

苏宁易购(002024)/商贸零售 家电零售形成宽阔护城河,全渠道多业态实现规模发展

评级: 买入(维持)

市场价格: 11.69

分析师: 彭毅

执业证书编号: S0740515100001

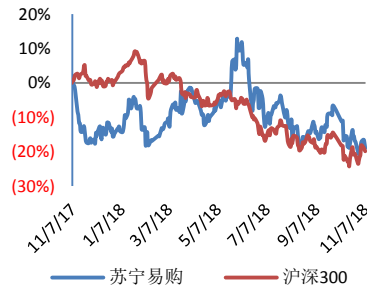
电话:

Email: pengyi@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	9310
流通股本(百万股)	5847
市价(元)	12.05
市值(百万元)	108,834
流通市值(百万元)	68,348

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 业绩略超预期,服务型收入放量增长,“买入”评级
- 2 如期扭亏,零售向好,服务性收入放量增长
- 3 竞争格局向好,零售脱底向上,物流+金融持续发力
- 4 零售模式领先,规模持续高增长
- 5 全渠道多业态零售网络逐步完善,规模效应带来持续高增长

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	148,585	187,928	246,070	312,327	382,638
增长率 yoy%	9.62%	26.48%	30.94%	26.93%	22.51%
净利润	704	4,213	7,718	1,972	3,191
增长率 yoy%	-19.27%	498.02%	83.21%	-74.45%	61.84%
每股收益(元)	0.08	0.45	0.83	0.21	0.34
每股现金流量	0.41	-0.71	2.51	-0.87	3.50
净资产收益率	1.07%	5.34%	10.98%	2.11%	3.34%
P/E	151.33	27.16	14.54	56.90	35.16
PEG	-7.86	0.05	0.13	1.00	-3.98
P/B	1.71	1.42	1.60	1.20	1.17

投资要点

- **核心观点:** 纵观全球的伟大零售企业都有足够深的护城河,这个护城河是其在某一领域持续赚钱能力的根源,只有在某一领域持续赚钱,提供稳健现金流,才有可能去拓展其他相关业务。苏宁易购经历过十多年家电零售渠道的变革竞争洗牌,已形成带“电”品类全渠道销售的宽阔护城河。未来通过多业态的智慧零售布局,规模效应将逐步凸显,有望全方位吸引客流、精耕生态圈用户需求,开启规模发展新篇章。当前处于历史估值底部,非常具备投资价值。
- **家电零售已建立起宽阔护城河,未来在带电产品零售市场的空间仍然较大。** 目前国内主要的家电零售渠道有五个方面:苏宁/国美等线下专业连锁;品牌商自建渠道;KA超市渠道;低线城镇的个体户;互联网渠道。苏宁二十余年精耕家电零售,线下家电连锁全国领先;与高鑫零售合作,进军KA超市渠道;线上自建平台以及与阿里合资打造猫宁旗舰店;零售云以及苏宁易购直营店渗透低线市场;全渠道布局完善,经营规模优势已逐步凸显。苏宁易购大润发店业绩显著提升,也成功为苏宁进军KA渠道打开了入口。截至9月30日,共开设苏宁大润发门店399家,直接推动中心店、社区店数量快速增长,完善了苏宁线下门店布局。经营质量方面,苏宁线下可比门店收入同比增速明显领先于家电3C零售行业和老牌竞争对手国美,门店坪效和固定费用率持续优化,盈利能力有望稳健提升。电商红利逐步消退,京东增速放缓,苏宁全渠道经营规模优势已逐步凸显,全渠道家电零售市场份额稳居第一,预计未来个性、品质、体验等诉求将进一步巩固家电零售的优势。苏宁在家电基础上扩展等“带电”的相似品类,带电产品收入加速增长,如果在现有经验和优势下扩品销售顺利,未来在整个技术消费品零售市场的销售规模有望超过4,000亿元。
- **全渠道、多业态汲取流量,构建智慧零售生态圈。** 线下利润持续为业务拓展输血,苏宁智慧零售网络逐渐完善,将全方位获取客流,推动零售规模增长:(1) **线下流量:** 推进“一大两小多专”门店布局,扩充母婴店、小店等高引流业态;小店业务已独立转让,有效优化上市公司净利润;(2) **线上搜索流量:** 天猫旗舰店享受阿里资源引流,自营规模保持快速增长,开放平台持续扩品,佣金收入有望进一步增长;(3) **社交流量:** 传统电商获客成本上升,通过开展苏宁拼购业务,将有效挖掘低成本、高转化效率的社交流量红利,把握低线消费机会。
- **输出供应链服务能力,赋能商家和消费者。** 现在的苏宁不仅是零售商,还是供应链赋能者、零售服务商。输出家电3C等优势品类运营能力,赋能零售云加盟商,解决传统夫妻老婆店数字化基础设施搭建困难的痛点,显著提升加盟店经营效率。仓储物流资源丰富,将加速天天快递整合,打造国内稀缺的仓储、干线运输和末端配送能力并发展的电商物流企业,供应链物流、仓配一体等社会化物流收入有望放量增长。苏宁已实现金融牌照全布局,通过精耕生态圈金融需求,聚焦支付、供应链金融、微商金融、消费金融、产品销售核心业务发展,金融业务规模有望加速增长。
- **盈利预测与估值:** 公司家电零售已形成宽阔护城河,全渠道多业态精耕智慧零售生态圈,开启规模发展新篇章,维持“买入”评级。苏宁经营基本面向好,市场份额有望进一步提升,当前处于历史估值底部,存在较大的估值修复空间。苏宁全渠道多业态经营模式规模效应逐步凸显:(1) 线下围绕“一大、两小、多专”的产品业态推进网络布局,全方位把握各层级市场的消费机会;线下盈利能力回升,预计同店收入将保持稳健增长,为公司提供充足而稳定的收入来源。(2) 线上将强化传统带电产品优势,加大开放平台商家引进力度,借助阿里资源优势,把握社交流量红利,预计线上仍将保持中高速增长,未来平台收入将进一步提升。(3) 持续输出供应链服务能力,丰富仓储物流资源,推动社会化物流收入放量增长。苏宁金融持续聚焦核心业务,精耕生态圈金融需求;

战略募集资金已到位，为业务发展提供有力支持。预计公司 2018-2020 年实现营业收入 2460.70/3123.27/3826.38 亿元，实现归母净利润 77.18/19.72/31.91 亿元。

- 风险提示事件：线上线下融合不及预期，线上业务成本激增，线下门店改造受阻，造成公司盈利下滑；阿里苏宁的关系恶化，天猫旗舰店流量优势减弱，流量成本大幅上升；金融业务风控能力补足，坏账大幅增加，拖累集团现金流恶化。

内容目录

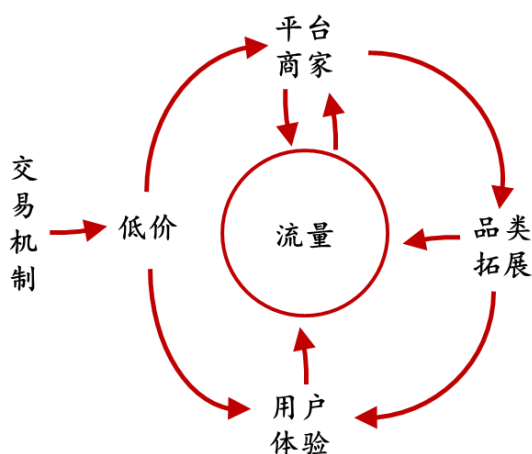
家电零售形成宽阔护城河，发展空间仍然较大	- 4 -
宽阔的护城河是企业长期盈利、健康发展的基础	- 4 -
家电零售经验丰富，线下门店布局完善	- 5 -
改造成效初显，经营效率领先行业及老牌竞争对手国美	- 6 -
借助电商红利，京东迅速成长为强劲对手	- 8 -
全渠道经营模式更优，带电产品市场空间大	- 10 -
完善智慧零售网络布局，全渠道、多业态汲取流量	- 12 -
完善多业态布局，扩充线下流量	- 12 -
线上规模快速增长，开放平台扩品引流	- 16 -
电商市场下沉，发掘社交流量	- 17 -
阿里资源引流，旗舰店业绩靓丽	- 18 -
全渠道经营凸显规模效应，提升生态圈付费会员价值	- 19 -
输出供应链服务能力，赋能商家和消费者	- 21 -
仓储物流资源丰富，物流社会化收入放量	- 21 -
精耕苏宁生态圈金融需求，输出金融服务	- 22 -
盈利预测及估值评级	- 24 -
经营基本面向好，现金充足	- 24 -
家电零售形成宽阔护城河，全渠道多业态实现规模发展，维持“买入”评级	- 25 -
风险提示	- 27 -

家电零售形成宽阔护城河，发展空间仍然较大

宽阔的护城河是企业长期盈利、健康发展的基础

- **阿里巴巴的盈利核心是电商流量转化带来的广告及佣金收入。**根据巴菲特的护城河理论，拥有宽阔经济护城河的企业股票能够提供超群收益，值得长期持有。放眼中美零售巨头，在核心领域持续盈利的能力是打造企业护城河的关键，也是后续业务拓展的基础。阿里巴巴是平台型公司，盈利核心是电商流量转化带来的广告及佣金收入。通过缩短交易环节、免除手续费，成功实现低价，吸引大批商家和消费者，品类得到快速拓展，共同推动平台流量集聚，优质流量进一步吸引商家入驻，为佣金、广告等服务变现扩大收入基础。凭借成熟的电商运营经验，淘宝、天猫等核心业务的调整后 EBITDA 利润率保持在 60% 以上，是阿里最主要的收入和利润来源，为集团发展新零售以及云计算等相关业务提供持续、稳健的现金流。

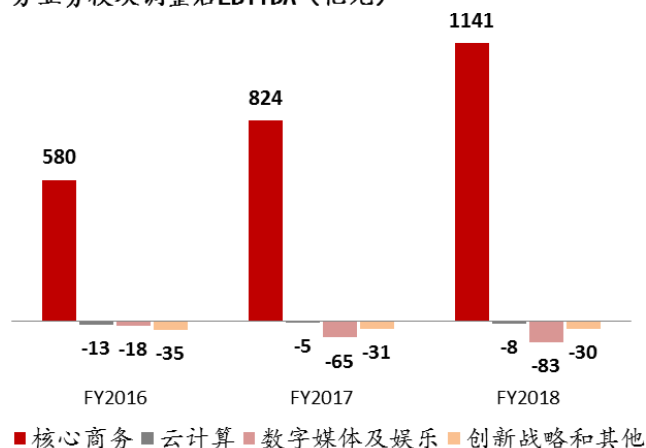
图表 1: 电商流量转化的收入是阿里盈利核心



来源：中泰证券研究所

图表 2: 核心商务利润持续为业务拓展输血

分业务模块调整后 EBITDA (亿元)

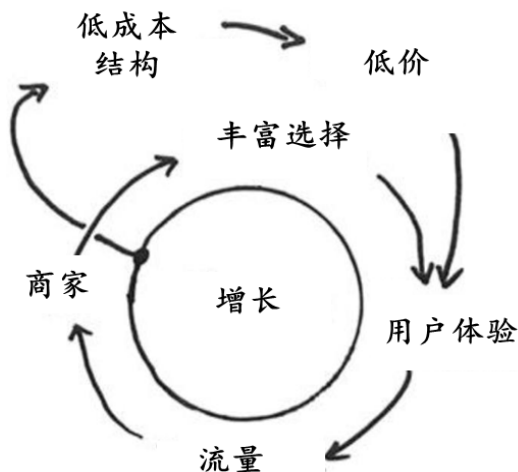


来源：公司公告 中泰证券研究所

- **快速增长是亚马逊商业逻辑的核心。**亚马逊以自营电商起家，凭借低价策略实现快速增长是其商业逻辑的核心。规模效应的形成可支撑低成本结构，从而形成用户体验集聚流量、优质流量吸引商家入驻、产品选择日益丰富、用户体验得到进一步提升的良性生态循环。亚马逊的电商零售是其最重要的收入来源，线上商店销售收入占比达到 50% 以上，开放第三方平台带来的商家服务收入也得到快速增长，占比达到 18%。得益于规模增长，亚马逊在北美电商市场一家独大，盈利能力稳步提升，持续贡献营业利润，为亚马逊在全球市场的拓展提供资金基础。AWS 云计算业务也保持快速增长，2018H1 营业利润率高达 26%，成为亚马逊新的盈利增长点。

