

## 当当网 (DANG) 2014H1 业绩跟踪

### 图书音像壁垒增强、百货平台高速增长带动公司进入盈利反转期

分析师: 欧亚菲 S0260511020002



020-87555888-8641



oyf@gf.com.cn

当当网公布 14Q2 业绩, Q2 整体收入同比增长 31.3%, 略超 Q1 指引 (30%), 继续维持近年来高增长, 带动 14H1 整体同比增长 30.7% 至 19.61 亿人民币。其中图书媒体 Q2 继续同比快速增长 43.5%, 14H1 同比增速达 66.2%; 服装百货平台 GMVQ2 同比增长 81.6% 达 14.31 亿, 14H1 增速达 90.7%, 图书媒体恢复高增长以及服装等品类开拓顺利拉动公司整体收入持续高速增长。公司 Q2 活跃用户、新用户、总订单数分别达 850 万、290 万、1650 万, 分别同比增长 12%、23%、10%, 维持较高增速。受图书音像竞争壁垒加强、高毛利率品类/平台快速发展利好, 公司 Q2 毛利率同比提升 1.2pp 至 18.3%, 拉动 14H1 毛利率提升 1.1pp 至 18.3%。在规模效应下公司 Q2 销售管理费用率同比大幅下降 4.2pp 至 18.2% (non-GAAP, 下同), 带动 14H1 销售管理费用率大幅下降 4.5pp 至 18.2%。在收入快速增长、毛利率提升、费用率下降共同推动下公司上半年运营费用率、净利率分别转正至 0.1%、1.0% (Q2 有一次性政府补助)。

#### ● 图书音像恢复高增长, 竞争力提升+电子书转型为当当巩固图书音像品类龙头地位保驾护航

当当主力品类图书音像表现抢眼: Q1、Q2 收入分别同比增长 104.2%、43.5%, 带动公司整体收入强劲增长。当当近几个季度图书表现强势主要因为在 11、12 年图书非理性竞争结束后 (其他竞争者亏损严重) 当当强大的供应商关系、规模优势、独家品类策略、灵活促销等竞争壁垒不断增强, 线上市场份额 (接近 50%) 和利润率持续提升 (估计图书毛利率回到 20% 以上, 上半年图书净利润同比增长 100%)。展望未来, 当当将通过 14 年重点突破电子书品类来实现图书音像的持续高速增长。目前当当网电子书品类超 20 万种, 下载册数超过纸书的 10%。14H1 当当图书销售增长超一倍, 目前当当网 2000 万活跃用户中超过一半的用户有数字阅读习惯, 当当移动端活跃用户数每月增长 30%, 用户每天阅读时长超 30 分钟。预计当当电子书下载量将在未来 3 年内超过纸书。

#### ● 以服装为核心的时尚百货平台高速增长, 带动公司实现多品类百货电商转型

Q1、Q2 公司第三方平台 GMV 同比增速分别达 103.1%、81.6%, 我们预计主力品类服装 (14Q2 服装平台 GMV 占比超 50%) 将为公司平台成长做主力贡献, 母婴、3C、食品也维持较高增速。当当从 13 年底开始正式向时尚电商转型, 从 13 年 9 月当当网联合 30 个品牌首次发布秋冬新品、到 14 年 6 月上线 “新品闪购” 频道, 当当网正在利用自身年轻、高收入、时尚、女性居多的客群优势快速切入快速增长的时尚服装电商市场 (行业年增速 50% 以上)。我们预计当当将主要依托服装品类实现收入、利润快速增长, 达到其多品类线上百货的目标。

#### ● 移动端华丽转型, 占领全渠道顾客粘性核心入口

当当网自 2013 年底开始大力向移动端转型, 移动端下单比例从 13 年底的 10% (估算值) 快速增长至 14Q1、14Q2 的 14% 和 17%, 6 月、8 月份来自无线端的订单占比分别已达 22%、28%, 峰值超过 35%。图书音像品类 14H1 移动端订单占比更达 30%。当当网创始人李国庆亲自成立无线事业部并担任总经理, 14H1 无线事业部团队扩展至 400 人, 14Q2 当当手机客户端更新超过 8 次, 尝试大量如服装闪购秒杀 (午间抢、晚间秒、午夜抢、早间秒)、语义搜索、APP 专享价、世界杯点球大战等方式来大幅提升客户体验与粘性。预计在强大的团队支持和日益完善的转型战略配合下当当网下半年移动端占比仍将快速增长, 进一步增强顾客粘性。

