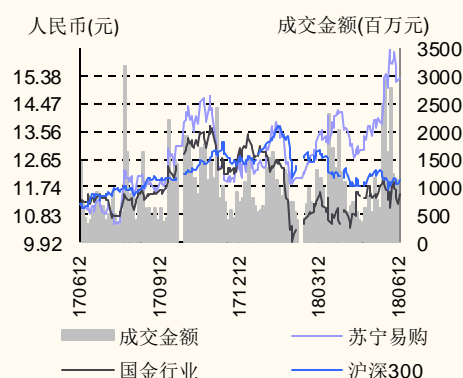


市场价格 (人民币): 15.28 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	6,996.38
总市值 (百万元)	142,257.41
年内股价最高最低 (元)	16.27/10.50
沪深 300 指数	3825.95
中小板综	10389.88



相关报告

1. 《苏宁易购深度报告-王者归来：智慧零售释能，线上线下共舞》，2018.6.3

苏宁易购智慧零售生态解析一： 从零售云看公司成长空间

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.130	0.452	0.774	0.347	0.546
每股净资产(元)	7.06	8.48	9.51	9.76	10.21
每股经营性现金流(元)	0.35	-0.76	1.68	1.18	1.58
市盈率(倍)	88.36	27.16	18.93	42.18	26.85
净利润增长率(%)	38.27%	249.18%	71.06%	-55.13%	57.08%
净资产收益率(%)	1.84%	5.34%	7.89%	3.45%	5.18%
总股本(百万股)	9,310.04	9,310.04	9,310.04	9,310.04	9,310.04

来源：公司公告、国金证券研究所

投资逻辑

- **低线城市消费升级明显，行业巨头纷纷布局县镇渠道。**(1) 城镇化、外地务工人员回流、收入增速良好等多重因素促增低线市场消费；(2) 家电 3C 县镇市场规模约 9000 亿，但电商渗透率或不足 20%。电商巨头纷纷开启低线城市布局；(3) 夫妻店占据零售渠道近 40% 出货量，但关店率约 30%。
- **零售云将苏宁易购成熟的零售模式赋能给加盟商，是公司零售云转型的落地产品。**截止今年一季度，零售云门店突破 215 家，覆盖 32 个省市 215 个县镇。年底计划达 3000 家。
- **零售云布局低线零售渠道，收割县镇市场份额。**(1) 渠道下沉端口：实现轻资产、低成本扩张；(2) 两大智慧零售解决方案：全场景数字化重构、全价值链平台赋能；(3) 智慧零售重要抓手：打造触达全客群、打通全品类、布局全渠道战略的重要一环。

盈利预测与投资建议

- 我们认为苏宁易购智慧零售战略加速起航，开启新一轮成长周期：(1) 线上业务高速增长，第三方平台有望爆发；(2) 线下业务升级成功，实现全渠道、全品类购物场景；(3) 物流和金融业务完善生态闭环，提升整体服务能力。我们预计 2018-2020 年公司营业收入分别为 2443.48 亿元、3211.82 亿元、4207.83 亿元，同比增长分别为 30.0%、31.4%、31.0%，对应 PS 分别为 0.58、0.44、0.34。以京东为可比公司，我们给予公司 2018 年 0.82 倍 PS，测算公司未来 6-12 个月 21.5 元目标价，给予公司“买入”评级。

风险提示

- 低线城市消费需求不及预期、行业竞争加剧、零售云展店数量不及预期

赵令伊 分析师 SAC 执业编号：S1130517090001
zhaolingyi@gjzq.com.cn

内容目录

一、低线城市消费升级趋显，行业巨头布局线下渠道.....	4
1、消费者信心指数攀新高，低线城市消费意愿提升.....	4
2、县镇家电消费潜力巨大，行业巨头角逐低线市场.....	5
3、传统门店占据大额市场，县城小店面临生存危机.....	7
二、零售云：布局低线零售渠道，收割县镇市场份额.....	7
1、初见零售云：渠道下沉端口，赋能中小商家.....	7
2、再见零售云：零售解决方案，具备五大法门.....	9
3、又见零售云：低线市场抓手，智慧零售先锋.....	11
三、零售云门店情况.....	13
四、公司估值.....	13
1、PS 估值法：公司估值 2003 亿元.....	13
2、分部估值法：公司估值 2113 亿元.....	14
五、风险提示.....	14

图表目录

图表 1：2018 年 1 季度 GDP 同比增速保持 6.8%.....	4
图表 2：2018 年 1 季度消费者信心指数创新高达 62 点.....	4
图表 3：2017 年城镇化率攀升至 58.52%.....	4
图表 4：农民工外出务工趋势逐渐减弱.....	4
图表 5：农村居民收入增速持续高于城镇居民.....	5
图表 6：三线城市房屋销售面积增速保持领先.....	5
图表 7：四线城市基础消费意愿高于一线城市.....	5
图表 8：潜力人群更倾向于服饰、餐饮、3C 等商品.....	5
图表 9：2017 年家电销售增速与零售总额基本一致.....	6
图表 10：2018 年 1-4 月家电零售规模下滑.....	6
图表 11：农村每百户居民家电 3C 产品拥有量与城镇尚有差距.....	6
图表 12：家电行业三巨头先后纷纷抢占低线城市线下渠道.....	6
图表 13：传统零售门店经营困境凸显.....	7
图表 14：传统零售门店经营困境凸显.....	7
图表 15：零售云经营规范.....	8
图表 16：零售云赋能中小企业.....	8
图表 17：滁州来安县门店开业第一天流量爆满.....	9
图表 18：滁州来安县门店改造后品牌冰箱区域.....	9
图表 19：连云港百塔埠镇门店升级.....	9
图表 20：连云港百塔埠镇门店改造后实现品类扩充.....	9
图表 21：常州寨桥镇门店改造升级后流量大增.....	9
图表 22：常州寨桥镇门店小朋友为精选店打 call.....	9

