

证券研究报告—深度报告

商业贸易

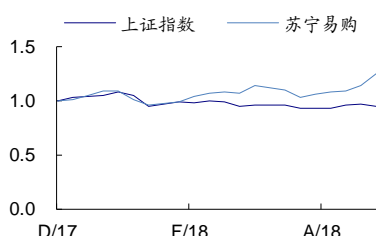
零售

苏宁易购(002024)
买入

(维持评级)

2018年05月28日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

| | |
|--------------|----------------|
| 总股本/流通(百万股) | 9,310/5,049 |
| 总市值/流通(百万元) | 142,630/77,352 |
| 上证综指/深圳成指 | 3,141/10,448 |
| 12个月最高/最低(元) | 15.46/10.06 |

证券分析师: 王念春

电话: 0755-82130407

E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120027

联系人: 刘馨竹

E-MAIL: liuxinz@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

公司点评

零售云专题: 加盟赋能, 抢占低线家电市场

● 零售云: 赋能千店万商, 共享智慧零售

苏宁零售云是苏宁智慧零售解决方案平台, 通过开放输出公司在供应链、仓储、金融、IT 等方面的核心能力, 赋能中小零售商, 在县域乡镇市场推进苏宁易购零售云加盟店。零售云门店采用直营化管理的加盟模式, 通过“一镇一店, 一商圈一店”策略, 以建立短链的、平台化的高效线下终端网络为目标, 精准触达消费者。18年来, 零售云加盟店进入快速复制阶段。截至18年5月1日, 公司已开设苏宁易购零售云加盟店390家, 4月底112家店同开, 覆盖全国22个省、90个城市。2018年, 公司将加快布局零售云加盟店, 计划2018开设3000家门店, 覆盖全国90%以上的县镇, 预计18年交易规模突破40亿。

● 门店调研: 加盟店经营效率显著提升

2018年4月11日和12日, 我们分别对常州寨桥店、苏州郭巷店、马鞍山小丹阳店三家首批公司零售云门店进行实地考察。调研结果显示, 改造后门店品类结构优化, 经营效率显著提升, 客流量和销售额均大幅上升。

● 市场分析: 家电市场稳健增长, 低线市场潜力可期

近年来, 我国家电产品价格提升, 市场规模稳健增长。据中怡康数据, 2017年国内家电市场零售额达1.74万亿元, 同比增长9.78%。随着我国城镇化水平提高, 低线市场家电市场表现亮眼, 2016年, 三四级市场线下家电销售额达3321亿元, 占整体线下家电市场比重约59.6%, 高出一二线城市同期水平19.2个百分点, 2017年全国农村实现网络零售额1.24万亿元, 同比增长39%, 其中家电类产品贡献显著。未来, 随着城镇化进程加速、农村消费水平提升, 将撬动低线家电市场需求。

● 风险提示

新兴门店扩张不及预期; 门店盈利能力不及预期。

● 零售云业态加速下沉, 受益于三四线消费升级, 给予“买入”评级

公司当前多业态、线上下齐发力, 我们看好零售云模式下公司对三四级市场传统家电零售渠道的降维打击, 18年零售云业务销售规模有望突破40亿。维持买入评级, 建议积极关注。

盈利预测和财务指标

| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 148,585 | 187,928 | 248,065 | 322,484 | 412,780 |
| (+/-%) | 9.6% | 26.5% | 32.0% | 30.0% | 28.0% |
| 净利润(百万元) | 704 | 4213 | 1448.38 | 1798.61 | 2919.34 |
| (+/-%) | -19.3% | 498.0% | -65.6% | 24.2% | 62.3% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.08 | 0.45 | 0.16 | 0.19 | 0.31 |
| EBIT Margin | -0.4% | 0.1% | -0.2% | 0.2% | 0.4% |
| 净资产收益率(ROE) | 1.1% | 5.3% | 1.8% | 2.2% | 3.5% |
| 市盈率(PE) | 386.3 | 64.6 | 187.9 | 151.3 | 93.2 |
| EV/EBITDA | 575.8 | 191.7 | 240.1 | 148.9 | 108.6 |
| 市净率(PB) | 4.14 | 3.45 | 3.40 | 3.35 | 3.27 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

