

苏宁易购 (002024) \ 商业贸易

——苏宁极物创新零售新业态

| | |
|-------|--------|
| 投资建议: | 推荐 |
| 上次建议: | 推荐 |
| 当前价格: | 13.26元 |
| 目标价格: | 元 |

投资要点:

- 苏宁极物是多种创新业态的综合体
- 苏宁极物的经营定位类似于网易严选，但增加了供应链优势。
- 苏宁极物是苏宁易购构造场景互联网时代新零售的创新探索。
- 苏宁极物提供高科技互动打造消费新场景，提高线下体验感。
- 苏宁2017年经营迎来转折点
- 不断学习的创新能力是苏宁的投资价值所在。
- 2018年一季度公司互联网平台商品丰富度增加，用户活跃度、复购率稳步提升，预计商品销售规模同比增长超过40%，一季度预计实现归属于上市公司净利润为10,000万元-15,000万元，同比增长27.79%-91.69%。苏宁易购正以整合了娱乐与售后的会员服务来确立自己的独特定位，在国内大型电商平台的激烈竞争中寻找自己的竞争优势，我们因此预期公司正走向正常盈利，基于境外市场对成长性电商巨头的市销率估值体系及公司多项股权投资的潜在价值，我们预测公司的目标市值较当前市值有30%左右的上升空间，予以推荐评级。

风险提示

电商增速放缓、行业格局恶化、公司盈利能力不达预期

基本数据

| | |
|----------------|-------------|
| 总股本/流通股本 (百万股) | 9,310/5,049 |
| 流通A股市值 (百万元) | 68,465 |
| 每股净资产 (元) | 8.48 |
| 资产负债率 (%) | 46.83 |
| 一年内最高/最低 (元) | 15.05/9.90 |

一年内股价相对走势



钱建 分析师
 执业证书编号: S05905101240001
 电话: 0510-85613752
 邮箱: qj@glsc.com.cn

邢瀚文 研究助理

电话: 0510-85613752
 邮箱: xinghw@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《苏宁云商 (002024) \ 商业贸易行业》
《自我变革，开放带来新增长》

| 财务数据和估值 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入 (百万元) | 148,585.33 | 187,927.76 | 236,788.98 | 293,618.34 | 361,150.56 |
| 增长率 (%) | 9.62% | 26.48% | 26.00% | 24.00% | 23.00% |
| EBITDA (百万元) | 2,724.58 | 6,273.65 | 4,280.33 | 5,219.12 | 5,236.67 |
| 净利润 (百万元) | 704.41 | 4,212.52 | 1,232.76 | 1,896.37 | 2,314.22 |
| 增长率 (%) | -19.27% | 498.02% | -70.74% | 53.83% | 22.03% |
| EPS (元/股) | 0.08 | 0.45 | 0.13 | 0.20 | 0.25 |
| 市盈率 (P/E) | 188.07 | 31.45 | 107.47 | 69.86 | 57.25 |
| 市净率 (P/B) | 2.02 | 1.68 | 1.66 | 1.64 | 1.61 |
| EV/EBITDA | 43.15 | 18.34 | 26.28 | 24.03 | 22.69 |

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

正文目录

| | | |
|------|-----------------------------------|----|
| 1. | 苏宁极物——多种创新业态的综合体 | 3 |
| 1.1. | 一楼风格虽学习无印良品，但在商品品类和信息化方面有超越 | 3 |
| 1.2. | 二楼学习盒马鲜生，整合果品、海鲜、餐饮等服务 | 4 |
| 1.3. | 一二楼间的连接区学习诚品书店风格 | 5 |
| 2. | 苏宁极物的经营定位类似于网易严选，但更有供应链优势 | 6 |
| 3. | 苏宁极物是苏宁易购构造场景互联网时代新零售的创新探索。 | 6 |
| 4. | 苏宁极物提供高科技互动打造消费新场景，提高线下体验感。 | 7 |
| 5. | 苏宁 2017 年经营迎来转折点 | 7 |
| 5.1. | 线下零售业务以全渠道消费场景建设为特色促进业绩回升 | 8 |
| 5.2. | 线上平台运营聚焦流量经营、商品运营以及会员营销 | 10 |
| 5.3. | 物流与金融作为电商推进的辅助工程已初成规模 | 11 |
| 6. | 不断学习的创新能力是苏宁的投资价值所在 | 11 |
| 7. | 估值与投资结论 | 13 |

图表目录

| | | |
|--------|------------------------------------|----|
| 图表 1: | 位于南京市中心的苏宁极物第一家门店外景 | 3 |
| 图表 2: | 苏宁极物一楼内景整体风格类似于无印良品 | 4 |
| 图表 3: | 苏宁极物商品品类中新奇电子产品较为突出且由大型显示屏交互 | 4 |
| 图表 4: | 苏宁极物二楼内景 | 5 |
| 图表 5: | 苏宁极物休闲区外景 | 5 |
| 图表 6: | 苏宁极物咖啡冲泡机器人 | 7 |
| 图表 7: | 苏宁易购各类门店数量比较图 (2017 年底) | 9 |
| 图表 8: | 苏宁易购历年收入变化图 | 12 |
| 图表 9: | 苏宁易购历年归母净利润变化图 | 12 |
| 图表 10: | 苏宁易购净利率变化图 | 13 |
| 图表 11: | 苏宁易购同业比较 | 14 |
| 图表 12: | 财务预测摘要 | 15 |