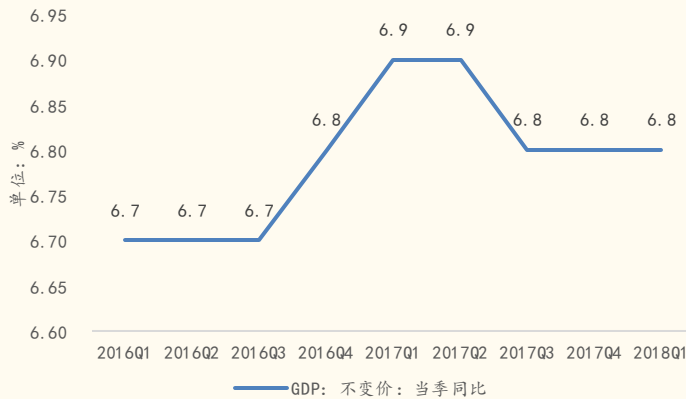
图表 23: 零售云打造两大智慧零售解决方案.....	10
图表 24: 零售云实现数据、金融、零售、物流等多方面赋能.....	11
图表 25: 零售云可实现数字化工具共享.....	11
图表 26: 零售云是公司全渠道战略的重要抓手.....	12
图表 27: 零售云丹阳镇店内景 (1)	13
图表 28: 零售云丹阳镇店内景 (2)	13
图表 29: 京东上市以来 PS 值.....	13
图表 30: 公司近四年 PS 值.....	13
图表 31: 采用分部估值法, 公司整体估值 2113 亿元.....	14

一、低线城市消费升级趋显，行业巨头布局线下渠道

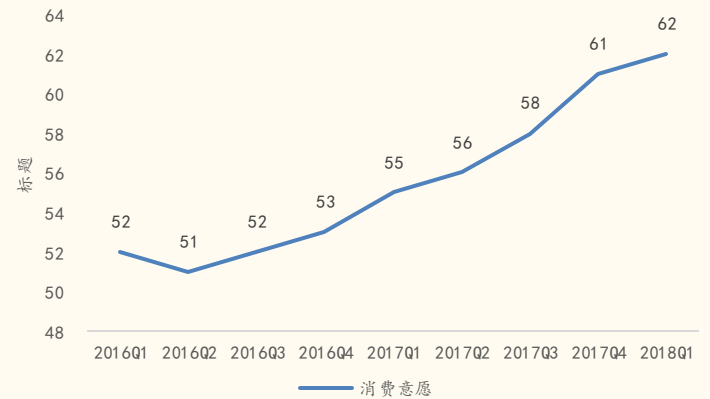
1、消费者信心指数攀新高，低线城市消费意愿提升

宏观经济继续保持平稳态势，消费者信心指数创十年新高。根据国家统计局数据显示，2018年1季度中国GDP同比增长6.8%，环比增长1.4%。支撑经济迈向高质量发展的有利条件不断增多，消费者信心指数持续攀高，一季度达62点，同比增加7个点，环比增加1个点。

图表 1：2018 年 1 季度 GDP 同比增速保持 6.8%



图表 2：2018 年 1 季度消费者信心指数创新高达 62 点

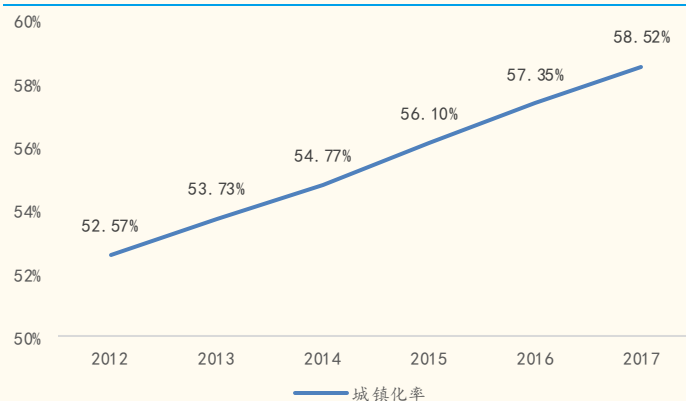


来源：Wind，国金证券研究所

来源：尼尔森，国金证券研究所

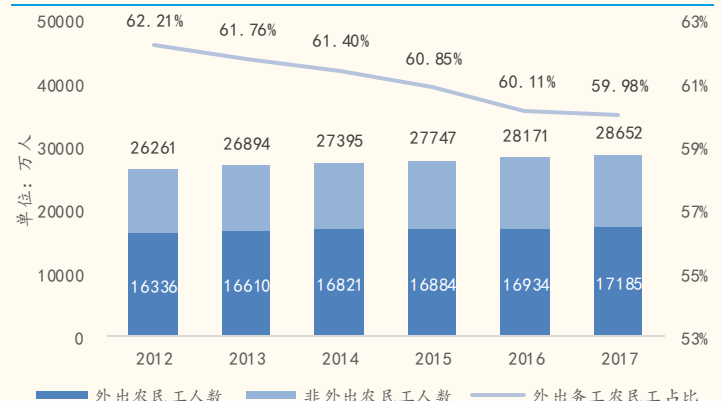
多重因素助推低线城市消费升级。(1) 城镇化因素：2017 年城镇化率达 58.52%。2017 年末，我国城镇常住人口 81347 万人，同比增加 2049 万人；城镇人口占总人口比重为 58.52%，同比提升 1.17 个百分点；(2) 外地务工人员回流：农民工外出务工趋势渐减。2017 年农民工外出务工总人数 17185 万人，占农民工总数的 59.98%，创历年新低。这表明农民工返乡务工已逐渐成为趋势；(3) 收入因素：农村居民收入增速持续高于城镇。2017 年农村居民人均可支配收入 13432 元，同比增长 8.64%，增速提升 0.4 个百分点，较城镇居民增速高 0.37 个百分点；(4) 地产因素：受房地产去库存政策影响，三线城市房屋销售面积持续增长。2017 年，四十个大中城市三线城市住宅销售面积达 8642.98 万平方米，同比增长 7.69%，是唯一保持增长的城市级别。一线城市、二线城市分别下跌 27.37%、5.00%。

