

# 挖掘县镇潜力，零售云布局低线城市智慧零售端口

首次覆盖报告

陈文倩(分析师)

010-83561313

chenwenqian@xsdzq.cn

证书编号: S0170511070001

## ● “零售云”低线城市智慧零售端口，2018年加速布局：

“零售云”是2018年初正式启动的新业务，与苏宁易购直营店共同构造公司下沉县城乡镇市场的智慧零售端口。借助苏宁零售核心能力，同时与县镇传统家电零售商多年深耕的经验、人脉优势相融合，在县乡镇市场孕育出集合大品牌背书、高科技赋能、小业态的灵活多变的县镇新零售物种。苏宁计划2018年要在三至六线市场布局3000家门店，实现40亿收入贡献。

## ● 低线城市存量增量兼具 零售云诞生恰逢其时：

受换新需求平稳释放的影响，大家电三四线市场的增速明显好于一二线市场。而对于仍存有较高增量空间的环境电器和厨房小电而言，三四线无疑正释放着巨大的增长势能。苏宁指出县镇低线市场巨大且稳定的存量市场全年规模超9000亿，城镇化及消费升级带来想象空间增速有望维持28%左右。

## ● 零售云加盟模式解决县镇经销商痛点：

根据奥维云网(AVC)线下4500家门店提供的日度销售数据，家电品类线下市场尽管行业低迷，但主力品牌的表现却可圈可点。可见**市场越是不景气，品牌的重要性越大**。而对传统低线城市家电手机经销商而言，其可经营品牌和规模等受资金成本等多条件限制，难以同时经营多个知名品牌能力。而加盟苏宁零售云经销商可以无压力实现海量SKU扩充；共享苏宁仓配装一体服务；品牌和营销资源共享；专用数字化工具共享；以及加盟开店全过程的帮扶和零售运营能力输出。

## ● 苏宁实体渠道精细维护，线上线下良性互动。首次覆盖给予“推荐”评级：

18年苏宁加速对实体渠道扩建，与多家知名房地产商战略合作，“一大、两小、多专”多业态，满足线上线下发展不同层次需求。线下渠道口碑深入有望反哺线上运营，实现线上线下良性互动。我们预计公司2018-2020年净利润分别为15.58/20.87/31.13亿元，对应EPS分别为0.17/0.22/0.33元，首次覆盖给予“推荐”评级。

## ● 风险提示：家电行业消费走弱，线上线下增速差距加大，展店不及预期

### 财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	148585	187,928	237,114	300,069	382,562
增长率(%)	9.6	26.5	26.2	26.6	27.5
净利润(百万元)	704.4	4,213	1,558	2,087	3,113
增长率(%)	-19.3	498.0	-63.0	34.0	49.2
毛利率(%)	14.4	14.1	14.1	14.3	14.6
净利率(%)	0.5	2.2	0.7	0.7	0.8
ROE(%)	0.7	4.8	1.5	2.0	2.9
EPS(摊薄/元)	0.08	0.45	0.17	0.22	0.33
P/E(倍)	175.25	29.3	79.3	59.2	39.7
P/B(倍)	1.88	1.6	1.6	1.5	1.5

## 推荐(首次评级)

**市场数据** 时间 **2018.04.20**

收盘价(元):	12.66
一年最低/最高(元):	9.9/15.05
总股本(亿股):	93.1
总市值(亿元):	1,178.65
流通股本(亿股):	50.49
流通市值(亿元):	639.21
近3月换手率:	73.21%

