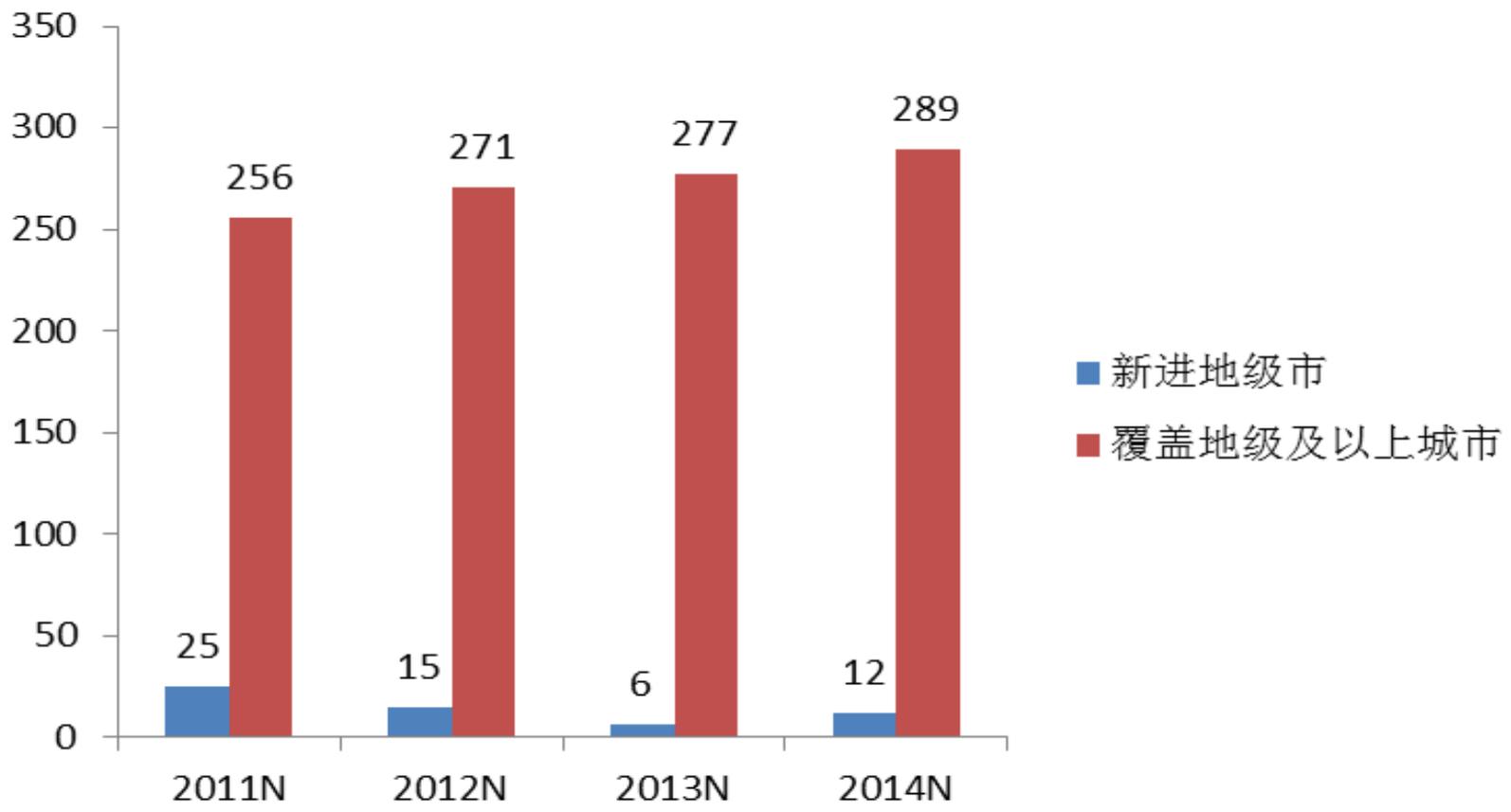
加大仓储建设，深度介入物流

物流仓储及相关配套总面积达到了**352**万平方米。

形成了全国的仓储配送网络，包括**8**个采购枢纽中心、**57**个区域配送中心、**352**个城市转配中心、**1583**个快递网点；另外取得全国**164**个城市的国内快递业务资质，以及国际快递经营业务资质许可。

物流服务能力方面，苏宁物流网络已经实现对**全国90%区县**的覆盖。

2015年58个城市主城区做到半日达。门店**2**小时速达。



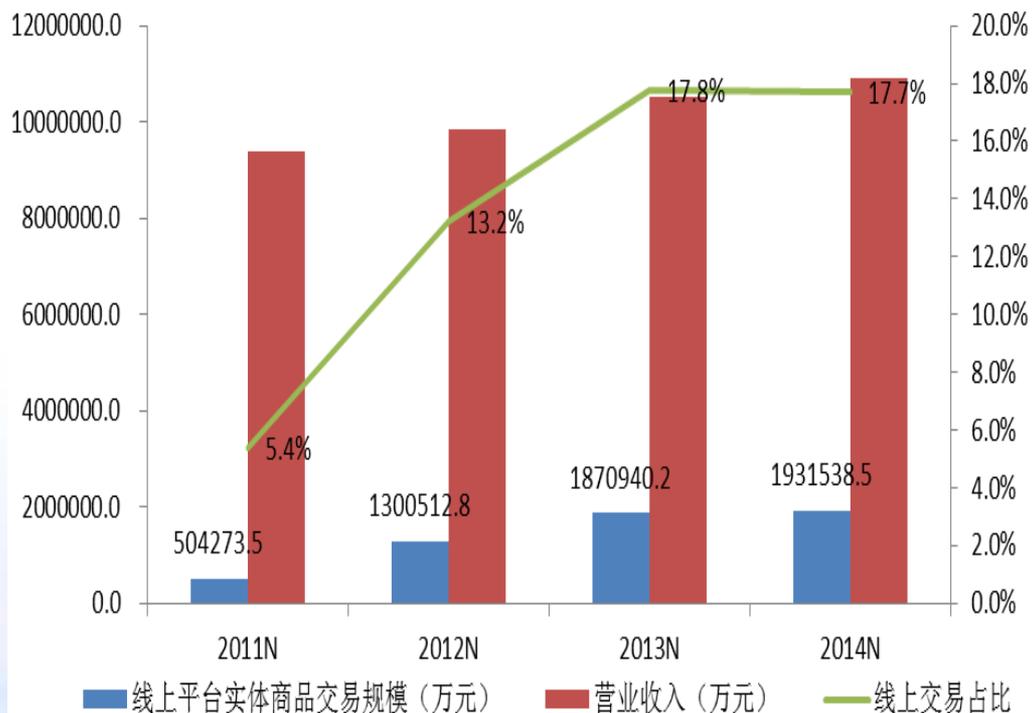


分类展示，构建三级柔性供应链体系

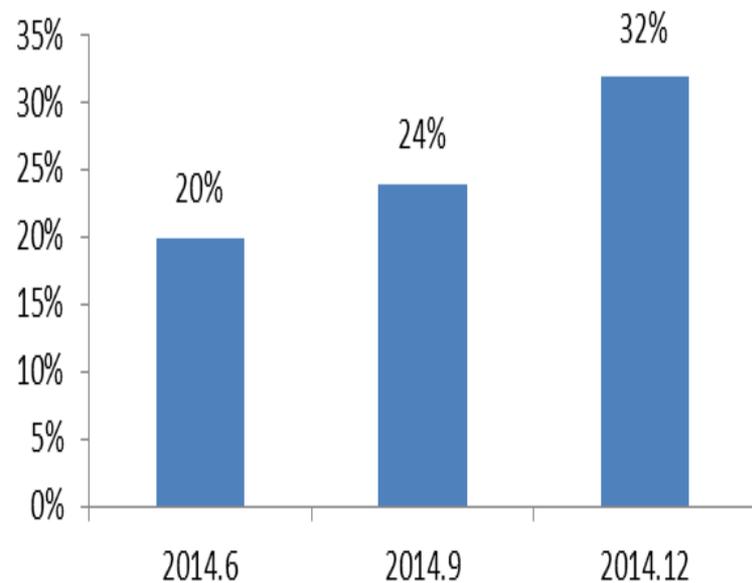
	三级柔性供应链		
	总仓	零售仓	门店仓
A类	✓	✓	✓
B类	✓	✓	
C类	✓		



