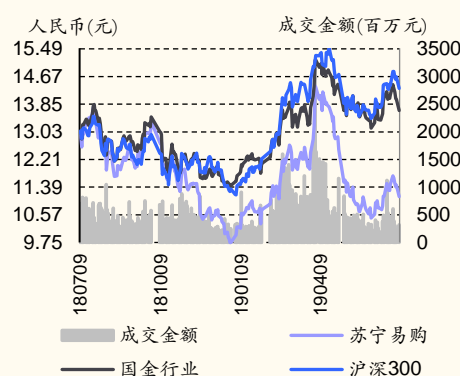


市场价格 (人民币): 11.11 元  
 目标价格 (人民币): 13.40-13.40 元  
 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 7,702.12  
 总市值(百万元) 107,158.56  
 年内股价最高最低(元) 14.39/9.75  
 沪深 300 指数 3893.53  
 中小板综 9007.82



## 相关报告

1. 《1H18 业绩快报点评-智慧零售持续释能, 构建无限渠道场景》, 2018.7.31

郑达 联系人  
zhengda@gjzq.com.cn

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001  
tangchuan@gjzq.com.cn

## 务实强本, 历久弥新

### 公司基本情况(人民币)

项目	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.45	1.44	0.35	0.50	0.72
每股净资产(元)	8.481	8.741	8.968	9.442	10.122
每股经营性现金流(元)	-0.709	-1.499	0.760	1.109	0.945
市盈率(倍)	26.68	6.77	32.02	22.07	15.39
净利润增长率(%)	721.0%	212.2%	-75.3%	45.1%	43.4%
净资产收益率(%)	5.34%	16.47%	3.92%	5.47%	7.38%
总股本(百万股)	9,310	9,257	9,257	9,257	9,257

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **投资苏宁, 须识别苏宁的真实价值所在。**市场可能高估了苏宁线上和新零售业务的能力而低估了其线下业务的价值。我们认为线下战场才是苏宁的绝对领域, 体现在上游关系、客户维系及全国性渠道拓张。亚马逊和沃尔玛对长期价值的育成和恪守换来了今日全球零售霸主的地位, 苏宁的核心价值则在于连锁业态的稳固和规模拓展, 这将构筑苏宁长期的护城河。零售云超 3,000 家加盟店布局已进一步验证其线下实力。
- **开篇卓立, 但续章散乱, 定位需厘清。**从 6,000 万到近 3,000 亿年收入, 29 年来 CAGR 达到 32%, 苏宁的成长史投射了中国零售业从百货到新零售, 从实体到数字化的变迁。但一路披荆斩棘的苏宁当前业务布局极为庞杂, 战略定位的能见度下降, 且线下核心能力被众多业务板块拖累。
- **长期守护和延续核心资产与品牌价值成为发展要务。**2018 年经营现金流为-139 亿元、扣非净利润-3.6 亿元, 苏宁需重新回归赖以生存的连锁业态的核心价值, 以严谨和有节奏的方式推进集团战略和中台建设, 强化营运资本效率和现金流, 重新凸显线下资产的成长空间。
- **苏宁的增长驱动力在于:** 1) 下沉市场门店的展店计划; 2) 单店业绩逐步提升; 3) 中高频品类的扩充; 4) 上游账期可控、自由金流转好的趋势。在经历一系列资源配置调优及集团中台建设后, 我们认为苏宁运营效果的提升可以期待。

### 估值与投资建议

- 我们预测公司 2019-21 年调整后的 EPS 分别为 0.35/0.50/0.72 元; 结合两种估值方法: SOTP 我们给予线上业务 0.07x 的 2019 年 P/GMV、线下业务给予 14x 的 2019 年 P/E, 苏宁金融股权价值 230 亿元, 估值为 1,218 亿元; DCF 我们给予 9.3% 的 WACC 和 1% 的永续增长率, 估值为 1,253 亿元; 综合得出目标市值为 1,236 亿元或每股价格 13.4 元, 对应 19-21 年 P/E 分别为 32x/22x/15x, 本次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

- 1) 家电品牌商自建渠道抑制货源 2) 收购家乐福的经营风险 3) 下沉市场渗透受阻 4) 高速扩张背后的掌控力问题 5) 战略调整与落地效果不及预期

## 内容目录

<b>一、苏宁的根源性思考：连锁业态，难以动摇的根本</b> .....	5
1.1 家电业务：构筑坚实线下基础.....	5
1.2 聚焦零售云：击穿下沉市场的利刃.....	7
1.3 服务成网：成本中心转利润中心带来新空间.....	11
<b>二、零售业的分与合：线上线下的螺旋式博弈，苏宁的雄心与困局</b> .....	13
2.1 新零售的原罪：互联网巨头帝国之路的阶段产物.....	13
2.2 卷入变迁洪流的苏宁，发展看似清醒实则迷惘.....	15
2.3 业务版图过于冗杂难以驾驭，核心价值被掩盖.....	16
<b>三、苏宁的破局：长期守护并延续核心资产与品牌价值</b> .....	23
3.1 与阿里合作，形式大于实质，苏宁仍靠自我突围.....	24
3.2 寻找破局点：关注变化中的不变，探求差异中的共性.....	24
3.3 短期与长期，苏宁的价值重估逻辑.....	32
3.4 还零售以零售：30年风雨路，不变的仍将是我们熟知的苏宁.....	32
<b>四、财务分析与盈利预测</b> .....	33
4.1 损益表视角.....	33
4.2 资产负债表与现金流量表视角.....	34
<b>五、估值与投资建议</b> .....	34
<b>六、风险提示</b> .....	36

## 图表目录

图表 1：1990 年 12 月苏宁第一家门店在南京宁海路开业.....	6
图表 2：1999 年南京新街口店开业，步入连锁经营时代.....	6
图表 3：2018 上半年家电线上市场份额.....	7
图表 4：2018 上半年家电全渠道市场份额.....	7
图表 5：2018 年家电不同类型销售渠道市场份额对比.....	8
图表 6：2018 线上线下家电市场份额对比.....	8
图表 7：苏宁零售云店外景.....	8
图表 8：苏宁易购零售云店内布置.....	8
图表 9：2018 年度苏宁零售云男女用户比例.....	9
图表 10：2018 年度苏宁零售云用户年龄分布 2018.....	9
图表 11：2018 年第三季度苏宁零售云高单价品类销售额增长率.....	9
图表 12：苏宁零售云项目概况.....	9
图表 13：零售云合作方案.....	10
图表 14：零售云加盟合作流程.....	10

图表 15: 零售云加盟门店模型测算.....	11
图表 16: 苏宁 V 店的导购预约服务.....	12
图表 17: 苏宁的服务体系.....	12
图表 18: 苏宁帮客 APP.....	12
图表 19: 苏宁帮客服务商招商平台.....	12
图表 20: 苏宁帮客天猫旗舰店.....	13
图表 21: 帮客家生活服务中心上海闵行店.....	13
图表 22: 阿里与腾讯的新零售拉锯战局.....	14
图表 23: 苏宁三阶段发展历程.....	15
图表 24: 苏宁近 10 年的综合毛利率变化.....	16
图表 25: 苏宁近 5 年的线上线下收入占比.....	16
图表 26: 苏宁的多元化产业布局.....	16
图表 27: 苏宁近年来部分重要投资并购事件.....	17
图表 28: 不同品类的 B2C 渗透率和增速.....	17
图表 29: 苏宁品类渗透趋势.....	17
图表 30: 苏宁“两大两小多专”的门店布局.....	18
图表 31: 易购云店的融合式购物场景.....	18
图表 32: 家乐福近 5 年中国门店数量.....	19
图表 33: 苏宁天猫旗舰店 GMV (百万元).....	19
图表 34: 苏宁天猫旗舰店分品类销售占比.....	19
图表 35: 苏宁的线上 + 线下业务共同覆盖了用户的消费场景.....	20
图表 36: 国内电商 2018 市占率.....	20
图表 37: 苏宁小店店招.....	21
图表 38: 苏宁小店店内饮料货架.....	21
图表 39: 苏宁小店店内日化货架.....	22
图表 40: 苏宁小店店内冻品货架.....	22
图表 41: 苏宁小店单店模型测算.....	22
图表 42: 苏宁近年来的经营现金流 (百万元).....	24
图表 43: 苏宁极物线上频道.....	25
图表 44: 苏宁极物南京燕子矶旗舰店店内.....	25
图表 45: 苏宁极物南京燕子矶旗舰店店内.....	25
图表 46: 苏宁极物自有品牌电器产品: 空调、冰箱、扫地机.....	26
图表 47: 苏宁的企业架构变迁历程和面临挑战.....	27
图表 48: 发展初期的 IT 架构, POS 直连 ERP.....	28
图表 49: 线上发展初期的 IT 架构, 加入 B2C 模块.....	28
图表 50: 线上发展中期, 前中后台分离架构.....	28
图表 51: 线上发展中后期, 开启中台核心的架构布局.....	28
图表 52: 苏宁中台推演: 交易+数据+技术+物流.....	29
图表 53: 苏宁的线下中台推演: 帮合作伙伴更好的开店.....	30

图表 54: 苏宁数据中台的建设目标.....	31
图表 55: 苏宁的数据中台系统架构规划 .....	31
图表 56: 苏宁 SOTP 估值结果 .....	35
图表 57: P/GMV 估值法下可比公司 2019 年数据 .....	36
图表 58: 苏宁的 DCF 估值模型 .....	36

## 一、苏宁的根源性思考：连锁业态，难以动摇的根本

苏宁从 1990 年的区域性家电零售起家，发展至今已经成为具备多品类多渠道零售和服务能力，自有物流和金融体系的综合性零售集团。2018 年，苏宁易购营收 2,450 亿元，发展 29 年来 CAGR 达到 32%，排名 2018《财富》全球 500 强第 427 位。目前公司的电商注册用户数超过 4 亿人次，线上购物订单中，移动端占比超过 90%。苏宁的线上化意志和进程是任何一家传统零售起家的企业都望尘莫及的。

纵观苏宁近 30 年的发展历程，张近东作为中国家电连锁行业最早的拓荒者之一，带领苏宁在传统家电连锁和互联网电商双重拼杀中，走出了一条千亿市值之路。我们认为，张近东和苏宁身上不仅有狼性的战斗基因，还有愿意遵循时代变化规律和趋势“动刀给自己做手术”的魄力与勇气。

但当市场面对苏宁的主流观点逐渐改变为：苏宁是否要向纯线上平台或新零售转型、苏宁未来的估值如何评价、苏宁原有的线下资产价值是否在急剧萎缩的时候，我们却认为，**苏宁一直以来都是一家以连锁零售为基础的公司，苏宁近 20 年哺育的线下资产不应该也不能被轻视**。我们遍历任何一家国内的电商或互联网巨头，尽管有过无数门店业态的尝试，但巨头们仍然无法靠自建门店而撕开线下突破口，这也是苏宁引以为傲和难以撼动的根本，也正因为线下基本盘历经足够的长的时间沉淀，苏宁才能够获得进军线上的入场券。

**我们认为，在市场以苏宁新零售想象空间和新的线上或 O2O 业务为投资价值标签的主流观点之下，苏宁的核心资产价值仍须聚焦于陪伴我们一路走来的线下连锁业务**。因此，苏宁未来对线下连锁业务的规模稳固与扩张步伐，以及对线上业务的定位，都将是判断这家公司短期价值的第一要素；长久看，苏宁的上游关系以及自由现金流的表现也将影响苏宁的长期投资价值。

### 1.1 家电业务：构筑坚实线下基础

苏宁在零售领域的战斗力养成，很大程度要归功于家电：一个相对高价、耐用、品牌集中度高、重服务的品类，也是渠道商非常注重上下游关系的品类，更是外资渠道品牌在国内市场难以染指的品类。因此任何一个能够经过本土市场锤炼且依然保持规模不断增长的家电零售商，本身都具备强大的家电价值链掌控力。**供应商关系、渠道开拓和客户维系**恰恰是一个合格的零售商所必备的核心能力组成。

利用空调季节性获取品类采购的主动权，苏宁建立了稳固的供应商关系。90 年代的空调行业，全国空调生产厂仅 10 余家，年产量只有不到 25 万台，属于紧俏商品，因此每年夏季之前都是空调渠道商争夺货源的关键时期。苏宁无法和国有商场硬碰硬，因此反其道行之，首创“淡季订货、反季节打款”的模式，充分利用先前被浪费的淡季产能，在淡季时预付货款，让厂家有能力进行备货生产，苏宁在获得足够库存后转移到旺季释放销售能力，极大提高了代理的春兰空调销量，帮助厂商解决了产能利用问题，加强了与厂商关系，也在激烈的采购环境下为自己争取了货源。1996 年起苏宁为扩充盈利空间，将售卖的单一空调品类扩充至电视、洗衣机和冰箱等多品类，并果断砍掉占收入 50% 的批发业务。我们认为家电行业发展至今，供应商和渠道商已处于唇齿相依的阶