1. 苏宁极物——多种创新业态的综合体

苏宁极物是继苏宁 biu 店、苏鲜生和苏宁小店后，苏宁易购打造出的又一个智慧零售新业态，是多种创新业态的综合体，集近年来国内外主要商业创新业态如无印良品、盒马鲜生、诚品书店、网易严选的部分特色于一体；在商品上完全打破了原有分类边界，将百货、家居、3C、母婴、生鲜、生活电器、餐饮服务等多个品类进行整合。苏宁极物店面约 400 平米，分上下两层，选品涵盖手机、数码、电脑、家电、美妆个护、家居日百、海鲜寿司、果品饮品等。

图表 1：位于南京市中心的苏宁极物第一家门店外景



来源：实地拍摄、国联证券研究所

1.1. 一楼风格虽学习无印良品，但在商品品类和信息化方面有超越

在一楼店面设计风格上，整体设计风格高度类似于无印良品，如整体大量使用原木色的装修风格、商品陈列极简风等，但在商品品类特征和场景设计方面具有明显超越：

- **商品品类不同于无印良品：**店内一楼商品大量陈列电子智能产品、网红单品、明星用品，定位于智能生活、个性家居和具有网红潜质的明星店，时尚特征明显，较为吸引年轻消费者。如可以购买电视剧《欢乐颂》里的同款音响，体验机器人现场冲调的无人咖啡和颜值测评。
- **场景信息化特征凸显：**消费者一旦拿起商品时，旁边的电子显示屏会显示商品的详细信息，同时打出“pick me”的字样。消费者拿起商品的次数、停留次数、视线停留时长，也可予以记录。

图表 2：苏宁极物一楼内景整体风格类似于无印良品



来源：实地拍摄、国联证券研究所

图表 3：苏宁极物商品品类中新奇电子产品较为突出且由大型显示屏交互



来源：实地拍摄、国联证券研究所

- 整合了新型高度自动化的 24 小时无人超市。24 小时超市集合了物联网与图像定位技术，比普通自助售货机大，增加了显示屏、刷脸支付、扫码付等功能。还增加了机器人冲调咖啡的场景展示，吸引路人流量。这一超市迎合了最新的无人零售消费时尚，较为吸引受众注意力。

1.2. 二楼学习盒马鲜生，整合果品、海鲜、餐饮等服务

二楼学习盒马鲜生，以寿司和海鲜为主题，主营海鲜、水果、红酒、饮料等品类，同时提供海鲜现场加工、寿司、刺身、铁板烧等餐饮服务，包括阿拉斯加帝王蟹、波

士顿龙虾、鸟贝、天鹅蛋等高档海鲜，现场餐饮的可视参与感较强。这一零售布局规划在不大的空间内，可为顾客提供全面的餐饮享受体验。

图表 4：苏宁极物二楼内景

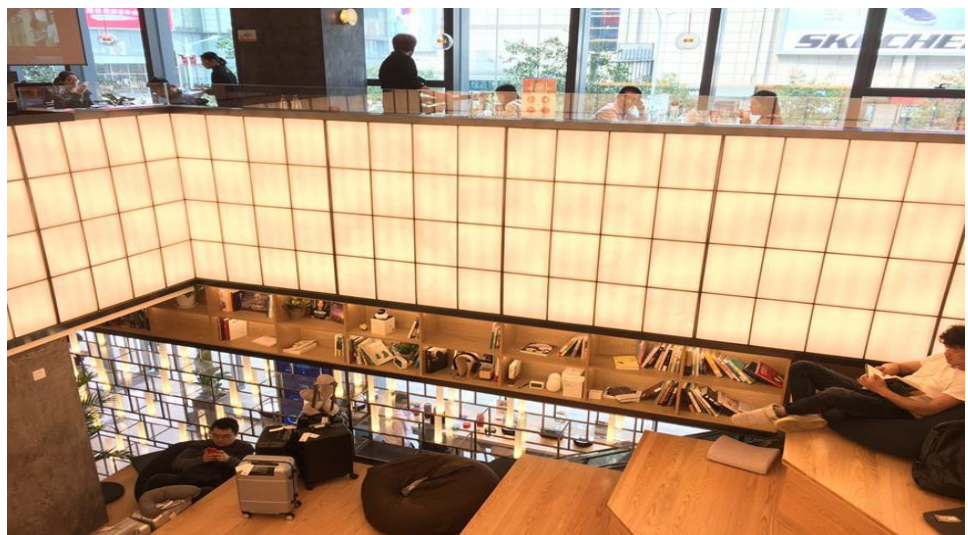


来源：实地拍摄、国联证券研究所

1.3. 一二楼间的连接区学习诚品书店的风格

以舒适设置提供休闲区服务，休闲区总体风格类似于诚品书店，能让顾客在逛街之余获得一定的休息，提高了顾客现场消费的满意度。

图表 5：苏宁极物休闲区外景



来源：实地拍摄、国联证券研究所

2. 苏宁极物的经营定位类似于网易严选，但更有供应链优势

- 借助供应链消费大数据精选畅销精品。

个性化与消费升级时代推动了网易严选的兴起，苏宁极物模仿网易严选的同时，发挥自己国内第三大电商平台的优势，通过供应链体系与电商平台的消费大数据，精选复购率高的产品，通过场景化的陈列，打破原有商品的分类边界，将百货、家居、3C、生活电器等多个类目中新奇特产品进行整体呈现。

- 作为传统零售巨头发挥专业买手团队的专家优势。

通过买手团队进行甄选，精选高性价比家居生活用品+新潮精致的网红产品+独立设计师款产品，由专业买手团队研究商品、分析用户喜好、选择和消费者作为匹配的商品。买手团队除对零售趋势、产品性能熟悉外，更需严格把控产品的设计感，从而达到给消费者提供一种线下“泛娱乐”的零售体验效果。