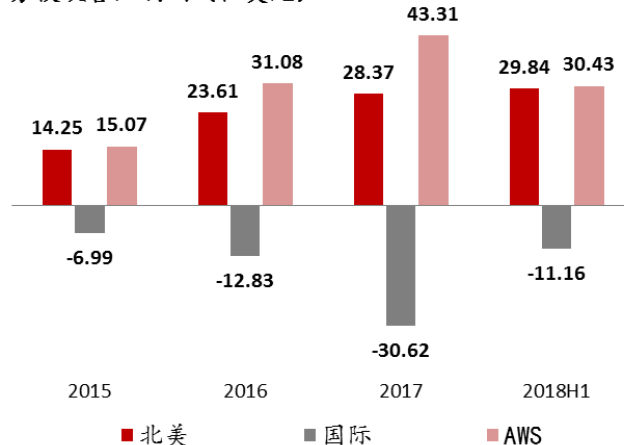
图表 3: 亚马逊商业逻辑的核心是增长

图表 4: 核心业务利润支撑国际市场拓展



来源：贝索斯 中泰证券研究所

分模块营业利润（亿美元）



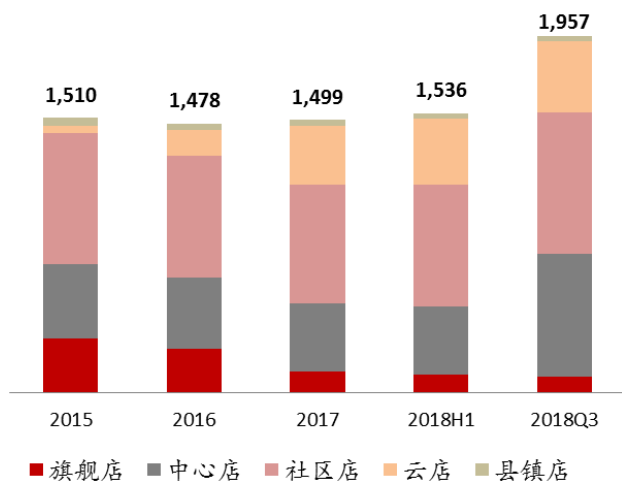
来源：公司公告 中泰证券研究所

家电零售经验丰富，线下门店布局完善

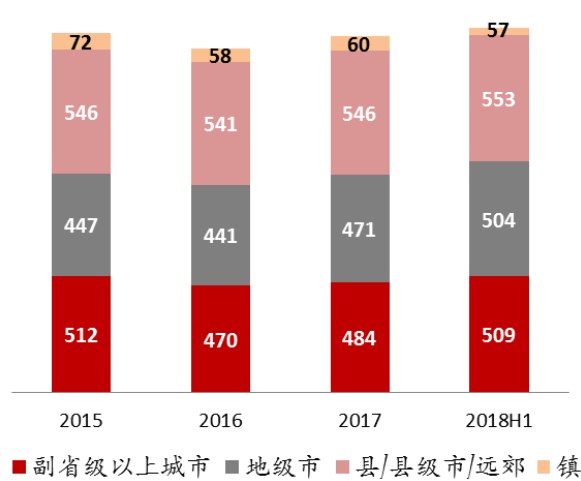
- **家电零售经验丰富，线下门店布局逐步完善。**目前国内主要的家电零售渠道有五个方面：（1）苏宁/国美等线下专业连锁；（2）品牌商自建渠道；（3）KA 超市渠道；（4）低线城镇的个体户；（5）互联网渠道。苏宁二十余年精耕家电零售，线下家电连锁全国领先；与高鑫零售合作，进军KA 超市渠道；线上自建平台以及与阿里合资打造猫宁旗舰店；零售云以及苏宁易购直营店渗透低线市场；全渠道布局完善，经营规模优势已逐步凸显。
- **自营连锁门店布局逐步完善。**苏宁在零售行业已经积累了充足的线下商业资源，以家电、3C 等传统优势品类为主的家电 3C 家居生活门店覆盖各级市场，配套乡镇级苏宁易购服务站，家电零售及相关服务已辐射全国。2018 年家电 3C 专业门店展店速度加快，截至 9 月末已经拥有 1,957 家门店。
- **进军 KA 渠道，赋能大润发家电 3C 销售。**2018 年 6 月底，苏宁与大润发签署战略合作备忘录，以联营方式打造苏宁易购大润发店，从选品、采购、营销、宣传、服务、售后等方面对大润发家电 3C 专柜进行全面数字化改造。苏宁易购大润发店向“线上引流、线下服务”的 O2O 模式转型，给消费者带来更好的场景购物体验与服务，有效吸引客流，业绩得到大幅提升。截至 8 月 10 日 22 点，苏宁易购大润发店的全国销售额同比去年未进驻前增长 700%，新会员买家占比超过 4 成。全国近 300 家大润发店内苏宁易购专区参与苏宁“818 发烧节”促销活动，截至 8 月 18 日 21: 30，日销售额突破 1 亿元，业绩同比增长近 10 倍；家电 3C 专区单店平均每小时销售额达 28 万余元，营业额再创新高，破单店单日业绩历史记录。苏宁易购对大润发的赋能效果显著，在提升大润发家电 3C 专区运营效率的同时，也成功为苏宁进军 KA 渠道打开了入口。截至 9 月 30 日，共开设苏宁大润发门店 399 家，直接推动中心店、社区店数量快速增长，完善了苏宁线下门店布局。

图表 5：加快家电 3C 家居生活门店布局

图表 6：家电 3C 专业门店覆盖各级市场

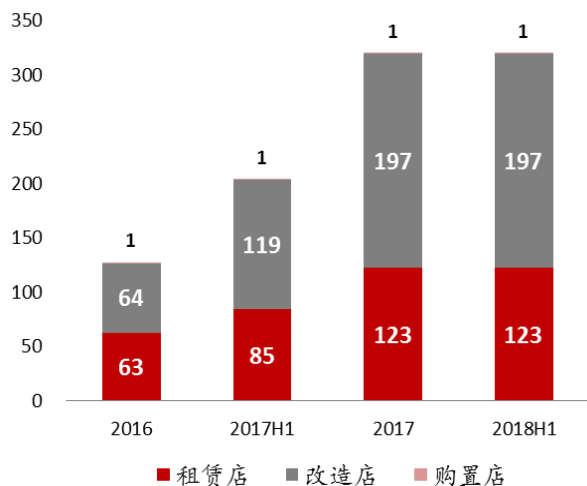


来源：公司公告 中泰证券研究所

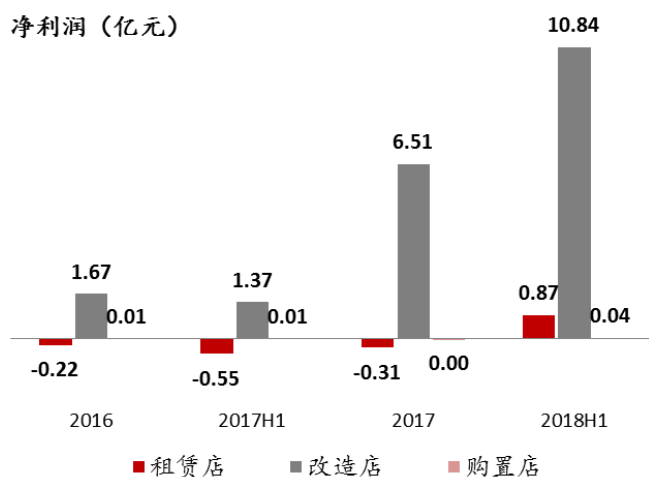


来源：公司公告 中泰证券研究所

- 首批门店改造初步完成。**电商冲击下，公司主推“互联网+云店”模式，完善线上线下融合，9月末云店数量为390家，占比达到19%。苏宁大力开展云店发展项目，对苏宁易购常规店进行升级迭代，在实现家电家居、3C产品、生活电器等核心品类销售的同时，还升级配套无人店、AI购物、智能家居、生活课堂，打造集商品展示销售、互动体验、休闲娱乐及服务等于一体的智慧零售业态。从公司披露的项目进程来看，云店改造速度趋缓，首批门店改造项目已经基本完成，改造店项目创造的净利润持续快速增长，2018H1贡献10.84亿元净利润，租赁店项目也首次实现净利润回正，门店升级进一步提升了线下盈利能力。

图表7：第一批门店改造升级基本完成


来源：公司公告 中泰证券研究所

图表8：门店改造项目净利润快速增长


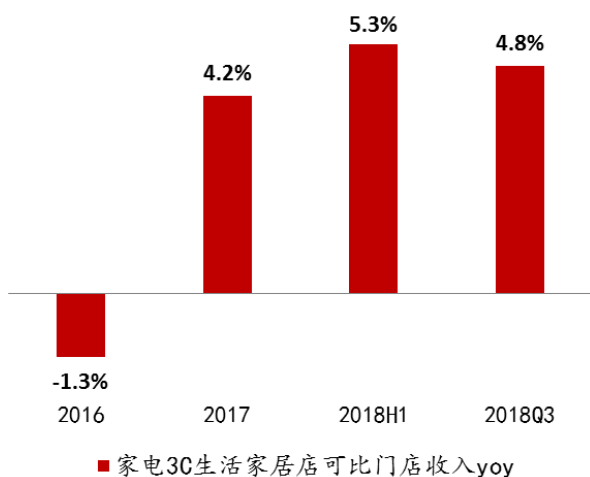
来源：公司公告 中泰证券研究所

改造成效初显，经营效率领先行业及老牌竞争对手国美

- 改造成效初显，可比门店收入稳健增长。**门店升级改造过程中，公司持续丰富商品布局，加强在消费电子、家居生活、健康个护等高频商品类目的拓展，提高到店客流，同时持续推进店面互联网化及数据化建设，

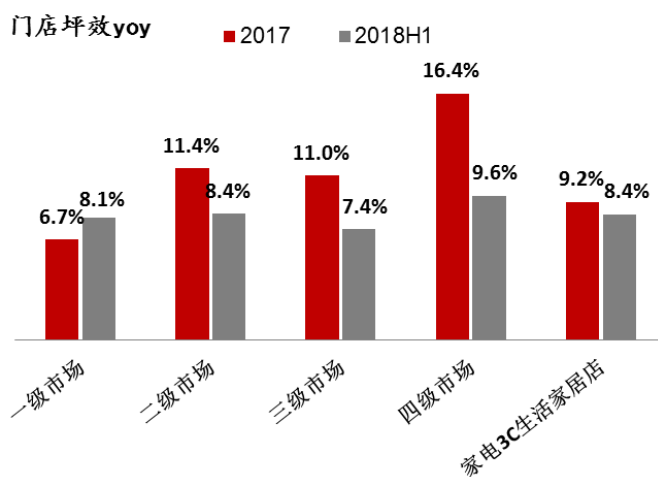
运用“千里传音”等数据营销产品，挖掘消费需求，有效开展精准营销，促进销售转化，推动可比门店收入同比增速回正，回复到 4%以上的稳健增长水平。2018H1，一级市场门店坪效达 25,169 元/平方米/年，门店经营效益较 2017 年加速提升；家电 3C 生活家具店整体坪效为 18,782 元/平方米/年，同比增长 8.4%，领先国美可比门店同比收入增速，线下门店经营质量进一步得到优化。

图表 9: 可比门店收入同比稳健回升



来源：公司公告 中泰证券研究所

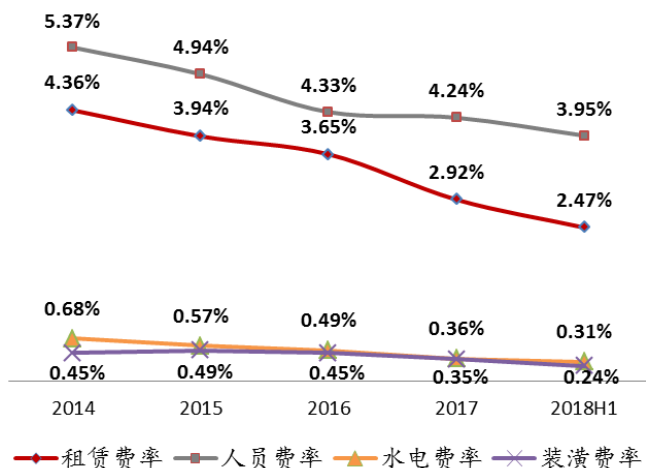
图表 10: 一线城市门店坪效加速提升



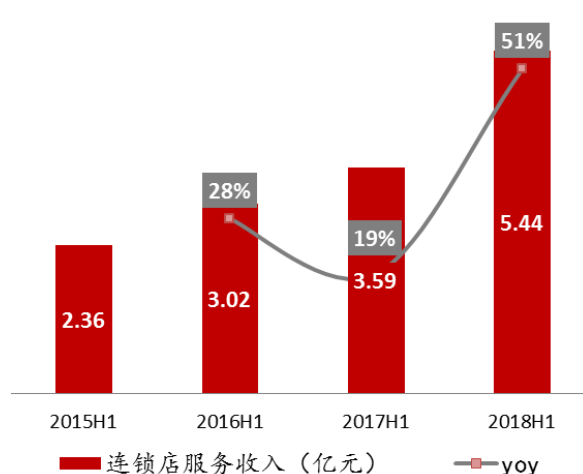
来源：公司公告 中泰证券研究所

- **经营效率提升，线下门店优越性得到供应商认可。**从费用端来看，公司物业资源丰富，2018H1 自有物业面积已达 20.28 万平方米，随着线下门店模型基本成熟，门店结构的优化升级以及经营面积的调整，新开店费用得到有效控制。门店收入快速增长产生规模效应，带来线下租赁、人员、水电、装修等固定费率持续优化。同期国美租赁费率为 5.8%，苏宁线下经营效率优势已经逐步凸显。线下门店的优越性得到合作伙伴的认可，供应商对门店促销活动的支持持续加强，对连锁店提供的广告服务需求也在持续增加，2018H1 供应商支付的连锁店服务收入达 5.44 亿元，同比增长 51%。