双线导流，2014年线上交易占比达到17.7%



移动端订单数量占比



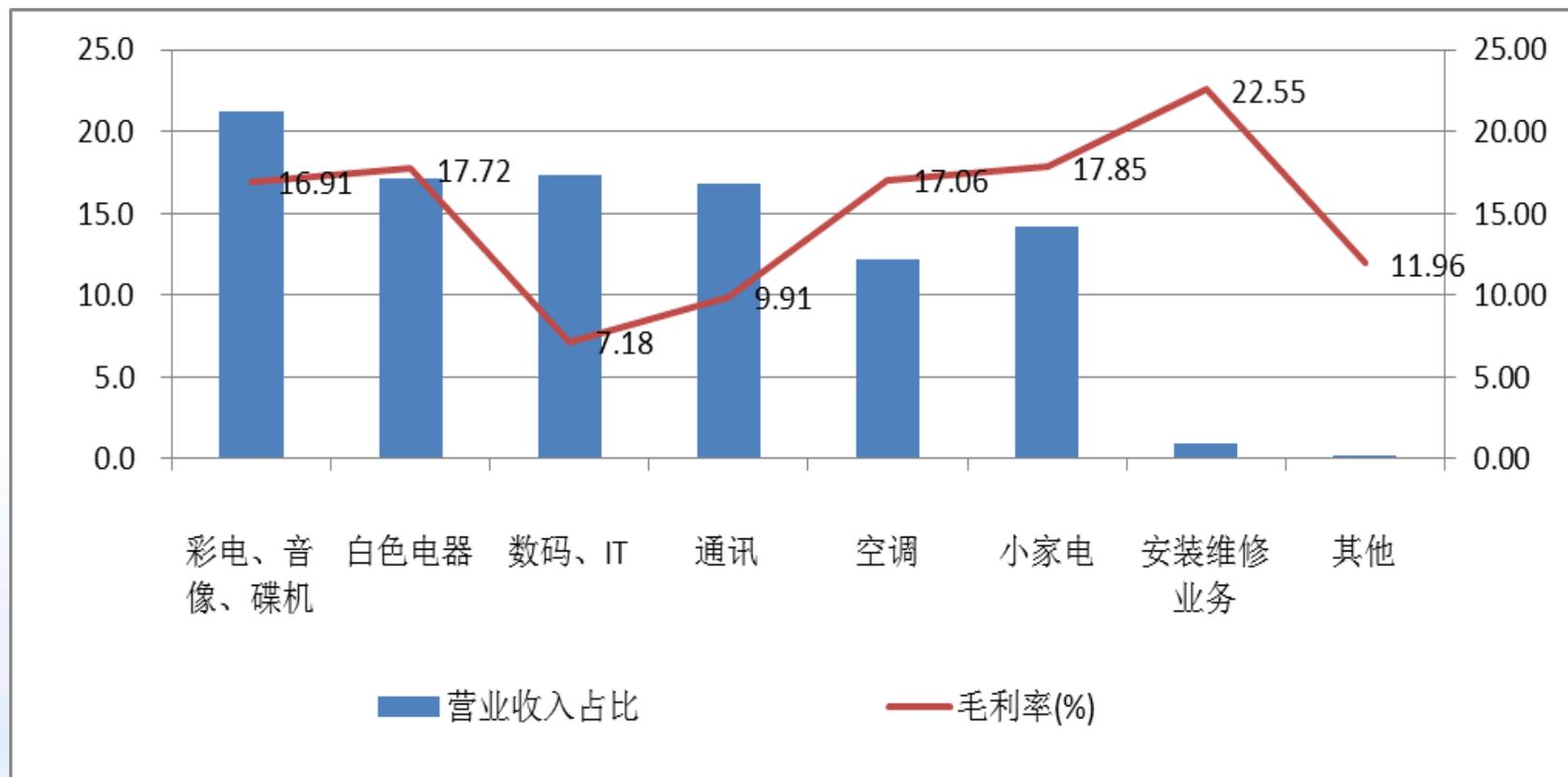
双线导流，线上交易占比达到**17%**；

门店自提比例达到**15%**；

会员数量**1.55亿**，线上活跃用户数**1000万**；



苏宁收入构成及品类毛利率情况 (2013)