### 股价一年走势



### 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	3.77	7.1	15.33
绝对	-3.82	-4.66	23.05

### 相关报告

## 目 录

1、 “零售云”低线城市智慧零售端口，2018 年加速布局 .....	3
2、 低线城市存量增量兼具 零售云诞生恰逢其时 .....	3
2.1、 低线乡镇兼具“稳定的存量”与“潜力巨大的增量” .....	3
2.2、 家电品牌重要性越来越大 零售云集合多品牌赋能加盟商 .....	4
2.3、 县乡镇家电需求提升空间大 零售云扩展符合市场趋势 .....	4
2.4、 低线城市实体渠道仍是主力 线上线下增长前景广阔 .....	5
2.5、 三四线地产加快去库存 有望进一步带动家电销售 .....	5
3、 接入零售云 省心做老板 .....	6
3.1、 零售云选择加盟模式为加盟商跨界赋能 .....	6
3.1.1、 零售云选择加盟模式 .....	6
3.1.2、 零售云为加盟商跨界赋能 .....	6
3.2、 加入零售云优势 .....	7
3.2.1、 以加盟商盈利为展店基础 .....	7
3.2.2、 帮扶店长跟随 开店全程无忧 .....	7
3.2.3、 共享苏宁品牌资源 统一节点促销持续吸引客流 .....	7
3.2.4、 仓配装共享 零库存运作提升周转率 .....	7
3.2.5、 海量 SKU 扩充 解决大资金占用痛点 .....	7
3.3、 数字化工具共享 .....	8
4、 苏宁零售云加盟店实地调研 .....	9
4.1、 零售云优势明显加盟条件高 .....	9
4.2、 调研早起开业的三家典型门店 .....	9
5、 未来展望：打通全品类的零售解决方案开放平台 .....	10
6、 风险提示：家电行业消费走弱，线上线下增速差距加大，展店不及预期 .....	11
附：财务预测摘要 .....	12

## 图表目录

图 1： 苏宁零售云愿景 .....	3
图 2： 截止 2018 年一季度零售云开店 215 家 .....	3
图 3： 一线城市家电消费遇冷 .....	4
图 4： 零售云集合多品牌赋能经销商 .....	4
图 5： 本地农民工人数及占比持续上行（万人，%） .....	4
图 6： 2016 年城镇、农村每百户耐用品拥有量（台） .....	4
图 7： 农村居民每百户耐用品拥有量持续上升（台） .....	5
图 8： 城镇居民每百户耐用品拥有量平稳（台） .....	5
图 9： 中国农村网购市场规模（亿元） .....	5
图 10： 不同级别城市的商品房成交面积同比增速 三线城市持续上升 .....	5
图 11： 县镇低线市场分析 .....	6
图 12： 零售云加盟店特色 .....	6
图 13： 加入零售云优势 .....	8
图 14： 共享苏宁 10 万+产品池 无需备货 .....	8
图 15： 同等面积、同样人员改造后可销售苏宁上千万商品 .....	8
图 16： 智慧零售：人货场的数字化重构 .....	8
表 1： 早起开业三家典型零售云门店 .....	10

## 1、“零售云”低线城市智慧零售端口，2018年加速布局

“零售云”是苏宁于2017年7月开始筹备，2018年初正式启动的新业务，与苏宁易购直营店共同构造公司下沉县域乡镇市场的智慧零售端口。苏宁零售云整合并输出自身品牌、供应链、IT技术、物流售后等核心能力，赋能中小零售商，同时与县镇传统家电零售商多年深耕的经验、人脉优势相融合，在县域乡镇市场推进苏宁易购零售云加盟店，孕育出集合大品牌背书、高科技赋能、小业态的灵活多变的县镇新零售物种。

零售云平台面向三至六级市场开展加盟店业务；面积一般在150-500平方米；现门店类型主要为家电综合店和手机潮品店；零售云门店选址遵循“一镇一店，一商圈一店”原则，精准触达消费者；目标是建立短链的、平台化的高效率线下终端网络。苏宁零售云下沉到县镇市场，凭借低成本、高效率特性，全维度赋能商家，真正让加盟商省心做老板。公司“零售云”业务推进迅猛，启动半年多时间里，截止2018年一季末已开业门店突破215家（2017年末开店39家），覆盖全国超过23个省、直辖市的215个县镇，3月31日当天就有62家店同开，截止3月25日，已开业门店月销售额破亿，超内部设定目标值。苏宁计划2018年要在三至六线市场布局3000家零售云门店，全年实现40亿收入贡献。按照3000家门店计划，未来每个月平均开店310家，每周平均开店70余家。

图1：苏宁零售云愿景



资料来源：苏宁零售云业务资料，新时代证券研究所

图2：截止2018年一季度零售云开店215家



资料来源：苏宁零售云业务资料，新时代证券研究所

## 2、低线城市存量增量兼具 零售云诞生恰逢其时

### 2.1、低线乡镇兼具“稳定的存量”与“潜力巨大的增量”

奥维云网（AVC）董事长文建平先生在第五届中国家电流通年会发表了《新格局下，三四线市场释放行业新势能》的演讲，报告中数据指出17年十一节日期间大城市家电消费遇冷。但是报告指出分城市级别来看，差异还是非常明显。受换新需求平稳释放的影响，大家电三四线市场的增速明显好于一二线市场。而对于仍存有较高增量空间的环境电器和厨房小电而言，三四线无疑正释放着巨大的增长势能。文建平指出，目前的中国三四线市场正面临这三大发展机会，一是城镇化建设带来的市场扩容、消费提质和服务提升，二是三四线人口回流带来的消费能力提升、消费观念转变以及品牌认知的提升，三是二胎政策放开带来的最多每年五六百万的新增人口和近千亿的新增消费。纵观当前三四线市场可见，线上渠道正积极转战线下，