- 利用大零售特有的供应链优势。

苏宁易购作为国内大型零售商拥有供应链优势，门店可以从百货、家居、3C、生活电器品类中优选性价比爆款商品，新奇特创意产品，另一方面整合厂商资源，以买手产品作为核心抓手，整合渠道资源，推动粉丝运营，不断优化现场体验感及陈列艺术感，实现门店的场景转型。

- 发挥物流优势，强化店面辐射力。

苏宁在全国范围内拥有 8 大全国物流中心、47 个区域物流中心、60 个平行仓、4000 家门店仓，苏宁物流及天天快递拥有仓储及相关配套总面积 686 万平方米，配送网络覆盖全国 2866 个区县，这样强大的物流网络有助于提高店面的辐射力。

3. 苏宁极物是苏宁易购构造场景互联网时代新零售的创新探索。

正如业界众多巨头所认同的那样，电商经高速发展后，遇到两大挑战，一是流量红利下滑，二是价格红利下滑，消费升级背景下零售市场正迎来以品质消费为主的增长时代。如果说 1.0 版电商是 PC 时代，2.0 版是移动互联网时代，那么场景互联网可能是电商的 3.0 时代。这一场景实现了双栖融合，而苏宁有条件成为双线融合互联网时代的结合点。随着流量成本高涨，能够自造 IP、拥有独立入口和流量的电商更有可能脱颖而出，而苏宁集团旗下拥有苏宁文创、苏宁体育板块，可为零售主业带来流量。

苏宁目前开通了线上线下双平台、八渠道，涵盖了一级到六级市场，具体有线上平台的苏宁易购以及苏宁与天猫合作的猫宁；线下平台的苏宁易购门店等，正在进一步丰富新的线下场景如苏宁云店 3.0、苏宁极物、苏宁 biu 店、苏生鲜、苏宁小店等。

这些场景的创新成效显著，如苏宁云店 3.0 的南京新街口云店在春节前进行了升级，三天间客流增加了 228%，纯零售额突破一个亿。

4. 苏宁极物提供高科技互动打造消费新场景，提高线下体验感。

苏宁极物店融合了苏宁在智慧零售领域的高科技突破，如内置于 24 小时超市的智能咖啡冲泡机械臂、颜值机、新人红包、订单红包、砍神券等，顾客可通过与它们的互动获得新奇体验和购物优惠，让整个购物流程充满娱乐。购物后，消费者可以选择使用机械臂来一杯无人咖啡，也可在来一杯网红茶饮在休闲区休息。

图表 6：苏宁极物咖啡冲泡机器人



来源：实地拍摄、国联证券研究所

5. 苏宁 2017 年经营迎来转折点

2017 年全国百家重点大型零售企业零售额同比增长 2.8%，增速较 2016 年增加 3.3 个百分点，零售行业整体走出困境。同时，零售业创新力度愈来愈大，企业运用互联网、物联网技术，感知消费习惯、预测消费趋势、引导生产制造，为消费者提供多样化、个性化的产品和服务。苏宁易购作为大型零售企业几年前率先转型，智慧零售模式已经从概念进入到了落地实施并快速发展的阶段，公司 2017 年实现了收入规模的快速增长，企业经营迎来转折点。

- 在销售收入增长格局上，线上销售占比过半：

2017 年公司实现营业收入 1,879.10 亿元，同比增长 26.47%。归属于上市公司股东的净利润 42.10 亿元，同比增长 497.66%。全平台商品销售规模（涵盖大陆、港澳及日本，包括线上线下自营及开放平台，以及提供售后、金融等服务）为 2,432.03 亿元，同比增长 29.08%。2017 年公司实现线上平台实体商品交易规模为 1,266.96 亿元（含税），同比增长 57.37%，反映公司已顺利实现由线下巨头向一体化商业巨头的转变。其中自营商品销售规模 974.60 亿元（含税），同比增长 57.52%；开放平台全年商品交易规模达到 292.36 亿元（含税）。

➤ 公司盈利能力克服电商占比增大后的低毛利率压力而基本保持稳定：

在线上销售占比进一步提升及积极竞争策略导致线上毛利走低的压力下，公司通过实施商品价格管控提升日常销售毛利，优化商品供应链，加强单品运作，增加开放平台、物流、金融方面的增值服务收入，以增加改善毛利水平。由于公司全渠道经营模式有较强的规模效应，租金、装修、折旧等固定费用率水平下降带来运营费用率下降 0.87%、强化现金管理提高资金收益使得财务费用率同比略有下降，公司三项费用率同比下降约 1.00%。

从利润来源看，出售部分阿里巴巴股份实现净利润约人民币 32.85 亿元，占公司全年利润的 75%。即使不出售阿里巴巴股份，公司实现归属于上市公司股东的净利润也有 9.25 亿元，同比 2016 年归属于上市公司股东的净利润（不考虑实施供应链仓储物业为标的资产的创新型资产运作，以及出售子公司北京京朝苏宁电器有限公司股权的影响）增长 236.52%，盈利能力进一步增强，摆脱了此前连续 4 年的盈利压力。

长期而言，依据衡量电商盈利能力的标准公式：电商盈利=用户数*客单价*购买频率*毛利率，则苏宁易购要克服的困难在于其起家的家电销售属于购买频率低的品类，苏宁易购目前已经建立了全渠道、全品类、全客群的发展战略，现在的突围在于该战略的进一步渗透。

