新时代证券 New Times Securities

零售云加速开店不能停 改造县乡镇传统零售模式

公司点评

陈文倩（分析师）
010-83561313
chenwenqian@xsdzq.cn
证书编号：S0170511070001

● 零售云帮助传统县镇小店改变传统零售模式：

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。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。零售云 6 月中门店总数量突破 666 家，全年计划开店 3000 家，加速开店压力仍大。

● 我们对零售云的独家解读：

我们总结零售云的作用，在新的复杂多变的零售环境下，零售云是用来帮助改变县乡镇传统零售模式，同时实现苏宁线下渠道下沉的关键工具。

1） 社交变现，通过加盟零售云，店主实现了社交变现。零售云强调选商优先。选择当地成熟零售店主，可以较快的打通县镇消费者对苏宁品牌的了解，提升对品牌的信任度，而本地店主则可以实现人情销售社交变现。

2） 信任背书，企业和加盟商互相背书，打造树立口碑。这也将成为与其他品牌渠道下沉时的竞争软实力。

3） 携手成长，给加盟商带来与苏宁共同成长的机会，而不是被线上和变化繁多的零售环境驱逐离开市场。线上线下产品结构调整是消费市场自身发展趋势，这部分产品结构调整，靠加盟商自己难以实现。零售云加盟商将受益加盟，实现从传统的小家电店主逐渐转变为全品类销售店主。

● 苏宁实体渠道精细维护，线上线下良性互动。维持“推荐”评级：

2018 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。苏宁 5 月 30 日晚间公告称，出售阿里巴巴股票收到价款合计约 15.04 亿美元，预计可实现净利润约 56.01 亿元人民币。投资收益增厚我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 64.42/21.33/31.22 亿元，对应 EPS 分别为 0.69（+0.52）/0.23（+0.01）/0.34（+0.01）元，维持“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	237,633	301,549	384,733
增长率(%)	9.6	26.5	26.4	26.9	27.6
净利润(百万元)	704.4	4,213	6,442	2,133	3,122
增长率(%)	-19.3	498.0	52.9	-66.9	46.3
毛利率(%)	14.4	14.1	14.1	14.3	14.5
净利率(%)	0.5	2.2	2.7	0.7	0.8
ROE(%)	0.7	4.8	5.9	1.9	2.8
EPS(摊薄/元)	0.08	0.45	0.69	0.23	0.34
P/E(倍)	175.25	29.3	19.2	57.9	39.5
P/B(倍)	1.88	1.6	1.5	1.4	1.4

推荐（维持评级）

市场数据	时间 2018.06.15
收盘价(元):	14.56
一年最低/最高(元):	10.22/16.35
总股本(亿股):	93.1
总市值(亿元):	1,355.54
流通股本(亿股):	50.49
流通市值(亿元):	735.14
近 3 月换手率:	82.4%

股价一年走势

收益涨幅（%）

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	8.65	17.1	24.69
绝对	4.3	8.74	31.05

相关报告

《挖掘县镇潜力，零售云布局低线城市智慧零售端口》2018-04-20

目　录

1、 “零售云”加速布局 助力苏宁线下渠道下沉 3
1.1、 县乡镇小店在新的零售环境下经营痛点 3
1.2、 零售云帮助传统小店解决经营痛点 3
1.3、 科技苏宁为零售云加盟店实现数字化工具共享 4
2、 未来展望：打通全品类的零售解决方案开放平台 4
3、 网上零售高增长下我们如何解读布局线下渠道的零售云 5
3.1、 网上零售继续保持快速增长 5
3.2、 我们对零售云的独家解读 5
4、 投资建议 6
5、 风险提示： 6
附：财务预测摘要 7

图表目录

图 1: 2018 年零售云计划开店 3000 家 3
图 2: 同等面积、同样人员改造后可销售苏宁上千万商品 4
图 3: 数字化工具支持业务多元求 4
图 4: 5 月实物商品网上零售额占社零的比重累计值 16.6% 5
图 5: 实物商品网上零售额累计同比 5 月增速 30.0% 5

