

2010-11-2

行业研究 / 深度研究

商贸零售

增持/ 维持评级

线上线下，硝烟渐起

—传统零售企业的线上之路探讨

分析师

吴红光

SAC 执业证书编号:S1000207030103
+755-82492069 wuhg@lhq.com

耿邦昊

SAC 执业证书编号:S1000210070018
+755-82080081 gengbh@lhq.com

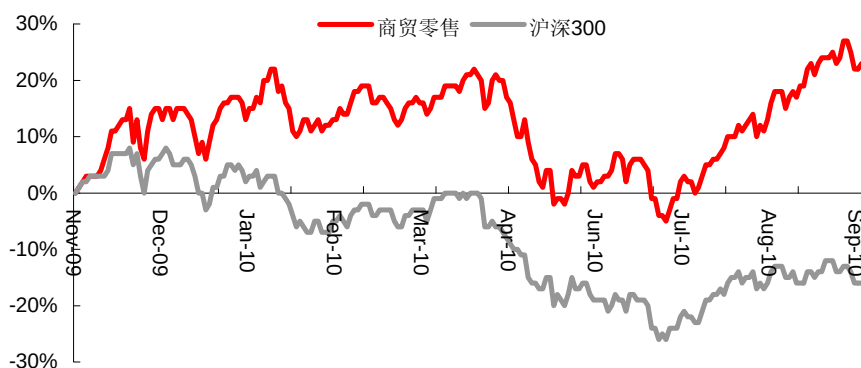
联系人

洪涛

+755-23805948 hongtao@lhq.com

- 2010 年 2 月，苏宁的网上商城——苏宁易购正式上线。苏宁易购是实体店的补充，还是独立发展的线上平台？面对网络消费的兴起，京东商城的超速成长，苏宁将如何应对？本报告将从品类杀手的概念出发，对线上线下零售做深入的比较和分析，对此问题做一探讨。
- 回顾美国零售业发展，低成本和高效率构成了品类杀手的核心竞争力，而这个竞争力来源于业态创新的两种路径：1) 在原有技术水平上，调整经营品类和销售策略，利用大规模的集中采购获得更低的成本；2) 通过技术革新，压缩供应链环节，提高供应链效率，从而获得更低的成本。
- 专业零售店被誉为“品类杀手”，我们认为其发展路径可以分为三个阶段：利用与生俱来的低价优势，快速扩张规模——>打造高效的供应链管理，突破规模瓶颈——>差异化服务创新，攫取产业链上下游更大价值。
- 网络零售商正在复制品类杀手之路，其本质同样是追求高效率、低成本。亚马逊借助技术革新下的线上销售，实现了高周转与高效率；通过在广告、研发上的高投入及对物流配送的极端重视，亚马逊弥补了线上消费体验感不足的缺陷，成功复制了品类杀手的成长道路。
- 从国外案例来看，线下和线上的制衡是常态：美国的百思买开设线上渠道作为实体门店的补充，线上线下渠道互动效应创造额外价值。英国的 DSG 由于利润率的连年下滑，将旗下 Dixons 转型为纯网络零售商。同时经营线上和线下品牌，欲谋求多渠道的领先优势。
- 京东利用风投融资，加大后台物流基地的建设，而苏宁积极建设满足于电子商务需求的小品类配送体系。京东和苏宁的线上线下之争，硝烟已起！

最近 52 周股价表现



目 录

令人疯狂的“品类杀手”	4
网络零售：下一个“品类杀手”	8
互联网革命推动网络零售发展.....	8
网络零售：复制品类杀手的成功.....	9
“鼠标+水泥”——传统零售商的线上反击.....	13
线上补充线下，互动创造价值——百思买案例	14
线上线下的分离，专业助其领跑——DSG 案例	16
苏宁与京东的线上之争	17

图表目录

图 1 品类杀手的内在核心——“效率环”优势	4
图 2 品类杀手拥有令对手恐怖的经营业绩	5
图 3 品类杀手在资本市场上也同时有着惊人的收益	5
图 4 品类杀手的三阶段成长历程	6
图 5 品类杀手上市后的规模增速比较	7
图 6 百思买 Service 收入变化	8
图 7 百思买 Service 毛利变化	8
图 8 中国网民规模（亿）及互联网普及率	8
图 9 中国网络购物网民规模（万）及使用率	8
图 10 全美网络零售份额逐年线性提升	9
图 11 中国网络零售份额逐年指数增长	9
图 12 亚马逊的品类杀手成长之路	9
图 13 百思买与亚马逊的毛利率、净利率比较	10
图 14 百思买和亚马逊的费用率比较	10
图 15 存货周转天数比较	11
图 16 应付账款周转天数比较	11
图 17 职工平均销售额比较（千美元）	11
图 18 职工平均净利润比较（千美元）	11
图 19 百思买与亚马逊的市场推广支出占费用比例	12
图 20 亚马逊的研发支出规模	12
图 21 百思买与亚马逊的物流配送中心面积比较（square foot）	13
图 22 全美消费电子及电器前五大零售商	14
图 23 百思买年报及季度业绩交流会上对其线上业务的描述	15
图 24 DSG 通过收购 Fotovista，将旗下 Dixons 整合为纯线上网络零售商	16
图 25 DSG 线上业务占总收入份额快速提升	17
图 26 DSG 线上销售额增长快于总收入	17
图 27 2009 年国内前十大网络零售商全部为纯线上零售	17
图 28 苏宁与京东的销售收入及同比增长	18
图 29 京东的品类杀手成长历程	18

图 30 苏宁的费用率及费用拆分	19
图 31 存货周转天数比较	19
图 32 应付账款周转天数比较	19
图 33 职工平均销售额（千元）	20
图 34 职工平均净利润（千元）	20
图 35 苏宁网上商城的成长展望	21
表 1 EDI 和 RFID 技术已被品类杀手广泛使用	7
表 2 百思买与亚马逊的费用结构比较	12
表 3 2008 年美国前十大在线零售商	13

在 2009 年 10 月的报告《穿越混沌之光-寻找新兴商业模式中的 tenbagger》中，我们指出新兴商业模式下的业态创新将是零售行业最大的投资机会之一，新兴商业模式的创造者通过颠覆传统零售销售模式，实现市场份额的迅速扩大和利润快速成长，并在资本市场获得高额的业绩回报。

我们认为业态创新有两方面的含义，第一种指的是随着消费者对商品的需求产生变化，零售企业作为变化的接受者，调整其销售品类、销售策略等以适应新需求；第二种指的是通过供应链技术的改进，零售企业以高效率 and 低成本蚕食已有业态的市场份额，最终实现对原业态的扬弃，创造出新的业态。

此篇报告正是我们对业态创新这两种新模式带来的投资机会的一些探讨。

令人疯狂的“品类杀手”

回顾美国百年的零售业发展，在 20 世纪 60 年代之前，以西尔斯、彭尼为代表的百货商店为城市中产阶级提供了以合理价位购买高级商品的场所，从而无可争议地占据着主力业态的地位。而之后专业零售店的出现戏剧性地改变了人们的购买方式，从卖玩具的反斗城到办公用品的 Office Depot，从家庭装修的 Home Depot 到消费电子的百思买，无一不成为其经营品类的领导者，也因此赢得了“品类杀手”的美誉。

拥有超大的营业面积，却专注于某种特定的品类，是他们的外在表现；而通过集中采购和供应链管理获得的“效率环”优势（销售规模上升——>成本下降——>更低价格——>更大销售规模）才是其内在核心。事实上，零售业永恒进行的“大鱼吃小鱼，快鱼吃慢鱼”的业态创新和更替，其本质正是对于高效率 and 低成本的持续追求。

品类杀手的高效率和低成本来源于：

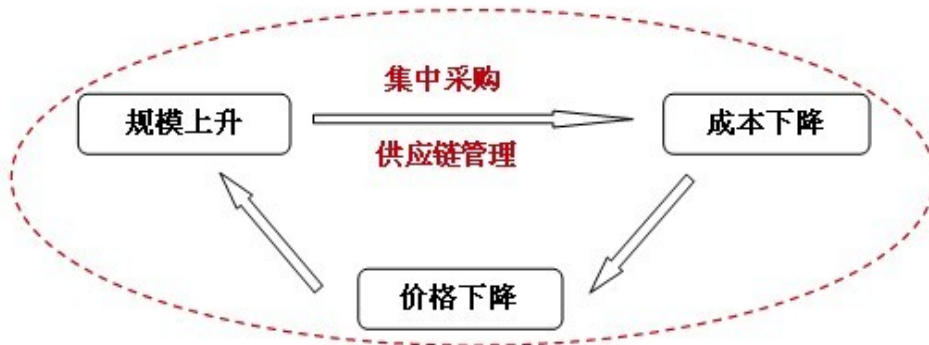
- 1、传统行业的规模优势；
- 2、新兴行业的技术革新

我们认为品类杀手的高效率与低成本的核心竞争力无非来源于业态创新的两种路径：

- 在原有技术水平上，调整经营品类和销售策略，利用大规模的集中采购获得更低的成本；
- 通过技术革新，压缩供应链环节，提高供应链效率，从而获得更低的成本。

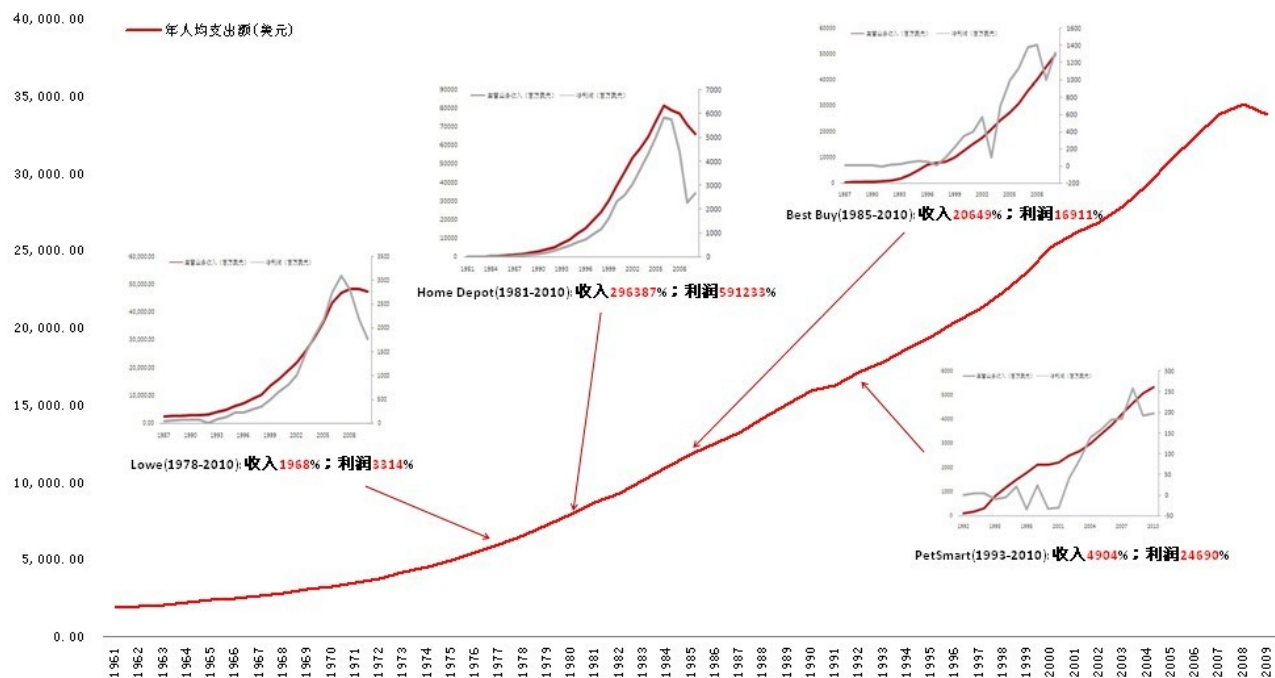
品类杀手们不仅有着增长迅速的骄人业绩，在资本市场上也有着惊人的收益，令投资者从中获得了巨大的投资回报。

图 1 品类杀手的内在核心——“效率环”优势



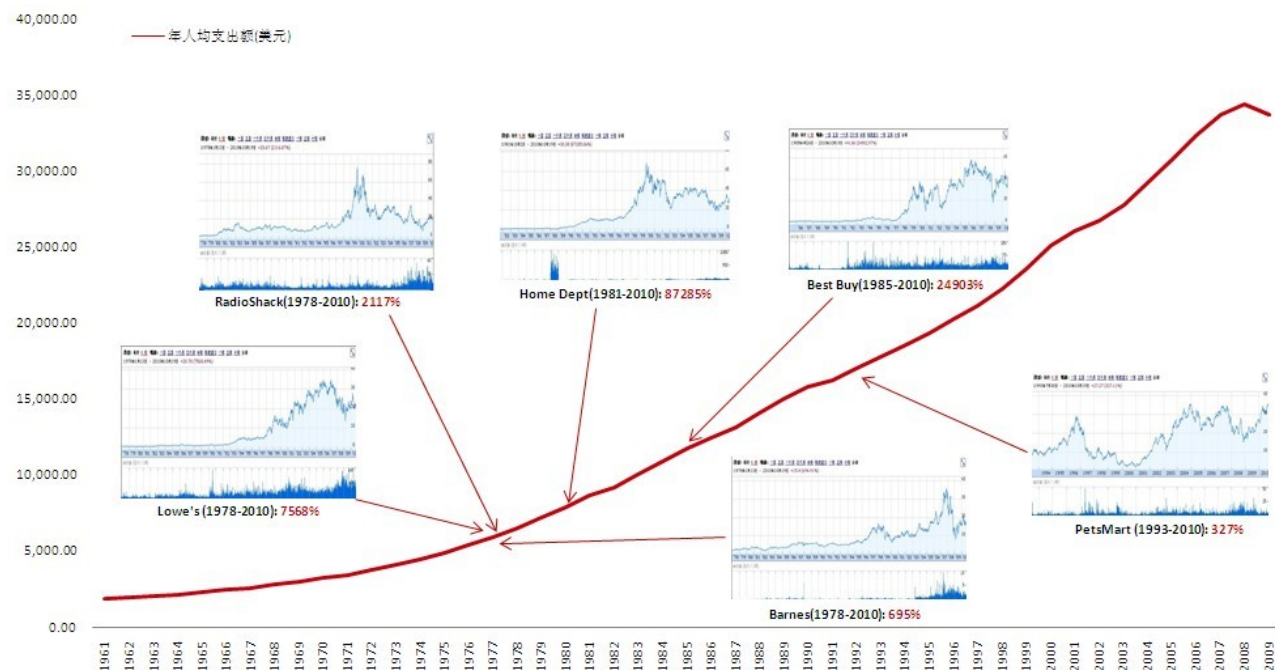
资料来源：华泰联合证券研究所

图2 品类杀手拥有令对手恐怖的经营业绩



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图3 品类杀手在资本市场上也有着惊人的收益



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

低价以扩张规模



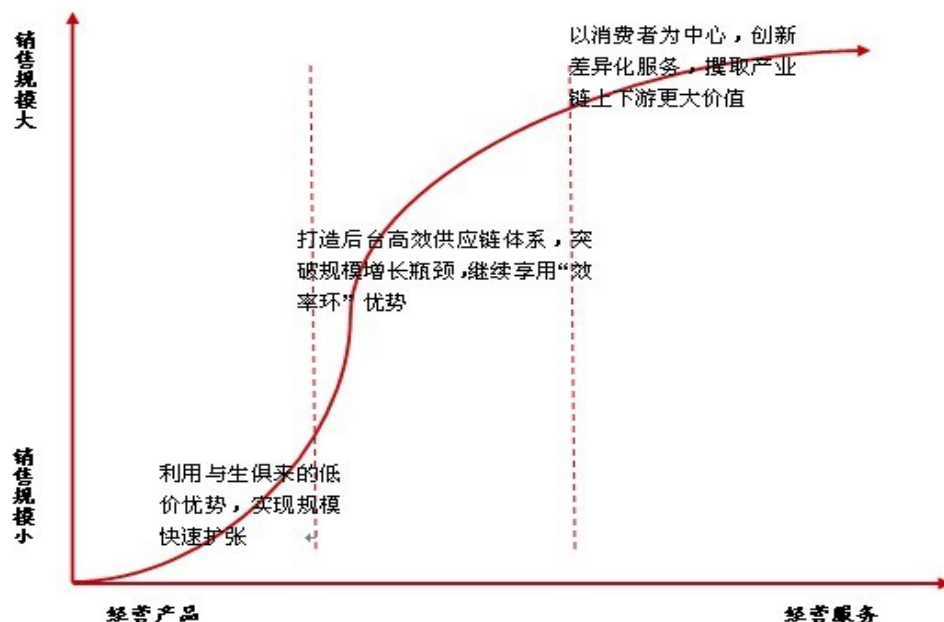
打造供应链突破规模瓶颈



产业链延伸崛起渠道上下游价值

品类杀手们不仅有着相同的经营特点，其利用“效率环”优势的发展路径也是殊途同归。我们将这一发展过程划分为三个阶段：1）利用与生俱来的低价优势，快速扩张规模；2）打造高效的供应链管理，突破规模瓶颈；3）差异化服务创新，攫取产业链上下游更大价值。

图4 品类杀手的三阶段成长历程



资料来源：华泰联合证券研究所

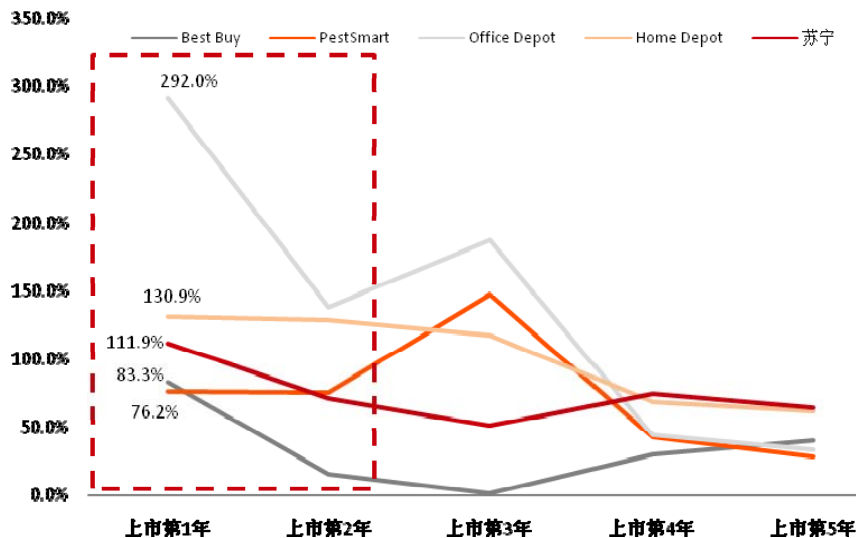
凭借“与生俱来”的低价，实现规模快速扩张

面对传统的夫妻店、小型地区性连锁店、百货商店，品类杀手以其独特的经营模式，获得了“与生俱来”的低价优势，而这一优势从根本上说是不同业态之间的差异。我们认为品类杀手的天生低价优势来源于三个方面：

- 品类杀手在初期往往选址未开发或欠发达地区，并将经营场所简单划分为一些区域，全无设计和装修，节约了租金和装修支出；
- 品类杀手经营场所往往占地2万至10万平方英尺，庞大的面积能够摆放大量的存货，而大批量的一次性采购使其在供应商处获得足够的议价能力；
- 品类杀手在初期往往专注于特定的品类，如玩具、电子、办公用品等，因此拥有远胜于其他业态的商品种类，满足了消费者的多样化选择。

在这一阶段，品类杀手仅凭低价优势就能通过简单增加门店数来获得规模的快速扩张，从而充分享用“效率环”优势。这一高速增长在成功上市获得融资的初期更为明显。

图 5 品类杀手上市后的规模增速比较



资料来源: Bloomberg, 公司年报, 华泰联合证券研究所

品类杀手在上市初期往往有明显的高速增长

打造高效供应链，突破规模瓶颈，延续“效率环”优势

当销售规模比较小的时候，品类杀手仅通过简单的供销存技术即可实现管理。而随着规模的快速增大，无论是跨区域的管理，还是多品类的管理，都是原有体系所难以支撑的。在这一阶段，供应链上的劣势已成为规模继续扩张，“效率环”优势得以延续的最大瓶颈。

同时，特定品类的竞争对手的加入，也在一定程度上弱化了领先者的低价优势。领先者（无论是卖玩具的反斗城，还是卖消费电子的百思买）必须采用先进的信息技术、存货跟踪系统以及后勤技术，配合完善的物流配送体系，来提高供应链各环节的效率，压缩各环节的成本，从而延续“效率环”以保持相对低价优势。

表 1 EDI 和 RFID 技术已被品类杀手广泛使用

	Best Buy	Home Depot	Office Depot	Toy R US	Lowe
EDI	✓	✓	✓	✓	✓
RFID	✓	✓	✓	✓	✓

资料来源: 公司年报, 华泰联合证券研究所 (注: EDI (电子数据交换系统) 和 RFID (射频识别技术) 已经被各个品类杀手广泛使用。前者大大简化了订货和存货过程, 使得厂家可以准备估计商品需求量, 零售商可以提高存货效率; 后者对供应链进行透明管理, 加快处理速度, 有效跟踪商品流动)

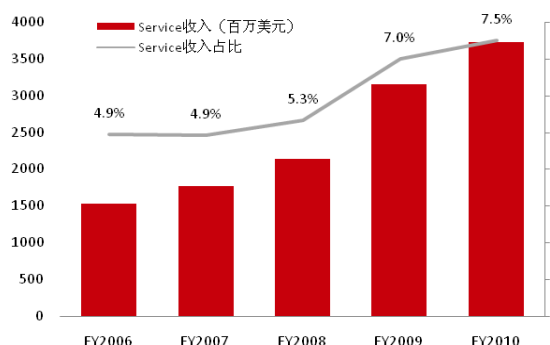
差异化服务，攫取上下游更大价值

以商品经营为中心的低价竞争战略的必然结果，是得以生存下来的几家零售商巨头将提供同样的或是极其相似的价格。过去依靠规模持续快速增长获得的“效率环”

优势已不明显。打造差异化服务，攫取消费者更大价值，成为最优秀的品类杀手必须完成的进化。

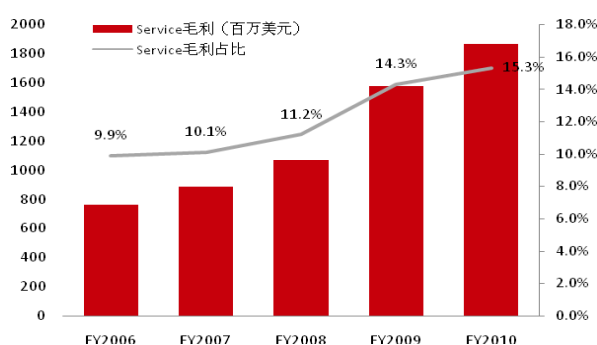
百思买正在经历从经营产品到经营服务的转变之中，其毛利构成也有了明显的调整。百思买的服务收入主要包括延保合同销售、个人电脑服务、产品维修、家用电器的送货及安装等。2005 财年之前，公司服务收入占比很小，甚至未单独列出。而从 2006 财年开始，该比例逐年上升，特别是 09 财年有较大幅度的提升。

图 6 百思买 Service 收入变化



资料来源：公司报表，华泰联合证券研究所

图 7 百思买 Service 毛利变化



资料来源：公司报表，华泰联合证券研究所

(注：百思买服务业务主要包括安装、运送、维修等，我们参考苏宁近 5 年安装维修的平均毛利率，给予百思买该业务 50% 毛利率计算)

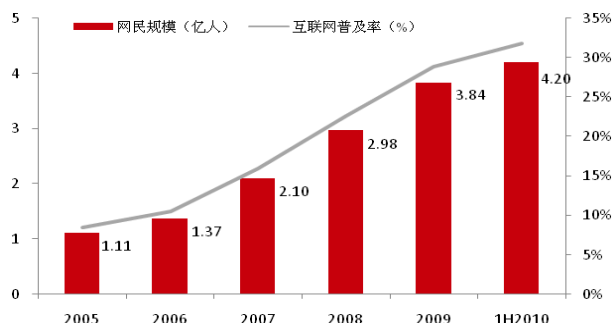
网络零售：下一个“品类杀手”

互联网革命推动网络零售发展

20 世纪 90 年代以来，随着互联网技术的快速发展，消费者对于网络购物的接受程度快速提升，带动网络零售占社会销售总额的份额逐年升高，无论是美国的线性增长，还是中国的指数增长，都是有利的佐证。

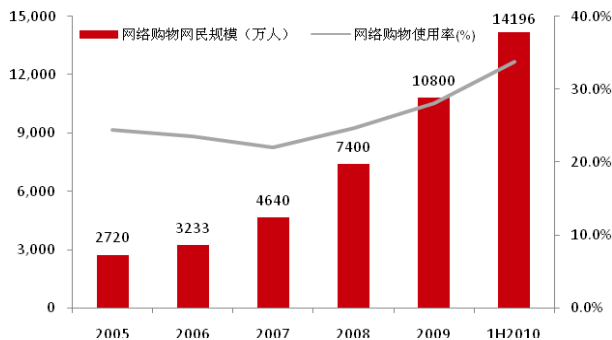
与此同时，网络零售的兴起催生了一批诸如亚马逊、新蛋、Ebay 的网络零售商，而在国内也有诸如京东商城、卓越网、当当网等行业领先者。

图 8 中国网民规模（亿）及互联网普及率



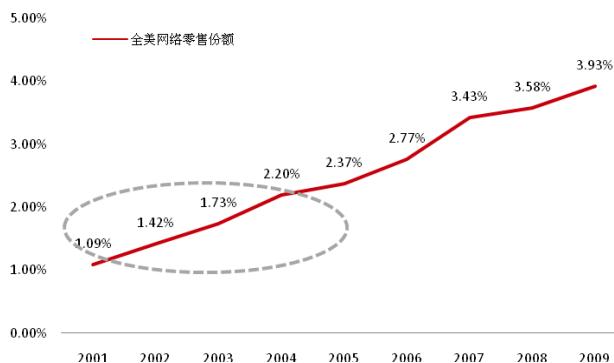
资料来源：CNNIC，华泰联合证券研究所

图 9 中国网络购物网民规模（万）及使用率



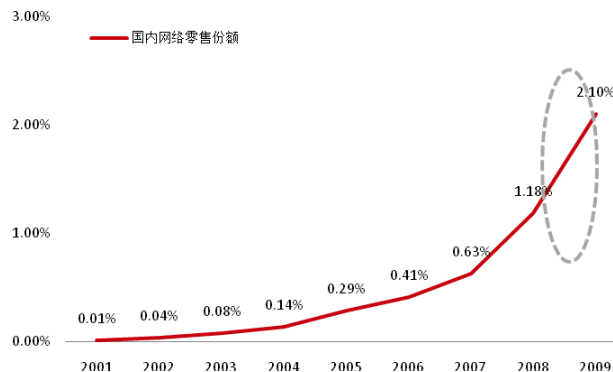
资料来源：CNNIC，华泰联合证券研究所

图 10 全美网络零售份额逐年线性提升



资料来源: U.S. Census Bureau, 华泰联合证券研究所

图 11 中国网络零售份额逐年指数增长



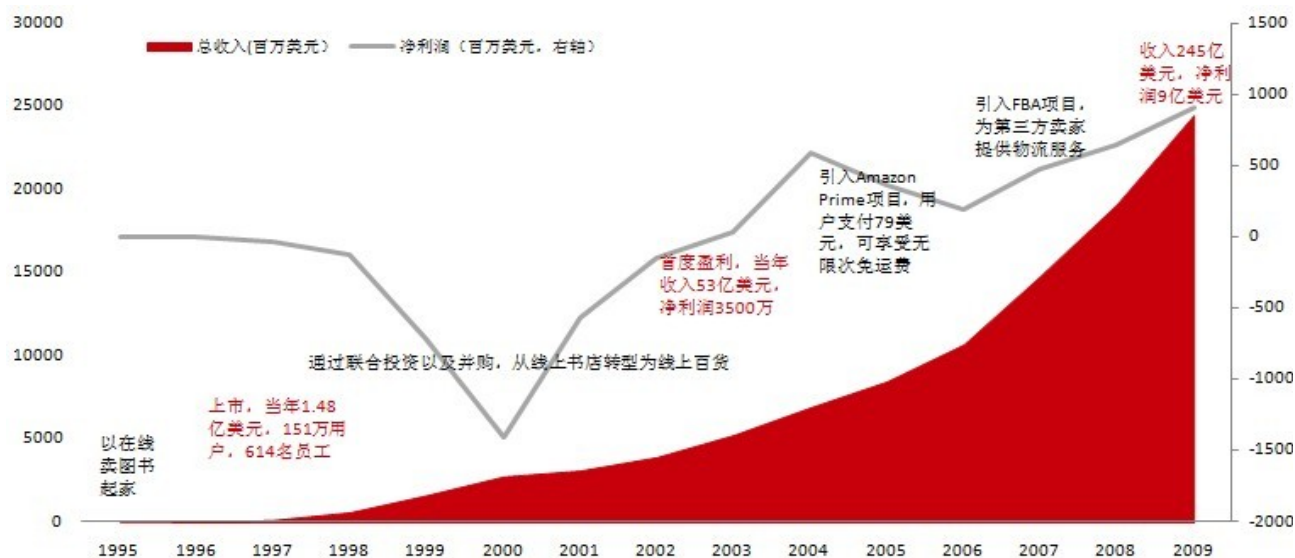
资料来源: CNNIC, 华泰联合证券研究所

网络零售：复制品类杀手的成功

和专业零售店一样，网络零售商的本质还是追求高效率、低成本所带来的“效率环”优势。利用其在供应链环节压缩上的天生优越性，网络零售商以更低的价格进入市场，快速扩大销售规模，从而进入“效率环”的良性循环。

作为美国第一和第五大电子消费类及家电销售企业的百思买和亚马逊，双方在线上线下销售模式的区别，导致了双方在财务数据、经营指标上的明显差异。亚马逊借助线上网络零售的技术优势，实现了高周转与高效率；通过在广告、研发上的高投入及对物流配送的极端重视，亚马逊弥补了线上消费体验感不足的缺陷，成功复制了品类杀手的成长道路。

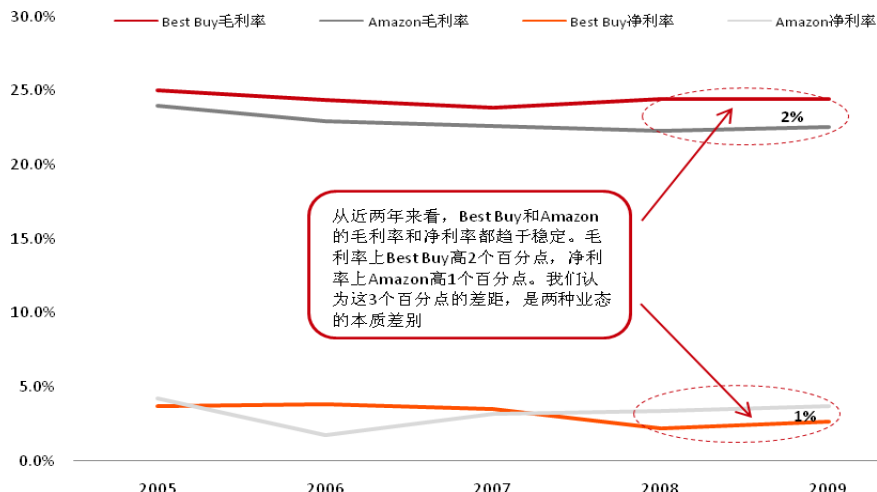
图 12 亚马逊的品类杀手成长之路



资料来源: 公司年报, 华泰联合证券研究所

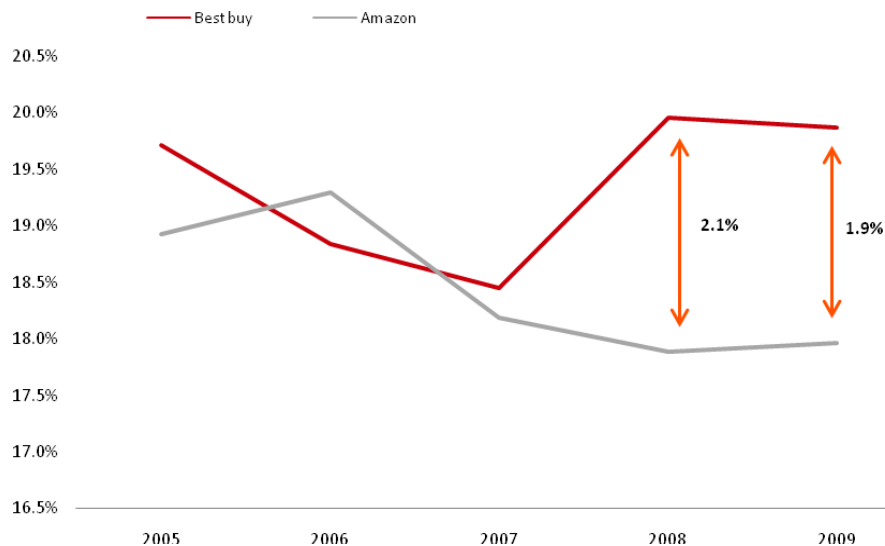
通过百思买和亚马逊公司近五年的毛利率和净利率的观察，我们发现 08、09 年，毛利率和净利率都趋于稳定。百思买的毛利率比亚马逊高 2 个百分点，而净利率却低 1 个点。我们认为这一高一低的差异，是两种零售业态的本质区别，其主要原因是网络零售更低的费用率。

图 13 百思买与亚马逊的毛利率、净利率比较



资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所（注：Best Buy 的财年是从上一年 3 月至本年 2 月，为了与亚马逊可比，我们将 Best Buy 各指标提前一年，如 Best Buy 的 FY2010 与 Amazon 的 FY2009 比较）

图 14 百思买和亚马逊的费用率比较



资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

Best Buy 和 Amazon 稳定状态下的毛利率和净利率之间 3% 的差异，是两种业态天生的差别

近两年百思买和亚马逊稳定状态下的费用率，后者要低 2 个百分点

线上优势：高周转与高效率

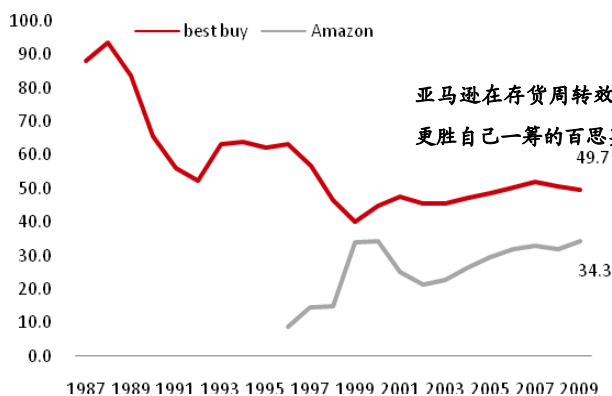
亚马逊在存货周转效率和占款能力上强于百思买；

亚马逊在人均销售额和人均利润额指标上强于百思买

观察百思买与亚马逊的存货周转天数，我们可以看到前者不断改进，后者不断提升，直到 2001 年之前，两者之差始终在不断缩小中。而 2001 年后，两者的相对变化趋于稳定，保持在 15 天的差距。我们认为这一差距也同样是两种业态本质区别的体现，是线上企业重视后台投入所带来的必然优势。随着销售规模的不断扩大，同时拥有存货周转天数上的相对优势，亚马逊在供应商层面的话语权完全不逊于百思买，其 2009 年的应付账款周转天数达到 85 天，几乎是百思买的两倍。

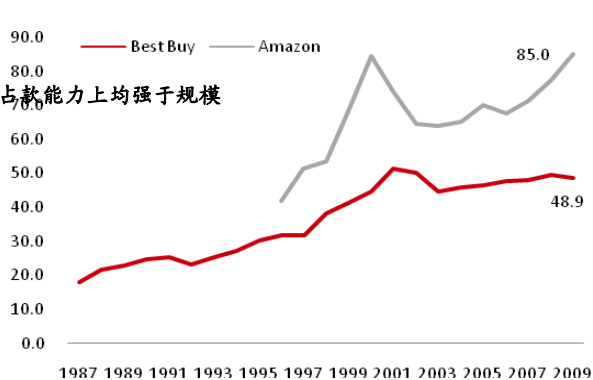
此外，从人均产出指标也充分体现了亚马逊的效率优势。无论是人均销售额还是人均利润额，亚马逊都要远胜于百思买。高产出的员工意味着更精简的团队，亚马逊的人工成本优势也显而易见。

图 15 存货周转天数比较



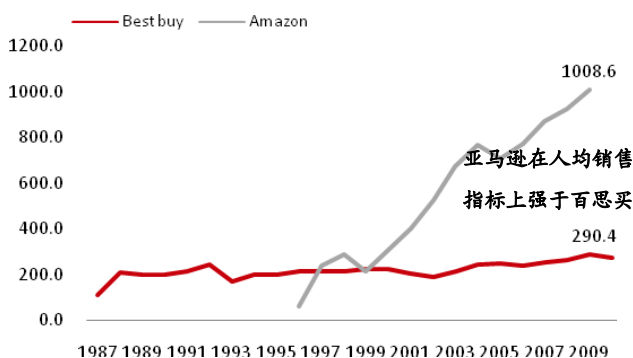
资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 16 应付账款周转天数比较



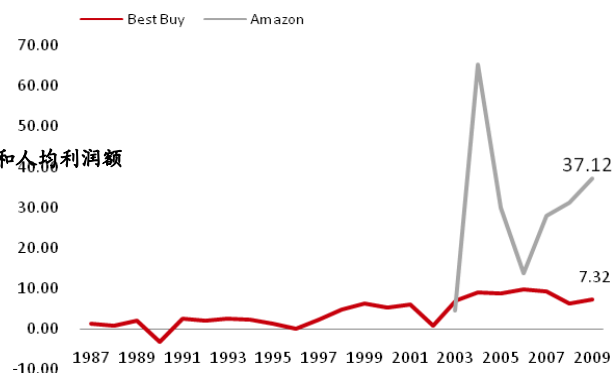
资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 17 职工平均销售额比较（千美元）



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 18 职工平均净利润比较（千美元）



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

由于线上模式缺乏消费体验感,亚马逊必须在广告投入、研发支出和物流建设上投入更大精力

线上劣势: 为弥补消费体验的额外努力

观察百思买和亚马逊的费用构成,我们发现两者有巨大的差异。这一差异进一步体现我们此前所说的两种业态下完全不同的经营模式。亚马逊的广告推广费和技术研发支出占几乎一半的份额,而基于对传统零售(如苏宁等)的认识,我们估计在百思买的费用结构中,租金、水电、薪酬将占到主要的份额。

线上企业的技术革新节省了租金和人员工资,但由于消费体验不强,亚马逊投入了更多的广告和研发支出。利用后台的高投入,来弥补缺失的前台门店体验,是线上零售的必然选择。

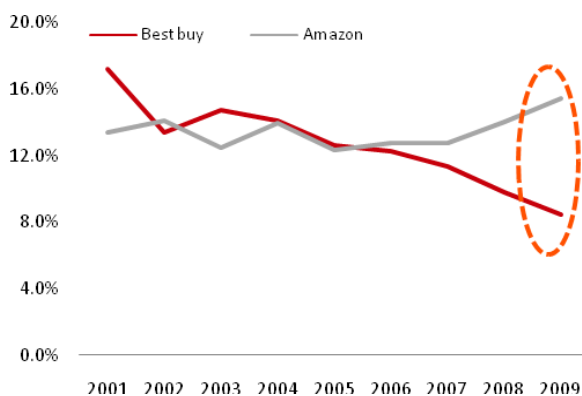
线上购物为消费者提供的快捷在线购物方式降低了消费者“货比三家”的时间成本,但同时也增加了对自身物流配送能力的额外要求。极端重视后台建设尤其是物流配送体系建设是线上零售企业能立足不败之地的根基。

表 2 百思买与亚马逊的费用结构比较

Best Buy		Amazon
1、Payroll for retail and corporate employees	占费用 50%左右	1、Fulfillment
2、Occupancy costs and Depreciation of retail, services and corporate facilities		2、Marketing(including advertising, promoting etc.)
3、Advertising		3、Technology and content
4、Long-lived asset impairment charges		4、General and administrative
5、Other		5、Other

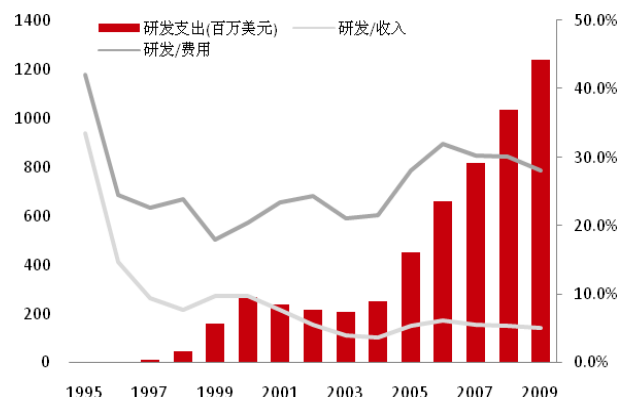
资料来源: 公司年报, 华泰联合证券研究所

图 19 百思买与亚马逊的市场推广支出占费用比例



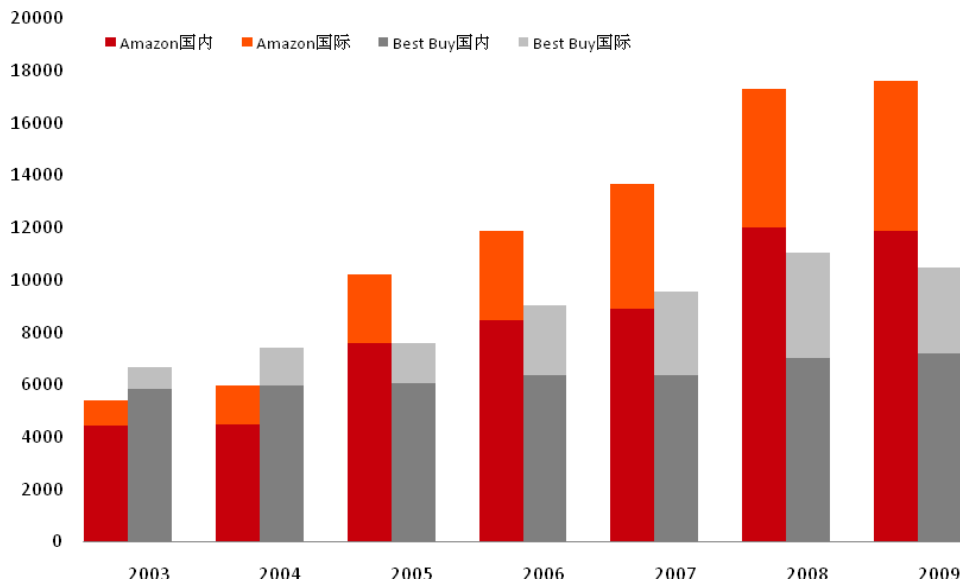
资料来源: 公司年报, 华泰联合证券研究所

图 20 亚马逊的研发支出规模



资料来源: 公司年报, 华泰联合证券研究所

图 21 百思买与亚马逊的物流配送中心面积比较 (square foot)



资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

“鼠标+水泥”——传统零售商的线上反击

面对网络消费的兴起和纯网络零售商的快速增长，传统零售商也纷纷开设网上购物平台，以“鼠标+水泥”的多渠道模式抵御来自线上的品类杀手的冲击。美国第一家涉网的传统零售企业是 J.C.Penney，甚至先于亚马逊和 Ebay。

根据美国 STORES Magazine 杂志和调查机构 BIGresearch 共同评选的 2008 年美国 50 大在线零售商，前十大在线零售商中除 google.com 作为购物信息搜索网站当选第 8 外，只有亚马逊、Ebay 和 Overstock 三家是纯网络零售商，剩余的都是采用“鼠标+水泥”模式的传统零售商。

表 3 2008 年美国前十大在线零售商

排名	网站	品类	排名	网站	品类	排名	网站	品类
1	amazon.com	百货	4	BEST BUY	消费电子	7	KOHL'S expect great things	服装
2	Walmart Save money. Live better.	百货	5	JCPenney	服装	9	overstock.com®	百货
3	ebay®	拍卖	6	Target	百货	10	sears	百货

资料来源：Stores Magazine，BIGresearch，华泰联合证券研究所（注：第 8 名为 google.com，以极大的购物信息搜索量而入选前十）

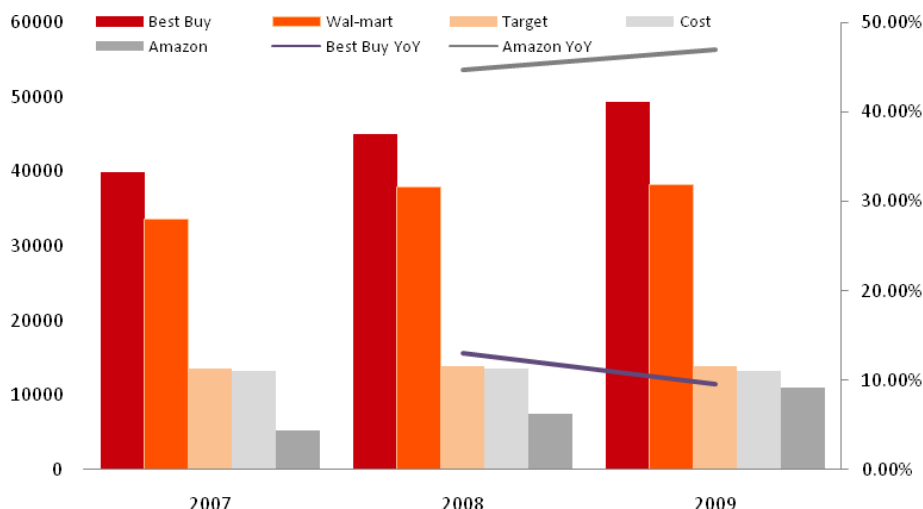
传统实体零售依然占据着主要的份额，而网络零售又保持着高速增长，在这种情况下做出未来谁将主导零售行业，成为主流业态显然还为时过早。我们认为实体零售和网络零售之间的竞争更有可能形成一种相互制约的均衡状态。也许从全球最大的消费电子巨头百思买和欧洲最大的消费电子零售商 DSG 的线上反击，我们可以获得一些对于苏宁电器线上之路的启示和思考。

线上补充线下，互动创造价值——百思买案例

从全美消费电子及电器销售额来看，近三年前五大零售商的名次没有变化，分别是百思买、沃尔玛、塔吉特、好事多和亚马逊。除亚马逊外，其余均为“鼠标+水泥”模式的传统零售商。

以 2009 年的数据来看，百思买销售额为 497 亿元，占据第一的位置。而亚马逊的电子产品销售额为 111 亿元，仅为百思买的 1/5，但其 47% 的同比增速依然给予百思买不小的威胁。我们认为百思买和亚马逊之间的竞争，或已形成规模与速度的相互制衡。

图 22 全美消费电子及电器前五大零售商



资料来源：公司年报，Bloomberg，华泰联合证券研究所

近三年百思买始终以巨大优势占据全美消费电子及电器零售的第一，而排名第五的亚马逊保持着超高的增速

百思买 1999 年开设线上销售渠道 (Bestbuy.com)，主要是作为实体门店的补充，网站在利用实体店已有的全国范围的门店网络、品牌知名度、广告和促销投入、售后服务、仓储物流及供应链管理的同时，也为消费者提供更多的商品信息以及全天候不间断的购物体验。

2003 财年，网站由于免运费活动的刺激，获得了第二季度单季同比 100% 的增长，同年收购 Geek Squad，为线上消费者提供 24 小时个人电脑安装及维修服务。

2004 财年，公司又继续增加 1.3 亿美元的技术投入，打造新的网络购物平台。新启用的网站，将支持更大的流量、更便捷的支付、更广更深的产品品类。

2008 财年，公司公布网站销售业绩为 20 亿美元，占当年总收入的 5%。和全美消费电子销售的格局相仿，网站依然是作为百思买实体门店的补充。

有一组数据极为地证实了百思买线上线下两个渠道之间的互动产生的价值：2011 财年第 2 季报中披露，60% 的消费者在实体店购物之前会先去网站浏览商品信息，而 40% 的消费者在网上购物后，会在实体店提取商品，在自取商品的过程中，门店的服务人员将为其提供完整的解决方案，从而获得额外服务收入。

图 23 百思买年报及季度业绩交流会上对其线上业务的描述

公司在年报中对线上业务的描述

实施“鼠标+水泥”战略，开设线上销售渠道 BestBuy.com（全资子公司），作为实体店网络的补充，充分利用已有的全国范围的门店网络、品牌知名度、巨大的广告和促销投入、保修售后服务、供应链、仓储和物流网络

顾客可以在任何一家实体店取货或退货，同时在门店可通过网站搜索没有陈列的商品；多渠道给予顾客全天候不间断的购物体验

公司认为网站是在萎缩的消费电子市场中占据更大市场份额的手段之一

收购 Geek Squad，提供 24 小时个人电脑服务；网站拥有高流量和转换率，是 2002 年假期排名第二的传统零售商网站；网站不仅是销售平台，还是信息资源（56%认为网站对购物决定有重要影响；更多的产品分类）

公司认为线上成功依赖于保密信息在公共网络的安全传输，包括在线信用卡支付。

公司在线收入同比增长 36%，国内在线收入同比增长 39%，海外在线收入同比增长 19%

公司在线收入同比增长超过 25%，国内在线收入同比增长 30%，海外在线收入同比增长 12%

公司在线收入同比增长超过 21%，达到 20 亿美元

国内在线收入同比增长 22%

FY1999

公司在季度业绩交流会上对线上业务的描述

收购 Simplexity.com 和 etown.com，前者提供通讯服务，后者提供消费电子信息搜索。与微软合作进行战略合作，接受其技术支持

FY2000

2001Q1：启用新网站，提供消费电子、音乐、电影

2001Q3：网站增加个人电脑及相关产品的销售

FY2001

FY2002

2003Q1：和 Musicland 合作，在网站上可以付费下载音乐

2003Q2：上半财年同比增长 100%（主要由于免佣金的刺激）；公司认为线上线下业务确实有冲突，但把两者整合在一起看，是增加流量和收入的

2003Q4：50%以上的顾客先浏览网站，再去实体店；增加 1.3 亿美元技术投入，包括设立新的网站平台

2004Q2：启用改进的网站，支持更大的流量、更快的支付，更广更深的产品品类（新增家用电器），成为门店存货的扩展

2004Q4：启动 bestbuyservices.com，提供维修进度跟踪服务

FY2004

FY2005

2005Q4：网站是北美客户做出购买决定的重要工具

FY2006

2006Q4：线上销售额同比增长 50%

2007Q2：线上销售同比增长 35%；公司认为网站的重要性在于其对实体店销售的影响，60%以上的顾客先浏览网站，再去门店购买

2007Q3：线上销售同比增长 30%；改进搜索引擎，提高转化率；改进运营能力，支持更大流量；为门店取货提供停车位预定

FY2007

2008Q1：线上收入同比增长 20%以上，毛利率下降 1.5 个百分点，主要原因：1）海外业务毛利率低；2）低毛利产品销量增加

2008Q2：线上收入保持 20%的同比增长

FY2008

2008Q3：线上收入同比增长 65%，网站满足顾客对门店找不到的商品的需求

2009Q1：线上收入同比增长 30%；顾客对线上购物兴趣增加，促使公司投入更多；网上购物在欧洲已成为主要渠道

2009Q4：公司认为网站最初是拼低价，现已逐渐转变为与消费者更紧密的联系（包括网站、呼叫中心、物流、售后服务等）

FY2009

2010Q3：线上收入同比增长 20%，浏览人次创纪录，门店取货比例达 1/3

2010Q4：门店取货比例达到 40%；公司增加消费者服务的技术投入（如网上评论、SNS 社区发布等），投诉率同比下降 18%

FY2010

2011Q1：线上收入同比增长 26%，门店取货比例达 35%；顾客自取货时，蓝衣服务人员为其提供完整解决方案，从而获得额外收入；设立独立销售手机的网站

2011Q2：线上收入同比增长 16%，市场份额提升；60%的门店销售受网站影响，40%的门店取货比例；多渠道可以在节假日更好地为顾客服务

FY2011

资料来源：bestbuy 年报、季度业绩交流会资料，华泰联合证券研究所（注：百思买的财年从当年 3 月至次年 2 月）

线上线下分离，专业助其领跑——DSG 案例

DSG 是欧洲最大的消费电子连锁零售商，其前身是有着 70 多年历史的英国最大电器零售商 Dixons 公司。由于城市商业街高昂的房租和来自网上零售商的激烈竞争，DIXONS 利润率连年下降，而其线上业务保持 50% 的年增长率，2004 年 DIXONS 关闭了 106 家零售店。

2006 年 DSG 又将 Dixons 剩余的 190 家门店转给 Currys 品牌，使其转型成为纯网络零售商。同时，通过收购 Fotovista 公司 75% 的股权，获得 Pixmania.com。至此，DSG 的线上渠道由 dixons.co.uk 和 Pixmania.com 构成。

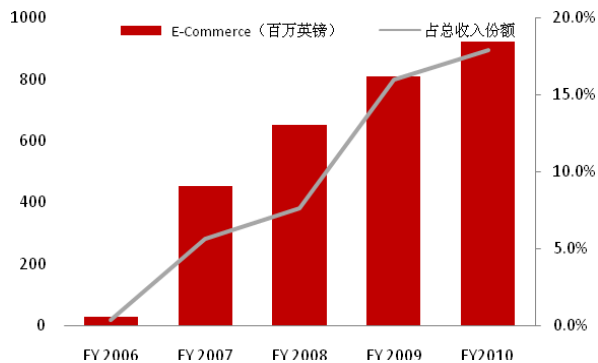
通过这些策略性的整合，DSG 完成了线上线下渠道的分离，有助于其在传统零售和网上零售保持领跑地位。

图 24 DSG 通过收购 Fotovista，将旗下 Dixons 整合为纯线上网络零售商



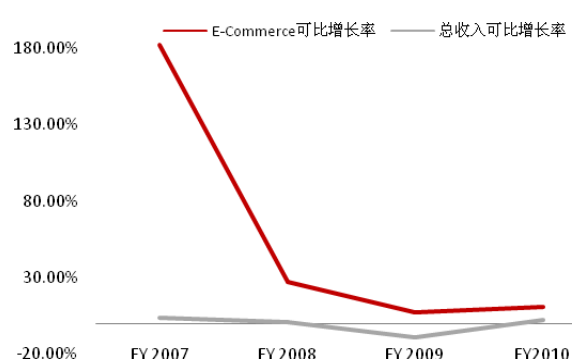
资料来源：公司年报，Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 25 DSG 线上业务占总收入份额快速提升



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 26 DSG 线上销售额增长快于总收入

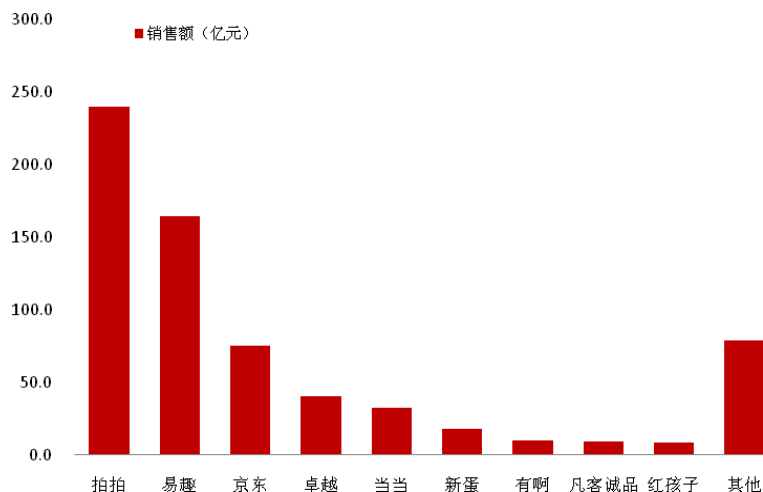


资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

苏宁与京东的线上之争

相比国外传统零售企业的先知先觉，国内传统零售商的线上之路走得较慢。根据中国连锁经营协会的统计，截至 2010 年 5 月，国内仅有 30 余家传统零售商开通了网上购物。2004 年才兴起的京东商城，在短短几年时间里就成长为国内最大的 B2C 网络零售商（前 3 个都是 C2C 网站）。超速的增长加上品类的全扩展，显然是包括苏宁在内的所有传统零售商不可忽视的品类杀手。