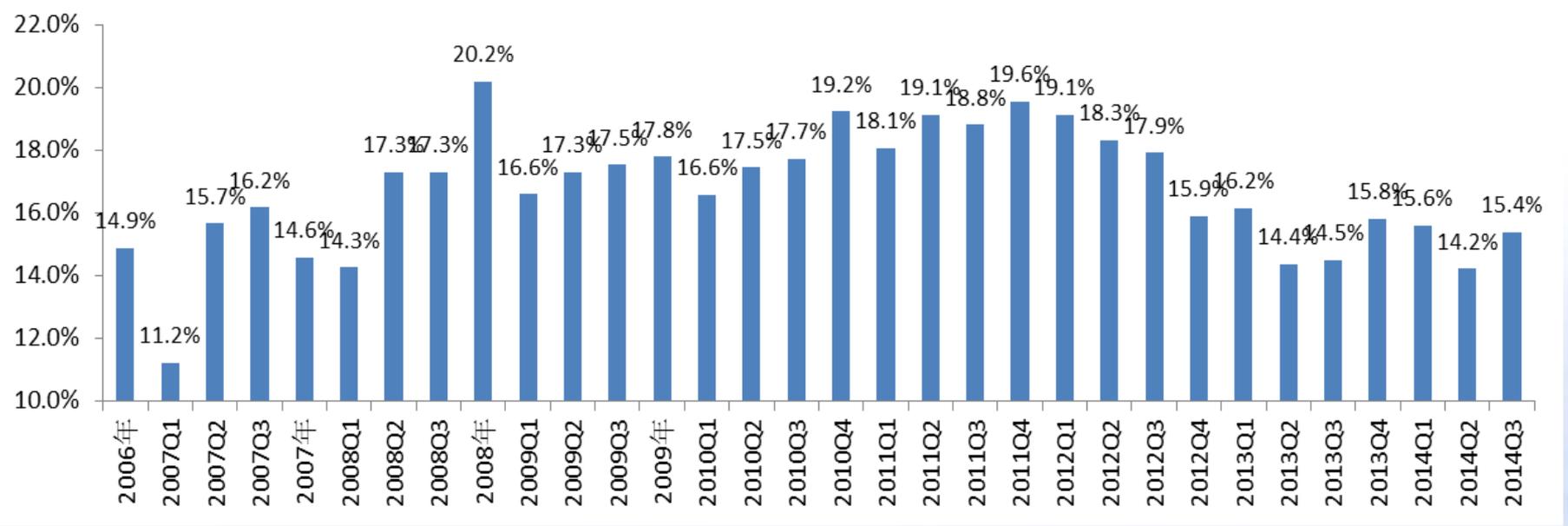


线下差异化，毛利率高于行业均值（3C占比高）；



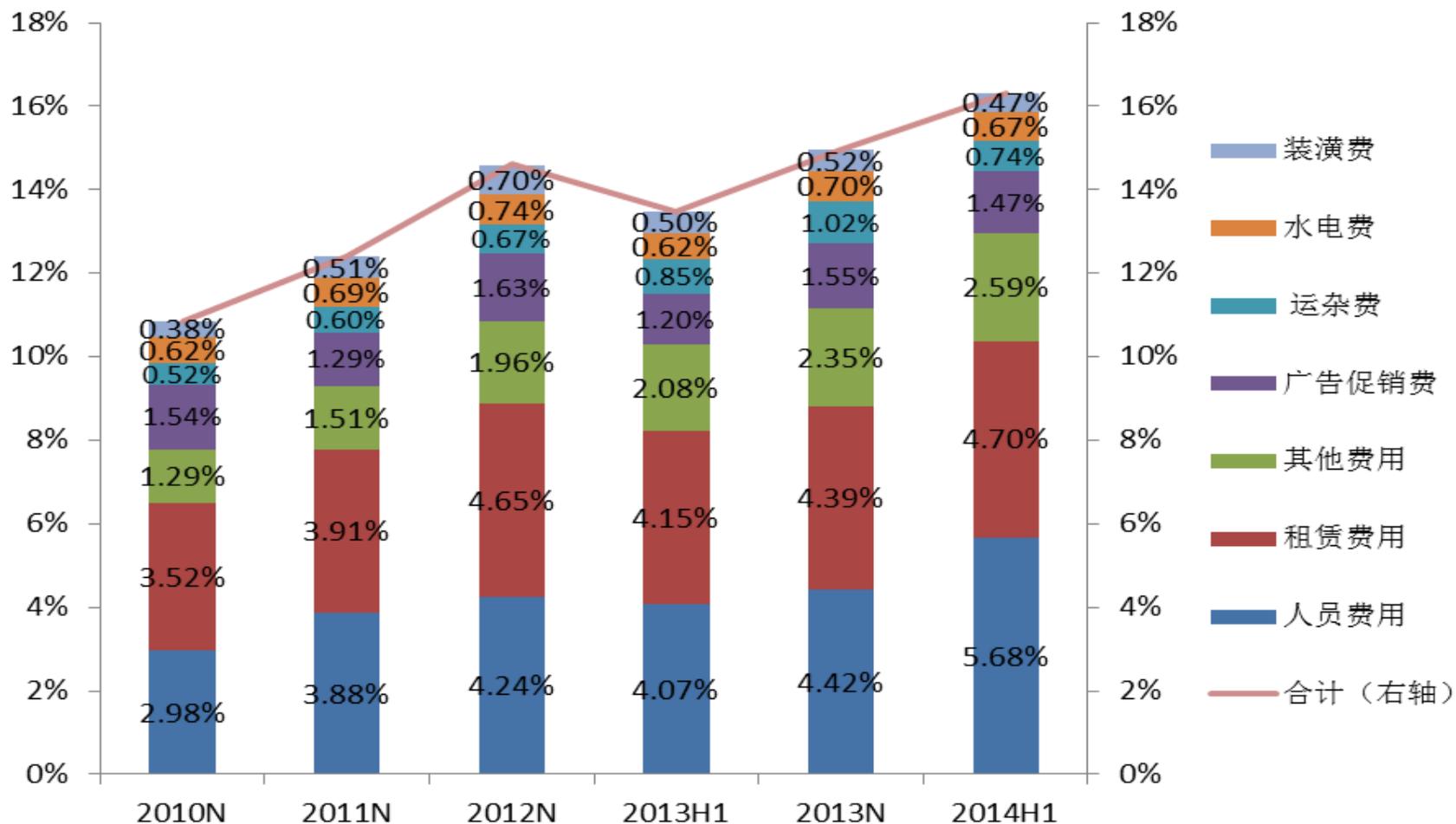
综合成本，区分出样，苏宁单季度毛利率稳定

毛利率





苏宁销售管理费用分拆



人员费用已经超越租赁成为第一大费用支出；



京东	2011	2012	2013	2014
自营平台毛利率	4.40%	6.00%	6.70%	6.40%
履约成本占比	-7.20%	-7.40%	-5.90%	-7.00%
营销费用占比	-2.30%	-2.70%	-2.30%	-3.50%
研发费用占比	-1.10%	-1.50%	-1.40%	-1.60%
管理费用占比	-1.50%	-1.50%	-1.10%	-4.60%
总运营费用占比	-12.10%	-13.10%	-10.70%	-16.70%
苏宁	2011	2012	2013	2014H1
毛利率	18.94%	17.76%	15.21%	14.83%
销售费用率	-9.98%	-12.01%	-12.10%	-12.98%
管理费用率	-2.22%	-2.39%	-2.66%	-3.09%
销售管理费用合计	-12.39%	-14.60%	-14.96%	-16.32%

苏宁线上先发展规模，三年达到盈亏平衡点。

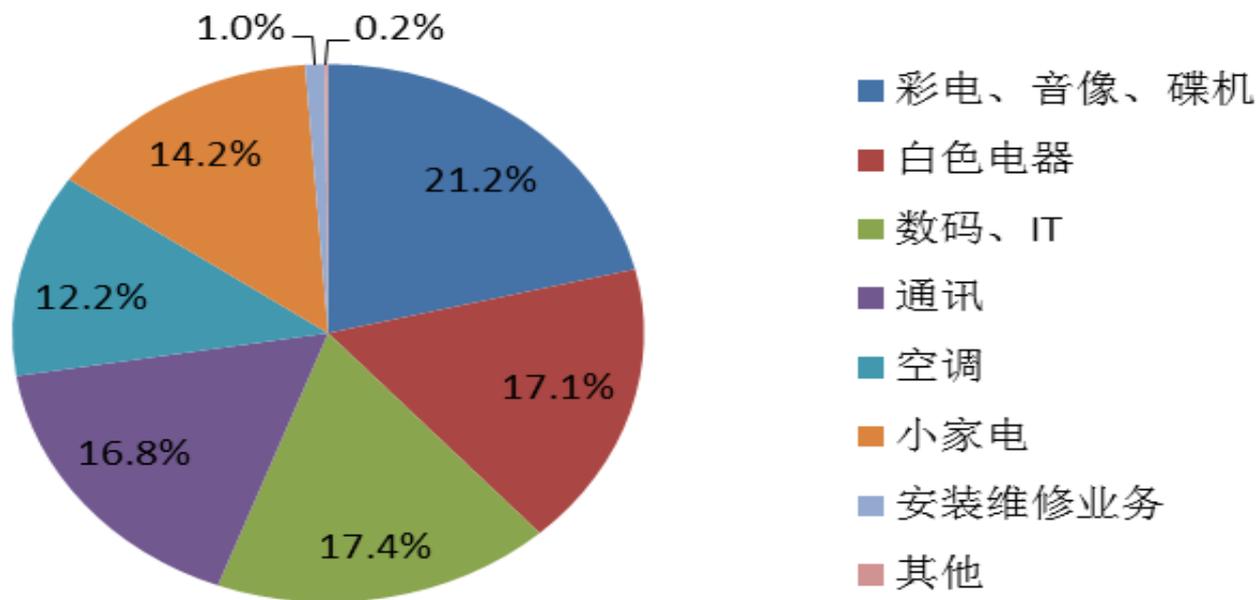


第三部分

三、苏宁的成长空间分析

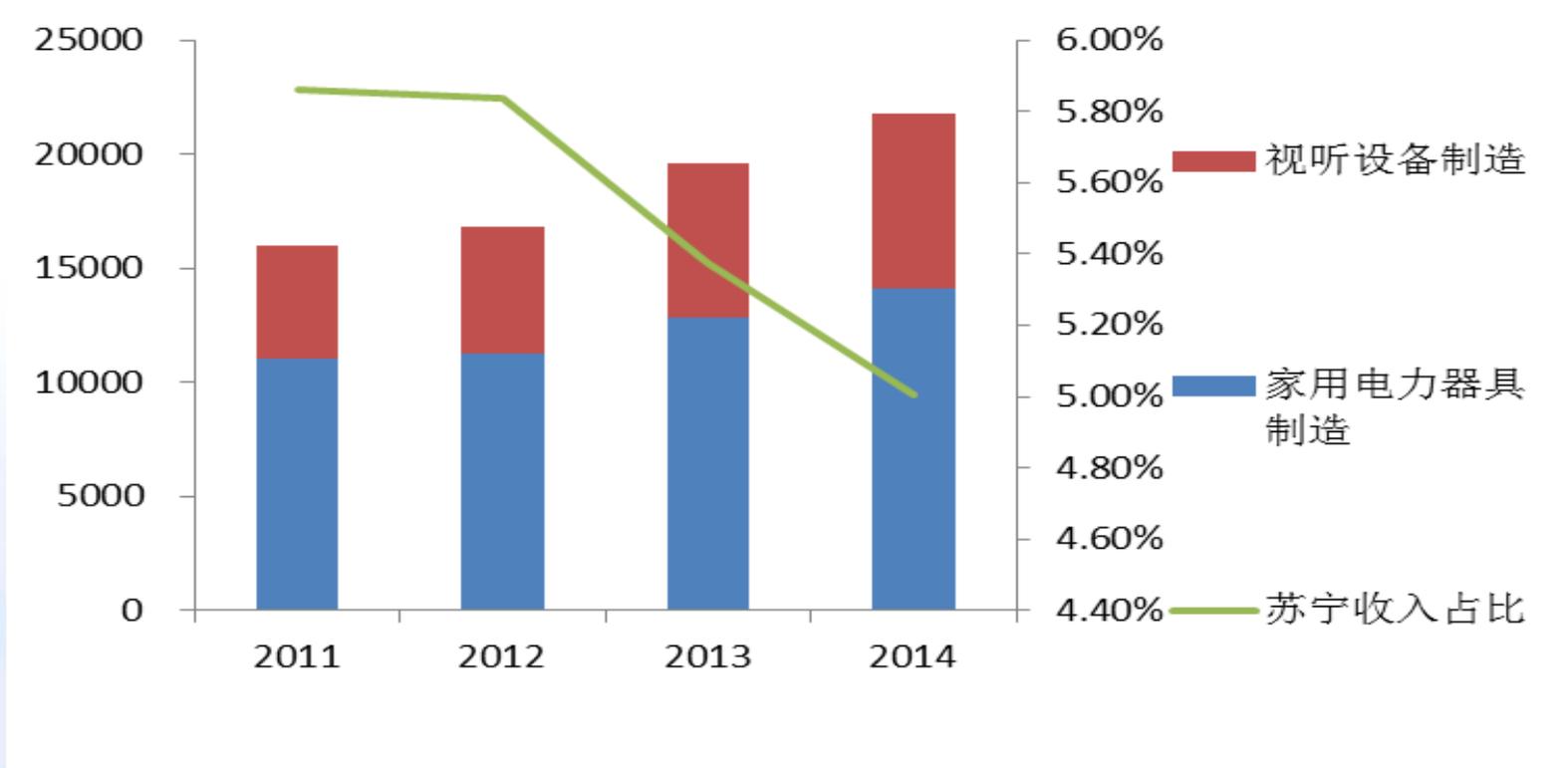


收入占比





苏宁在家用器具市场占比在5%，市场空间依然巨大





品类扩张—巩固家电、凸显3C、培育母婴、超市

	2013N	
	数量	占比
常规店	1495	94.3%
旗舰店	330	20.8%
中心店	428	27.0%
社区店	737	46.5%
县镇店	76	4.8%
乐购仕店	12	0.8%
红孩子店	2	0.1%
合计	1585	100.0%

