

目 录

线下业务：稳健增长，安全边际	4
门店扩张：横纵结合，业态细分	4
毛利率：各个品类，全面提升	5
费用率：有增有减，同比微升	6
资本开支：物流基地、自建门店、信息系统	6
线上业务：强势出击，非比寻常	7
风险提示	8

图表目录

图 1: 各级市场门店分布	4
图 2: 各业态门店分布	4
图 3: 各业态可比店面销售同比增长	5
图 4: 各品类占收入比	5
图 5: 各品类毛利率变化	5
图 6: 管理费用率 & 销售费用率	6
图 7: 2010 年各项费用占收入比	6
图 8: 易购销售规模快速增长	7
图 9: 苏宁易购运营模式	7
表格 1: 公司各业态定位	4
表格 2: 易购财务测算	8

线下业务：稳健增长，安全边际

公司 2010 年实现收入 755.05 亿元，同比增长 29.51%，占全国家电市场零售总额的 7.15%；实现归属母公司净利润 40.12 亿元，同比增长 38.82%。报告期内，公司新进地级以上城市 31 个，县级以上城市 150 个，净增加门店 374 家；截至 2010 年末，公司已进入地级以上城市 231 个，拥有门店数 1342 家（包括香港的 23 家和日本的 8 家），跃居行业第一。

门店扩张：横纵结合，业态细分

公司在经历了 09 年短暂调整后，10 年重启快速扩张步伐，继续贯彻“横向扩张”与“纵向渗透”结合、多业态店面同步开发的连锁发展模式。一方面加大一、二线市场空白商圈和新兴商圈的覆盖，同时探索精品店模式以满足中高端客户需求（截至 2010 年末，共有 10 家精品店）；另一方面加快三、四线市场的渠道下沉，探索县镇店模式以分享城市化进程（截至 2010 年末，共有 114 家县镇店）。

公司可比店面（指 2009 年 1 月 1 日当日及之前开设的店面）2010 年销售收入同比增长 15.97%，2011 年 1-2 月同店增长 7%-8%（部分县镇店接近 10%）。

表格 1：公司各业态定位

业态类型	业态描述	发展进度
常规店	以租赁为主稳步推进常规店连锁发展，包含旗舰店、中心店、社区店等业态	全国共有常规店 1187 家 2010 年新开 273 家，包括 2 家自建店面
县镇店	加大三四级市场渗透力度	2010 年开发县镇店 114 家，分布在江浙、华南地区经济较为发达的县镇
精品店	顺应消费类电子快速增长和购物中心业态崛起趋势，定位中高端客户	全国共有精品店 10 家，2010 年新建 9 家

资料来源：公司 2010 企业社会责任报告，华泰联合证券研究所

图 1：各级市场门店分布

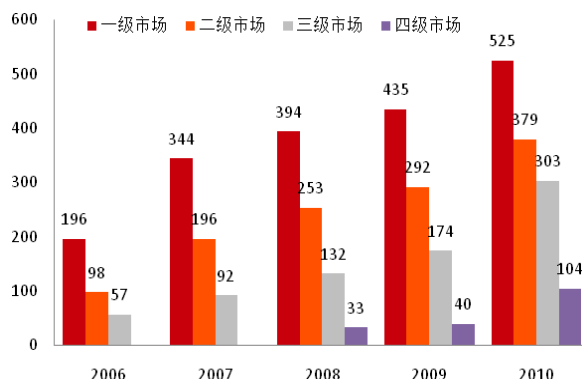
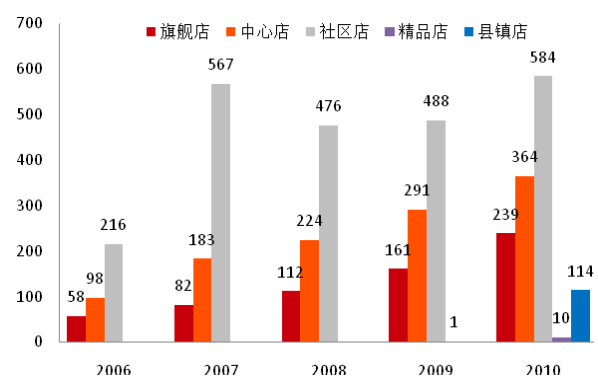