段，苏宁历经近 30 年的发展，已经沉淀出一种与供应商“动态竞合”的关系调整策略——相互竞争，但相互依存。

通过建设和推广连锁渠道，苏宁建立了遍布全国的家电零售网络。张近东认为“传统的由生产商到消费者的正向物流，将会被从消费者到生产商的逆向物流所取代，这就是终端为王，而构建这一网络的最佳方式便是连锁经营”，因此确定了未来以连锁模式为线下主要业态的开店方向。为此苏宁通过采取“集中资源率先抢占大城市和区域中心城市，再向低端市场渗透”的自上而下的策略，逐步建立了全国规模最大的家电连锁网络。连锁业态对苏宁的价值：1) 上游规模集采能力，通过统购统销有效降低进货价格，获取终端价格优势；2) 标准化的开店和管理流程，迅速扩大苏宁业绩规模和品牌认知度。连锁化发展的十多年来，苏宁在 2010 年已拥有上千家门店（包括海外 31 家），成功实现营收规模的进一步飞跃。我们认为，尽管苏宁在遵循“数量决定质量，速度决定高度”的连锁业态发展中开店速度较为激进，但这背后有两个动因：1) 家电行业竞争白热化的必然结果，狼性竞争文化使得业内公认“一步慢、步步慢”的开店节奏，2) 家电零售的商业模式带有类金融特征，更多的连锁门店有助于迅速扩大营收规模，加以上游的资金沉淀，可形成大规模的正向现金流。批发业务的删减也为建设连锁业态腾挪了有力的资源。

图表 1：1990 年 12 月苏宁第一家门店在南京宁海路开业



来源：搜狐，国金证券研究所

图表 2：1999 年南京新街口店开业，步入连锁经营时代

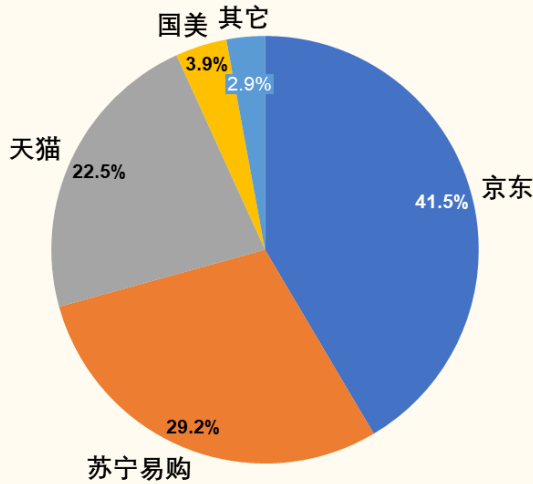


来源：搜狐，国金证券研究所

通过大量的渠道博弈和供应链竞争，苏宁锻造了“好战、不畏战”的发展基因，这种基因在后续面临线上、特别是和京东的竞争中起到关键作用。零售行业的任何品类都经历过严峻的竞争格局。然而我们认为，家电行业历经无数次的新老交替，竞争相对更恶劣、更残酷，也更考验零售商对本土市场的理解深度。苏宁家电在近 30 年的发展过程中遇到无数对手，经历了八大国有企业、中永通泰、国美、百思买、五星电器、京东等多个零售商的竞争和围剿，积累了大量“阵地战+空战”的经验和战力。相较于水土不服的百思买和实力羸弱的台湾灿坤，深谙本土市场的国美和能够对苏宁“降维打击”的京东，都对苏宁在树立稳固江山的道路上设置了重重关卡，苏宁获取市场份额第一的历程就是在这些历练中“打怪升级”的历程。按 2018 年家电市场全渠道占比来看，苏宁依旧站稳第一。当然，我们并不认为当前家电市场的终局已定，国美在 2018 年转型为居家服务商，京东也在 2018-19 年与五星电器达成了资本层面合作，强化家电线下渠道；家电行业长期将仍然是多寡头垄断的格局，拉锯战成为行

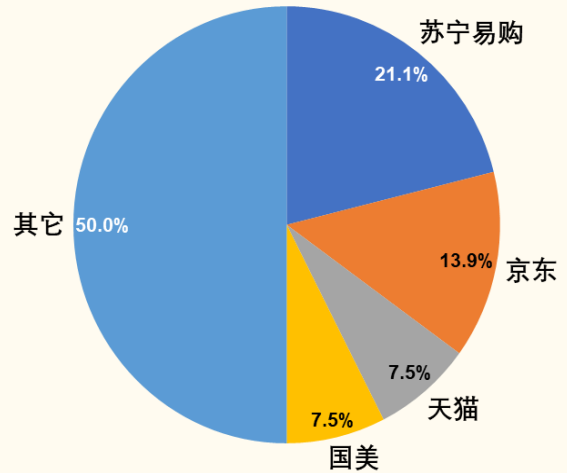
业主旋律。此外，家电线下市场中还有大量地方性家电连锁零售商、家电品牌商自建专卖店（或加盟商）和单体家电专卖店（私营），它们组成的业态服务着巨大基数的乡镇市场家电购买人群。

图表 3：2018 上半年家电线上市场份额



来源：中国家用电器研究院，全国家用电器工业信息中心，国金证券研究所

图表 4：2018 上半年家电全渠道市场份额

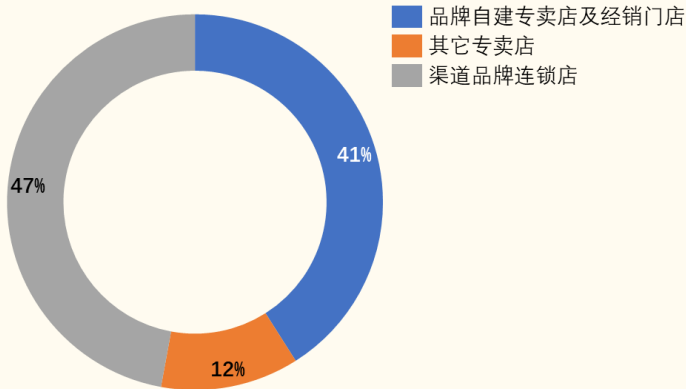


来源：中国家用电器研究院，全国家用电器工业信息中心，国金证券研究所

## 1.2 聚焦零售云：击穿下沉市场的利刃

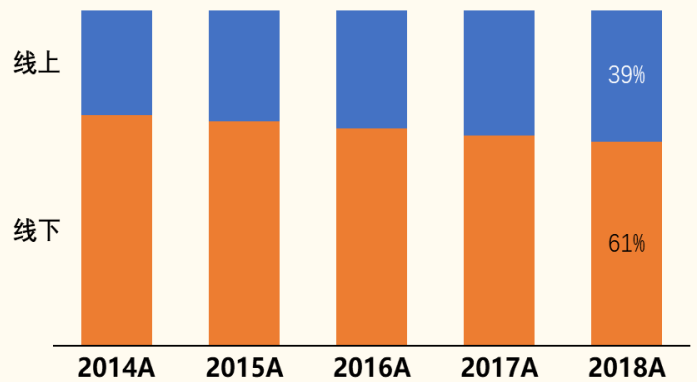
**零售云是苏宁布局下沉市场线下业态的主力业务。**前面我们提到，地方性家电连锁已经雄踞多年，主要有以下几方面原因：1) 开店地址具备性价比。地方连锁对当地信息了如指掌，在选址开店方面往往比全国家电连锁更具优势。全国家电连锁资金雄厚，往往会选择地段好但可能房租贵的位置开店，效果未必最佳；2) 准确把握当地需求。地方连锁在商品结构上有明显不同。全国连锁的店铺商品结构大多相同，但地方连锁却能巧妙结合当地顾客需求来确定商品结构。前者通常选择与全国畅销的品牌商合作组织商品，而后者则更多会考虑当地顾客的需要，选择切合的品牌商；3) 针对当地顾客群选择不同价位的商品。区域不同，消费水平也会有很大差异。北上广高收入群较多，高附加值商品会有很好的销路，但在人均收入不太高的地方城市，就需要结合当地民众的消费能力进行商品提案。全国连锁往往会多推荐高附加值商品，而地方连锁多会推荐大众价位的商品，同时也增加了多价位的商品扩充选择；4) 与顾客建立紧密联系。全国连锁门店数量多，管理灵活性窄，人事变动大，难与顾客熟络；而地方连锁容易与构筑良好的顾客信赖，实现“区域社交变现”。某些地方家电连锁的员工流动性低，重要原因之一就是为了维护和顾客的密切联系。导购员通过建立良好的顾客关系有助于销售额的稳定；5) 重视配送、安装等服务。全国家电连锁的配送、安装等服务多依附于厂商或实行外包，否则很难快速扩大规模，而地方家电连锁或有自己的服务部门，或严格筛选信得过的相关企业进行合作。**地方连锁若失去当地顾客信赖，销售额很快就会跌到低谷，所以通常在服务方面下很大力度以赢得顾客的满意和信任。**综上所述，“精准打击”是区域性家电连锁的核心优势；电商虽然有先进的竞争武器，但在高度细分的地方性家电渠道连锁具有的“毛细血管”般的销售体系面前，仍难以发挥能力。

图表 5：2018 年家电不同类型销售渠道市场份额对比



来源：艾瑞，国金证券研究所

图表 6：2018 线上线下家电市场份额对比



来源：Euromonitor，艾瑞、国金证券研究所

苏宁已经在全国各大区域成立了分公司，运营层面放权管理，但区域分公司维度仍比较粗放。而苏宁推出的零售云业务被我们视为针对区域性市场的利器。零售云的定位是线下开店服务提供商，**本质是邻里关系的针对性变现**：经验丰富的当地加盟商熟知所在市场的人群购物习惯和需求，零售云将苏宁的供应链能力、会员运营能力、店面运营能力进行组合，为加盟商实现了供应链效率和经营能力的提升。我们认为**零售云模式某种程度上类似于家电领域的线下版本社交电商**。

苏宁零售云主要面向县镇 70-80 后中青年，2018 年度已经开设的零售云门店中，由家电专卖店转型而来的门店占比高达 85%。从零售云门店的用户画像中我们看到“小镇大叔”的购买力已经显现。

图表 7：苏宁零售云店外景



来源：草根调研，国金证券研究所

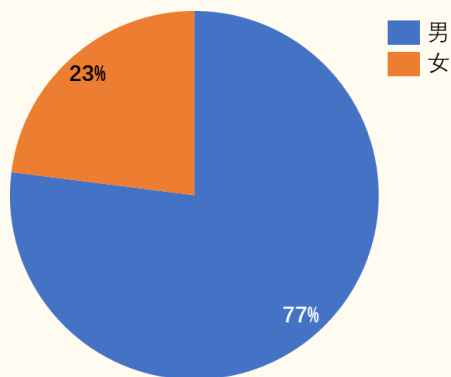
图表 8：苏宁易购零售云店内布置



来源：草根调研，国金证券研究所

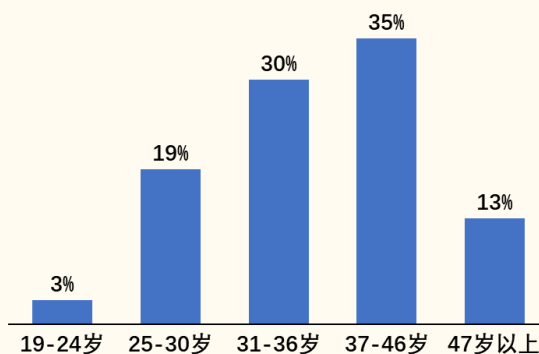


图表 9：2018 年度苏宁零售云男女用户比例



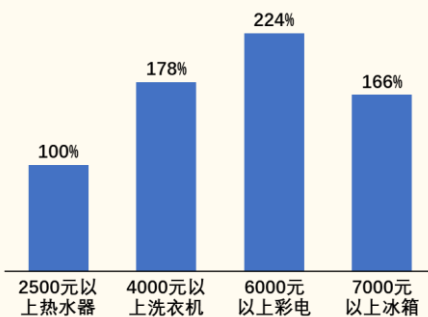
来源：CBNData 2018 智慧零售报告，国金证券研究所

图表 10：2018 年度苏宁零售云用户年龄分布 2018



来源：CBNData 2018 智慧零售报告，国金证券研究所

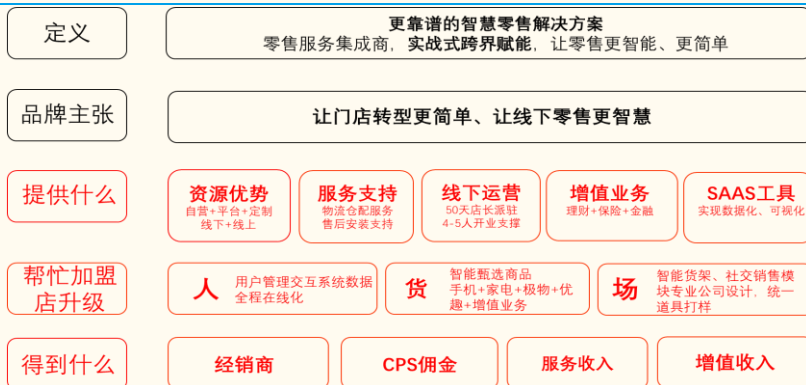
图表 11：2018 年第三季度苏宁零售云高单价品类销售额增长率



来源：CBNData 2018 智慧零售报告，国金证券研究所

苏宁的农村电商业务自历史以来不温不火，核心原因是中国地域性差异严重，经营规则和生活习惯差异大，苏宁难以直营全国所有细分区域的门店。零售云的价值在于击穿加盟商的核心痛点：增长乏力，维持生存，渴望新的渠道和新的品类扩充，最重要的是渴望多赚钱，通过渠道扩张、门店运营指导、物流、仓配、售后、门店 SaaS 管理工具以及金融增值服务能力的输出，赋能地方性加盟商，帮助他们解决痛点，同时杠杆加盟商对周边环境的了解和社会关系的积淀迅速打开县域市场，实现苏宁品牌的渠道下沉和业务盈利。苏宁主要通过收取 B2B 佣金、提供增值服务（仓配、金融等）等形式获利。我们认为苏宁抓住了加盟商最核心的心理：不干预加盟商自己的经营模式，同时帮助加盟商提升盈利水平。