| | |
|-------------------------------------|-----------|
| 零售云：赋能千店万商，共享智慧零售 | 4 |
| 智慧零售解决方案，一镇一店高速扩张 | 4 |
| 零售云优势：全面赋能加盟商，授之以渔 | 5 |
| 通过零售云快速渠道下沉，抢占低线市场 | 6 |
| 门店调研：加盟店经营效率显著提升 | 8 |
| 市场分析：家电市场稳健增长，低线市场潜力可期 | 9 |
| 家电产品价格提升，市场规模稳健增长 | 9 |
| 城镇化持续推进，撬动低线市场家电消费需求 | 10 |
| 三四线家电市场：线下市场占据主导，低线家电格局有待重塑 | 12 |
| 家电零售巨头纷纷渠道下沉，降维打击布局低线市场 | 13 |
| 风险提示 | 14 |
| 附表：财务预测与估值 | 15 |
| 国信证券投资评级 | 16 |
| 分析师承诺 | 16 |
| 风险提示 | 16 |
| 证券投资咨询业务的说明 | 16 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 零售云核心产品: 苏宁易购县镇店..... | 4 |
| 图 2: 零售云加盟店改造前后对比 | 5 |
| 图 3: 公司零售云解决方案对加盟商全面赋能、资源共享..... | 5 |
| 图 4: 公司历年物流快递网点数量及其增速 (个、%) | 6 |
| 图 5: 公司仓储面积及其增速 (万平方米、%) | 6 |
| 图 6: 零售云加盟店对公司的价值 | 7 |
| 图 7: 公司历年各业态家电门店数量 (家) | 7 |
| 图 8: 我国历年县、镇、乡数量 (个) | 7 |
| 图 9: 苏州郭巷店改造前后对比 | 9 |
| 图 10: 我国家电市场零售额规模及其增速 (亿元, %) | 10 |
| 图 11: 家电网购市场规模、同比增速和家电网购渗透率 (亿元, %) | 10 |
| 图 12: 2016-2017 年我国线上家电产品均价情况 (元) | 10 |
| 图 13: 2017 年我国家电市场部分产品均价增速 (%) | 10 |
| 图 14: 近年来我国主要家电品类销量情况 (亿台) | 10 |
| 图 15: 2015-2017 年苏宁、国美、京东家电+3C 产品全渠道销售额 (亿元) | 10 |
| 图 16: 我国历年城镇人口数及城镇化率 (亿人、%) | 11 |
| 图 17: 我国历年城镇、农村居民人均可支配收入及其增速 (万元、%) | 11 |
| 图 18: 2016 年农村/城镇每百户耐用消费品拥有量 (台) | 11 |
| 图 20: 2014-2016 年我国各级家电市场线下销售额占比 (%) | 11 |
| 图 21: 2016 年我国各级家电市场线下规模 (亿元) | 11 |
| 图 22: 传统家电专卖店经营痛点日益凸显..... | 12 |
| 图 23: 2016 年三四线市场消费者购买家电的渠道选择 (%) | 13 |
| 图 24: 三四线市场消费者购买家电的渠道类型选择 (%) | 13 |
| 图 25: 2017 年中国主要家电零售企业全渠道市场份额 (%) | 13 |
| 图 26: 2017 年各大电商家电网购市场份额情况 (%) | 13 |
| 图 27: 京东乡镇家电专卖店 | 14 |
| 图 28: 京东帮服务店 | 14 |
| | |
| 表 1: 调研门店单店模型 (万元, %) | 9 |
| 表 2: 苏宁、国美、京东渠道下沉模式对比 | 14 |

零售云：赋能千店万商，共享智慧零售

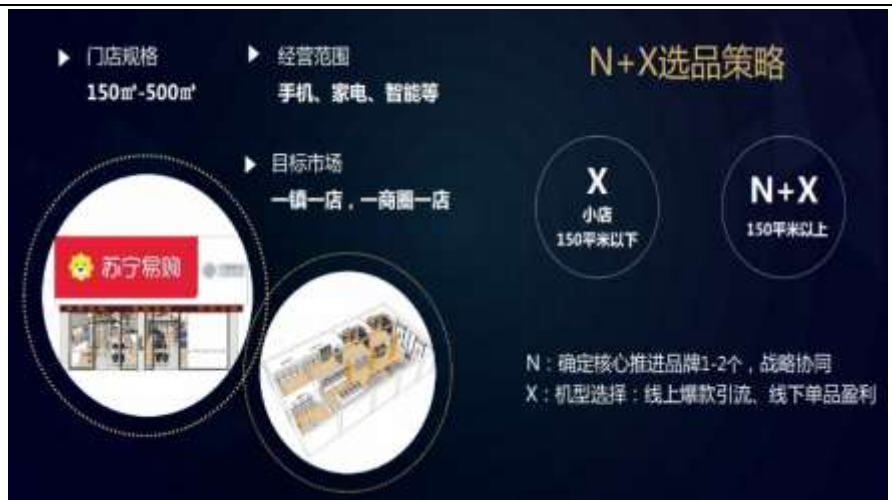
智慧零售解决方案，一镇一店高速扩张

苏宁零售云是苏宁智慧零售解决方案平台，“零售云”项目于2017年7月正式落地，开放输出公司在供应链、仓储、金融、IT等方面的核心能力，赋能中小零售商，在县域乡镇市场推进苏宁易购零售云加盟店。

苏宁易购精选店是公司零售云平台与县乡镇零售商赋能合作智慧零售转型的落地产品，是公司下沉县域乡镇市场的智慧零售端口，18年来进入快速复制阶段。截至18年5月1日，公司已开设苏宁易购零售云加盟店390家，覆盖全国22个省、90个城市。2018年，公司将加快布局零售云加盟店，计划18年开设3000家门店，覆盖全国90%以上的县镇，预计交易规模可突破40亿元。此外，18年4月，美的与公司签订一系列战略合作协议，双方将强强联合加快渠道下沉步伐，共同促进4-6线市场消费升级，为城镇消费者服务。

零售云门店采取“一镇一店，一商圈一店”策略，以建立短链的、平台化的高效线下终端网络为目标，精准触达消费者。零售云合伙人的招募对象主要为县镇一级市场的小型家电、3C零售商，公司首选乡镇核心商业街核心区域，次选家电商圈，将传统家电门店升级改造为综合家电3C潮品卖场。未来，零售云将不断研发新的产品运营体系，最终构筑3公里理想生活圈、10公里同城速配圈和50公里货源共享圈，实现对家电零售卖场的全面升级。

图 1：零售云核心产品：苏宁易购县镇店



资料来源：公司调研 PPT、国信证券经济研究所整理

公司零售云门店采用直营化管理的加盟模式。该模式下，加盟商可使用苏宁易购品牌、IT系统、门店管理系统和物流系统，经营品类以家电、3C全品类电器为主。公司依托零售云平台，在三四级市场对消费场景进行数字化重构，通过核心发展手机潮品加盟店和全品类加盟店，对加盟门店进行装修改造，同时整合内外部供应链、物流、金融等全价值链核心能力对加盟商进行赋能，助力传统零售门店互联网转型。此外，零售云门店开业期间，公司还将指派拥有多年线上线下零售经验的专业团队对商户进行指导，促使门店经营更为简单、效率、智能化。