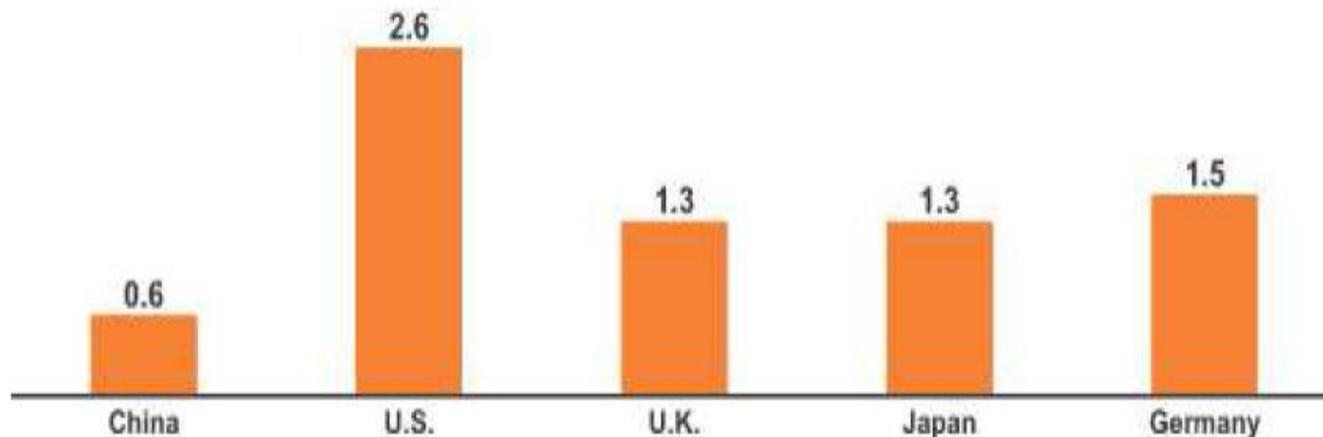
北京、南京、广州小件商品自动分拣仓库项目投入使用，沈阳、上海、重庆小件在建，公司自动化仓库模板—南京自动化二期项目也在加快建设，成都、天津、武汉、杭州、西安小件完成土地签约。



低线城市人均商业面积不足

Offline retail infrastructure

(Retail space per capita in square meters, 2013)



Source: Euromonitor International

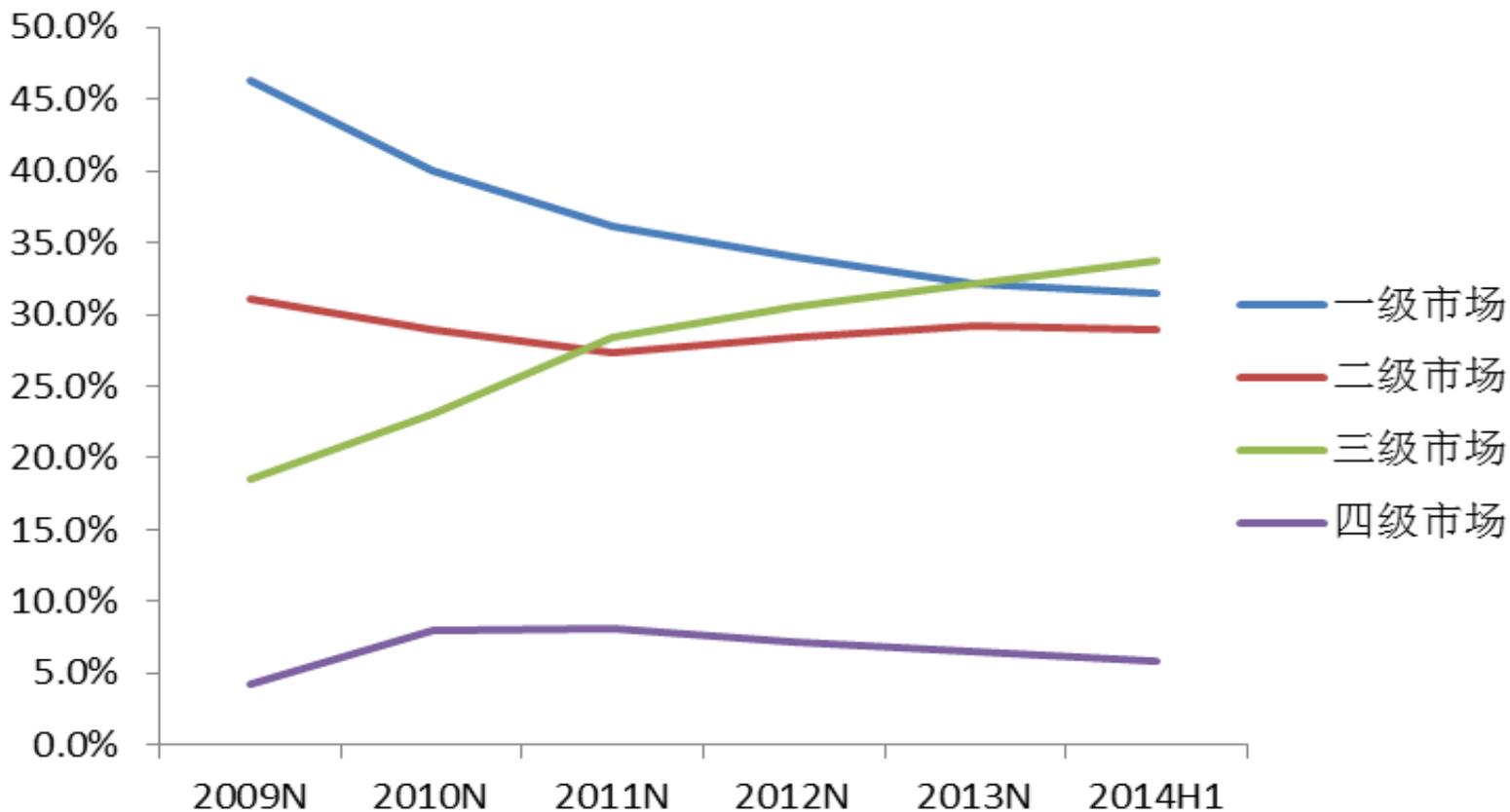
Tier 1 and 2

	<u>cities</u>	<u>% attribution</u>	<u>Other regions</u>	<u>% attribution</u>
Population as of December 31, 2012 (in millions)	255	18.8%	1,099	81.2%
Total retail sales in 2012 (in billions of RMB)	8,524	40.5%	12,506	59.5%

Source: National Bureau of Statistics of China, 2013



低线城市门店数量占比提升



加快调整门店布局，向二三线城市下沉



售后返租开启轻资产模式，2020年达到3000家门店

公司在北京通州世纪联华店、北京刘家窑店、常州南大街店、武汉唐家墩店、重庆观音桥步行街店、重庆解放碑店、昆明小花园店、成都春熙路店、成都万年场店、成都西大街店和西安金花路店产权分别过户至全资子公司后，以不低于人民币**40.11**亿元的价格将**11**家全资子公司的全部相关权益转让给中信金石基金管理有限公司拟发起设立的私募投资基金或/及相关方，以开展创新型资产运作模式，并且在股权转让完成后，公司以市场价格租用**11**处物业继续经营连锁店。