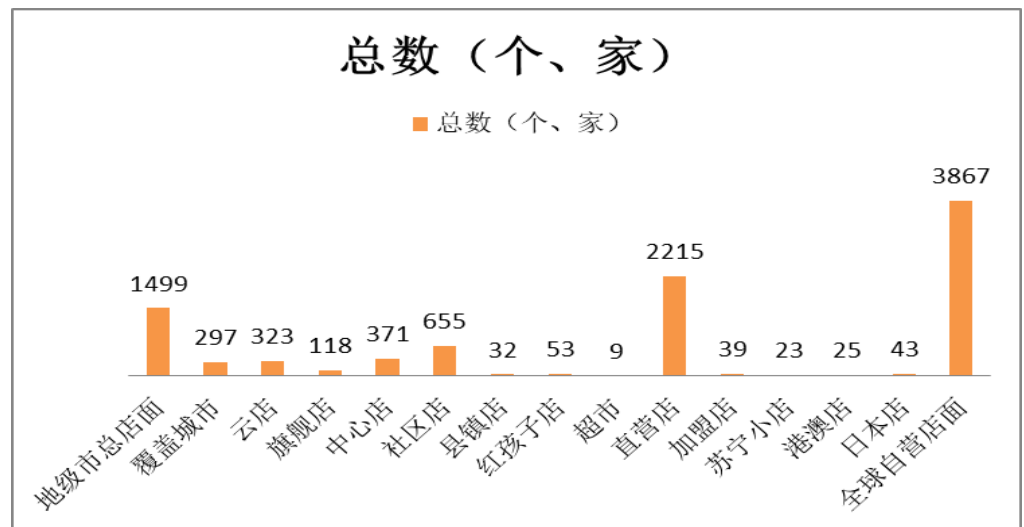
5.1. 线下零售业务以全渠道消费场景建设为特色促进业绩回升

➤ 线下店面重在优化布局：

苏宁易购 2017 年云店新开 51 家、升级改造 131 家，云店数量占苏宁易购店面比例提升至 21.5%。新开苏宁易购常规店（旗舰店、中心店、社区店）76 家；新开苏宁红孩子店面 32 家、苏宁超市店面 3 家；关闭苏宁易购店面 106 家、关闭苏宁红

孩子店面 5 家，优化了店面结构。截至 2017 年底，公司在大陆市场进入地级以上城市 297 个，拥有苏宁易购店面 1,499 家，较期初净增加 21 家，其中苏宁易购云店 323 家、苏宁易购常规店 1,144 家（旗舰店 118 家、中心店 371 家、社区店 655 家）、苏宁易购县镇店 32 家。苏宁红孩子店、苏宁超市店分别较期初净增 27 家、3 家，店面数量分别达到 53 家、9 家。这些丰富的店面布局，有助于公司线下实体店的零售体验。

图表 7：苏宁易购各类门店数量比较图（2017 年底）



来源：公司公告、国联证券研究所

► 三四级市场推进苏宁易购零售云加盟店开设。

2017 年，公司新开苏宁易购直营店 542 家，调整关闭 229 家，目前拥有苏宁易购直营店 2,215 家。在完成零售云平台组织、流程、系统搭建的基础上，率先在 3C、家电品类推进苏宁易购零售云加盟店，开设苏宁易购零售云加盟店 39 家。公司以直营与加盟的方式，快速覆盖县镇市场，强化公司品牌影响力及市场份额。2018 年公司将加快零售云平台的开放，通过加强运营支持提升加盟商的效益和满意度，快速扩大店面规模。

► 针对社区、写字楼、交通站点开设定位便利服务的苏宁小店。

公司对不同的消费场景确定了不同的店面业态，以便利店、无人货架、自动售卖机的组合，为消费者提供便利的商品购买及多样化的增值服务。公司在南京地区新开苏宁小店 12 家，截至 2017 年底公司拥有苏宁小店 23 家。2018 年公司将快速推进苏宁小店在全国重点城市布点，并快速建立本地化的商品供应链体系，进一步丰富公

司零售经营场景，加强用户获取和提升用户的体验。

➤ 海外市场注重店面的效益提升

公司 2017 年在香港地区新开店面 5 家，关闭店面 4 家；日本市场新开店面 9 家，关闭店面 8 家。截至 2017 年 12 月 31 日，公司在香港、澳门地区合计拥有 25 家店面，日本市场合计拥有 43 家店面。

➤ 以店面互联网化及丰富商品布局重回同店销售额上升轨道。

2017 年公司在大陆地区可比店面（指 2016 年 1 月 1 日及之前开设的苏宁易购云店、苏宁易购常规店和苏宁易购县镇店）销售收入同比增长 4.17%，其中直营店可比店面销售收入同比增长 34.90%。

5.2. 线上平台运营聚焦流量经营、商品运营以及会员营销

在流量导入上，公司加强与主流门户网站、互联网视频媒体等合作，持续增强苏宁易购品牌以及超市、母婴专业品类的曝光度，力求增加电商平台的流量。

在商品运营上，公司加大 3C 新品首销以及畅销单品包销，丰富生活电器、超市、百货等高频购买商品的 SKU 数量，家电、3C 品类加强定制包销、单品运作，形成渠道间的差异化运营，进一步巩固公司在家电产品经营的优势。据国内专业第三方研究机构艾瑞咨询的数据，2017 年家电市场整体份额 7905 亿，苏宁易购独占 20% 份额，领跑全渠道第一，而苏宁也凭借 31.5% 的消费者选择，成为线下平台家电品类购买的第一选择偏好。聚焦手机品类，打造“买手机到苏宁易购”的消费习惯，提升手机市场份额，力争成为新手机的首发平台；加快生活电器、母婴、超市品类的供应链下沉，完善优化仓储部署，提高本地化的配送服务时效，提升客户体验；公司通过参股投资“辣妈帮”、“达令”并建立紧密的业务合作，提升公司在母婴、美妆类目的专业运营能力，生鲜类目上逐步加强本地化供应商的合作进一步提高供应链、物流服务效率。公司还上线了“乐拼购”、“苏宁特卖”等一批线上运营产品，力求提高复购率。