1、 “零售云”加速布局 助力苏宁线下渠道下沉

苏宁零售云门店也叫苏宁易购精选店，源于苏宁零售云项目。它采用“合伙人制”的联合运营，面向三至六级市场开展加盟店业务，目前的门店类型主要为家电综合店和手机潮品店。6 月 16 日苏宁零售云公众号介绍，苏宁零售云 6 月中旬新开店 88 家，门店总数量突破 666 家，全年计划开店 3000 家。

图1: 2018 年零售云计划开店 3000 家

资料来源：苏宁零售云公众号，新时代证券研究所

1.1、 县乡镇小店在新的零售环境下经营痛点

零售云诞生恰逢其时，帮助县乡镇家电店主、手机店主应对新的零售环境。小店老板现在面对的痛点主要集中在以下几点。

1） 渠道乏力：电商成本居高不下，传统线下市场份额被压缩，消费者购买渠道多元难以把握。

2） 吸引客流能力有限：资讯扁平价格透明，宣传手段单一，产品单一。

3） 门店成本压力大：库存挤压严重，资金打款压力大。

1.2、 零售云帮助传统小店解决经营痛点

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。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。

1） 吸引客流手段多样：共享苏宁品牌资源，苏宁质量背书。统一节点促销持续吸引客流。

2） 解决运营痛点：仓配装共享，零库存运作提升周转率。

3） 释放采购难点：海量 SKU 扩充，解决大资金占用痛点。

1.3、 科技苏宁为零售云加盟店实现数字化工具共享

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2: 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3: 数字化工具支持业务多元求

资料来源：苏宁零售云业务资料，新时代证券研究所

2、 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，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还未开放采购苏宁百货商品，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。未来随着苏宁供应链的完善还会有极物店、母婴店、苏宁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。

3、 网上零售高增长下我们如何解读布局线下渠道的零售云

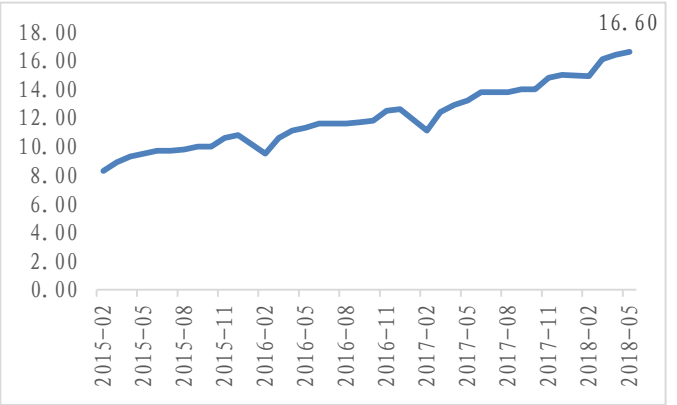
苏宁零售云的介绍中零售云本质是开放的零售解决方案平台，全面输出苏宁智慧零售能力，协同千万加盟商，共同搭建自学习属性的零售网络。零售云的作用，是对传统零售门店进行全价值链平台化赋能，打通全品类采购、销售、物流、金融等，实现智慧零售闭环管理，突破转型。

我们总结为一句话，在新的复杂多变的零售环境下，零售云是用来帮助改变县乡镇传统零售模式，同时实现苏宁线下渠道下沉的关键工具。在网上零售仍保持高速增长的态势下，线上引流成本也快速上涨，线上红利到顶也是业内共识。苏宁积极搭建渗入到 4-6 级城镇的零售云，不仅可以实现实体渠道延伸，也可以理解为线上导流储备后续力量。

3.1、 网上零售继续保持快速增长

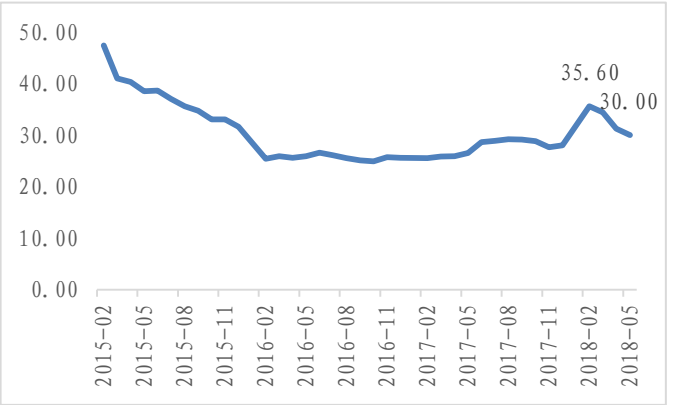
1-5 月份，全国网上零售额 32691 亿元，增长 30.7%。其中，实物商品零售额 24819 亿元，增长 30.0%，增速比社会消费品零售总额高 20.5 个百分点，占社会消费品零售总额比重为 16.6%，比上年同期提高 3.4 个百分点。