图表 12：苏宁零售云项目概况



来源：苏宁零售云加盟店介绍材料，国金证券研究所

根据我们的调研，我们认为苏宁零售云业务确为加盟店主提供了有力支持。店主普遍认为零售云业务在不影响自身业务基本盘的同时帮助自己的生意做大，具体表现在：

(1) **模式设计**。传统家电零售商都采取相对比较重的经销模式：招人、采货、营销、销售、售后都要或多或少参与；苏宁零售云赋能后，自己只需要负责日常基础运营和招人即可。苏宁负责装修方案、供货（苏宁的大仓就是自己的仓库，苏宁提供的超 10 万 SKU 的备选商品池均可配置），店主不需备库存，只需在获取用户订单后通过系统下单告知苏宁，苏宁从离用户就近的仓库发货即可，门店只需放样机用于展示。苏宁提供全年大促的安排和营销方案的提供、线上流量资源的分配、专人解答经营问题和日常培训、不定期上门交流和优秀门店心得分享。苏宁对新开门店非常支持，开店当天放鞭炮、挂横幅、邻里宣传，苏宁地推人员在门店新开时和店主一起初步拓展门店周边的社区。

零售云合作模式总结下即为：加盟商与苏宁合作投资开店，承担装修、租金、员工等运营费用，初期投资在 20-60 万不等；苏宁通过向加盟商提供货源、仓储物流、金融、门店 SaaS 系统能力，同时输出品牌与运营管理经验，店主负责日常经营。

(2) **团队和门店培养**。苏宁零售云的团队全国超过 1000 人，团队架构建制完善，每个环节配备专人，非常关心所负责区域的零售云门店的发展情况。

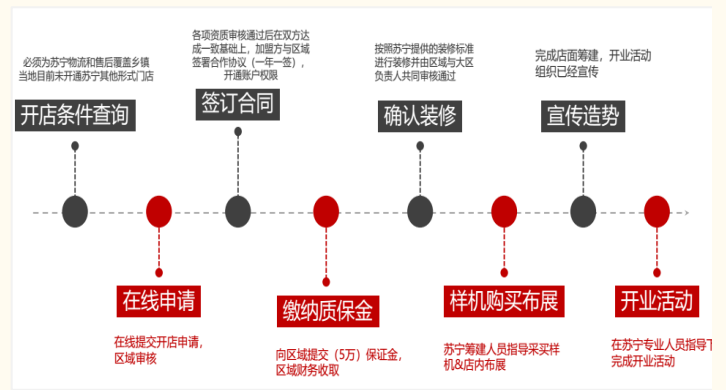
(3) **品牌和售后**。苏宁的品牌背书是有一定效果的，能够获得用户在家电 3C 品类的初步认可，加盟店主后续主要靠提供优质的服务维持品牌和门店信任感与口碑，苏宁在售后服务层面给予支持，和苏宁自营售后支持体系近似。

图表 13：零售云合作方案



来源：苏宁零售云加盟店介绍材料，国金证券研究所

图表 14：零售云加盟合作流程



来源：苏宁零售云加盟店介绍材料，国金证券研究所

根据对多家门店的巡店和访谈，我们对苏宁零售云加盟店的单店模型做了估计，从苏宁小店的单店模型测算看，门店年营业额在 300~1500 万之间（根据门店自身业绩决定），综合毛利水平在 10-20%，运营利润率在 2-8%。整体看，当前的单店模型处于良性状态。

**图表 15：零售云加盟门店模型测算**

	零售云加盟店1	零售云加盟店2	零售云加盟店3	门店经营指标范围估计
营业额(元/月)	110	45	35	30-125
营业额(元/年)	1,320	540	420	300-1500
家电品类销售占比	70%	80%	90%	60-90%
家电品类毛利	15%	18%	20%	15-20%
非家电品类销售占比	30%	20%	10%	10-40%
非家电品类毛利	8%	10%	15%	8-15%
综合毛利(元/年)	171.6	97.2	63	50-200
综合毛利率%	13%	18%	15%	10-20%
门店租金(万元/年)	27	9	10	8-60
单位租金(平米/元/天)	1.5	0.6	1.4	0.5-2
门店面积(平米)	500	400	200	150-500
员工工资支出(万元/年)	48	30	20	20-50
员工数(人)	8	6	4	3-8
折旧金额(万元/年)	8	6	5	5-10
展店初始费用(万元)	35	25	20	20-50
保证金(万元)	5	5	5	5
折旧年限	5	5	5	5
配送费用(万元/年)	26	11	8	8-30
水电杂费(万元/年)	11	8	9	8-12
运营费用合计(元/天)	121	64	52	50-150
配送费用率	2%	2%	2%	2%
运营利润(万元/年)	51	34	11	10-60
运营利润率	3.85%	6.23%	2.54%	2-8%

来源：草根调研，国金证券研究所

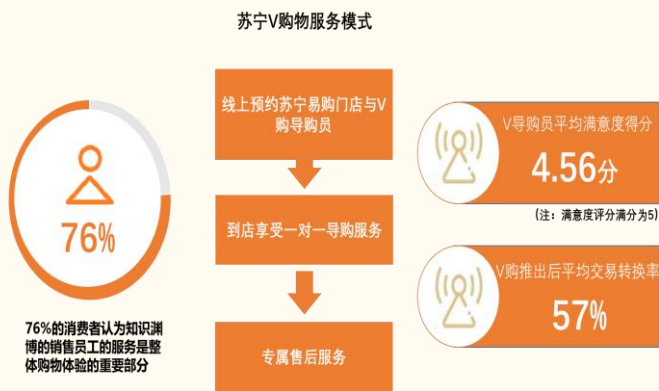
综上所述，我们认为三个因素决定了零售云模式取得了初步的成功：1) 前期投入相对可控，根据门店面积和商品品类，店主可以控制门店的初始成本，后续零售云也开放了家居、快消、日百等非 3C 家电类产品的合作空间；2) 相对省心，高壁垒服务环节由苏宁提供，优势互补；3) 零售云店主的确能赚到钱或不亏本。

我们认为，苏宁零售云在业务开放的层面起到了核心的标杆作用：轻资产模式做平台和能力输出模块，其余交由合作伙伴实施，这种思路帮助苏宁零售云门店在县域市场迅速打开规模。截止 2019 年 Q1，苏宁零售云全国门店已经布局 2,499 家，且还在以每月上百家店的速度高速增长中，5 月底零售云全国门店数已突破 3,000 家。这种模式应当被苏宁集团中台和线下中台建设所借鉴：苏宁很大一部分业务未来都可让合作伙伴广泛参与，共同壮大自有生态，并非一定要采取事必躬亲的方式推进。

### 1.3 服务成网：成本中心转利润中心带来新空间

苏宁创立初期处于普遍“重销售、轻服务、市场竞争并不充分”的年代。苏宁通过差异化的服务优势，成功将空调从当时的单一卖方市场扭转为买方卖方兼顾的市场。用服务弥补了资金紧缺的困境。苏宁认为空调是重服务的品类，因此在 1991 年苏宁成立了一支百人专业自营服务队伍，从事空调送货、安装、维修、保养等工作。我们认为购买大家电=购买产品+服务，建立起优质的服务能力本身就是在建立渠道和品牌壁垒。

图表 16: 苏宁 V 店的导购预约服务



来源: CBNDData 2018 智慧零售报告, 国金证券研究所

图表 17: 苏宁的服务体系



来源: 苏宁官网, 国金证券研究所

**服务品牌化、产品化、利润化，服务体系逐渐成熟：**2015 年苏宁开始整合自己的服务能力和管控体系，发布了售后服务品牌“苏宁帮客”，推行售后服务产品化。苏宁帮客在全国设有 43 个分公司，开辟了自营和加盟服务网点 5500 家，超过 5 万名服务工程师，平台服务产品商户入驻超过 4000 家，覆盖全国 300 多城市、2000 多个区县。服务类目涵盖家电、电子、家居、家政、汽车等。同时，苏宁在线下打造自己的社区服务门店“帮客家”，主要面向周边三到五公里的家庭提供生活上门服务，如家电清洗、房屋维修、家居安装和奢侈品回收等。目前帮客家门店已在上海开通超过 60 家。我们认为，苏宁将售后服务体系规模化和网络化，与零售渠道连锁化、规模化相辅相成，有效促进苏宁的服务能力提升。

图表 18: 苏宁帮客 APP



来源: 苏宁帮客 APP, 国金证券研究所

图表 19: 苏宁帮客服务商招商平台



来源: 苏宁官网, 国金证券研究所



图表 20：苏宁帮客天猫旗舰店



来源：天猫，国金证券研究所

图表 21：帮客家生活服务中心上海闵行店



来源：草根调研，国金证券研究所

尽管今天的市场环境下，“买方市场”“客户体验”已经被所有线上线下零售商列为经营最重要的信条之一，但我们仍然认为并非所有零售商都有能力建立强大的服务监管体系保障客户体验，客户服务水平仍然参差不齐。我们认为苏宁从起家开始构建服务体系，至今已相对成熟，且已初步具备盈利能力：17/18 年苏宁安装维修服务收入接近 13/16 亿元；长期看苏宁可将成熟的服务体系打造为重要利润中心之一，树立苏宁特有的差异化服务壁垒。

## 二、零售业的分与合：线上线下的螺旋式博弈，苏宁的雄心与困局

我们认为，苏宁的成长故事和中国零售行业渠道变迁密不可分：自电商业态发芽，零售行业“依托实体经济的持续创新”的发展路径被改写，开始围绕线上线下的渠道对抗呈现螺旋式的发展博弈，持续长达 15 年之久的以品类、目标人群、体验、价格、服务为核心的渠道之争胜负难分，直到新零售概念破壳而出。

### 2.1 新零售的原罪：互联网巨头帝国之路的阶段产物

自 2016 年下半年新零售的概念被提出以来，线下传统零售商的名字重新回到聚光灯下。究其原因，中国的电商企业囿于线上流量天花板和获客成本，开始思考战略调整和品类扩张的新方向以扭转流量颓势，而长期处于对立分离状态的线下市场就自然成为了重点进攻与渗透方向。以阿里和腾讯为代表的互联网巨头开始大举进军线下，“扫货”线下零售商并进行改造，在电商、金融、生鲜、百货、B2B、居家服饰、本地生活、超市与物流领域大肆布局，试图从平台和技术角度探索新零售模式，我们认为背后最终目的是获取流量增量、彼此制衡以巩固自身竞争地位，为帝国之路添砖加瓦。

图表 22：阿里与腾讯的新零售拉锯战局



来源：国金证券研究所

至此，零售行业被新零售浪潮拉入焦虑圈，“生怕被时代抛弃”的心态开始在业内萌生并蔓延，大量传统零售商早已被电商巨头挤压得喘不过气，趁此机会开始为新零售“竞折腰”，纷纷装潢升级门店、布局自有线上渠道、上线生鲜品类、开辟餐饮区域，或者干脆抱团在互联网巨头周围，试图通过巨头资源和线上流量空间进一步弥补线下短板，如果能被互联网巨头改造，则是不可多得的机会。然而我们的视角略有不同：看似双赢的新机会实际上为互联网巨头的“帝国壮大之路”提供了一个个攻城略地的城邦，但对众多传统零售商而言，受环境影响过度追求门店表面的“炫技改造”（黑科技、无人化等等）而遗忘了自身赖以维系的核心要素：产品力、渠道掌控力、日常运营的细致度、客户关系维护以及供应链壁垒。如果没有这些要素的迭代而驱使零售商自身的既得利益向消费者倾斜，仅仅为新而新，则追求新零售的结果将始终浮于表面。

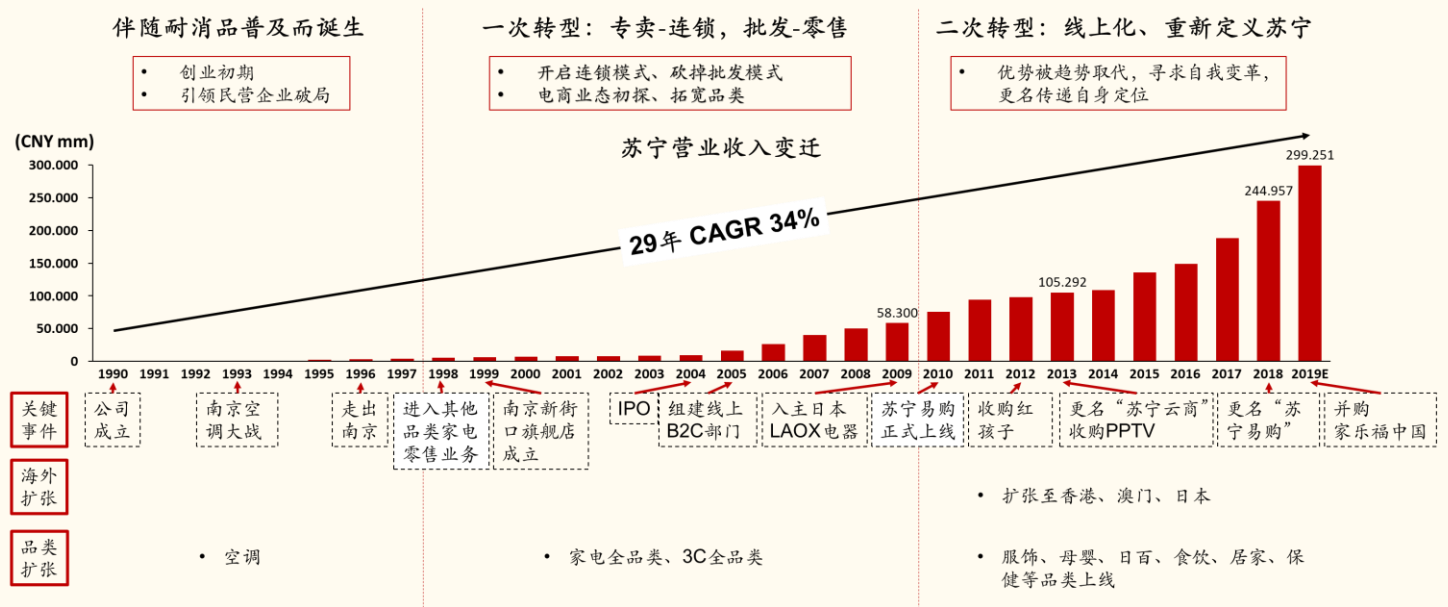
我们认为，新零售既然是阶段性产物，结果只有两种：1) 由新兴普及为成熟并演化为传统业态，如同未来的数据之于水电煤；2) 被市场证伪逐渐消亡，成为历史的一瞥。经过新零售两年多以来的发展，我们仍然对新零售的终局形态呈观望态度，并逐渐开始理解到零售并无新旧之分，零售的新与旧永远是相对过去用户的消费习惯和零售行业发展水平而定义的。某种意义上零售永远是新的，随人口结构的变化，用户对零售业态的投票结果会发生迁移（近几年的结果可能是 shopping mall，未来可能是便利店...）。当前阶段所谓的新零售，我们更倾向于是一种“终端渠道的数字化和供应链统一化的变革手段，目的是为了用户尽可能消除对线上线下渠道的理解差异”，最终除了渠道多样化、线上线下体验趋同之外，新零售对零售本质不会有丝毫影响。

