

未评级

当当网 (DANG.US)

品牌转型正式起航 向时尚电商领域全面进军

市场数据

| 报告日期 | 12/1/2014 |
|----------------|-----------|
| 收盘价 (美元) | 11.09 |
| 总股本 (百万股) | 404 |
| 流通股本 (百万股) | 272 |
| 总市值 (亿美元) | 8.96 |
| 流通市值 (亿美元) | 6.03 |
| 净资产 (亿美元) | 6.46 |
| 总资产 (亿美元) | 45.71 |
| 每 ADS 净资产 (美元) | 0.32 |

数据来源: wind、公司资料

主要财务指标

| 会计年度 | 2012A | 2013A | 2014E | 2014Q3 |
|-------------|---------|---------|--------|--------|
| 营业额 (百万人民币) | 5,194 | 6,325 | 8,163 | 2,003 |
| 同比增长 | 43.52% | 21.78% | 29.06% | 31.30% |
| 毛利率 | 13.95% | 17.41% | 18.60% | 18.30% |
| 净利润 (百万人民币) | -444 | -143 | 103 | 36 |
| 同比增长 | 94.26% | -67.81% | 亏转盈 | 亏转盈 |
| 净利润率 | -8.55% | -2.26% | 1.30% | 1.20% |
| 净资产收益率 (年化) | -46.79% | -21.82% | 21.38% | 36.40% |
| 每股收益 (元) | -5.48 | -1.78 | 1.24 | 0.30 |

数据来源: Bloomberg、公司资料、兴证香港

相关报告

投资要点

- **业绩概况:** 截止 2014 年第三季度, 当当 GMV 为 36.62 亿元, 同比增长 50.3%, 其中平台商城 GMV 为 17.44 亿元, 自营 GMV 为 19.19 亿元; 营收为 20.03 亿元, 同比增长 31.3%。经营利润从去年第三季亏损 4329 万元增至今年盈利 1310 万元。Non-GAAP 经营利润为 1520 万美元, 而去年同期为亏损 4060 万元。净利润为 2450 万美元, 去年同期为亏损 2789 万元。Non-GAAP 的净利润为 2670 万美元, 去年同期为亏损 2520 万元。
- **第三方平台继续扩张, 自营业务增速稳定。** 公司第三季度第三方平台同比增速为 79.9%, 基本与第二季同比增速持平。自营业务方面, 图书传媒类录得营收 13.2 亿元人民币, 同比增长 26.3%; 一般商品营收 5.98 亿元, 同比增加 41.9%。本季新增用户 360 万, 总活跃用户 960 万, 同比和环比增速分别为 13% 和 22%。平台品类方面, 服装依然占比最高, 为增长主要驱动因素。图书方面由于在返校季期间将一部分教辅书由第三方平台商家销售, 导致自营图书增速有所放缓。
- **市场投入加大, 加速向综合时尚电商转型。** 当当本季市场推广费用率为 5.3%, 高于之前 3%-4% 的平均水平, 主要用于新品牌以及移动端的推广。移动端方面, ChicNow, 当当腔调和 iWant 改造移动端界面, 加速当当公众形象的转变, 即图书电商到时尚电商。线下方面, 公司也进行了一系列的推广活动, 比如秋冬季时装秀, 签约独立设计师等等。服装市场方面, 由于各大电商核心客户群有所不同, 转型能否成功取决于如何根据传统图书顾客特点针对引进服装细分品类和品牌, 同时吸引更年轻的用户。
- **移动端贡献同比增速明显, 但仍落后与竞争对手。** 公司本季移动端订单占总订单比达到 24%, 比去年同期的 10%, 以及上一季的 17% 均有显著增长, 但仍落后于唯品会、聚美、京东和阿里。移动端货币化率依然较 PC 端较低, 有较大成长空间。
- **2014 第四季度指引。** 当当预计 2014 第四季度营收将达到 25 亿, 同比增幅为 27%; 第三方平台 GMV 将达到 22.3 亿, 同比增长 60%。