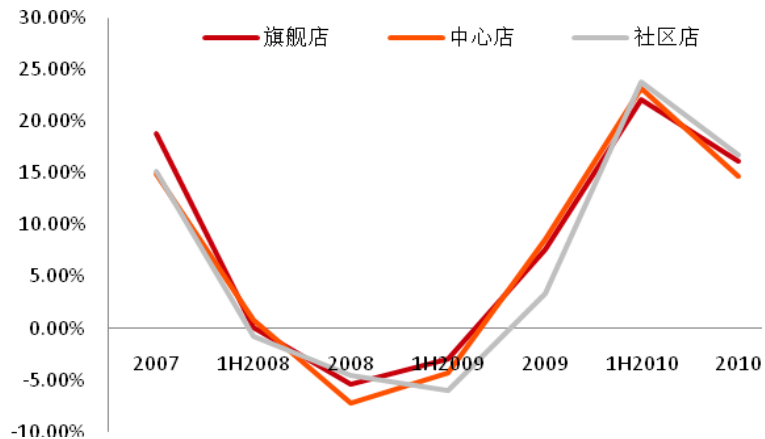
图 2：各业态门店分布



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 3: 各业态可比店面销售同比增长

分区域可比店面销售同比增长
一线市场 15.73%;
二线市场 15.37%;
三线市场 18.77%;
四线市场 19.73%



资料来源: 公司年报, 华泰联合证券研究所

毛利率: 各个品类, 全面提升

公司 2010 年主营业务毛利率 16.59%, 较去年上升 0.93 个百分点。分品类来看:

大家电毛利率 19.5%, 同比上升 0.8 个百分点, 一方面由于技术革新带来的消费升级 (如 3D 电视、变频空调等), 另一方面由于包销定制及自营品牌比例的提升;

小家电毛利率 20.8%, 同比上升 0.7 个百分点, 一方面由于节假日期间定制、包销形式的大批量运用, 另一方面由于联营模式向供价代销采购模式;

3C 类毛利率 8.4%, 同比上升 0.4 个百分点, 一方面由于数码产品的单价及规模的提高, 另一方面由于通讯产品独家首销、深度包销等采购方式的运用。

图 4: 各品类占收入比

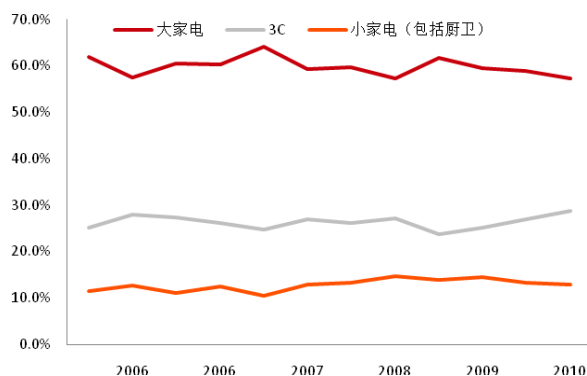
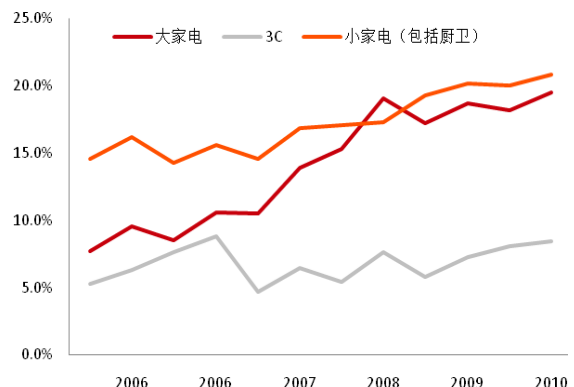


图 5: 各品类毛利率变化



资料来源: 公司年报, 华泰联合证券研究所 (大家电包括黑电、白电和空调; 3C 包括数码、IT 和通讯)