图表 11: 门店费用率持续优化



图表 12: 供应商加强对门店促销活动的支持

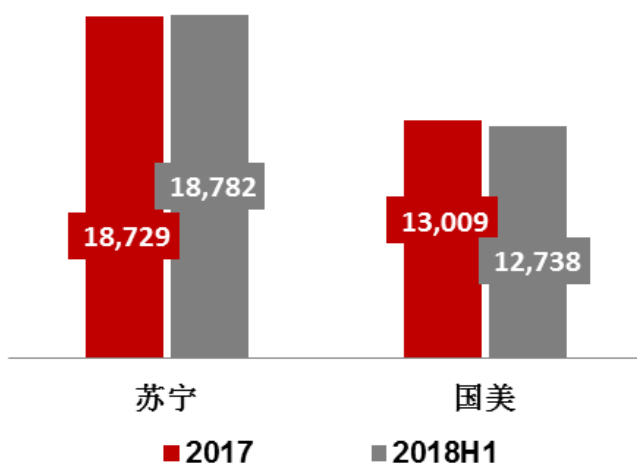


来源：公司公告 中泰证券研究所

来源：公司公告 中泰证券研究所

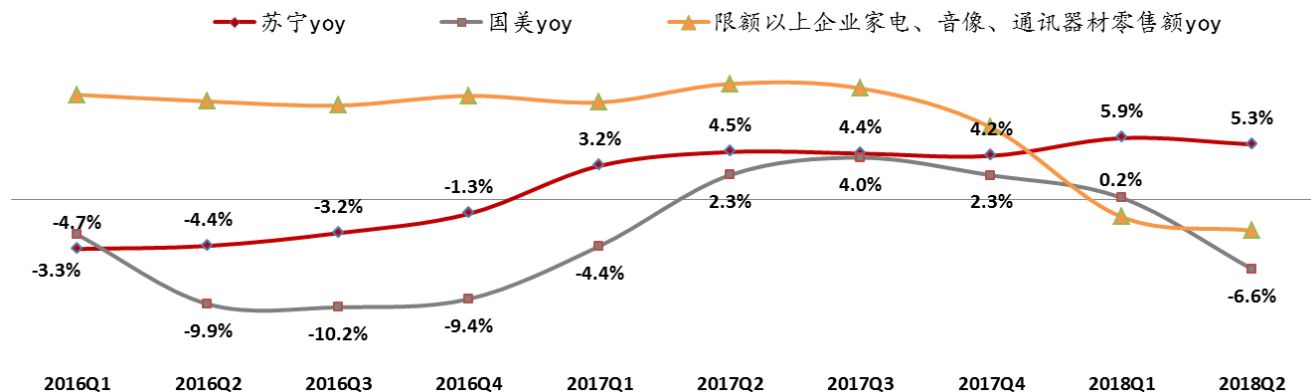
- **门店效率领先行业及老牌竞争对手国美。**苏宁线下同店收入同比增速自2017年转正以来，持续保持稳健，而同期家电、音像、通讯行业零售额增速持续放缓，2018年已经出现负增长。老牌竞争对手国美正处于改革转型阵痛期，2018Q2关闭大量门店进行“家生活”大店改造升级，因此同店收入明显减少，在门店坪效上与苏宁的落差也进一步扩大。整体来看，苏宁在家电、3C等品类的领先优势已经逐渐得到确认，线下家电零售盈利能力持续提升，建立起宽阔的经济护城河，龙头地位得到进一步巩固。

图表 13：苏宁门店坪效显著优于国美



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 14：苏宁可比门店收入同比增速高于国美及行业整体水平



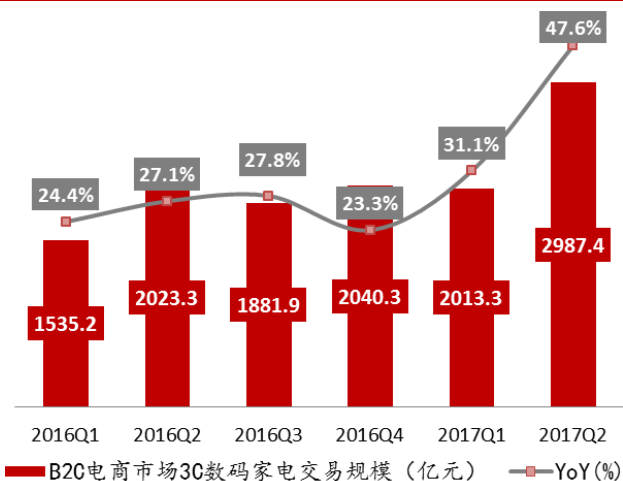
来源：国家统计局 公司公告 中泰证券研究所

借助电商红利，京东迅速成长为强劲对手

- **京东借助电商红利，持续挤压苏宁线上份额。**互联网普及推动B2C电商的快速发展，线上低成本结构为商品降价促销提供坚实基础，推动B2C

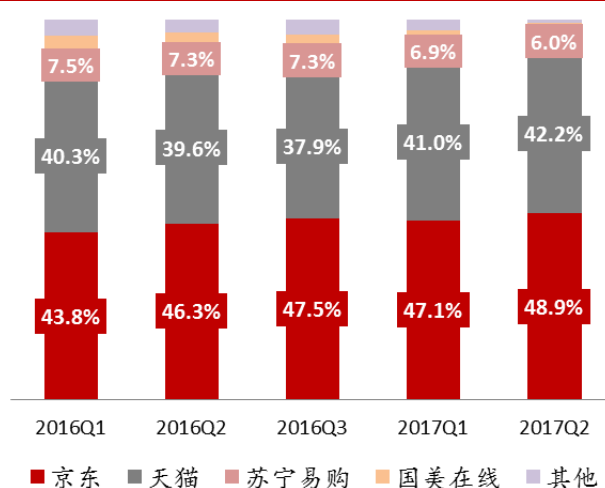
电商市场 3C 数码家电品类交易规模实现快速增长，2017Q2 已接近 3,000 亿元。3C 产品客单价高，SKU 较少，库存体积小，且高频商品本身具有较强的引流能力，在线上销售具有较大的经济性。借助电商红利，以及“低价正品”的保证，京东凭借 3C 品类优势快速扩大电商交易规模，成功跻身电商龙头，随后在家电品类多次发起价格战，抢占线下家电零售商的市场份额。由于京东主打高单价 3C 产品，在 B2C 电商 3C 数码家电品类中市场销售额稳居第一，持续挤压苏宁易购的线上市场份额。

图表 15: 3C 数码家电品类线上交易规模快速增长



来源: 易观智库 中泰证券研究所

图表 16: 京东线上 3C 数码家电品类市占率第一



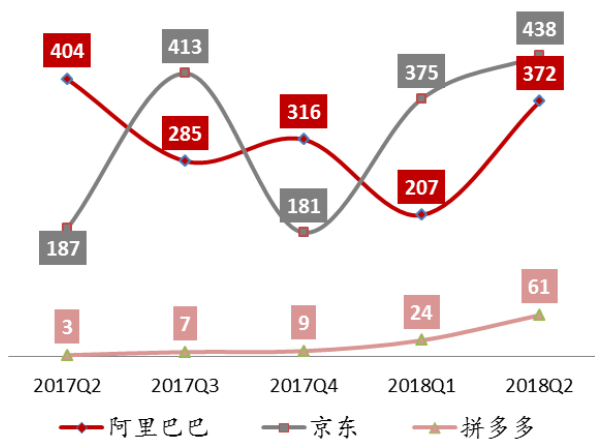
来源: 易观智库 中泰证券研究所

- 电商红利减退，获客成本持续上升。**经过十几年的快速发展，线上增量市场逐渐缩小，主流电商获客成本持续上升，电商红利正在逐步消退。2018Q2 京东获客成本已攀升至 438 元/人，尽管拼多多凭借社交流量快速崛起，但获客成本也迅速攀升。京东已经开始大力布局线下，以京东帮、京东家电专卖店等形式攫取线下流量。京东坚持自建物流以保证物流服务质量和时效性，物流能力集中在干线运输，经过多年发展，物流费用率仍然处于较高水平，规模效益并不明显。相比之下，苏宁依托线下完善的门店布局和仓储物流资源，物流费用率持续保持在较低水平。

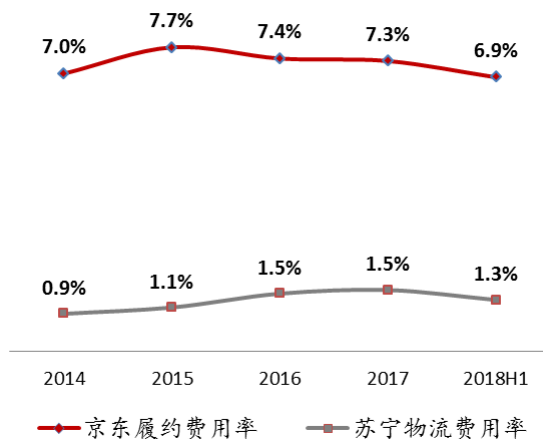
图表 17: 电商获客成本上升，红利逐步消退

图表 18: 京东物流费用率偏高

获客成本（元）=当期营销费用/新增活跃用户



来源：公司公告 中泰证券研究所

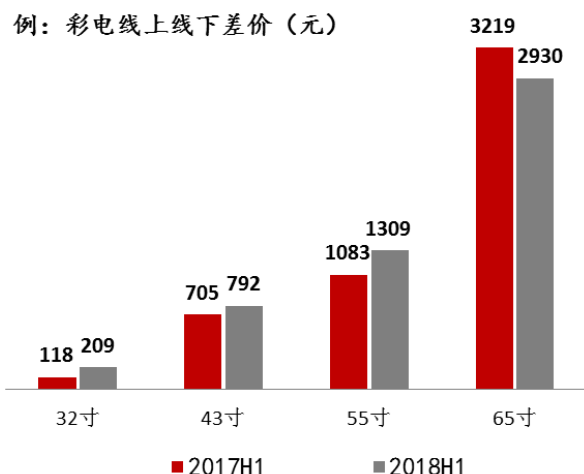


来源：公司公告 中泰证券研究所

全渠道经营模式更优，带电产品市场空间大

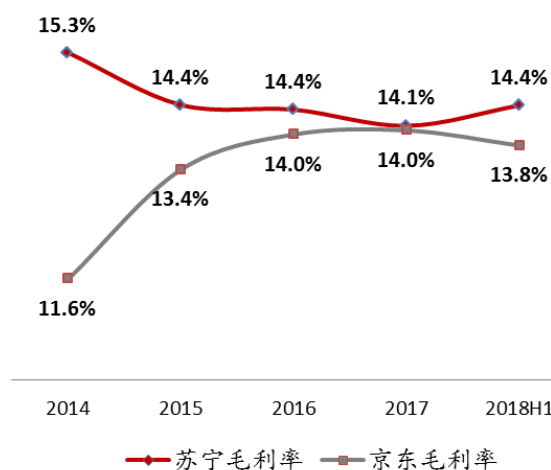
- **顺应消费升级，线下差异化家电产品毛利率高。**经济发展带来人均可支配收入持续提升，消费升级理念逐渐导入家电消费，个性化定制需求增加直接推动了家电产品的更新换代。线下门店加大差异化、高端化的家电产品布局，线下产品售价远高于线上，可有效提升产品销售毛利率水平。2018H1 苏宁数码IT 产品毛利率为 3.51%，通讯产品毛利率为 5.02%，空调/白电/彩电等产品毛利率为 17.94%/19.67%/16.63%，而京东仍以 3C 产品为主，产品销售毛利率较低。尽管京东服务性收入占比超过 10%（苏宁仅为 5%），有效提升其整体毛利率水平，但苏宁全渠道毛利率优势更加显著，2018Q3 苏宁综合毛利率已回升至 15.2%。

图表 19：线下家电产品价格显著高于线上



来源：中怡康 中泰证券研究所

图表 20：苏宁全渠道毛利率占优

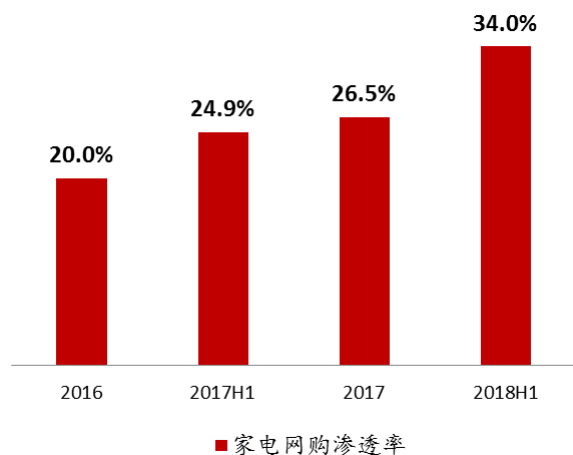


来源：公司公告 中泰证券研究所

- **家电零售全渠道市占率稳居第一。**单看家电领域，网购渗透率持续提升至 2018H1 的 34%，但线下家电零售仍然占据主导地位。相较于 3C 产品，家电品牌和 SKU 更加丰富，线下通过门店样机陈列、专业销售指导