图表 3：2017 年城镇化率攀升至 58.52%



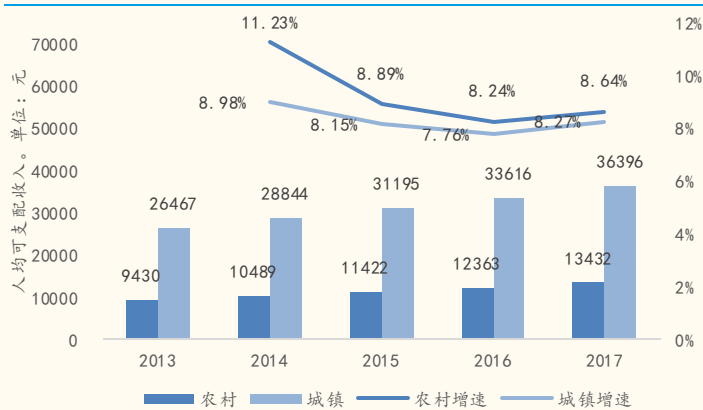
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 4：农民工外出务工趋势逐渐减弱



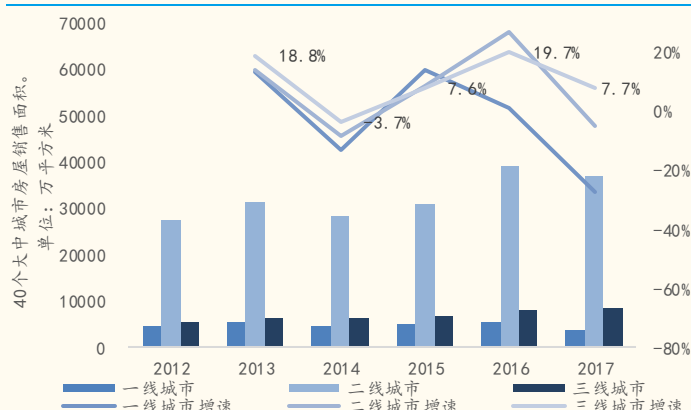
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 5：农村居民收入增速持续高于城镇居民



来源：尼尔森，国金证券研究所

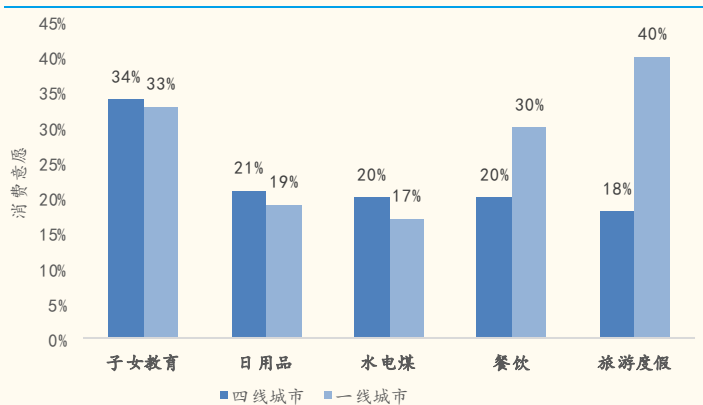
图表 6：三线城市房屋销售面积增速保持领先



来源：尼尔森，国金证券研究所

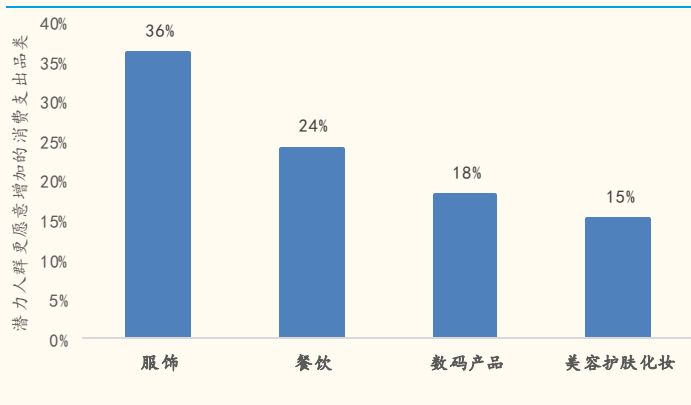
低线城市基础商品消费意愿较高，线下渠道仍为主要购物方式。(1) 低线城市基础消费意愿高于其他级别城市。据尼尔森数据，在就业预期持续增长的推动下，低线城市消费增长明显加快。四线城市消费者在子女教育、日用品、水电煤等基础消费方面消费意愿分别达 34%、21%、20%，较一线城市高 1、2、3 个百分点；(2) 服装、餐饮、3C 产品有望成为低线城市消费主流。低线城市潜力人群（占 30%且具有相对较高收入、较高学历、愿意购买高品质产品等特点的消费者）具备如同消费领袖般影响力，他们中更多的人愿意消费服饰、餐饮、数码产品、美容护肤化妆品，占比分别达 36%、24%、18%、15%；(3) 低线城市消费者仍主要依赖线下方式消费。尼尔森数据显示，四线城市中，41%的消费者常去杂货店，92%的消费者主要购物渠道为超市；低线城市中，25%的消费者了解新零售，仅 1%的消费者通过新零售模式购物；(4) 低线城市网上消费增速较大。从数量上看，低线城市线上销售额占比偏低，其中三线城市占比 37%，四线城市为 19%；从增速上看，低线城市线上销售额增速较其它级别城市大，其中三线城市增速为 18%，四线城市增速为 23%。