费用率：有增有减，同比微升

公司 2010 年两费率（销售费用率+管理费用率）10.68%，同比上升 0.21 个百分点。各项费用中，相对变动较大的有广告费、租金和人工费用三项。

广告费占收入 1.54%，同比上升 0.14 个百分点：2009 年公司在广告投入方面相对保守，而 2010 年市场重焕生机，公司也明显加大了投入，特别是配合三、四线渠道下沉而加大了在央视和五大卫视的宣传力度。

租金占收入 3.52%，同比下降 0.15 个百分点：2010 年公司在威海、上海、成都核心商圈的自建店项目相继开业，同时通过调整原有门店品类结构、增加 SKU 数量，提升同店增长。

人工费占收入 2.98%，同比上升 0.17 个百分点：公司 2010 年分别于年初和半年度实施大范围的加薪，同时储备销售人员 4000 余人，配合推进公司三、四线市场下沉和自营模式的实施。

图 6： 管理费用率 & 销售费用率

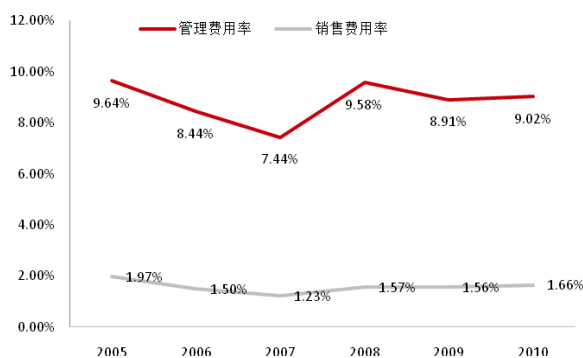
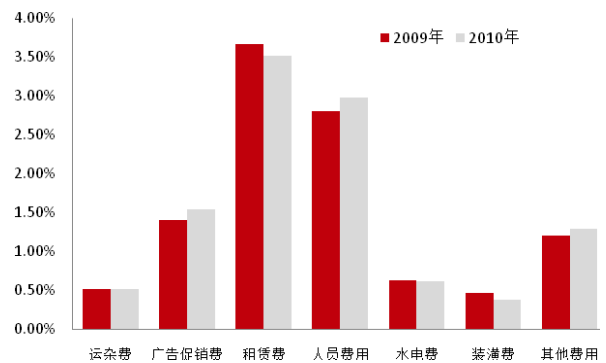


图 7： 2010 年各项费用占收入比



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

资本开支：物流基地、自建门店、信息系统

公司每年资本开支基本在 40-50 亿元左右，其中 10-15 亿元用于购买位于核心商圈的中心门店，10 亿元用于后台信息系统的开发，剩下 20-25 亿元将用于物流中心的建设（已经包含了易购建设全自动小品类存储和分拣仓库的资本开支）。

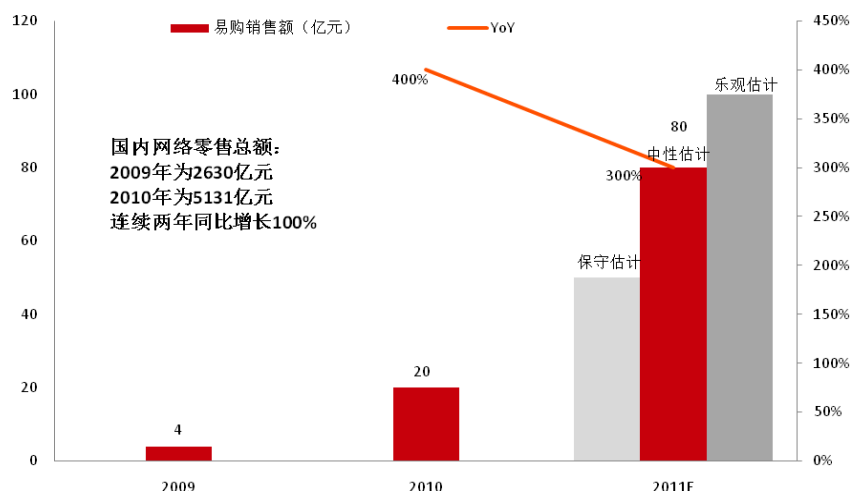
公司计划于 2015 年前完成由 60 个机械化、标准化程度高的一级物流中心（其中 10 个小品类仓库位于全国枢纽地区，将于 2013 年 6 月前全部投入使用）、100 个二级物流仓库和 10000 个物流网点（包括实体门店）构成的巨大网络。截至 2010 年末，沈阳物流基地已正式投入使用，无锡、成都、合肥、天津、重庆等地共 10 家物流基地正在施工阶段，另有 17 家签约储备项目。