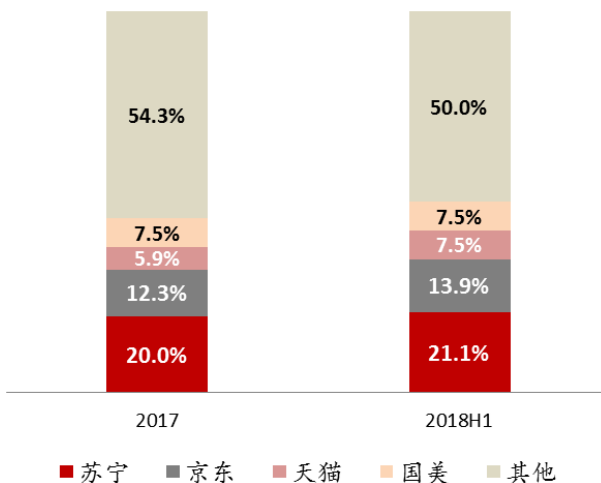
等方式，用户体验更优，有利于精准把握消费者需求，催化购买行为。我们认为，未来 3C 产品线上线下高度同质化，线上市场凭借经济效益将成为 3C 产品销售的主阵地；家电产品线上线下差异化程度将逐渐扩大，个性、品质、体验等诉求将进一步巩固家电线下零售优势。苏宁线下家电零售具有明显优势，线上线下融合发展进一步提升市场份额，2018H1 苏宁全渠道家电零售市场份额已达 21.1%，保持领先优势。

图表 21: 线下家电零售仍是主流



来源：赛迪研究院 中泰证券研究所

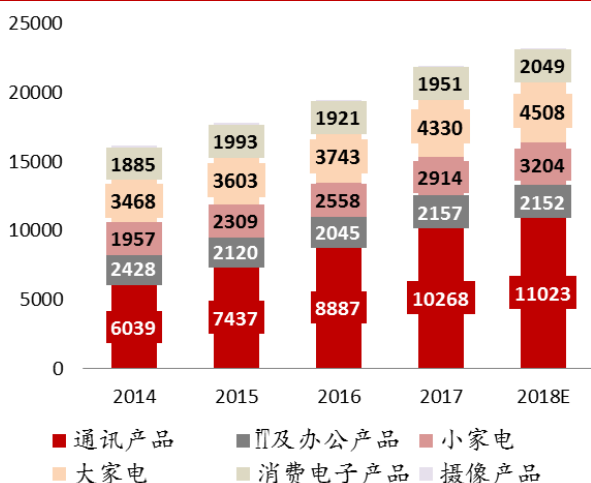
图表 22: 苏宁全渠道家电零售市场份额领先



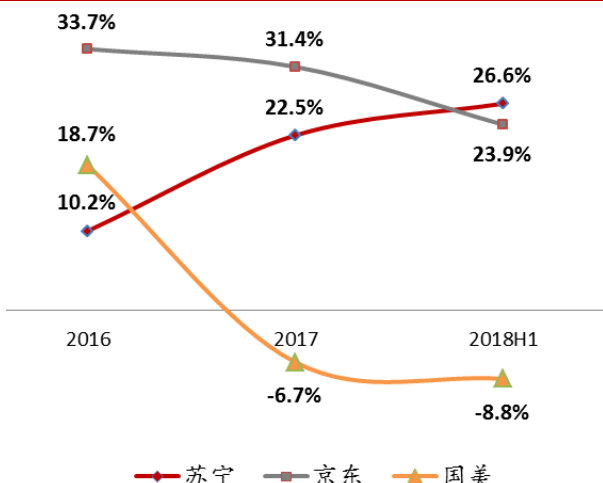
来源：前瞻产业研究院 中泰证券研究所

- **带电产品收入增速领先，发展潜力大。**放眼整个技术消费品零售市场，2018 年市场规模预计可超过 2 万亿元，其中通讯产品市场规模已经超过 1 万亿元，占比接近 50%。2018H1 京东/苏宁/国美带电产品收入分别为 1,393/831/347 亿元，京东 3C 占比超过 50%，收入体量最大。苏宁以家电为基础，加速 3C 等相似品类的扩展，带电收入稳健增长，增速持续提升。如果苏宁在现有经验和优势下扩品销售顺利，以现有的家电零售全渠道市场份额 21.1%作为参考，在技术消费品零售市场的销售规模有望超过 4,000 亿元，就当前体量而言，苏宁未来发展空间仍然较大。

图表 23: 技术消费品零售市场规模已超过 2 万亿元



图表 24: 苏宁带电产品收入增速领先同行



来源: gfk 中泰证券研究所

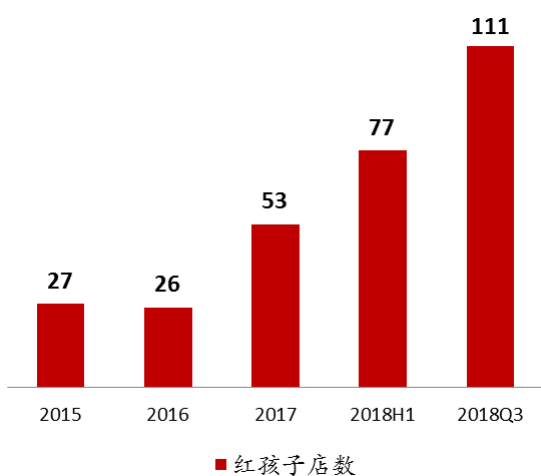
来源: 公司公告 中泰证券研究所

完善智慧零售网络布局，全渠道、多业态汲取流量

完善多业态布局，扩充线下流量

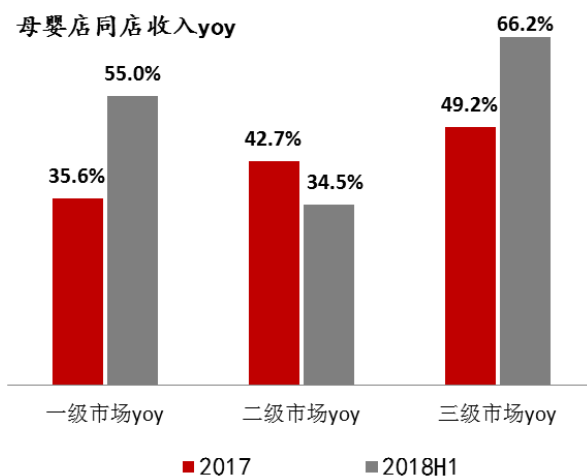
- 红孩子母婴店展店速度加快。**二胎政策放开推动母婴市场快速发展，苏宁线下红孩子母婴专业店展店速度也持续加快，截至2018年9月末，红孩子母婴店数量已经达到111家，主要覆盖消费水平较高的县级以上市场。红孩子店运营逐步成熟，一级市场门店在商品销售的基础上，增加了游乐、培训教育等体验及消费场景，门店面积也相应增加，初期坪效低于二级市场门店，但业态功能丰富，有效引流，2018H1经营效率加速提升，同店收入增速达55%。2018年1-9月，红孩子店整体同店收入同比增长40.37%。

图表 25: 母婴店展店速度加快



来源: 公司公告 中泰证券研究所

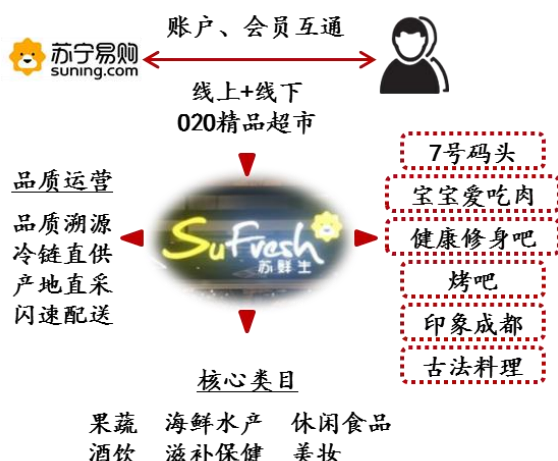
图表 26: 一级市场母婴店经营效率快速提升



来源: 公司公告 中泰证券研究所

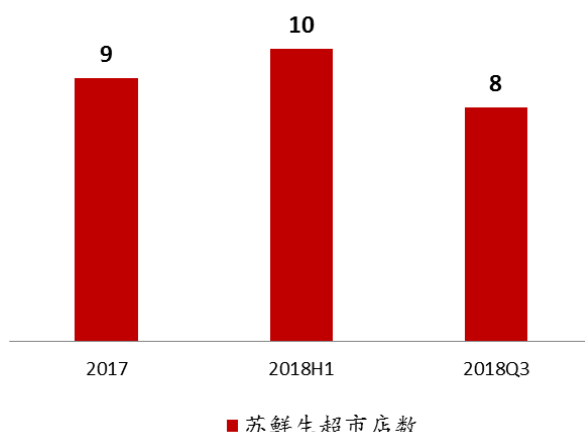
- 进一步丰富线下业态，补充快消和生鲜等高频品类。**苏宁打造线上线下融合、“生鲜+餐饮+超市”消费方式的复合业态精品超市苏鲜生，打通账户和会员系统，为生态圈打开新的流量入口。通过苏宁易购APP“身边苏宁”，用户可在线下单，覆盖范围急速达服务。商品类目与苏宁超市线上同步，主打生鲜、进口商品，店内配置开放厨房，满足消费者日常用餐需求。苏鲜生门店模式仍处于探索期，2018年7-9月公司出于优化超市业态、提升店面效益的考虑，将3家苏鲜生超市改造成苏宁小店，同时新开1家苏鲜生，截至9月30日苏鲜生超市共有8家。

图表 27: 苏鲜生定位 O2O 精品超市



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 28: 苏鲜生超市店调整为 8 家



来源: 公司公告 中泰证券研究所

- **苏宁小店深入社区“最后一公里”。**苏宁小店是公司线下场景中最贴近用户的一环，是公司全品类、全服务理念落地的重要载体，更是技术与流量资源的出口和入口。完成收购迪亚天天之后，苏宁小店加速跑马圈地，截至 2018 年 9 月底已经拥有 1,744 家门店，当前仍然处于战略性亏损状态。2018 年 10 月，苏宁向关联方出让苏宁小店 65% 的股权，小店业务将独立发展，有利于减少公司资金投入，提高资金使用效率，灵活应对市场竞争，同时减少战略性亏损对上市公司经营业绩的影响，预计将增加公司 2018 年度净利润约 3.03 亿元。

图表 29: 苏宁小店基本情况

门店类型	CBD店→轻餐饮，收银台熟食 社区店→生鲜、水果、熟食等 高客流店→基于场景提供不同产品
门店数量	截至9月底共1,744家（含迪亚天天）
单店面积	80-200平方米
单日收入	南京成熟店5000元左右 日销量6000元即可盈利
毛利率	24%
小店APP	线上订单约为线下销量的20%
供应链服务	线上统一→30%-40% 生鲜本地化→20%-30%

来源: 公司调研 中泰证券研究所

图表 30: 仍处于战略性亏损阶段

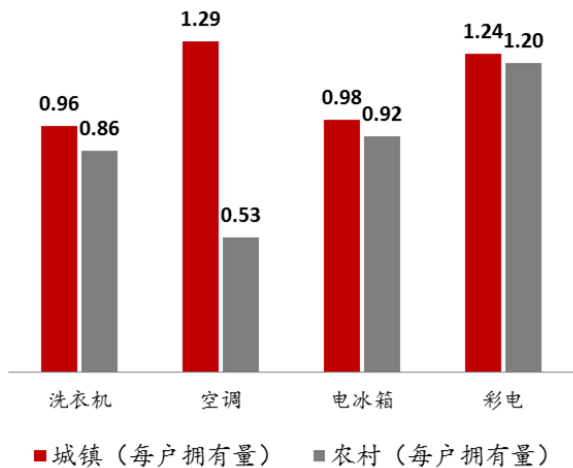
(万元)	2017年	2018年1-7月
营业收入	771.10	14,333.73
营业利润	-1,497.05	-29,752.54
营业利润率	-194%	-208%
净利润	-1,492.61	-29,631.35
净利率	-194%	-207%
经营活动产生的现金流量净额	-627.67	-19,805.29

来源: 公司公告 中泰证券研究所

- **苏宁易购服务站深入农村市场。**2017 年县级低线市场规模超过 9,000 亿元，电商渗透率不到 20%，且农村居民家电保有量较城镇居民仍有一定差距，线下家电零售市场存量较大。在城镇化水平持续上升、低线市场人均可支配收入提高、以及农民工回流等趋势下，预计县级市场规模将保持 25% 以上的同比增长。在县级市场和人口超过 4 万的大镇，主要以苏宁易购直营店进行覆盖，完善 O2O 发展模式，挖掘三四级市场

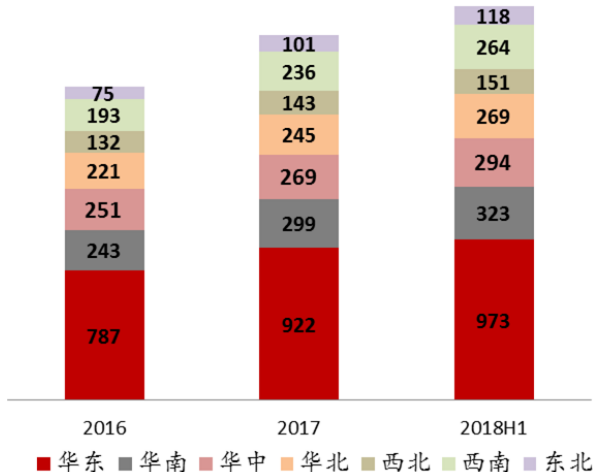
的消费机会。依托华东区传统优势和运营经验，苏宁易购直营店在全国各个区域门店布局逐步完善，截至 2018H1，全国直营店总数已经达到 2,392 家。