图表 7：四线城市基础消费意愿高于一线城市



来源：尼尔森，国金证券研究所

图表 8：潜力人群更倾向于服饰、餐饮、3C 等商品

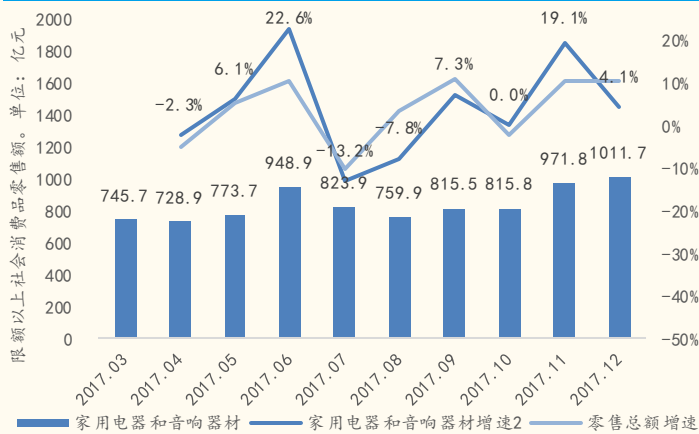


来源：尼尔森，国金证券研究所

2、县镇家电消费潜力巨大，行业巨头角逐低线市场

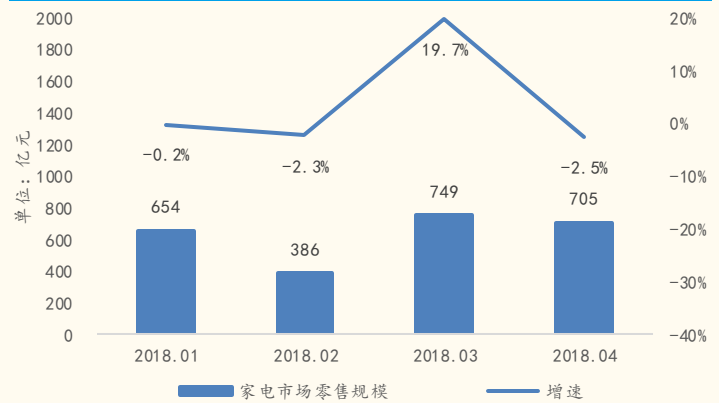
2017 年家电行业限额以上商品零售额达 8395.8 亿元，同比增长 8.24%，较限额以上商品零售总额 7.57% 的增速高 0.67 个百分点。总体来看，2017 年限额以上商品家用电器和音响器材月度零售额增长率与零售总额增长率趋于一致，其中 6 月、11 月为家电销售的旺季。今年以来，除 3 月外，1 月、2 月、4 月家电零售规模均出现下滑。自以家电消费为热点的第一次消费升级以来，经过三十多年的发展，家电行业整体市场规模已接近于饱和。随着 2008 年家电下乡产品更新换代需求和消费升级对品质化产品需求上升，我们认为，家电行业将迎来存量市场竞争格局，人工智能、智能家居、健康家居将成为市场焦点。

图表 9：2017 年家电销售增速与零售总额基本一致



来源：Wind，国金证券研究所

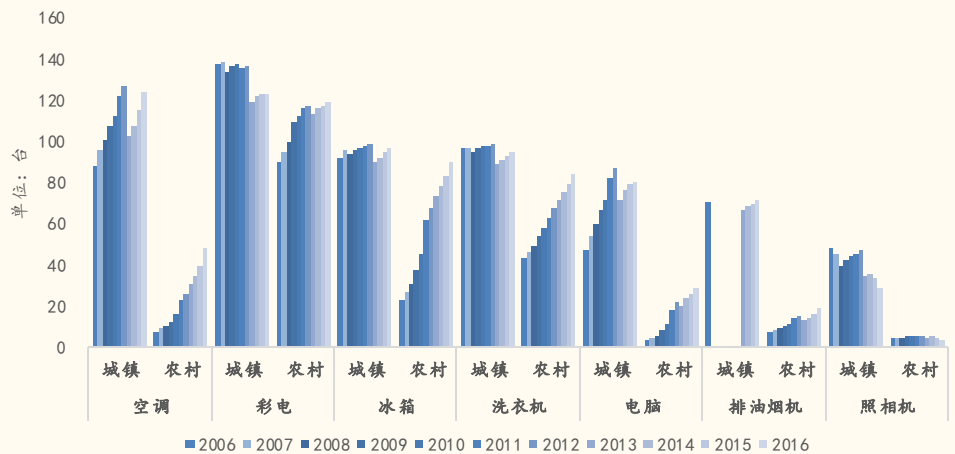
图表 10：2018 年 1-4 月家电零售规模下滑



来源：奥维云网，国金证券研究所

农村家庭家电 3C 产品保有量尚有较大发展空间，空调、电脑、排油烟机等产品保有量与城镇家庭差距较大。受益于家电下乡的热潮，2008 年农村家电 3C 市场出现了快速增长，农民每百户居民耐用品保有量呈现持续上升趋势。同时，以十年为一个更换期，2008-2011 年家电下乡产品将产生更换需求，2018 年有望开启家电产品迭新热潮。

图表 11：农村每百户居民家电 3C 产品拥有量与城镇尚有差距



来源：Wind，国金证券研究所

低线城市市场潜力巨大，家电巨头纷纷抢占渠道优势。(1) 数据显示，家电 3C 至少有 40% 的份额集中在县镇，市场规模约 9000 亿，而家电电子产品在乡镇市场的电商渗透率或不足 20%。业内人士预测，三四五线家电市场是一个 N 倍的增量市场，未来 5 年都将保持可持续增长；(2) 京东：今年计划开到 15000 家家电专卖店，覆盖全国 100% 县城，销售额同比提升 5 倍。京东家电计划在三四线城市布局品牌体验店、京东专卖店，在五六线及农村市场布局京东帮，全面打通线下渠道；(3) 苏宁：启动零售云计划，覆盖低线城市，今年计划开店 3000 家。苏宁零售云将整合内外部的资源，赋能给中小加盟零售商；(4) 国美：今年计划开设 800 家自营乡镇门店，3 年达 3000 家。目前，国美在三四五线市场销售占比仅为 1%，2020 年该数值计划将达到 15%-20%。

图表 12：家电行业三巨头先后纷纷抢占低线城市线下渠道

企业名称	苏宁易购	京东	国美
门店类型	零售云	京东家电	乡镇门店
经营方式	加盟	加盟、直营	直营
合作方式	苏宁赋能	线上代客下单，京东配送安装，无须备货	—

企业名称	苏宁易购	京东	国美
门店数量 (截止 2018 年 3 月 31 日)	215	约 8000	60+
门店面积 (平方米)	150-500	120-500	<1000
2018 年开店目标	3000	7000	800

