

苏宁云商 (002024) \商业贸易

——流量变迁，线下渠道龙头再成长

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：11.59元
 目标价格：元

投资要点：

➤ 渠道布局完善

公司成立于1990年，专营空调起家。经过近30年的发展，公司目前已成为年销售规模两千亿以上、合计拥有各类自营门店6416家，销售多品类的线上线下全布局零售企业。在开店初期苏宁采取“抓住支点，成片开发”的策略，通过抓住中心城市，控制卫星城市，使其连锁门店迅速铺开。目前公司不断完善线上零售基础设施并通过品类扩张逐渐增长。

➤ 线上成本增加，渠道红利向县镇市场迁移

近年来，由于线上市场规模已从2014年4640亿元增长至2017年38280亿元，线上增速逐渐放缓，增速已从100%以上增长降低至目前35%以上增长。而线上获客成本不断提升，从阿里及京东公告数据来看，线上获客成本已较2014年提高100元以上。这使得渠道红利逐渐向线下县镇市场迁移。

➤ 一大两小多专，线上线下融合抢占新红利

由于乡镇市场物流布局尚未完善，农村最后一公里并未完全打通，加之相对于城镇而言农村市场人口分布更为分散，导致乡镇渠道扩张仍以线下实体店为主。而苏宁凭借其一大两小多专的门店业态布局、标准化的门店扩张体系以及完善的线下零售网络布局，或将提前抢占渠道迁移红利。

➤ 维持推荐评级

我们认为，由于公司在线上将持续投入基础设施建设，公司未来三年内线上线下利润情况仍将出现较大差异，而若使用整体PS估值对于线上线下营收所蕴含的利润情况无法较好反应，因此我们选择线上线下分部PS、P/GMV估值，通过分部估值，我们认为公司合理估值为1283.6亿元。

➤ 风险提示

公司新业态开店进度不及预期的风险；新业态盈利情况不及预期的风险；线下居民消费增速不及预期的风险；线上线下融合进度不及预期的风险。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	9,310/5,847
流通A股市值 (百万元)	67,881
每股净资产 (元)	8.78
资产负债率 (%)	52.80
一年内最高/最低 (元)	16.35/11.22

一年内股价相对走势



钱建 分析师

执业证书编号：S0590515040001

电话：0510-85613752

邮箱：qj@glsc.com.cn

邢瀚文 研究助理

电话：0510-85613752

邮箱：xinghw@glsc.com.cn

相关报告

- 《苏宁云商 (002024) \商业贸易行业》
《苏宁极物创新零售新业态》
- 《苏宁云商 (002024) \商业贸易行业》
《自我变革，开放带来新增长》
- 《苏宁云商 (002024) \专业连锁行业》
《测试报告》

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	148,585.33	187,927.76	250,733.22	324,097.76	400,455.20
增长率 (%)	9.62%	26.48%	33.42%	29.26%	23.56%
EBITDA (百万元)	2,724.58	6,273.65	10,106.44	6,766.31	8,493.54
净利润 (百万元)	704.41	4,212.52	6,933.43	2,493.88	3,725.78
增长率 (%)	-19.27%	498.02%	64.59%	-64.03%	49.40%
EPS (元/股)	0.08	0.45	0.74	0.27	0.40
市盈率 (P/E)	153.18	25.61	15.56	43.27	28.96
市净率 (P/B)	1.64	1.37	1.30	1.28	1.24
EV/EBITDA	34.13	14.42	9.85	17.95	14.25

正文目录

1.	全渠道布局的零售龙头.....	4
1.1.	从线下到线上的家电零售龙头.....	4
1.2.	营收持续增长.....	6
2.	对标国美京东——苏宁如何获得增长.....	7
2.1.	空调专营店起家.....	8
2.2.	全国连锁布局，从批发转向零售.....	9
2.3.	扩品类、修内功，成为线下家电连锁龙头——对标国美.....	10
2.4.	向线上进军——京东做对了什么.....	15
3.	线上成本增加，渠道红利向下迁移.....	17
4.	一大两小多专，线上线下融合抢占新红利.....	19
4.1.	零售云抢占乡镇市场.....	19
4.2.	苏宁小店出表，专注长期发展.....	20
4.3.	多业态满足用户多需求.....	21
5.	盈利预测与投资结论.....	24
6.	风险提示.....	25

图表目录

图表 1:	公司发展历程.....	4
图表 2:	苏宁品类比例变化 (%).....	4
图表 3:	苏宁平类营收变化 (亿元).....	5
图表 4:	线上收入比例持续提升.....	5
图表 5:	公司股权结构稳定.....	6
图表 6:	实际控制人股份变动.....	6
图表 7:	公司营收增速继续增长.....	7
图表 8:	公司净利润受出售阿里股份影响.....	7
图表 9:	毛利率略有提升.....	7
图表 10:	费用率持续下降.....	7
图表 11:	苏宁历史两段收入高速增长期.....	8
图表 12:	苏宁转型时间与城镇百户耐用品保有量 (台/百户).....	8
图表 13:	主要家用电器产量变化 (万台).....	9
图表 14:	公司全国化扩张步伐.....	10
图表 15:	全国化进程下苏宁门店逐年增加.....	11
图表 16:	苏宁采用内生增长，国美偏向并购发展.....	11
图表 17:	铺设地区由广向深.....	12
图表 18:	国美渠道较为集中.....	12
图表 19:	国美主要增长来自于彩电以及白电，苏宁则较为全面.....	13
图表 20:	苏宁在 2004-2006 年小家电、通讯品类迅速铺开.....	13
图表 21:	国美各品类毛利率.....	14
图表 22:	苏宁各品类毛利率.....	14
图表 23:	苏宁国美毛利率比较.....	14
图表 24:	苏宁费用率有较大降低.....	15
图表 25:	苏宁线上收入增长.....	15
图表 26:	京东线上收入增长.....	15
图表 27:	苏宁京东仓储对比.....	16
图表 28:	京东品类扩张较快.....	16

图表 29: 苏宁品类扩张仍需提高.....	16
图表 30: 京东费用拆分.....	17
图表 31: 苏宁费用拆分.....	17
图表 32: 单位 IT 人员收入.....	17
图表 33: 单位客服人员收入.....	17
图表 34: 线上获客成本逐年提升.....	18
图表 35: B2C 交易额增速已经放缓.....	18
图表 36: 主要家电农村保有量较城市仍有差距.....	18
图表 37: 农村居民支出处在城镇 2006 年水平.....	19
图表 38: 农村消费同比增长低于城镇 2006 年水平.....	19
图表 39: 苏宁第一千家零售云门店.....	20
图表 40: 位于南京市中心的苏宁极物第一家门店外景.....	21
图表 41: 苏宁极物一楼内景整体风格类似于无印良品.....	22
图表 42: 苏宁极物商品品类中新奇电子产品较为突出且由大型显示屏交互.....	22
图表 43: 苏宁极物二楼内景.....	23
图表 44: 线下营收预测.....	24
图表 45: 线下 PS 比较.....	25
图表 46: 线上营收预测.....	25
图表 47: 财务预测摘要.....	26

1. 全渠道布局的零售龙头

1.1. 从线下到线上的家电零售龙头

公司成立于1990年，专营空调起家。经过近30年的发展，公司目前已成为年销售规模两千亿以上、合计拥有各类自营门店6416家，销售多品类的线上线下全布局零售企业。

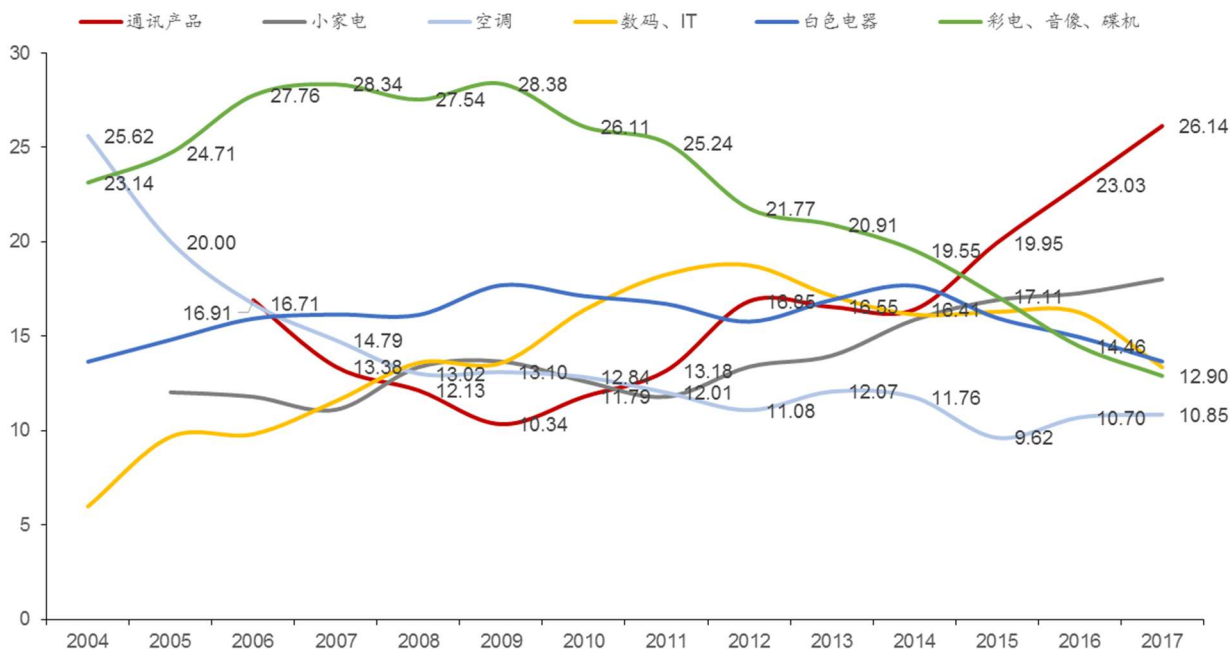
图表1：公司发展历程



来源：公司官网，国联证券研究所

苏宁易购经历了从空调专营店转向多品类零售商进而成为全国布局的线上线下零售商的发展历程。在不同的阶段中，由于消费者消费能力的变化以及对不同品类需求差异，公司品类占比也从上市时空调、彩电为主转变为目前通讯、小家电、大白电等多品类均衡的销售结构。

图表2：苏宁品类比例变化 (%)

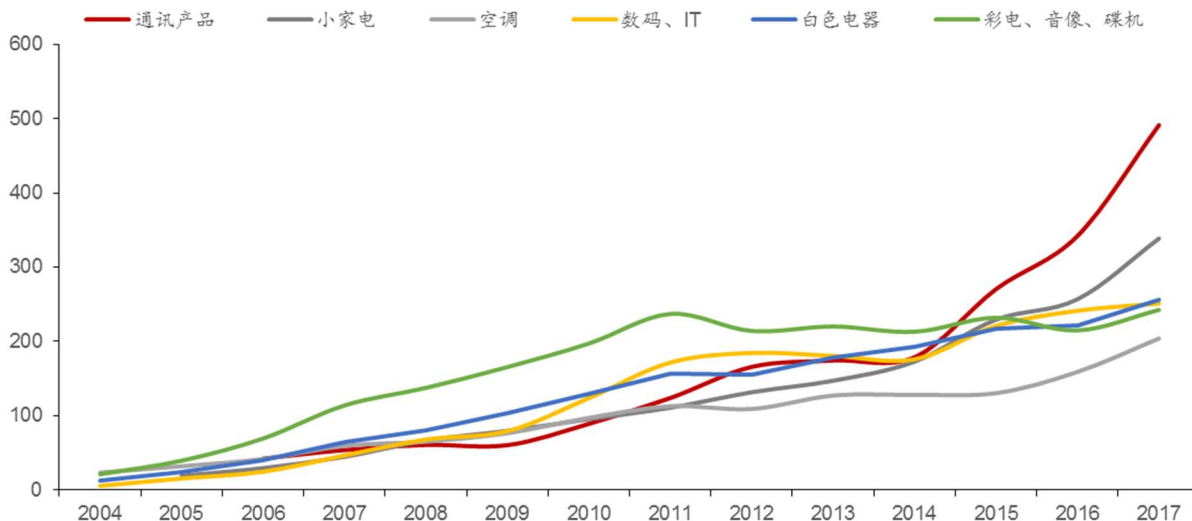


来源：Wind，国联证券研究所

随着公司零售网络的延伸，各品类营收迅速增长。截止2017年末，公司第一大品类为通讯产品，营收491.3亿元；其次是包含百货产品的小家电品类，营收达到338.6亿元；白电营收460.5亿元，其中空调203.9亿元，冰洗256.6亿

元；IT 数码产品营收 256.6 亿元，彩电类产品营收 242.4 亿元。主要品类较上市时均有 10 倍以上增长（空调 8.7 倍）。

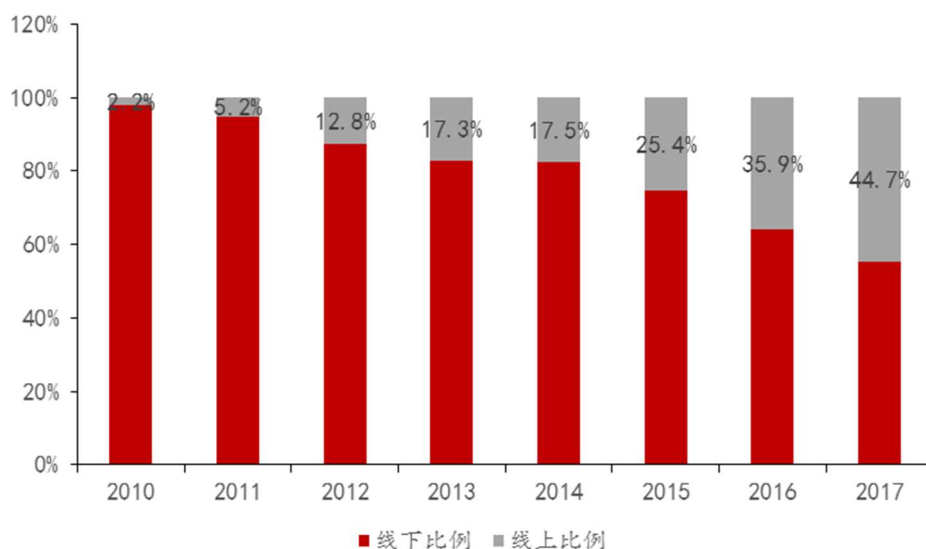
图表 3：苏宁平类营收变化（亿元）



来源：Wind，国联证券研究所

自 2010 年 2 月正式上线苏宁易购起，随着公司仓储物流布局的完善，公司线上业务逐年增长，销售额从 2010 年 20 亿增长至 2017 年 1266.9 亿元，CAGR 达到 80.9%。公司线上业务占比也从 2010 年仅有 2.2% 增加至 2017 年 44.7%。

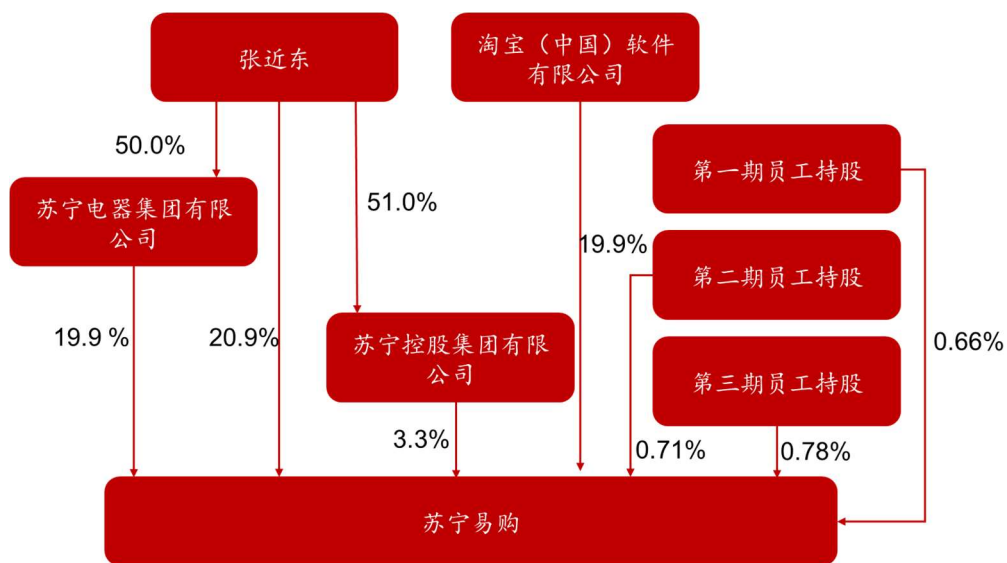
图表 4：线上收入比例持续提升



来源：Wind，国联证券研究所测算

公司实际控制人为张近东先生，他直接持有公司 20.96% 的股份并通过苏宁电器集团有限公司以及苏宁控股集团有限公司持有公司 23.32% 的股份，合计共持有公司 44.28% 股份。

图表 5：公司股权结构稳定



来源：Wind，国联证券研究所

图表 6：实际控制人股份变动

	张近东	苏宁电器	苏宁控股	总计
2004	35.12%	18.29%	0.00%	53.41%
2005	31.90%	16.61%	0.00%	48.51%
2006	29.69%	15.46%	0.00%	45.15%
2007	29.69%	15.17%	0.00%	44.86%
2008	28.61%	14.00%	0.00%	42.61%
2009	27.90%	13.47%	0.00%	41.37%
2010	27.90%	13.47%	0.00%	41.37%
2011	27.90%	13.47%	0.00%	41.37%
2012	26.44%	13.72%	0.00%	40.16%
2013	26.44%	14.73%	4.20%	45.37%
2014	26.44%	14.73%	4.20%	45.37%
2015	26.44%	14.60%	4.20%	45.24%
2016	20.96%	19.99%	3.33%	44.28%
2017	20.96%	19.99%	3.33%	44.28%
2018H1	20.96%	19.99%	3.33%	44.28%

来源：Wind，国联证券研究所

1.2. 营收持续增长

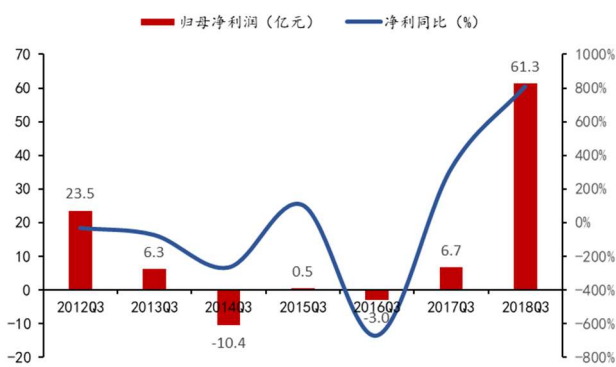
受益于线上营收高速增长，公司 2018 年 Q3 营收 1729.7 亿元，同比增长 31.2%；归母净利润受到上半年出售阿里股份影响，增长 812.1%至 61.3 亿元。由于销售产品结构未有较大变化，公司毛利率稳中略增，较 2017 年同比提升 0.8pct 至 14.7%；净利率由于受非经常性损益影响，较 2017 年大幅提升 2.8pct 至 3.2%。公司费用率维持下降趋势，期间费用率较 2017 年末降低 0.4pct 至 13.3%。其中销售费用率降低 0.2pct 至 10.8%；管理费用率降低 0.4pct 至 2.2%。

图表 7：公司营收增速持续增长



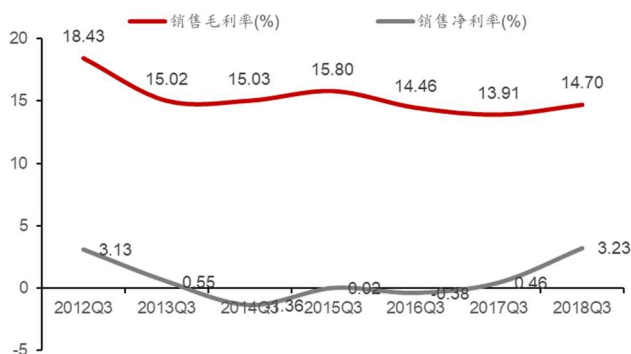
来源：Wind，国联证券研究所

图表 8：公司净利润受出售阿里股份影响



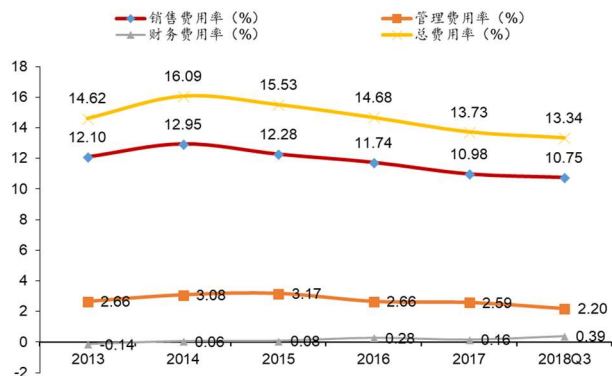
来源：Wind，国联证券研究所

图表 9：毛利率略有提升



来源：Wind，国联证券研究所

图表 10：费用率持续下降



来源：Wind，国联证券研究所

2. 对标国美京东——苏宁如何获得增长

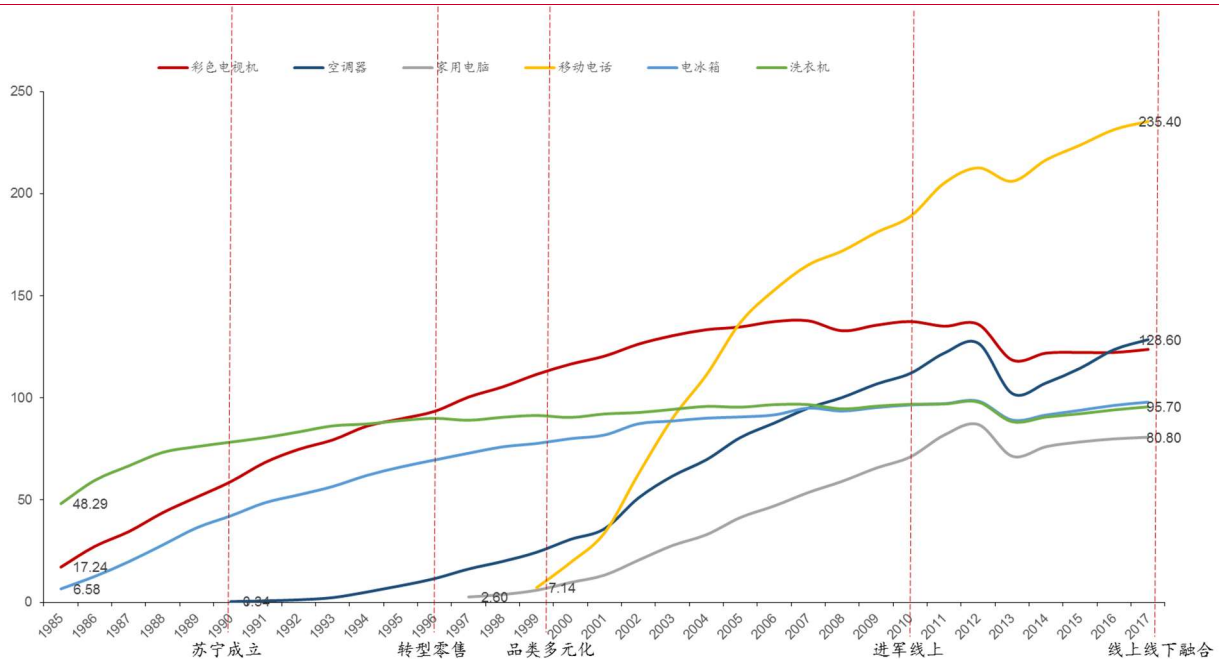
对于零售公司而言，渠道的扩张将带来营收的增长。在苏宁历史上有两段营收高速增长期，一段从公司连锁化开始至 2011 年全国化连锁形成，此段成长主要来自线下门店扩张推动。在连锁化扩张期，公司凭借其标准化的开店模式、良好的厂商关系、较为完善的电子信息化系统以及较强的服务意识不断攻城略地，在 2011 年逐渐形成了覆盖我国几乎所有城市的线下零售网络。但与此同时，由于线上零售的逐渐兴起，线上零售凭借更低的价格以及更完善的服务逐渐侵蚀线下零售市场份额，渠道零售的红利逐渐向线上迁移。第二段增长则来源于公司自 2015 年起线上业务的高速增长。在 2011-2014 年，苏宁的竞争对手京东凭借线上的高速发展实现了营收从 211 亿到 1150 亿的跨越式发展。此时苏宁已从线下相对优势者转变为线上相对劣势公司。经过近几年对线上基础设施的搭建，公司线上业务逐渐回暖，公司营收也脱离了个位数增长重返两位数。在苏宁的发展历程中经历了从批发到零售、从区域到全国、从线上到线下三段过程。这三段主要历程造就了苏宁目前在线上及线下的优势。

图表 11: 苏宁历史两段收入高速增长期



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 12: 苏宁转型时间与城镇百户耐用品保有量 (台/百户)



来源: 国家统计局, Wind, 国联证券研究所

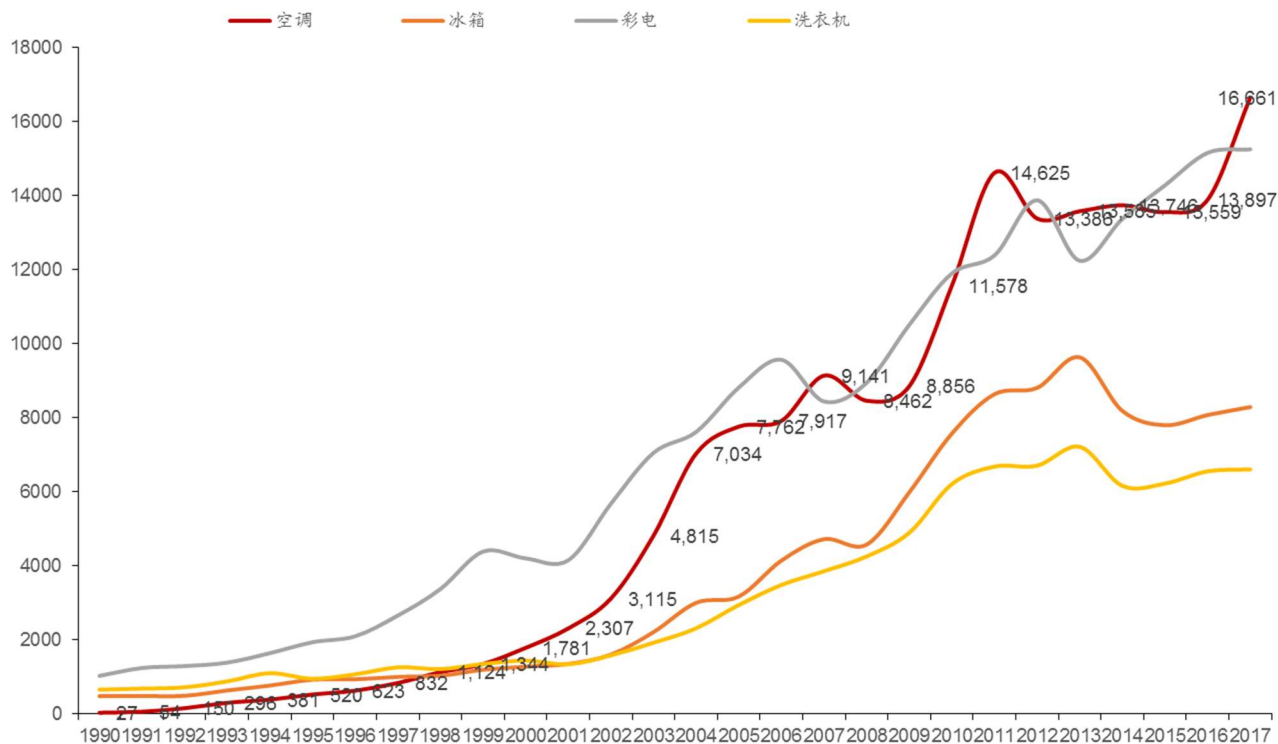
2.1. 空调专营店起家

➤ 卖方市场，淡季订货维系厂商关系

1990年，张近东先生辞掉国企工作，以自有资金10万元在南京宁海路60号租下一个200平方米两层楼的门店，开始了家电生意，专营空调产品。此时，空调行业是典型的卖方市场，全国空调生产厂商不过10家，年产量仅27万台。同时，空调销售由于受夏季使用更多影响，有明显的淡旺季之分。在夏季时，各大商场蜂拥去空调厂商订购空调，但受制于产能，往往供不应求。因此，拥有稳定货源将更有可能成为行业赢家。

当时，对于空调厂商而言，销售的季节性导致公司生产的季节性，进而使得产能在淡季产生大量闲置。苏宁首创了反季节打款模式，提前向厂商提供预付款，在销售淡季向厂商订货。淡季打款模式让苏宁拥有了稳定的货源，并通过预付款订货的模式与厂商共进退，建立了稳固的厂商经销商关系。

图表 13：主要家用电器产量变化（万台）



来源：国家统计局，Wind，国联证券研究所

➤ 重视服务，以服务提高销售

对于空调而言，销售的产品仅是半成品，消费者只有经过配送、安装等环节才能使用空调产品。因此空调销售区间的服务将极大影响消费者的体验。苏宁在 90 年代普遍“重销售、轻服务”的市场状态下，首先成了一支由上百人组成的专门从事空调送货、安装、维修、保养全系列售后服务的专业自营服务队伍，并把该项服务做成不吃、不喝、不抽、不收的“四不”标准，为消费者提供了更高的价值。

2.2. 全国连锁布局，从批发转向零售

1996 年，空调市场遇到一个历史性拐点。由于 1996 年之前空调的供不应求，各大厂商纷纷扩大产能，空调产量从 1990 年的 27 万台增长至 1996 年 623 万台，在五年内产量提高 23 倍以上，空调厂商也从起初的不到 10 家增长至 1996 年近 300 家。这使得空调行业迅速从供不应求转向供过于求，空调厂商竞争日趋激烈。广告战与价格战此起彼伏。

在这期间，家电厂商发起渠道变革，开始向掌握终端、实现渠道扁平化进行变革。而苏宁在这股风潮中也受到影响，之前的厂商关系成为了厂商掌控终端的“绊脚石”。苏宁在此节点上选择主动求变，从“批发重心”向“零售重心”转变，通过将驻外办事处转变为子公司并尝试连锁经营，走上了零售连锁之路。

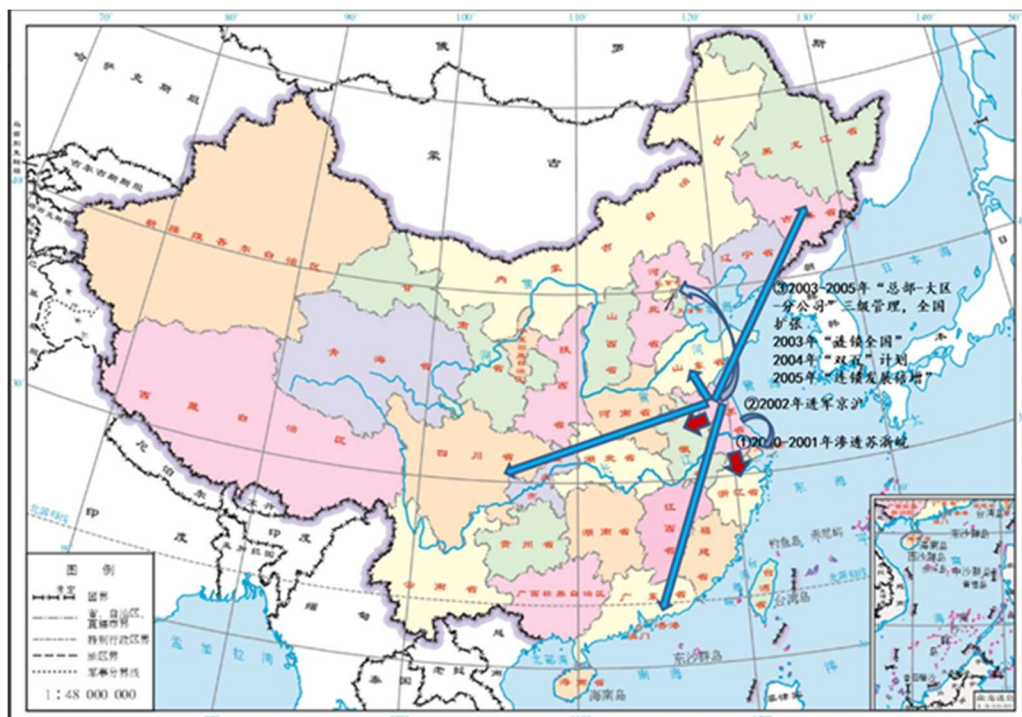
2.3. 扩品类、修内功，成为线下家电连锁龙头——对标国美

21世纪前10年，随着我国经济发展，主要家电的产量迅速扩大，家电产品也逐渐从生活大件消费品向日常必需品变化。在这个趋势下，苏宁于1999年在南京新街口开设其综合电器连锁的首家门店，开始了综合电器连锁之路。

在连锁初始阶段，公司采取以量取胜的策略，认为“数量决定质量，速度决定高度”。从2001年平均28天开一家店，开店速度逐年加快，到2006年平均3天开一家店。

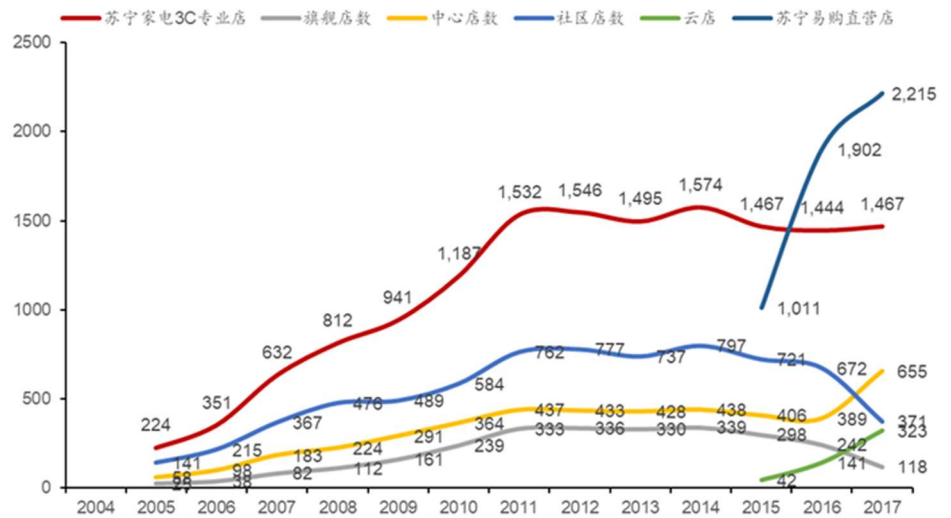
苏宁采取“抓住支点，成片开发”的策略，通过抓住中心城市，控制卫星城市，使其连锁门店迅速铺开。从时间维度来看，公司在南京门店开设后，2001年又向合肥、扬州、无锡、苏州等周边城市拓展；2002年重点向京沪铺设；2003年起通过“总部——大区——分公司”的三级管理体系，进入成都、广州等地建立64家连锁店；2004年公司制定新增100家连锁店，新增100亿销售额的“双百”计划；2005年提出“连锁发展倍增计划”。公司营收从上市时91.1亿迅速扩大到2011年938.9亿元。公司家电3C门店数量从2005年224家增长至2011年1532家，门店覆盖范围也从最初的一二级核心城市向三四线城市拓展，门店品类也由城市中心店向社区店布局。

图表 14：公司全国化扩张步伐



来源：国联证券研究所

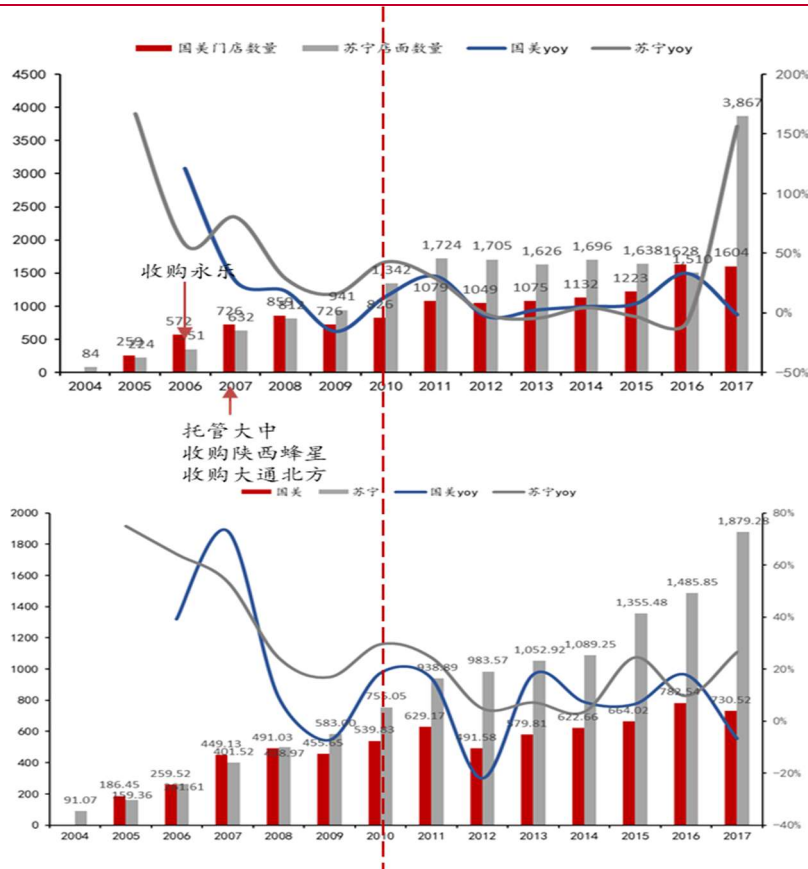
图表 15: 全国化进程下苏宁门店逐年增加



来源: Wind, 国联证券研究所

在苏宁高速扩张的同时,当时国内家电零售另一家巨头国美也在通过并购将门店迅速铺开。在 2006-2007 年,国美通过收购永乐以及托管大中将门店数量与苏宁迅速拉开差距,从营收增速角度来看,2006-2007 年国美营业收入快速增长。

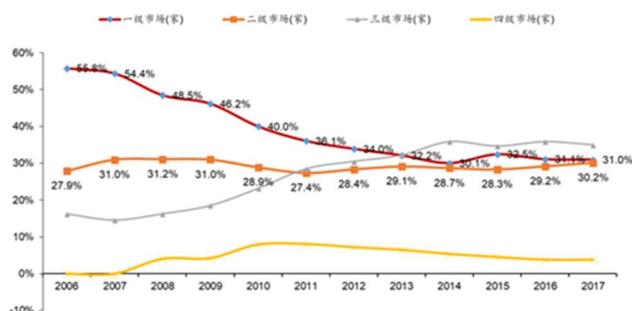
图表 16: 苏宁采用内生增长, 国美偏向并购发展



来源: Wind, 国联证券研究所

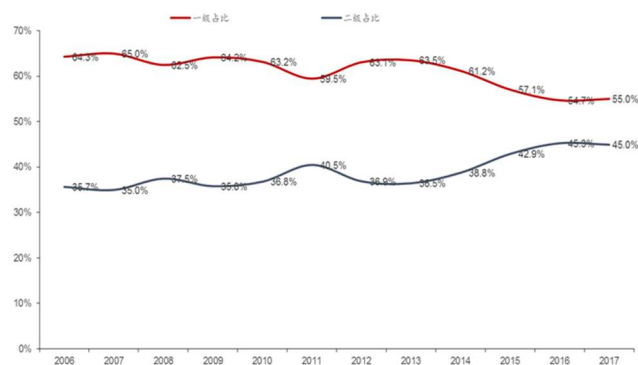
从渠道铺设的地域分布来看，二者亦有不同。苏宁“抓住支点，成片开发”的战略使其将重心放在三四级市场开发中。从2006年到2011年，苏宁在一级市场门店数量占比从55.8%降低至36.1%、二级市场门店数量占比从27.9%降低至27.4%而三级市场则由16.2%增长至28.4%。对比国美，由于国美收购门店以及开发重心仍在一二级市场，从门店占比来看，国美一级市场门店数量占比由2006年64.3%降低至2011年59.5%，二级市场门店数量占比由35.7%增长至40.5%。

图表 17：铺设地区由广向深



来源：Wind，国联证券研究所

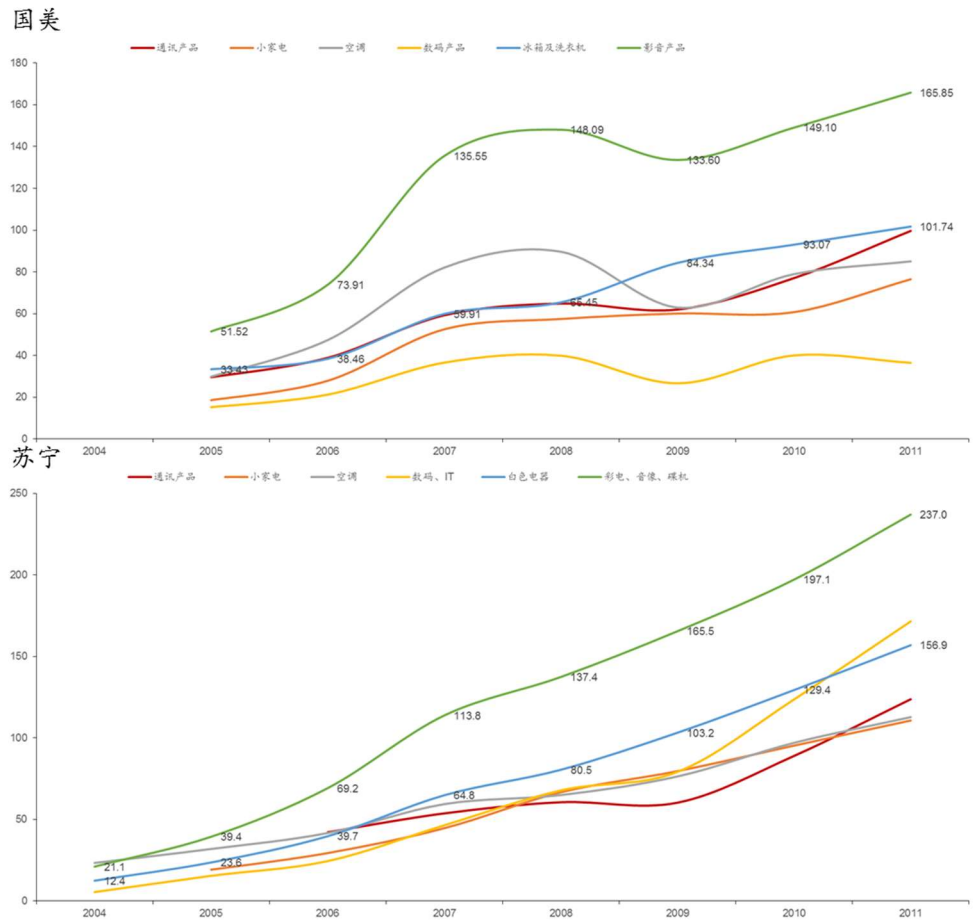
图表 18：国美渠道较为集中



来源：Wind，国联证券研究所

渠道增速差异以及不同的渠道布局导致两家公司在产品品类的扩张上也出现差异。从品类来说，二者主要品类均以黑电、白电等大电器为主，但国美起初品类更为全面，苏宁在2005年小家电才在报表中体现，通讯产品更是在2006年才出现在报表中。但是从品类规模扩张来看，国美受益于2006年并购永乐以及2007年托管大中，2006-2007年黑电、空调及小家电产品规模大幅增长，2008年黑电、空调及小家电规模分别是2005年的1.9、2.0以及2.1倍，其他品类规模仅有1倍的增长。而苏宁持续通过内生开店以及门店下沉，2008年数码产品规模为2005年的3.4倍，白电（除空调）、黑电及小家电分别获得2.4、2.5、2.5倍增长。

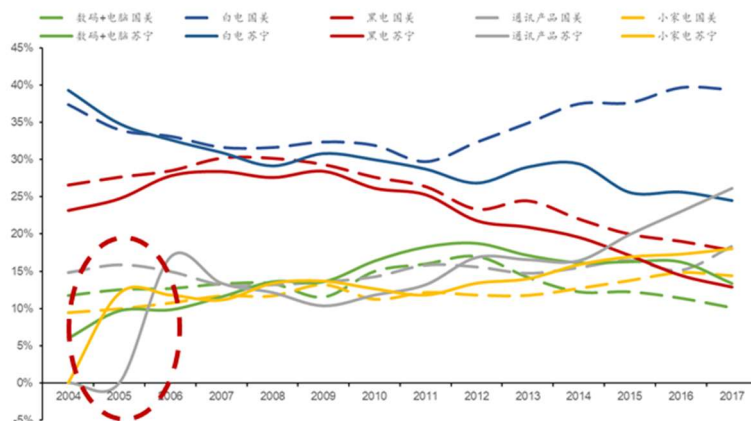
图表 19：国美主要增长来自于彩电以及白电，苏宁则较为全面



来源：Wind，国联证券研究所

从品类占比上也可看出苏宁国美产品重心的不同。国美白电、黑电营收占比始终高于苏宁，而苏宁在小家电以及数码产品上则超越了国美。虽然苏宁国美在2004-2011年间仍以黑电、白电经营为主，但黑电白电占比持续降低。国美大家电占比从2004年63.9%降低至2011年56.1%，苏宁大家电占比由2004年62.4%降低至53.9%。

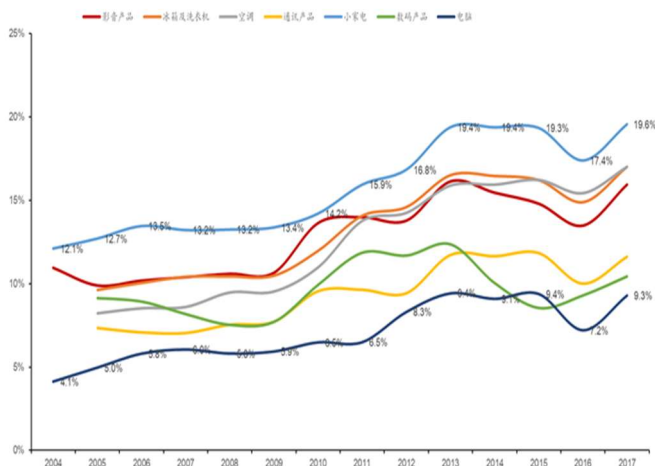
图表 20：苏宁在 2004-2006 年小家电、通讯品类迅速铺开



来源：Wind，国联证券研究所

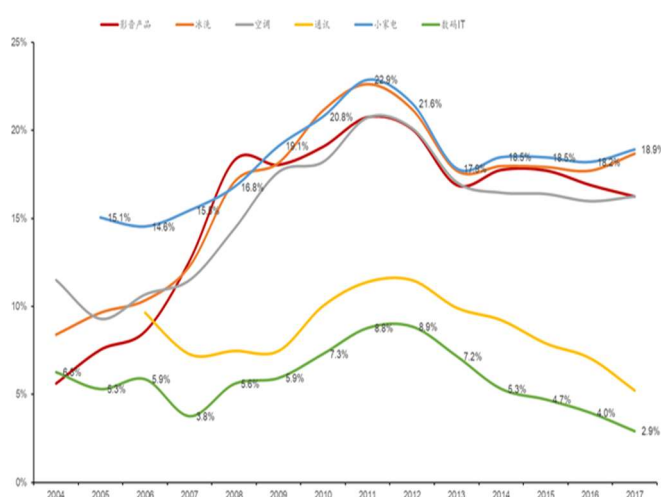
由于苏宁国美对于上游收费方式不同,导致从细分品类来看国美各产品毛利率均低于苏宁。但从综合毛利率来看,国美毛利率由2005年12.5%增长至2011年16.9%,增长4.4pct。而苏宁综合毛利率从2005年9.8%增加至17.8%,增长8.1pct。从费用端来看,苏宁费用率从2005年至2011年均保持在11.8%以下而国美费用率逐年提升,从2005年8.6%增长至2011年13.6%。

图表 21: 国美各品类毛利率



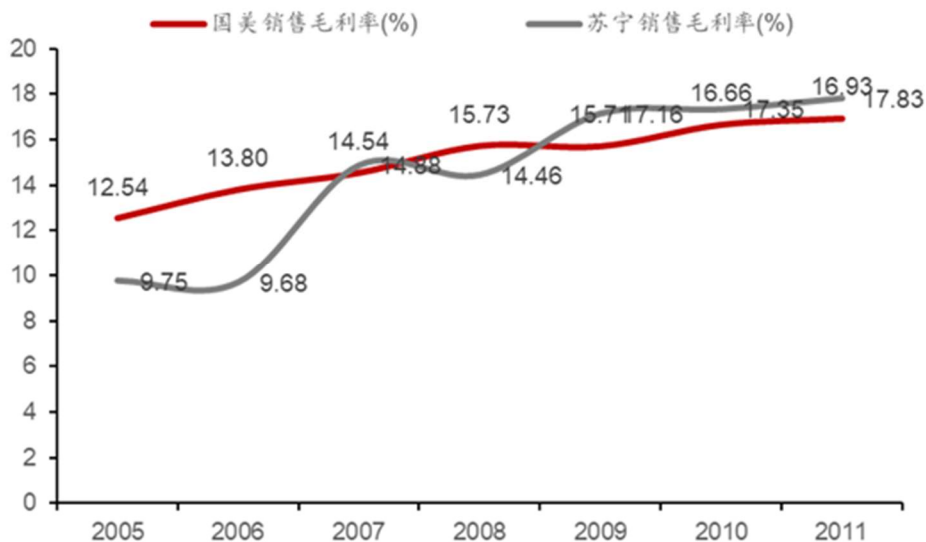
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 22: 苏宁各品类毛利率



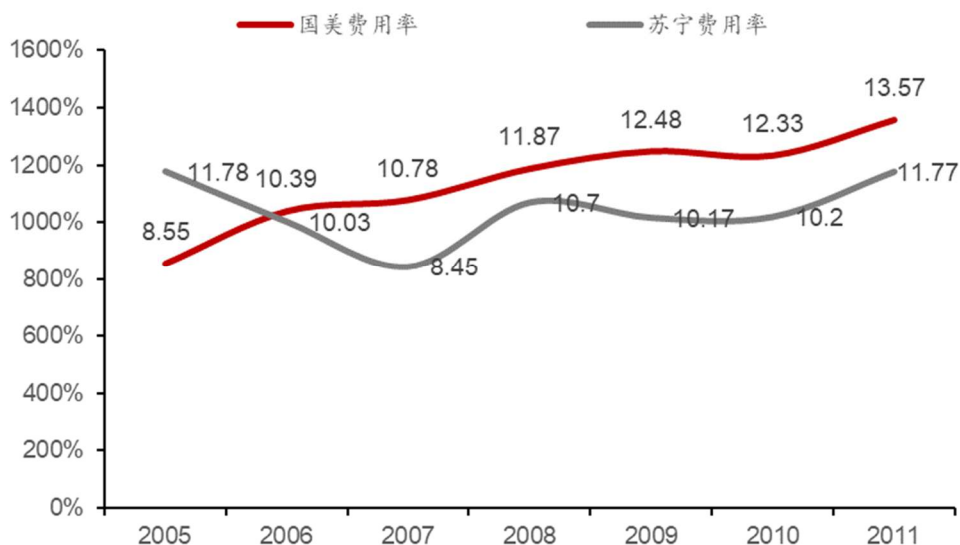
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 23: 苏宁国美毛利率比较



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 24：苏宁费用率有较大降低



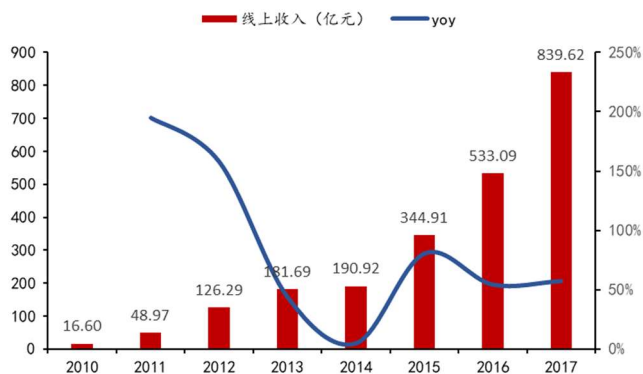
来源：Wind，国联证券研究所

2.4. 向线上进军——京东做对了什么

2012 年-2014 年，由于宏观零售增速逐年放缓、家电三四线市场并未培育完善、线下家电连锁基本牌受到线上冲击，苏宁整体增速大幅下降，从 2011 年 24.4% 降低至三年平均 5.0%。此时，苏宁开启了由线下龙头向线上再创业的过程。

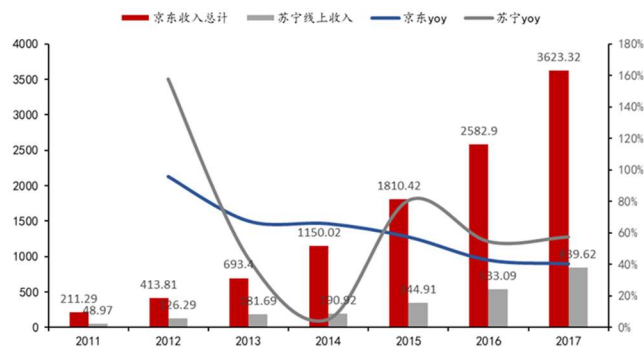
2011 年时，京东线上业务营收已达到 211.3 亿元，从相对营收角度而言是苏宁线上收入 48.9 亿元的 4.3 倍。单从线上营收角度而言，苏宁已从线下规模优势方转变为线上规模劣势方。同时，由于京东在物流端、IT 端不断投入，京东在线上的响应速度以及服务质量加速了京东口碑的集聚，而口碑的集聚进一步促进了公司营收规模的扩大，这使其增速在 2012-2014 年保持在 60% 以上。

图表 25：苏宁线上收入增长



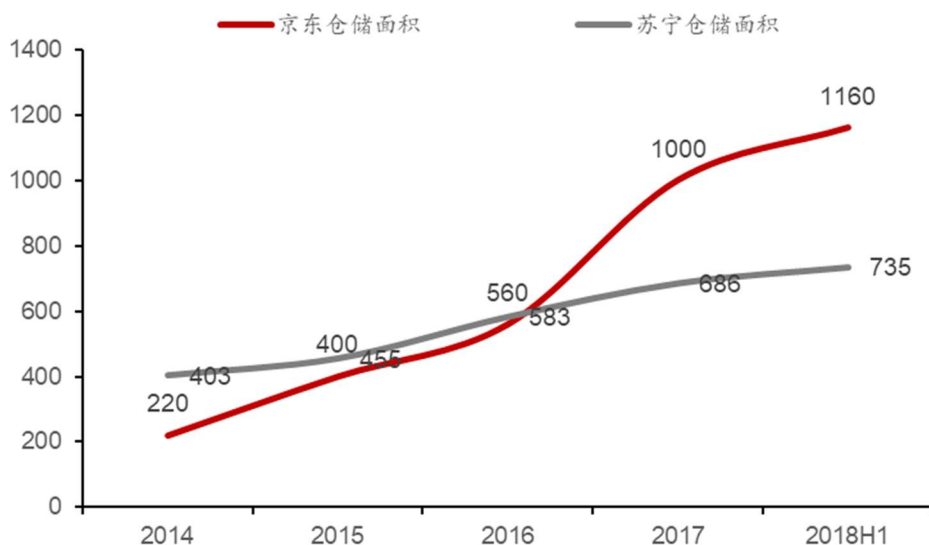
来源：Wind，公司公告，国联证券研究所测算

图表 26：京东线上收入增长



来源：Wind，公司公告，国联证券研究所测算

图表 27：苏宁京东仓储对比

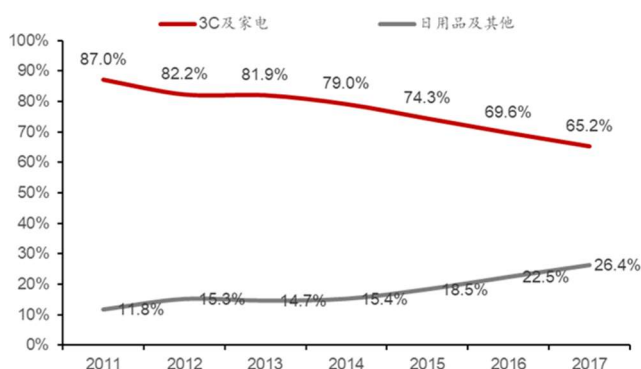


来源：Wind，国联证券研究所

在注重线上基础设施建设的同时，京东品类扩张速度也超过当时预期。在 3C 品类获得较高市场份额后，京东通过图书品类迅速切入到非家电市场，并向其他日用品市场覆盖。日用品营收占比从 2011 年 11.8% 提升至 2017 年 26.4%，提升 14.6pct，这带动公司营收从 211.3 亿元增长至 3623.3 亿元。而在这期间，苏宁品类扩张进度略显落后，从归类到小家电品类的小家电+日用品营收占比来看，苏宁该项业务从 2011 年 11.8% 增加至 2017 年 18.0%，仅增长 6.2pct。

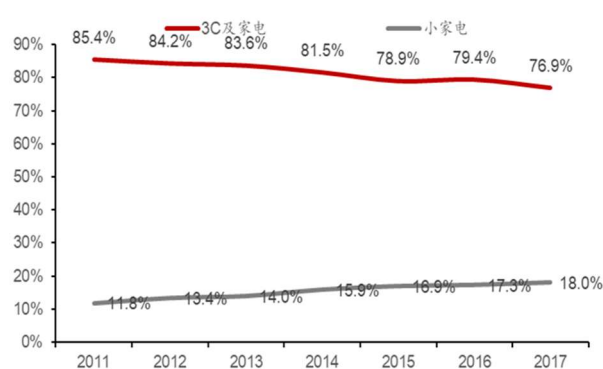
当然苏宁线上业务也在持续发力。2015 年公司线上 SKU 达到 2000 万，较 2014 年增加 1200 万。2016 年公司通过与天猫合作，通过天猫引流线上营收继续保持 50% 以上增长。

图表 28：京东品类扩张较快



来源：公司公告，国联证券研究所

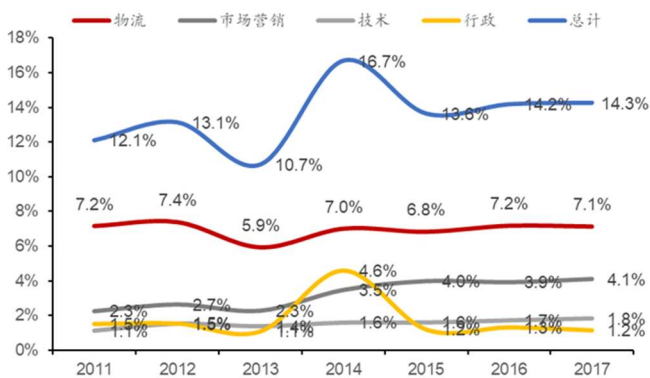
图表 29：苏宁品类扩张仍需提高



来源：Wind，国联证券研究所

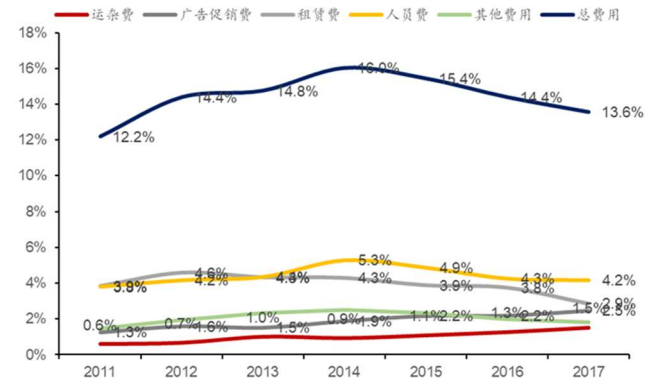
从费用端来看，受益于公司线上线下同步经营，苏宁费用率持续下降，总费用率从 2014 年 16.0% 下降至 2017 年 13.6%。而京东费用率自 2015 年起保持稳定。

图表 30：京东费用拆分



来源：公司公告，国联证券研究所

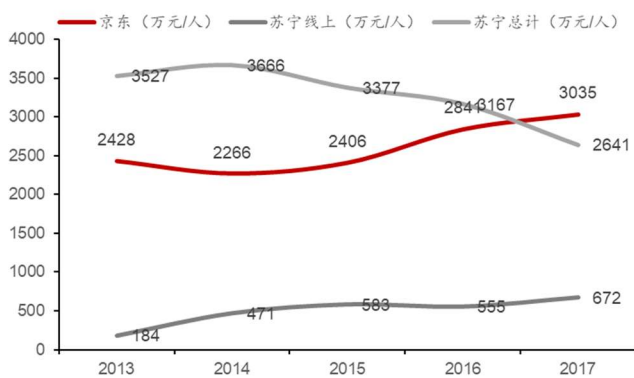
图表 31：苏宁费用拆分



来源：Wind，国联证券研究所

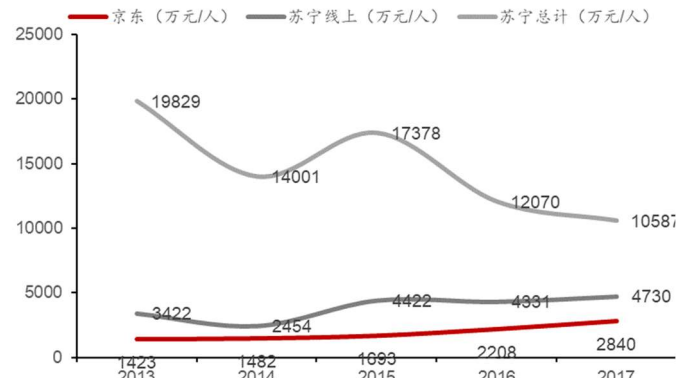
当然，若比较京东与苏宁人员分布，我们认为苏宁在线上服务端或仍存在改善空间。我们从单位 IT 人员营业收入与单位客服人员营业收入两个角度衡量公司在人员利用效率上的差异。我们认为单位服务人员的营业收入或存在阈值，当金额较高时或表明公司在此项业务端仍须进行投入。从单位客服人员的营业收入角度来看，京东单位客服人员营业收入 2840 万元，苏宁单位客服人员营业收入是 4730 万元，是京东的近 1.7 倍。而京东单位 IT 人员营业收入 3035 万元，苏宁单位 IT 人员营业收入 672 万元，是京东的 22.1%。两个公司 IT 与客服人员可以看做线上营收的起点与终点，从这两个数据比较，我们认为苏宁在线上人员效率上或仍存在改善空间。

图表 32：单位 IT 人员收入



来源：Wind，国联证券研究所

图表 33：单位客服人员收入

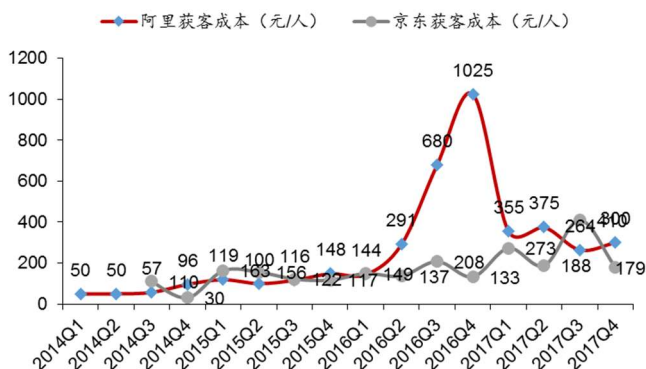


来源：Wind，国联证券研究所

3. 线上成本增加，渠道红利向下迁移

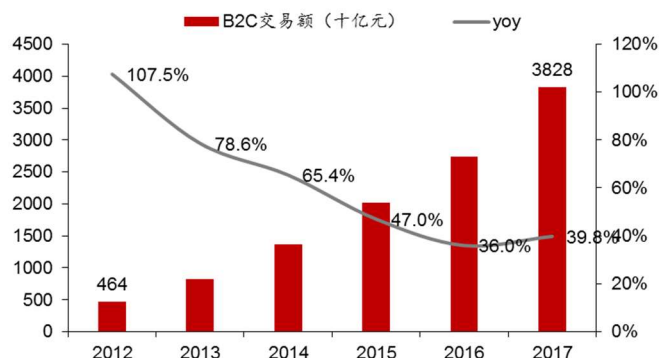
近年来，由于线上市场规模已从 2014 年 4640 亿元增长至 2017 年 38280 亿元，线上增速逐渐放缓，增速已从 100% 以上增长降低至目前 35% 以上增长。而线上获客成本不断提升，从阿里及京东公告数据来看，线上获客成本已较 2014 年提高 100 元以上。这使得渠道红利逐渐向线下县镇市场迁移。

图表 34：线上获客成本逐年提升



来源：公司公告，国联证券研究所

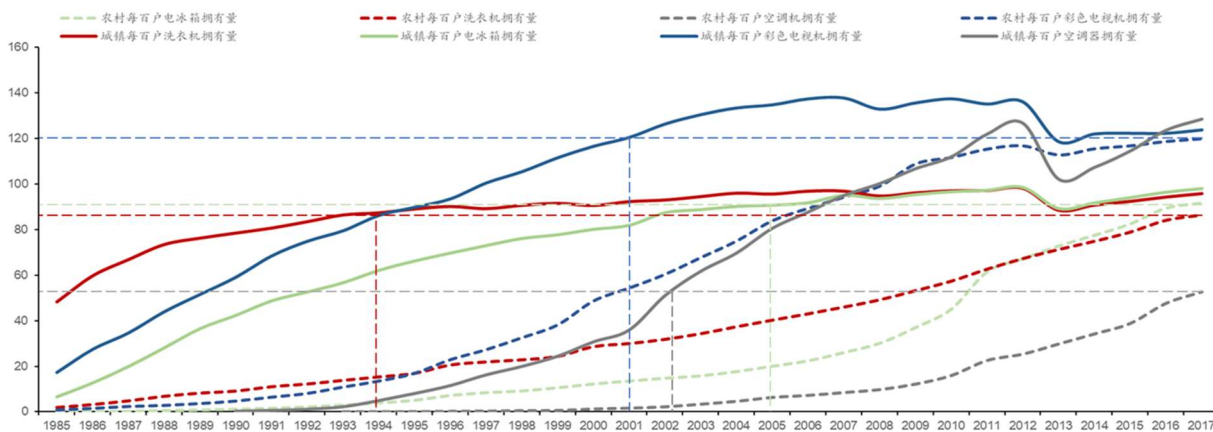
图表 35：B2C 交易额增速已经放缓



来源：易观，国联证券研究所

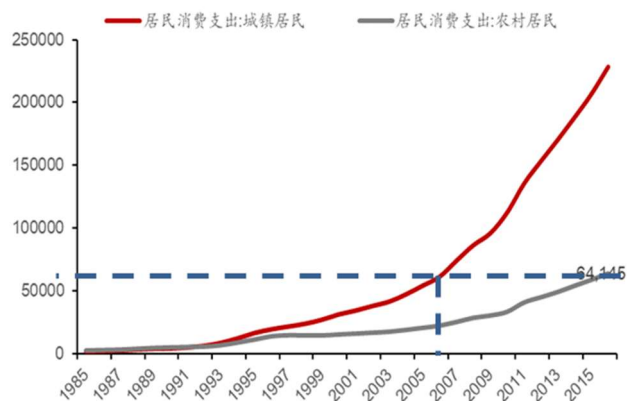
当然从农村居民消费支出来看，农村市场或具备市场开发条件。从电视、空调、冰箱以及洗衣机的百户保有量情况来看，农村居民百户耐用品保有量已处在城镇 2000-2006 年水平。同时居民消费支出也处于城镇居民 2006 年水平。2003-2008 年，我国居民迎来一波消费增速迅速提升，年均消费增速在 15% 附近。但此次农村居民消费增速获将维持在 10% 附近。因此我们判断此次渠道红利下沉高速增长期或将持续时间更短，但消费升级期持续时间更长。

图表 36：主要家电农村保有量较城市仍有差距



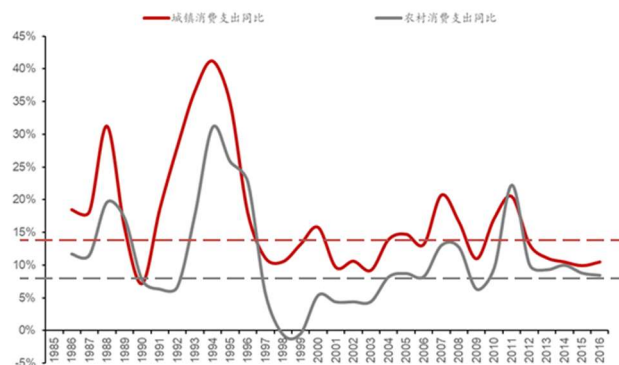
来源：Wind，国家统计局，国联证券研究所

图表 37：农村居民支出处在城镇 2006 年水平



来源：Wind，国家统计局，国联证券研究所

图表 38：农村消费同比增长低于城镇 2006 年水平



来源：Wind，国家统计局，国联证券研究所

4. 一大两小多专，线上线下融合抢占新红利

由于乡镇市场物流布局尚未完善，农村最后一公里并未完全打通，加之相对于城镇而言农村市场人口分布更为分散，导致乡镇渠道扩张仍以线下实体门店为主。而苏宁凭借其一大两小多专的门店业态布局、标准化的门店扩张体系以及完善的线下零售网络布局，或将提前抢占渠道迁移红利。

4.1. 零售云抢占乡镇市场

截至 2018 年 10 月 26 日，公司零售云门店突破 1500 家，从各月开店数来看，4-9 月分别开店，176、152、228、235、268 家。县镇市场占中国总市场 30%，仍有较大的开拓空间。目前县镇市场痛点在于物流成本高，这导致市场仍以专卖店为主，SKU 较少。同时目前该市场仍以本土化为主，人情生意多。而且数字化程度较低。苏宁采用一镇一店，一商圈一店的模式开设加盟零售云店。通常门店面积以 150 平为主，主要销售家电产品。零售云拥有完善的管理体系、品牌授权，帮助加盟商提升形象，同时通过共享货品、服务、数字化工具为零售运营赋能。苏宁零售云进行闭环管理模式，后台共享苏宁所有产品，用苏宁服务体系来保证口碑一致性和用户体验。同时在后台收集客户购买频率和客户信息，为信息积累有了较好基础。苏宁也会在开业前、中、后进行指导。从目前数据来看，加盟商手机专卖店平均销量提升 20% 以上，家电提升 2 倍，毛利水平 15% 以上，同时加盟商可共享苏宁库存减轻资金占用压力，资金周转也从 4 次增长至 24 次。同时，道具成本降低 40%。

以丹阳店为例，苏宁通过共享经济零售思路，用苏宁中心仓进行配送，完成全链域服务。在仅 200 平店面用屏幕可以销售 700 万产品，通过与合作伙伴的结合完成流量收割，并实现线下数据汇聚。苏宁通过分公司对其进行 20 天线下辅导、店长带教、提供开业支持以及定期例会制度。同时苏宁将通过神秘访客制度保证加盟商销售服务一致性。在资金周转方面，公司通过给其 20-40 万授信，完成新店扩充。

公司在少量投入的前提下，通过零售云获得了广告宣传、品牌渗透、渠道下沉、流量汇聚、会员发展、数据获取、物流输入、金融收入、经销差额、增值收入等各项附加收入。

图表 39：苏宁第一千家零售云门店



来源：公司官网，国联证券研究所

4.2. 苏宁小店出表，专注长期发展

2018年10月14日，苏宁易购集团股份有限公司及公司全资子公司苏宁便利超市（南京）有限公司、公司全资子公司 Suning International Group CO., Limited 与公司关联方 Great Matrix Limited、Great Momentum Limited、Suning Smart Life Holding Limited 签署了《投资协议》，Great Matrix、苏宁国际以及 Great Momentum 同意依其各自在 Suning Smart Life 的持股比例 55%、35%、10%对 Suning Smart Life 进行增资，认购 Suning Smart Life 新增股份 25,000 万股，新增股份认购价款合计为 25,000 万美元（以下简称“境外增资”）。上述新增股份认购价款将与 Suning Smart Life 设立时其股东尚未支付的合计为 5,000 万美元的股份认购价款一并予以支付。因此，Great Matrix、苏宁国际以及 Great Momentum 合计支付股份认购价款 30,000 万美元，其中 Great Matrix 支付 16,500 万美元，苏宁国际支付 10,500 万美元，Great Momentum 支付 3,000 万美元。Suning Smart Life 通过其 100%控制的境内公司，在苏宁易购清理相关债务后，以人民币 74,539.42 万元受让苏宁易购持有的苏宁小店 100%股权。境内股权转让完成后，公司将通过苏宁国际持有苏宁小店 35%的权益，Great Matrix 及 Great Momentum 合计持有苏宁小店 65%的权益。

苏宁小店目前已开设超过 1500 家，覆盖全国 60 个城市，超 20000 个社

区。从收入情况来看,2017 年苏宁小店营收 771.1 万元,净利润-1492.6 万元,2018 年 1-7 月份营收 5.8 亿元,净利润-2.9 亿元。此次小店出表后有利于小店短期在网点建设、商品供应链建设、优秀人才团队引进以及市场开拓方面保持快速的发展速度,保证在资金投入较大时保持苏宁小店长期战略的发展。

4.3. 多业态满足用户多需求

➤ 极物尝试新零售新业态

苏宁极物是继苏宁 biu 店、苏鲜生和苏宁小店后,苏宁易购打造出的又一个智慧零售新业态,是多种创新业态的综合体,集近年来国内外主要商业创新业态如无印良品、盒马鲜生、诚品书店、网易严选的部分特色于一体;在商品上完全打破了原有分类边界,将百货、家居、3C、母婴、生鲜、生活电器、餐饮服务等多个品类进行整合。苏宁极物店面约 400 平米,分上下两层,选品涵盖手机、数码、电脑、家电、美妆个护、家居日百、海鲜寿司、果品饮品等。

图表 40: 位于南京市中心的苏宁极物第一家门店外景



来源: 实地拍摄、国联证券研究所

在一楼店面设计风格上,整体设计风格高度类似于无印良品,如整体大量使用原木色的装修风格、商品陈列极简风等,但在商品品类特征和场景设计方面具有明显超越。店内一楼商品大量陈列电子智能产品、网红单品、明星用品,定位于智能生活、个性家居和具有网红潜质的明星店,时尚特征明显,较为吸引年轻消费者。如可以购买电视剧《欢乐颂》里的同款音响,体验机器人现场冲调的无人咖啡和颜值测评。消费者一旦拿起商品时,旁边的电子显示屏会显示商品的详细信息,同时打出“pick me”的字样。消费者拿起商品的次数、停留次数、视线停留时长,也可予以记录。

图表 41：苏宁极物一楼内景整体风格类似于无印良品



来源：国联证券研究所

图表 42：苏宁极物商品品类中新奇电子产品较为突出且由大型显示屏交互



来源：国联证券研究所

二楼学习盒马鲜生，以寿司和海鲜为主题，主营海鲜、水果、红酒、饮料等品类，同时提供海鲜现场加工、寿司、刺身、铁板烧等餐饮服务，包括阿拉斯加帝王蟹、波士顿龙虾、乌贝、天鹅蛋等高档海鲜，现场餐饮的可视参与感较强。

图表 43：苏宁极物二楼内景



来源：国联证券研究所

苏宁极物的经营定位类似于网易严选，但更有供应链优势。

个性化与消费升级时代的来临推动了网易严选的兴起，苏宁极物模仿网易严选的同时，发挥自己国内第三大电商平台的优势，通过供应链体系与电商平台的消费大数据，精选复购率高的产品，通过场景化的陈列，打破原有商品的分类边界，将百货、家居、3C、生活电器等多个类目中新奇特产品进行整体呈现。

通过买手团队进行甄选，精选高性价比家居生活用品+新潮精致的网红产品+独立设计师款产品，由专业买手团队研究商品、分析用户喜好、选择和消费者作为匹配的商品。买手团队除对零售趋势、产品性能熟悉外，更需严格把控产品的设计感，从而达到给消费者提供一种线下“泛娱乐”的零售体验效果。

苏宁易购作为国内大型零售商拥有供应链优势，门店可以从百货、家居、3C、生活电器品类中优选性价比爆款商品，新奇特创意产品，另一方面整合厂商资源，以买手产品作为核心抓手，整合渠道资源，推动粉丝运营，不断优化现场体验感及陈列艺术感，实现门店的场景转型。

苏宁在全国范围内拥有 8 大全国物流中心、47 个区域物流中心、60 个平行仓、4000 家门店仓，苏宁物流及天天快递拥有仓储及相关配套总面积 686 万平方米，配送网络覆盖全国 2866 个区县，这样强大的物流网络有助于提高店面的辐射力。

➤ 携手大润发，家电门店迅速扩张

6 月 21 日，公司携手大润发，通过联营模式在全国 393 家门店及未来门店进行 3C 销售业务。通过专业分工，苏宁得到超市优质地段，大润发获得了业绩提升。818 活动期间，苏宁易购大润发店销售同比增长 1067%。目前，苏宁易购大润发门店已达到 400 家。在 10 月，苏宁易购与欧尚达成战略合作，将升级全国 75 家欧尚门店。我们认为公司将借由关联公司渠道，将家电销售渠道拓

展至高流量的超市市场,在提升关联公司相关品类销售业绩的同时获得优质门店资源,达到共赢。

➤ 扩品类,红孩子一马当先

截至 10 月 25 日,红孩子全国旗舰店总数达到 116 家。公司通过红孩子将原有的 3C 家电品类向母婴用品的多品类进行拓展。而与京东从线上品类拓展不同,公司通过线下门店突破,提供主题玩具体验区、特色儿童影城、温馨母婴室、专业育婴师等各项服务,以体验消费场景聚集流量,并向线上引流。目前红孩子拥有超过 200 万 SKU 产品品类包含奶粉辅食、纸尿裤、婴幼儿用品及洗护、童车床、安全座椅、玩具、孕婴童服饰、孕婴童图书八大品类。公司在 10 月 24 日提出“极速 180 天再造 100 店”计划,随着门店的快速扩张,我们预计红孩子门店或将继续快速发展。

5. 盈利预测与投资结论

我们认为,由于公司在线上将持续投入基础设施建设,公司未来三年内线上线下利润情况仍将出现较大差异,而若使用整体 PS 估值对于线上线下营收所蕴含的利润情况无法较好反应,因此我们选择线上线下分部 PS、P/GMV 估值。

图表 44: 线下营收预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
零售云					
开店数(个)			5000	8000	12000
单店营收(万元)			400	400	400
营收总计(亿)			69.6	215.8	334.1
线下总计	961.6	1064.6	1174.5	1367.7	1550.0
yoy	-4.7%	10.7%	10.3%	16.4%	13.3%
线下估值(0.6ps)			704.7	820.6	930.0
线下估值(0.8ps)			939.6	1094.1	1240.0
线下估值(1ps)			1174.5	1367.7	1550.0

来源:公司公告,国联证券研究所

与线下零售龙头比较,我们认为苏宁易购线下 PS 合理估值 0.6 倍,那么线下 2018 年预计市值 704.7 亿元。

图表 45：线下 PS 比较

代码	名称	PS	
		2016	2017
601933.SH	永辉超市	0.99	1.75
600859.SH	王府井	0.75	0.81
002419.SZ	天虹股份	0.71	0.69
	平均	0.82	1.08
002024.SZ	苏宁易购	0.73	0.65

来源：Wind，国联证券研究所

我们预计 2018 年线上销售金额为 1929.7 亿元，若按照 0.3 倍 P/GMV 估值，则线上部分市值 578.9 亿元。

图表 46：线上营收预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
线上收入 (亿元)	533.1	839.6	1298.6	1828.5	2393.7
yoy	54.6%	57.5%	54.7%	40.8%	30.9%
销售金额 (亿元)	805.1	1267.0	1929.7	2800.9	3800.3
yoy	60.1%	57.4%	52.3%	45.2%	35.7%
开放平台 (亿元)	186.4	292.4	497.0	795.2	1192.8
yoy	86.7%	56.8%	70.0%	60.0%	50.0%
自营 (亿元)	618.7	974.6	1432.7	2005.7	2607.4
yoy	53.6%	57.5%	47.0%	40.0%	30.0%
线上估值 (0.2P/GMV)			385.9	560.2	760.1
线上估值 (0.3P/GMV)			578.9	840.3	1140.1
线上估值 (0.4P/GMV)			771.9	1120.4	1520.1
线上估值 (0.5P/GMV)			964.8	1400.5	1900.1

来源：国联证券研究所

通过分部估值，我们认为公司合理估值为 1283.6 亿元。

6. 风险提示

目前公司处在新旧增长点替换时期，由于新业态仍无法稳定盈利，因此我们认为风险如下：

- 1、公司新业态开店进度不及预期的风险；
- 2、新业态盈利情况不及预期的风险；
- 3、线下居民消费增速不及预期的风险；
- 4、线上线下融合进度不及预期的风险。

图表 47：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	25,924.8	32,246.8	50,146.6	64,819.5	80,091.0	营业收入	148,585.	187,927.	250,733.	324,097.	400,455.
应收账款+票据	5,231.34	9,327.40	10,096.8	15,010.9	16,012.2	营业成本	127,247.	161,431.	215,053.	277,524.	341,908.
预付账款	9,750.55	8,667.71	10,000.0	11,000.0	12,000.0	营业税金及附加	583.46	729.29	973.02	1,257.73	1,554.05
存货	14,392.3	18,551.4	25,335.0	31,300.1	38,474.0	营业费用	17,451.4	20,635.7	26,076.2	32,733.8	40,445.9
其他	23,436.0	14,149.3	14,149.3	14,149.3	14,149.3	管理费用	3,946.27	4,864.05	6,519.06	8,426.54	10,411.8
流动资产合计	80,963.6	85,732.6	112,517.	139,069.	163,516.	财务费用	415.83	306.47	1,128.37	984.15	1,251.60
长期股权投资	417.05	1,767.20	1,767.20	1,767.20	1,767.20	资产减值损失	350.50	512.74	353.78	353.78	353.78
固定资产	12,813.1	14,373.0	13,040.1	13,967.3	16,509.8	公允价值变动收	-33.69	18.85	20.00	20.00	20.00
在建工程	1,591.22	509.17	3,000.00	5,000.00	5,000.00	投资净收益	-109.19	87.57	5,893.00	0.00	0.00
无形资产	5,684.76	8,215.53	7,833.11	7,449.27	7,065.44	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	32,018.7	42,001.4	52,830.2	53,645.3	54,991.5	营业利润	-	-445.94	6,541.85	2,836.78	4,549.31
非流动资产合计	52,524.9	66,866.4	78,470.6	81,829.1	85,334.0	营业外净收益	2,453.44	4,777.98	531.73	281.73	211.73
资产总计	133,488.	152,599.	190,988.	220,898.	248,850.	利润总额	900.89	4,332.04	7,073.58	3,118.51	4,761.04
短期借款	6,159.52	8,686.33	17,911.7	39,945.5	39,675.4	所得税	407.66	282.50	290.14	774.63	1,185.26
应付账款+票据	38,301.2	40,451.9	64,460.3	70,927.8	95,869.4	净利润	493.23	4,049.54	6,783.43	2,343.88	3,575.78
其他	15,491.3	13,289.8	14,435.3	14,498.1	15,692.8	少数股东损益	-211.18	-162.98	-150.00	-150.00	-150.00
流动负债合计	59,952.0	62,428.0	96,807.3	125,371.	151,237.	归属于母公司净	704.41	4,212.52	6,933.43	2,493.88	3,725.78
长期带息负债	3,518.02	6,353.66	6,353.66	6,353.66	6,353.66						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	71.37	145.66	145.66	145.66	145.66						
非流动负债合计	3,589.39	6,499.33	6,499.33	6,499.33	6,499.33						
负债合计	63,541.4	68,927.3	103,306.	131,870.	157,737.						
少数股东权益	4,212.30	4,669.24	4,519.24	4,369.24	4,219.24						
股本	9,310.04	9,310.04	9,310.04	9,310.04	9,310.04						
资本公积	35,835.3	35,980.4	35,980.4	35,980.4	35,980.4						
留存收益	20,564.2	33,667.8	37,827.9	39,324.2	41,559.7						
股东权益合计	69,921.9	83,627.6	87,637.7	88,984.0	91,069.5						
负债和股东权益	133,488.	152,599.	190,988.	220,898.	248,850.						

现金流量表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	-1,420.79	-260.68	471.64	2,112.58	3,396.98
折旧摊销	1,805.83	2,100.10	2,756.98	2,987.75	2,841.31
财务费用	502.63	399.29	275.88	660.05	891.19
存货减少	-662.65	-4,430.50	-6,783.60	-5,965.02	-7,173.93
营运资金变动	3,548.87	-4,571.54	23,052.18	616.24	24,135.00
其它	463.31	623.00	353.78	353.78	353.78
经营活动现金流	4,237.20	-6,140.34	20,126.85	765.38	24,444.33
资本支出	2,423.83	2,364.42	3,000.00	5,000.00	5,000.00
长期投资	163,145.6	206,954.3	11,715.00	1,700.00	1,700.00
其他	125,956.9	222,756.2	6,311.80	231.30	178.80
投资活动现金流	-39,612.5	13,437.47	-8,403.20	-6,468.70	-6,521.20
债权融资	2,440.35	-482.47	9,225.39	22,033.83	-270.13
股权融资	35,416.39	836.28	0.00	0.00	0.00
其他	-1,098.67	-1,264.32	-3,049.25	-1,657.60	-2,381.50
筹资活动现金流	36,758.06	-910.51	6,176.14	20,376.23	-2,651.64
现金净增加额	1,481.50	6,118.26	17,899.79	14,672.91	15,271.49

主要财务比					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	9.62%	26.48%	33.42%	29.26%	23.56%
EBIT	58.23%	354.26%	76.10%	-48.59%	49.59%
EBITDA	-13.65%	130.26%	61.09%	-33.05%	25.53%
归属于母公司净	0.64%	498.02%	64.59%	-64.03%	49.40%
获利能力					
毛利率	14.36%	14.10%	14.23%	14.37%	14.62%
净利率	0.33%	2.15%	2.71%	0.72%	0.89%
ROE	1.07%	5.34%	8.34%	2.95%	4.29%
ROIC	-0.33%	6.87%	10.68%	3.49%	4.14%
偿债能力					
资产负债	47.60%	45.17%	54.09%	59.70%	63.39%
流动比率	1.35	1.37	1.16	1.11	1.08
速动比率	0.72	0.85	0.75	0.75	0.73
营运能力					
应收账款周转率	130.78	78.04	108.05	85.47	106.48
存货周转率	8.84	8.70	8.49	8.87	8.89
总资产周转率	1.11	1.23	1.31	1.47	1.61
每股指标(元)					
每股收益	0.08	0.45	0.74	0.27	0.40
每股经营现金流	0.46	-0.66	2.16	0.08	2.63
每股净资产	7.06	8.48	8.93	9.09	9.33
估值比率					
市盈率	153.18	25.61	15.56	43.27	28.96
市净率	1.64	1.37	1.30	1.28	1.24
EV/EBITDA	34.13	14.42	9.85	17.95	14.25
EV/EBIT	101.20	21.68	13.55	32.14	21.41

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810