图 2: 零售云加盟店改造前后对比



资料来源: 公司调研 PPT、国信证券经济研究所整理

公司零售云商业模式分析如下:

1.供应链模式: 即差价模式, 公司以一定毛利率对加盟商销售产品, 绝大部分毛利率让利加盟店店主。

2) CPS 模式: 即佣金模式, 加盟店店主向客户介绍非核心产品库的产品, 并通过零售云为门店提供的苏宁+APP 帮助其在线下单, 订单完成后加盟店店主可获得不同程度的返利。

零售云优势: 全面赋能加盟商, 授之以渔

公司以数字化为核心驱动力, 针对传统家电门店经营难点推出完整的智慧零售解决方案, 面向加盟商提供品牌形象、供应链支持、货源产品支持、物流售后服务、IT 系统支撑、供应链金融等相关服务, 促进商品和资金高速流转, 提升商业零售能力。

图 3: 公司零售云解决方案对加盟商全面赋能、资源共享



资料来源: 公司调研 PPT、国信证券经济研究所整理

➤ **IT/数字化: 独立数据中台, 精细化管理形成数据闭环**

零售云平台将传统的人、货、场转变为数字化的消费者、按需供货和线上线下

融合的消费场景。零售云平台拥有独立的数据中台，其通过苏宁+POS 开单收银系统、苏宁+商城采购系统、金掌柜进销存管理系统等工具打通支付、库存、会员体系，使门店运营各项流程形成数据闭环，通过大数据帮助加盟商判断周边消费者需求，为门店选品、进销存、运营等提供依据，实现线上线下互相引流，人、货之间的个性化匹配，促进门店精细化管理。

➤ **选品：扩充 SKU，由单一品类向多品类经营转型**

目前来看，多数门店在加入零售云之前为当地手机或家电专卖店，SKU 有限。加入零售云后，公司对加盟店进行商品数据化赋能，通过跨品类商品叠加，让门店从单一品类经营向“家电+3C+智能潮品+极物”的多品类经营转型。目前，零售云加盟店面积约 150-500 平方米左右，经营 8 至 10 个品类，SKU 高达 500-1000 个，产品成交率大幅提升。同时通过 CPS 模式，突破门店空间限制，可以销售苏宁易购百万商品。

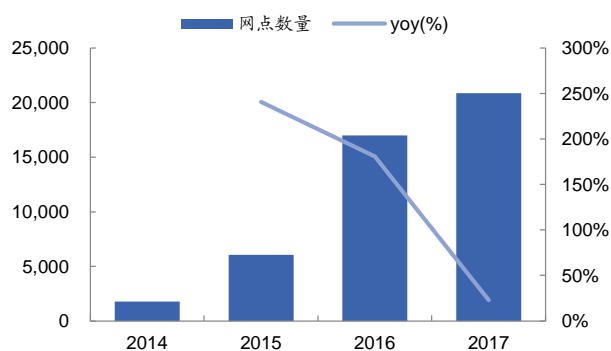
➤ **供应链：低库存提升门店运营效率**

零售云与加盟商共享公司供应链，助其低库存甚至零库存运营，提升门店周转效率。对于小家电、3C 品类，公司实行先采后销，订货次日达，加盟商仅需备 3-5 天货；对于大件商品，实行先销后采，门店若无样机，商户可通过 PAD（虚拟货架）推销，公司通过云仓进行配送。此外，作为独立平台，零售云除引入公司供应链所有商品外，还可引入外部供应链，加盟门店可通过平台共享线上线下两个采购体系供应链。可解决传统家电门店的资金占用问题，实现低成本高效率运转。

➤ **仓储物流：共享仓储配送体系**

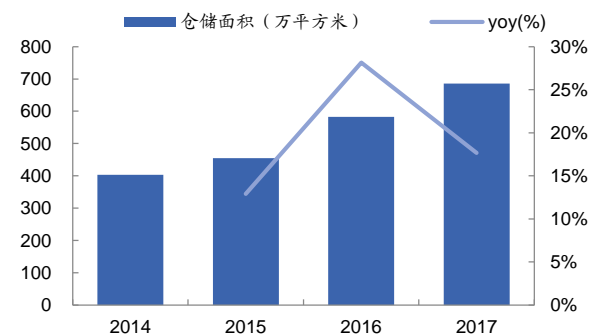
仓储方面，零售云加盟商可共享公司在全国 43 个地级仓的商品流库存，包含大件库和小件库，核心商品池 SKU 高达一万左右。同时，配送方面，公司在全国拥有千支线运输线路 3708 条，运输车辆 43705 辆，均与零售云合作伙伴共享，全国 319 个城市实现订货次日达。

图 4：公司历年物流快递网点数量及其增速（个、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5：公司仓储面积及其增速（万平方米、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

➤ **管理及服务：优秀店长驻店帮扶，售后团队及时响应**

在零售云加盟店开业期间，公司会挑选苏宁易购优秀品类导购员作为驻店店长进行帮扶，指导宣传拓展和筹建开业工作，对加盟老板进行为期 50 天的带教，让合作零售商尽快融入公司销售体系，熟悉公司产品池。此外，公司拥有专业的售后服务团队，可为零售云门店的售后服务提供支持。

通过零售云快速渠道下沉，抢占低线市场

深耕家电连锁经营多年，营销网络已形成一定规模。公司拥有多年线下家电 3C

产品经营经验，截至 17 年底，共有家电 3C 店 1499 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。

通过零售云下沉县城乡镇市场，快速抢占低线市场份额。公司零售云的加盟模式成为其高速展店、打造规模效应和品牌效应的重要基础。截至 17 年底，公司零售云加盟店仅有 39 家，通过加盟模式的高速拓展，短短 4 个月，零售云加盟店已达 390 家。我们对整体市场进行测算，截至 16 年底，全国共有 20883 个镇，2851 个县，结合公司零售云“一镇一店、一商圈一店”策略，公司零售云总体规模可达 3.5 万家左右。