来源：公司公告、公开资料，国金证券研究所

3、传统门店占据大额市场，县城小店面临生存危机

目前，我国 600 多万家传统门店占据零售渠道 40% 左右的出货量，年销售额可达 10 万亿元。(1) 优点：贴近消费者，用户粘性强。传统门店数量庞大、分布广泛、营业时间长，能够有效解决电商“最后一公里”问题；(2) 缺点：SKU 单一、数字化程度低、管理欠缺。随着互联网技术的发展以及消费需求改变，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、未充分利用数据等传统零售门店的经营痛点愈发明显。

县镇市场以本土化服务、人情生意为主。县城市场往往规模较小，覆盖区域有限，以满足周边区域居民消费需求为主。由于区域限制，县镇小店的消费群体相对固定，人情特征明显。我们预计，在消费升级和城镇化进程加快的双重推动下，县镇市场消费增速将保持在 28% 左右。

以专卖店为主的县城小店遭遇生存危机，关店率约为 30%。县镇市场以传统门店为主的专卖店初始化程度较低，转型升级成本高昂，技术、资本、人才条件无法满足，在消费升级浪潮中面临用户下滑、业绩下滑等多重困境。

图表 13：传统零售门店经营困境凸显



来源：草根调研，国金证券研究所

图表 14：传统零售门店经营困境凸显



来源：草根调研，国金证券研究所

二、零售云：布局低线零售渠道，收割县镇市场份额

1、初见零售云：渠道下沉端口，赋能中小商家

截止 2018 年 3 月 31 日，苏宁零售云门店突破 215 家，覆盖全国 32 个省市 215 个县镇。2018 年计划将达到 3000 家门店，规模达 40 亿。零售云是公司零售云是公司与零售商赋能合作智慧零售转型的落地产品，采用合伙人制联合运营加盟店的模式，核心发展手机潮品家门店和全品类加盟店。主要合作方式为：公司与加盟商合作投资开店，承担租金、装修等费用；公司向加盟商输出品牌、技术及管理经验，提供商品及配套服务；加盟商负责终端产品销售。

零售云门店规模一般在 150-500 平方米，主要经营范围为手机、家电、智能等产品，未来将导入更多高频生活类产品，主要面对县镇市场，遵循“一镇一店，县城一商圈一店”布局原则，是建立短链的、平台化的高效率线下终端网络。2018 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，共同促进低线市场消费升级。

图表 15：零售云经营规范

指标	简介
经营范围	手机、家电、智能等，未来将导入更多高频生活类产品
目标市场	县镇市场，一镇一店，县城一商圈一店
门店规模	150 平米-500 平米，基于目标市场容量浮动
N+X 选品策略	N：一个品类选择 1-2 个品牌进行战略协同 X：SKU 机型选择，线上爆款引流，线下单品盈利 X 用于 <150 平米小店，N+X 用于 >150 平米大店

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 16：零售云赋能中小企业



来源：草根调研，国金证券研究所

零售云助力加盟商门店改造升级和经营业绩提升。2017 年 7 月 29 日，位于滁州来安县城的苏宁易购精选店是零售云项目的首家门店开业。当天营业额突破 320 万元，刷新当地同等规模店面历史最高值；2017 年 9 月 30 日，位于连云港镇白塔埠镇的苏宁易购精选店开业。开业仅 4 小时就刷新过去 17 年单天销量最高值，国庆节当天打破 2016 年国庆七天假期总销售额；2017 年 12 月 11 日，位于常州寨桥镇的苏宁易购精选店开业。当天任务完成比例高达 135.9%；开业前两天，店内坪效提升 200%，空调、冰箱、洗衣机、彩电等家电销售占比均为 22% 以上。

图表 17: 滁州来安县门店开业第一天流量爆满



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 18: 滁州来安县门店改造后品牌冰箱区域



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 19: 连云港百塔埠镇门店升级



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 20: 连云港百塔埠镇门店改造后实现品类扩充



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 21: 常州寨桥镇门店改造升级后流量大增



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 22: 常州寨桥镇门店小朋友为精选店打call



来源: 公司官网, 国金证券研究所

2018年3月,零售云销售规模提前破亿,单店月销售额约60-70万元,单店销售业绩平均提升50%以上。公司从零售云平台获得收入主要包括一次性加盟费、产品佣金、技术付费年费、供应链金融方面的佣金收入、以旧换新的回收费用等,其中产品佣金是最主要收入来源。目前主要收费项目包括产品佣金、回收费用、金融佣金,其他还都是免费的。未来还会广告收入、金融分期收入等收入。

2、再见零售云:零售解决方案,具备五大法门

零售云推出全场景的数字化重构、全价值链平台赋能两大智慧零售解决方案，核心解决“买卖”问题，为传统零售门店注入新活力。零售云着重解决低线城市零售门店技术匮乏、零售理念缺乏、管理混乱、运营单一等问题，凭借公司在零售领域积累的强大实力，开放输出公司在供应链、仓储、金融、IT等领域核心能力，从选货、订货、陈列、营销、促销等商品流通环节统一管理、统一运营，助力传统零售门店转型、升级。

图表 23：零售云打造两大智慧零售解决方案

苏宁易购零售云智慧零售解决方案

定义	最懂零售的智慧零售解决方案					
品牌主张	加入零售云，省心做老板					
愿景	用户便宜买产品，合作门店能挣钱，商品流通更高效					
解决方案	全场景 数字化重构	人 社群交互模式	货 基于大数据的智能推荐	场 实体虚拟相结合	全价值链 平台化赋能	商品供应 IT智能工具 运营能力 物流能力 增值服务