在会员营销上，2017 年底苏宁易购 APP 月活跃用户数较年初增长 105.73%，2017 年 12 月苏宁易购 APP 订单数量占线上整体比例提升至 89%。公司打通零售、金融、文创、体育等会员系统，实现了苏宁生态会员的一账通，实现了会员的流转。推出超级会员“SUPER VIP”产品，为付费会员提供商品返利、专属客服、售后服务、PP 影视会员、PP 体育会员等差异化的会员权益，力求进一步增强客户黏性。

从结果看，公司 2017 年线上平台实体商品交易总规模为 1,266.96 亿元(含税)，

同比增长 57.37%，其中线上平台自营商品销售规模 974.60 亿元（含税），同比增长 57.52%，开放平台商品交易规模为 292.36 亿元（含税）。在规模上已稳居国内电商前 3 甲。

5.3. 物流与金融作为电商推进的辅助工程已初成规模

2017 年底苏宁物流及天天快递拥有仓储及相关配套合计面积 686 万平方米，拥有快递网点达到 20,871 个，公司物流网络覆盖全国 352 个地级城市、2,908 个区县级城市。2017 年公司已投入运营 8 个自动化拣选中心、37 个区域配送中心，另外有 4 个自动化拣选中心在建、扩建，20 个区域配送中心在建、扩建。同时，苏宁物流围绕品牌商、苏宁易购平台商户、菜鸟网络客户提供仓配一体服务，社会化业务稳步提升。2017 年苏宁物流社会化营业收入（不含天天快递）同比增长 135.76%。苏宁物流在全国推出了“次日达”、“半日达”、“准时达”、“代客检”、“如约送”、“送装一体”等服务产品。其中，“次日达”、“半日达”服务覆盖了全国 319 个城市；“准时达”已在全国 9 个城市推出；针对自营通讯品类的“代客检”服务在全国开通；“送装一体”已在全国 114 个城市推行。公司物流配送时效和服务体验持续提升。但纯电商物流是难以单独盈利的，所以诸如亚马逊这样的电商巨头是把终端物流外包的、自己只做干线物流，苏宁物流及收购的天天快递则是在做仓配一体，更好地服务消费者和供应商。

2017 年苏宁金融聚焦支付、供应链金融、消费金融、产品销售等四大核心业务，总体交易规模同比增长 129.71%。苏宁支付新用户开户时间缩短至 100 秒，结算到账时效明显优于同业；基于生物特征识别技术，苏宁无人店成功实现了刷脸支付功能，为客户提供无感知的便捷购物体验；基于大数据风控技术，苏宁金融建立了新一代风险特征建析系统，反欺诈能力处于行业领先水平；基于金融 AI 技术，推出智能语音生活助手。目前看，苏宁金融可以为电商业务提供输血支持，推动电商业务的发展。

6. 不断学习的创新能力是苏宁的投资价值所在

苏宁创立以来，经历了多次创新，从区域店到全国连锁店的创新，从空调单品类到电器全品类的创新，从销售电器到全商品品类的创新，从线下实体店到线上零售的大规模转型创新，正是不断学习求变的创新能力推动了公司的成长。

近年以来公司在线下店的业态探索和新服务、新赋能有望推动公司迎来新的增长，其中新业态以苏宁极物为代表，新服务包括线上线下一天无理由退货，30 天包退、365 天包换的“30365”计划，基础物流运费三年不涨价，超级会员 SUPER VIP 等，

新赋能即向供应链、品牌合作伙伴等开放数据、运营能力和服务能力。对比亚马逊的三大支柱业务：会员服务、开放平台业务和 AWS 云计算，苏宁在努力学习其中的会员服务业务，也学习它为会员体系加入娱乐要素，将苏宁文娱与体育捆绑到苏宁会员服务中去，目前苏宁第三方平台业务相对还较小，苏宁最需加强的也是开发与服务商户以增强开放平台业务。

新业态方面，苏宁极物线下店的布局优选一二线城市核心商圈进行拓展，未来三年内，苏宁极物将扩展到 300 家店。目前苏宁旗下有包括苏宁易购广场、苏宁小店、苏鲜生超市、苏宁母婴、苏宁零售云加盟店及集团的苏宁文创和苏宁体育在内的基于多种场景的消费品牌，去年 12 月苏宁公布了“大开发”战略，2018 年全国新开 5000 家店，其中包含苏宁小店（便利店）、零售云、直营店、极物等各个业态，而“互联网驱动线下门店升级”成为其开店逻辑的重中之重。

在体验与产品创新方面，苏宁易购将上线 Biu+苏宁智能家，打造 VR 实景线上家庭馆，用户可以边逛边玩边买，VR 实景一键下单。线下将开设 BIU+时代体验家，在主要 1.5 线城市选择 100 家云店，设置体验墙，展示小 biu 冰箱以及苏宁的互联网家庭产品。新兴商业模式的出现都是在应时而生，中国的一二线城市的中高端人群也逐渐迷失在消费选择的泥潭中，所以下一个中国自己的“无印良品”必将山寨出现，苏宁极物有机会打造成中国的下一个“无印良品”。但是，又不同于日本的无印良品，苏宁是一个将多品类结合在一起的综合经营体，它包含了更多的电子数码产品与高科技体验，整合了餐饮服务、休闲时光，这对于苏宁来说或许是一个新的尝试。