图4： 5 月实物商品网上零售额占社零的比重累计值 16.6%



资料来源：wind，新时代证券研究所

图5： 实物商品网上零售额累计同比 5 月增速 30.0%



资料来源：wind，新时代证券研究所

3.2、 我们对零售云的独家解读

我们对零售云的解读简单归纳为三点：

1） 社交变现，通过加盟零售云，店主实现了社交变现。

零售云在创立后，强调的第一点不是传统实体零售着重的选址，而是零售云独特的选商优先。选择当地成熟零售店主，可以较快的打通县镇消费者对苏宁品牌的了解，提升对品牌的信任度，而本地店主则可以实现人情销售，将市场上正在兴起的社交零售，真正通过零售云加盟而落实和变现。

2） 信任背书，企业和加盟商互相背书，打造树立口碑。

零售云与众不同的严格选商加盟制度，双面背书效果。初级背书，店主为县镇还不熟悉苏宁品牌做第一次背书，店主通过本地人情为苏宁品牌做线下背书，同时，随着苏宁零售云口碑的树立，也为苏宁其他品类的介入发挥背书作用（未来母婴系列，极物系列、苏宁小店超市商品）。随着苏宁口碑的树立，反过来可以为新进入的加盟商，和原有的加盟商扩大销售品类发挥双重背书作用。

县镇消费者通过零售云培养出对苏宁品牌信任度，对下一步计划加入苏宁的店主发挥背书作用，提高新加盟店主在当地的信任度，对加盟商来说吸引力更大。这也将成为与其他品牌渠道下沉时的竞争软实力。

3） 携手成长，给加盟商带来与苏宁共同成长的机会，而不是被线上和变化繁多的零售环境驱逐离开市场。

在线上持续保持高速发展的零售环境下，苏宁零售云布局好线下渠道后，是否因为线下导流线上而挤压加盟店主的市场空间呢。我们认为，随着苏宁上游供应链完善，零售云可以在商品结构上做好调整。未来可能家电 3c 标品消费会更多转移到线上的趋势不会改变，但是线下的高频次消费品，更多需要线下体验的商品仍需要实体店支持，尤其是 4-6 级城市对实体渠道的依赖更深。

线上线下产品结构调整不是苏宁主导，而是消费市场自身发展趋势，这部分产品结构调整，靠加盟商自己传统销售经验是难以实现的，毕竟他们都是家电 3c 手机经销商，不具备其他商品销售经验和渠道。零售云加盟商将受益早早加盟苏宁，从传统的小家电店主逐渐转变为全品类销售店主，这是零售云加盟商与苏宁供应链共同成长的机会。

4、 投资建议

2018 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。苏宁 5 月 30 日晚间公告称，出售阿里巴巴股票收到价款合计约 15.04 亿美元，预计可实现净利润约 56.01 亿元人民币。投资收益增厚我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 64.42/21.33/31.22 亿元，对应 EPS 分别为 0.69（+0.52）/0.23（+0.01）/0.34（+0.01）元，维持“推荐”评级。

5、 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)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	79451	87830	107659	114517	139888
现金	27209	34030	49476	36866	52764
应收账款	1104	2389	445	3222	1874
其他应收款	4095	6919	2044	10287	6646
预付账款	9751	8668	12117	15610	21437
存货	**14392**	**18551**	**23103**	**29653**	**37467**
其他流动资产	22901	17272	20474	18880	19701
非流动资产	57716	69447	75934	81963	90184
长期投资	417	1767	3207	4648	6088
固定资产	12813	14373	18348	23381	29591
无形资产	5688	8217	8126	7952	7781
其他非流动资产	**38798**	**45090**	**46253**	**45982**	**46725**
资产总计	**137167**	**157277**	**183593**	**196480**	**230072**
流动负债	61455	64264	86693	99005	131317
短期借款	6160	8686	7423	8055	7739
应付账款	12498	13095	19265	21719	30424
其他流动负债	**42798**	**42482**	**60005**	**69231**	**93154**
非流动负债	5790	9385	9008	8513	7975
长期借款	3518	6354	6233	5610	5136
其他非流动负债	**2272**	**3032**	**2775**	**2903**	**2839**
负债合计	**67245**	**73649**	**95701**	**107519**	**139292**
少数股东权益	4212	4669	3422	3009	2405
股本	9310	9310	9310	9310	9310
资本公积	35835	35980	35980	35980	35980
留存收益	17930	21363	25415	26757	28721
归属母公司股东权益	65710	78958	84470	85952	88375
负债和股东权益	**137167**	**157277**	**183593**	**196480**	**230072**