新兴渠道也断不断涌现，而广大的三四线家电经销商也正面临这从传统的分销模式向零售转型的关键时期，三四线市场可谓风势正好，蓄力待发！

### 2.2、家电品牌重要性越来越大 零售云集合多品牌赋能加盟商

根据奥维云网（AVC）线下 4500 家门店提供的日度销售数据，家电品类线下市场除个别几样商品外皆有不同程度的降幅。尽管行业低迷，但主力品牌的表现却可圈可点，传统主力品牌的市场集中趋势更加明显。可以看出，**市场越是不景气，品牌的重要性越大**。而传统县乡镇手机、家电经销商可经营品牌受资金成本等条件限制，不具备同时经营多个知名品牌能力，零售云背靠苏宁采购和供应链大平台，经销商可以无压力实现海量 SKU 扩充。

图3： 一线城市家电消费遇冷



资料来源：奥维云网，新时代证券研究所

图4： 零售云集合多品牌赋能经销商



### 2.3、县乡镇家电需求提升空间大 零售云扩展符合市场趋势

按照奥维云网的预测，到 2020 年，三四线市场的零售额占比将达到 65%，彻底取代一二线市场，甚至是后者的两倍规模，成为城市结构上的主流。此预测主要出于以下原因：1) 农民工回流：近年来农民工回流趋势可见，2014-2016 年本地农民工占总农民工比重分别为 38.60%、39.15%、39.89%呈上升趋势，这也说明农村可消费群体人数在增加。

一线城市耐用家电持有量趋于饱和，而三四线及农村地区持有量水平仍呈上升趋势，有提升空间。从 2016 年城镇农村家电持有量差异图可以看出冰箱、彩电、洗衣机差距不大，主要依靠更新需求，但空调、抽油烟机耐用家电提升空间巨大。