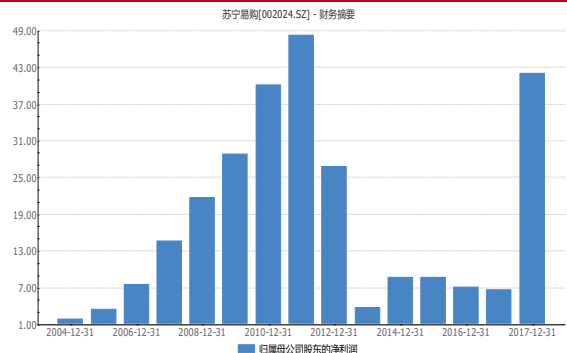
当然，无论新旧零售，供应链、选品与场景布置、门店运营都是零售业竞争获胜的基本武器，而这对于线下起家的苏宁而言，无疑是超车的机会所在。线下店面的管理经验和商业地产存量布局，京东网易等都缺乏，而苏宁是强项。苏宁极物的出现，让市场看到苏宁在构造场景方面的实力，零售业的场景互联网创新时代是苏宁易购机遇所在。

图表 8：苏宁易购历年收入变化图



来源：万得、国联证券研究所

图表 9：苏宁易购历年归母净利润变化图

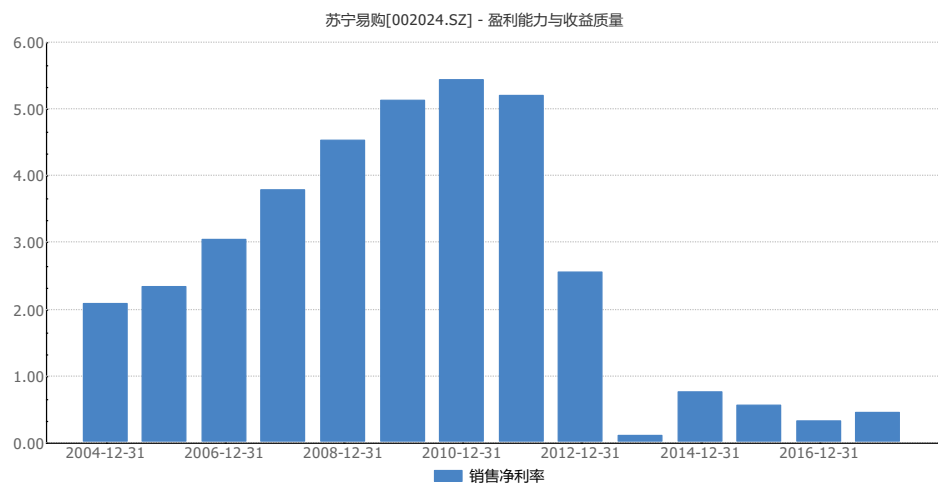


来源：万得、国联证券研究所

7. 估值与投资结论

据国内专业第三方研究机构艾瑞咨询的数据,2017年家电市场整体份额7905亿,苏宁易购独占20%份额,领跑全渠道第一,而苏宁也凭借31.5%的消费者选择,成为线下平台家电品类购买的第一选择偏好,双线布局优势突出。2018年一季度公司互联网平台商品丰富度增加,用户活跃度、复购率稳步提升,预计商品销售规模同比增长超过40%,一季度预计实现归属于上市公司净利润为10,000万元-15,000万元,同比增长27.79%-91.69%。苏宁易购正以整合了娱乐与售后的会员服务来确立自己的独特定位,在国内大型电商平台的激烈竞争中寻找到自己的竞争优势,我们因此预期公司正走向正常盈利,假设公司线下业务净利率恢复到近4%、收入规模稳定在1000亿元左右;线上销售规模增长率略高于行业均速,则基于境外市场对成长性电商巨头的市销率估值体系及公司多项股权投资的潜在价值,我们预测公司的目标市值较当前市值有30%左右的上升空间,予以推荐评级。

图表 10: 苏宁易购净利率变化图



来源: 万得、国联证券研究所

图表 11: 苏宁易购估值假设表

| 苏宁分部估值 | 估值方法 | 2018预测 | 估值倍数 | 预估目标市值 |
|--------|------|----------|------|--------|
| 线下业务 | 市盈率法 | 利润40亿元 | 20 | 800亿元 |
| 线上业务 | 市销率法 | 销售1800亿元 | 0.3 | 540亿元 |
| 阿里股权 | | | | 240亿元 |
| 江苏银行股权 | | | | 10亿元 |
| 中国联通股权 | | | | 33亿元 |
| 万达商业股权 | | | | 90亿元 |
| 苏宁金融 | | | | 180亿元 |
| 合计 | | | | 1893亿元 |