现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	3839	-6605	18408	-5376	26254
净利润	493	4050	5196	1721	2517
折旧摊销	1806	2100	2123	2513	2466
财务费用	416	306	-82	-28	81
投资损失	-1445	-4300	-6690	-1590	-1590
营运资金变动	2886	-9002	17978	-8020	22824
其他经营现金流	-316	241	-116	28	-44
投资活动现金流	-39613	13437	-2060	-6852	-9117
资本支出	**2424**	**2364**	**4473**	**4876**	**6637**
长期投资	-40034	13092	-1440	-1350	-1440
其他投资现金流	-77223	28894	972	-3326	-3920
筹资活动现金流	36758	-911	-902	-381	-1240
短期借款	**2934**	**2527**	**-1263**	**632**	**-316**
长期借款	-4817	2836	-121	-623	(474)
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	**6117**	**-6418**	**482**	**-390**	**-450**
现金净增加额	**1084**	**5653**	**15446**	**-12609**	**15897**

利润表（百万元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	**148585**	**187928**	**237633**	**301549**	**384733**
营业成本	127248	161432	204115	258514	328903
营业税金及附加	583	729	903	1146	1462
营业费用	17451	20636	26021	32929	41936
管理费用	3946	4864	6178	7810	9926
财务费用	416	306	-82	-28	81
资产减值损失	350	513	570	724	923
公允价值变动收益	-34	19	20	20	20
投资净收益	1445	4300	6690	1590	1590
营业利润	2	4076	6636	2064	3112
营业外收入	**1060**	**405**	**400**	**400**	**400**
营业外支出	161	149	200	200	200
利润总额	901	4332	6836	2264	3312
所得税	**408**	**283**	**1641**	**543**	**795**
净利润	493	4050	5196	1721	2517
少数股东损益	**-211**	**-163**	**-1247**	**-413**	**-604**
归属母公司净利润	704	4213	6442	2133	3122
EBITDA	**2496**	**6357**	**8402**	**4146**	**5090**
EPS（元）	0.08	0.45	0.69	0.23	0.34

主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入(%)	9.6	26.5	26.4	26.9	27.6
营业利润(%)	100.3	198540.2	62.8	-68.9	50.8
归属于母公司净利润(%)	(19.3)	498.0	52.9	-66.9	46.3
获利能力					
毛利率(%)	14.4	14.1	14.1	14.3	14.5
净利率(%)	0.5	2.2	2.7	0.7	0.8
ROE(%)	0.7	4.8	5.9	1.9	2.8
ROIC(%)	0.5	4.1	4.7	1.2	1.9
偿债能力					
资产负债率(%)	49.0	46.8	52.1	54.7	60.5
净负债比率(%)	-18.5	(22.4)	(39.0)	(24.1)	-41.6
流动比率	1.3	1.4	1.2	1.2	1.1
速动比率	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
营运能力					
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	167.7	164.5	151.0
应付账款周转率	11.8	12.6	12.6	12.6	12.6
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.45	0.69	0.23	0.34
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.23	0.64	1.98	-0.58	2.82
每股净资产(最新摊薄)	7.06	8.48	9.07	9.23	9.49
估值比率					
P/E	175.25	29.31	19.16	57.86	39.55
P/B	1.88	1.56	1.46	1.44	1.40
EV/EBITDA	45.87	17.1	11.0	25.2	17.2

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

北京	**郝颖　销售总监** 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	**吕莜琪　销售总监** 固话：021-68865595 转 258 手机：18221821684 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
深圳	**史月琳　销售经理** 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/