在这种不断的行业格局迭代和竞争洗牌下，苏宁在互联网巨头的帝国之争中艰难崛起，获得宝贵市场空间的同时也开始陷入了市场眼光的牵绊。

## 2.2 卷入变迁洪流的苏宁，发展看似清醒实则迷惘

毫无疑问，苏宁在上述浪潮的裹挟下，亲历了线上冲击的洗礼、线上线下的白刃战以及新零售概念的冲刷，在迷失和清醒之中不断寻找和确立自身定位，这种经历形成了苏宁独特的三个发展阶段。

图表 23：苏宁三阶段发展历程



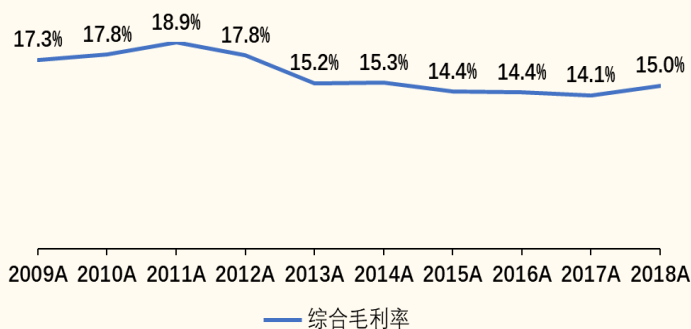
来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

我们简单回顾三个阶段后能够看到，在后两个阶段苏宁一直徘徊在迷失和清醒之中，主要体现在被行业长期争论的几个议题的答案并不明确，而这也直接对苏宁的战略判断和执行带来了影响。例如：线下流量到底有没有价值？线下零售是否已经穷途末路？线下零售商是否应当全面转型线上？如何在与电商巨头的竞争中获取优势？等等。究其原因，成立于 2003 年的京东利用标品机会和线上流量红利于 2008 年杀入家电市场，打苏宁措手不及，同时在 2011-2012 年主动挑起家电价格战，以京东苏宁为代表的线上线下白刃战就此拉开序幕。然而，苏宁在面临京东的强大优势围剿下，在品类覆盖能力、地区覆盖能力、渠道触达能力等层面开始捉襟见肘：京东利用货架的天然可无限延展、数字化渠道和线上管理集约化等优势迅速渗透和追赶苏宁的市场份额。

面对线上新增的市场机会和线上线下之间的残酷竞争，苏宁确定了全力发展电商的道路，自 2009 年起花费 6 年时间基本完成了自我变革，从一家传统线下家电零售商逐步变成具备全品类商品、多渠道零售业态的企业。变革期间，深陷价格战泥潭和向线上转型迁移的苏宁无法维持之前的盈利水平，转型之后自身毛利受影响较大。

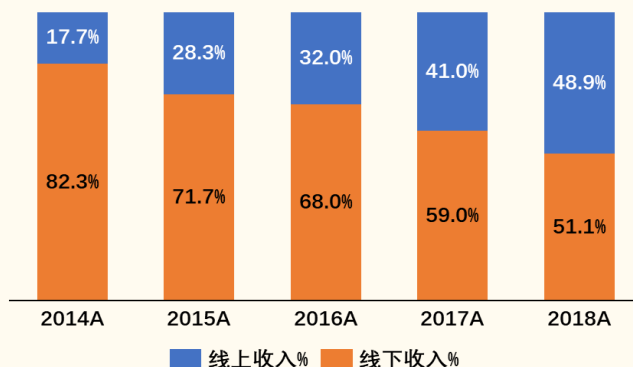


图表 24：苏宁近 10 年的综合毛利率变化



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 25：苏宁近 5 年的线上线下载入占比



来源：公司公告，国金证券研究所

2016 年新零售发展趋势的提出，对线上线下均面临困局的零售行业注入了新的发展选项，苏宁也在这个进程中开始重新温习自身的线下优势，但最终仍无法理性对待时代的羁绊，确定了继续转型智慧零售服务商的集团战略决策；但我们认为，新零售对苏宁的意义更像是一次“救赎”的解围，而未必是新的定位指引，驱动苏宁重新将目光重新投向线下，审视自身真实价值；这对以传统零售起家的苏宁而言或是敲响了‘回归主业’的警钟。

### 2.3 业务版图过于冗杂难以驾驭，核心价值被掩盖

在鲜有其它可参考的线下转型经验的前提下，苏宁当前和未来的业务布局不可避免地‘效仿’了互联网巨头的帝国之路，本质上得出了一张“天网”：通过亲自操刀+投资并购（并购为主），通过天网+地网的建设实现全场景零售+服务触达。苏宁通过以零售为核心，以多领域布局为抓手，已经沉淀出零售、物流、金融、科技、置业、文创、体育和投资等八大产业生态。

图表 26：苏宁的多元化产业布局



来源：国金证券研究所



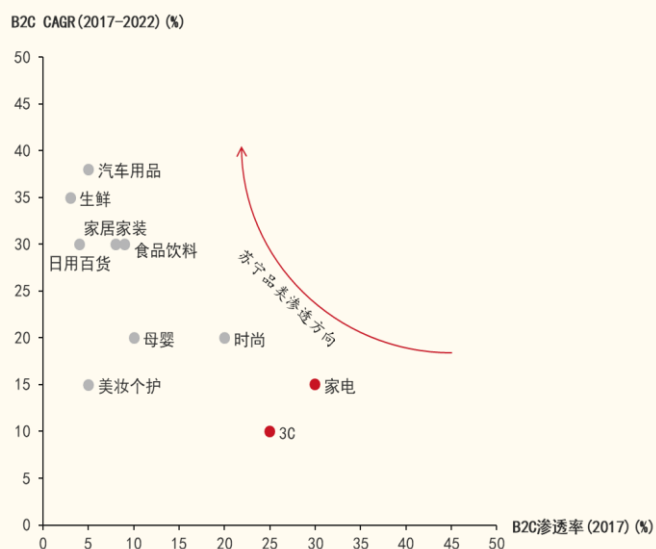
图表 27：苏宁近年来部分重要投资并购事件

项目名称	项目属性	投资类型	投资时间
家乐福中国	连锁大卖场	并购	2019.6
爱康国宾	健康管理集团	并购	2019.3
万达百货	百货商场	并购	2019.2
邻邻壹	社区团购服务平台	战略投资	2019.1
迪亚天天	连锁便利店	并购	2018.4
万达商业	商业地产	战略投资	2018.1
天天快递	快递服务商	并购	2017.1
PP视频	综合视频平台	战略投资	2014.12
Laox	日本免税连锁零售商	并购	2014.6
红孩子	母婴电商平台	并购	2012.9

来源：IT 桔子，国金证券研究所

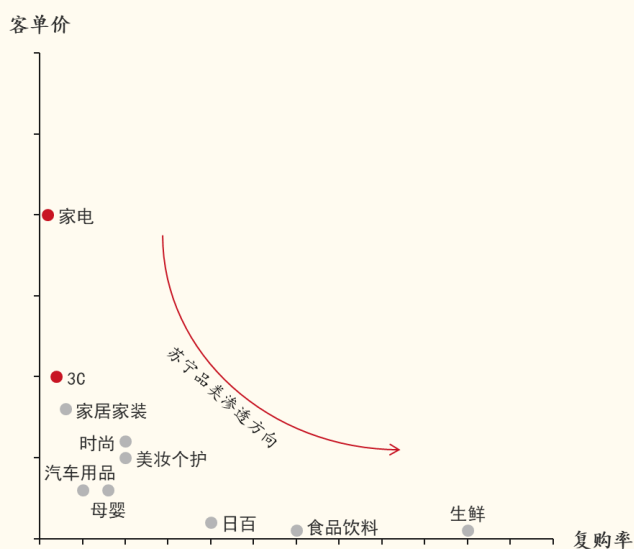
我们认为，苏宁近年来的强势和快速布局，以及多元化场景战略背后的商业逻辑是：通过提升消费频次、场景覆盖度、消费客群的覆盖从而提升交易规模。通过品类的逐渐覆盖提升消费频次，通过电商和门店类型的覆盖提升场景覆盖度，通过大规模快速开店提升消费人次。

图表 28：不同品类的 B2C 渗透率和增速



来源：国金证券研究所

图表 29：苏宁品类渗透趋势



来源：国金证券研究所

从线下角度看：

1) 在消费频次上，苏宁的品类扩张以从低频向高频商品为主，即从家电 3C 开始向图书、母婴、美妆个护、家居家装、食品饮料、汽车用品等品类延申——家居家装、食品饮料、生鲜和日用百货、生鲜、汽车用品的 B2C 渗透率相对较低、但渗透增速很快。2012 年 9 月 25 日，苏宁以 6600 万美元的价格全资收购母婴 B2C 平台红孩子，开启了家电 3C 图书外的全品类扩张历程。

2) 在场景覆盖度上，苏宁通过自建和并购的方式布局多种业态“两大两小多专”，包括综合卖场苏宁生活广场和苏宁广场，专攻下沉市场的零售云门店和主打社区便利的苏宁小店，以及针对不同品类的垂直连锁门店：苏宁易购云

店、苏宁家电专卖店、苏宁极物、苏宁红孩子、苏鲜生、苏宁体育专卖店、苏宁汽车超市、苏宁影城等。此外，苏宁也在香港和日本布局了海外门店。在所有门店业态中，苏宁易购云店和苏宁生活广场通过整合其它垂直门店业态，实现了用户一站式购物和娱乐的需求；2019年2月，苏宁通过收购万达百货37家门店布局百货场景，欲将自有垂直业态融合入万达百货、实施数字化改造、并摸索新的百货广场运营模式；我们认为，苏宁上述布局意在覆盖用户日常购物的全部场景，包括社区周边1km内即时性购物（苏宁小店和零售云门店）、3km内的周期性购物（苏鲜生、苏宁极物、苏宁体育、苏宁红孩子）以及3-5km的一站式购物与娱乐业态（苏宁广场和万达百货），使得用户存在任何线下购物需求时，其中的一种业态都能实现场景的承接。

图表 30：苏宁“两大两小多专”的门店布局



来源：国金证券研究所

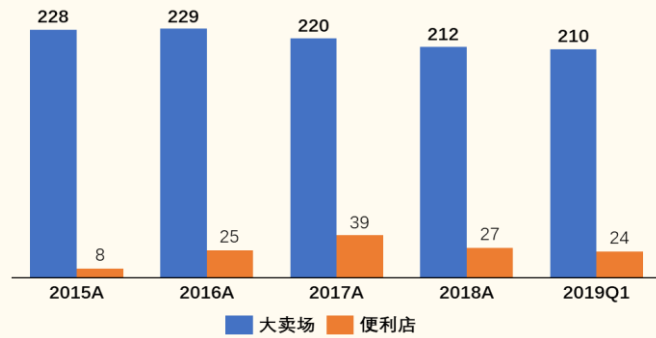
图表 31：易购云店的融合式购物场景



来源：国金证券研究所

2019年6月，苏宁宣布现金收购家乐福80%股权，我们认为苏宁看重了家乐福本地化大卖场的点位资源和优质物业、长期积累的门店运营水平、快消品类的研发销售质控能力、目标顾客的消费习惯、供应链管理能力和仓配能力、采购资源、国内品牌知名度以及整合后的较高成长空间。家乐福1995年进入中国市场，目前中国大陆境内拥有门店234家，覆盖22省和51大中城市，2018年营业收入300亿元，同比有所下滑，但净亏损5.8亿元同比收窄，经营活动现金流达到3.3亿元。收购完成后，家乐福有可能对苏宁当前业务实现三个层面的帮扶：1) 品类扩充且优势扩大，苏宁3C家电和家乐福快消品类形成优势互补；2) 门店业态在原有组合基础上扩充大卖场场景，3-5km前置仓资源完善O2O配送和服务能力；3) 用户基数扩大，消费人群画像更加丰富。但我们认为，并购后的内部整合效果是决定本次收购成败与否的关键，我们判断苏宁和家乐福在组织、文化、价值观、门店运营、线上运营、选品、供应链等层面的融合过程将较为复杂，能否在融合后发挥1+1>2的效果目前难以定论。