图5： 本地农民工人数及占比持续上行（万人，%）

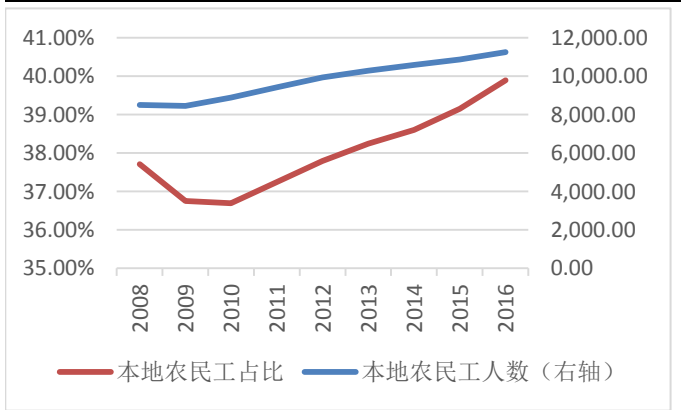


图6： 2016年城镇、农村每百户耐用品拥有量（台）

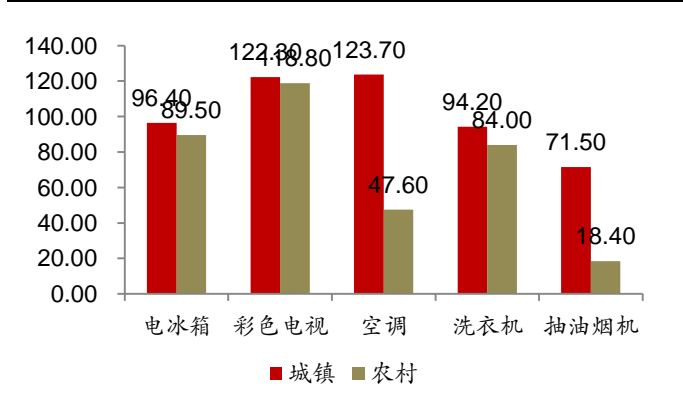
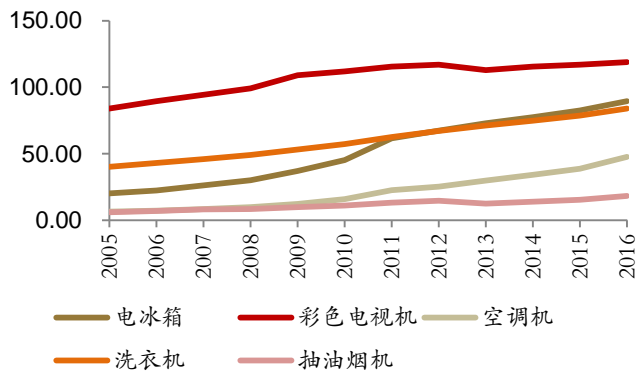
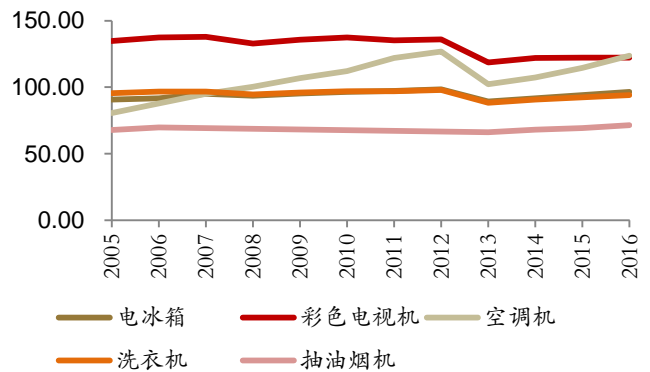


图7: 农村居民每百户耐用品拥有量持续上升(台)



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图8: 城镇居民每百户耐用品拥有量平稳(台)



资料来源: wind, 新时代证券研究所

## 2.4、低线城市实体渠道仍是主力 线上线下增长前景广阔

**线上渗透率低, 实体渠道采购仍是主力:** 目前县域级线上渗透率较低不到 20%, 实体采购占比偏高, 低线城市门店仍是当地市场消费主流渠道。但低线及农村居民越来越能够接受网购的消费模式, 根据中投顾问的预测, 农村网购市场规模将从 2014 年的 1817 亿元增长到 2021 年的 23266 亿元, 增长前景广阔。

图9: 中国农村网购市场规模(亿元)



资料来源: 中投顾问产业研究中心, 新时代证券研究所

## 2.5、三四线地产加快去库存 有望进一步带动家电销售

政府工作报告中提出, 目前三四线城市房地产库存仍然较多, 要支持居民自住和进城人员购房需求; 计划今年再完成棚户区住房改造 600 万套, 继续发展公租房, 因地制宜提高货币化安置比例; 并要求深化户籍制度改革, 今年实现进城落户 1300 万人以上。三四线地产去库存的过程有望持续, 从而带动下游客家电的销售, 对厨电和家电的销售带动将更为显著。

图10: 不同级别城市的商品房成交面积同比增速 三线城市持续上升



资料来源：中国产业信息，新时代证券研究所

### 3、接入零售云 省心做老板

零售云项目是苏宁集团智慧零售全球布局的重点项目，旨在提供更靠谱的智慧零售解决方案。苏宁作为零售服务线上线下集成商，为加盟商提供跨界赋能，将低线城市零售模式再升级。

#### 3.1、零售云选择加盟模式为加盟商跨界赋能

##### 3.1.1、零售云选择加盟模式

**本土化服务，人情生意为主。**中国地域辽阔，经济水平、消费习惯等方面具有差异性；当地或区域家电销售龙头占据地理、供货商等各类优势，零售渠道直接下沉容易遭遇排挤；同时乡镇多以夫妻老婆店等业态为主，更加注重人情关系，无论是批发商还是消费者都以“熟商熟客”为主要特点。因此当地中小零售商长期扎根本地，更熟悉本地市场和人群需求，外来的零售商很难从根本上取代他们。

##### 3.1.2、零售云为加盟商跨界赋能

**家电及3C产品专卖店面临生存危机。**低线城市家电、手机零售业态主要以品牌专卖店为主，农村开设的专卖店大部分都是夫妻店的形式，或者是小百货店兼做家电，一般来说这些门店品类少、规模小、资金少，现有的经营模式难以满足庞大的客户需求，近年来生意大不如从前，关店率约达到30%。零售云平台为加盟商导入苏宁供应上10万+的商品池，为门店介入各类增值服务，协助门店多维度跨界盈利。

