

## 苏宁电器 (002024)

### 买入/首次评级

股价：RMB14.39

#### 分析师

耿邦昊

SAC 执业证书编号:S1000510120052

(0755)8208 0081

gengbh@mail.htlthsc.com.cn

#### 联系人

洪涛

(0755)2380 5948

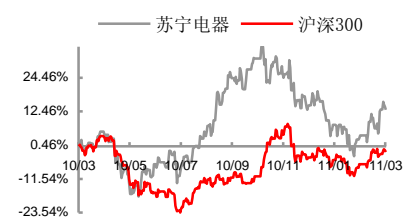
hongtao@mail.htlthsc.com.cn

#### 相关研究

#### 基础数据

总股本 (百万股)	6,996
流通 A 股 (百万股)	6,996
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	96,198

#### 最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

## 大白马也有春天

- 我们看好易购新业务发展前景，通过共享线下业务多年在系统、平台、团队、品牌和供应链上的投入，易购相比业内其他 B2C 企业更具竞争优势。
- 2010 苏宁易购销售收入近 20 亿元（含税），同比增长 400%，毛利率约 10%，由于共享了线下实体店的物流体系降低了承担初期物流巨额投入导致的摊销，模拟测算的净利率约 2.3%。
- 2011 年易购成立子公司独立化运作，权责明晰后可以更好借助线下采购的规模获得线上采购谈判优势：大家电易购与实体店共享采购；小家电、3C 产品采购渠道视实体店采购和自行采购孰低者。
- 易购的仓储和配送同样共享线下资源，但**物理统一，逻辑区分**；在配送环节，除共享线下从仓库到门店物流外，还将在门店配备快递员完成包括 3C 等小件产品的“最后一公里”送货。为进一步提升配送效率，公司计划在 2013 年前实现 10 个现代化程度极高的小品类专业配送基地的建设。
- 定价策略是苏宁易购的核心：易购**线上业务的定价以制衡对手发展、抢占份额为第一要务**；对市场容量较大的 3C 产品实现线上下定价差异化、以线上增量弥补线下减量。我们认为易购以**3C 为主的销售结构，其收入增量完全可以弥补对实体店的冲击**，实现总体市场占有率进一步增长。
- 我们预计 2011 年易购收入 80 亿元含税，从 1 月 6 亿元的收入情况来看，全年达预期可能较大。尽管在加大人力、物流链投入后，易购的成本有一定程度上升，但我们预计其仍能实现盈利，预计其净利率水平在 0.5%左右。
- 公司线下业务稳健增长，提供安全边际，预计全年新开 370 家门店，其中 1-2 月份同店收入增长约 7-8%。
- 我们看好易购新业务价值，亚马逊初创期、当当网估值 PS 区间在 4-16X，如保守估计，易购**新价值贡献每股股价约 3.88 元**。预计苏宁 2011-2012 年 EPS 分别为 0.80 和 1.01 元，首次给予苏宁电器买入评级！
- 风险提示：易购规模低于市场预期；政策规避、紧缩预期下零售行业融资难度增加

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	58300.1	0.0	0.0	0.0
(+/-%)	16.8	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润(百万元)	2890.0	0.0	0.0	0.0
(+/-%)	33.2	0.0	0.0	0.0
EPS(元)	0.41	0.00	0.00	0.00
P/E(倍)	33.3	0.0	0.0	0.0

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

## 目 录

易购新业务估值探讨 .....	4
可比公司类似发展阶段估值水平：PS 4X – 10X .....	4
苏宁易购：非比寻常 .....	6
易购近观与远景 .....	6
易购三大关键：采购、配送、定价 .....	8
易购未来资本开支及盈利测算 .....	11
线下业务：继续稳健增长，提供安全边际 .....	12
风险提示 .....	14

## 图表目录

图 1:	亚马逊近年来收入规模 .....	5
图 2:	当当近年来收入规模及市场未来预期.....	5
图 3:	亚马逊历史 PE 估值水平 .....	5
图 4:	当当上市以来 PE 估值水平 .....	5
图 5:	亚马逊历史 PS 估值水平 .....	5
图 6:	当当上市以来 PS 估值水平 .....	5
图 7:	易购销售规模快速增长 .....	7
图 8:	易购收入的品类结构 .....	8
图 9:	淘宝收入的区域结构（易购与之相似） .....	8
图 10:	2006-2011 公司收入情况 .....	12
图 11:	1H2010 公司收入品类结构 .....	12
图 12:	1H2010 公司各品类毛利率情况 .....	13
图 13:	2008-2011 公司门店扩张情况.....	13
表格 1:	易购的采购模式 .....	8
表格 2:	易购定价策略 .....	10
表格 3:	易购财务测算 .....	12

2月23日,苏宁在南京召开2011苏宁易购发展规划暨上线一周年庆典活动媒体通报会,宣布2011年起苏宁易购将全面实行独立化运作,同时公布了苏宁易购2011年的规划。我们也于此调研了苏宁电器,就易购业务与公司进行了探讨。

苏宁电器对易购的定位为,在未来十年内占据中国电子商务市场的主流地位,打造一个等量齐观的“苏宁”。这种虚拟网络+实体网络立体发展模式将整合资源、提高效率、完善覆盖,是未来苏宁成就世界级企业的重要路径。

我们看好苏宁易购新业务的发展前景,通过共享线下业务多年在系统、平台、团队、品牌和供应链上的投入,苏宁易购相比业内其他家电/3C B2C企业更具竞争优势。

我们假设苏宁易购2011年实现68亿元收入(税前80亿元),参考国际市场对其他B2C公司(亚马逊、当当网)的估值水平,保守测算苏宁易购新业务价值对应的市值在272亿元左右(对应PS=4X),增厚每股股价约3.88元。

## 易购新业务估值探讨

可比公司类似发展阶段估值水平: PS 4X – 10X

亚马逊估值:

初创期 PS=16, 净利润亏损  
目前成熟期 PS=2, 净利率  
3.7%

当当网估值:

初创期 PS=4, 动态 PE300X  
2010 收入约 22 亿元, 经营  
利润率 0.1%

苏宁易购估值??

2010 收入约 20 亿元含税,  
2011 预计 80 亿元含税  
2011 净利率预计 0.5%

在规模第一、盈利第二的零售新业态风暴初期,简单以市盈率来衡量公司价值可能有失妥当,市销率或许更为准确地反映了公司在这一阶段体现的核心竞争力。亚马逊在规模快速上升的发展初期尽管不盈利,但收入持续翻番增长,平均静态市销率达到16倍,即便目前公司达到稳定状态增长(收入增长约30%)、盈利持续改善的成长期后,PS估值也在2倍左右。

同样我们来看不久前登录纳斯达克的国内电子商务企业当当网,公司在发展初期持续亏损,但收入增长较快,上市时正处于公司业绩反转的拐点期。上市两个月内的平均动态市盈率300倍,市销率4倍,而市场预期公司未来收入增速逐渐从60%下滑至30%。

对比亚马逊和当当,易购正式上线第一年收入20亿元,同比增长400%,并且盈微利。2011年计划实现收入80亿元,同比增长300%,并在2-3年内达到300亿元的规模。而不同于普通的纯互联网公司,由于依托了实体店的物流建设,易购减少了初创期巨大投入带来的费用,目前基本实现盈利。

因为,我们认为对于正处规模快速扩张的发展初期、仅仅盈微利的苏宁易购来说,以P/S来衡量其价值是较为妥当的。我们保守给予苏宁易购PS=4X的估值水平,则2011年苏宁易购新业务价值对应的市值在272亿元左右,增厚每股股价约3.88元。

图 1: 亚马逊近年来收入规模

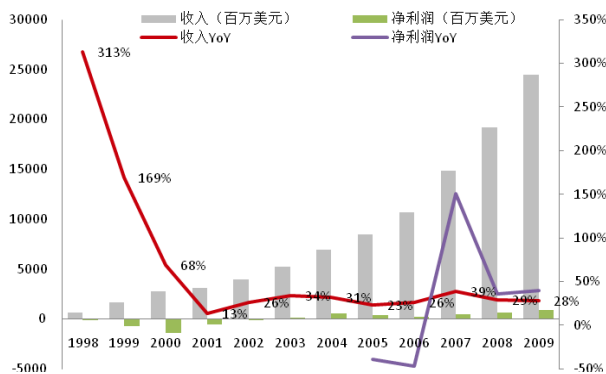


图 2: 当当近年来收入规模及市场未来预期

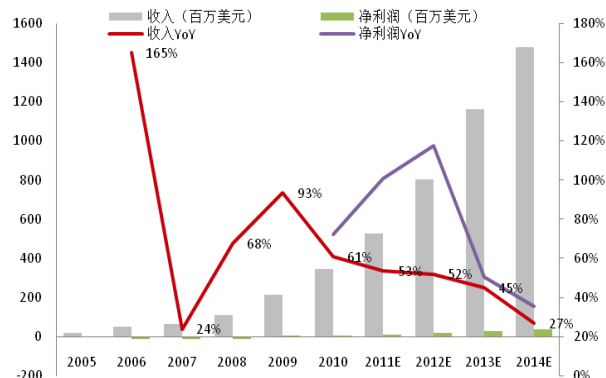


图 3: 亚马逊历史 PE 估值水平

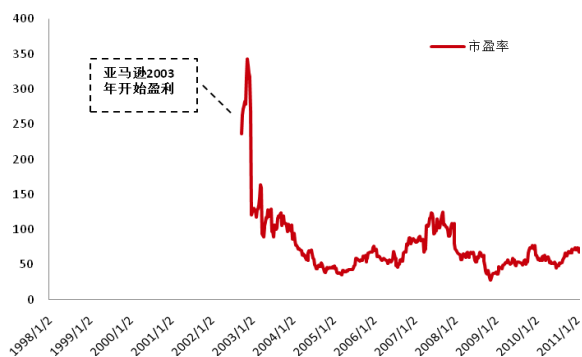


图 4: 当当上市以来 PE 估值水平

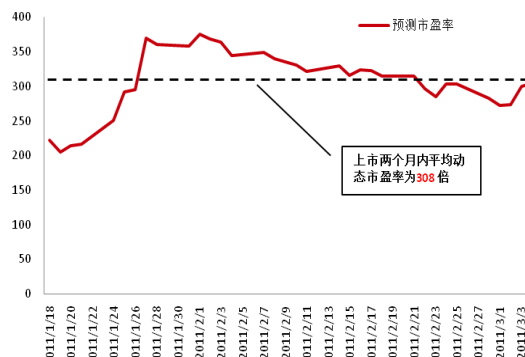


图 5: 亚马逊历史 PS 估值水平

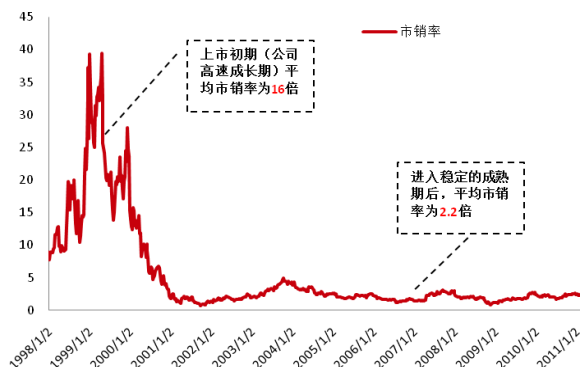
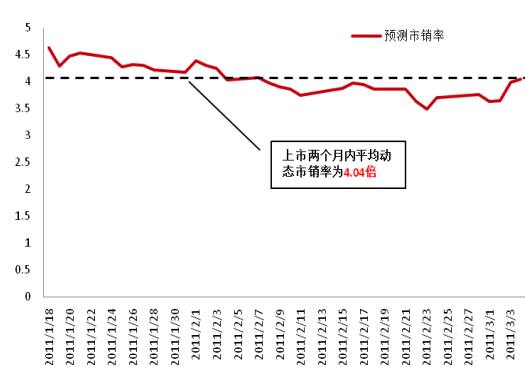


图 6: 当当上市以来 PS 估值水平



资料来源: 公司年报, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

资料来源: 公司年报, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

## 苏宁易购：非比寻常

### 易购近观与远景

2010 苏宁易购销售收入近 20 亿元（含税），同比增长 400%，其中 12 亿元是纯网购收入，8 亿元为网上下单、实体店付款提货收入，由于后者对实体店冲击较大，这一模式已经基本停止运作。2010 年易购毛利率约 10%，客单价在 1000-1100 之间，当线下业务大型促销活动时线上客单价一般在 700 多元，2011 年 1 月份易购客单价在 900 多元，

#### 易购 2010:

收入 20 亿（含税）

毛利率 10%

净利率 2.3%（模拟测算）

从品类来看，苏宁易购 2010 年纯网购的 12 亿收入中，3C 类超过 50%（若按销售量统计，则该比例更高），其中 80%为手机、电脑等，20%为配件；大家电、小家电及百货等占 50%不到。

3C 50% vs 大家电、小家电、百货 50%

从收入区域分布来看，以网络渗透率较高的一线城市和二线重点城市为主，70%-80%的销售额集中在北京、上海、广州、深圳、重庆、成都、西安、沈阳、杭州、南京十个城市。未来这十个城市也将成为易购小品类配送体系的辐射中心。

北上广深等 TOP10 城市销售额 70%

从消费者年龄构成来看，以 24-25 岁左右的年轻消费者居多，这一年龄水平略高于其他线上平台，估计和易购销售大家电比重较高有关。公司目前发展了 1000 多个校园代理，易购主流消费者的年龄有望下降；分性别来看，女性消费者居多。

由于 2010 年苏宁易购并未设立独立核算的子公司，因此在模拟测算下，去年易购净利率在 2.3%左右，我们认为能够达到这一净利率水平的主要原因在于苏宁易购共享了线下实体店的物流体系，因而避免了承担初期物流巨额投入导致的摊销，此外去年易购的采购、销售并未和线下业务独立运作，因此员工费用等的核算也会相应减少。

尽管如此，我们认为即便 2011 年易购进行独立运作，仍然能实现盈利，主要在于共享了线下业务多年在系统、平台、团队、品牌和供应链上的投入。

2011 年，苏宁易购的销售计划为 80 亿元含税，保底目标位 50 亿元，乐观预期在 100 亿元，这一规划的设立基于目前日均 1000 多万的销售额。从 1 月份约 6 亿元的线上销售数据来看，我们预计实现 80 亿元目标可能性较大。公司计划 2-3 年内易购实现 300 亿元的收入规模，与京东持平。

#### 易购 2011E:

收入 80 亿（含税）

毛利率 10%

净利率 0.5%（我们预计，公司目标为 2-2.5%）

为了实现这一目标，苏宁易购在品类规划、采购供应链、定价策略、客户体验、物流服务、营销推广六个方面都出台了明确的发展规划，我们简要摘录如下：

加大小品类物流基地建设，2013 年上半年前共建成 10 个基地，小品类仓总资本开支在 15 亿元

- 1、在品类规划上，苏宁易购将着眼于打造大型综合 B2C 网站，以家电、3C 商品为主业，同步进军百货和虚拟商品市场；
- 2、在采购供应链上，苏宁易购一方面将继续依托集团规模采购的成本优势，一方面强化自主采购符合市场特点的商品；
- 3、在定价体系上，苏宁易购独立运营体系已形成，为适应行业发展需要，苏宁易购也将建立独立的定价体系；

组建 6000 人运营团队

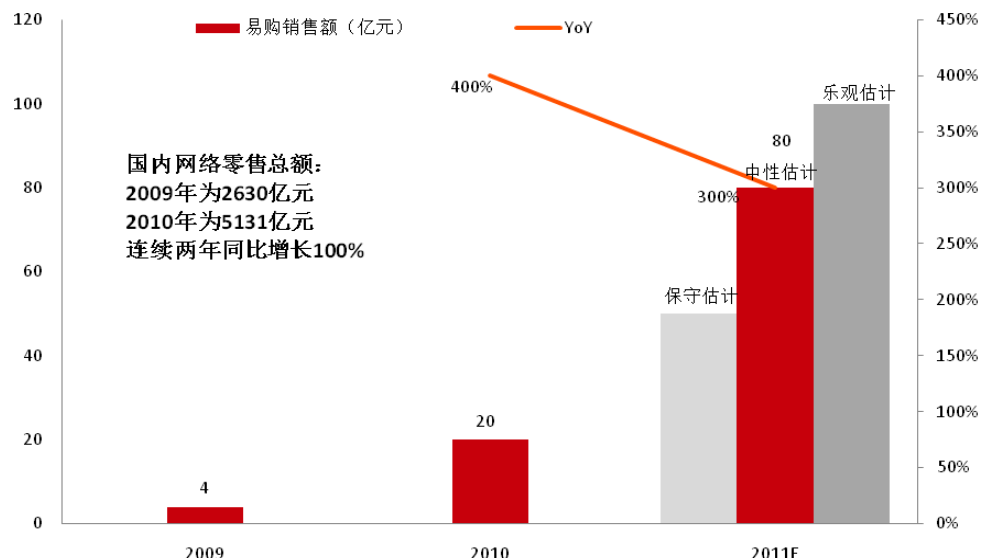


- 4、在客户体验上，苏宁易购将着力打造综合的电子商务门户，从丰富商品品类、拓宽服务、提供全面的专业知识、内容资讯以及建立易购社区等各个方面完善网站的功能和增值服务；
- 5、在物流服务上，苏宁易购将建立由 93 个大家电中心仓、10 个自动化、高效率的小件商品自动化仓库和 1000 个依托区域核心门店、物流基地的自建快递点构成的全国物流配送体系；
- 6、在营销推广上，苏宁易购将在整合互联网各种应用产品的基础上，自建销售推广联盟，发展最广泛的涵盖校园、大中型企业、社区以及四五级市场的各类代理伙伴，创造就业、扩大市场。

2011 年易购的主要任务是快速增加收入规模、抢占市场份额、培养消费者忠诚度和消费习惯。公司计划组建总人数 6000 人的电子商务团队以支持易购的运营。在最核心的物流体系建设上，苏宁计划近期调研亚马逊的小品类基地学习经验，在 2013 年上半年前完成 10 个专业的小品类商品自动化配送基地建设。小品类配送基地较大家电配送基地更为先进、也更适用于 3C、家电类产品的线上销售。

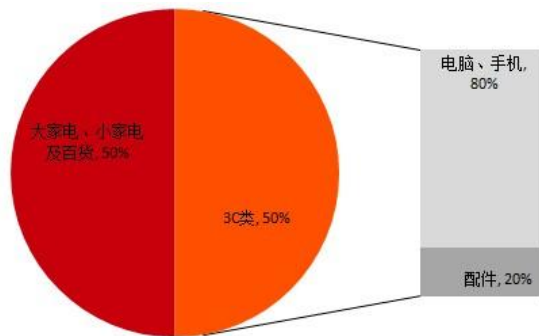
尽管 2011 年盈利与否并不是公司考核易购的第一目标指标，但公司对独立核算后易购的盈利前景仍较为看好。我们预计在加大人力、物流链投入后，易购的成本有一定程度上升，但仍能实现盈利，预计其净利率水平在 0.5% 左右。（详细测算见后文表格）

图 7： 易购销售规模快速增长



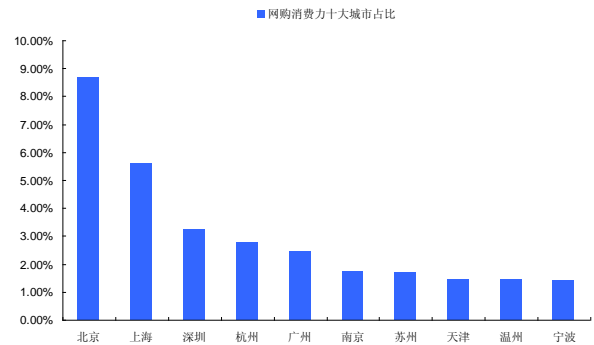
资料来源：公司调研，华泰联合证券研究所

图 8： 易购收入的品类结构



资料来源：公司调研，华泰联合证券研究所

图 9： 淘宝收入的区域结构（易购与之相似）



资料来源：淘宝网，华泰联合证券研究所

## 易购三大关键：采购、配送、定价

我们认为苏宁易购未来如果能够发展成功，必须解决三个方面的关键问题，即采购（进货渠道谈判），配送（厂商采进、卖出至消费者）和定价（与自己的线下业务定价差异化、与其他线上企业定价竞争）。

### 多种采购模式，保证低价优势

2010 年及之前的苏宁易购由于没有独立化核算，也没有独立的线上业务采购团队，所有货源都是以实体店名义采购、进入到实体店仓库后以实体店为单位发货的。这种模式下，实体店不仅要代配出价格较低的线上销售产品，而且成本核算在实体店层面，因此实体店无论从采购还是配送方面，对线上业务的积极性都不高。在流程混乱的状态下，线上业务并没有采购价格上面的优势。

2011 年易购改为独立化运作，虽然共享实体店的采购体系，但有独立团队负责易购采购。分品类来看，对大家电而言，易购将沿用实体店的采购商，共享规模优势；对小家电、3C 产品而言，若实体店价格合适，则一起采购；若实体店价格贵，则以易购名义独立采购；对百货类而言，易购独立采购；对包销定制的产品而言，线上线下将协同采购，分工销售。

从采购价格来看，由于线上业务省去了促销人员工资、展台布置、广告等支出，所以厂商对于单价较小、摊销费用较高的 3C 类产品，愿意以相对较低的价格供给易购，这也是线下价格为什么比线上贵的主要原因。

表格 1：易购采购模式

品类	品类特性	适用采购模式	线上线价格比较
大家电	苏宁实体店有绝对规模优势，同时在高客单价下，门店费用摊销影响不明显	共用实体店采购商，享规模优势	由于摊销费用相对产品单价较低，差异不大
小家电、3C 类	部分商品客单价高，门店费用摊销影响不大 部分商品客单价低，门店费用摊销影响显著	与实体店共同采购，享规模优势 以苏宁易购名义独立采购	摊销费用相对产品单价高，线上价格低于线下
百货类	门店未销售，是易购的特有品类	以苏宁易购名义独立采购	
包销定制	线上线下合作，共同完成销售目标	线上线下协同采购	

资料来源：公司调研，华泰联合证券研究所



易购之所以有信心获得具有竞争力的采购价格，主要还是基于其庞大的实体店规模对供应商的制衡。此前易购共用实体店采购体系，而部分供应商会因线上线下渠道不同而给予差别采购价，如今易购独立运作，要求与其他线上竞争对手同等甚至更为优惠的采购价格。一旦受到不公平待遇，公司能够以全面降价促销的方式保持其价格优势，并制约供应商的不正当行为。

### 配送环节：物理统一，逻辑区分

易购配送，共享线下资源，  
但物理统一，逻辑区分

苏宁的仓储和配送模式以区域物流中心为核心辐射周边市场。易购在仓储环节同样与线下共享资源，体现为**物理统一，逻辑区分**；而在配送环节，除了共享线下从仓库到门店的物流网络外，还将在门店配备快递员以完成“最后一公里”的送货。具体分品类来看：

#### ➤ 大家电

大家电，借助线下渠道：  
一级物流基地—>93个二  
级地区仓库—>消费者

目前苏宁在全国共有 93 个二级仓库，并计划自建 60 个一级物流基地（已完成 10 余个），形成了一个辐射全国范围的网络（包括三、四线城市）。大家电由各个物流中心配送至各地区二级仓库，待网上消费者下单后，二级仓库借助实体店密集的门店网和送货团队实现直接由仓库送至客户端。在大家电送货这一环节，苏宁目前已经基本实现以自有车队送至客户处。

#### ➤ 3C 类、小家电及百货

全部依托线下物流

易购此前的小品类配送差强人意，其主要原因是货源管理不当（3C 类集中存放在大城市的中心门店，调配反应慢；百货类全部从南京仓库发货）以及全部交由第三方物流配送所致。而这一局面将随着今年 5 月份开始小品类仓库的逐步完工而得以解决。

3C、小家电、百货等，部  
分借助线下渠道：

根据去年易购收入的区域分布，公司将在 10 个重点城市建设全自动小品类物流中心，并辐射周边市场，由易购物流人员直接完成从物流基地到消费者的配送。进一步，通过对区域网购行为的分析，易购将在核心门店配备一定数量的畅销型号存货，由门店的易购快递员完成对消费者的最终配送，从而实现 10 个重点城市 24 小时内送货，周边城市 48 小时内送货的效率。

一级物流基地（10 个核心  
城市的中心仓）—>核心城  
市中心店—>消费者

由此，我们发现苏宁大力发展的重点城市核心商业区域的中心门店，既是体验中心，又是服务中心，将在其电子商务蓝图中扮演极其关键的角色。门店里配备的快递员不仅能在 2 小时内完成核心区域的配送，同时也是流动的销售员，更是易购 B2B 计划的重要棋子（易购计划未来开拓 B2B 模式，为商务中心区的中小企业提供 OA 耗材等办公产品）。

最后一段依托门店自配流  
动销售员

尽管如此，目前仍难以将该快递模式推广至全国范围的所有门店，主要因为：1）门店空间有限，无法配备各种品类各种型号的存货；2）实体店根据历史销售数据配备存货，而电子商务需求的不确定性，极有可能打破实体店存货平衡，影响其门店体验。不过只要时机成熟，易购将全面以门店为据点，根据网购消费习惯决定门店中主流型号的存货数量，最大限度地实现线上线下的资源共享。

## 定价策略：于线上制衡对手、于线下抢占份额

定价策略作为苏宁易购的核心，不仅涉及与线上业务其他对手的竞争，也涉及与苏宁自己线下原有业务的冲击。目前苏宁的定价策略是：

- 1、盯紧线上业务的定价，制衡对手发展，以抢占份额为第一要务；
- 2、对部分已有销售规模较大的产品（主要是大家电），实现部分定价保护；
- 3、对部分市场蛋糕巨大、增速较快的产品（主要是3C类），实现线上下定价差异化、以线上增量弥补线下减量；
- 4、对部分竞争激烈、自己不占优势的线下业务区域实现完全放开，自由冲击。

### 线上业务，制衡对手

易购内部设置了一个比价部门，每天跟踪新蛋、京东和淘宝商城三家主流网购平台的各类型号价格，并依此制定其定价策略：20%的敏感产品（指市场主流型号）必须比竞争对手便宜；60%的一般产品设置价格容差（如易购允许部分型号的手机价格处在竞争对手上下1%的波动范围内）；剩下20%的特定产品（公司的主流产品或公司认为竞争对手缺货的产品），易购自主定价，不受竞争对手干扰。

从目前来看，易购在大家电上的定价竞争力不逊于京东商城，但在小家电、3C这一块上还没有明显的竞争力可言，但是随着易购采购及仓储配送环节的理顺，其价格竞争力将明显提高。

表格 2：易购定价策略

产品类型	占比	定价策略
敏感产品（市场主流型号）	20%	必须比竞争对手低
一般产品	60%	在一定的价格容差内允许与对手有价差
公司主流产品或对手缺货产品	20%	自主定价，不受对手干扰

资料来源：公司调研，华泰联合证券研究所

### 线下业务，有收有放

对于市场担忧的苏宁线上线下冲突，我们认为担忧是难免的，但不应过度。首先，苏宁和国美在传统大家电上的市场占有率的确很高，这一块易受到线上的冲击；但包括3C、小家电业务，美苏的线下市场占有率并不高，3C等在实体店其他业态和线上消费占比较高，在这一品类上大举发展线上业务，能起到需求创造和抢占市场份额的功效。

据我们了解，国美和苏宁两大巨头合计在一线城市的大家电份额为70%-80%，加上3C后的份额则下降到40%-50%，3C类占网购比例更高。

- 大家电：易购在不同的区域采用不同的营销策略，既最大程度避免与线下的竞争，又充分放开对其他渠道的冲击。1）保护市场占有率高的城市（如南京），冲击市场占有率低的城市（如福州、武汉）；2）以线上购物冲击部分商圈饱和、实体店无法进驻的地区；3）保护实体店重要品类（如电冰箱、彩电等），放开充分竞争、毛利率低的品类（如空调）；

苏宁及国美在3C、小家电的线下市场份额还有很大提升空间

易购在3C等品类上发展，更多的是抢占份额，而不是冲击原有业务

- 3C 类：自易购上线以来，苏宁实体店 3C 占比仍然快速上升，实际上是苏宁线上线下联手抢夺其他渠道（如电脑城）的市场份额；
- 小家电、OA 耗材等：受费用摊销的影响，该品类在实体店的销售一直不尽人意，因此，网购对自身影响甚微，主要还是对其他竞争对手的侵蚀；
- 百货类：实体店未经营的品类，不存在线上线下的竞争。

## 易购未来资本开支及盈利测算

### 资本开支

易购最主要的资本开支是 10 个重点城市的全自动化小品类物流中心，按照 10 年内 2500 亿元的销售额建造，计划于 2013 年上半年全面投入使用。单个小品类物流中心高 24 米，可存储 320 万件小商品，管理 SKU 超过 30 万（其中家电 5 万、3C 及配件商品 5 万，OA 办公产品 5 万、生活电器 5 万、百货类 10 万），造价 1.5-2 亿元。以每年完成 3 个的平均速度测算，易购这一块的资本开支将达到 5 亿元/年。此外，易购的资本开支还包括服务器、信息系统和普通物流中心的折旧分摊。

### 盈利测算

易购 2010 年毛利率 10%左右，模拟测算的净利率在 2.3%，预计 2011 年收入 80 亿元（含税），毛利率 10%左右，其中费用包括员工工资、仓储配送、信息系统研发、广告、物流中心折旧等。据此，我们测算易购今年微利，净利率 0.5%左右。

- 员工工资：易购今年将组建 6000 人规模的电子商务团队，其中包括业务团队 500 人、技术开发团队 500 人、物流团队 4000 人和呼叫中心 1000 坐席。以人均 3 万元的年收入计算，共计 1.8 亿元，占收入的 2.5%；
- 仓储配送：易购 2010 年仓储配送费用占收入的 3%（其中配送 2%多，仓库摊销不到 1%），公司计划在 2013 年建成 10 个全自动化小品类物流中心，以每个投入 1.5 亿元，每年建成 3 个，按五年摊销，费用增量约 1 亿元，考虑与销售规模的增长，维持今年 3%的预测；
- 广告支出：易购 2010 年仅投入 3000 多万广告费，随着易购的全面推广，预计今年投入约 1 亿元，占收入的 2.9%；
- 信息系统研发：公司一贯重视后台信息系统建设，与 IBM 联合开发，持续投入巨资。2010 年摊销到易购的研发投入为 3000 多万（主要包括服务器租赁与代码编写），占收入的 2%。考虑到此项费用的相对刚性，我们预计今年仍然保持在 3000 多万，占收入的 0.5%。

**表格 3：易购财务测算**

项目	实体店 2009	易购 2010	易购 2011E
毛利率	15.66%	10%	10%
租赁费	3.67%	-	-
装潢费	0.46%	-	-
人员费用	2.81%	1.5%	2.5%
广告促销费用	1.40%	2%	2%
仓储配送	0.52%	3%	3.5%
水电费	0.63%	-	-
其他费用（研发、服务器）	1.21%	1.2%	1.5%
费用合计	10.70%	7.7%	9.5%
净利率	4.96%	2.3%	0.5%

资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

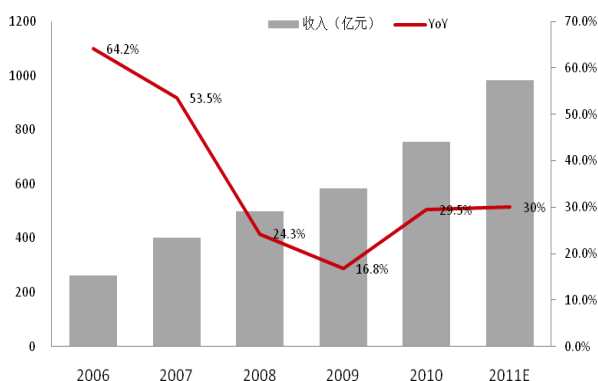
## 线下业务：继续稳健增长，提供安全边际

### 整体经营分析

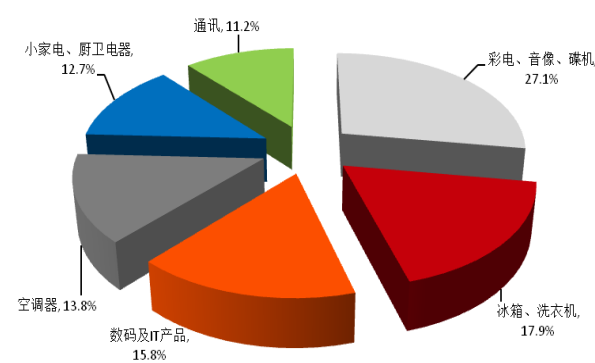
1-2 月同店增长 7-8%

2011 年计划新开 370 家门店

2010 年苏宁实现销售收入 755 亿元，同比增长 29.5%，可比店面（指 2009 年 1 月 1 日当日及之前开设的店面，大陆地区）销售收入同比上升 15.97%。今年前两个月整体收入同比增长 24%，门店同店增长 7%-8%（其中一些乡村店接近 10%），全年预计有望维持 30% 的增速（含易购），势头良好。同时，随着门店 SKU 的增加，3C 类产品份额持续提高，进一步压缩实体店大家电的经营户面积。基于品类结构的调整及各品类毛利率的提高，公司整体毛利率有望进一步提升，预计今年略提升 0.2% 至 16.1%。

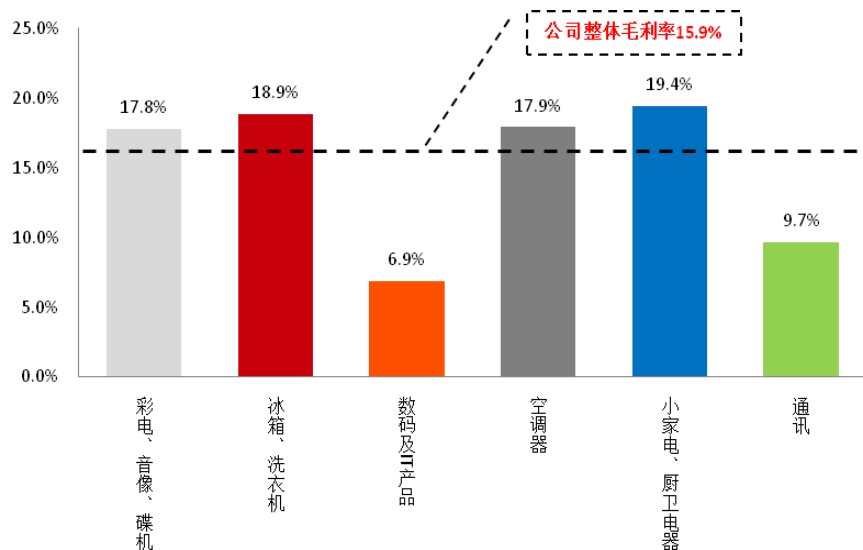
**图 10： 2006-2011 公司收入情况**


资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

**图 11： 1H2010 公司收入品类结构**


资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 12: 1H2010 公司各品类毛利率情况



资料来源: 公司年报, 华泰联合证券研究所

### 开店扩张计划

**自建门店:** 主要指公司从假设期就参与规划的门店, 并不一定是自有物业门店

公司 2010 年净开门店 370 家, 合计拥有门店 1342 家 (包括中国大陆、香港、日本地区)。尽管公司将易购纳入未来工作重点之一, 但仍未放缓实体门店扩张的快速步伐。公司计划今年继续以租赁为主的方式开店 370 家, 租期 10-15 年, 既规避了租金上升的风险, 又可限制竞争对手的扩张。其中县镇店 50-60 家, 并优先考虑在消费水平较高的县镇店开大店。

同时, 公司将在核心区域积极发展三类自建门店: 1) 大型项目由苏宁集团买, 上市公司以极优惠的租金使用 (如苏宁广场等); 2) 小型项目由上市公司自己购买; 3) 与其他地产商在建设初期就洽谈合作开发, 签订长期租约。

图 13: 2008-2011 公司门店扩张情况



资料来源: 公司年报, 华泰联合证券研究所

## 资本开支

公司每年资本开支在 40-50 亿元左右，其中 10-15 亿元用于购买核心区域的中心门店，10 亿元用于后台信息系统的开发，剩余 20-25 亿元用于物流基地的建设。（已经包含了线上易购建设小品类仓库基地的资本开支）

公司在 08 年金融危机时以低价在全国各地储备了不少物流基地，计划 2015 年建成由 60 个一级物流中心（其中 10 个为全自动化小品类仓库在 2013 年上半年全部投入使用）、近 100 个二级物流中心（自建+租赁）以及 4000 多个物流网点（包括实体门店）所构成的物流网络。今年公司计划完工 4 个项目（成都、天津、合肥、无锡），开工和签约分别 15 个项目，合计签约达 50 余个项目。

## 风险提示

- 1、线上业务市场竞争恶化，易购规模低于市场预期
- 2、政策规避、紧缩预期下零售行业融资难度增加



**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

**免责声明**

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司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,还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。

我们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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

**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