图表 32：家乐福近 5 年中国门店数量

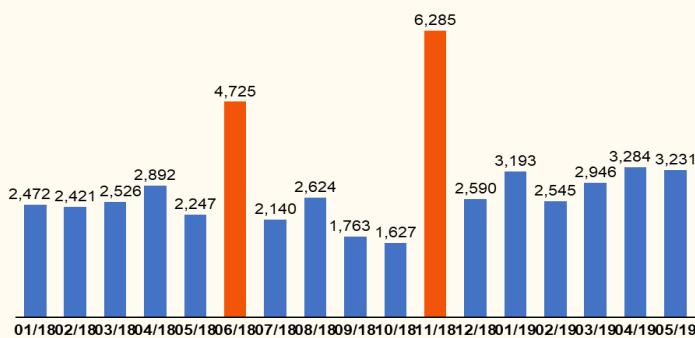


来源：公司公告，国金证券研究所

3) 在消费客群的覆盖上，截至 2019 年一季度，苏宁目前已经布局超过 9,700 家自营门店，其中包含近 5,100 家苏宁小店和近 4,500 家苏宁家电专卖店，此外还有近 3000 家零售云加盟店；我们认为，除了线下、特别是低线城市触达更多用户外，激进的开店速度的确在业内罕见，在这样的开店速度下，更多是为了实现“去家电化”的战略目的。

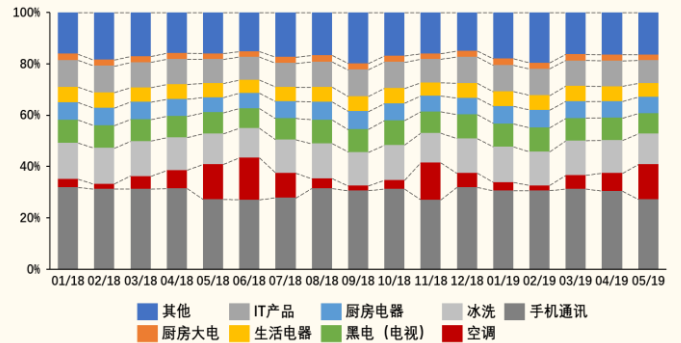
从线上角度看：近年来苏宁的线上业务除了苏宁易购自营电商、商家开放平台和苏宁直播外，苏宁拼购、苏宁云超、苏宁帮客维修等众多 O2O 业务都在生根发芽。同时通过与阿里的换股实现化敌为友，实现与天猫的流量合作。按照我们自有数据的口径，苏宁在天猫开设的苏宁易购旗舰店在 2018 年为苏宁贡献的 GMV 接近 350 亿元，预计 2019 年上半年贡献的 GMV 将突破 180 亿元，畅销品类主要包括手机、冰箱洗衣机和 3C 数码产品。

图表 33：苏宁天猫旗舰店 GMV (百万元)



来源：国金证券创新研究中心，国金证券研究所

图表 34：苏宁天猫旗舰店分品类销售占比



来源：国金证券创新研究中心，国金证券研究所

综上所述，基于充沛的资金杠杆和线下零售业务相对良性的现金流支撑下，苏宁在线上与线下共同布局了触达用户各类时段的消费和娱乐场景，完成了一幅“看似宏大”的生态卡位拼图。

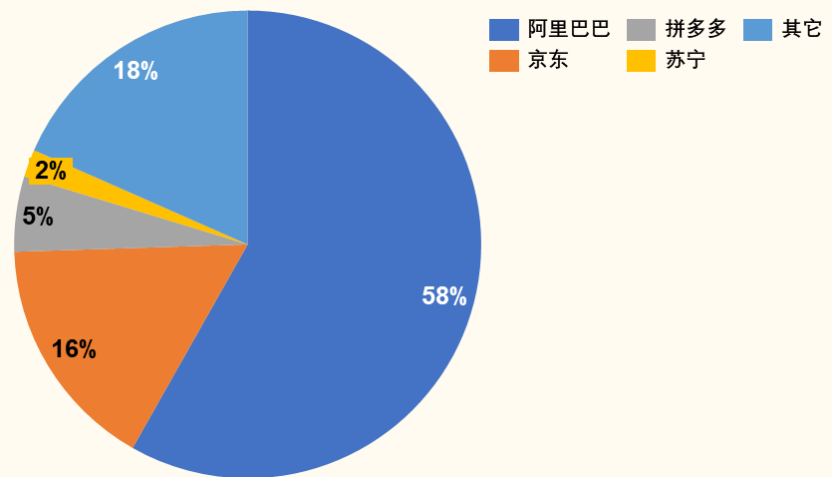
图表 35：苏宁的线上+线下业务共同覆盖了用户的消费场景



来源：国金证券研究所

我们认为随着苏宁组织架构调整速度逐步加快，苏宁历经 10 年的自我定位更替、组织架构迭代、互联网人才引入、线上业务布局都已‘超额’完成任务。但我们认为这一步迈的过大且迈的模糊，看似完整的苏宁生态急于从家电渠道商的定位“抽身”，对标电商巨头，在短时间之内实现了众多线上线下的场景卡位；然而，苏宁尽管意在零售全品类、全渠道整合与服务，但理想与现实的差异导致苏宁面临的挑战和困难仍然很大：线下布局全品类力不从心、品类之间的诸多细微差异导致无法实现全品类高效运营，线上业务在电商巨头的包抄之中夹缝生存，eMarketer 显示，2018 年苏宁国内电商市占率仅为 2%。

图表 36：国内电商 2018 市占率



来源：eMarketer，国金证券研究所

从线上业务角度看，苏宁是这样一家公司：除电商外，在拼购、视频、音乐、游戏、互联网金融、虚拟运营商等多个领域多管齐下。我们理解苏宁高速



扩张体现的是在行业激烈竞争态势下“抓住时间窗口”对苏宁“抢地盘、扩场景、收用户”的重要性，以及苏宁‘做阿里京东之外的第三级’的雄心壮志；然而我们更需要看到，苏宁转型操之过急的结果会使得战略分散严重，线下核心能力的长板被非核心能力的建设所拖累。

我们认为几个板块的业绩面临很大挑战背后的根本原因是急速扩张后的遗留问题：

1) **苏宁小店的稳定需要漫长的运营和迭代**：苏宁小店被苏宁内部定义为“离用户最近的综合社区服务中心 + O2O 服务的前置货架”，除了线下零售业态之外，还上线了“苏宁邮局”、“苏宁云超”、“苏宁拼团”“苏小团”等服务，此外部分门店中还植入了一些苏宁合作的金融服务（保险、信用卡等）。我们认为苏宁小店的展店经验借鉴了苏宁开家电专卖店的经验：截至 2019 年 Q1，一年半不到的时间苏宁小店已接近 5,100 家，覆盖全国 71 座城市和超过 25,000 个社区。苏宁小店宁肯负债狂奔，也要完成苏宁占领线下快消便利场景的目标。我们理解苏宁小店高速扩张的卡位思路，也相信苏宁在快消领域破釜沉舟的决心，但我们仍然认为卡位的前提是基于对应业态的运营管控体系和人才能力模型有充分的建设、对快消品的地域性消费差异有深度认知之后，再进行大规模扩张，意即先实现部分区域性门店流畅运营，再进行规模扩张和差异化复制。在我们的调研期间，发现一些有关于苏宁小店门店运营过程的一些有待提升的角度：1) 不同地域差异之下苏宁小店的定位，这决定了小店开展的业务组合，社区已有大量便利店、小超市/夫妻店、烟酒店的前提下，苏宁小店的强行挤入，则差异化的定位亟待树立；2) 运营细节，包括营业时间、选址策略、店内布局，这决定了用户对门店的整体印象；3) 小店店员的专业度，包括理货、结账、对进店消费者的引导等，这将影响用户对店内服务的直观感受；4) 线上业务在苏宁小店中扮演的角色、以及线上线下业务的配合方式需要理清，这决定了苏宁小店未来大规模开展 O2O 业务后的受众空间。

图表 37：苏宁小店店招



来源：草根调研，国金证券研究所

图表 38：苏宁小店店内饮料货架



来源：草根调研，国金证券研究所

图表 39: 苏宁小店店内日化货架



来源: 草根调研, 国金证券研究所

图表 40: 苏宁小店店内冻品货架



来源: 草根调研, 国金证券研究所

从苏宁小店的单店模型测算看, 我们假设乐观情形下, 苏宁小店日销售额在 3000 元左右, 毛利在 20% 上下, 运营费用在 1800 元左右, 则年化营业额为 110 万元, 则运营利润率在 -40% 左右。

2019 年 6 月 28 日苏宁小店完成了从苏宁易购上市公司体系内的剥离, 公司预计本次交易后将增加公司 2019 年度净利润约 34 亿元, 我们认为自负盈亏有助于苏宁小店加强市场化运作能力以及发展的灵活性与自主性, 同时获得了体外独立融资的机会, 且能够继续和上市公司保持紧密的业务合作, 减少对上市公司的依赖和负担。

总结看, 我们认为苏宁小店的进化理应是从小到大的过程, 没有门店运营质的支撑, 大量铺设苏宁小店结果只能是本末倒置。店多只是线下流量转化的必要条件而非充份条件。

图表 41: 苏宁小店单店模型测算

	乐观情形	中观情形	悲观情形
营业额(元/天)	3,000	1,500	800
线下营业额 (元/天)	2550	1275	680
线上营业额 (元/天)	450	225	120
线上营业额占比	15%	15%	15%
客单价 (元/单)	25	20	15
毛利 (元/天)	600	300	160
毛利率%	20%	20%	20%
门店租金 (元/天)	500	500	500
门店面积 (平米)	150	150	150
单位面积租金 (平米/元/天)	3.33	3.33	3.33
员工工资支出 (元/天)	600	600	600
员工数 (人)	4	4	4
折旧金额 (元/天)	274	274	274
展店初始费用 (万元)	50	50	50
折旧年限	5	5	5
配送费用 (元/天)	90	56	40
线上客单价 (元)	20	15	10
线上订单量 (单/天)	18	11	8
单笔订单配送费用 (元)	5	5	5
水电杂费 (元/天)	300	300	300
运营费用合计 (元/天)	1814	1780	1764
租金费用率	17%	33%	63%
人工费用率	20%	40%	75%
折旧费用率	9%	18%	34%
配送费用率	3%	4%	5%
水电杂费率	12%	24%	44%
单日运营利润 (元/天)	-1214	-1480	-1604
运营利润率	-40%	-99%	-200%
年化运营利润 (万元)	-44	-54	-59
年化营业额 (万元)	110	55	29

来源：国金证券研究所

**2) 苏鲜生是战略布局重点还是盲目跟风：**2017年年底苏鲜生在北京、南京、成都三地同时开业。苏鲜生对标盒马鲜生和7FRESH业态，面积2000平方米左右，主打生鲜和食品饮料等高频快消品类，帮助苏宁补充生活广场和云店中的生鲜超市业态。但从我们的调研看，苏鲜生当前的运营思路并不清晰，且暂无线上下单服务，更多是在苏宁原有线下超市的基础上，帮助苏宁快消板块积累生鲜和食品等品类的运营经验。截至2019Q1苏鲜生超市9家，与截止2018Q4相比无差异。我们认为，苏鲜生是苏宁试水独立生鲜零售业态的中间阶段，还需谨慎观望。

**3) 开展众多但相对发散的线上业务及O2O业务：**我们看到苏宁纯线上和O2O层面业务布局非常繁杂。除易购电商外，线上覆盖广告（推广）、内容（直播）、体育赛事直播、消费金融、农村电商和虚拟运营商等业务，O2O业务覆盖售后维修保养、家庭清洁、苏宁小店云超、3C家电以旧换新、苏宁极物、汽车后市场服务等等。全面的线上业务布局直逼京东线上生态，难度无异于在苏宁已有的业务基础上再造一个京东，同时还要保持扩张和下沉已有线下业态。此外苏宁预计2019年还可能布局其它O2O门店业态，包括家装门店和母婴店等，同时苏宁拼购今年也在尝试品牌孵化项目‘拼品牌’和‘拼基地’、智能硬件与物联网业务也在试水。我们认为过多的线上业务和O2O业务布局会导致资源严重分散，战略难以聚焦或对每个业务的掌控力被削弱，且线下业态的布局需要长期投入，被分流后赖以维系的线下核心优势存在被弱化的风险。我们并不看好苏宁除电商外的业务全部采用亲力亲为的方式布局，持续做自己不懂的事情只能收效甚微，具备平台效应的企业可以广泛扩张边界并做到成本可控，但是苏宁是一家并非已完全具备平台公司的基因属性，如果此时盲目扩大不属于自己领土的地盘，我们认为无异于捡芝麻丢了西瓜：除电商外，线上其它业务都应当是苏宁的线下零售业务的适度补充。

综上所述，我们确信无疑的是，苏宁一直在用实际行动尝试向市场证明自身的生态和业务价值。苏宁渠道零售大哥的位子逐渐旁落，但苏宁当大哥的野心依然存在且始终强烈。随着制造业的相对低迷，过去1-2年资本对零售市场的关注达到了前所未有的高度，一级市场实体零售融资的机会越来越多，新零售概念的企业更是融资高手，实体与资本绑定后利用概念赚取快速回报就十分普遍，实体零售也逐步被资本绑架，忘记了自身的定位。

苏宁的定位也逐步被市场曲解。市场对苏宁的线上和O2O业务的关注和点评趋之若鹜，所有展店行为也很大程度被理解为新零售探索。市场一直在从苏宁边际变化的、不确定性高的、华而不实的业务层面去解读苏宁价值，而越来越少关注到苏宁需要始终关注、长期打磨的角度：门店、供应链与运营。苏宁自身也在这种关注之下逐渐丧失了能见度：苏宁的未来到底是一家资本驱动成长的公司，还是以实体零售为基打破桎梏、回归正轨、扎扎实实做好渠道、连锁业态与供应链的公司？我们认为机遇或许更多蕴含在后者。