图表 31: 低线市场家电零售仍有较大空间



来源: Wind 中泰证券研究所

图表 32: 逐步完善全国直营店布局



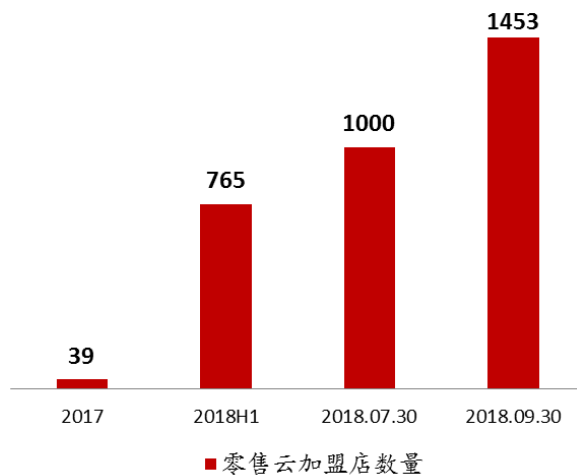
来源: 公司公告 中泰证券研究所

- 零售云赋能成效明显，加盟店经营效率显著提升。为进一步加速市场下沉，苏宁通过加盟形式覆盖以人情生意、熟店熟客为主的更低纬度市场，数字化赋能加盟商，解决传统夫妻老婆店数字化基础设施搭建困难、运营效率低的痛点。零售云加盟店采用“一镇一店”模式，严格筛选零售经验丰富的加盟商，配备专业人员指导选品，确定 1-2 个核心品牌进行战略协同，线上爆款机型引入店，商家通过线下单品销售实现盈利。零售云平台收入以 B2B 平台产品佣金 (1%-2%) 为主，辅以消费金融、以旧换新等增值服务佣金 (约 3%)。现阶段盈利不是主要目的，因为零售的边际成本是递减的，模式推广、加盟商认可、仓库、IT 系统、管理架构等基础设施搭建完成后，潜力将逐步释放。零售云加盟店经过改造后，部分加盟商手机品类销售额提升 20%，其他品类坪效增长超过 2 倍，库存周转降到 7 天内，毛利率超过 15%，利润额相对提升 3-4 倍。

图表 33: 全方位赋能县镇合作伙伴

海量SKU 扩充	引流&高毛利、高频&低频商品有效组合，通过展陈与体验，大幅提升门店坪效
零售运营 赋能	30年深耕线下，提供店长培训和全过程帮扶，输出零售运营经验和能力
仓配装 共享	中小件先采后销简单备货 (3-7天量) 大件先销后采，大仓直送，基本零库存
品牌营销 资源共享	月度线上和线下营销资源活动，为门店带来持续的客流量和销售转化
数字化 工具共享	金掌柜、POS、社交等IT工具简单易上手，数字化新零售提升管理效率

图表 34: 零售云加盟店得到快速拓展



来源：零售云调研 PPT 中泰证券研究所

来源：公司公告 零售云公众号 中泰证券研究所

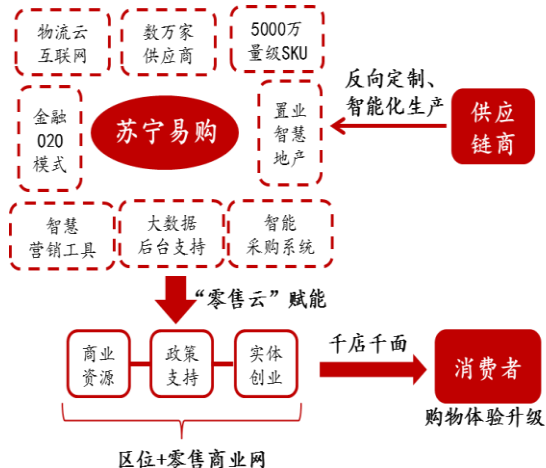
图表 35：零售云加盟店单店模型

		马鞍山小丹阳店	常州寨桥镇店	苏州郭巷店
门店情况	面积	500平方米	400平方米	200平方米
	覆盖人口	约10万人	超过2万人	20-30万人
盈利情况	销售额	约120万元/月	约40万元/月	100-120万元/月
	销售占比	70%/30%	手机占比5%-8%	60%/40%
	客单价	3000-4000元	约3000元	2500-3000元
	毛利率	手机8%，家电15%-16%	家电毛利率20%+ 综合毛利率18%-19%	手机10%-12%，家电18%-20% 综合毛利率15%
成本结构	租金	3万元/月	约6000元/月	5万元/月
	人工	7名员工，约2.5万元/月	6名员工，约2.25万元/月	3-4名员工，约2万元/月
	装修	30万元+	10万元+	10万元+
	样机	约40万元	约30万元	部分样机低于5折购入
库存	基本零库存	中小件备货3-7天量 大件苏宁大仓送装	小件免费，大件无锡仓发货，收取1.7%-1.8%配送费	小件一周补一次货 大件由苏州大仓送装
加盟合作	加盟费	无加盟费，缴纳5万元保证金		
	佣金返还	商家在苏宁APP上代客下单，可返还1.5%-2%佣金		

来源：零售云门店调研 中泰证券研究所

- 推进智慧零售发展，多业态布局逐步完善。**随着线下多业态布局逐步完善，苏宁推进一站式“购物+体验”商业综合体——苏宁易购广场的落地，依托苏宁充沛的 O2O 生态圈资源，融合家电 3C 店、超市店、母婴店、家居生活店等为基础组合，并引入其他优质合作商户入驻，运用互联网、物联网、智能 AR 等技术，全方位服务周边社区人群，完整体现苏宁智慧零售模式，打造极致体验。苏宁与恒大地产集团有限公司共同投资成立深圳市恒宁商业发展有限公司，进一步加快苏宁易购广场开发，截至 2018 年 9 月底已经经营 16 个苏宁易购广场，并摘牌 4 个苏宁易购广场项目。

图表 36：苏宁易购广场满足一站式购物需求
图表 37：多业态经营推进智慧零售



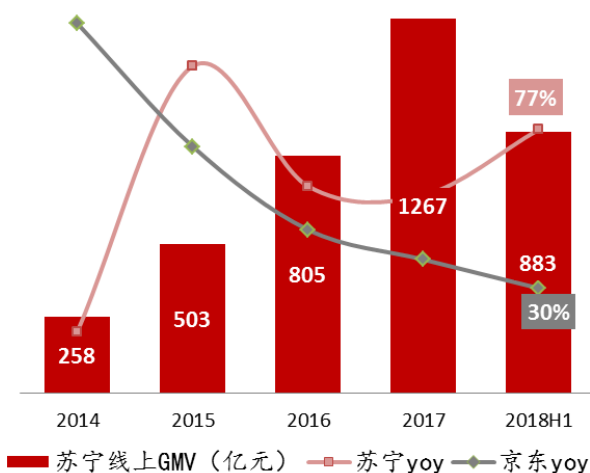
来源：公司公告 中泰证券研究所

来源：公司官网 中泰证券研究所

线上规模快速增长，开放平台扩品引流

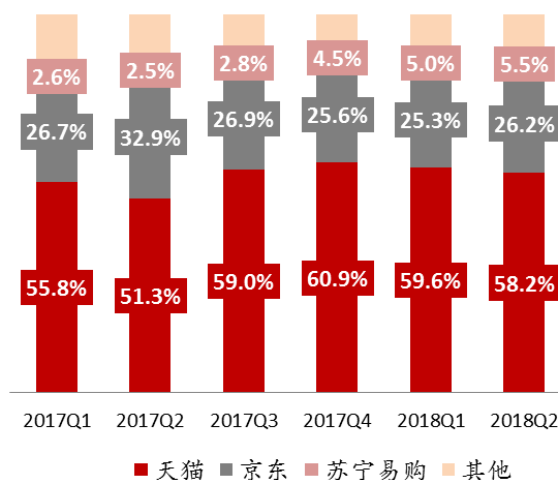
- **线上保持高速增长，市占率显著提升。**苏宁线下盈利能力提升，门店持续贡献净利润，将为线上拓展提供充足现金流。当前线上业务仍处于高速发展期，2018H1 线上 GMV 同比增长 77%，在京东 GMV 增速持续放缓至 30% 的情况下，有望逐渐缩小与京东之间的差距。B2C 电商市场马太效应明显，CR3 市占率达 89.9%。天猫独占鳌头，2018Q2 市场份额仍有小幅提升，同期京东市场份额同比下滑 6.7%，原本享有的二季度家电销售旺季优势在天猫和苏宁的挤压下有所减弱。苏宁易购 2018Q2 电商市场份额显著提升至 5.5%，在两强格局下仍然保持较好的发展势头。

图表 38：苏宁线上保持高速增长



来源：公司公告 中泰证券研究所

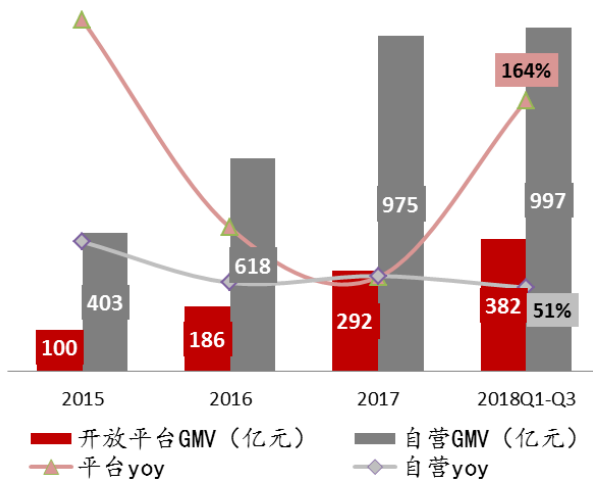
图表 39：苏宁 B2C 电商市占率显著提升



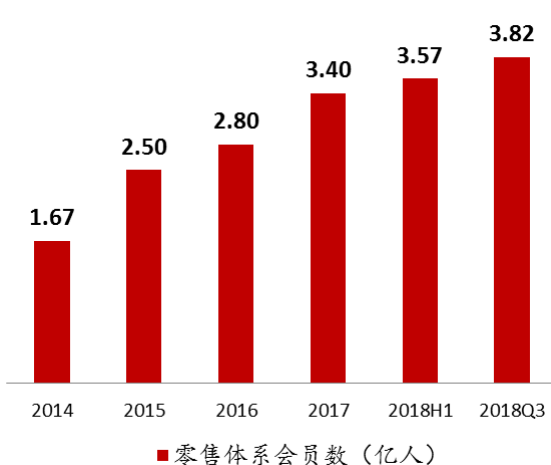
来源：易观智库 中泰证券研究所

- **平台持续扩品引流，发展空间仍然较大。**在家电等传统优势类目外，苏宁通过开放平台快速扩品引流，加大百货、超市、母婴、家装建材等品

类的商户引进力度，持续提升商户数量和商品丰富度，同时进一步完善平台运营规则，加大对商户的赋能力度，帮助优质商户和核心商品建立经营优势。开放平台销售规模保持高速增长，2018年前三季度 GMV 同比增长 164%，占线上 GMV 比重不到 30%。当前仍处于扩张期，优惠力度大，开店无需支付年费，佣金扣点（3%-6%）较京东（5%-7%）也有明显优势。随着苏宁零售体系会员数量稳步增长，开放平台对商家的吸引力将进一步得到提升，平台未来仍然存在较大的发展空间。