来源: 万得、公司公告、国联证券研究所

图表 12：苏宁易购同业比较

| 证券简称 | 总市值 | 总收入 | 净利润 | 市盈率 | 收入增长率 | | | | 净利增长率 | | | | ROE(%) |
|------|-------------|-------------|-----------|-------|---------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|--------|
| | | | | | 2017三季度 | 2016年报 | 2015年报 | 2014年报 | 2017三季度 | 2016年报 | 2015年报 | 2014年报 | |
| 苏宁易购 | 13080605.72 | 14800187.60 | 70441.40 | 31.07 | 26.85 | 9.66 | 24.31 | 3.44 | 321.23 | -19.27 | 0.64 | 133.19 | 1.46 |
| 最高值 | 13080605.72 | 14800187.60 | 403626.90 | 52.91 | 67.53 | 115.57 | 372.19 | 136.33 | 4059.82 | 1631.87 | 1549.34 | 196.06 | 30.22 |
| 中位值 | 3072476.86 | 899957.80 | 80811.19 | 29.57 | 32.36 | 13.27 | 33.18 | 3.90 | 69.56 | 79.74 | -3.55 | 12.20 | 10.18 |
| 永辉超市 | 9532180.26 | 4901265.98 | 124200.57 | 52.91 | 17.01 | 16.87 | 14.74 | 20.22 | 70.74 | 105.18 | -28.92 | 18.18 | 7.90 |
| 美凯龙 | 5304656.43 | 929098.60 | 403626.90 | 15.09 | 13.96 | 6.11 | 10.31 | 24.79 | -13.01 | -1.51 | 12.80 | 20.57 | 9.54 |
| 南京新百 | 3700651.04 | 1605910.90 | 39985.52 | 30.35 | 18.84 | 1.83 | 103.60 | 136.33 | 184.28 | 9.10 | -8.46 | 196.06 | 16.01 |
| 藏格控股 | 3221947.71 | 238113.82 | 91180.98 | 28.79 | 31.84 | -4.33 | 113.58 | -70.77 | 44.34 | 1631.87 | -7.74 | -409.73 | 30.22 |
| 小商品城 | 2923006.01 | 651384.55 | 106027.46 | 19.93 | 58.77 | 22.59 | 45.52 | 4.36 | 48.88 | 54.02 | 68.33 | -42.19 | 10.81 |
| 供销大集 | 2871741.89 | 1309863.20 | 40140.11 | 20.37 | 67.53 | 28.35 | 3.25 | 2.66 | 4059.82 | 845.35 | -29.78 | -5.02 | 2.66 |
| 跨境通 | 2867427.78 | 853364.06 | 39376.82 | 38.18 | 58.16 | 115.57 | 372.19 | 89.63 | 81.54 | 133.85 | 403.39 | 6.22 | 12.60 |
| 辽宁成大 | 2761126.22 | 870817.01 | 94780.41 | 20.47 | 61.16 | -4.46 | -1.10 | -10.61 | 48.24 | 84.22 | -36.71 | -3.95 | 5.27 |
| 南极电商 | 2499058.07 | 51657.21 | 30114.47 | 47.08 | 32.88 | 33.47 | 42.06 | -61.96 | 68.39 | 75.27 | 1549.34 | 102.00 | 21.76 |

来源：万得、国联证券研究所

8. 风险提示：

电商增速放缓、行业格局恶化、公司盈利能力不达预期

图表 13: 财务预测摘要

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 单位:百万元 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 单位:百万元 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 货币资金 | 25,924.8 | 32,246.8 | 47,357.8 | 58,723.6 | 72,230.1 | 营业收入 | 148,585. | 187,927. | 236,788. | 293,618. | 361,150. |
| 应收账款+票据 | 5,231.34 | 9,327.40 | 9,016.61 | 13,729.9 | 14,248.3 | 营业成本 | 127,247. | 161,431. | 203,401. | 252,130. | 310,119. |
| 预付账款 | 9,750.55 | 8,667.71 | 10,000.0 | 11,000.0 | 12,000.0 | 营业税金及附加 | 583.46 | 729.29 | 918.91 | 1,139.45 | 1,401.52 |
| 存货 | 14,392.3 | 18,551.4 | 22,957.2 | 28,495.6 | 34,791.3 | 营业费用 | 17,451.4 | 20,635.7 | 24,862.8 | 30,242.6 | 37,198.5 |
| 其他 | 23,436.0 | 14,149.3 | 14,149.3 | 14,149.3 | 14,149.3 | 管理费用 | 3,946.27 | 4,864.05 | 6,156.51 | 7,634.08 | 9,389.91 |
| 流动资产合计 | 80,963.6 | 85,732.6 | 106,270. | 128,888. | 150,208. | 财务费用 | 415.83 | 306.47 | 559.92 | 698.19 | 709.63 |
| 长期股权投资 | 417.05 | 1,767.20 | 1,767.20 | 1,767.20 | 1,767.20 | 资产减值损失 | 350.50 | 512.74 | 353.78 | 353.78 | 353.78 |
| 固定资产 | 12,813.1 | 14,373.0 | 13,040.1 | 11,198.1 | 9,356.05 | 公允价值变动 | -33.69 | 18.85 | 20.00 | 20.00 | 20.00 |
| 在建工程 | 1,591.22 | 509.17 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资净收益 | -109.19 | 87.57 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 5,684.76 | 8,215.53 | 7,833.11 | 7,449.27 | 7,065.44 | 其他 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动资产 | 32,018.7 | 42,001.4 | 41,115.2 | 40,230.3 | 39,876.5 | 营业利润 | -1,552.5 | -445.94 | 555.29 | 1,440.09 | 1,997.22 |
| 非流动资产合计 | 52,524.9 | 66,866.4 | 63,755.6 | 60,644.9 | 58,065.2 | 营业外净收益 | 2,453.44 | 4,777.98 | 881.73 | 881.73 | 881.73 |
| 资产总计 | 133,488. | 152,599. | 170,026. | 189,533. | 208,274. | 利润总额 | 900.89 | 4,332.04 | 1,437.02 | 2,321.82 | 2,878.95 |
| 短期借款 | 6,159.52 | 8,686.33 | 6,284.20 | 19,335.4 | 12,903.4 | 所得税 | 407.66 | 282.50 | 354.25 | 575.46 | 714.74 |
| 应付账款+票据 | 38,301.2 | 40,451.9 | 58,775.9 | 64,223.6 | 87,065.8 | 净利润 | 493.23 | 4,049.54 | 1,082.76 | 1,746.37 | 2,164.22 |
| 其他 | 15,491.3 | 13,289.8 | 14,205.6 | 14,225.7 | 15,317.8 | 少数股东损益 | -211.18 | -162.98 | -150.00 | -150.00 | -150.00 |
| 流动负债合计 | 59,952.0 | 62,428.0 | 79,265.8 | 97,784.8 | 115,287. | 归属于母公司 | 704.41 | 4,212.52 | 1,232.76 | 1,896.37 | 2,314.22 |
| 长期带息负债 | 3,518.02 | 6,353.66 | 6,353.66 | 6,353.66 | 6,353.66 | | | | | | |
| 长期应付款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | | |
| 其他 | 71.37 | 145.66 | 145.66 | 145.66 | 145.66 | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 3,589.39 | 6,499.33 | 6,499.33 | 6,499.33 | 6,499.33 | | | | | | |
| 负债合计 | 63,541.4 | 68,927.3 | 85,765.1 | 104,284. | 121,786. | | | | | | |
| 少数股东权益 | 4,212.30 | 4,669.24 | 4,519.24 | 4,369.24 | 4,219.24 | | | | | | |
| 股本 | 9,310.04 | 9,310.04 | 9,310.04 | 9,310.04 | 9,310.04 | | | | | | |
| 资本公积 | 35,835.3 | 35,980.4 | 35,980.4 | 35,980.4 | 35,980.4 | | | | | | |
| 留存收益 | 20,564.2 | 33,667.8 | 34,407.5 | 35,545.3 | 36,933.8 | | | | | | |
| 股东权益合计 | 69,921.9 | 83,627.6 | 84,217.3 | 85,205.1 | 86,443.6 | | | | | | |
| 负债和股东权益 | 133,488. | 152,599. | 172,213. | 193,906. | 214,834. | | | | | | |