### 三、苏宁的破局：长期守护并延续核心资产与品牌价值

在资本和互联网企业一窝蜂的涌向新零售浪潮之时，中国的线下零售企业更应保持清醒和理智，守住和加固自己的护城河：线下零售比线上平台的转型

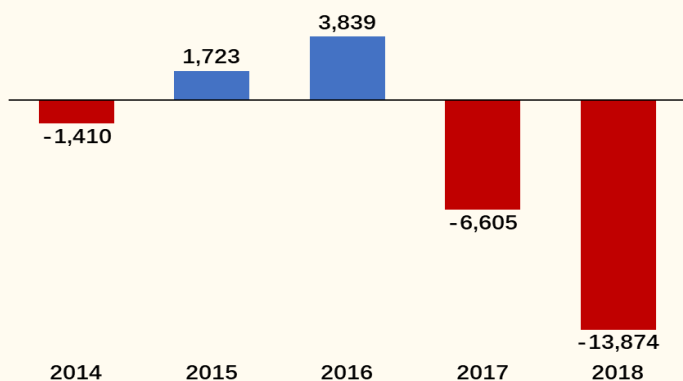


更加艰难，因此也更需谨慎。外来物种不请自来进入领地时，往往意味着被颠覆和被收编的可能，因为“真正的威胁往往不是自己的直接竞争对手，而是其它领域的（降维）打击者”。

### 3.1 与阿里合作，形式大于实质，苏宁仍靠自我突围

我们看到，在众多传统零售企业‘皈依’阿里或腾讯阵营、接受借力改造甚至被‘招安’的背景下，苏宁没有轻易触碰阿里的多方位改造策略，仍将自主决策的话语权掌握在自己手里，仅与天猫有流量合作。我们认为苏宁中短期内仍会把控自身成长和突围的节奏，至少互联网企业短期内无法渗透接近10,000家自建门店所构筑的线下壁垒。但我们也同时看到，近两年激进的线下线上业务扩张已让苏宁的经营现金流相对承压，苏宁2018年经营现金流为-139亿元，同比持续恶化；扣非后净利润连续5年为负（-3.6亿元）。如果苏宁持续大刀阔斧开辟新业务，我们认为苏宁的经营现金流将保持长期不乐观态势。

图表 42：苏宁近年来的经营现金流（百万元）



来源：国金证券研究所

### 3.2 寻找破局点：关注变化中的不变，探求差异中的共性

我们认为，在当下寻找不变和共性，是苏宁聚焦核心优势的必备要素。

#### 3.2.1 战略推进需要求稳

1) **苏宁需要做更有节奏的战略推进**：我们理解，苏宁采用集团军式的战略推进方式，多业务并行发展加速战略执行。相对于其它企业“对竞争对手过于关注的心态”，苏宁在保持低调和急速壮大规模的层面可圈可点、扩张速度令人咋舌。我们认为这种战略选择和执行方式体现了苏宁成立以来至今贯穿始终的狼性战斗文化和企业基因，这种基因奠定了苏宁“敢于变革、持续变革”的发展路径，也造就了今天的苏宁生态。然而，我们仍然认为苏宁的战略推进需要讲求节奏，此外一些对强化苏宁线下业态壁垒并无明显帮助的线上业务在布局时的确应当慎重：尊重边界才能保核心。

2) **品类的开垦应当有条不紊，而非多管齐下**：我们认为在品类扩张层面苏宁需要稳扎稳打。不同品类的特性不同，苏宁的精力毕竟有限，短期内同时经营多个全新品类对任何零售商都难以驾驭，特别是食品饮料、生鲜和服饰等。



我们认为苏宁 2017 年布局的苏宁极物业务板块是苏宁延展其它品类的有力承接和重要台阶。

图表 43: 苏宁极物线上频道



来源：苏宁极物官网，国金证券研究所

与网易严选、小米有品模式近似，作为自有品牌及垂直零售场景，苏宁极物线上频道于 2017 年 12 月上线，品类主要包括洗护、出行、居家、办公、服饰、餐厨、美妆等，以及部分新奇特的玩具和生活电器产品，主要面向 80-90 后、注重品质与设计感、乐于分享的用户。同时，苏宁极物也在 2018 年 3 月在南京开出了第一家苏宁极物门店，并于 2018 年 12 月在南京燕子矶开出鹤极物旗舰店，门店布局类似无印良品；我们认为苏宁极物品牌的创立和门店的开设是苏宁试探家居品类销售和全品类线下场景融合的重要尝试。苏宁极物线下门店也会选取相对畅销的三方品牌 3C 和小家电进行销售，补充苏宁极物自有品牌产品的品类缺失，门店加入电竞区、咖啡厅、阅读区等多个体验区；同时家居日百品类的相对偏标品特性也降低了苏宁的品类扩张难度；此外，极物门店也帮助苏宁拓宽用户对苏宁多品类布局的认知。

图表 44: 苏宁极物南京燕子矶旗舰店店内



来源：网易、国金证券研究所

图表 45: 苏宁极物南京燕子矶旗舰店店内



来源：草根调研、国金证券研究所

苏宁极物也在布局自有品牌大家电产品，我们看到目前苏宁极物小 Biu 空调已于 19 年 2 月上线，扫地机和冰箱也于 3 月底上线，我们认为在空冰洗品

牌巨头集中度高的背景下，苏宁做大家电的目的是：a) 利用自有家电渠道和售后服务优势，补全苏宁极物品类覆盖；b) 试探智能家居场景布局而卡位。

**图表 46：苏宁极物自有品牌电器产品：空调、冰箱、扫地机**



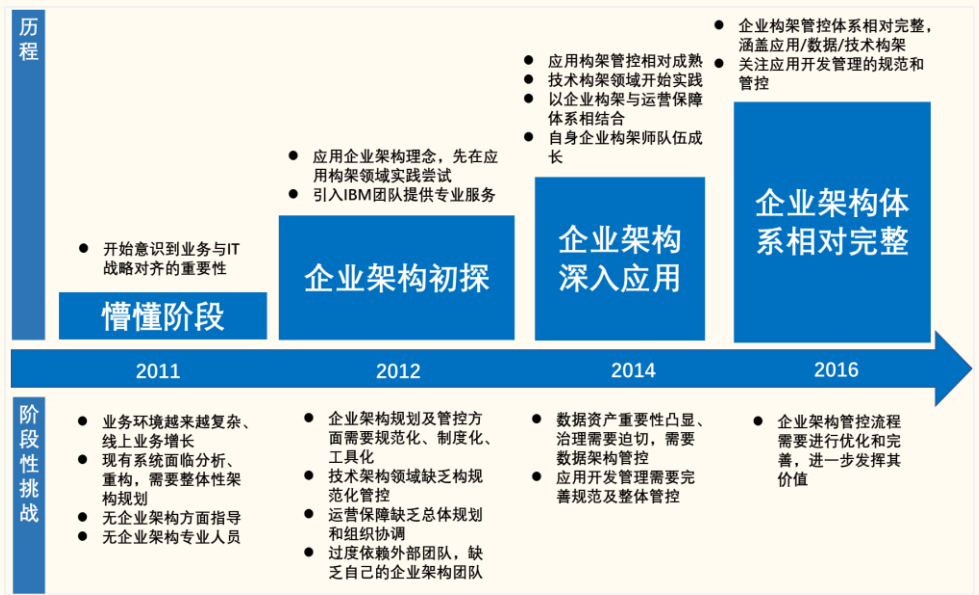
来源：苏宁易购官网，国金证券研究所

**3) 品牌认知不应当扭转，而应加固：**我们看到苏宁在品类扩张、渠道扩展和门店定位重塑以及用户群体覆盖上不遗余力，目的是为了用户了解并认可苏宁新的品牌和服务价值。然而几个维度均需要漫长的培养周期：a) 并非进军全品类就一定做好全品类；b) 展店并不难，但培育一家有口皆碑的门店很难；c) 电商渠道的运营是完全不同的思路，特别是平台型电商的运营与垂直业态的运营差异更大、用户的购物习惯和决策路径也有很大不同。我们认为苏宁不需刻意在品类、渠道、用户三个维度掷重金以图做到重金。任何行业都有分工，分工带动了行业进步，企图做大而全的企业总会碰壁。在苏宁力所能及的范围内将擅长的品类、可触达区域内的门店以及线上渠道的运营做到极致，苏宁的品牌效应与价值就会顺其自然达到最大化。

### 3.2.2 需集团中台帮助业务将应用共性“归口”

苏宁较早地通过系统手段实现门店运营和销售管理。1993 年苏宁购置了第一批电脑，开始系统化管理进程，逐步建立起空调行业内第一套售后服务管理系统，将客户购买空调的送货信息、安装信息、维修记录存入数据库。但苏宁的系统化进程仍然持续伴随阵痛，从 2011 年开始才逐步树立企业架构的理念，直到今天已经建立了相对完善的企业架构，涵盖了应用架构、数据架构和技术架构，内部系统数量已经超过 1400 个，服务超过上万个。

图表 47：苏宁的企业架构变迁历程和面临挑战



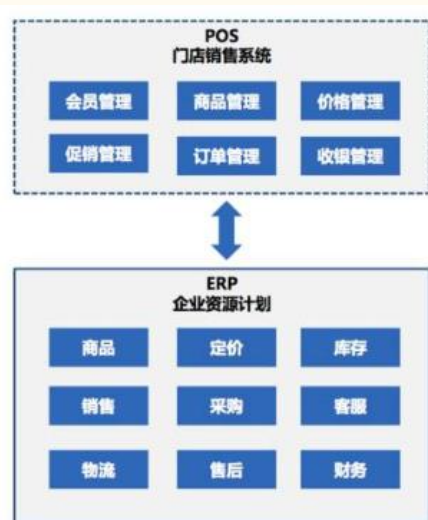
来源：CIO之家，国金证券研究所

从系统层面，苏宁的核心IT架构经历了4次演进。当前我们看到，订单系统已率先从服务线下到线上线下兼备，并逐步完成了中台化：

- 1) 销售前端 POS 直连后端 ERP，之间通过专线连接；前端负责展示及打印发票等部分必要的功能，后端 ERP 实现了核心交易逻辑，这个架构的设计满足了线下的快速开店——每家门店可在短时间内完成系统配置工作，满足了门店基础运营需求。
- 2) 总体架构演变成了线下 POS，线上 B2C，后端 ERP 的架构，B2C 和 WCS 系统（IBM 电商平台解决方案系统）连接。此阶段实现了线上业务的快速上线，满足短期内线上业务发展。但是后续如何保证系统整体的稳定性和伴随业务量增大带来的扩展性成为当前系统架构的主要问题。
- 3) 将核心订单逻辑从 ERP 中剥离，构建了交易中心系统，其中包括订单、库存、会员等系统，突出交易环节重要性；一方面为 ERP 系统减压，同时实现快速扩展的目标。前中后化的改造并没有调整系统的核心逻辑，仅仅是做了系统上的拆分，目标是提升系统扩展性及系统稳定性，业务复杂度没有本质的改变，在交易过程中还需考虑复杂的后端业务逻辑，一定层面上导致了系统的不高效。
- 4) 平台化架构通过将自营店铺化，为平台搭建提供基础，同时考虑自营和三方商户交易的逻辑一致性，将自营业务核心逻辑后置，后端管理与前端交易剥离，从而简化前端交易逻辑，很大程度上提升了核心交易链条的扩展性和性能；同时前端系统及后端各履约系统也进一步拆分和重构，目标是提升整体系统的扩展性及性能，ERP 仅仅保留财务部分的内容。