图表 40：开放平台仍有较大增长空间


来源：公司公告 中泰证券研究所

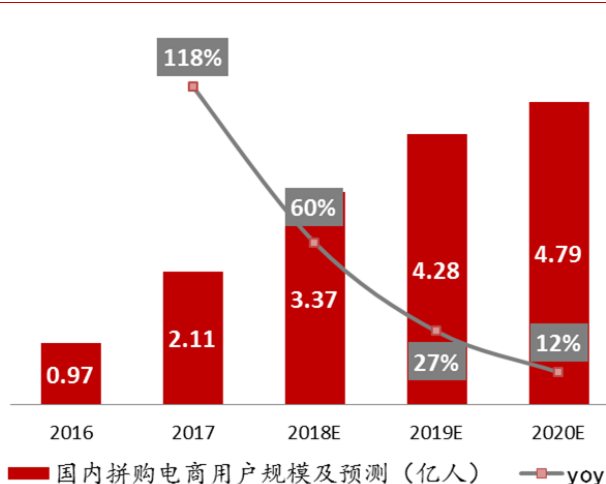
图表 41：零售会员数稳步增长


来源：公司公告 中泰证券研究所

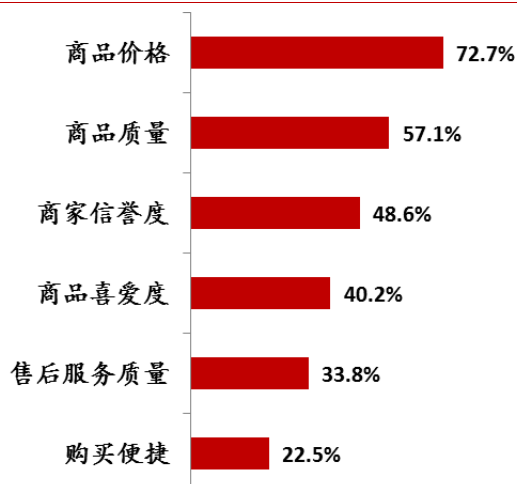
电商市场下沉，发掘社交流量

- **拼购业务挖掘社交流量红利。**传统的电商关键词搜索流量逐步接近天花板，低成本、高转化效率的社交流量成为电商激烈争夺的资源。拼购电商立足社交流量，利用强社交关系传播商品、催化购买，大幅优化了获客成本，也为商家滞销库存提供了解决渠道。拼多多的异军突起，直接推动整体拼购市场用户规模实现快速增长。
- **当前拼购用户对商品价格的关注度最高，成为苏宁挖掘低线消费机会的突破口。**与拼多多相比，苏宁拼购以自营为主，供应链管控能力强，配套苏宁物流资源，商品和服务的质量得到有效保障；拼多多依托微信流量资源和先发优势，短期内仍将维持拼购市场龙头地位。对苏宁自身而言，苏宁拼购和零售云的区别在于：零售云加盟店以家电 3C 为主，输出苏宁优势品类运营能力，是线下核心市场的进一步延伸和巩固；苏宁拼购以快消、生鲜为主，把握社交流量红利，是线上非核心品类的新业务模式的拓展。二者结合，全渠道、全品类进行市场下沉，对苏宁智慧零售网络发展具有重要的战略意义。

图表 42：拼购电商用户规模快速增长
图表 43：拼购对商品价格和品质关注度高



来源：速途研究院 中泰证券研究所



来源：速途研究院 中泰证券研究所

图表 44: 苏宁拼购基本情况

市场定位	定位三四级低线市场，8.8拼购日约65%的订单来自中部和东北地区
供应链	<ul style="list-style-type: none"> 认证商家：只允许具有一般纳税人资格和一般纳税人的企业进入，不允许个人开店 共享苏宁供应链：苏宁拼购和苏宁其他事业部联采，与苏宁易购供应链重合度达70% 独立采购：苏宁拼购作为一个主体，独自对外采购
营销方式	<ul style="list-style-type: none"> 零售生态圈引流：苏宁易购APP一级入口、线下门店宣传推荐下载苏宁拼购APP 苏宁推客：设置奖励佣金，推客分享商品、促成购买，挖掘社交流量红利，推客数量56万+ 线下广告投入：预计10月可完成145个地级市的5万面墙体广告，有效节省广告开支
盈利模式	自营占比60%，可从中获取商品销售毛利；平台商户占比40%，从中抽取0.6%佣金 最终目标：自营20%，商户80%
商品情况	商户数量超过13000家，SKU超过500万个
用户情况	截至2018年8月底，用户数量5000万，活跃用户3700万，用户次日留存50%，APP周下载量20万+ 80%用户下载了苏宁拼购APP，20%通过微信小程序购买
销售情况	每月都有拼购日集中促销，8.8拼购日当天订单量超过500万 818购物节期间3天订单量突破1000万，买家数同比增长4700%

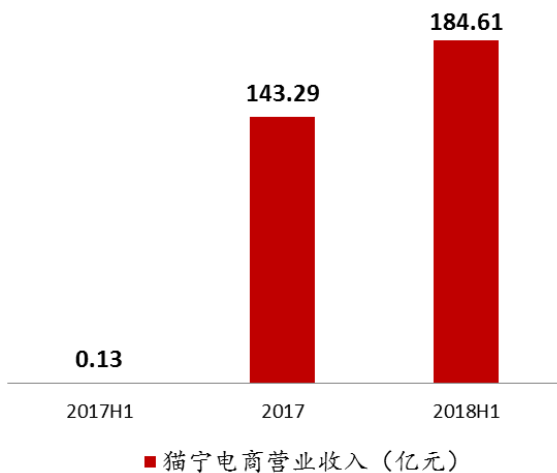
来源：联商网 中泰证券研究所

阿里资源引流，旗舰店业绩靓丽

- 2016年苏宁与阿里共同投资成立猫宁电商，苏宁占比51%，推动双方供应链进行规模化联合采购，以公司化模式运营、管理阿里平台上的苏宁店铺。2017年双十一期间，天猫苏宁易购旗舰店GMV同比增长168%，连续两年蝉联第一，2017年总销售额达到210亿元，业绩靓丽。入驻天猫为苏宁打开了新的流量入口。淘宝系网站持续为苏宁易购旗舰店引流，贡献了旗舰店77%的流量来源，推动猫宁电商营业收入快速增长。2018H1，猫宁电商为集团贡献184.61亿元收入。

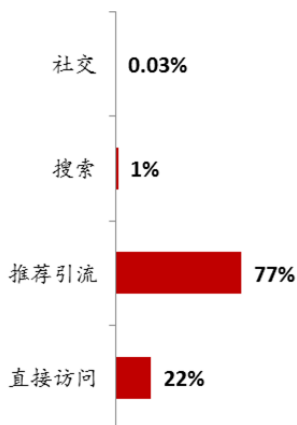
图表 45: 苏宁天猫旗舰店业绩靓丽

图表 46: 淘宝系网站对旗舰店引流作用明显

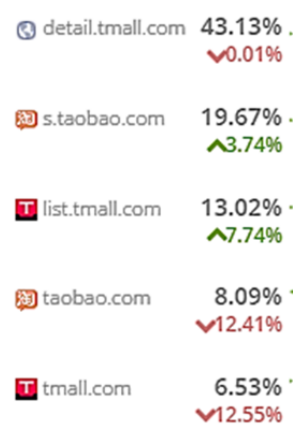


来源：公司公告 中泰证券研究所

旗舰店流量来源



引流网站及占比

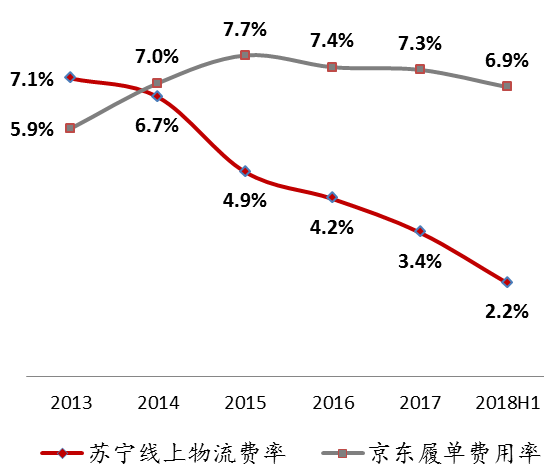


来源：Similarweb 中泰证券研究所

全渠道经营凸显规模效应，提升生态圈付费会员价值

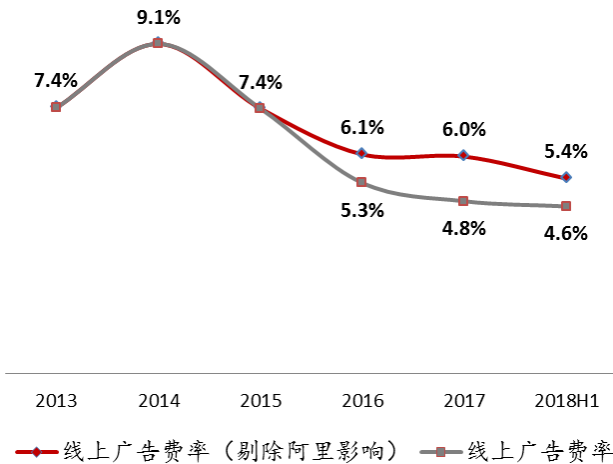
- 线上效率持续优化。**苏宁线上持续扩品，规模快速增长，但线上物流费率仍在不断优化，主要由于：（1）线下门店和小店布局完善，可缩短商品库存距离，有效降低物流成本；（2）整合天天快递优质物流资源，配送端服务具有规模效应，有效减少“最后一公里”物流费用。苏宁深化与阿里的合作，依托天猫平台，以较低成本参与重大购物节和线上促销活动，有效节省营销费用开支。以广告促销费全部用于增加线上收入的角度测算，苏宁线上广告费率持续下降。天猫苏宁易购旗舰店引流效果明显，持续贡献营业收入，进一步优化线上广告费率。

图表 47：线上物流费率持续优化



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 48：线上广告费率下滑

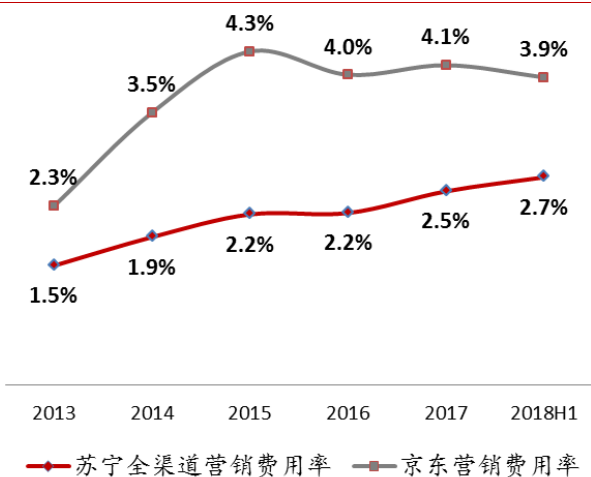


来源：公司公告 中泰证券研究所

- 全渠道经营凸显规模效应。**苏宁线下门店为用户提供产品体验渠道，打造流量入口，门店销售人员配备专属二维码，用户扫码下单即可催生线

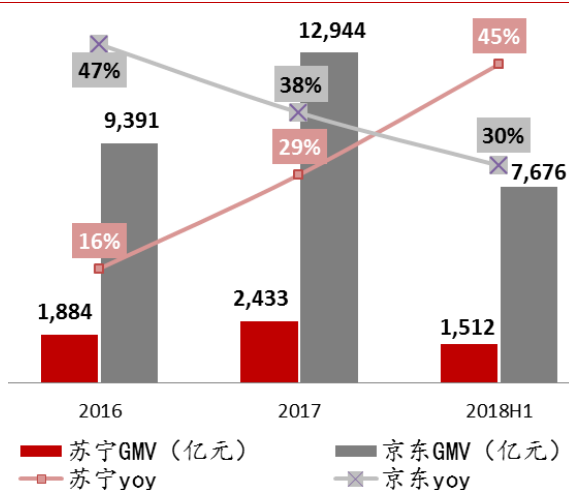
上销售。线上线下联动促销可充分利用门店广告位资源，有效减少营销成本，全渠道营销效率相比京东具有显著优势。线下盈利能力稳步提升，线上规模持续快速增长，苏宁线上线下融合发展逐步凸显全渠道规模效应。近年来苏宁全渠道销售规模增长加速，发展潜力较大，在京东增速放缓背景下，有望借助全渠道经营优势，在整体社零消费市场缩小和京东的规模差距。

图表 49: 全渠道营销效率更优



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 50: 全渠道规模增速持续提升



来源: 公司公告 中泰证券研究所

- **打通会员系统,提升付费会员价值。**为进一步提升生态圈付费会员价值,推动商品销售和服务收入转化,2017年12月,苏宁推出了超级会员“SUPER VIP”产品,为超级会员提供商品返利、专属客服、售后服务、PP影视会员、PP体育会员、悦享电子书等差异化的会员权益,进一步增强客户黏性,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,有效整合产业资源,实现了会员的流转。

图表 51: 苏宁生态会员实现一账通



来源: 苏宁易购 APP 中泰证券研究所

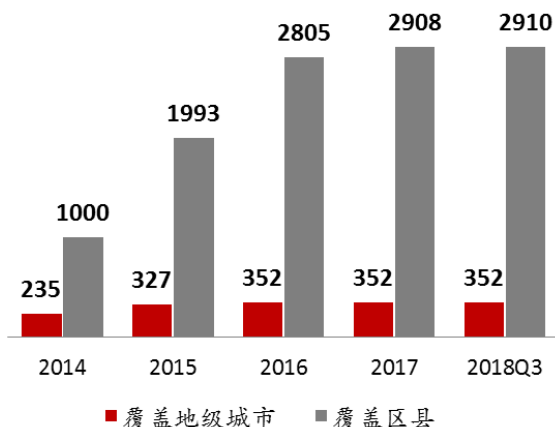
输出供应链服务能力，赋能商家和消费者

仓储物流资源丰富，物流社会化收入放量

- **物流服务已覆盖全国大部分市区县。**苏宁物流已形成了以选址、开发、建设为一体的物流资产运营与涵盖仓储、运输、配送全流程的物流服务运营相结合的全价值产业链。截至 2018 年 9 月底，苏宁仓储面积已达 799 万平方米，仓储资源丰富。苏宁仍在持续加强基础设施建设，提升物流核心能力，已在 9 个城市投入运营 9 个自动化拣选中心，在 36 个城市投入运营 39 个区域配送中心。顺应扩品需求，配套生鲜供应链物流设施，17 个生鲜冷链仓已覆盖 141 个城市，有效地提升了生鲜类商品的配送效率。