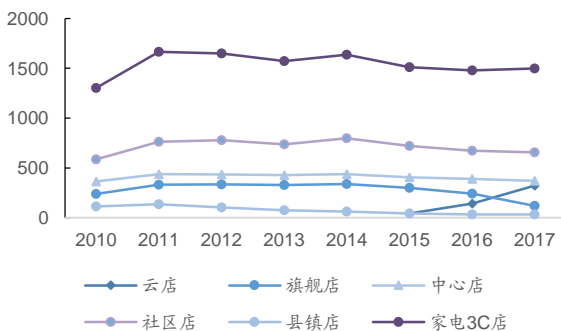
零售云加盟店将助力公司增强规模优势，提升生态价值。公司零售云加盟店平均单店营收约 400 万元/年，据公司计划，2018 年展店 3000 家，18 年平均门店经营周期约 1/3 年，预计 18 年零售云加盟店收入约 40 亿元。假设公司未来三年每年展店保持 3000 家左右，则至 2020 年，公司零售云年收入高达 400 亿元，将大大增强公司规模优势，从而助力公司提升上游议价能力、促进线上线下流量互补、促进公司物流金融业务增值。

图 6: 零售云加盟店对公司的价值



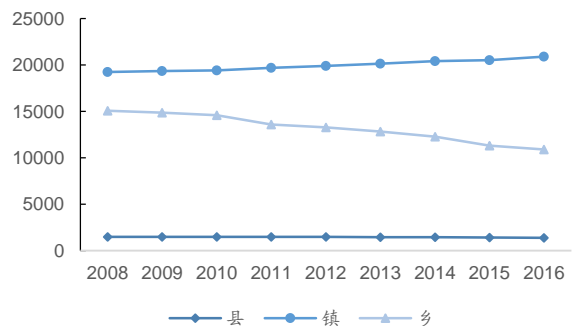
资料来源：公司调研 PPT、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司历年各业态家电门店数量（家）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 我国历年县、镇、乡数量（个）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

门店调研：加盟店经营效率显著提升

2018年4月11日和12日，我们分别对常州寨桥店、苏州郭巷店、马鞍山小丹阳店三家首批公司零售云门店进行实地考察。调研结果显示，改造后门店品类结构优化，经营效率显著提升，客流量和销售额均大幅上升，具体情况如下：

➤ 马鞍山小丹阳店

马鞍山小丹阳店于2017年11月开业，门店面积共500平方米，该店在安徽、江苏两省交界处，所处地区人口结构约10万人，其中安徽7万人，江苏3万人。

初始投入方面，该店共投入100万元，其中，装修费约30万元，加盟保证金为5万元，如有退出将返还。

营收和盈利能力方面，改造后，平均月销售额约100-200万元，其中，手机销售收入占总体销售收入的30%；家电销售收入占比70%。

费用方面，该店每日租金约1.5元/平方米，每年租金约27万元；门店共有7名员工，员工薪酬为3000元/月+提成，每年人工成本约42万元；物流费用约总销售收入的2%。

➤ 常州寨桥店

常州寨桥店为家电转型店，于2017年12月开业，当地人口约2.4万人。店面面积共400平方米。

初始投入方面，该店装修费为200元/平方米，精选展台花费10万元，加盟保证金为5万元，如有退出将返还。

营收和盈利能力方面，改造后寨桥店营收水平和盈利能力大幅提升。转型前，该店月销20万元，利润率约10%；转型后，客单价约5000-6000元，平均月销40万元，开业月销售收入达70万元，平均净利率得到提升。

费用方面，该店月租6000-7000元，每年租金约8-9万元；门店共有5名员工，员工薪酬为4000元/月，每年人工成本约25万元；物流费用约总销售收入的1.7-1.8%左右。

➤ 苏州市吴中区郭巷镇店

苏州市吴中区郭巷镇店为联通渠道转型店，于2017年8月开业，当地人口约20-30万，苏州郭巷目前近有手机零售店，无家电店，市场处于空白状态。

初始投入方面，该店装修费为10万元，约500元/平方米。加盟保证金为5万元，如有退出将返还。

营收和盈利能力方面，改造后寨桥店营收水平提升明显。改造前，该店月销售额约30-40万元。改造后，门店月销售额约100-120万元左右，其中，手机收入占比40%，家电收入占比约60%左右。

费用方面，该店月租6000-7000元，每年租金约8-9万元；门店共有5名员工，员工薪酬为4000元/月，人工加运营费用约3万元/月，36万元/年；物流费用约总销售收入的2%左右。

图 9: 苏州郭巷店改造前后对比



资料来源: 公司调研 PPT、国信证券经济研究所整理

表 1: 调研门店单店模型 (万元, %)

| | 马鞍山小丹阳店 | 常州寨桥店 | 苏州市吴中区郭巷镇 |
|----------------------------|-----------|----------|-----------|
| 本地人口 | 10 万 | 2.4 万 | 20-30 万 |
| 店面面积 (m ²) | 500 | 400 | 200 |
| 月销售额 (万元) | 100-200 | 40 | 100-120 |
| 手机销售占比 | 30% | | 40% |
| 家电销售占比 | 70% | | 60% |
| 租金成本 (万元/年) | 27 | 8 | 60 |
| 单位租金 (元/m ² /日) | 1.5 | 0.5-0.6 | 8.3 |
| 员工薪酬 (万元/年) | 约 42 | 25 | 24 |
| 员工人数 | 7 | 5 | 4 |
| 员工薪酬 (元/月) | 3000+提成 | 4000 | 4000-5000 |
| 装修费用 (万元) | 30+ | 8 | 10 |
| 摊销年限 | 3 | 3 | 3 |
| 装修费用摊销情况 (万元/年) | 约 11 万元/年 | 2.67 | 3.33 |
| 物流费用率 | 2% | 1.7-1.8% | 2% |

