

行业研究

模式决定出路

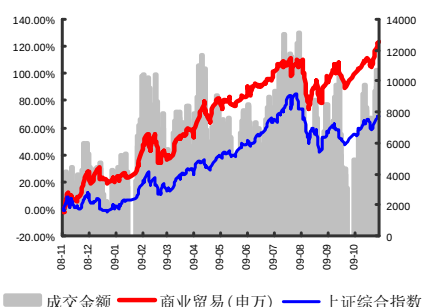
零售行业

2009 年 11 月 30 日

评级：优异

零售行业 2010 年年度策略报告

最近 52 周走势：



相关研究报告：

《寻找下一站天后》零售行业 09 年下半年策略报告

报告作者：

零售行业研究员：朱乐婷

联系方式

电话：0510-82832380

Email: zhult@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

摘要：

- 中国目前的消费群体、金融危机以及创业板的上市开始让我们关注零售商业模式。消费者和新技术是驱动零售创新的重要因素。
- 每一个牛股都是特定时代的产物。未来企业的竞争，将是商业模式的竞争。因此催生资本市场零售类牛股的核心驱动力因素也正是成功商业模式创新！
- 标准化连锁扩张是一个成功的零售商业模式和经营理念。近几年来越来越多的中小连锁企业登陆资本市场并受资金追捧。我们认为连锁模式成功的根本原因在于其规模效应和类金融的融资模式。
- 关注的商业模式：新流通领域的连锁模式。中国正处于消费经济的拐点，消费类产品的需求会呈爆炸性增长，很多领域都蕴含着建立商业帝国的机遇。标准化的连锁复制模式仍将在流通领域造就“苏宁电器”的神话，继家电行业后我们关注的是更多的细分流通市场。
- 关注的商业模式：“轻制造”+连锁扩张。产业链中附加值更多体现品牌和销售，处于中间环节的制造附加值最低。商业模式的转型意味着公司能将价值链低端加工环节外包而专注于品牌运营、渠道拓展等环节。
- 关注的商业模式：宅经济下的泛电子商务平台。宅经济对商业模式的影响主要体现在两大方面，首先是传统经济的触网模式，其次是新技术带来的无店铺模式。
- 二级市场相关投资标的：东百集团（600693）、百联股份（600631）、吉峰农机（300022）、大厦股份（600327）、探路者（300005）、七匹狼（002029）、美邦服饰（002269）、苏宁电器（002024）。

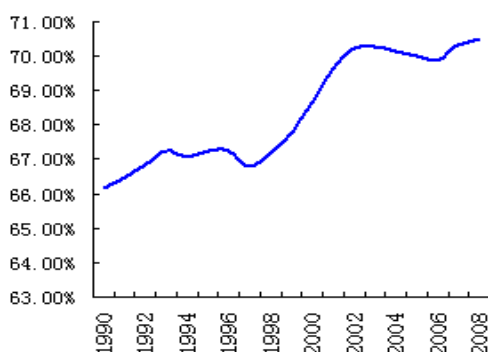
1. 发现零售商业模式

1.1 为什么选择这个时点关注零售商业模式

商业模式的概念是上世纪 90 年代后期才开始流行起来的，直白的说就是能给企业带来生存空间并有持续赚钱能力的盈利模式

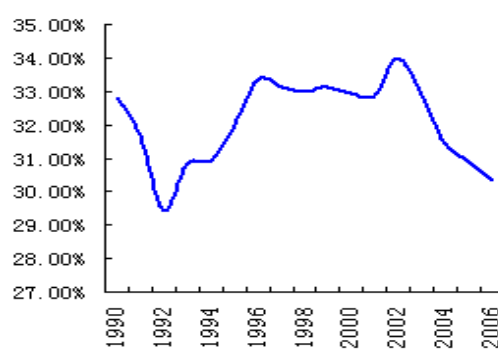
我们选择在此时关注商业模式主要基于以下三点原因：首先基于中国目前的消费群体，我们认为对于零售行业来说模式的创新比技术的创新更为重要。日益稀薄的利润，已经使众多企业纷纷开始寻找新的出路。中国存在一个庞大的消费市场，但商业并没有得到更广泛普及。这个时候，发现新的需求，并且创造出新的需求模式，显得尤其重要。

图表 1: 美国批发零售总额GDP占比 (%)



数据来源: BEA 国联证券研究所

图表 2: 中国批发零售总额GDP占比 (%)



数据来源: 国家统计局 国联证券研究所

其次，每一次金融危机对于企业来说既是挑战更是机遇，商业模式都将经历一次洗礼。从零售发展的历史来看，每一次经济大变革或大变动的时代都是零售业态创新的时代，如工业革命催生大规模销售的百货商店的出现，上世纪 30 年代的经济危机又催生了以低价和快速发展的连锁超市的出现。同样，在本轮金融危机中我们十分关注零售模式对整个零售业的影响。

再次，创业板上市成为万众瞩目的焦点。统计数据表明创业板的发行市盈率普遍较高。而支撑其高市盈率的是市场对于创业板公司高成长性的认可。究其实质，也就是投资者对于公司商业模式的一种认可。创业板能否成为酝酿成功商业模式的土壤呢？