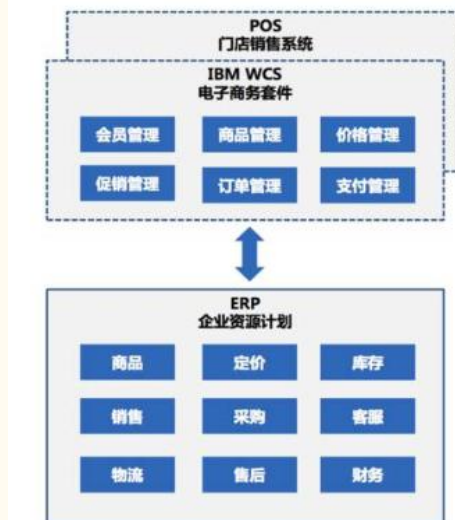


图表 48：发展初期的 IT 架构，POS 直连 ERP



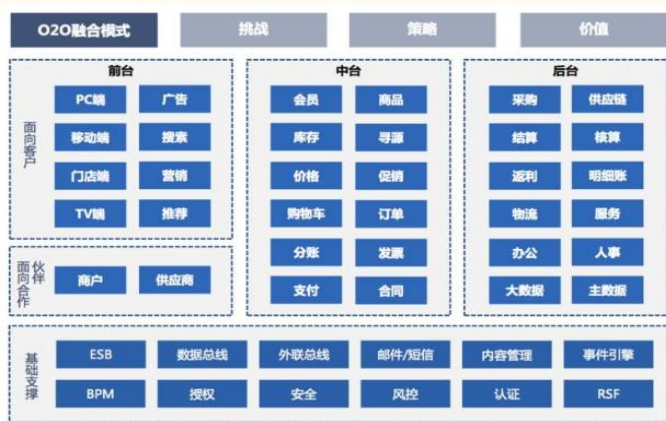
来源：InfoQ，国金证券研究所

图表 49：线上发展初期的 IT 架构，加入 B2C 模块



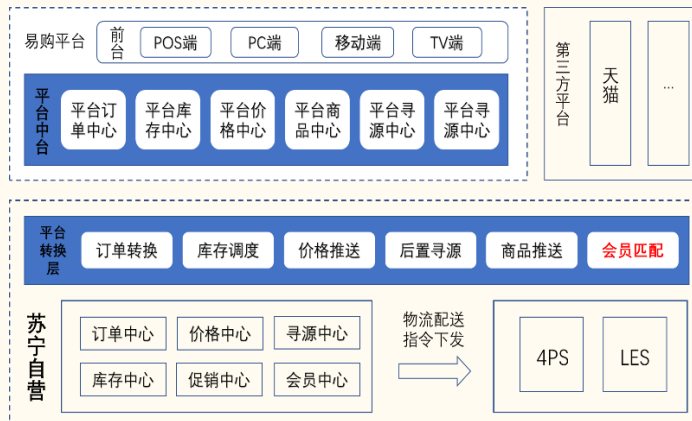
来源：InfoQ，国金证券研究所

图表 50：线上发展中期，前中后台分离架构



来源：InfoQ，国金证券研究所

图表 51：线上发展中后期，开启中台核心的架构布局

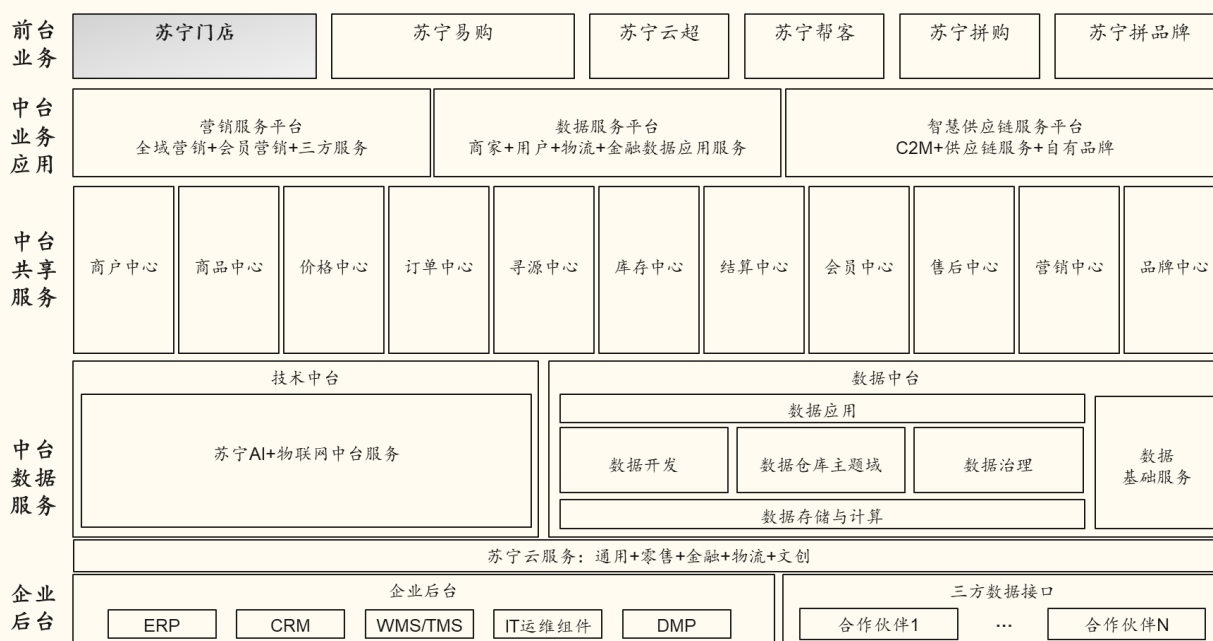


来源：InfoQ，国金证券研究所

当前的苏宁亟待推进中台建设，进一步提升系统可复用性。随着苏宁的业务复杂度逐步提升，张近东认为强有力的中台能力是实现业务支撑的必经之路；因此 2019 年苏宁提出建设大中台的方向；我们相信后续的数据中台、技术中台的研发和部署将逐步启航；然而苏宁集团中台的特色在于未来的系统拓展的任何时点都需要兼顾线下与线上的多业态：苏宁集团中台的方向是四端一致服务，即从 POS 端、PC 端、移动端、电视端统一地为用户提供服务。



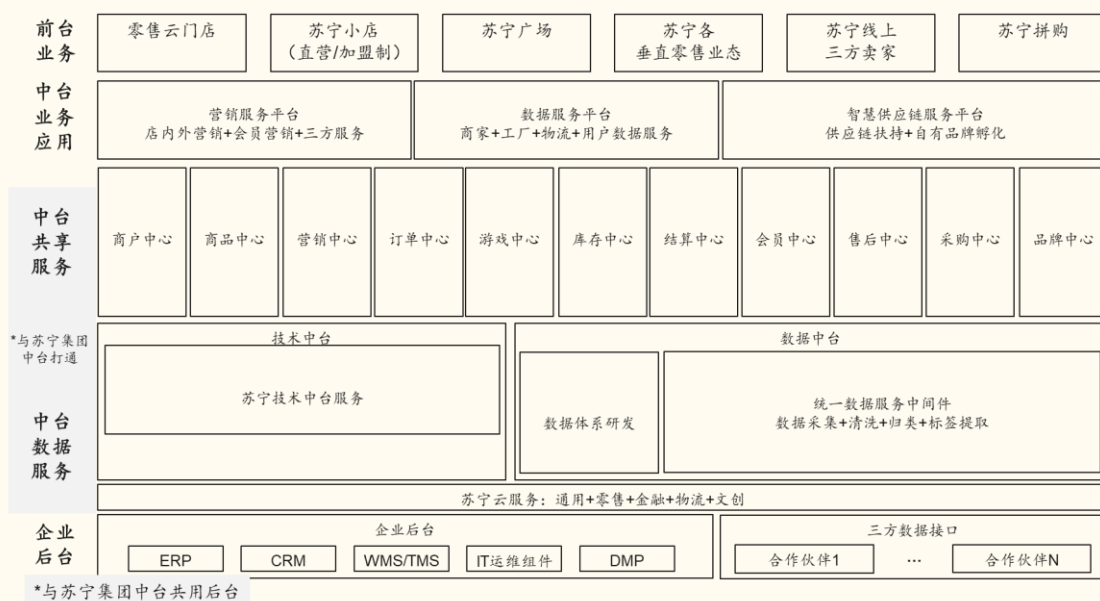
图表 52：苏宁中台推演：交易+数据+技术+物流



来源：国金证券研究所

同时我们认为，除线上服务体系建设外，线下门店、特别是各个垂直品类门店仍需一套完善的扶持体系长期陪伴成长，此外随着苏宁各类门店的高速发展，未来势必呈现直营+加盟门店并存的局面。我们相信除了直营店外，苏宁需要在中台能力中重点突出对垂直品类门店和加盟店的服务。集团中台固然资源丰富，线下中台才是贴心棉袄。苏宁线下中台或类似于阿里的移动中台：为更好更快的利用集团中台能力、快速服务移动业态（各类阿里系 APP），移动中台建立在集团的业务数据双中台之上，更靠近移动前端战场，类似战场上的坦克群，近距离、高火力支撑一线；另外，我们认为苏宁的线下中台能力在加盟业态的服务效果会接近甚至超越直营门店，原因在于加盟业态的标准化程度介于直营和单店之间，但靠近直营，因此线下中台能力在帮助苏宁管理、赋能、帮扶线下门店的规模化运营层面具备独特的优势。

图表 53：苏宁的线下中台推演：帮合作伙伴更好的开店



来源：国金证券研究所

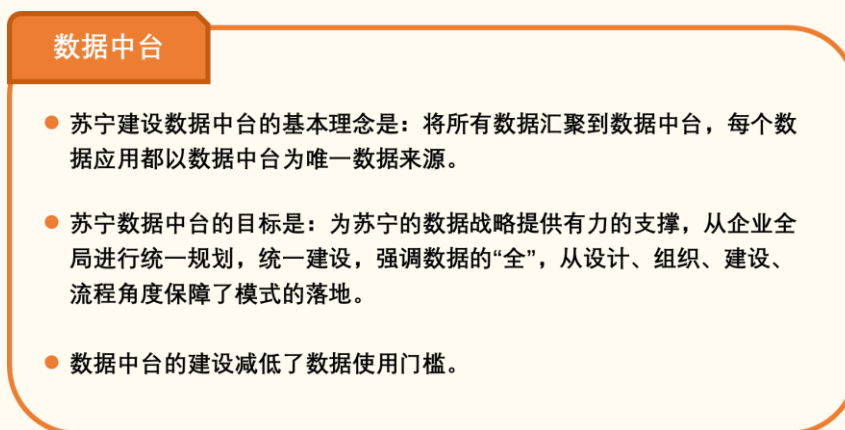
我们认为，苏宁线下中台区别于集团中台的价值在于：

- 1) 线下中台为前台线下业务提供专有服务接口，使得前台线下业务获取专属研发和应用资源而不必与集团共用资源；
- 2) 线下中台帮助前台业务提供标准化（共性）方案，前台业务在地推、门店运营支持、远程支持等层面实现高效化，同时线下中台和集团中台的融合打通使得线上线下营销节奏、货源共享、现金流转、品牌输出、加盟商/三方商家线上培训等层面保持一致输出；
- 3) 线下中台通过集团中台的数据共享和数据应用，赋能相关前台业务，协同指导下门店的品类、品牌、价格、日常运营等经营思路，提升线下门店经营效果。

集团中台建设完成之后，苏宁可以当仁不让地成为线上线下的数据连接器，真正提升线下门店的体验性，提升门店资产价值。线下门店对顾客最大价值在于对特定品类商品的直观体验，但我们也在思考，线上购物环节的高效便利对线下的反哺和赋能到底体现在哪些层面，目前我们所看到的“线下扫码下单线上配送”“线上下单门店提货”“线上下单就近门店（前置仓化）配送”“线下购物送电商购物优惠券/礼包”等线上线下联动的购物方式一定程度上都属于“鸡肋”，并未对顾客关注的核心环节“价格、品质、服务”有实质性的提升作用。

苏宁作为本身缺乏互联网基因的零售商，目前已具备了成熟的电商实力，我们认为苏宁有望成为“探究线上对线下反哺和赋能”这个全行业仍在探索中的命题的有力解答者，最核心原因在于，苏宁手握线上线下用户的消费数据，在数据开发和应用层面有很大的拓展空间。同阿里类似，苏宁目前正在建设“基于统一数据体系的规划、组织和应用”的数据中台，意即全部业务无论数据采集、清洗、存储、调用、应用、决策均采用同一套数据中台体系，一改往常数据孤岛、隔离、不一致等数据应用痛点。

图表 54：苏宁数据中台的建设目标



来源：CIO之家，国金证券研究所

图表 55：苏宁的数据中台系统架构规划



来源：CIO之家，国金证券研究所

在数据统一应用化的基础上，我们认为苏宁应当做如下尝试以达成真正的线下门店赋能：

**1) 门店数字化：**尽管传统线下零售商的门店数据都容易变成孤岛，然而对苏宁这个问题应当不复存在（线下资产和数据中台均掌握在自己手中），苏宁的门店资产需要建立健壮且稳定的门店数据云化通道，将一切门店的元素和行为上云；苏宁有大把机会通过上云之后的门店数据分析应用，帮助门店切实从补货到售后各个环节提升效率。同时，门店数字化之后带来的效果是帮助用户可视化能力的提升：在了解更细维度的用户标签之后的门店可以有的放矢地指导门店经营。

**2) 服务纯粹化：**我们看到市面上许多品牌商的直营/加盟门店都引入了门店数字化的工具，包括 SaaS 管理平台（PC/移动）、微信、传感器、摄像头等等，‘拼凑’了很多所谓提升服务质量和用户体验的过程，但抛开数字化的维度，门店的服务流程仍然需要人的参与，而有人参与就有利益的诉求，用户在体验数字化服务的过程当中过多夹杂了“帮助导购/收银员/服务员提升额外绩

效”的操作，要求顾客与工作人员工号绑定、被动添加工作人员的微信后店员追踪顾客离店后的微信推销和跟踪、强制将用户信息录入系统以便系统后续无脑推送促销打折信息和微店链接信息...我们认为数字化绝非商家侧面博取利益的工具，而是帮助用户提升服务体验的武器，商家绩效提升是用户服务水平提升之后水到渠成的结果，苏宁应避免重蹈覆辙，不可本末倒置。同时，服务的去伪存真也需要关注，某些为了存在而存在的服务并非所有类型的门店都需要，苏宁须慎重思考针对不同类型门店的不同场景设置不同的服务类目。

**3) 数据多维化：**数据始终是苏宁赋能线下门店的核心，而单独以消费数据维度的赋能长期看终将面临门店画像和用户画像不清晰的天花板，我们认为苏宁需要获取更多维度的数据（包括门店地理位置数据、用户社交数据、居家设备数据等等）进行多角度映射，从更多角度进行多维数据洞察。业内新零售玩家当前已在尝试的线下体验改善举措都依托于数据的精准度，因此数据质量和多维度的数据体系建设将是苏宁的长期功课。

### 3.3 短期与长期，苏宁的价值重估逻辑

我们认为，短期内苏宁构筑线下价值的核心在于展店规模：特别是下沉市场零售云门店的展店规模。零售云门店的展店规模决定了苏宁对低线城市线下零售市场的覆盖度，我们对苏宁在 1-2 线城市的展店速度和运营效率保持相对有信心。我们看到 2017、2018 年零售云门店占苏宁门店总数（剥离苏宁小店后）的 1%和 30%，增速很快。我们预计 19-21 年零售云门店数占比将达到 42%、47%和 49%，我们对苏宁短期的线下价值稳健性持乐观态度。