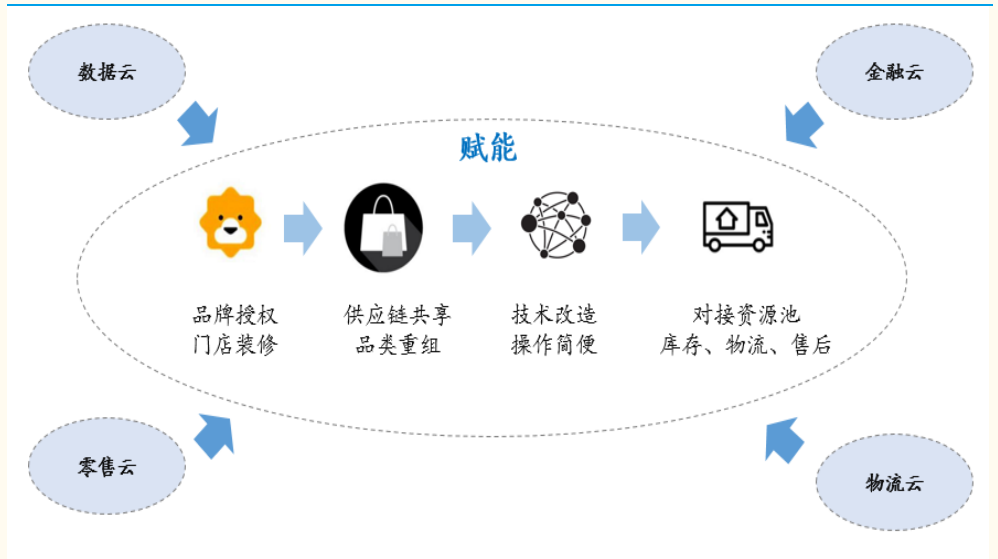
来源：公开资料，国金证券研究所

公司零售云模式已经基本成熟，具备大批量复制条件，未来将成为公司低线城市市场的重要抓手。零售云的主要特点及优势主要体现在五个方面：

SKU 扩充优势。(1) 单一 SUK 门店面临生存危机。以手机为例，全国手机整体市场容量约 4 亿台，全国有 30-40 万家手机门店，预计关店率将达 30%，单一手机专卖店的关店率预计高达 50%，较平均水平高 20 个百分点；(2) 零售云助力加盟商加载海量 SKU 优势。凭借公司的供应链能力和采购能力，加盟店可扩充海量 SKU，实现高频与低频商品的有效组合，降低采购风险和谈判成本，大幅提升门店坪效。目前，零售云主销商品 SKU 将近 10000 个，长销商品 SKU 约 1000 个。

零售运营赋能。公司深耕家电 3C 行业达二十八年之久，位居 2017 年中国民营企业 500 强第二，具备较强的运营能力。通过零售云平台，加盟商可以公司为强大后盾实现运营实力的跃迁。

图表 24：零售云实现数据、金融、零售、物流等多方面赋能



来源：草根调研，国金证券研究所

仓配装共享。传统的零售门店模式下，经营者主观判断市场行情，存在判断不准确、库存量较大、周转率效率低等问题，导致周转率和毛利率下滑。而依托公司零售云平台，商户可以实现“小件产品先产后销，大家电先销后产，零库存经营”，库存7天以内高效周转，大幅降低了经营成本。

品牌和运营资源共享。对于线下企业而言，如何解决线上电商分流导致的流量下滑一直是令人头疼的难点。凭借零售云平台，加盟商可以参与、享受公司线上和线下联合营销资源活动，为门店带来持续客流量和销售转化，解决门店流量被电商蚕食的问题。

数字化工具共享。加盟商可应用公司开发出的金掌柜、POS、社交等 IT 工具，2-3 个人即可操作上千万 SKU 的销售和管理。

图表 25：零售云可实现数字化工具共享

苏宁+商城

商城涵盖品类众多，付款方式便捷，方便加盟商尽情采购正品，更放心、更省心、更舒心！

- 行业资讯，快人一步
- 渠道整合，货源易得
- 苏宁直供，正品管够
- 随时随地，采购商品

APP下载

苏宁+金掌柜

金掌柜是苏宁旗下一款专门针对加盟商门店的应用软件，旨在提高进销存效率加强设备一体化，实现全方位管理。

- 经营方向，清晰明了
- 销售风险，轻松规避
- 库存管理，一手掌控
- 数据运营，一目了然

APP下载

苏宁+POS

苏宁+POS以【全员开单】为核心内容，完善售后流程，提高门店的销售效率，增加店铺的盈利能力。

- 一键开单，实时结算
- 一应俱全，海量商品
- 一站售后，平台保障
- 一目了然，战报清晰

APP下载

电脑版下载

PC download

POS

WEBPOS 点击下载

打印机驱动 点击下载

来源：公司官网，国金证券研究所

3、又见零售云：低线市场抓手，智慧零售先锋

能量输出重要载体，提升乡镇市场实体零售商业业务实力。中国约有两千多个县城、三万多个乡镇，传统零售门店数量不可枚举。零售云通过赋能的模式，以传统门店为载体，分享零售红利，助力中国零售门店转型升级。

补充低线市场空白，低成本、轻资产实现乡镇渠道覆盖。零售云与加盟商合作的同时，也将公司的品牌影响力和渠道实力带到低线市场。零售云主要以无形资产注入和运营能力赋能的形式实现扩张，相比于独立开设门店不仅大大降低低成本，还避免了“外来的和尚不好念经”的尴尬局面，以轻资产形式顺利开辟新兴市场，实现战略扩张。

触达全客群、打通全品类、布局全渠道战略的重要一环。(1)零售云是公司智慧零售战略的特种兵。通过零售云，公司可将品牌影响力触及三四线城市，借助众多加盟商的“手”触达广大低线市场和农村市场消费者，与其它类型门店一起搭建全客群消费画像；(2)零售云是公司全品类战略的排头兵。实现产品全品类覆盖，不断扩张消费场景，提升消费体验是公司智慧零售的关键一着。零售云借助中小加盟商实现轻资产品类扩张；(3)零售云是公司全渠道布局的先遣兵。零售云深入低线城市，牢牢县镇市场和农村市场，是公司渠道下沉、占据家电市场全渠道的重要抓手。