图表 3: 创业板上市公司数据统计

代码	简称	发行市盈率	上市首日涨跌幅
300001	特锐德	52.8	84.87%
300002	神州泰岳	68.8	77.41%
300003	乐普医疗	59.6	118.62%
300004	南风股份	71.5	75.84%
300005	探路者	53.1	152.88%
300006	莱美药业	47.9	116.97%
300007	汉威电子	60.5	80.41%

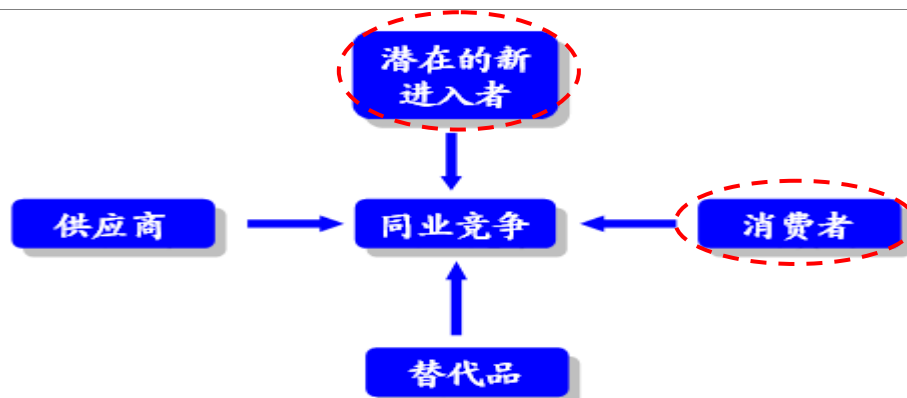
300008	上海佳豪	40.1	82.77%
300009	安科生物	46.8	194.59%
300010	立思辰	51.5	87.50%
300011	鼎汉技术	82.2	86.51%
300012	华测检测	59.9	77.97%
300013	新宁物流	45.5	106.41%
300014	亿纬锂能	54.6	140.44%
300015	爱尔眼科	60.9	85.36%
300016	北陆药业	47.9	99.33%
300017	网宿科技	63.2	87.08%
300018	中元华电	52.6	76.20%
300019	硅宝科技	47.9	96.87%
300020	银江股份	52.6	82.00%
300021	大禹节水	53.9	128.79%
300022	吉峰农机	57.3	98.93%
300023	宝德股份	81.7	84.08%
300024	机器人	62.9	88.82%
300025	华星创业	45.2	128.89%
300026	红日药业	49.2	77.50%
300027	华谊兄弟	69.7	147.76%
300028	金亚科技	45.2	209.73%

数据来源：国联证券研究所

1.2 零售模式创新的驱动力因素：消费者、新技术

我们用波特五力模型对零售模式的驱动力因素进行分析。

图表 4：波特五力模型分析



数据来源：国联证券研究所

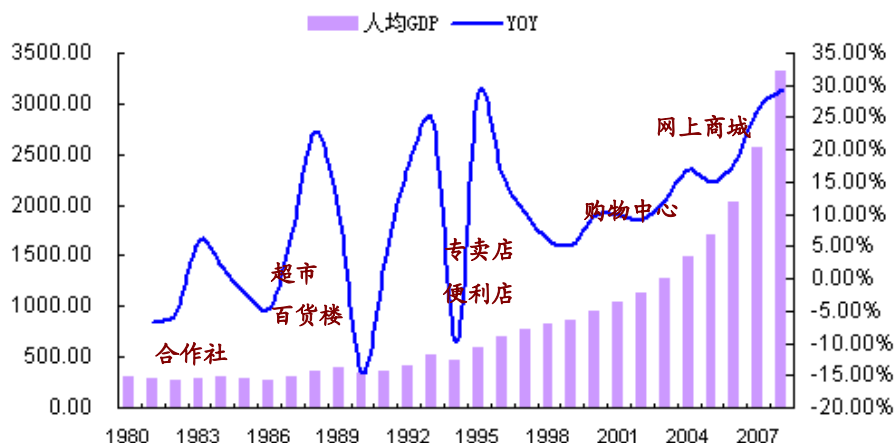
横向上，企业与上游供应商谈判能力以及下游顾客议价能力的竞争；纵向上，企业与进入者和替代品提供商的竞争

与供应商的谈判能力涉及到不同业态的供应链覆盖程度，百货的联营模式决定了其基本没有零售定价权，而超市和家电连锁的供应链覆盖仍有很大的提升空间，这在我们的中期报告中已有详细分析。我们此处重点关注的两大驱动力因素主要是消费者以及潜在新进入者这两方面，而潜在的新进入者

实际代表的是新技术的竞争。

消费者需求的变化是零售模式创新的最根本驱动力，主要体现在两方面，一是随着居民收入不断增加带来的消费升级，图 5 显示随着国内居民消费能力的提升，零售业态呈现出多元化的特征。快速的人口、经济、社会和技术变化导致消费者价值观越来越具有个性，从而形成了日益复杂和多样化的消费需求。满足不同消费群体的需求成为零售业态创新的最根本驱动力。