资料来源: 公司调研、国信证券经济研究所整理

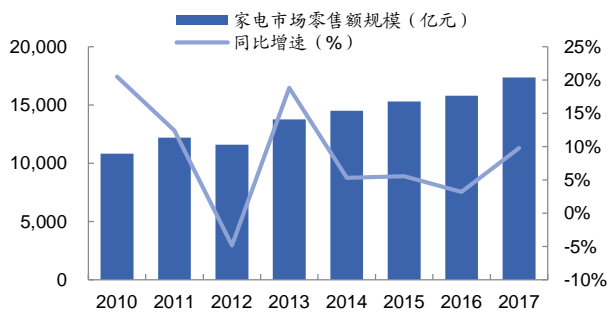
市场分析: 家电市场稳健增长, 低线市场潜力可期

家电产品价格提升, 市场规模稳健增长

我国家电市场规模达到 1.74 万亿元, 维持稳中有升趋势。据中怡康数据, 2017 年国内家电 (含 3C) 市场零售额达 1.74 万亿元, 同比增长 9.78%, 同比增速呈现上行趋势。2017 年, 多品类家电产品均价均呈现不同程度增长。据产业在线数据, 17 年家电销量稳中有增, 其中, 家用空调、洗衣机、微波炉销量分别同比增长 30.70%、7.67%、4.00%。

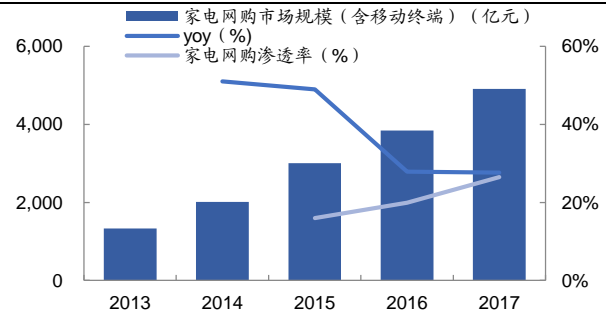
家电网购市场规模达 4906 亿元, 维持高速增长。17 年家电网购市场规模 4906 亿元, 同比增速 27.6%, 近年来家电网购市场增速虽有所放缓, 但仍保持高位; 同年家电网购渗透率为 26.50%。此外, 据工信部赛迪研究院数据, 16 年传统四大家电网购零售额达 1161 亿元, 同比增幅 34.9%, 其中, 平板电视 494 亿元、空调 296 亿元、冰箱 196 亿元、洗衣机 175 亿元; 手机等移动终端产品网上零售额达 2050 亿元, 同比增长 22%。

图 10: 我国家电市场零售额规模及其增速 (亿元, %)



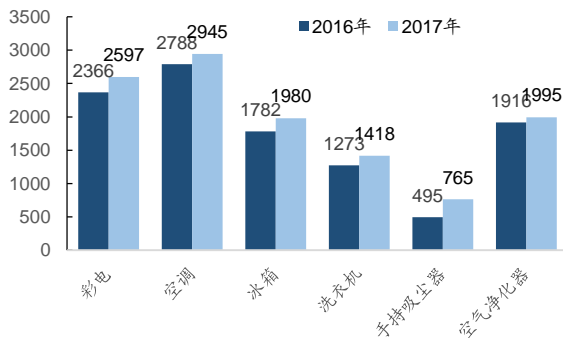
资料来源: 中怡康、国信证券经济研究所整理

图 11: 家电网购市场规模、同比增速和家电网购渗透率(亿元, %)



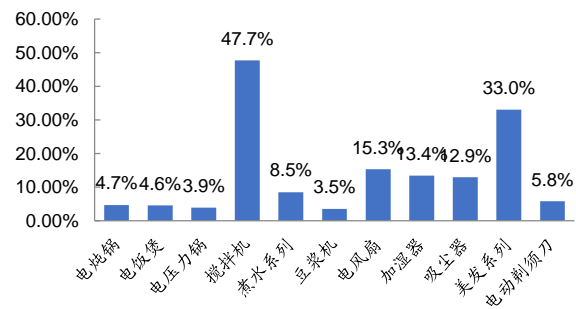
资料来源: 工信部赛迪研究院、国信证券经济研究所整理

图 12: 2016-2017 年我国线上家电产品均价情况 (元)



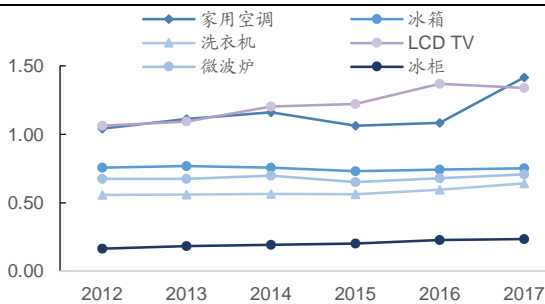
资料来源: GFK、国信证券经济研究所整理

图 13: 2017 年我国家电市场部分产品均价增速 (%)



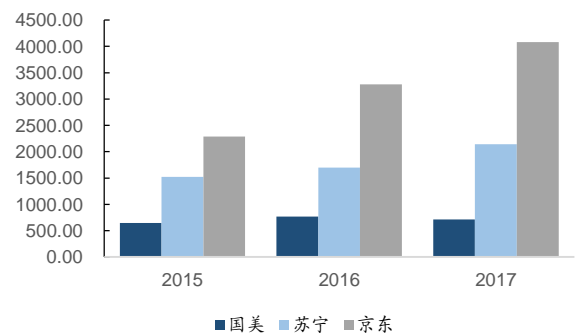
资料来源: 中怡康、国信证券经济研究所整理

图 14: 近年来我国主要家电品类销量情况 (亿台)