线上业务：强势出击，非比寻常

有关苏宁易购和网络零售，请参阅我们的深度报告《大白马也有春天》和《线上线下硝烟渐起》

2月23日，苏宁宣布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，计划实现收入80亿元（含税），同比增长300%。公司对易购的定位是在未来十年打造一个等量齐观的“苏宁电器”。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。

图8：易购销售规模快速增长



资料来源：公司年报，中国电子商务研究中心，华泰联合证券研究所

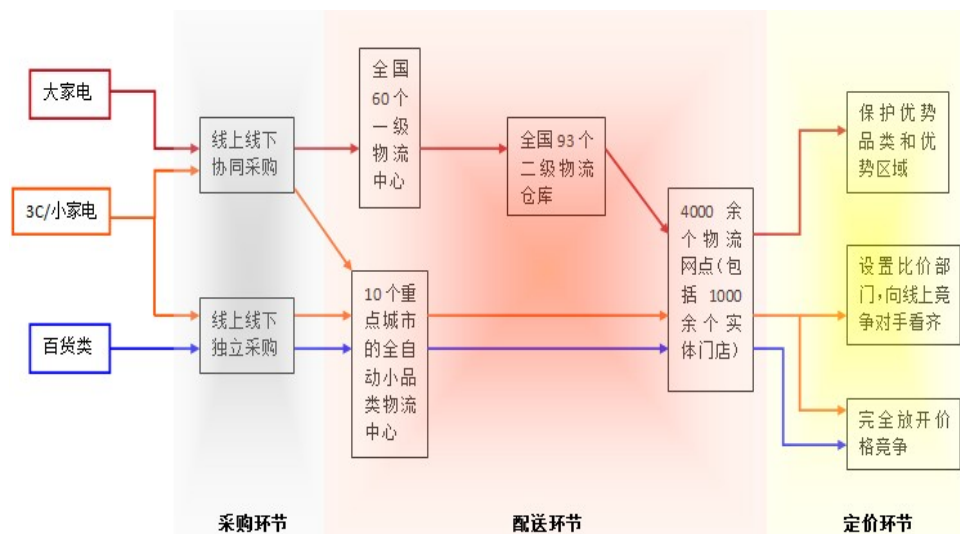
我们认为独立化后的苏宁易购将在采购、配送、定价三个关键环节拥有充分的主权，同时又共享线下业务多年以来在后台系统、供应链体系、团队、品牌商的持续投入，因此较其他B2C企业更具竞争优势。

图9：苏宁易购运营模式

采购环节：多种模式，
保证低价

配送环节：物理统一，
逻辑区分

定价策略：于线上制衡
对手，于线下抢占份额



资料来源：公司调研，华泰联合证券研究所

可比公司类似发展
阶段估值水平：
动态 PS=4X-6X

保守估计，易购业务
增厚苏宁每股 3.88 元

对比亚马逊和当当网的发展历程，苏宁易购目前正处于收入翻番增长、盈利能力较弱的扩张初期，而这一阶段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。因此，对于不盈利或盈微利的易购来说，市销率或许更为准确地反映公司的竞争力。

参考国际市场对其他 B2C 公司（亚马逊、当当网）在扩张初期的估值水平，假设易购 2011 年实现 68 亿元的收入（含税 80 亿元），保守估计易购新业务价值对应的市值在 272 亿元左右（对应动态 PS=4X），增厚每股股价约 3.88 元。