图表 5：零售业态与国内人均GDP



数据来源：IMF 国联证券研究所

二是信息成本的降低带来的居民消费习惯的变化，互联网的发展改变了居民的生活习惯，新的消费潮流和娱乐方式正在不同年龄层人群中转变、蔓延。这部分因素导致的零售模式创新我们在本文的第三部分有详细阐述。

新技术力量是推动零售模式变化的最重要因素。其对零售模式的影响也主要体现在两个方面，一方面是随着互联网和通讯技术的发展，原有的传统零售企业增加了新的销售模式，比如沃尔玛的网上店；另一方面新兴的零售进入者大多采用无店铺零售商的形式。

2. 零售模式受资本市场热捧

2.1 资金热捧连锁商业模式

事实证明成功的商业模式往往会受到资本市场追捧进而催生牛股。标准化连锁扩张就是一个成功的零售商业模式和经营理念

近几年来越来越多的中小连锁企业登陆资本市场。2007年内地最大女鞋品牌百丽登陆港交所，一度成为市值最大的内地零售类上市公司。同样A股市场的苏宁电器、美邦服饰也是连锁商业模式成功的典型，给投资者带来超额收益率。连锁经营带来的快速规模扩张和品牌知名度提升、收入和利润的高增长给资本市场以巨大的想象空间。

图表 6: A股近几年连锁类上市公司

代码	名称	上市日期	上市板	上市以来涨跌幅(%)
002024.SZ	苏宁电器	2004 年 7 月	中小企业板	5,517.14
002029.SZ	七匹狼	2004 年 8 月	中小企业板	1,054.45
002154.SZ	报喜鸟	2007 年 8 月	中小企业板	323.26
002186.SZ	全聚德	2007 年 11 月	中小企业板	181.91
002187.SZ	广百股份	2007 年 11 月	中小企业板	152.85
002251.SZ	步步高	2008 年 6 月	中小企业板	95.47
002264.SZ	新华都	2008 年 7 月	中小企业板	149.78
002269.SZ	美邦服饰	2008 年 8 月	中小企业板	77.90
002277.SZ	家润多	2009 年 7 月	中小企业板	58.53
002293.SZ	罗莱家纺	2009 年 9 月	中小企业板	27.69
300022.SZ	吉峰农机	2009 年 10 月	创业板	141.80
300005.SZ	探路者	2009 年 10 月	创业板	113.84
002306.SZ	湘鄂情	2009 年 11 月	中小企业板	

数据来源: Wind 国联证券研究所

图表 7: 港股近几年连锁类上市公司

证券代码	名称	上市日期	上市以来涨跌幅
1968.HK	匹克体育	2009-9-29	-1.47%
1361.HK	361 度	2009-6-30	14.10%
0968.HK	小肥羊	2008-6-12	36.48%
1368.HK	特步国际	2008-6-3	-3.42%
1832.HK	时代零售	2007-7-16	12.84%
0825.HK	新世界百货中国	2007-7-12	14.86%
2020.HK	安踏体育	2007-7-10	25.83%
1880.HK	百丽国际	2007-5-23	-2.46%

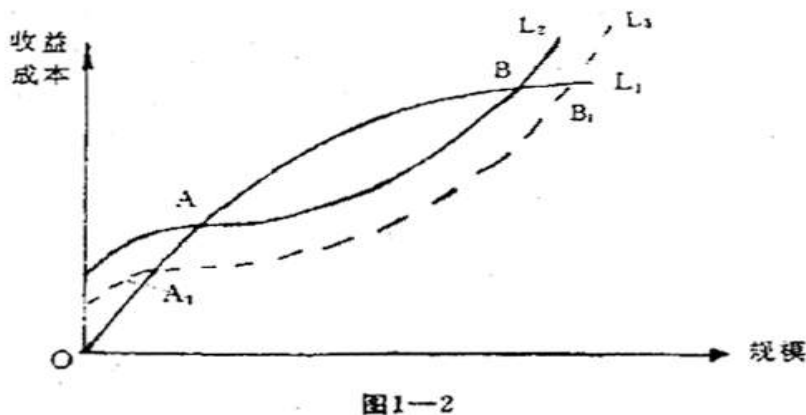
数据来源: Wind 国联证券研究所

我们认为连锁商业模式成功的根本原因主要在以下几方面: 一方面符合消费发展的趋势。零售商分享了某一区域消费市场从培育到成熟的过程, 但都会遇到市场逐渐饱和、竞争愈加激烈的瓶颈, 出于市场拓展或品牌经营的角度, 连锁经营成为必然的选择。