图表 52: 物流服务覆盖全国

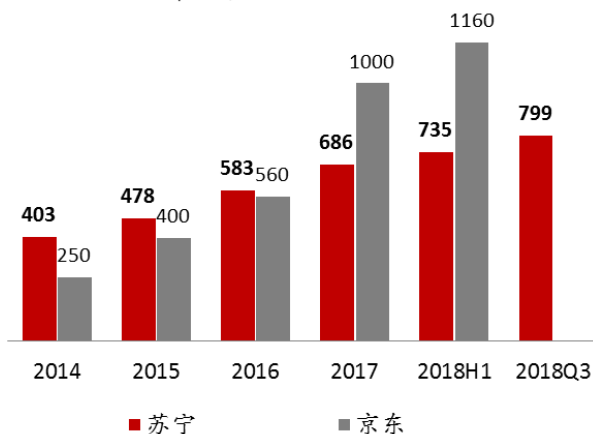
全国共 3000 区县



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 53: 仓储面积仍在拓展

仓储面积（万平方米）



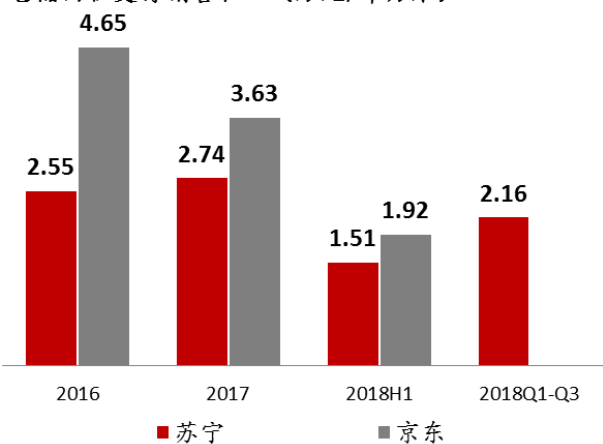
来源：公司公告 中泰证券研究所

- **仓储效率稳步提升。**受到仓储面积加速拓展和营业收入增速放缓影响，近年来京东仓储效益明显下滑。苏宁在稳步拓展仓储面积的同时，注重仓储质量的提升，数字化程度和配套设施都显著优于行业高标仓水平。随着苏宁营收快速增长，整体仓储效益平稳提升，与京东的差距正在逐步缩小。苏宁全渠道经营效率提升，存货周转速度持续优化，2018H1 存货周转天数已减少至 37 天，优于京东同期 40 天的表现，在三季度进一步优化至 35 天，仓储资源的利用率也得到同步提升。

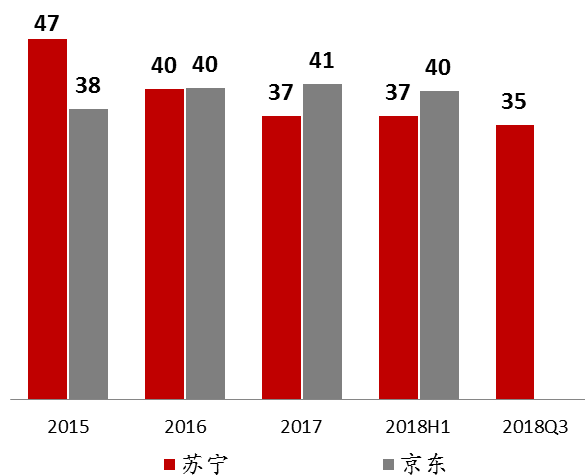
图表 54: 仓储效益平稳提升

图表 55: 存货周转天数持续优化

仓储面积支撑销售收入 (万元/平方米)



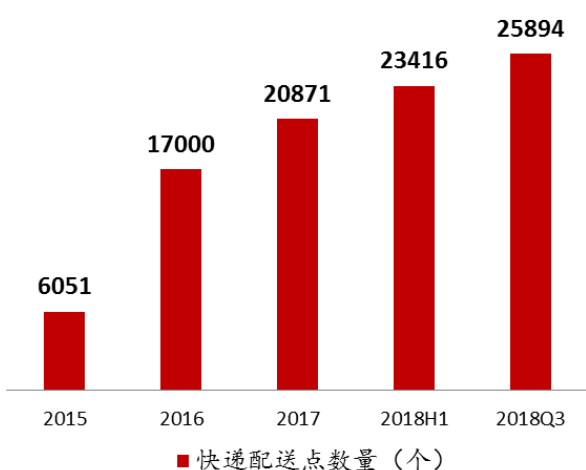
来源: 公司公告 中泰证券研究所



来源: 公司公告 中泰证券研究所

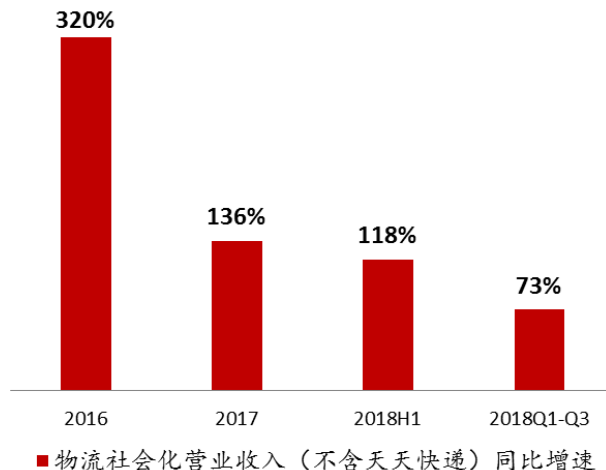
- **社会化物流收入放量增长。**在最后一公里环节, 苏宁加速天天快递物流资源整合, 截至 2018Q3 快递配送点数量已达 25,894 家, 末端配送网络进一步完善, 成为国内稀缺的仓储、干线运输和末端配送能力并重发展的电商物流企业, 用户服务能力持续提升。线上平台规模增长和零售生态圈的拓展, 为苏宁向第三方输出物流能力, 提供供应链物流、仓配一体等服务建立了广泛的用户基础, 推动社会化物流放量发展, 2018 年前三季度第三方物流营业收入同比增长 73%。

图表 56: 末端配送网络逐渐完善



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 57: 社会化物流收入快速增长



来源: 公司公告 中泰证券研究所

精耕苏宁生态圈金融需求, 输出金融服务

- **金融牌照齐全, 战略资金已全部到位。**苏宁金融布局较早, 拥有 14 张核心金融牌照, 仅次于蚂蚁金服, 也是国内唯一拥有消费金融和银行牌照的电商金融企业。通过精耕生态圈金融需求, 立足苏宁全渠道多业态的消费场景, 聚焦支付、供应链金融、微商金融、消费金融、产品销售

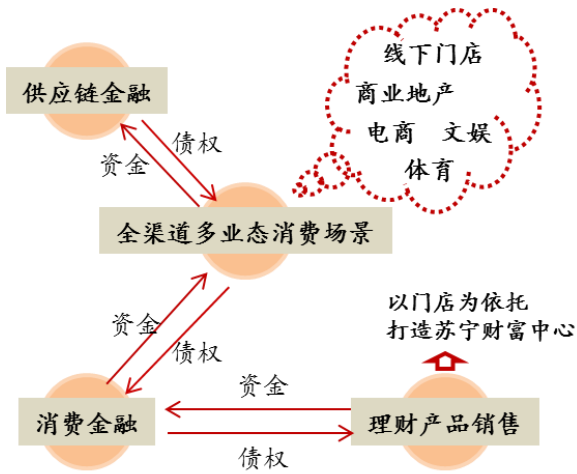
核心业务发展。2018年8月底，苏宁金服B轮增资扩股募集资金全部到位，资本实力得到增强，为其业务快速发展提供了有力的资金支持，有助于进一步开展产品及服务创新，提高用户粘性。苏宁金服投前估值调整为270亿元。

图表 58: 核心金融牌照全布局

	已获取牌照
支付	第三方支付; 基金支付; 预付卡; 跨境支付
供应链金融	小额贷款; 商业保理; 企业征信; 融资租赁
消费金融	消费金融
投资理财	基金销售
保险	保险销售
众筹	私募股权融资平台业务许可 私募投资基金管理人登记证书
银行	民营银行

来源: 公司公告 中泰证券研究所

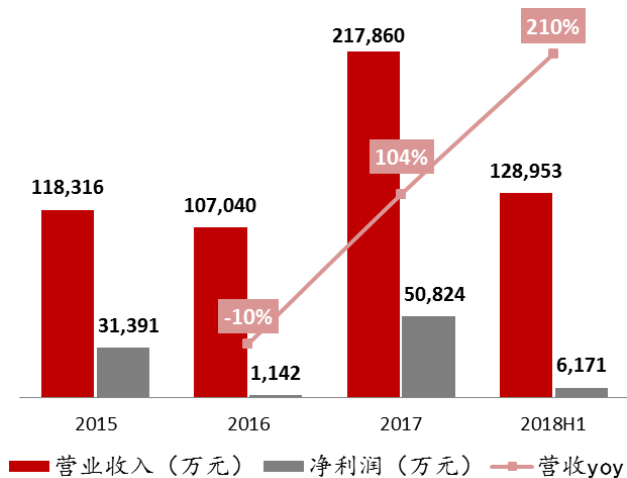
图表 59: 精耕苏宁生态圈



来源: 希财网 中泰证券研究所

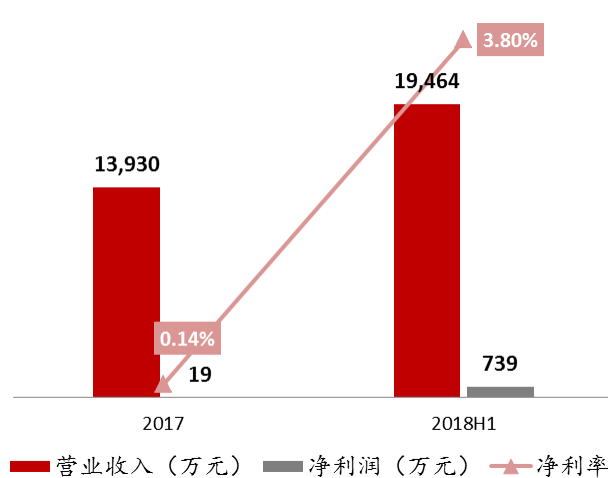
- **营收规模快速增长。**苏宁小店、零售云业务的发展丰富了苏宁线下交易场景，线下支付渗透率稳步提升，2018H1 支付新增绑卡会员数同比增长 48%。供应链金融聚焦供应商/商户，加大与物流业务客户以及产业集团体系内的其他客户资源开发，2018年1-9月苏宁生态圈内供应链金融累计交易规模同比增长 43.63%，推动苏宁金服营收加速增长，金融业务规模持续提升。作为国内首家 O2O 银行，苏宁银行保持快速发展，存、贷、汇、投等基本业务全面上线，截至 2018年6月总资产较年初增长 28%，客户数较期初显著增加，净利率也得到明显改善。

图表 60: 苏宁金服营收增长提速



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 61: 苏宁银行净利率有所改善

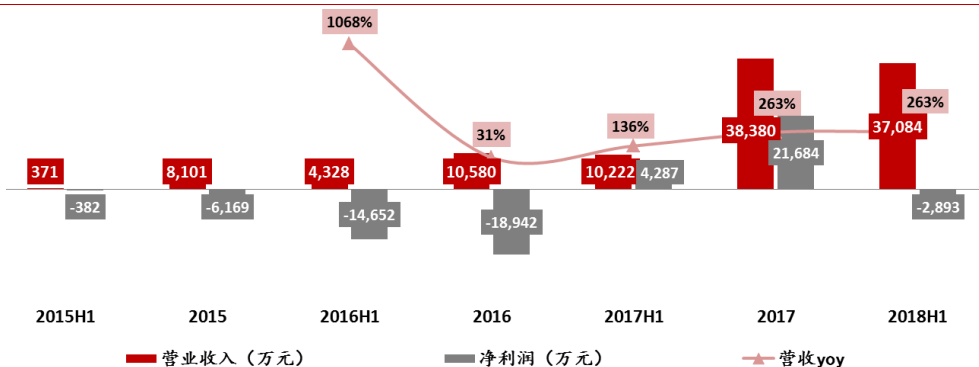


来源: 公司公告 中泰证券研究所

- **消费金融风控能力仍需提升。**苏宁手持消费金融牌照，业务发展更容易

走出苏宁环境，抢占线下消费场景。依托苏宁生态圈用户资源，消费金融营业收入保持快速增长，2018H1 营业收入规模达 3.71 亿元。2017 年苏宁消费金融业务实现净利润 2.17 亿元，成功扭亏为盈。但 2018 年上半年重回亏损状态，主要受到贷款实际偿付情况不佳的影响，按照会计准则计提坏账，对净利润造成较大负面影响。公司消费金融在用户信用评级、贷款额度限制、偿债能力评估上的风控能力亟待进一步改善。