图 27 2009 年国内前十大网络零售商全部为纯线上零售

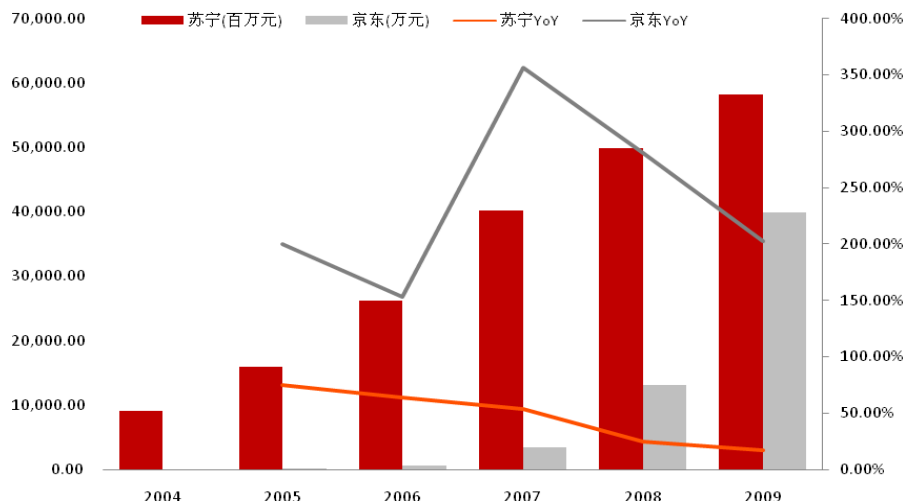


资料来源：艾瑞咨询，华泰联合证券研究所（注：淘宝排名第 1，图上为第 2-第 10）

规模与速度——苏宁与京东的前台之争

苏宁和京东，前者以市场份额占据领先，后者以高速增长构成威胁。09 年京东收入 40 亿元，仅为苏宁的 7%，却以其 200% 的同比增速，笑傲所有竞争对手。

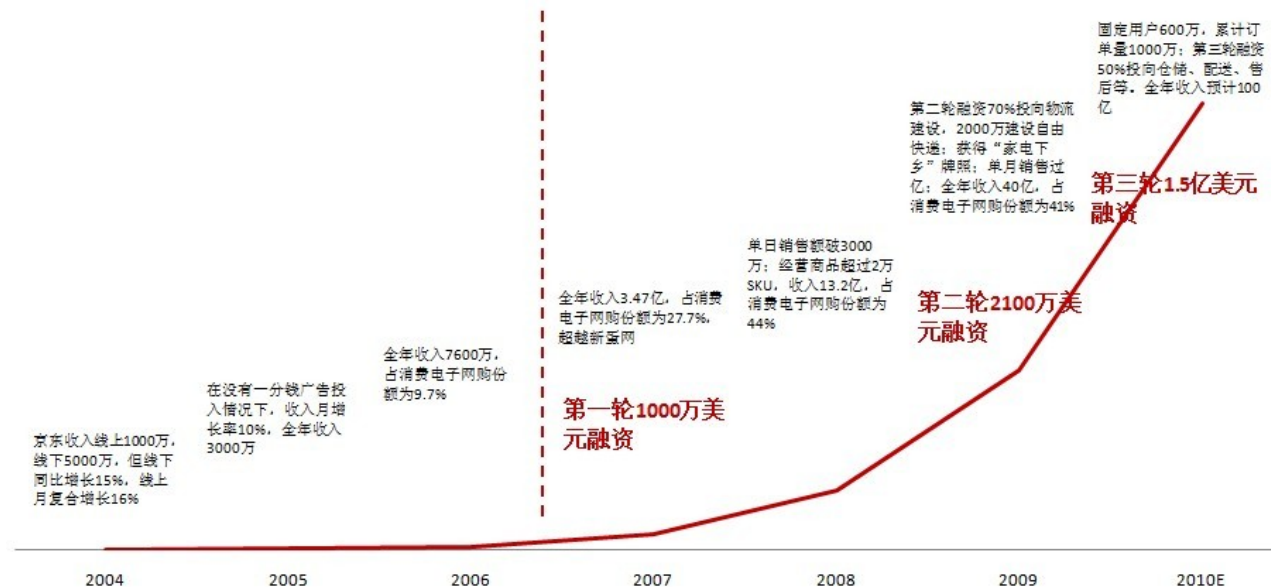
图 28 苏宁与京东的销售收入及同比增长



资料来源：公司年报，互联网，华泰联合证券研究所

与百思买和亚马逊的相对地位类似，苏宁有着巨大的市场份额领先优势，而京东有着超乎寻常的增长速度

图 29 京东的品类杀手成长历程



资料来源：互联网，华泰联合证券研究所

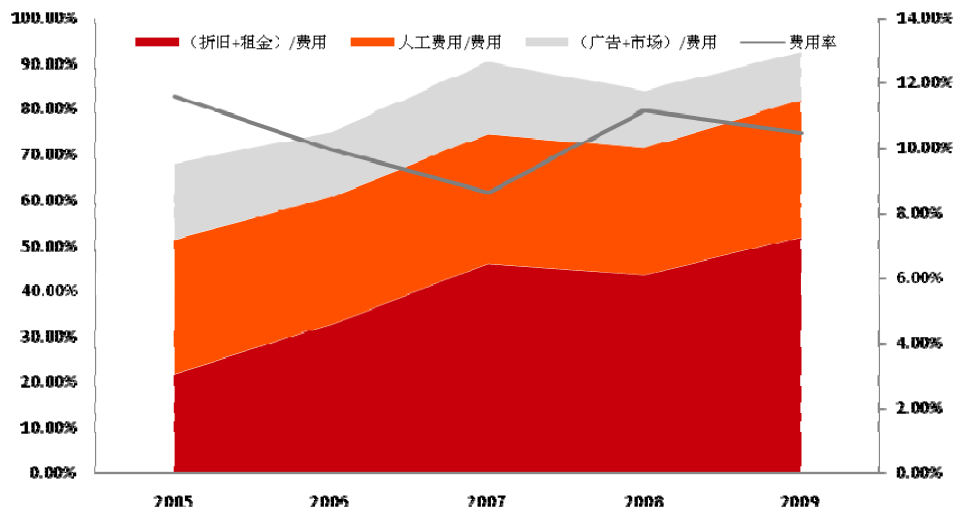
成本与效率——苏宁与京东的后台之争

我们仍然从成本和效率两个维度去比较苏宁和京东。苏宁的费用率一直保持在 10% 左右，而通过对其费用明细的拆分，我们发现其门店租金和折旧的比例逐年上升，人工费用比例基本稳定。从 09 年来看，这两项之和已经占到费用的 80%，也就是收

入的 8%。这与我们前面对百思买和亚马逊的分析所得出的结论是一致的。

图 30 苏宁的费用率及费用拆分

近五年苏宁的费用率基本保持在 10%左右，而媒体披露的京东费用率只有苏宁的一半

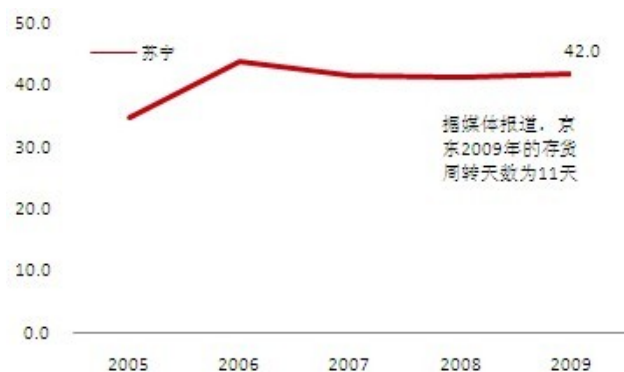


资料来源：公司年报，互联网，华泰联合证券研究所

从存货周转天数来看，苏宁已经进入了相对稳定的发展阶段。而媒体报道京东 09 年的存货周转天数为 11 天，这个水平与亚马逊初期相当，而从亚马逊的发展历程来看，我们认为随着京东销售规模和品类的进一步增加，京东现有的 11 天的存货周转天数应该是较难持续的，但从长期来看，京东在存货周转上还是有优势的，这也是两种业态的本质差别。

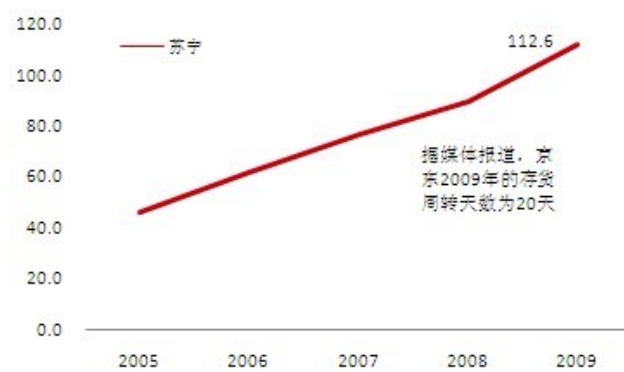
应付账款周转天数方面，苏宁持续上升，09 年甚至达到 113 天，相比之下媒体报道的京东 20 天的账期显然更受供应商的青睐。但同时，较短的账期也一定程度上印证了京东销售份额仍难与苏宁竞争的事实。

图 31 存货周转天数比较



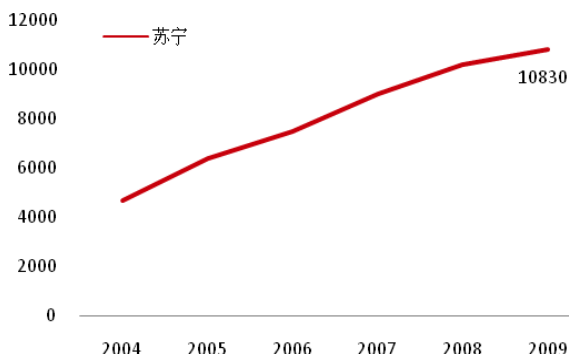
资料来源：公司年报，互联网，华泰联合证券研究所

图 32 应付账款周转天数比较



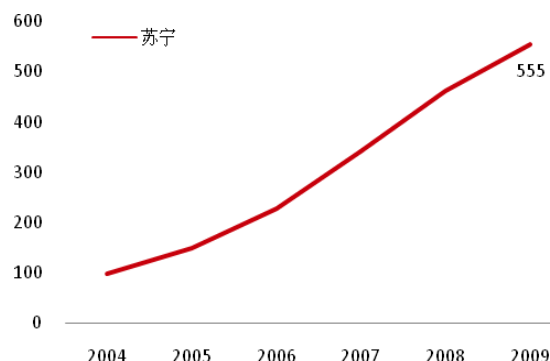
资料来源：公司年报，互联网，华泰联合证券研究所（注：苏宁的应付账款周转天数计算包括了应付账款和应付票据）

图 33 职工平均销售额（千元）



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 34 职工平均净利润（千元）



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

尽管没有确切的数据显示京东以及苏宁对于线上渠道的投入，但从两者对于后台物流配送体系的建设规划就足以看出双方对后台的重视程度。高效的后台运作，是线上渠道强有力的核心竞争力。

苏宁在物流平台和信息系统的建设上一直处于业内第一，目前已经形成了以物流基地+配送点+门店配送的三级网络。公司在 09 年制定了明确的物流基地开发计划，计划于 2015 年完成 50-60 个物流基地建设。同时，由于电子商务及 3C 产品发展所带来的小件产品配送量的快速上升，苏宁原有的大件商品配送为主的模式必须调整。公司目前正在建设小品类商品配送体系（全球仅有沃尔玛等五家零售企业拥有此套系统），布局类似快递方式的城市内毛细血管配送网络。

京东同样在加速后台建设。2010 年第三轮 1.5 亿美元的融资中，将有 50% 用于仓储、配送、售后等服务能力的提升。京东计划在北京、上海、成都三个城市兴建单体面积超过 10 万平方米的超大型物流中心，加上原有的广州物流中心，构成四个一级库房。同时，京东将在全国范围内建立 1520 个二级库房，将实现每隔 600 公里都将有一座京东商城的仓储中心或库房。同时，京东城市配送站也将增至 50 个以上，以实现对所有全国重要城市的覆盖。

苏宁线上之路的思考

苏宁早在 1999 年就开始了电子商务的调研和平台建设，并做了线上销售的尝试，如 2007 年时曾与招商银行、新浪共同推出“聚便宜”平台。最新的苏宁易购于 2009 年 8 月 18 日上线试运行，2010 年 2 月 1 日正式上线。公司对于线上首年收入的目标为 15 亿，而截至 6 月底，已完成超过一半的任务。

是学习百思买，将线上定位为线下门店的补充？还是像 DSG 学习，将线上线下独立为两个品牌？现在判断似乎还为时过早。但我们认为有一点是可以获得共识的：苏宁将会先建立好高效全面的配送体系，然后再铺开网上商城业务。

随着苏宁物流平台的陆续建成，小品类配送体系的完工，苏宁将拥有一套适合电子商务的高效配送网络。电子商务平台在强大的物流体系支撑下，或能够做到和实体店相同的销售规模。届时，苏宁易购无论是作为实体店的补充，还是作为独立线上品牌，都将游刃有余。

苏宁易购与京东的赛跑

利用已有线下规模优势和强大物流配送的苏宁

VS

线上规模遥遥领先但后台建设仍有欠缺的京东

图 35 苏宁网上商城的成长展望



资料来源: 公司年报, 2010 公司业绩交流会, 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 2010 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@lhzq.com

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@lhzq.com