另一方面连锁有效的通过规模效应带来利润最大化。根据生产成本理论, 在一定时期内, 企业边际产量的提高会带来边际成本的下降。假设在某一地区连锁企业经历了从无到有, 从少到多的扩张过程。总部开设固定需要分摊的成本为 500 万, 开一家店承担的单位固定成本为 500 万, 而开 50 家店, 承担的单位固定成本为 10 万 (500/50), 下降 80%。而单位变动成本 (如人工、水电、租金等) 的上升幅度远低于连锁带来的规模效益提升。这就是下图中我们看到的 L1 收益曲线与 L2 成本曲线相交前的状况。随着经营网点的扩大和销量的增加, 连锁企业可以进一步采用管理技术设备的投入和完善来提高经营效率, 降低经营成本, 使得企业收益进一步增加, 从而形成规模经济,

正如图中 L3 显示的就是连锁企业降低交易费用后的成本曲线。

图表 8: 连锁规模效应



数据来源：联商网 国联证券研究所

注：L1 为收益曲线，L2 为成本曲线，L3 为降低费用后的成本曲线

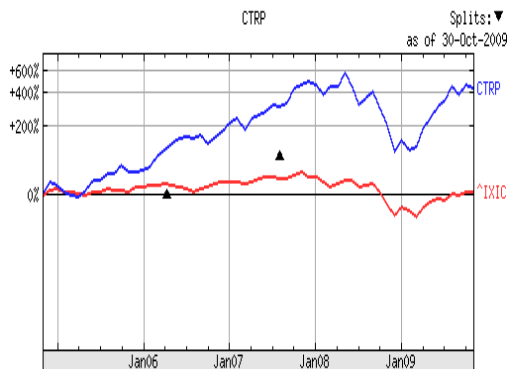
再次，连锁具有独特的融资模式，也就是投资者较为熟悉的类金融模式。一般零售商支付货款给供应商时，都存在一段时间的合理账期，这使得其账面上长期存有大量浮存现金，并形成“规模扩张—销售规模提升带来账面浮存现金—占用供应商资金用于规模扩张或转作他用—进一步规模扩张提升零售渠道价值带来更多账面浮存现金”这样一个资金内循环体系。即可以以较小的自有资本撬动更多利益相关者的资本。通过做大品牌，产生品牌溢价，从而进行新一轮的收购和兼并而达到整合该行业各方面的资源。

2.2 商业模式仍将是核心催化剂

每一个牛股都是特定时代的产物，中国企业在经历了要素驱动与投资驱动两个阶段后，开始向更高境界迈进

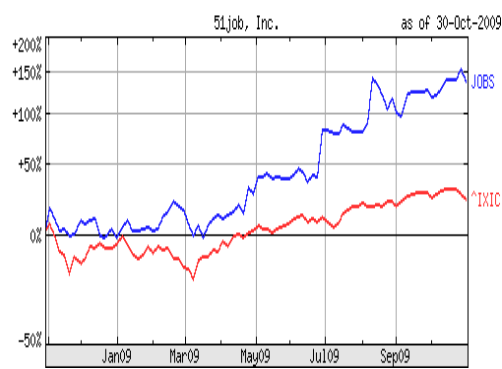
我们认为未来企业的竞争，将是商业模式的竞争。催生资本市场零售类牛股的核心驱动力因素也正是成功的商业模式创新！

图表 9: 携程股价走势与道琼斯指数对比



数据来源：Yahoo 财经 国联证券研究所

图表 10: 51Job股价走势与道琼斯指数对比



数据来源：Yahoo 财经 国联证券研究所

在中国开通创业板之前，远赴美国上市的携程、51Job等公司凭借业态创

新，同样实现了巨大的超额收益。随着中国创业板的成熟和完善，毋庸置疑将给投资者带来更多的惊喜。

3. 我们关注的商业模式

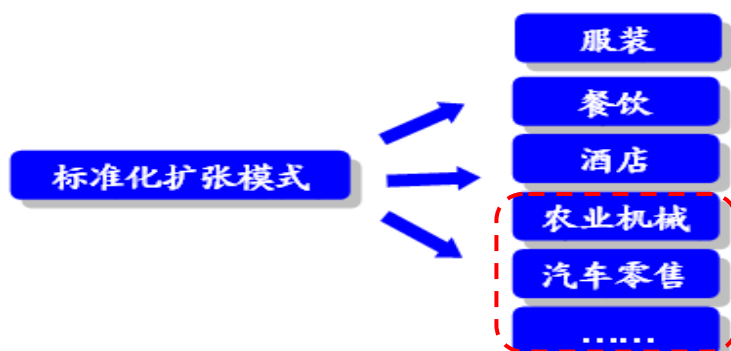
中国正处于消费经济的拐点，消费类产品的需求会呈爆炸性增长，很多领域都蕴含着建立商业帝国的机遇。我们认为标准化的连锁复制模式仍将在流通领域造就“苏宁电器”的神话，继家电行业后我们关注的是更多的细分市场流通市场；其次，随着E经济的发展，网络零售渠道将受益并不断创新。