图11：县镇低线市场分析



图12：零售云加盟店特色



资料来源：苏宁零售云业务资料，新时代证券研究所

资料来源：苏宁零售云业务资料，新时代证券研究所

## 3.2、加入零售云优势

目前中国有将近 700 万家包括夫妻店在内的小店，贡献了整个零售渠道 40% 的出货量。但小店表现却不尽人意，随着互联网技术的发展以及用户需求改变，店面形象不佳、营销手段传统、靠老顾客维持生意、经营管理方式落后、未充分利用数据，传统零售门店经营痛点愈发明显。且传统知名家电龙头对经销商要求多，规则复杂，资金占用高昂，传统零售门店的痛点即零售云赋能所在。苏宁零售云推出全场景的数字化重构和全价值链平台赋能的智慧零售解决方案，核心解决门店买和卖的问题，为传统零售门店智慧转型注入新活力。

### 3.2.1、以加盟商盈利为展店基础

苏宁零售云要求加盟商毛利水平不低于 16%，对此苏宁解释，只有加盟商赚钱，零售云模式才能顺利推广。所以在零售云门店整体经营上，苏宁不仅解决加盟商资金占用压力、供应链问题、以及夫妻店经验推广压力，还鼓励线下多卖专供型号，形成线上线下差异化销售，满足线上线下顾客不同层次需要。

### 3.2.2、帮扶店长跟随 开店全程无忧

苏宁零售云让加盟商无忧的重要一点，苏宁零售云门店本地帮扶紧密，苏宁提供 50 天帮扶店长带教，手把手教会店长苏宁门店零售管理。调研中苏州地区目前有帮扶店长 8 人（苏州地区 18 年计划开店 40 家之内），每家新开店帮扶店长帮扶时间 50 天，且满 50 天后还会有后续督导，一般保证最低每个月巡店一次。帮扶店长来源：1）从原有总部内的销售精英提拔，由销售层提升至管理层；同时考虑全年开店数量 3000 家目标，也在从社会积极招聘帮扶店长人选。

### 3.2.3、共享苏宁品牌资源 统一节点促销持续吸引客流

加盟商加入将共享苏宁线下积累多年口碑的优势品牌；苏宁为加盟商提供定制化场景店面装修；独特全面的商品政策，为加盟商提供苏宁自营商品（毛利高）、跨品类商品资源、报销定制机型（独有的商品竞争力）。社会化营销工具，线下统一节点促销，根据苏宁全年规划的营销节点开展联合营销活动，平均每个月两次营销活动，保证店铺对线下客流的吸引力。

### 3.2.4、仓配装共享 零库存运作提升周转率

依托苏宁强大的物流体系，大幅提升终端零售商周转效率。在物流方面，加入零售云的小店，可共享苏宁全国 43 个地级仓的商品物流库存；关于低库存，比如小家电、3C 品类，将实行先采后销，订货次日达，备货 3-5 天库存就够了；大件商品先销后采，无样机可以用 PAD 推销，直接云仓配送，门店整体库存很低。未来苏宁也会考虑将乡镇市场的零售云门店，作为前置仓，将仓储去中心化，进一步加快零售云的商品周转。

### 3.2.5、海量 SKU 扩充 解决大资金占用痛点

海量 SKU 扩充。苏宁零售云可提供约 1 万个具备成本优势的 SKU 以供选择，推动加盟店由单品类专卖店向全品类销售平台转变。同时通过商品数据化带来的大数据，共享线上线下庞大的商品池。这也可以解决资金占用问题，让 2-3 个人就能操作上千个 SKU 的销售和管理，苏宁方面认为，这是零售云区别于一般线下加盟店模式的原因。

图13: 加入零售云优势



资料来源: 苏宁零售云业务资料, 新时代证券研究所

图14: 共享苏宁10万+产品池 无需备货



资料来源: 苏宁零售云宣传资料, 新时代证券研究所

### 3.3、数字化工具共享

在数字化方面, 零售云拥有自身独立的数据中台, 这是与行业其他同类平台最大的不同。加盟门店在零售云上面能共享线上线下两个采购供应链体系, 零售云 IT 中台系统能把苏宁供应链所有商品导进来, 让所有商户共享, 同时作为一个独立的中台, 引入外面的供应链, 让所有商户能够去更方便买到适合的商品; 在零售运营上, 帮助加盟店推进店面互联网化及数据化建设, 运用“千里传音”、“店+、“金矿”等数据营销产品, 挖掘消费需求, 精准营销, 提升店面销售转化; 进一步丰富门店在消费类电子产品、家居生活、健康个护等方面的产品, 增强体验互动, 有效吸引客流。