资料来源: Wind、产业在线、国信证券经济研究所整理

图 15: 2015-2017 年苏宁、国美、京东家电+3C 产品全渠道销售额 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

注 1: 国美家电+3C 产品全渠道销售额为公司营业收入;

注 2: 苏宁、JD GMV 统计口径存在差异

注 3: 苏宁 3C+家电 GMV 采用线上自营+线下 GMV 估算, 存在覆盖非家电品类导致高估的可能;

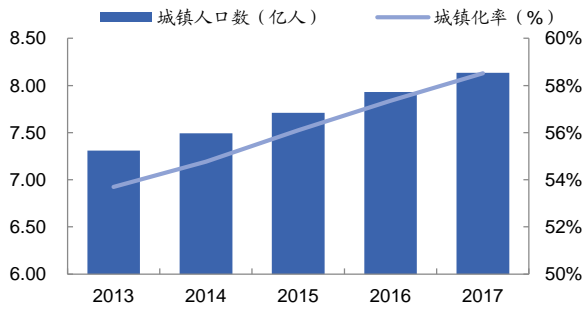
注 4: 京东家电+3C GMV 披露至 2016 年, 当年该品类占比为 50%; 17 年对 GMV 计算方式进行变更, 我们按 0.7 还原至原口径 GMV, 并假设 3C+家电占比下降至 45%

城镇化持续推进, 撬动低线市场家电消费需求

我国城镇化水平不断提高, 为三四级市场带来了新的家电需求。近年来, 我国

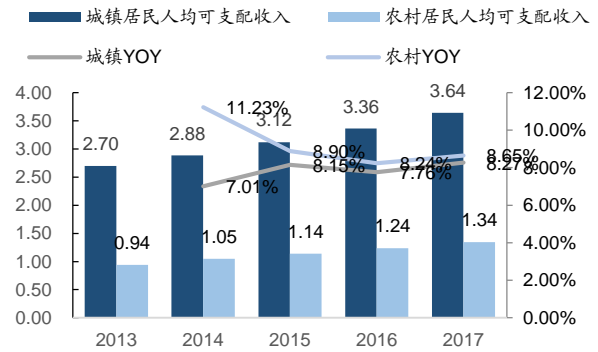
大规模撤乡并镇，人口层层集中。2017年，我国城镇人口数为8.13亿人，城镇化率达58.52%。据国家统计局数据，我国农村家庭在空调、洗衣机、抽油烟机、电冰箱、彩色电视机等家电产品的拥有量均低于城镇家庭，乡镇家电市场需求将稳中有升。

图 16: 我国历年城镇人口数及城镇化率 (亿人、%)



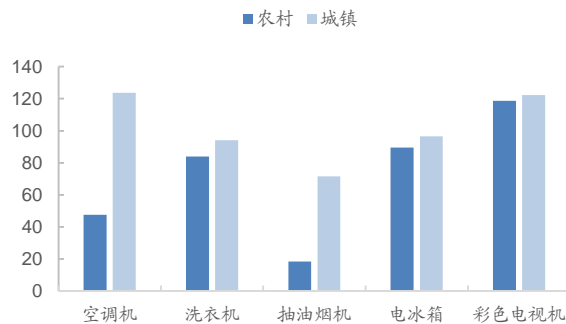
资料来源:国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 17: 我国历年城镇、农村居民人均可支配收入及其增速 (万元、%)



资料来源:国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 18: 2016 年农村/城镇每百户耐用消费品拥有量 (台)

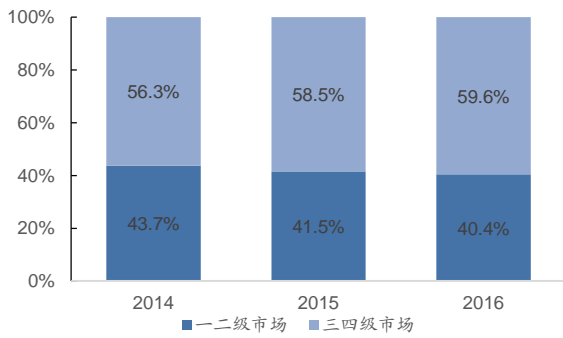


资料来源:国家统计局、国信证券经济研究所整理

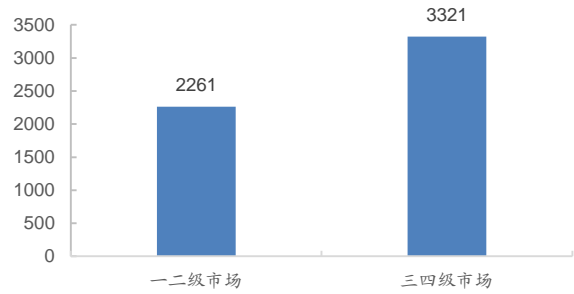
农村居民消费水平不断提升，三四线家电市场表现亮眼。据国家统计局数据，17年我国农村居民人均可支配收入达1.34万元，同比增长8.65%，近年来增速稳定。农村居民消费水平的提升刺激三四线家电市场催生消费需求。奥维云网数据显示，2016年，三四级市场线下家电销售额达3321亿元，占整体线下家电市场比重约59.6%。此外，工信部赛迪研究院发布的《家电网购分析报告》显示，2017年全国农村实现网络零售额1.24万亿元，同比增长39%，其中家电类产品贡献显著。

图 19: 2014-2016 年我国各级家电市场线下销售额占比 (%)

图 20: 2016 年我国各级家电市场线下规模 (亿元)