3.1 细分市场的标准化连锁模式

3.1.1 新流通领域的连锁模式

如果我们把眼光放在一个大流通的背景下，连锁商业模式已经在许多行业取得成功，比如餐饮的小肥羊、味千拉面以及酒店业的如家、锦江之星。

图表 11：标准化模式进入新的流通领域



数据来源：国联证券研究所

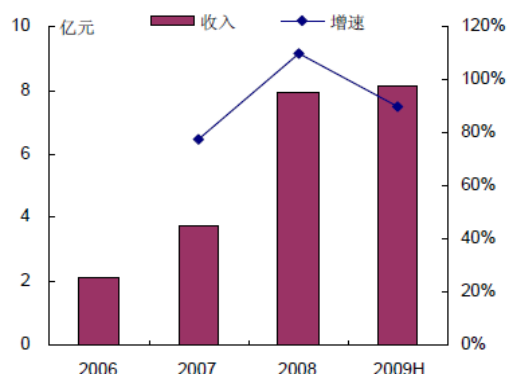
连锁的商业模式由于其规模效应和独特的融资模式正受到资本市场追捧。我们认为随着需求的多样化，连锁复制模式仍将在更多流通领域造就“苏宁电器”的神话，标准化扩张的连锁模式将进入更多的细分行业和领域。我们重点关注的是创业板的吉峰农机（300022）

吉峰农机（300022）：用轻资产运作农业

吉峰农机近期受资金追捧的重要原因是公司是首先在农机流通行业采取连锁经营模式的公司。与早期的家电流通领域较为相似，我国农机流通行业市场集中度较低，农机消费的分散性、区域性、服务性和季节性特征决定连锁经营模式将是推动行业整合的关键路径。公司08年收入规模达7.9亿元，为国内最大农机连锁企业，市场占有率和成长性均为第一。我们认为上市后公司有别于竞争对手的最大优势在于零售终端网络和品牌优势。上市前公司终

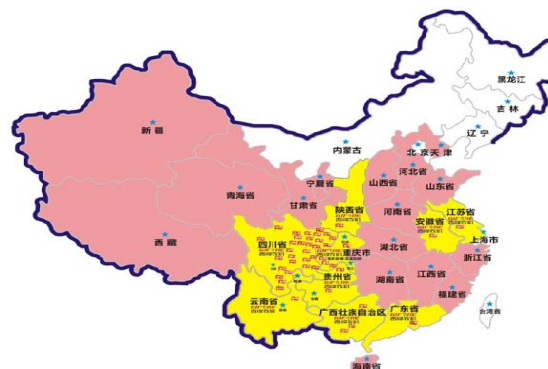
端网络包括市级40家直营店、县级30家直营店、县乡级代理经销商550家。

图表 12: 吉峰农机收入增速



数据来源: 公司公告 国联证券研究所

图表 13: 吉峰农机零售网络



数据来源: 公司公告 国联证券研究所

募集资金主要用于“走出去”的连锁发展, 包括湖北、湖南、江苏、安徽等省份新建直营连锁网络。上市后公司的品牌优势也会进一步强化, 这是公司未来轻资产运行产生品牌溢价, 整合行业资源的基础。

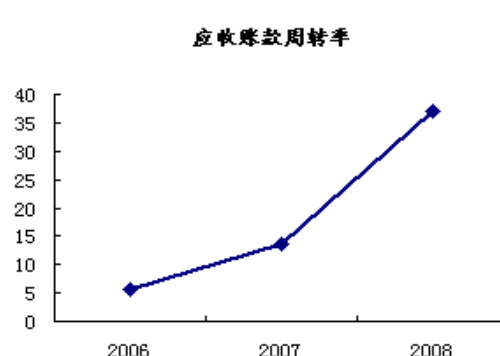
公司在资本市场能走多远, 是否能重新演绎苏宁的神话? 我们认为对于公司来说需要关注的关键因素是**上游的议价空间以及信息系统的建设**。公司上游主要是农机制造企业, 由于上游农机制造业在相当长的一段时期内厂家众多难以形成垄断竞争格局, 而下游直接面对的消费者是农业生产者, 随着公司销售规模的扩大以及品牌影响力的加深毋庸置疑会从产业链获取更多的利润空间。而公司本次募集的资金项目中3000万用于信息系统建设, 我们重点跟踪的是存货周转率和应收账款周转率两个指标, 从披露的数据可以看出公司在信息系统方面仍有进一步的提升空间。

图表 14: 吉峰农机存货周转率



数据来源: 公司公告 国联证券研究所

图表 15: 吉峰农机应收账款周转率



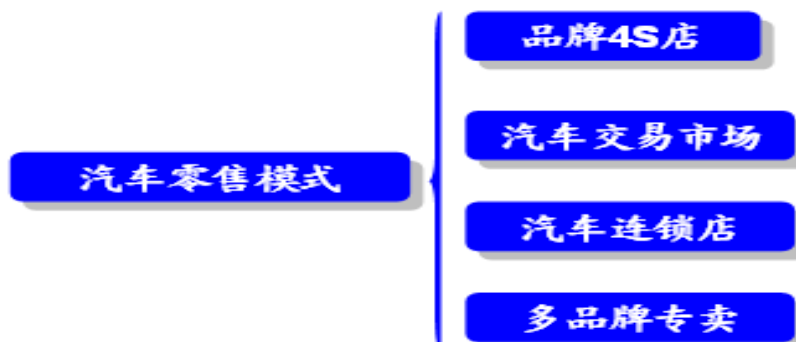
数据来源: 公司公告 国联证券研究所

大厦股份 (600327)