图15: 同等面积、同样人员改造后可销售苏宁上千万商品



资料来源: 苏宁零售云业务资料, 新时代证券研究所

图16: 智慧零售: 人货场的数字化重构





资料来源：苏宁零售云业务资料，新时代证券研究所

## 4、苏宁零售云加盟店实地调研

### 4.1、零售云优势明显加盟条件高

零售云聚焦县乡镇市场，一镇一店，为加盟商提供最基本的区域保护政策。同时也对加盟商提出要求：具有合法的资质证明及证照；鼓励熟商带熟店加盟，加盟商需要具备手机或综合家电行业零售管理经验；加盟商需要拥有经营必须的营业场所，加盟综合面积要求 150-500 平（现在总部考虑部分手机店传统经营面积 6 米\*20 米只有 120 平，总部考虑降低面积要求，为手机商加盟零售云放宽门槛）；最后一点要认可苏宁零售云生意模式。零售云加盟商的高要求，有助于县镇熟人熟店业务拓展。

### 4.2、调研早起开业的三家典型门店

**1) 安徽马鞍山店。当地经济发展：**安徽马鞍山横跨两省交界，安徽省这头镇户籍人口约 7 万人，归属江苏省人口约 3 万人，合 10 万人，居民住房价格约 5000 元左右；**当地居民购买力水平：**家电客单价 2-3 万套装（成套家电），单件消费家电客单价 3000 元左右；**门店基本情况：**安徽马鞍山店于 2017 年 11 月开业，经营面积约为 500 平方米，总投入 100 万元，其中装修费用 30 多万元，600 多元每平，主要因为是零售云最早期开业店，初期装修成本较高，目前零售云店面装修费用控制在 300-500 元每平方米；**门店运营管理和绩效情况：**门店拥有共 7 名员工，月薪为 3000 元加提成工资。商品管理上，拥有库存出样 40 万产品，其中手机占比手机占比 30%，毛利率为 8%；家电占比 70%，毛利最低 15%，净利 4%-6%。门店加盟之初，交给苏宁加盟费 5 万元，如若退出将放还。门店平均月收入约为 100 万左右，业绩好时约为 200 万，坪效约为 2 万/平方米。

**(2) 无锡大区常州寨桥店。当地经济发展：**常州市约为 480 万人口，其中寨桥人口约 2.4 万，居民住房价格约 13000-15000 元/平方米，房价较 2016 年增长 5000 元左右；**当地居民购买力水平：**部分消费者家电购买客单价在 5000-6000 元，消费者平均客单价约为 3000 元左右；**门店基本情况：**常州寨桥店经营面积约为 400 平方米，装修精选展台 10 万元，装修费用 200 元/平方米，样机成本 20 多万左右，年租金约为 8 万元；**门店运营管理和绩效情况：**门店拥有 5 名员工和老板一名，平均工资在 4 万元/年。门店加盟之初，交给苏宁加盟费 5 万元，如若退出将放还。加盟后实现营收 40 万元将改造前实现 20 万元增长（其中开业当月实现营收 70 万

元)，利润率提高 70%，其中手机品类毛利约为 5%-8%，家电毛利 20%左右。

**(3) 苏州市吴中区郭巷镇店。当地经济发展：**吴中区人口 110 多万，郭巷社区当地约为 5 万人口，居民住房价格约 20000+元/平方米；**门店基本情况：**郭巷镇店经营面积约为 200 平方米，装修费用约为 10 万，平均 200 元/平方米，门店月租金约为 10 万元，人工运营费用 3 万元每月；**门店运营管理和绩效情况：**门店拥有 4 名员工，平均工资在 4000-5000 元/月。门店加盟之初，交给苏宁加盟费 5 万元，如若退出将放还。加盟后实现营收 120 万元，综合毛利率为 15%，其中手机品类毛利约为 10%左右，手机收入占到 4 成；家电占比 6 成毛利率约 15%-20%；**库存管理：**门店按日结算，小产品小家电手机会保留部分存货，根据老板和销售情况和以往经营经验决定存货量，不算样机手机保持几万元小家电存量。

**表1：早起开业三家典型零售云门店**

	马鞍山小丹阳店	常州寨桥店	苏州吴中区郭巷店
面积(平方米)	500	400	200
开店时间	2017年11月	2017年12月	2017年8月
选商	南京手机商返乡创业加盟苏宁	美的专卖店转型加盟苏宁	联通手机卖场转型加盟苏宁
选品	手机 30%+家电 70%	手机 20%+家电 80%	手机 40%+家电 60%
加盟费(万)	5	5	5
房租(万/年)	26	8	60
当地人口(万)	10	2.4	5
当地房价(千万/平)	5000	13000-15000	20000
装修(元/平)	600	200	500
装修费用(万)	30	10	10
库存出样(万)	40多, 很多品牌主动要求给样机	近30万, 样壳免费	不到20万
员工	7	5	4
工资	3000+提成	4000	4000-5000
收入(万/月)	100(最好时200万)	40(开业初期70万)	100-120
坪效(万/平米年)	2	1.2	5-6
客单价(元/人)	3000左右, 家电套装客单价2-3万	3000	3000
毛利率	手机8%+家电15-16%,	手机5%-8%, 家电20%	手机10%-12%, 家电18%-20%
综合毛利率	15%-16%	17%-18%	15%
物流成本	--	1.7%-1.8%	2%
净利率	4%-6%	--	3%-4%

资料来源：调研资料，新时代证券研究所

注 1：:2018-4-11 苏宁零售云门店调研

## 5、未来展望：打通全品类的零售解决方案开放平台

苏宁易购是中国领先的互联网零售服务商，拥有完善的线上线下全面融合发展的零售渠道、拥有专业的商品供应链管理能力和以自营及开放平台的方式，经营家电 3C、母婴、超市、百货、生鲜等类目，并结合自身优势致力于打造各类目的专业运营能力；在零售业务基础上延伸了物流、金融业务，资源优势和价值逐步凸显，业务发展迅速。

苏宁零售云的县乡镇店只是个开始，目前零售云加盟商在采购系统内不能采购苏宁百货商品，后续不排除会打开这类产品的采购销售，为加盟商提供更多商品服务。以及随着供应链的完善还会有极物店、母婴店、小店等更多类型的门店，会像

魔方一样进行组合，适应不同市场环境的需求。

18年苏宁加速对实体渠道扩建，与多家知名房地产商战略合作，“一大、两小、多专”多业态，满足线上线下发展不同层次需求。线下渠道口碑深入有望反哺线上运营，实现线上线下良性互动。我们预计公司2018-2020年净利润分别为15.58/20.87/31.13亿元，对应EPS分别为0.17/0.22/0.33元，首次覆盖给予“推荐”评级。