未来门店全部采用租赁，轻资产模式加快扩张，**2020**年达到**3000**家门店。



第三部分

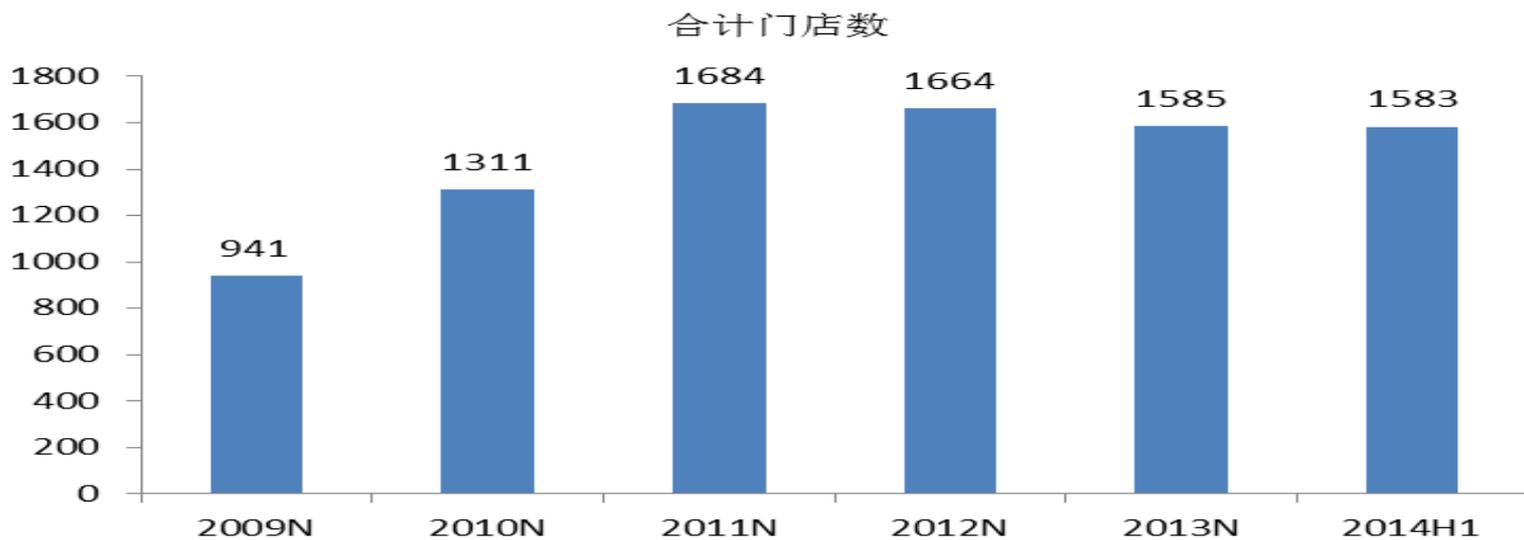
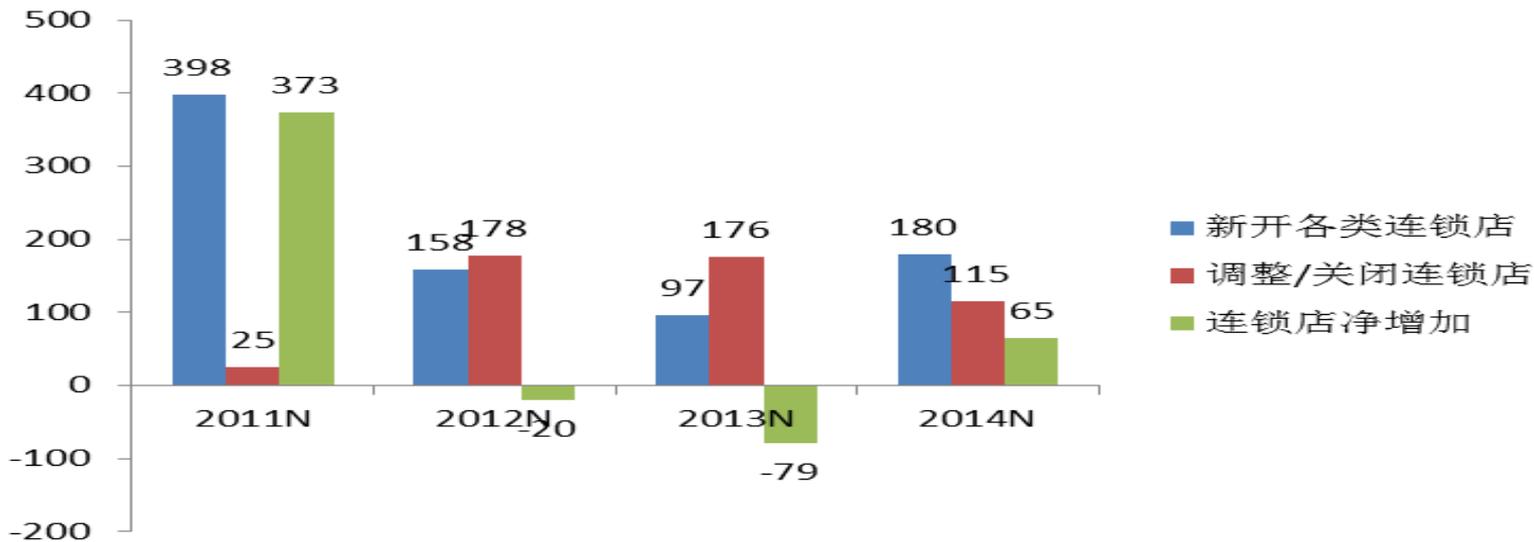
三、苏宁的估值分析

线下部门

线下业务提供估值底

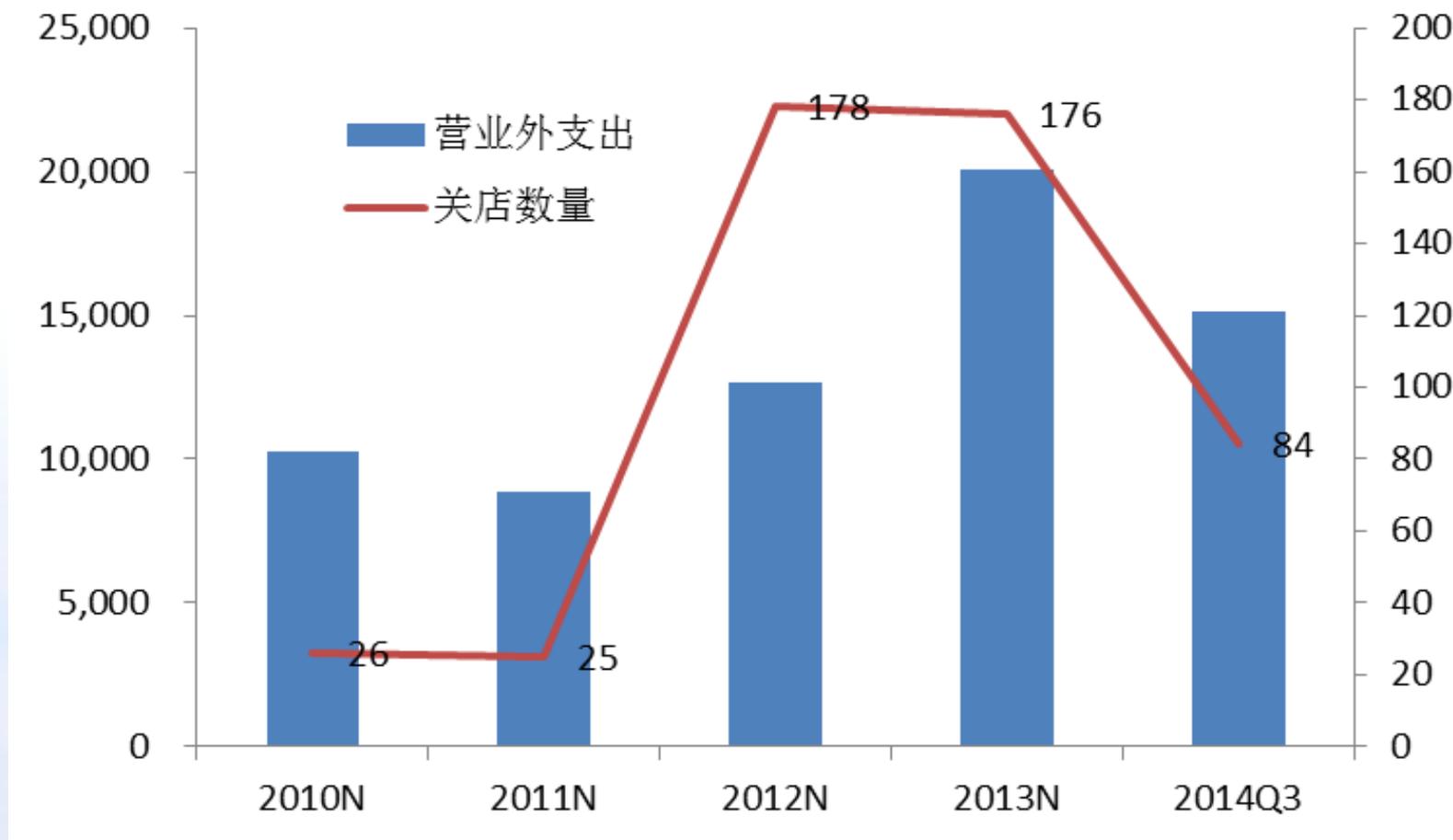


连锁店重回扩张，2020年达到3000家门店数量





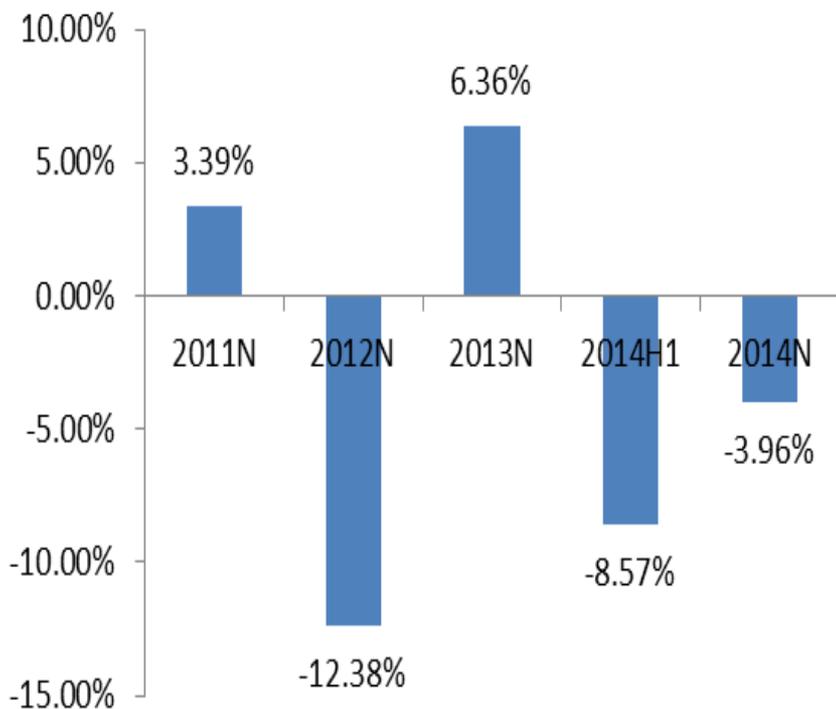
四年内关店近400家



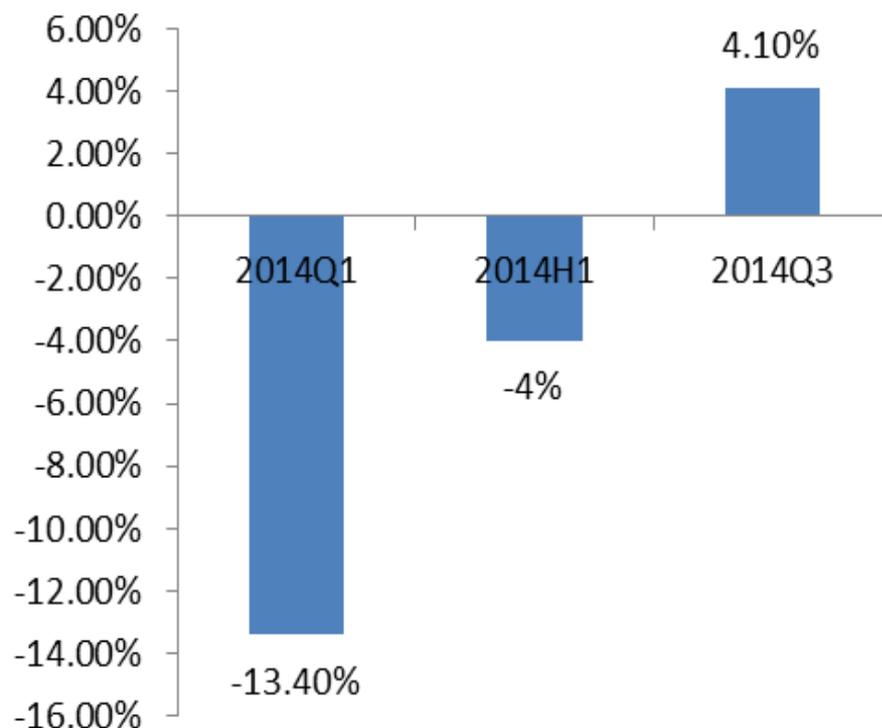


四年内关店近400家，单季度可比门店同比增速转正

累计可比店面同比增速



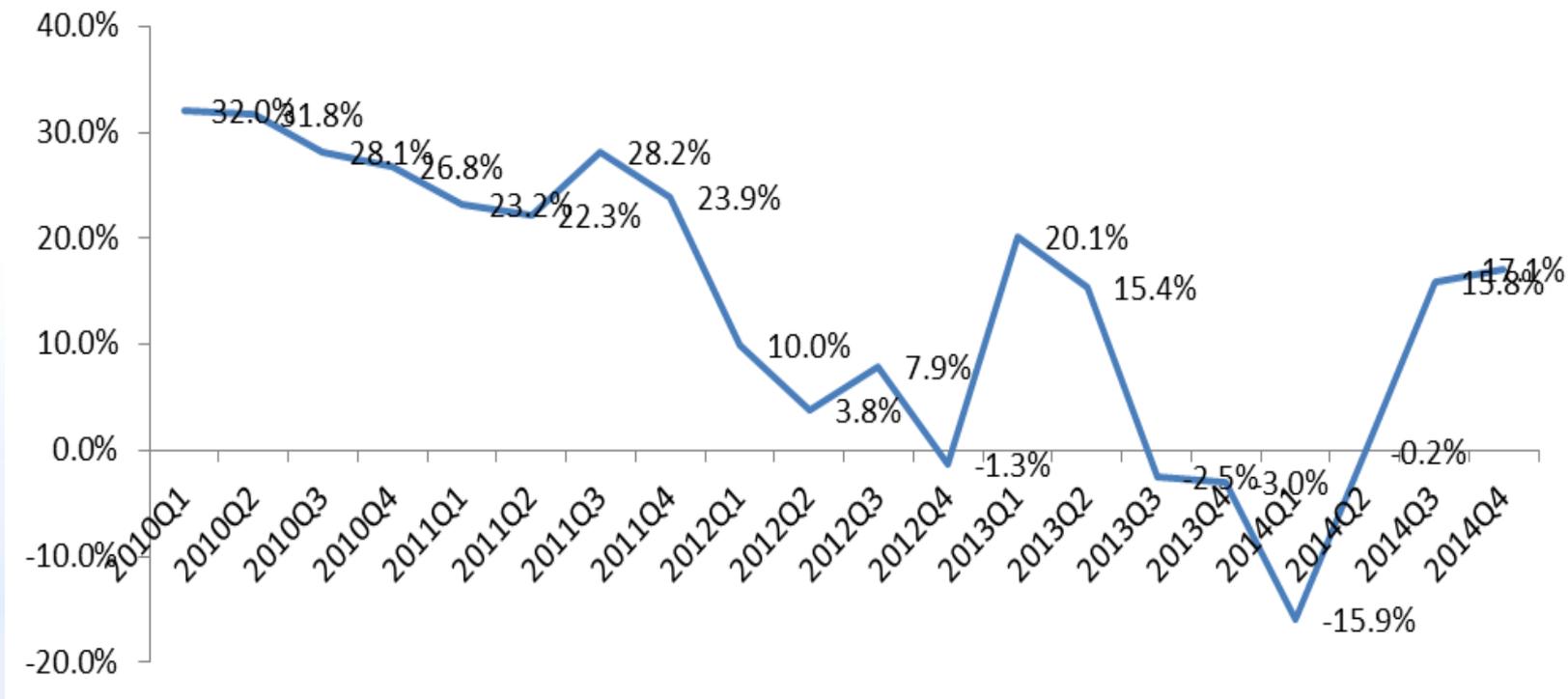
单季度可比店面同比增速





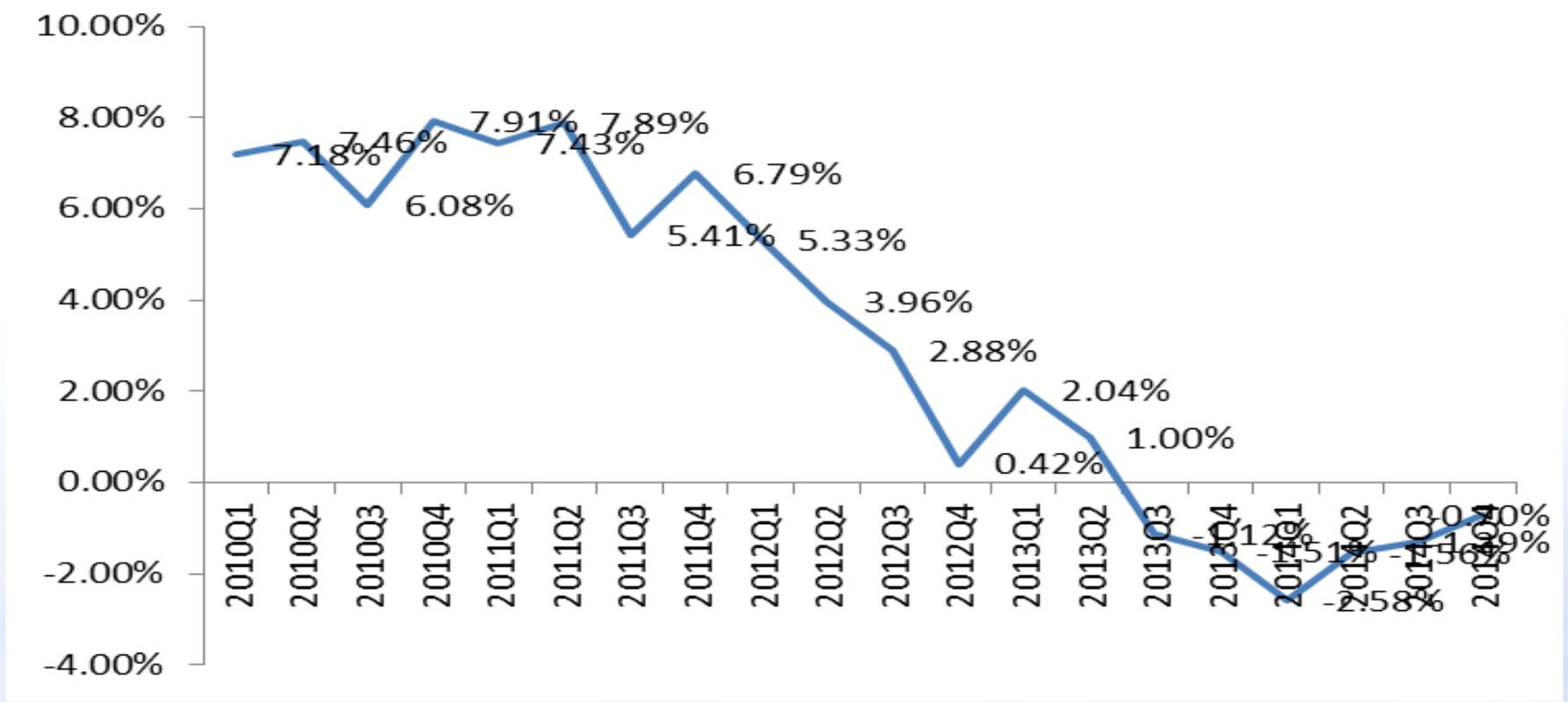
收入增速转正

单季度营业收入同比增速





单季度营业利润率



2015年线下回归合理水平，目标营业利润率2.5%



苏宁线下收入利润预测

单位: 万元	2014N	2015N	2016N	2017N	2018N	2019N	2020E
线下营业收入	8,980,060	10,612,798	12,361,787	14,233,714	16,391,729	18,729,961	21,261,037
连锁店数量	1650	1875	2100	2325	2550	2775	3000
单店收入	5442	5660.16	5886.57	6122.03	6428.13	6749.54	7087
单店同比增速	-3.96%	4.00%	4.00%	4.00%	5.00%	5.00%	5.00%
假设销售净利率		1.25%	1.5000%	1.7500%	2.0000%	2.2500%	2.5000%
净利润		132,660	185,427	249,090	327,835	421,424	531,526