表格 2：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

风险提示

- 1、苏宁易购收入规模低于市场预期；
- 2、向三、四线城市渠道下沉的进度低于市场预期。

盈利预测

资 负 债 表					单位: 百万元					利润表					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年	2010	2011E	2012E	2013E	会计年	2010	2011E	2012E	2013E	会计年	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	34476	42098	55451	68286	营业收入	75505	98911	12907	16225	营业收入	75505	98911	12907	16225	营业收入	75505	98911	12907	16225
现金	19352	25672	32270	40563	营业成本	62041	80801	10545	13249	营业成本	62041	80801	10545	13249	营业成本	62041	80801	10545	13249
应收账款	1105	1018	1608	1846	营业税金及附加	268	351	458	576	营业税金及附加	268	351	458	576	营业税金及附加	268	351	458	576
其他应收款	976	698	1278	1372	营业费用	6809	8803	11591	14522	营业费用	6809	8803	11591	14522	营业费用	6809	8803	11591	14522
预付账款	2741	2580	4014	4637	管理费用	1250	1563	2169	2758	管理费用	1250	1563	2169	2758	管理费用	1250	1563	2169	2758
存货	9474	11475	15541	19171	财务费用	-361	-64	-38	-18	财务费用	-361	-64	-38	-18	财务费用	-361	-64	-38	-18
其他流动资产	828	656	741	698	资产减值损失	76	0	0	0	资产减值损失	76	0	0	0	资产减值损失	76	0	0	0
非流动资产	9432	12826	17757	22891	公允价值变动收	0	0	0	0	公允价值变动收	0	0	0	0	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	793	0	0	0	投资净收益	11	0	0	0	投资净收益	11	0	0	0	投资净收益	11	0	0	0
固定资产	3914	8136	12360	16948	营业利润	5432	7457	9441	11919	营业利润	5432	7457	9441	11919	营业利润	5432	7457	9441	11919
无形资产	1309	1754	2195	2638	营业外收入	72	0	0	0	营业外收入	72	0	0	0	营业外收入	72	0	0	0
其他非流动资产	3415	2936	3202	3305	营业外支出	102	0	0	0	营业外支出	102	0	0	0	营业外支出	102	0	0	0
资产总计	43907	54925	73208	91177	利润总额	5402	7457	9441	11919	利润总额	5402	7457	9441	11919	利润总额	5402	7457	9441	11919
流动负债	24534	30390	41469	50379	所得税	1297	1760	2238	2861	所得税	1297	1760	2238	2861	所得税	1297	1760	2238	2861
短期借款	318	0	2140	1726	净利润	4106	5697	7204	9059	净利润	4106	5697	7204	9059	净利润	4106	5697	7204	9059
应付账款	6839	8080	10546	13250	少数股东损益	94	129	164	207	少数股东损益	94	129	164	207	少数股东损益	94	129	164	207
其他流动负债	17378	22309	28783	35404	归属母公司净利	4012	5568	7040	8852	归属母公司净利	4012	5568	7040	8852	归属母公司净利	4012	5568	7040	8852
非流动负债	528	0	0	0	EBITDA	5384	7992	10246	12992	EBITDA	5384	7992	10246	12992	EBITDA	5384	7992	10246	12992
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.57	0.80	1.01	1.27	EPS (元)	0.57	0.80	1.01	1.27	EPS (元)	0.57	0.80	1.01	1.27
其他非流动负	528	0	0	0	主要财务比率					主要财务比率					主要财务比率				
负债合计	25062	30390	41469	50379	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	507	637	800	1007	成长能力					成长能力					成长能力				
股本	6996	6996	6996	6996	营业收入	29.51	31.00	30.50	25.70	营业收入	29.51	31.00	30.50	25.70	营业收入	29.51	31.00	30.50	25.70