| 现金流量表 | | | | | |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 单位:百万元 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 净利润 | -1,420.7 | -260.68 | 401.46 | 1,065.07 | 1,482.92 |
| 折旧摊销 | 1,805.83 | 2,100.10 | 2,756.98 | 2,756.98 | 2,225.92 |
| 财务费用 | 502.63 | 399.29 | 86.34 | 140.31 | 131.79 |
| 存货减少 | -662.65 | -4,430.5 | -4,405.7 | -5,538.3 | -6,295.7 |
| 营运资金变动 | 3,548.87 | -4,571.5 | 18,218.3 | -245.57 | 22,415.9 |
| 其它 | 463.31 | 623.00 | 353.78 | 353.78 | 353.78 |
| 经营活动现金流 | 4,237.20 | -6,140.3 | 17,411.2 | -1,467.8 | 20,314.6 |
| 资本支出 | 2,423.83 | 2,364.42 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期投资 | 163,145. | 206,954. | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 125,956. | 222,756. | 681.30 | 681.30 | 681.30 |
| 投资活动现金流 | -39,612. | 13,437.4 | 681.30 | 681.30 | 681.30 |
| 债权融资 | 2,440.35 | -482.47 | -2,402.1 | 13,051.2 | -6,432.0 |
| 股权融资 | 35,416.3 | 836.28 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | -1,098.6 | -1,264.3 | -579.44 | -898.86 | -1,057.4 |
| 筹资活动现金流 | 36,758.0 | -910.51 | -2,981.5 | 12,152.3 | -7,489.4 |
| 现金净增加额 | 1,481.50 | 6,118.26 | 15,110.9 | 11,365.8 | 13,506.4 |

| 主要财务比 | | | | | |
|----------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 9.62% | 26.48% | 26.00% | 24.00% | 23.00% |
| EBIT | 58.23% | 354.26% | -63.50% | 61.63% | 22.28% |
| EBITDA | -13.65% | 130.26% | -31.77% | 21.93% | 0.34% |
| 归属于母公司 | 0.64% | 498.02% | -70.74% | 53.83% | 22.03% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 14.36% | 14.10% | 14.10% | 14.13% | 14.13% |
| 净利率 | 0.33% | 2.15% | 0.46% | 0.59% | 0.60% |
| ROE | 1.07% | 5.34% | 1.55% | 2.35% | 2.81% |
| ROIC | -0.33% | 6.87% | 0.76% | 1.96% | 2.14% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债 | 47.60% | 45.17% | 50.44% | 55.02% | 58.47% |
| 流动比率 | 1.35 | 1.37 | 1.34 | 1.32 | 1.30 |
| 速动比率 | 0.72 | 0.85 | 0.87 | 0.88 | 0.88 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转 | 130.78 | 78.04 | 115.08 | 84.37 | 108.41 |
| 存货周转率 | 8.84 | 8.70 | 8.86 | 8.85 | 8.91 |
| 总资产周转率 | 1.11 | 1.23 | 1.39 | 1.55 | 1.73 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.08 | 0.45 | 0.13 | 0.20 | 0.25 |
| 每股经营现金 | 0.46 | -0.66 | 1.87 | -0.16 | 2.18 |
| 每股净资产 | 7.06 | 8.48 | 8.56 | 8.68 | 8.83 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 188.07 | 31.45 | 107.47 | 69.86 | 57.25 |
| 市净率 | 2.02 | 1.68 | 1.66 | 1.64 | 1.61 |
| EV/EBITDA | 43.15 | 18.34 | 26.28 | 24.03 | 22.69 |
| EV/EBIT | 127.95 | 27.57 | 73.85 | 50.93 | 39.47 |

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| | | |
|------------|------|--------------------------------|
| 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% |
| | 卖出 | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 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 |

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

| 地区 | 姓名 | 固定电话 |
|----|-----|-------------------|
| 北京 | 管峰 | 010-68790949-8007 |
| 上海 | 刘莉 | 021-38991500-831 |
| 深圳 | 张杰甫 | 0755-82556064 |