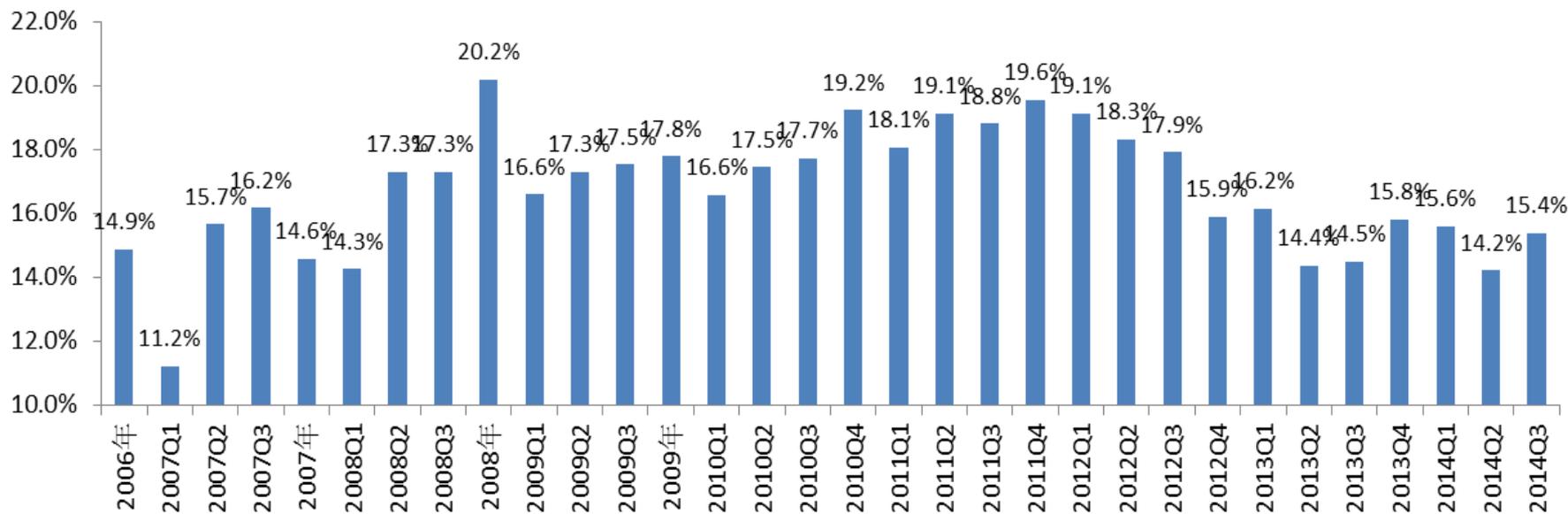
线上部分

优化购物体验，快速提升规模



综合成本，区分出样，苏宁单季度毛利率稳定

毛利率



线下差异化，毛利率高于行业均值（3C占比高）；

线上毛利率在5%-6%；



京东	2011	2012	2013	2014
自营平台毛利率	4.40%	6.00%	6.70%	6.40%
履约成本占比	-7.20%	-7.40%	-5.90%	-7.00%
营销费用占比	-2.30%	-2.70%	-2.30%	-3.50%
研发费用占比	-1.10%	-1.50%	-1.40%	-1.60%
管理费用占比	-1.50%	-1.50%	-1.10%	-4.60%
总运营费用占比	-12.10%	-13.10%	-10.70%	-16.70%
苏宁	2011	2012	2013	2014H1
毛利率	18.94%	17.76%	15.21%	14.83%
销售费用率	-9.98%	-12.01%	-12.10%	-12.98%
管理费用率	-2.22%	-2.39%	-2.66%	-3.09%
销售管理费用合计	-12.39%	-14.60%	-14.96%	-16.32%

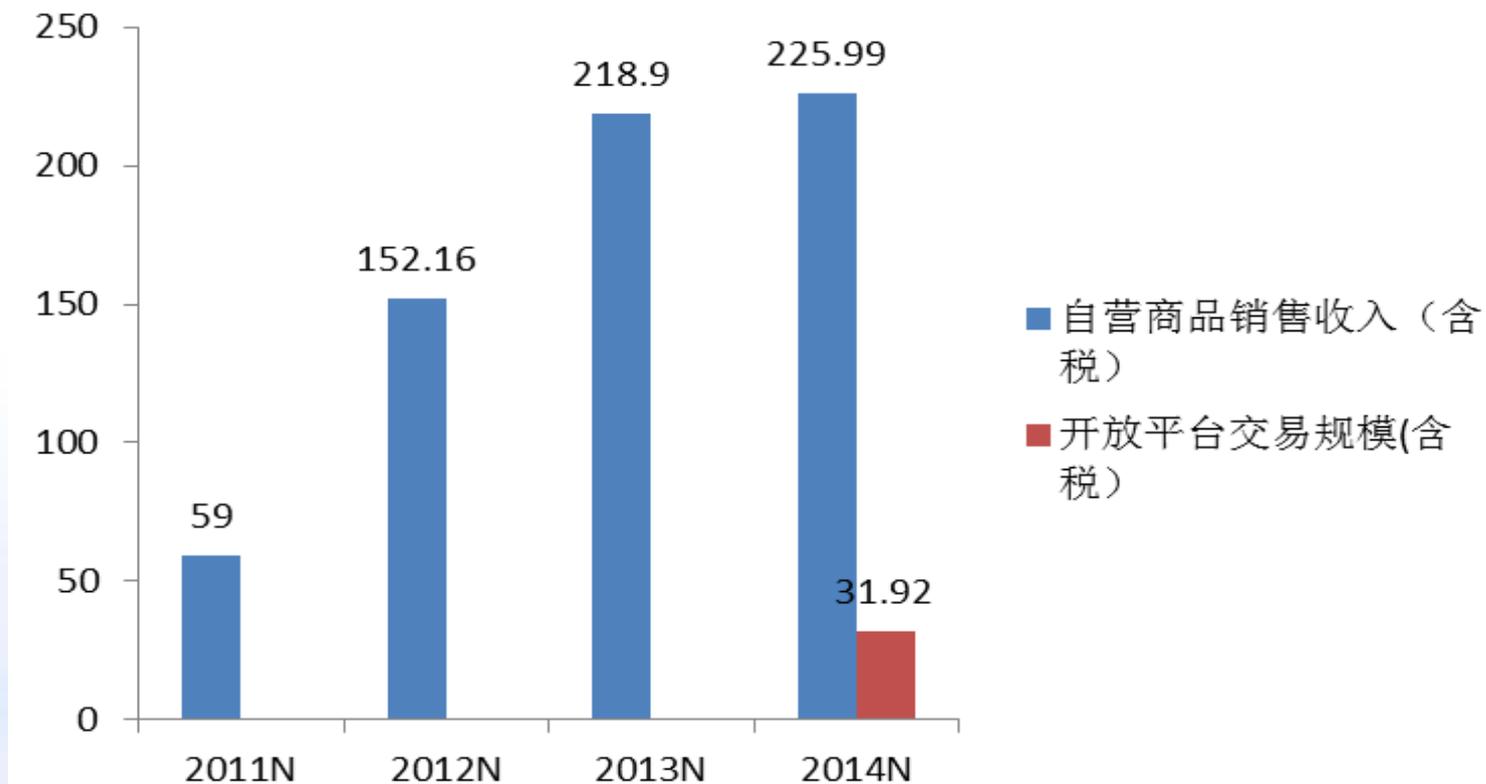
苏宁线上有优化和挖潜空间。先发展规模，三年达到盈亏平衡点。
假设2020年线上自营部分达到1000亿，按照2%的销售净利润率，则净利润达到20亿。