图表 62: 2017 年消费金融业务扭亏为盈



来源：公司公告 中泰证券研究所

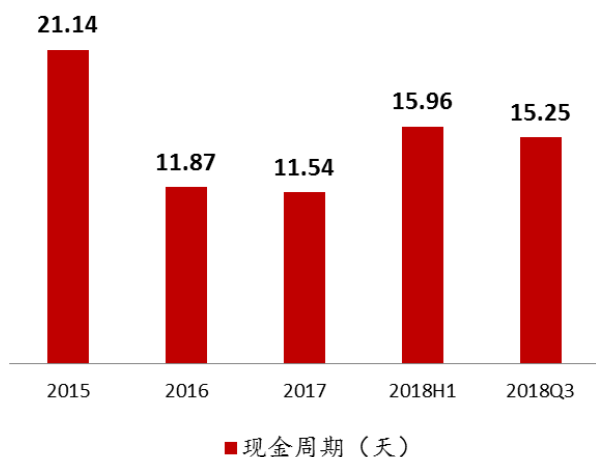
盈利预测及估值评级

经营基本面向好，现金充足

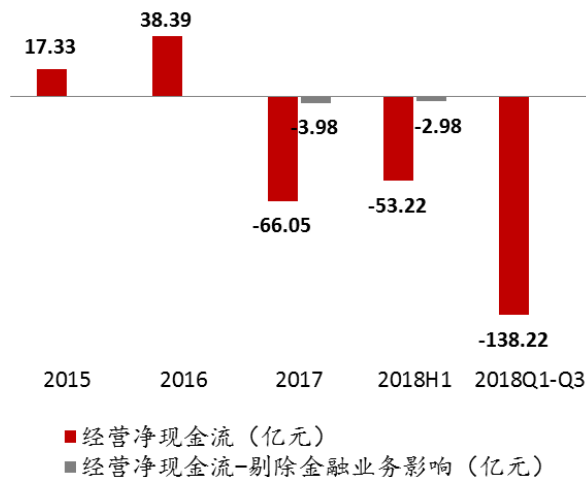
- 盈利能力稳健，现金流有望改善。** 为建立良好的零供关系，充分保障畅销品货源，苏宁优化供应商支付方式及账期，应付账款周转天数减少，现金周期回升，带来经营现金流阶段性下滑，但保障了货源、形成了稳定的商品流量，为四季度销售旺季做好了充足准备。苏宁线下盈利能力持续回升，全渠道营收规模保持 30% 以上的增长，经营现金流将持续改善。2018H1 剔除金融业务影响的经营性现金流净额为 -2.98 亿，同比增长 84.90%。2018 年 1-9 月公司金融业务放贷规模快速增长，带来经营性现金流净流出 79.86 亿元，拖累公司经营性现金流净额同比减少 59.12%，短期内金融业务对经营性现金流的负面影响仍然较大。

图表 63: 强化零供关系，现金周期小幅回升

图表 64: 经营性现金流短期承压



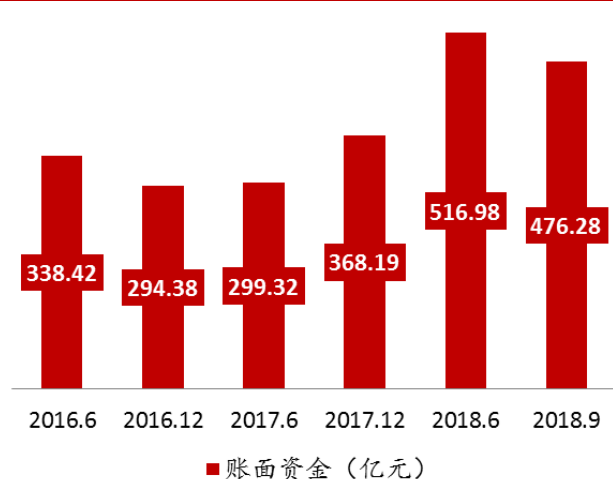
来源：公司公告 中泰证券研究所



来源：公司公告 中泰证券研究所

- 通过多种渠道丰富公司现金流。**苏宁当前账面资金充足，2018年9月末货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产总额达 476.28 亿元，为公司业务拓展提供充足弹药。苏宁通过多种渠道丰富公司现金流：
 - 出售阿里股份，2017/2018 年贡献净利润 32.85/56.01 亿元；
 - 2014/2015/2018 年三轮员工持股计划，员工薪酬、自筹资金补充现金流；
 - 盘活公司存量物流资产，开展售后租回交易，建立“物流仓储地产开发——物流仓储地产运营——基金运作”的良性资产运营模式。2018 年 9 月向物流地产基金出售 5 家物流子公司，交易在四季度完成，考虑所得税影响，预计将增加公司 2018 年净利润 8.63 亿元。

图表 65：账面资金充足



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 66：盘活物流资产回笼资金

项目公司	净资产评估值
沈阳苏宁物流有限公司	1.18 亿元
徐州苏宁云商物流有限公司	0.35 亿元
湖南苏宁采购有限公司	0.82 亿元
上海沪申苏宁电器有限公司	6.99 亿元
重庆苏宁云商采购有限公司	2.33 亿元
合计	11.67 亿元

来源：公司公告 中泰证券研究所

家电零售形成宽阔护城河，全渠道多业态实现规模发展，维持“买入”评级

- 苏宁经营基本面向好，市场份额有望进一步提升，当前处于历史估值底部，存在较大的估值修复空间。公司家电零售已形成宽阔护城河，全渠道多业

态精耕智慧零售生态圈，开启规模发展新篇章，维持“买入”评级。苏宁全渠道多业态经营模式规模效应逐步凸显：（1）线下围绕“一大、两小、多专”的产品业态推进网络布局，全方位把握各层级市场的消费机会；线下盈利能力回升，预计同店收入将保持 4%-6% 的稳健增长，为公司提供充足而稳定的收入来源。（2）线上将强化传统带电产品优势，加大开放平台商家引进力度，借助阿里资源优势，把握社交流量红利，预计线上仍将保持中高速增长，未来平台收入将进一步提升。（3）持续输出供应链服务能力，丰富仓储物流资源，推动社会化物流收入放量增长。苏宁金融持续聚焦核心业务，精耕生态圈金融需求；战略募集资金已到位，为业务发展提供有力支持。预计公司 2018-2020 年实现营业收入 2460.70/3123.27/3826.38 亿元，实现归母净利润 77.18/19.72/31.91 亿元。

图表 67：苏宁易购主要财务数据预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	148,585	187,928	246,070	312,327	382,638
营业收入yoy	9.62%	26.48%	30.94%	26.93%	22.51%
归母净利润（百万元）	704	4,213	7,718	1,972	3,191
净利润增长率	-19.27%	498.02%	83.21%	-74.45%	61.84%
摊薄每股收益（元）	0.08	0.45	0.83	0.21	0.34
PE	159.26	26.63	14.54	56.90	35.16
PEG	2.81	-3.01	0.13	1.00	-3.98
每股净资产（元）	7.06	8.48	7.55	10.06	10.26
每股现金流（元）	0.41	-0.71	2.51	-0.87	3.50
净资产收益率	1.07%	5.34%	10.98%	2.11%	3.34%
市净率	1.71	1.42	1.60	1.20	1.17

来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 68：苏宁易购历史 PS (TTM) 估值


来源：Wind 中泰证券研究所

风险提示

- 线上线下融合不及预期，线上业务成本激增，线下门店改造受阻，造成公司盈利下滑；
- 阿里苏宁的关系恶化，天猫旗舰店流量优势减弱，流量成本大幅上升；
- 金融业务风控能力补足，坏账大幅增加，拖累集团现金流恶化。

图表 69: 苏宁易购财务预测三张表

损益表 (人民币百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	148,585	187,928	246,070	312,327	382,638
增长率	9.6%	26.5%	30.9%	26.9%	22.5%
营业成本	-127,248	-161,432	-209,899	-265,980	-325,016
% 销售收入	85.6%	85.9%	85.3%	85.2%	84.9%
毛利	21,338	26,496	36,171	46,347	57,622
% 销售收入	14.4%	14.1%	14.7%	14.8%	15.1%
营业税金及附加	-583	-729	-955	-1,212	-1,485
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-17,451	-20,636	-27,020	-34,356	-42,090
% 销售收入	11.7%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
管理费用	-3,946	-4,864	-6,890	-8,745	-10,714
% 销售收入	2.7%	2.6%	2.8%	2.8%	2.8%
息税前利润 (EBIT)	-643	267	1,306	2,034	3,333
% 销售收入	-0.4%	0.1%	0.5%	0.7%	0.9%
财务费用	-416	-306	-223	-262	-302
% 销售收入	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
资产减值损失	350	513	1,000	1,000	1,000
公允价值变动收益	-34	19	104	7	1
投资收益	1,445	4,300	7,500	1,000	1,000
% 税前利润	90.2%	85.2%	75.5%	24.8%	18.9%
营业利润	703	4,792	9,687	3,778	5,032
营业利润率	0.5%	2.6%	3.9%	1.2%	1.3%
营业外收支	899	256	250	250	250
税前利润	1,602	5,048	9,937	4,028	5,282
利润率	1.1%	2.7%	4.0%	1.3%	1.4%
所得税	-408	-283	-518	-132	-214
所得税率	25.4%	5.6%	5.2%	3.3%	4.1%
净利润	493	4,050	7,419	1,895	3,068
少数股东损益	-211	-163	-299	-76	-123
归属于母公司的净利润	704	4,213	7,718	1,972	3,191
净利率	0.5%	2.2%	3.1%	0.6%	0.8%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	493	4,050	7,419	1,895	3,068
加: 折旧和摊销	1,806	2,100	1,746	1,926	2,106
资产减值准备	350	513	0	0	0
公允价值变动损失	34	-19	104	7	1
财务费用	503	399	223	262	302
投资收益	-1,445	-4,300	-7,500	-1,000	-1,000
少数股东损益	-211	-163	-299	-76	-123
营运资金的变动	-15,293	1,699	21,356	-11,172	28,154
经营活动现金净流	3,839	-6,605	23,348	-8,082	32,631
固定资本投资	802	-478	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-39,613	13,437	4,891	-2,360	-2,666
股利分配	-652	-652	-4,084	-1,058	-1,298
其他	37,410	-259	-13,626	23,497	-15,564
筹资活动现金净流	36,758	-911	-17,711	22,440	-16,862
现金净流量	985	5,922	10,528	11,998	13,103

资产负债表 (人民币百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	27,209	34,030	44,558	56,556	69,658
应收款项	5,231	9,327	9,736	14,460	15,183
存货	14,392	18,551	24,283	29,996	36,331
其他流动资产	35,551	25,921	32,534	32,320	39,269
流动资产	82,384	87,830	111,110	133,332	160,441
% 总资产	60.1%	55.8%	61.5%	65.4%	69.0%
长期投资	27,982	36,407	37,129	37,899	38,713
固定资产	12,813	14,373	13,413	12,451	11,486
% 总资产	9.3%	9.1%	7.4%	6.1%	4.9%
无形资产	5,688	8,217	9,991	11,586	13,004
非流动资产	54,784	69,447	69,632	70,562	72,123
% 总资产	39.9%	44.2%	38.5%	34.6%	31.0%
资产总计	137,167	157,277	180,742	203,894	232,564
短期借款	6,160	8,686	13,942	15,262	0
应付款项	48,080	52,247	85,796	84,344	126,505
其他流动负债	7,215	3,331	3,315	3,321	3,322
流动负债	61,455	64,264	103,053	102,927	129,827
长期贷款	18	2,854	0	0	0
其他长期负债	5,772	6,532	3,032	3,032	3,032
负债	67,245	73,649	106,085	105,959	132,859
普通股股东权益	65,710	78,958	70,287	93,641	95,534
少数股东权益	4,212	4,669	4,371	4,294	4,171
负债股东权益合计	137,167	157,277	180,742	203,894	232,564

比率分析					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
每股指标					
每股收益 (元)	0.08	0.45	0.83	0.21	0.34
每股净资产 (元)	7.06	8.48	7.55	10.06	10.26
每股经营现金流 (元)	0.41	-0.71	2.51	-0.87	3.50
每股股利 (元)	0.07	0.07	0.44	0.11	0.14
回报率					
净资产收益率	1.07%	5.34%	10.98%	2.11%	3.34%
总资产收益率	0.36%	2.57%	4.10%	0.93%	1.32%
投入资本收益率	3.03%	19.59%	37.18%	-3918.40%	25.37%
增长率					
营业总收入增长率	9.62%	26.48%	30.94%	26.93%	22.51%
EBIT 增长率	-182.63%	874.76%	94.20%	-74.21%	63.40%
净利润增长率	-19.27%	498.02%	83.21%	-74.45%	61.84%
总资产增长率	55.74%	14.66%	14.92%	12.81%	14.06%
资产管理能力					
应收账款周转天数	10.1	13.9	13.9	13.9	13.9
存货周转天数	34.4	31.6	31.3	31.3	31.2
应付账款周转天数	30.5	28.5	29.5	29.0	29.3
固定资产周转天数	31.6	26.0	20.3	14.9	11.3
偿债能力					
净负债/股东权益	-28.26%	-35.03%	-56.78%	-55.31%	-84.91%
EBIT 利息保障倍数	1.0	13.3	35.4	7.8	11.0
资产负债率	49.02%	46.83%	58.69%	51.97%	57.13%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。