兴证香港研究部
电话: 852-3509 5999
0755-23826013
邮箱: research@xyzq.com.hk

图表 1、公司主要财务指标变动

| 会计年度 | 2014Q3 | 2013Q3 | 同比 | 变动原因 |
|-------------|--------|--------|---------|------|
| 营业额(百万元) | 2,003 | 1,961 | 2.14% | |
| 毛利(百万元) | 366 | 268 | 36.57% | |
| 其他收益(百万元) | 84 | 58 | 44.83% | |
| 物流配送成本(百万元) | 195 | 179 | 8.94% | |
| 销售成本(百万元) | 107 | 58 | 84.48% | |
| 技术内容成本(百万元) | 54 | 45 | 20.00% | |
| 管理费用(百万元) | 40 | 36 | 11.11% | |
| 政府补贴(百万元) | 42 | 6 | 600.00% | |
| 经营利润(百万元) | 13 | -43 | 亏转盈 | |
| 税前利润(百万元) | 25 | -28 | 亏转盈 | |
| 净利润(百万元) | 25 | -28 | 亏转盈 | |
| 毛利率 | 18.27% | 13.67% | 4.61% | |
| 经营利润率 | 0.65% | -2.19% | 2.84% | |
| 净利润率 | 1.25% | -1.43% | 2.68% | |
| 每股收益(元) | 0.30 | -0.35 | 亏转盈 | |

资料来源：公司公告、兴证香港

会议要点：**1. 本季用户增长率创新高，与之前客户群有什么不同？未来增速如何？**

第四季度公司投入了大量资金用来吸引新客以及巩固老客，目前来看效果不错。新增客户群的质量也不错，未来我们预计用户增长及品类扩展都将会十分强劲。

2. 市场费用本季占到了 5.3%的营收，未来是否会以这个比率为标杆？

本季市场费用处在高位，我们预计未来大概会保持在 3%到 4%之间，当然公司根据具体情况可能也会加大投入。

3. 第三方平台增长十分强劲，第四季度预计增速同比为 60%，增长动力来源？扣点率有所下降的原因？

转化率同比是有所下降，但是其他收入整体上升了 44%，好于前两季度。转化率下降主要反映了从第三方收取运费的下降。另一方面是流量形式的改变，随着移动端投入的加大，移动端流量增速极快，目前已经超过 PC 端；但是商家目前仍然停留在 PC 端的思想，更了解如何在 PC 端支付打广告，而在移动端缺乏定价系统。举例来说，周末 PC 端广告的价格要比平时要低，因为周末使用 PC 的用户没有平时多，而在移动端，用户的活跃度没有这个差别；目前广告主还没有跟上这个变化，所以移动端商业化还有很大的挖掘空间。

第四季度 GMV 我们给出的指引是 60%；作为一个 B2C 电商，我们的增长驱动力主要在两个方面：1P 和 3P。在购买流量方面的市场投入必须兼顾两方面业务。考虑到目前移动端流量占比超过 50%，而移动端商业化能力相对落后，所以我们决定在自营业务流量方面投入更多，结果是公司三季度日用品营收增长了 44%，比前两个季度都快。随着新商业化工具的推出，以及更多广告商了解并投放移动端广告，公司也将重新调整流量投入的配比。

4. 自营方面增速不错的原因以及在其中变现最好的品类？服装表现如何？

自营本季增速达到了 40%，主要是因为第三季为返校季，所以我们分配了更多的资源在相关品类上，并没有一个表现特别好的细分品类。服装依然是在第三方平台运营，表现依然不错。

5. 公司新的品牌形象如何获取更多年轻顾客的注意，目前客户群的地理分布和特点如何，未来趋势？

未来一到两年的时间，我们主要想给客户推广一个全新形象的当当，即不仅仅是卖图书的当当。现在当当更是一个时尚电商，为用户快速的提供低价、真品和流行的产品，去获取更多的年轻用户。公司在三四季度通过大量广告进行了市场推广，目的不仅仅是吸引读者，更多是时尚的购物者。

6. 第三方平台各品类占比？移动端占总订单比？

服装依然占比最高。移动端方面目前占比已经超过 24%。

7. 未来是否会继续加大市场投入来保持顾客和订单增长？毛利率持平是否意味未来推广投入会降低？

公司毛利率保持稳定，第三季市场活动和费用比较高，三季度的市场活动主要目的是提升品牌和影响力，在移动端的推广使得更多用户在移动端下单。此外，三季度，公司也进行了一系列的线下推广活动，比如秋冬季时装秀，签约独立设计师等等。三季度的市场推广活动不同于公司此前通常追求最终效果的活动，而是强调当当品牌的提升和重构。