资料来源:奥维云网、国信证券经济研究所整理



资料来源:奥维云网、国信证券经济研究所整理

三四线家电市场：线下市场占据主导，低线家电格局有待重塑

线下渠道在三四线家电市场消费中占比较高，大量市场份额集中在专卖店、夫妻店等非连锁渠道，市场较为分散。奥维云网数据显示，2016年，三四线市场消费者购买家电产品主要通过实体店购买，占比达74.3%。其中，专卖店（品牌专卖、夫妻店）渠道凭借熟悉当地市场等特点，占据家电产品线下销售渠道39.9%的市场份额。尽管苏宁、国美等大型连锁企业2017年全渠道市场份额高达39.80%，但其在三四线城市市占率仅16.1%左右。

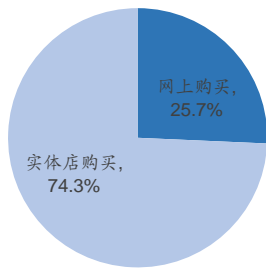
传统家电专卖店存在经营痛点，低线城市家电格局有望重塑。尽管专卖店经营占据线下家电市场最大的市场份额，但其商品种类有限、营销手段传统、经营管理落后、靠老顾客维持生意、物流成本高、消费性价比低、信息化数字化程度低等经营痛点日益凸显。随着新零售时代到来，线上线下一体化发展，各大零售巨头纷纷渠道下沉，抢占低线市场份额，低线家电市场格局有望重塑。

图 21：传统家电专卖店经营痛点日益凸显



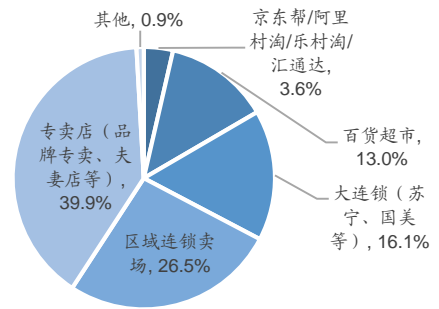
资料来源：公司调研 PPT、国信证券经济研究所整理

图 22: 2016 年三四线市场消费者购买家电的渠道选择(%)



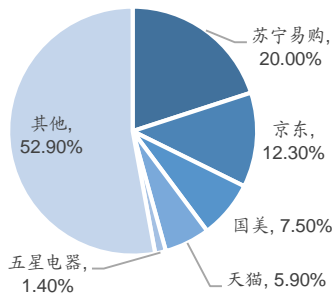
资料来源:奥维云网、国信证券经济研究所整理

图 23: 三四线市场消费者购买家电的渠道类型选择(%)



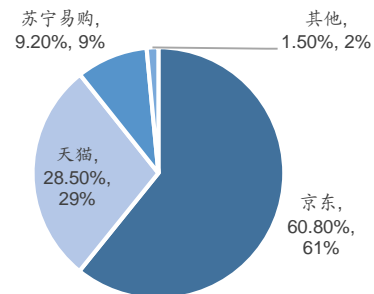
资料来源:奥维云网、国信证券经济研究所整理

图 24: 2017 年中国主要家电零售企业全渠道市场份额(%)



资料来源:艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

图 25: 2017 年各大电商家电网购市场份额情况(%)



资料来源:工信部赛迪研究院、国信证券经济研究所整理

家电零售巨头纷纷渠道下沉, 降维打击布局低线市场

随着一二线城市家电市场格局趋于饱和、低线市场消费升级, 叠加三四线家电市场格局分散, 大量市场份额集中于非连锁渠道等原因, 苏宁、国美、京东等零售巨头亦纷纷下沉渠道实现降维打击, 抢占低线家电市场份额, 凭借自身丰富管理经验、智能化信息系统、强大的品牌影响力等优势, 将其与专卖店的本土资源优势相结合, 推动乡镇传统专卖店解决经营痛点转型升级。

➤ 国美: 自营模式为主, 渠道下沉延伸供应链网络

国美以自营模式为主布局乡镇家电市场, 未来 3 年计划开设乡镇店 3000 家。截至 2018 年 3 月底, 国美在全国共有门店 1604 家, 其中一级市场 883 家, 二级市场 721 家。同时, 国美加速拓展乡镇市场, 其乡镇门店以自营模式为主, 门店面积在 1000 平方米内。截至 17 年底, 共开设县域店 61 家。2018 年, 国美计划围绕现有区域仓资源, 在其周边 300-500 公里开设乡镇门店 800 家, 预计未来三年共铺设 3000 家乡镇门店, 全面覆盖国内百强县及其他县乡镇区域, 助力供应链网络延伸。

➤ 京东: 加盟模式为主, 专卖店类似线下体验店

京东以加盟模式为主布局乡镇家电市场, 2018 年计划在乡镇市场开设 7000 家门店。京东在低线市场有京东帮和家电专卖店两种门店形式。京东家电专卖店采取加盟模式, 其更像是京东家电的线下体验店, 由店员代替消费者下单。具体的产品、配送、安装均由京东完成。

截至 2017 年底,京东已在全国开设近 8000 家电专卖店,覆盖了 2.5 万个乡镇、60 万个行政村。2018 年,京东计划再开 7000 家乡镇家电专卖店,将线下专卖店数量提升到 15000 家,销售额比 2017 年提高 5 倍,覆盖全国 100%的县城。