同时**汽车零售行业**也是我们重点关注的一个领域。我国汽车营销渠道模

式的主体是品牌授权 4S 店。同时还包括汽车交易市场、汽车连锁店、多品牌专卖等形式。

图表 16: 汽车目前零售模式



数据来源: 国联证券研究所
牌

4S 店模式下经销商建设店面需要的固定投资巨大, 加大了经营风险, 且在货源、技术、设备等方面经销商对供应商有高度依赖性。同时单一品牌经营的品牌授权 4S 店在维修服务设施上往往达不到理想工作负荷, 致使固定成本较高。品牌授权 4S 店模式的这些不足构成了阻碍其发展的因素, 同时也是整车生产企业和经销商希望通过变革和创新去突破的方向。

目前来说在整个汽车产业链中制造商处于相对强势, 而汽车销售渠道商处于相对弱势, 这与早期的家电产业有些相似。但随着汽车产能的过剩, 汽车分销渠道模式将成为未来汽车产业链关注重点, 而目前汽车 4S 销售店区域“割据为王”的态势将被改变和淘汰, 汽车零售商未来不排除出现“苏宁”或“国美”的可能性。在此我们重点关注的是目前汽车销售能力较强, 在行业面临调整时有能力去整合市场的汽车经销商, 上市公司为大厦股份 (600327)。

农产品 (000061)

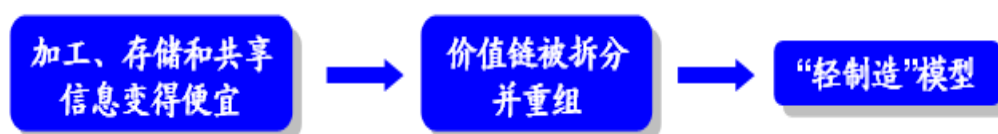
作为全国唯一一家实现连锁农贸批发市场的公司来说, 农产品连锁的外延式扩张以及独特的盈利模式也备受投资者关注。连锁外延式扩张方面, 公司是具有国资背景的农产品流通领域龙头, 在农批市场管理经验和流通网络覆盖面方面又具有相对优势, 使得公司的异地扩张比较顺利。预计公司未来几年将保持每年2家左右的扩张节奏。盈利模式方面, 目前国际上大多数农批市场的盈利模式是以成交额或成交量作为基础收取一定比例的佣金, 佣金模式能将农批市场和经营户的利益有效结合起来, 实现双方的共赢。但如果实行佣金模式依然通过手工结算, 必然给公司和经营户都带来不便, 导致佣金模式推进速度缓慢。目前公司各农批市场正在推进电子结算工作, 预计这项工作将在2010年基本完成。在这个过程中, 公司盈利模式从以租金模式为主逐渐转变到以佣金模式为主也就变得更为可行。投资者需要的仍是耐心等待。

3.1.2 “轻制造”+连锁扩张

随着社会的发展，加工、存储和共享信息成本变得便宜，企业价值链被进一步拆分并重组。在产业链中，附加值更多体现在两端，设计和销售，处于中间环节的制造附加值最低。

对于企业来说，商业模式的转型，意味着公司由劳动密集型转向技术密集型，并能将价值链低端加工环节外包给其他企业生产的企业，而自己专注于技术的开发、产品的更新、品牌的运营、服务的开展等环节。

图表 17：“轻制造”模式

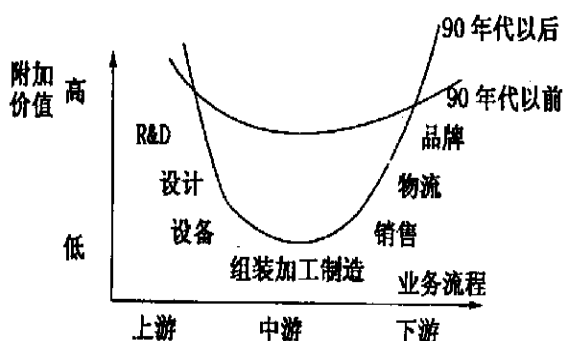


数据来源：国联证券研究所

“轻制造+连锁扩张”的商业模式在我国的服装产业中已取得了较为成功的发展。可关注的上市公司为主板的美邦服饰（002269）、七匹狼（002029）和创业板的探路者（300005）。

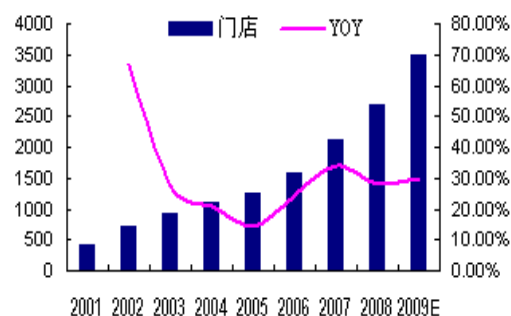
美邦的快速成长和成功在于其轻资产的快速复制模式，这种模式最重要的在于生产价值链上的有效取舍，而美邦抓住的正是附加值最高的两端。

图表 18：微笑曲线



数据来源：公司公告 国联证券研究所

图表 19：美邦门店数



数据来源：公司公告 国联证券研究所

下表中我们列示的是美邦商业模式的核心所在，把高附加值的核心业务和附加值不高的非核心业务分割开来。

图表 20：美邦服饰商业模式的核心

重	品牌经营	目标客户是 18-25 岁的年轻人。“不走寻常路”成为精准的品牌定位；成功的代言人：周杰伦、潘玮柏
	产品设计	公司现有设计师和工艺师团有 133 人，具备年设计 3000 款各类休闲服饰的设计能力。每年组织设计师队伍去法、日、韩和香港等地考察并建立了自己的服饰博物馆。
	供应链管理-信息系统	信息系统建设是轻资产经营模式的灵魂所在。1996 年至今，美特的信息系统已经升级了三次。公司产业链一体化信息系统由三部分组成，加工厂的 ERP、内部的管理系统和专卖店的的信息系统。代理商通过电子商务网站向美特定货，美特方面再通过

		系统向工厂定货，总部的计划管理处和市场部掌控整条供应链的运作。计划管理处得以清楚了解每个专卖店的销售状况，并根据这些数字随时变更生产订单，同时市场部门也在不断优化这些数字。这样就建立了一个高效率、低成本的供应链管理平台。
轻	制造生产	拥有面料供应商 96 家、辅料供应商 84 家和成衣厂 310 家，聚集了年产系列休闲服 1000 多万件的强大产能为自己定牌生产。
	物流	生产环节的面辅料和成衣从工厂到交货点的物流，由供应商负责；销售环节成衣自交货点到加盟店的配送，由加盟商负责；如果这两个环节选择由美特斯邦威负责，则委托给第三方物流企业负责。
	特许连锁经营	“直营+加盟”的方式，以加盟方式为主，直营为辅，将借用外力的模式应用在销售环节上。所有加盟店实行“复制式”管理。2008 年销售渠道的 87% 都是特许加盟店，实现了轻资产模式下销售渠道的快速扩张。

数据来源：国联证券研究所

这种“轻制造”模式的核心在于供应链管理能力和信息系统的建设，控制的是上游供应商的管理和控制，以及对下游加盟终端的进、销、存系统的控制和管理。正如我们在中期策略报告中提到的，不论是苏宁电器还是武汉中百，信息系统的建设是所有规模化连锁化零售企业的“大脑和神经中枢”。美邦服饰十分善于运用资本市场，08 年领先于其他的休闲服饰品牌上市后利用募集资金对信息系统进行了升级，使企业信息系统能够适应多品牌战略、市场布局的深入和网络市场营销的发展以及更高水平的供应链管理整合。

我们在服装板块上市公司发现了类似的“轻制造+连锁”的商业模式，如**七匹狼（002029）**和**探路者（300005）**，均是消费者需求多样化后细分市场的龙头企业。随着人们消费力的上升，服装消费开始呈现多元化的特征，服装品类凭借其独特的特色开始崛起。美邦是休闲服饰的领导，在资本市场获得了一致认可，我们认为具有类似商业模式的其他品类龙头同样存在上升空间。

图表 21：中国服装业品牌状况

西服	领导品牌	雅戈尔
	紧跟品牌	杉杉、罗蒙...
夹克	领导品牌	七匹狼
	紧跟品牌	劲霸、柒牌...
休闲服	领导品牌	美特斯·邦威
	紧跟品牌	佐丹奴、班尼路、真维斯...
户外用品及服饰	领导品牌	探路者
	紧跟品牌	奥索卡、火枫...

数据来源：中国家纺网，国联证券研究所

3.2 “宅经济”下的泛电子商务平台

人民生活习惯和生活形态的改变造成了消费行为的改变，带来了宅男宅女的潮流词语并延伸出新的产业。我们认为“宅经济”在一个时间段内会是一个相对独立的商业模式，和现有的实体商业模式互补。