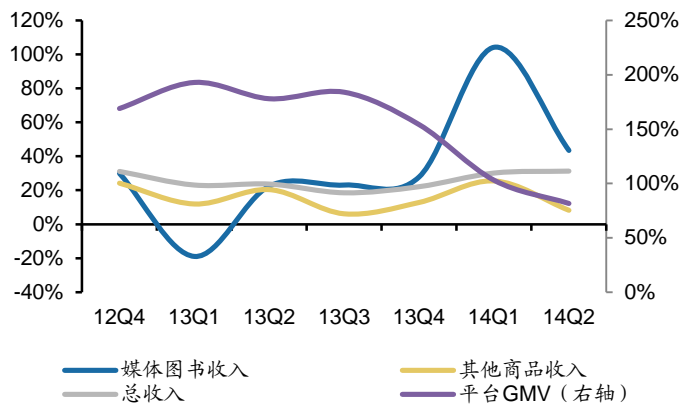
● 公司展望与投资建议：图书音像、服装平台带动公司收入快速增长，规模效应助推利润持续释放

经历图书音像品类高潮和低潮洗礼、多品类平台的长期探索后，公司自 2013 下半年开始已经走上通过图书音像壁垒和创新，同时以服装为核心的第三方平台双增长引擎，毛利率也将在电子书占比提升和平台收入占比增长下进入长期提升通道。另一方面，随着公司物流规划进一步完善（5 月份当当网 10 万平天津配送中心“银河一号”一期正式投入使用，预计一期每年图书吞吐量将达百亿，将带动当当日均订单处理能力增长 10 倍）、第三方平台带来收入快速增长，物流、信息、管理费用率都在规模效应下有进一步下降空间，助推公司利润持续释放。经历 3 个季度验证，当当网已经进入在图书音像和服装品台驱动下规模效应持续释放的健康发展期，预计 14-16 年公司收入 CAGR26%，在毛利率提升、费用率下降下公司将在 14 年完成盈利反转，15、16 年净利润增长超 50%。由于公司正处于利润快速反转期，我们看好当当未来在主打年轻、高收入女性为主的开放平台上利润释放潜力，公司在电子书转型上仍有空间，给予 14 年 0.7XPS，目标市值 17 亿美元，建议投资者长期关注！

● 风险提示

品类扩张、电子书推广进度不达预期。

图1：媒体图书、平台快速增长拉升公司整体增速



数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

图2：毛利率在图书壁垒加强和品类拓展下持续增长

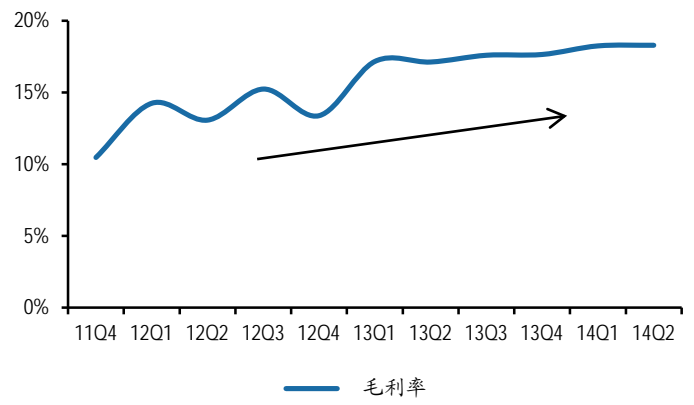
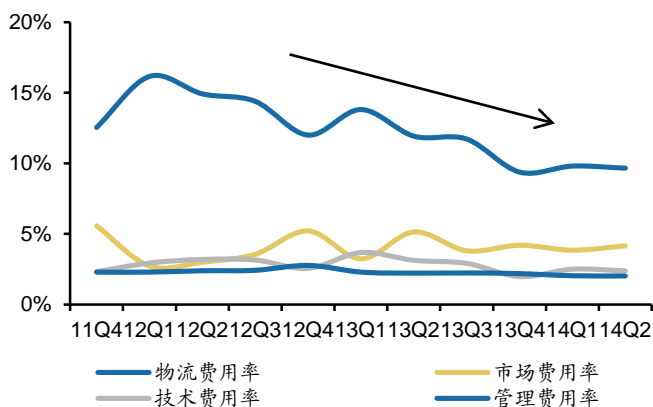