资本公积	655	655	655	655	营业利润	40.18	37.28	26.61	26.25	营业利润	40.18	37.28	26.61	26.25	营业利润	40.18	37.28	26.61	26.25
留存收益	10679	16247	23287	32139	归属母公司净利	38.82	38.79	26.44	25.74	归属母公司净利	38.82	38.79	26.44	25.74	归属母公司净利	38.82	38.79	26.44	25.74
归属母公司股	18338	23899	30939	39791	获利能力					获利能力					获利能力				
负债和股东权	43907	54925	73208	91177	毛利率(%)	17.83	18.31	18.30	18.34	毛利率(%)	17.83	18.31	18.30	18.34	毛利率(%)	17.83	18.31	18.30	18.34
现金流量表					净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	5.31	净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	5.31	净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	5.31
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE(%)	21.88	23.30	22.75	22.25	ROE(%)	21.88	23.30	22.75	22.25	ROE(%)	21.88	23.30	22.75	22.25
经营活动现金	3881	10663	10149	14935	ROIC(%)	-763.7	-670.0	373.44	399.50	ROIC(%)	-763.7	-670.0	373.44	399.50	ROIC(%)	-763.7	-670.0	373.44	399.50
净利润	4106	5697	7204	9059	偿债能力					偿债能力					偿债能力				
折旧摊销	313	599	843	1091	资产负债率(%)	57.08	55.33	56.65	55.25	资产负债率(%)	57.08	55.33	56.65	55.25	资产负债率(%)	57.08	55.33	56.65	55.25
财务费用	-361	-64	-38	-18	净负债比率(%)	1.72	0.34	5.42	3.64	净负债比率(%)	1.72	0.34	5.42	3.64	净负债比率(%)	1.72	0.34	5.42	3.64
投资损失	-11	0	0	0	流动比率	1.41	1.39	1.34	1.36	流动比率	1.41	1.39	1.34	1.36	流动比率	1.41	1.39	1.34	1.36
营运资金变动	-786	4905	2099	4747	速动比率	1.02	1.01	0.96	0.97	速动比率	1.02	1.01	0.96	0.97	速动比率	1.02	1.01	0.96	0.97
其他经营现金	620	-474	41	57	营运能力					营运能力					营运能力				
投资活动现金	-5661	-4072	-5733	-6243	总资产周转率	1.89	2.00	2.01	1.97	总资产周转率	1.89	2.00	2.01	1.97	总资产周转率	1.89	2.00	2.01	1.97
资本支出	4680	4500	5000	5500	应收账款周转率	101	91	96	92	应收账款周转率	101	91	96	92	应收账款周转率	101	91	96	92
长期投资	-984	-1180	0	0	应付账款周转率	10.48	10.83	11.32	11.14	应付账款周转率	10.48	10.83	11.32	11.14	应付账款周转率	10.48	10.83	11.32	11.14
其他投资现金	-1965	-752	-733	-743	每股指标 (元)					每股指标 (元)					每股指标 (元)				
筹资活动现金	123	-271	2182	-398	每股收益(最新	0.57	0.80	1.01	1.27	每股收益(最新	0.57	0.80	1.01	1.27	每股收益(最新	0.57	0.80	1.01	1.27
短期借款	318	-318	2140	-415	每股经营现金流	0.55	1.52	1.45	2.13	每股经营现金流	0.55	1.52	1.45	2.13	每股经营现金流	0.55	1.52	1.45	2.13
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最	2.62	3.42	4.42	5.69	每股净资产(最	2.62	3.42	4.42	5.69	每股净资产(最	2.62	3.42	4.42	5.69
普通股增加	2332	0	0	0	估值比率					估值比率					估值比率				
资本公积增加	-2320	0	0	0	P/E	24.03	17.31	13.69	10.89	P/E	24.03	17.31	13.69	10.89	P/E	24.03	17.31	13.69	10.89
其他筹资现金	-206	47	42	16	P/B	5.26	4.03	3.12	2.42	P/B	5.26	4.03	3.12	2.42	P/B	5.26	4.03	3.12	2.42
现金净增加额	-1649	6320	6598	8293	EV/EBITDA	14	10	7	6	EV/EBITDA	14	10	7	6	EV/EBITDA	14	10	7	6

数据来源: 华泰联合证券研究所



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