图表 26：零售云是公司全渠道战略的重要抓手

门店类型	直营店	零售云	苏宁小店	家电 3C 家居生活专业店					极物家居生活店	红孩子母婴店	苏宁易购广场	苏鲜生	
				云店	旗舰店	中心店	社区店	县镇店					
目前战略重要程度	★★	★★★★	★★★★			★★★★			★★★★	★★★★	★★	★★	
	★★	★★	★★			★★			★★	★★		★★	
业态	家电 3C 为主	家电 3C 为主	社区便利店	家电 3C 为主	家电 3C 为主	家电 3C 为主	家电 3C 为主	家电 3C 为主	家居、智能	母婴	全业态	生鲜超市	
数量	2281	209	210	336	111	374	660	32	1	60	15	9	
单店面积 (m ²)	200-700	200-700	80-200	一二级市场：2000-8000 三级市场：1000-3000					300-500	1000-6000	30000-80000	3000-5000	
总面积 (万 m ²)	38.08	—	2.93	472.56					400	10.59	—	1.98	
2018 年计划开店数量		3000	1500										
2020 年计划数量										2 万			
坪效 (万元/m ² ,2017)	1.85			1.87						0.67			
门店类型	直营	加盟	目前直营，未来可能加盟	直营	直营	直营	直营	直营	直营	直营	直营	直营	
渠道类型	县域乡镇	县域乡镇	社区	一二三级市场					县域乡镇	一二级市场	全渠道	一二三级市场	一二级市场
定位	渠道下沉端口	渠道下沉端口，赋能中小零售商	满足城市消费者基本购物需求、物流前置仓	集商品展示销售、互动体验、休闲娱乐及服务等于一体的智慧零售业态迭代升级					健康生活零售业态	O2O 购物平台	智慧零售极致体验	“生鲜+餐饮+超市”精品超市	

注 1：除标注外，数据均为 2018 年第 1 季度数据

注 2：一级市场指副省级以上城市；二级市场指一级市场以外的地级市；三级市场指一二级市场下辖的县、县级市或远郊区；四级市场主要指镇级城市

来源：公司公告，国金证券研究所

三、零售云门店情况

根据我们的了解，零售云门店面积在 150-500 平米之间，总投入金额 30-100 万不等。每家店可以经营 8-10 个品类，大约 500-1000 个 SKU，同时可以连接苏宁易购近万个 SKU。零售云相较单一品牌店有诸多优势，加盟店经过改造后业绩提升显著。我们测算，零售云门店综合毛利率为 15-16%，未来有望进入加速开店模式。

图表 27：零售云丹阳镇店内景 (1)



来源：草根调研，国金证券研究所

图表 28：零售云丹阳镇店内景 (2)



来源：草根调研，国金证券研究所

四、公司估值

1、PS 估值法：公司估值 2003 亿元

我们以京东为可比公司。京东 2017 年营业收入为 554.52 亿美元，2018 年营收增速约为 30%，据此给予公司 0.82 倍 PS。2017 年公司营收为 1879 亿元，预计 2018 年增速为 30%，达 2443 亿元，给予公司估值 2003 亿元，目前 PS 为 0.60，仍有 35.9% 的增长空间。

图表 29：京东上市以来 PS 值

年份	2014	2015	2016	2017
市值 (亿美元)	316.06	442.35	361.38	589.81
营业收入 (亿美元)	187.94	279.18	374.98	554.52
PS 值	0.59	0.63	1.04	0.94

注：市值取对应年份 12 月 31 日收盘价

来源：Wind，国金证券研究所

图表 30：公司近四年 PS 值

年份	2014	2015	2016	2017
市值 (亿元)	664.47	993.02	1066.00	1144.20
营业收入 (亿元)	1089.25	1355.48	1485.85	1879.28
PS 值	0.61	0.73	0.72	0.61

注：市值取对应年份 12 月 31 日收盘价

来源：Wind，国金证券研究所

2、分部估值法：公司估值 2113 亿元

我们将公司的业务拆分为线上业务、线下业务、物流业务、金融业务四个部分。(1) **线下业务：660 亿估值**。预计 2018 年线下净利润达 44 亿元，给予 15 倍 PE，测算线下业务估值 660 亿。(2) **线上业务：818 亿估值**。预计 2018 年线上 GMV2045 亿元，以京东为可比公司，线上市值/GMV 约 0.4 倍，测算线上估值 818 亿。(3) **物流业务：473 亿估值**。2017 年公司拥有仓储面积 686 万平方米。与可比公司京东对比来看，2017 年京东仓储面积为 1000 万平方米，京东物流估值约 691 亿元，测算公司物流业务估值 473 亿。(4) **金融业务：162 亿**。2017 年 12 月，苏宁金融估值 323 亿元，上市公司持有股权比例为 50%。综上，公司整体估值为 2113 亿元。

图表 31：采用分部估值法，公司整体估值 2113 亿元

业务类型	指标	指标单位	2017 规模	2018 年规模	估算方法	估值 (亿元)
线下业务	净利润	亿元	40	44	PE	660
线上业务	GMV	亿元	974.6	2045	PS	818
物流业务	仓储面积	万平方米	686	—	市值/仓储面积	473
金融业务	估值	亿元	323	—	估值*股权占比	162
					合计	2113