图 26: 京东乡镇家电专卖店



资料来源:百度图片、国信证券经济研究所整理

图 27: 京东帮服务店



资料来源:百度图片、国信证券经济研究所整理

表 2: 苏宁、国美、京东渠道下沉模式对比

| 品牌 | 经营方式 | 商业模式 | 门店数 | 门店面积 | SKU | 加盟费 | 2018 年开店目标 |
|----|-------|--|----------|-------------|------------------------------|-------|---|
| 苏宁 | 加盟、直营 | 采用“合伙人制”联合运营,苏宁输出供应链、管理,加盟店直营化,面向三至六级市场开展加盟店业务,目前的门店类型 | 390 家 | 150-500 平方米 | 门店 500-1000, 共享公司千万 SKU 的商品池 | 5 万 | 3000 家 |
| 国美 | 直营 | 门店围绕国美既有的区域仓资源,选择在区域仓周边的 300-500 公里设店,延伸国美供应链网络 | 61 家 | 1000 平方米以内 | N/A | N/A | 800 家,当年实现全国百强县 100%门店覆盖率,未来三年将设立县城店 3000 家 |
| 京东 | 加盟、直营 | 专卖店采取加盟模式,功能类似京东家电的线下体验店,店员代消费者下单,京东负责家电物流,京东帮完成配送和安装 | 8000 家左右 | 120-500 平方米 | 10 万以上 | 2 万左右 | 7000 家,同时实现销售额比 2017 年提高 5 倍,覆盖全国 100%的县城 |

资料来源:公司公告、凤凰网、赢商网、北京商报网、ITBEAR 科技资讯、第一家电网、亿邦动力网、搜狐新闻、国信证券经济研究所整理

注 1: 苏宁门店数截至 2018 年 5 月 1 日,京东、国美门店数截至 2017 年底;

注 2: 京东虽然采取加盟模式,但店主不需要向京东支付任何加盟费、管理费、培训费,而是以收取保证金的形式约束和规范店主的销售行为。

风险提示

新兴门店扩张不及预期; 门店盈利能力不及预期。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 现金及现金等价物 | 34030 | 34586 | 38767 | 42119 | 营业收入 | 187928 | 248065 | 322484 | 412780 |
| 应收款项 | 9327 | 12233 | 15903 | 20356 | 营业成本 | 161432 | 213336 | 276691 | 353339 |
| 存货净额 | 18551 | 24481 | 31790 | 40637 | 营业税金及附加 | 729 | 967 | 1258 | 1610 |
| 其他流动资产 | 23131 | 30512 | 39666 | 50772 | 销售费用 | 20636 | 28031 | 36118 | 46231 |
| 流动资产合计 | 87830 | 104602 | 128916 | 156674 | 管理费用 | 4864 | 6109 | 7842 | 9946 |
| 固定资产 | 14882 | 15012 | 15204 | 15279 | 财务费用 | 306 | (858) | (265) | (339) |
| 无形资产及其他 | 8216 | 7887 | 7558 | 7230 | 投资收益 | 4300 | 1000 | 1000 | 1000 |
| 投资性房地产 | 44582 | 44582 | 44582 | 44582 | 资产减值及公允价值变动 | (494) | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 1767 | 1767 | 1767 | 1767 | 其他收入 | 309 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 157277 | 173850 | 198028 | 225531 | 营业利润 | 4076 | 1479 | 1840 | 2992 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 8913 | 7679 | 9116 | 8569 | 营业外净收支 | 256 | 10 | 10 | 10 |
| 应付款项 | 40452 | 52458 | 68122 | 87079 | 利润总额 | 4332 | 1489 | 1850 | 3002 |
| 其他流动负债 | 14899 | 19725 | 25592 | 32720 | 所得税费用 | 283 | 97 | 121 | 196 |
| 流动负债合计 | 64264 | 79862 | 102830 | 128369 | 少数股东损益 | (163) | (56) | (70) | (113) |
| 长期借款及应付债券 | 6354 | 6354 | 6354 | 6354 | 归属于母公司净利润 | 4213 | 1448 | 1799 | 2919 |
| 其他长期负债 | 3032 | 3032 | 3032 | 3032 | | | | | |
| 长期负债合计 | 9385 | 9385 | 9385 | 9385 | | | | | |
| 负债合计 | 73649 | 89248 | 112215 | 137754 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 少数股东权益 | 4669 | 4630 | 4581 | 4502 | 净利润 | 4213 | 1448 | 1799 | 2919 |
| 股东权益 | 78958 | 79972 | 81231 | 83275 | 资产减值准备 | 162 | 15 | 1 | 1 |
| 负债和股东权益总计 | 157277 | 173850 | 198028 | 225531 | 折旧摊销 | 1537 | 1884 | 2006 | 2123 |
| | | | | | 公允价值变动损失 | 494 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 财务费用 | 306 | (858) | (265) | (339) |
| | | | | | 营运资本变动 | (2797) | 632 | 1398 | 1680 |
| | | | | | 其它 | (276) | (54) | (49) | (80) |
| | | | | | 经营活动现金流 | 3332 | 3924 | 5154 | 6644 |
| | | | | | 资本开支 | (1194) | (1700) | (1870) | (1870) |
| | | | | | 其它投资现金流 | (561) | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 投资活动现金流 | (3105) | (1700) | (1870) | (1870) |
| | | | | | 权益性融资 | 836 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 负债净变化 | 2836 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 支付股利、利息 | (1264) | (435) | (540) | (876) |
| | | | | | 其它融资现金流 | 2614 | (1234) | 1436 | (546) |
| | | | | | 融资活动现金流 | 6593 | (1668) | 897 | (1422) |
| | | | | | 现金净变动 | 6820 | 556 | 4181 | 3351 |
| | | | | | 货币资金的期初余额 | 27209 | 34030 | 34586 | 38767 |
| | | | | | 货币资金的期末余额 | 34030 | 34586 | 38767 | 42119 |
| | | | | | 企业自由现金流 | (2205) | 462 | 2071 | 3478 |
| | | | | | 权益自由现金流 | 3246 | 30 | 3756 | 3249 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032