图表 22: 泛电子商务平台



数据来源：国联证券研究所

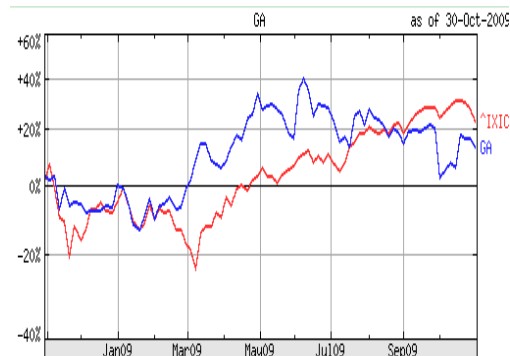
宅经济不俗的表现在 2008 年下半年的股票市场便有迹可循。

图表 23: 近一年盛大股价走势与道琼斯指数对比



数据来源：Yahoo 财经 国联证券研究所

图表 24: 近一年巨人股价走势与道琼斯指数对比



数据来源：Yahoo 财经 国联证券研究所

NASDAQ 上市的中国网络游戏企业中，盛大、巨人网络、完美时空分别自 2008 年 10 月份以来，一反大盘持续低迷时态，股价节节攀升

我们把“宅经济”的主线归纳如下

图表 25: 宅经济主线



数据来源：国联证券研究所

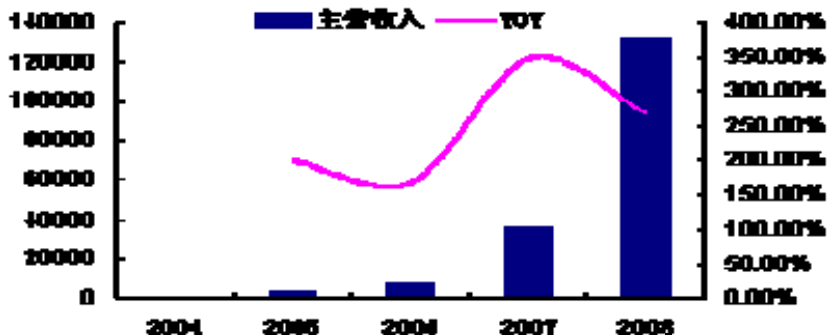
其中有许多商业模式已经被投资者熟悉并认可。我们认为宅经济对商业模式的影响主要体现在两大方面，一方面是传统经济的触网模式，比如中华

网校的网络授课形式，京东商城的“网上国美”以及当当网 B2C 的网上书店模式，越来越多公司开始在传统渠道之外建立网络销售渠道。在美国 STORES 杂志公布的最受消费者欢迎的 50 家网络零售商中，上榜的 50 家零售商并非“纯”网络零售，其中不乏传统的零售巨头，例如沃尔玛、百思买。因此我们更为关注是传统零售的触网模式，传统优势零售商在有稳健业务根基的基础上，继续“侵蚀”更多的网络零售份额具有一定的优势。

苏宁电器（002024）：试水网络 B2C

京东商城一度被赞誉为“网上国美”，通过下图我们可以感觉到网络零售渠道对传统家电零售渠道的挑战和机遇。而主板上市公司苏宁电器也随时准备好了向 B2C 的转身。

图表 26：京东商城主营收入及增速（万元，%）



数据来源：联商网 国联证券研究所

从本质上看，零售商最后会进化成为强大的物流提供商。这就意味未来，零售商的产品信息会越来越依赖互联网来展示，线下门店的售后服务业务比例会增加。我们认为苏宁电器网络 B2C 最大的优势在于超强的供应链管理能力和服务：公司实体店拥有强大的采购平台和采购规模，以及良好的供应商的合作关系。同时苏宁有强大的物流售后服务的能力，苏宁现有的 80 个 CDC 和 IDC，包括 60 个运转点，85 家门店，可以作为 B2C 强大的物流和售后服务的支撑点。此外，可以线上与线下的良好结合：苏宁有四百多家售后服务可以支撑在全国范围内进行售后服务。最重要的是，在很长一段时间内，苏宁将物流、后台信息化建设放在了重要的位置，这些作为苏宁整体竞争力中的“长板”，已经为它的线上线下资源整合做好了铺垫。相信，苏宁电器的网上营销模式离百思买并不远。

宅经济对商业模式的影响另一方面是新技术带来的无店铺的商业模式创新，比如淘宝的 C2C 交易模式、携程“水泥+鼠标”的商业模式以及“宅经济”的最大受益者-腾讯。此类商业模式在目前中国 A 股市场可选标的有限，而在港股上市的腾讯给投资者带来了超额的投资收益。

图表 27: 腾讯上市以来股价走势



数据来源: Wind 国联证券研究所

从一级市场的角度出发,拟上市公司中我们较为看好的是从网店崛起的平民钻石巨头**钻石小鸟**“鼠标+水泥”的商业模式。钻石小鸟是网上销售钻石的 B2C 网站,在北京、上海、广州、杭州四地拥有钻石体验中心。与携程较为相似,钻石小鸟也是“水泥+鼠标”的成功典型。我们认为钻石小鸟的成功主要在于以下三点:

- 产品的标准化
- 网络营销带来的轻资产运营
- “鼠标+水泥”: 互联网+实体体验店的营销模式

4. 重点关注公司

金融危机和创业板的到来让我们开始关注零售业的商业模式。连锁模式在零售领域的成功造就了苏宁神话,随着中国消费的崛起,我们认为连锁模式仍将受到资金追捧并将进入更多的流通领域建立商业帝国。此外,互联网等新技术发展是商业模式创新的重要推动力,宅经济下我们从一级和二级市场挖掘更多的创新模式。结合公司当前估值和成长空间,重点关注公司如下:

图表 28: 重点关注公司 (单位: 元)

推荐理由

省外扩张
 长期发展前景
 流通领域苏宁模式的借鉴者
 稳定增长 期待汽车后产业时代
 行业探路者
 成为中国的 Polo
 品牌的领头人
 网络销售终端惊喜

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。