图3：规模效应下物流、技术、管理费用率持续下降



数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

图4：公司通过规模效应+品类扩张顺利完成盈利反转

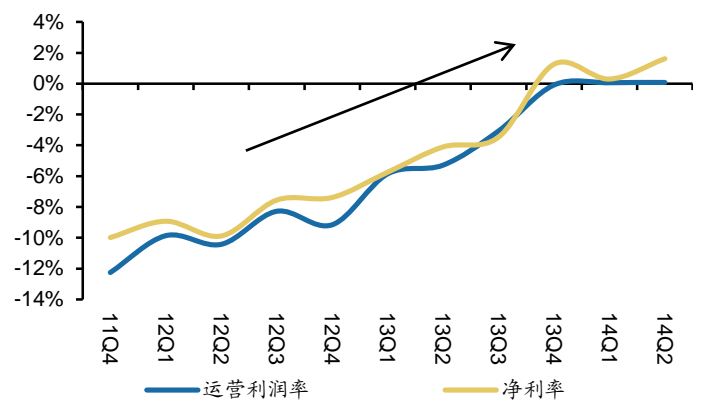
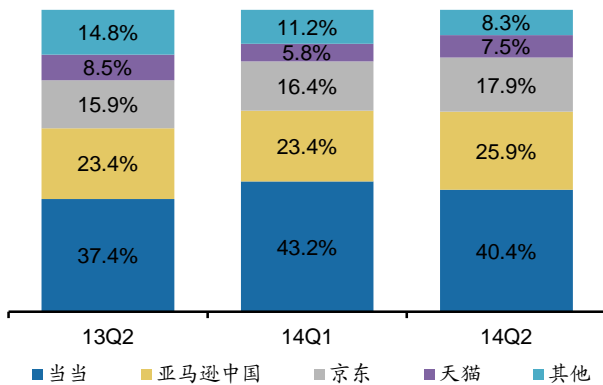


图5: 公司出版物品类B2C电商占比持续提升



数据来源: 易观智库、广发证券发展研究中心

图6: 公司在服装品类B2C占比上提升空间巨大

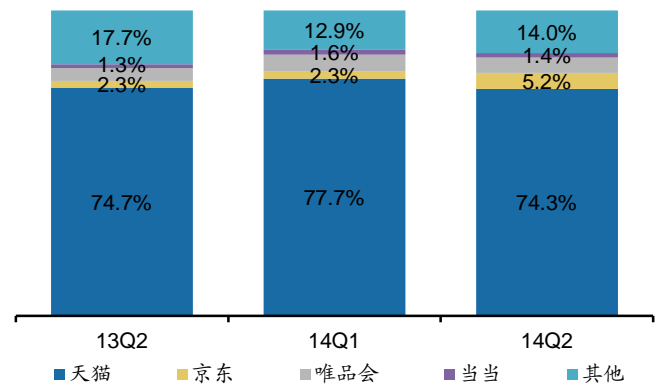
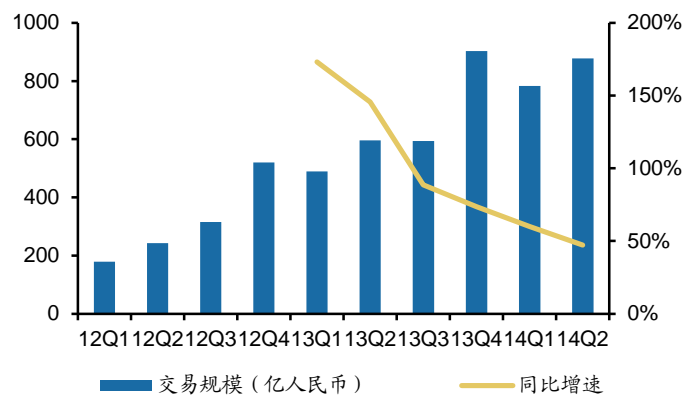


图7: 公司出版物品类B2C电商占比持续提升



数据来源: 易观智库、广发证券发展研究中心

图8: 公司在母婴B2C品类上保持强势

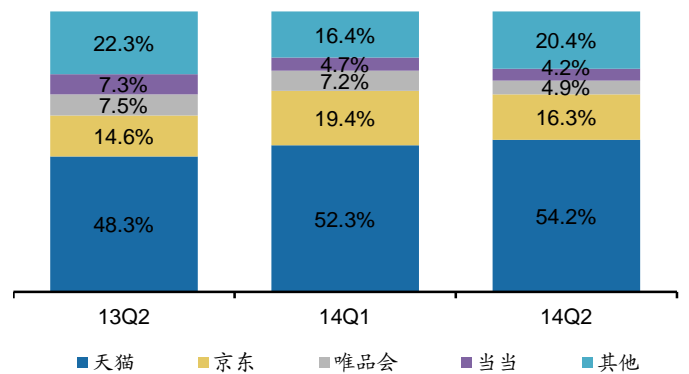


表 1: 当当网部分季度运营数据

单位: 百万人民币	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2
总 GMV	2,218	2,437	3,267	2,854	3,312
YoY	86%	88%	57%	53%	49%
图书音像 GMV 占比	43%	43%	37%	40%	41%
活跃用户	7.6	8.4	8.9	8.6	8.5
YoY	28%	21%	18%	16%	12%
新客户	2.4	2.9	3.1	2.8	2.9
YoY	35%	19%	21%	17%	23%
总订单数	15	15.7	18.1	16.4	16.5
YoY	25%	13%	13%	11%	10%
客单价	147.87	155.25	180.47	174.04	200.71

数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

表 2: 当当网预测模型: 利润表 (non-GAAP 口径)

单位: 百万人民币	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2
收入										
媒体图书	2457	3253	4050	5792	7529	9336	1046	1195	1152	1356
YoY	31.9%	32.4%	24.5%	43.0%	30.0%	24.0%	23.1%	27.9%	104.2%	43.5%
其他商品	1094	1768	1995	2295	2570	2827	422	677	517	524
YoY	179.0%	61.6%	12.8%	15.0%	12.0%	10.0%	6.1%	12.8%	25.5%	8.2%
商品收入加总	3552	5021	6046	8086	10099	12163	1468	1873	1668	1880
YoY	57.5%	41.4%	20.4%	33.8%	24.9%	20.4%	17.7%	22.0%	30.8%	31.5%
其他收入	67	173	279	377	479	589	58	99	67	80
YoY	157.9%	156.4%	61.5%	35.0%	27.0%	23.0%	44.3%	24.9%	16.0%	26.1%
平台 GMV		1373	3736	6725	11096	17199	970	1394	1186	1431
YoY		165.0%	172.1%	80.0%	65.0%	55.0%	184.0%	154.2%	103.0%	81.6%
收入加总	3619	5194	6325	8464	10578	12753	1526	1972	1736	1961
YoY	58.6%	43.5%	21.8%	33.8%	25.0%	20.6%	18.5%	22.1%	30.1%	31.3%
营业成本	3118	4469	5224	6906	8600	10330	1257	1624	1419	1602
毛利率	13.8%	13.9%	17.4%	18.4%	18.7%	19.0%	17.6%	17.6%	18.2%	18.3%
销售管理费用										
物流费用	473	734	726	829	1,026	1,224	179	185	170	189
YoY	65.8%	55.2%	-1.1%	14.3%	23.7%	19.3%	-3.5%	-4.6%	-7.6%	6.3%
费用率	13.1%	14.1%	11.5%	9.8%	9.7%	9.6%	11.7%	9.4%	9.8%	9.7%
市场费用	150	196	261	347	434	523	58	83	67	81
YoY	96.3%	30.4%	33.2%	33.2%	25.0%	20.6%	26.8%	-1.8%	54.7%	6.1%
费用率	4.1%	3.8%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	3.8%	4.2%	3.8%	4.2%
技术费用	88	152	179	203	243	281	44	39	43	47
YoY	38.1%	72.5%	17.7%	13.4%	19.8%	15.3%	9.5%	-5.6%	-11.6%	0.1%
费用率	2.4%	2.9%	2.8%	2.4%	2.3%	2.2%	2.9%	2.0%	2.5%	2.4%
管理费用	76	130	141	165	201	230	43	35	40	43
YoY	27.0%	70.9%	8.8%	17.1%	21.8%	14.2%	-3.5%	15.5%	19.4%	-3.5%
费用率	2.1%	2.5%	2.2%	2.0%	1.9%	1.8%	2.2%	2.0%	2.0%	2.2%
销售管理费用	787	1,212	1,307	1,545	1,904	2,257	350	316	357	350
YoY	62.2%	53.9%	7.8%	18.2%	23.3%	18.5%	-3.9%	2.8%	6.7%	-3.9%
费用率	21.7%	23.3%	20.7%	18.3%	18.0%	17.7%	17.7%	18.2%	18.2%	17.7%
运营利润	-286.5	-487.3	-205.8	12.7	74.0	165.8	-1.8	1.0	1.5	-1.8
运营利润率	-7.9%	-9.4%	-3.3%	0.1%	0.7%	1.3%	-0.1%	0.1%	0.1%	-0.1%
政府补助	14	9	21	40	40	45	6	12	12	16
费用率	0.4%	0.2%	0.3%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.6%	0.7%	0.8%
利息收入	27	39	31	42	53	57	10	10	8	10
费用率	0.7%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
利息支出	0	-8	-6	0	0	0	5.2	-0.24	0	0
费用率	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
其他净收入	54	14	28	17	21	26	-28	5	-16	4
费用率	1.5%	0.3%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	-1.8%	0.3%	-0.9%	0.2%

单位: 百万人民币	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2
<b>EBT</b>	-193	-433	-132	112	188	294	-52	26	6	33
<b>所得税</b>	-24	0	0	22	47	73	0	0	0	0
<b>税率</b>	12.6%	0.0%	0.0%	20.0%	25.0%	25.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>净利润</b>	-168	-433	-132	90	141	220	-52	24.9	5.2	31.7
<b>净利率</b>	-4.7%	-8.3%	-2.1%	1.1%	1.3%	1.7%	-3.4%	1.3%	0.3%	1.6%
<b>净利润增速</b>					57.5%	56.1%				

数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

## 广发零售行业研究小组

- 欧亚菲:** 首席分析师, 华南理工大学管理工程硕士, 2000年进入广发证券, 2005年开始从事零售行业研究。2013年度新财富批零行业第二名, 金牛分析师第二名, 水晶球奖第一名, 第一财经分析师第一名; 2012年度新财富批零行业第二名、金牛分析师第二名; 2011年度新财富批零行业第三名, 金牛分析师第三名, 2009-2010年度新财富批零行业第六名。
- 洪涛:** 资深分析师, 浙江大学金融学硕士, 拥有4年零售行业研究经历, 2014年进入广发证券发展研究中心。2012年度新财富批零行业第四名, 金牛分析师第四名, 水晶球奖第二名, 2011年及2013年新财富批零行业入围。
- 智健:** 研究助理, 哥伦比亚大学运筹学硕士, 浙江大学金融学、自动化双学士, 2013年进入广发证券发展研究中心。2013年度新财富批零行业第二名(团队), 金牛分析师第二名(团队), 水晶球奖第一名(团队), 第一财经分析师第一名(团队)。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入:** 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘10%以上。
- 持有:** 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出:** 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入:** 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持:** 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有:** 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出:** 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区金田路4018 号安联大厦15楼A座 03-04	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