来源：公司公告，国金证券研究所

五、风险提示

- **低线城市消费需求不及预期**：宏观经济发展减速，低线城市居民可支配收入降低，低线城市消费终端需求增长与预判相差过大。
- **家电 3C 行业竞争加剧**：家电 3C 行业竞争加剧，同业其它企业的在低线市场的扩张可能会对零售云家门店收入和利润产生影响。
- **零售云展店数量不及预期**：受成本因素、加盟商加盟意愿、乡镇选址等因素，零售云门店扩张速度不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	135,548	148,585	187,928	244,348	321,182	420,783	货币资金	27,116	27,209	34,030	46,618	45,335	44,265
增长率		9.6%	26.5%	30.0%	31.4%	31.0%	应收账款	3,115	5,231	9,327	11,246	13,728	16,832
主营业务成本	-115,981	-127,248	-161,432	-209,999	-275,725	-360,818	存货	14,005	14,392	18,551	21,863	25,684	31,633
%销售收入	85.6%	85.6%	85.9%	85.9%	85.8%	85.7%	其他流动资产	12,516	35,551	25,125	31,491	32,150	33,402
毛利	19,566	21,338	26,496	34,349	45,457	59,965	流动资产	56,752	82,383	87,034	111,217	116,896	126,132
%销售收入	14.4%	14.4%	14.1%	14.1%	14.2%	14.3%	%总资产	64.4%	60.1%	55.3%	61.0%	61.2%	61.9%
营业税金及附加	-586	-583	-729	-948	-1,246	-1,633	长期投资	4,274	28,690	37,126	37,127	37,126	37,126
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	15,207	15,693	17,863	18,134	20,427	23,247
营业费用	-16,645	-17,451	-20,636	-26,145	-34,045	-44,182	%总资产	17.3%	11.4%	11.4%	9.9%	10.7%	11.4%
%销售收入	12.3%	11.7%	11.0%	10.7%	10.6%	10.5%	无形资产	8,887	7,196	11,674	11,726	12,041	12,361
管理费用	-4,291	-3,946	-4,864	-5,864	-7,387	-9,257	非流动资产	31,324	54,784	70,243	71,086	74,093	77,733
%销售收入	3.2%	2.7%	2.6%	2.4%	2.3%	2.2%	%总资产	35.6%	39.9%	44.7%	39.0%	38.8%	38.1%
息税前利润 (EBIT)	-1,955	-643	267	1,391	2,778	4,893	资产总计	88,076	137,167	157,277	182,303	190,989	203,865
%销售收入	-1.4%	-0.4%	0.1%	0.6%	0.9%	1.2%	短期借款	3,370	10,755	8,913	9,186	11,186	13,186
财务费用	-104	-416	-306	-178	-143	-299	应付账款	40,166	48,080	52,247	63,997	67,227	73,162
%销售收入	0.1%	0.3%	0.2%	0.1%	0.0%	0.1%	其他流动负债	2,199	2,620	3,104	3,203	3,784	4,615
资产减值损失	-198	-350	-513	-381	-429	-480	流动负债	45,735	61,455	64,264	76,386	82,198	90,964
公允价值变动收益	-7	-34	19	20	30	50	长期贷款	358	18	2,854	2,854	2,854	2,855
投资收益	1,655	1,445	4,300	6,501	900	1,000	其他长期负债	10,058	5,772	6,532	7,088	7,517	7,287
%税前利润	186.1%	103.0%	99.3%	84.9%	26.2%	18.3%	负债	56,151	67,245	73,649	86,328	92,569	101,105
营业利润	-610	504	4,076	7,353	3,137	5,164	普通股股东权益	30,483	65,710	78,958	91,356	93,821	98,131
营业利润率	-0.5%	0.3%	2.2%	3.0%	1.0%	1.2%	少数股东权益	1,443	4,212	4,669	4,619	4,599	4,629
营业外收支	1,499	899	256	300	300	300	负债股东权益合计	88,076	137,167	157,277	182,303	190,989	203,865
税前利润	889	1,403	4,332	7,653	3,437	5,464	比率分析						
利润率	0.7%	0.9%	2.3%	3.1%	1.1%	1.3%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-131	-408	-283	-497	-223	-355	每股指标						
所得税率	14.8%	29.1%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	每股收益	0.118	0.130	0.452	0.774	0.347	0.546
净利润	758	995	4,050	7,156	3,214	5,109	每股净资产	4.129	7.058	8.481	9.506	9.763	10.211
少数股东损益	-115	-211	-163	-50	-20	30	每股经营现金净流	0.151	0.354	-0.762	1.684	1.179	1.582
归属于母公司的净利润	873	1,206	4,213	7,206	3,234	5,079	每股股利	0.084	0.450	0.171	0.080	0.080	0.080
净利率	0.6%	0.8%	2.2%	2.9%	1.0%	1.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	2.86%	1.84%	5.34%	7.89%	3.45%	5.18%
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	总资产收益率	0.99%	0.88%	2.68%	3.95%	1.69%	2.49%
净利润	758	493	4,050	7,156	3,214	5,109	投入资本收益率	-3.80%	-0.54%	0.25%	1.16%	2.23%	3.72%
少数股东损益	-115	-211	-163	-50	-20	30	增长率						
非现金支出	2,147	1,583	2,049	1,631	1,736	1,851	主营业务收入增长率	24.44%	9.62%	26.48%	30.02%	31.44%	31.01%
非经营收益	-3,236	-1,665	-4,187	-5,879	-905	-1,194	EBIT增长率	66.00%	-67.10%	-141.48%	421.39%	99.69%	76.11%
营运资金变动	1,447	2,886	-9,002	2,644	4,143	8,873	净利润增长率	0.64%	38.27%	249.18%	71.06%	-55.13%	57.08%
经营活动现金净流	1,115	3,297	-7,090	5,551	8,187	14,638	总资产增长率	7.16%	55.74%	14.66%	10.64%	4.76%	6.74%
资本开支	-2,944	-636	-2,335	-809	-3,814	-4,411	资产管理能力						
投资	2,176	-39,275	11,374	0	-300	-500	应收账款周转天数	1.7	2.2	3.4	3.8	3.6	3.6
其他	481	299	4,399	6,521	930	1,050	存货周转天数	47.3	40.7	37.2	38.0	34.0	32.0
投资活动现金净流	-286	-39,613	13,437	5,712	-3,184	-3,861	应付账款周转天数	27.5	30.9	28.9	30.0	28.0	26.0
股权募资	1,500	35,416	836	0	0	0	固定资产周转天数	35.7	31.5	27.9	20.5	15.7	12.3
债权募资	2,403	2,440	-482	184	2,500	1,521	偿债能力						
其他	-829	-1,000	-1,533	-303	-748	-744	净负债/股东权益	-54.51%	-21.69%	-25.77%	-35.39%	-31.48%	-27.65%
筹资活动现金净流	3,073	36,857	-1,179	-118	1,752	777	EBIT利息保障倍数	-18.8	-1.5	0.9	7.8	19.5	16.4
现金净流量	3,903	542	5,169	11,144	6,755	11,554	资产负债率	63.75%	49.02%	46.83%	47.35%	48.47%	49.59%

来源：公司公告、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	30
增持	0	0	0	0	28
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.48

来源：贝格数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-06-03	买入	15.83	21.60~23.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH