

2010-06-21

电脑与电子产品零售

苏宁电器 002024.SZ

产品多元化，小荷才露尖尖角

分析师：唐佳睿(执业证书编号：S0930210060002)

021-22169161

tangjiarui@ebscn.com

◇事件：苏宁电器首家乐器专卖店中店于2010年6月18日在上海浦东八佰伴一楼开业

◆首家乐器门店错位经营，强调体验购物

苏宁电器首家 MUSICVOX 乐器店于6月18日在上海浦东八佰伴店一楼正式开张，总体面积达700平方米，目前引进了雅马哈(YAMAHA)、罗兰(Roland)等150多家世界知名品牌全线入驻，共有约3500余款乐器精出样，从西洋乐器到东方乐器，MUSICVOX 的经营范围涵盖所有种类。此外，乐器店内还设有图书、音像、配件等相关产品，可以满足各种爱乐人士的不同需求。

我们认为苏宁电器乐器连锁和国内传统连锁琴行知音、柏斯细分市场定位有所不同，准确的错位经营将赢得最大范围内的消费群体，主要两大理由如下：

第一，苏宁电器乐器店销售侧重吉他、贝斯等轻音乐器，而非传统乐器门店以钢琴销售为主。在国际上以VDRUM技术和其和创意乐器著名的罗兰，在乐器调音器制造占比全球第一的KORG，日本具有代表性的原声吉他制造商Morris，日本代表性吉他制造商Ibanez以及有着30年生产电子乐器的历史的CASIO，苏宁MUSICVOX店内均有陈设。当然在LAOX的帮助下，店中日本轻音乐器的产品丰富度以及出样率更胜一筹。

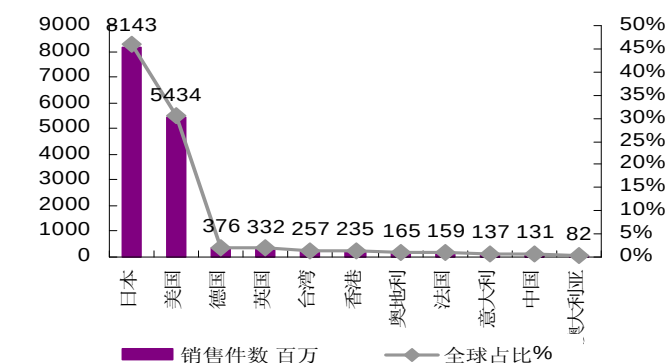
第二，店内特设近200平米的音乐房与教室，提供给音乐爱好者和专业人士自主音乐制作，贯彻了未来苏宁强调“体验购物”的营销理念，将“乐器教育”也作为产品销售。目前店内150个知名品牌吉他，全部采取开放式通电布货，让吉他迷们实现真正意义上的随心所欲试用平台。而目前国内一般传统乐器连锁门店中，囿于面积有限，很少能有如此大规模的体验消费场地，无法和苏宁电器在消费体验方面相抗衡。

◆日本是乐器销售及制造强国

日本是目前全球乐器制造销售强国，根据2009年乐器权威杂志Music Trades公布的数据，2008年全球乐器销售规模为177亿件乐器。日本占据世界第一位置，当年共销售81.43亿件，占世界乐器销量的近半壁江山(46.01%)，比乐器销量第二强国美国市场占比高出近15%之多。在全球前十名的乐器制造公司中，日本亦占据了第一、二、三和第九共四席，可谓名副其实的乐器制造强国。其中日本前三大乐器制造商雅马哈、罗兰以及河合(KAWAI)销售占全日本乐器销量的77.79%，市场集中度呈现高度集中的寡头格局。

图表1：日本是乐器销售制造强国

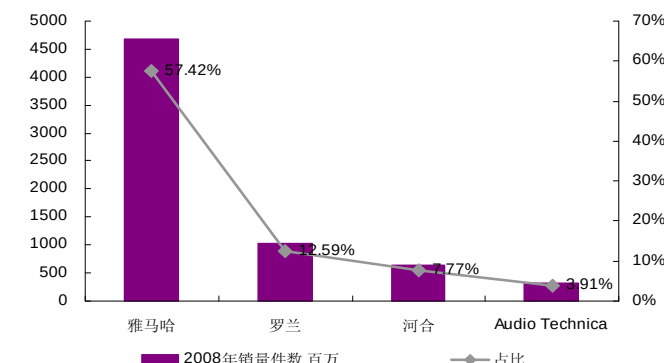
2008世界主要国家乐器销售件数和市场占比



资料来源：Music Trades、光大证券研究所

图表2：日本乐器市场呈现高度寡头格局

2008年日本乐器制造商销量(件数)前四名及市场份额%



资料来源：Music Trades、光大证券研究所

凭借日本乐器在世界的领先地位以及收购日本家电连锁 LAOX 的先机，苏宁电器未来在乐器销售上大有可为。一方面苏宁依托 LAOX 直接从日本建立的进货渠道，可以使该店经营的乐器产品具备很强的性价比和价格竞争力，另一方面日本在流行音乐方面享有“亚洲教主”地位，苏宁可以凭借 MUSICVOX 实体门店作为未来日本流行音乐以及亚洲时尚信息交流平台（例如进行哈日族俱乐部、电玩/漫画/COSPLAY 迷聚会等多种途径），争取更多的长期年轻消费群体。

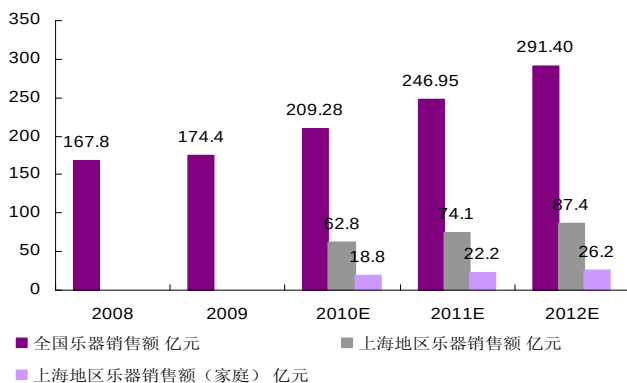
◆中国乐器市场前景广阔

相对于业态成熟的中国家电零售市场，中国乐器销售市场还属于未开发的处女地，远未达到成熟市场的标准，市场空间巨大。根据中国乐器协会数据显示，2009 年我国乐器行业 315 家规模以上生产企业实现工业销售产值 174.37 亿元，同比增长 3.94%，工业总产值（现价）174.20 亿元，同比增长 1.66%。此外，2009 年我国乐器行业累计产销率为 100.1%，1-11 月份累计利润总额为 6.5 亿元，同比增长 20.81%。在世界金融危机影响下，除出口交货值有较大下降以外（同比下降 21.04%），其它各项经济指标继续保持稳定增长态势。

我们认为随着国民收入大幅度增长，人民生活水平将不断提高，居民消费也逐渐从初级的物质转向精神文化，作为陶冶情操的乐器销售将从中大为受益。按照中国乐器协会数据推测（由于协会只统计了 315 家规模以上的企业，而目前中国乐器市场高度分散，规模以下企业亦占一定份额，因此按照协会估算略偏保守），预计 2010/11/12 年我国乐器市场规模将分别达到 209.28/246.95/291.40 亿元，未来三年复合增长率将达到 18.66%。假定家庭零售消费占总体乐器消费的 30%，则家庭领域乐器 2010/11/12 年市场规模分别为 62.8/74.1/87.4 亿元。目前以上海为代表的长三角经济圈经济发展水平较高，居民消费能力很强，对乐器的消费量位列于全国第一（约 30%左右份额）。按此逻辑，我们大约测算出 2010/11/12 年上海地区乐器市场容量分别近 18.8¹/22.2/26.2 亿人民币。

图表 3：中国乐器市场销量稳步提升

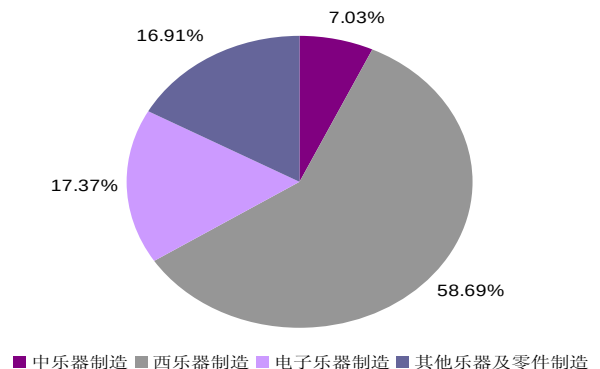
2008-2012 全国、上海、上海（家庭）乐器销售额



资料来源：中国乐器协会、光大证券研究所

图表 4：中国乐器市场以西洋乐器、电子乐器为主

2009 年中国乐器市场四大乐器市场份额%



资料来源：中国乐器协会、光大证券研究所

◆苏宁产品多元化，小荷才露尖尖角

本次 MUSIC BOX 乐器店的开业将成为苏宁国际化走出去、引进来战略新格局的重要一笔，为中国乐器零售渠道变革打开了一扇大门，也为之后苏宁电器引进动漫游戏、玩具模型、进口手表、3C 家电周边配套产品等新型店面模式的探索、经营打下基础。我们认为 MUSIC BOX 的业务和苏宁目前业务没有冲突，对于吸引人流以及产品多样化有所帮助，而第一家门店对于未来 LAOX 在苏宁开设 100 家 Japanese Life Style 以及其他 MUSIC BOX 有着风向标的作用。

我们重申一个观点：未来苏宁产品多元化是公司自身业态多元化的必由之路。苏宁电器规模更上一层楼的先决条件就是要把目前相对单一的家用电器业务扩张到综合类产品（尤其是毛利率较高的产品）。而作为海外市场桥头堡作用的 LAOX 将对未来苏宁电器的产品业务有着积极的指导意义，公司未来在产品丰富度上很可能将

¹以 2010 年为例 $209.28 \times 30\%$ （家庭零售占比） $\times 30\%$ （上海地区占比）=18.84 亿元，2011/12 年以此类推。

有如下营销策略：

第一、加强边缘电子产品销售：公司未来将向潮流电子产品及边缘电子产品开拓，比如数码电子钟，数码宠物，数码玩具等，还有就是创意设计产品，提倡个性化服务的产品发展。在 IT 方面则可能丰富产品线，至于 DIY 和 OEM 产品不排除和 SONY、HP 等知名企业合作的可能性。

第二、加强家电相关配套产品销售：今后公司将增加配套产品的销售，比如空调大类旗下，增加空调罩、净化空气设施、冰箱除臭、洗衣罩等等高毛利率配套产品销售，也就是在家电衍生产品的销售力度将加大。以前这些产品可能不会放在主通道位置，而今后家电衍生品销售很可能将放在主通道销售，相信公司整体毛利率也会随之有所提高。

第三、配合 LAOX 业务加强 3C 及进口产品销售：公司将开设进口家电产品专柜，加强海外 3C 产品的销售力度。尤其针对未来提高产品直采比例，公司将加大数码、通讯类产品直供力度，并在适当时机将日本丰富的动漫游戏、玩具模型、进口手表等商品引入苏宁电器门店中。

相关报告

20100607 迎来二次发展的蓝筹股---公司动态研究

20100608 行使 LAOX 新股预约权，增厚 2010 年 EPS 0.01 元---公司快评

20100611 与其临渊羡鱼，不如退而结网——光大 2010 年中期策略会苏宁电器一对多见面会纪要——公司快评

20100617 占领 3C 制高点，大树底下好乘凉---6 月 18 日黑莓部分手机在苏宁电器首次独家销售---公司快评

分析师介绍

唐佳睿，CAIA，FRM，CFA Charter pending candidate，德国波恩大学国民经济学硕士，同济大学高分子材料与工程系工学学士，精通英日德三国语言。2010年5月加盟光大证券研究所，现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中信证券研究部商贸零售组和海富通基金 QFII 投资顾问组。

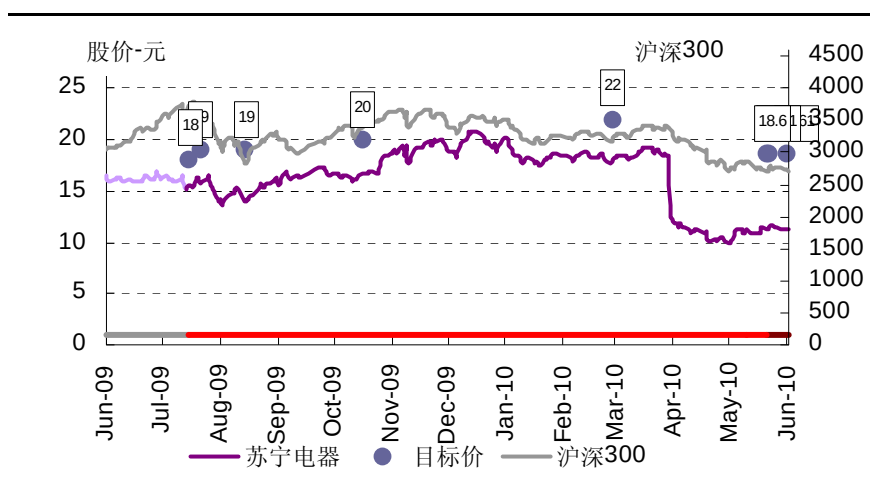
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

苏宁电器（002024）

分析师：唐佳睿



日期	股价	目标	评级
2009-07-31	15.18	18.00	增持
2009-08-07	16.25	19.00	增持
2009-08-29	14.70	19.00	增持
2009-11-02	16.17	20.00	增持
2010-03-16	17.70	22.00	增持
2010-06-06	11.40	18.60	买入
2010-06-08	11.24	18.61	买入
2010-06-17	11.48	18.61	买入

资料来源：光大证券研究所

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。