第三方平台

提升毛利，摊销成本



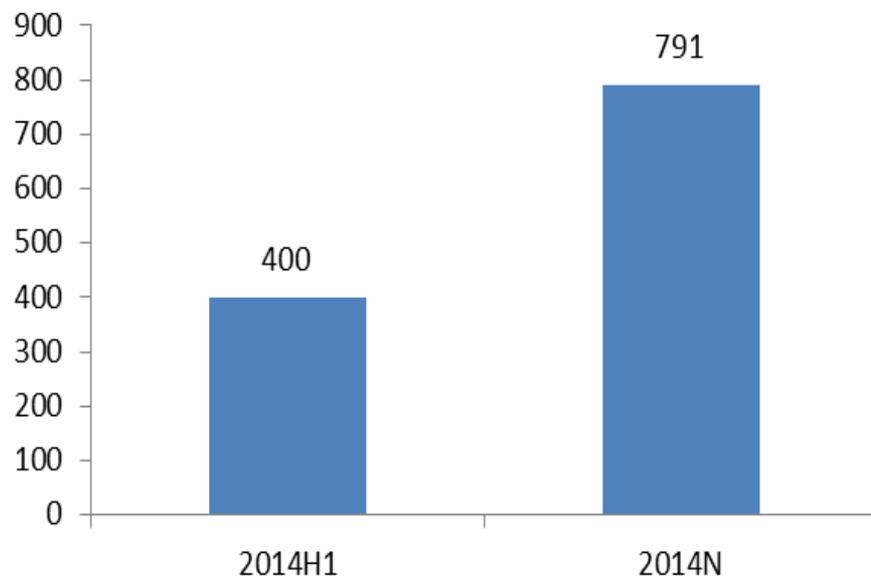
苏宁线上GMV



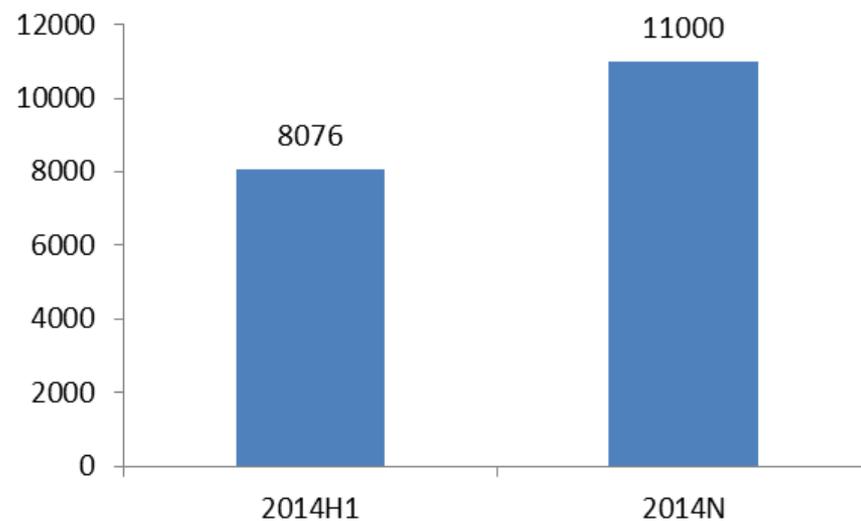


SKU丰富提升客户黏性

SKU数量 (百万)

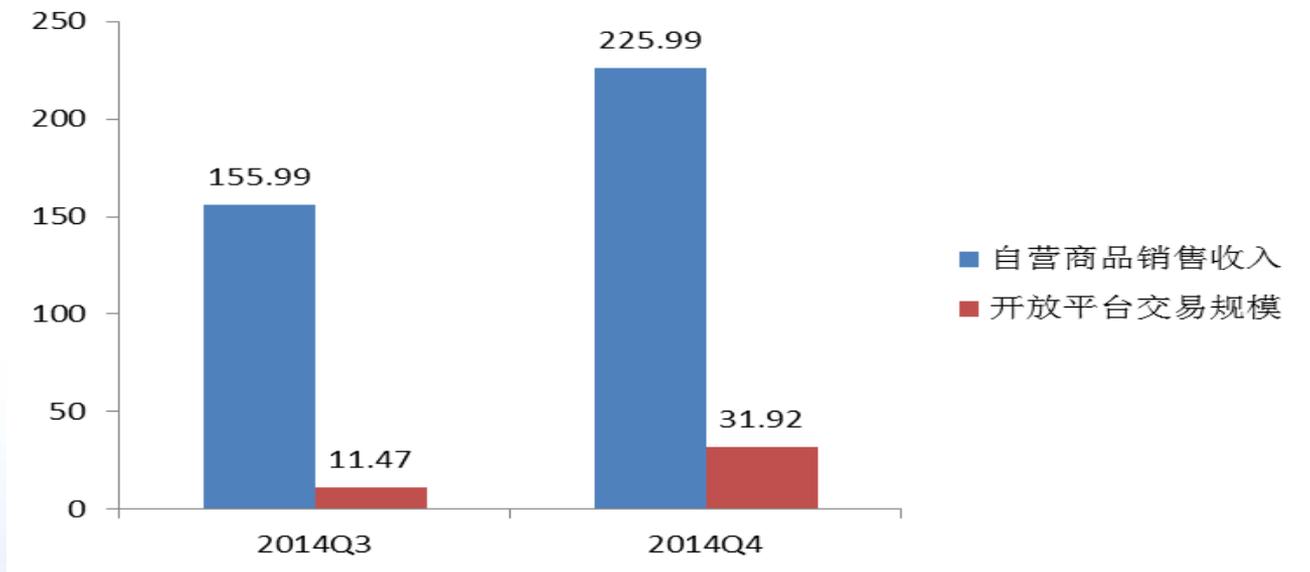


商户数量





开放平台免费，2015年成交金额目标100亿

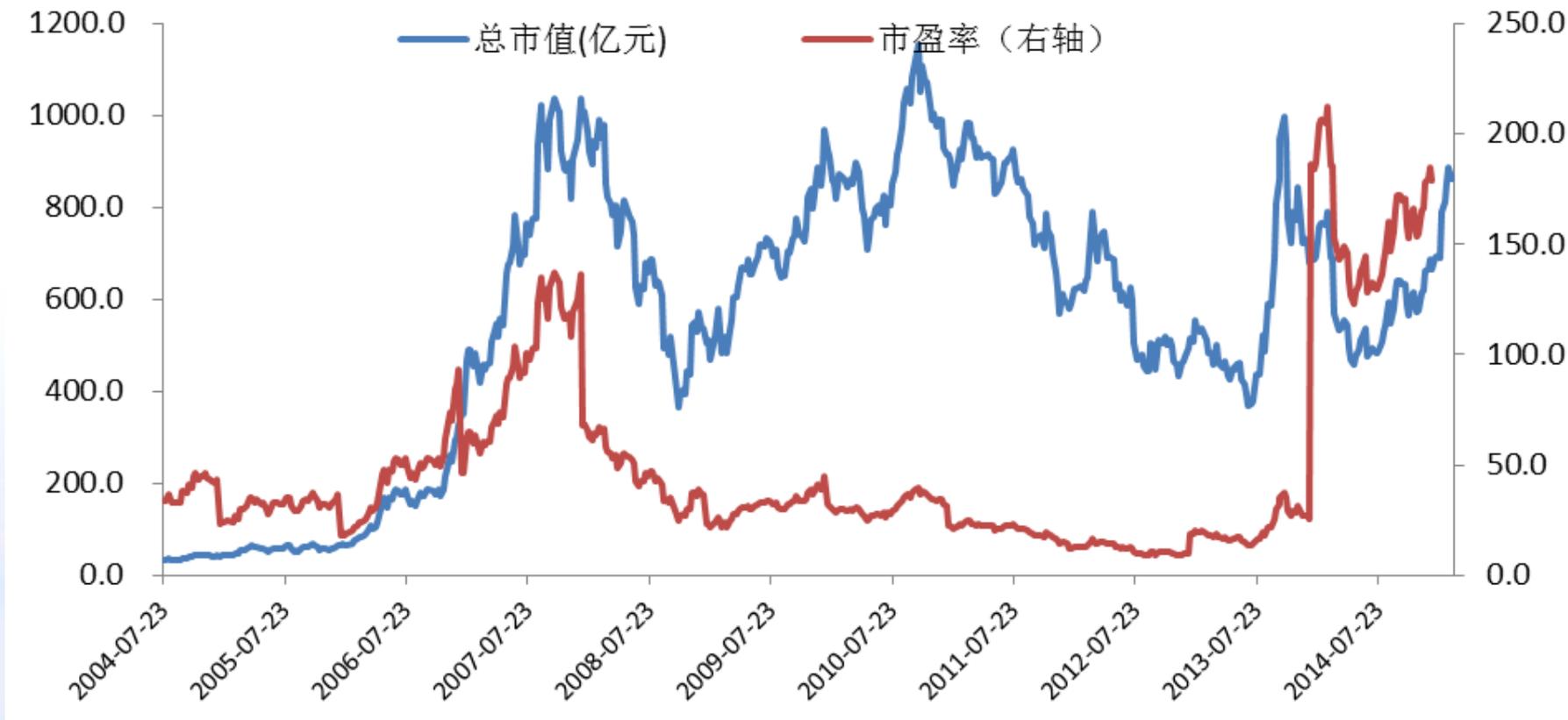


200亿后考虑收取佣金。

假设2020年开放平台达到1000亿的规模，按照5%的扣点率，则净利润达到50亿



历史总市值和PE图



智慧财富 金山银河

A groundswell of wisdom and a galaxy of wealth