## **6、风险提示：家电行业消费走弱，线上线下增速差距加大， 展店不及预期**

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	79451	87830	105454	111094	136874	<b>营业收入</b>	<b>148585</b>	<b>187928</b>	<b>237114</b>	<b>300069</b>	<b>382562</b>
现金	27209	34030	50315	35093	52678	营业成本	127248	161432	203629	257125	326876
应收账款	1104	2389	1099	3829	2109	营业税金及附加	583	729	901	1140	1454
其他应收款	4095	6919	2025	10246	6591	营业费用	17451	20636	25964	32768	41699
预付账款	9751	8668	12072	15519	21318	管理费用	3946	4864	6165	7772	9870
存货	<b>14392</b>	<b>18551</b>	<b>23004</b>	<b>29469</b>	<b>37238</b>	财务费用	416	306	-57	40	151
其他流动资产	22901	17272	16939	16939	16939	资产减值损失	350	513	569	720	918
<b>非流动资产</b>	57716	69447	75402	81570	89611	公允价值变动收益	-34	19	20	20	20
长期投资	417	1767	3207	4648	6088	投资净收益	1445	4300	1490	1490	1490
固定资产	12813	14373	18298	23243	29397	<b>营业利润</b>	<b>2</b>	<b>4076</b>	<b>1453</b>	<b>2014</b>	<b>3103</b>
无形资产	5688	8217	8126	7952	7781	营业外收入	<b>1060</b>	<b>405</b>	<b>400</b>	<b>400</b>	<b>400</b>
其他非流动资产	<b>38798</b>	<b>45090</b>	<b>45771</b>	<b>45726</b>	<b>46346</b>	营业外支出	161	149	200	200	200
<b>资产总计</b>	<b>137167</b>	<b>157277</b>	<b>180856</b>	<b>192663</b>	<b>226486</b>	<b>利润总额</b>	<b>901</b>	<b>4332</b>	<b>1653</b>	<b>2214</b>	<b>3303</b>
<b>流动负债</b>	61455	64264	87651	99068	131556	所得税	<b>408</b>	<b>283</b>	<b>397</b>	<b>531</b>	<b>793</b>
短期借款	6160	8686	8686	8686	8686	<b>净利润</b>	<b>493</b>	<b>4050</b>	<b>1256</b>	<b>1683</b>	<b>2510</b>
应付账款	12498	13095	19188	21576	30246	少数股东损益	<b>-211</b>	<b>-163</b>	<b>-301</b>	<b>-404</b>	<b>-602</b>
其他流动负债	<b>42798</b>	<b>42482</b>	<b>59777</b>	<b>68805</b>	<b>92623</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>704</b>	<b>4213</b>	<b>1558</b>	<b>2087</b>	<b>3113</b>
<b>非流动负债</b>	5790	9385	9252	8612	8134	EBITDA	<b>2496</b>	<b>6357</b>	<b>3242</b>	<b>4161</b>	<b>5143</b>
长期借款	3518	6354	6220	5580	5102	EPS(元)	0.08	0.45	0.17	0.22	0.33
其他非流动负债	<b>2272</b>	<b>3032</b>	<b>3032</b>	<b>3032</b>	<b>3032</b>						
<b>负债合计</b>	<b>67245</b>	<b>73649</b>	<b>96903</b>	<b>107679</b>	<b>139690</b>						
少数股东权益	4212	4669	4368	3964	3361	<b>主要财务比率</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
股本	9310	9310	9310	9310	9310	<b>成长能力</b>					
资本公积	35835	35980	35980	35980	35980	营业收入(%)	9.6	26.5	26.2	26.6	27.5
留存收益	17930	21363	22267	23487	25307	营业利润(%)	100.3	198540.2	-64.4	38.7	54.0
归属母公司股东权益	65710	78958	79585	81020	83435	归属于母公司净利润(%)	(19.3)	498.0	-63.0	34.0	49.2
<b>负债和股东权益</b>	<b>137167</b>	<b>157277</b>	<b>180856</b>	<b>192663</b>	<b>226486</b>	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	14.4	14.1	14.1	14.3	14.6
						净利率(%)	0.5	2.2	0.7	0.7	0.8
						ROE(%)	0.7	4.8	1.5	2.0	2.9
						ROIC(%)	0.5	4.1	0.9	1.3	2.0
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	49.0	46.8	53.6	55.9	61.7
						净负债比率(%)	-18.5	(22.4)	(40.3)	(22.4)	-42.4
						流动比率	1.3	1.4	1.2	1.1	1.0
						速动比率	1.1	1.1	0.9	0.8	0.8
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.3	1.3	1.4	1.6	1.8
						应收账款周转率	164.3	107.6	135.9	121.8	128.9
						应付账款周转率	11.8	12.6	12.6	12.6	12.6
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.08	0.45	0.17	0.22	0.33
						每股经营现金流(最新摊薄)	-1.23	0.64	2.44	-0.76	2.97
						每股净资产(最新摊薄)	7.06	8.48	8.55	8.70	8.96
						<b>估值比率</b>					
						P/E	175.25	29.31	79.26	59.16	39.66
						P/B	1.88	1.56	1.55	1.52	1.48
						EV/EBITDA	45.87	17.1	28.8	25.9	17.4

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	3839	-6605	22691	-7035	27613
净利润	493	4050	1256	1683	2510
折旧摊销	1806	2100	2121	2507	2454
财务费用	416	306	-57	40	151
投资损失	-1445	-4300	-1490	-1490	-1490
营运资金变动	2886	-9002	20720	-9674	23967
其他经营现金流	-316	241	141	-100	20
<b>投资活动现金流</b>	-39613	13437	-6727	-7084	-9026
资本支出	<b>2424</b>	<b>2364</b>	<b>4159</b>	<b>4905</b>	<b>6513</b>
长期投资	-40034	13092	-1440	-1350	-1440
其他投资现金流	-77223	28894	-4009	-3528	-3954
<b>筹资活动现金流</b>	36758	-911	321	-1103	-1001
短期借款	<b>2934</b>	<b>2527</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
长期借款	-4817	2836	-133	-640	(478)
普通股增加	1927	0	0	0	0
资本公积增加	30598	145	0	0	0
其他筹资现金流	<b>6117</b>	<b>-6418</b>	<b>455</b>	<b>-463</b>	<b>-523</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>1084</b>	<b>5653</b>	<b>16285</b>	<b>-15222</b>	<b>17586</b>

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**陈文倩**，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

<b>北京</b>	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
<b>上海</b>	<b>吕筱琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
<b>深圳</b>	<b>史月琳 销售经理</b>
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>