8. 图书媒体产品增速放缓，第四季和明年趋势？

图书媒体类产品本季增速为 26%，低于第二季的 40%及第一季的 30%。第三季是返校季，教辅类产品销量很大；因为这个市场非常分散，所以其销售渠道主要是通过第三方在当地专门销售。我们预计全年媒体产品增速为 30%，明

年预计增速会更好。

9. 公司在一般品和图书类产品客户的重合度如何？

有一定的重合度，针对不同的客户，我们开展不同的产品推广。本季新客为350-360万，成绩非常不错。

10. 移动端与PC端在客单价、重复购买率和转化率方面的不同？

移动端用户的年龄更低一点，其他方面差别不大。在服务PC端和移动端用户方面，有些差别，很多用户会在移动端比价，他们会把喜欢的商品放入购物车或者购买心愿单当中，然后在PC端最后下单。

11. 第四季市场费用的指引？新客来源的分类？

第三季由于秋冬时尚季和移动端的持续投入导致市场费用激增。移动端和PC端都有很多新客流入，具体比例没有披露。

12. 新当当如何留存老客？图书和媒体业务下降是否由于品牌转型？

我们认为新当当的形象会给整个用户群带来活力。77%的收入来自于老客，证明了新当当并没有影响老客购物。图书本季营收同比增长26%，留存率并没有下降，主要还是因为第三季将一部分教辅类书籍交予第三方平台销售。

13. 图书方面是否还会继续与第三方合作销售？毛利率如何？

还会继续。当当是中国图书品类最齐全的销售渠道，对于某些特定图书类型来说，我们认为第三方能更好的服务客户，如法语、德语、英语等书籍；细分市场如教辅类图书，市场非常分散，本地供应商能更好的满足需求。未来毛利率会继续保持现有水平。

14. 2015年的CapEx？

2014年的CapEx为8000万人民币，2015年将会保持相同水准。

15. 如何与唯品会，天猫，京东等在时尚电商领域竞争？服装自营计划？

服装市场很大，唯品会的核心客户主要专注闪购，主要来自于中小城市。当当的客户主要相对高端，所以正装和半正装比较多。每一个服装电商都有自己的核心客户群，由此推导出主打的品牌，价格区间等等。服装方面目前没有自营的计划。

投资评级说明

行业评级报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的

评级标准为:

推荐: 相对表现优于市场

中性: 相对表现与市场持平

回避: 相对表现弱于市场

公司评级投资建议的评级标准为:

买入: 股价未来 12 个月涨幅大于 15%

增持: 股价未来 12 个月涨幅在 5% ~ 15%之间

中性: 股价未来 12 个月在-5% ~ 5%之间

减持: 股价未来 12 个月小于-5%

机构客户部联系方式

香港德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室

总机: (852) 3509 5999

传真: (852) 3509 5900

【免责声明】

本研究报告乃由兴证(香港)证券经纪有限公司(持有香港证券及期货事务监察委员会(「香港证监会」)第1(证券交易)、4(就证券提供意见)类受规管活动牌照)备发。接收并阅读本研究报告,则意味著收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证(香港)证券经纪有限公司、兴证(香港)期货有限公司、兴证(香港)资产管理有限公司及兴证(香港)融资有限公司(统称「兴证香港」)违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告仅提供予收件人,其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途,当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述,并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可,收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠,惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定,兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制,因此所提述的证券不一定(或在相关时候不一定持续)适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场,分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变,惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断,收件人在作出投资决定前,应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员(撰写全部或部分本报告的研究员除外),将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人,进行该等证券之买卖。此外,兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来,或为其担任市场庄家,或被委任替其证券进行承销,或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券,或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务,或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时,应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

【分析师声明】

本研究报告由兴证(香港)证券经纪有限公司分析员撰写。(1)本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了分析员个人对标的证券及发行人的观点;(2)该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系;(3)对于提述之证券,该分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。