从长期角度，我们认为供应商稳定性，意即与上游供应商的关系维护将成为重点；牢固且长期的供应商关系将为苏宁带来可控且稳定的营运资本，我们看到苏宁近几年的现金周期在以较快的速度上涨，从 2014 年的-69 天上升至 2018 年的-32 天。此外，自由现金流也是我们关注的重点，我们认为稳健的自由现金流有助于苏宁为长期持久战做好充足准备，但我们看到苏宁近年来的自由现金流状况并不乐观，从 2014 年-30 亿元达到 2018 年的-110 亿元。从长期看，如保持当前发展态势，我们对苏宁的长期资产价值表现持谨慎乐观态度。

### 3.4 还零售以零售：30 年风雨路，不变的仍将是我们熟知的苏宁

纵观零售行业几十年，电商尚未诞生和普及之前的时间过的很慢，苏宁白手起家，一步一个脚印，通过十年的努力，历经多个惨烈的渠道和价格战役，打下了家电行业的江山，树立了自己的品牌符号，夯实了家电零售行业的地位。而今电商从方兴未艾到如日中天再到颓势初现，苏宁也经历了线上化的变革及新零售大潮的洗礼，通过竞争对手的不断蹂躏、自我驱动砥砺前行，继续维持和提升用户心目中老牌零售商与服务商的地位。长期看，苏宁不应当、也不可能丢掉对传统零售的敬畏之心，毕竟全国范围内还有更多市场需要线下业态的长期精耕细作，甚至可以说，这些市场需要‘地网’的前哨探路与扎营，电商‘天网’才能前赴后继，逐步实现覆盖；部分市场的阶段性胜利难以成为苏宁长期引以为傲的筹码。

苏宁可以在品类上分阶段渗透和教育用户，逐步朝着一家用户心目中的全品类全渠道巨头迈进，但我们认为，任何一个品牌都有其消费者心中的“第



一认知”：淘宝天猫是主营服饰日百的电商、京东是主营 3C 家电快消品的电商、拼多多是低价综合电商，那么苏宁应当是什么？如果用户对苏宁的认知是一家全国连锁 3C 电器零售商，苏宁是否不应过于专注线上的相对短板，应当进一步拉长线下长板，摘取线下零售的王者地位——我们认为这是帮助苏宁构筑长期稳定、坚实、难以逾越的护城河的强有力抓手。

我们认为，苏宁在 2015 年提出的“一体两翼三云四端”战略放在今天仍然具备指导意义：所谓“一体”，**就是要坚守零售本质。不管零售业态怎么变、渠道怎么变，苏宁始终坚守顾客服务、商品经营的零售本质**，并充分运用互联网、物联网、云计算等新工具，创新商品经营模式和顾客服务方式，实现科技零售和智慧服务——然而互联网是新工具，但归根结底只是工具，工具并非万能。同样的，数字化并不是运营懈怠的借口，“零售皆细节”的道理经久不衰——任何零售的基本要素，包括产品品质、门店运营效果、售中售后服务能力、供应链管理效率等要素今天仍然是做好零售的根本。

此外，苏宁需要注重更平滑的上下游关系。京东正是看到了传统家电销售中存在的巨大问题，先后多次向供应商抛出橄榄枝，希望打破原有不平衡关系，利用自身的运营效率和成本优势，以“不加赋”的承诺把利润留给合作方和消费者，让市场更透明。所以市场上的力量并非一成不变，苏宁需意识到和制造商、品牌商是唇亡齿寒的关系，只有维持厂商良好关系才能实现合作共赢。

展望未来，无论是“沃尔玛+亚马逊”的终极模式愿景，还是阿里京东之外的第三级，对苏宁而言都将前路漫漫，艰险异常；而我们认为使苏宁走的更远的驱动力，是苏宁在秉承“**服务是苏宁唯一的产品和符号**”的执念基础上，对**线下零售内核的持续打磨以及对零售边界的自律与坚守**。

#### 四、财务分析与盈利预测

尽管 2018 年苏宁的线上业务收入贡献已接近 50%，我们仍然认为苏宁是一家连锁零售为主业的公司，线上更多被视为零售渠道之一。为此在财务角度我们仍然主要关注苏宁的交易规模与收入规模、营运资本与现金流等。

我们看到，苏宁近年来的线上货币化率已超过 55%：近三年来的货币化率（线上收入/线上 GMV）分别为 57%/58%/55%，但我们认为随着苏宁持续关注与加固线下优势，线上收入占比和线上货币化率将稳定回归至 50%左右。我们预计 19-21 年苏宁在家电 3C 品类的线上市场份额将达到 34%-36%，线上 GMV 将达到 2,549/3,357/4,106 亿元，线上货币化率预估在 55%/54%/53%。

2018 年苏宁电商的注册会员已经达到 4.1 亿，我们预计随着流量竞争的激烈和流量逐步分散化的趋势，苏宁 2021 年的电商注册会员或达到 4.8 亿人，增速或出现明显疲态。

##### 4.1 损益表视角

从营业收入看，我们预期苏宁能够长期保持家电全渠道 21%的市场份额，线下快速展店的策略也对苏宁的获取新客和提升收入有一定帮助，此外随着苏宁天猫旗舰店的流量优势逐渐明显、下沉市场电商规模逐步打开，苏宁易购电商的整体成长性短期内仍然可期。线下业务看，我们预计苏宁 19-21 年线下业

务收入为 1,447/1,727/2,106 亿元，同比增长 22%/19%/22%，考虑到苏宁收购家乐福中国后可能对苏宁业绩带来的影响，保守估计 2020 年完成收购并表（假设 2020 年家乐福中国营收仍为 299 亿元），2021 年完成整合，因此 2021 年苏宁线下营收会有明显增长。苏宁小店 19 年已经剥离上市公司，但对收入影响有限。线上业务看，19-21 年线上收入我们预计分别为 1,392/1,801/2,174 亿元，同比增长 22%/29%/21%，收入占比在 49%/51%/51%，2020 年主要考虑 5G 设备将迎来爆发，且 5G 设备的销售主要来源于线上所致。

综上所述，我们认为苏宁 19-21 年合计收入为 2,993/4,011/4,793 亿元，同比增速分别为 22%/34%/20%。

从费用率上看，我们认为营销费用率还将继续增加，原因在于随着获客成本的上升，苏宁需要在线上线下双管齐下获取新的流量，我们认为增量获客和存量获客对苏宁而言均是不小的挑战。此外，苏宁目前仍然在拓展新品类，且快消、母婴、居家、食品生鲜等品类的投入天花板尚未可知，我们认为长期看都需要大量营销费用投入以争抢市场份额。家乐福 2020 年并表后也需要大量门店改造和营销投入工作，我们预计 19-21 营销费用率为 11.0%/12.5%/12.0%。管理+研发费用上看，我们预测 17/18 年管理费用率（含研发费用率）为 2.6%/3.0%。苏宁近几年在人员成本和研发费用上投入逐年上涨，17/18 年研发人员数量 5,438/8,297 人，研发费用 18/29 亿元。我们预计随着苏宁中台集团系统研发资源的投入以及家乐福系统整合的投入，19-21 年管理费用率（含研发费用率）会持续上升至 3.1%/3.5%/3.5%。

利润方面，苏宁 17/18 年归属母公司股东净利润为 42 亿和 133 亿，18 年净利润较高主要是由于苏宁通过出售部分阿里股份获利近 140 亿元。我们预计 19-21 年归属母公司股东净利润为 35/47/67 亿元，保守估计 2020 年由于家乐福将并表，带来 5~10 亿左右的利润下行，因此会对净利润会产生一定影响。

#### 4.2 资产负债表与现金流量表视角

苏宁在 17/18 年的现金及现金等价物达到 340/480 亿元，18 年主要由于出售阿里股份的获取的现金增加所致。由于今年苏宁宣布现金并购家乐福，现金的后续表现将会受到一定影响。

17/18 年的经营现金流受到金融业务、拓店备货及对供应商紧俏货源的账期支持影响，经营性现金流为-66/-139 亿元，现金流情况较差。17/18 年的现金周转天数分别为-45/-32 天，现金周转天数略有下降。主要原因为苏宁金服开展的供应链金融以及小额贷款业务对外发放的贷款占用，剔除金融业务后 17/18 年的经营现金流为-4/-53 亿元。此外预付款项的周转天数和应付款周转天数的缩小对经营现金流也有一定影响，17/18 年的预付款项周转天数为 29/27 天、应付账款&票据周转天数为 89/77 天，公司为保证紧俏货源的供给，锁定部分货源，预付款项占用加大，并压缩了上游应付款的周转天数。我们预计 19 年剥离金融业务和小店业务后经营现金流将有所改善。

### 五、估值与投资建议

综上所述，我们认为苏宁的确拥有引以为傲的、覆盖距离消费者 500m-10km 之间的多元化门店资产，且这部分资产带来的价值短期内难以被其他对手攻克。我们也相信苏宁的行业敏感度和洞察力已经为业内公认，从几次自我变革角度能够看出苏宁既有明显的忧患意识、也有超出对手的勇气、更有一千到底的行动，我们认为这种狼性和野性的基因的加持能够帮助苏宁始终处于行业竞争前列。

然而，苏宁的激进策略在规模为王的实体经济进化时代尚可奏效，而在“资源须有效配置，借力、合力大于蛮力”的全渠道零售时代，苏宁需要审慎对手中的武器进行调用，任何一步棋的策略和执行都将对苏宁整体资源配置效率产生不可小觑的影响。

我们认为，苏宁的多元化业务布局体系使得我们必须从分部估值和可比公司的角度对苏宁进行考量，同时基于苏宁实质上仍以连锁零售为主业，我们也需要从自由现金流的角度对苏宁进行估值。

#### 我们分别从 SOTP 和 DCF 的角度尝试对苏宁进行估值：

从分部估值的角度，我们按照线上业务、线下门店以及苏宁金融三部分进行估值。

线上业务看，我们采取 P/GMV 的方式，2019 年亚马逊、阿里、京东、唯品会、拼多多的 P/GMV 分别为 2.39x、0.41x、0.14x、0.25x、0.16x，基于电商市场格局已稳定，苏宁线上业务的潜力空间中长期承压，我们给予苏宁线上业务 2019 年 0.07x 的 P/GMV，按照 2019 年预计的线上 2,550 亿元 GMV 计算，苏宁线上部分估值区间为 178 亿元。

线下业务看，我们采取 P/E 的估值方法，2019 年三江购物、永辉超市、家家悦、百联股份、天虹股份的 P/E 分别为 72x、41x、29x、19x、15x，基于苏宁线下业务的潜力空间较大，展店速度快且连锁门店壁垒较高，且线上业务和 O2O 业务中长期看仍需线下业态的输血和业务支撑，我们给予苏宁 14x 的 P/E 估值区间，按照 2019 年预计 58 亿元的线下业务净利润计算（假设线下业务净利率为 4%），我们得出苏宁线下业务估值区间 810 亿元。

苏宁金融的股权价值看，苏宁金融本轮融资完成后估值将达到 560 亿元（上一轮估值 460 亿元，本轮预计融资 100 亿元），苏宁原有持股比例 50.1% 将于本轮融资完成后被稀释至 41%，按此计算，苏宁持有的苏宁金融股权价值为 230 亿元。

结合上述 SOTP 估值过程，我们采用 SOTP 估值法对苏宁当前整体估值区间为 1,218 亿元。

**图表 56：苏宁 SOTP 估值结果**

苏宁分部估值	估值比率	估值
线上(P/GMV)	0.07	178
线下 (P/E)	14x	810
金融	N/A	230
合计	N/A	1218

来源：国金证券研究所

**图表 57: P/GMV 估值法下可比公司 2019 年数据**

公司	2018 GMV (万亿元) *	2019GMV (万亿元)	YoY%*	总市值 (亿元, 2019/7/1)	2019 P/GMV
AMZN	17,674	26,687	51%	63,810	2.39
BABA	57,200	74,360	30%	30,197	0.41
JD	17,000	22,000	29%	2,998	0.14
VIPS	1,310	1,572	20%	393	0.25
PDD	4,716	10,316	119%	1,643	0.16

来源: Wind, 国金证券研究所 \*阿里 2018GMV 为 FY2019, 各公司 2019GMV 同比增速为假设情况

从现金流角度, 我们认为苏宁的现金流运营能力有较大增长潜力, 在 DCF 模型中, 我们假设苏宁的现金流将会随着线下门店规模的扩大 (特别是低线城市加盟店数量的扩大)、线上业绩的增长以及入驻三方商家的增多和用户基数的提升而呈现较好的趋势, 此外由于供应链竞争日益白热化, 苏宁在维持供应链长期话语权的同时需要维持现金周期在可控范围内缓慢上涨, 此外, 2020 年家乐福并表后对现金流会有 1-2 年的调整期, 同时由于 21-22 年部分债券到期需要偿还, 对现金流也有一定影响; 结合上述假设, 我们采取了 9.3% 的 WACC 和 1% 的永续增长率, 得到 1,253 亿元的估值。

**图表 58: 苏宁的 DCF 估值模型**

(人民币百万)	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
息税前利润	14,883	4,772	6,336	8,525	11,203	16,366	22,050	23,688	25,419	27,257	29,800	32,304
加: 折旧与摊销	2,372	2,978	3,412	4,013	4,752	5,524	6,287	7,033	7,777	8,543	9,348	10,199
减: 所得税	1,391	444	589	793	1,680	2,455	3,308	3,553	3,813	4,088	4,470	4,846
减: 资本支出	7,432	5,021	6,551	8,096	9,319	10,301	11,149	11,982	12,865	13,819	14,819	15,905
减: 运营资本的变化	19,406	(15,985)	(3,603)	1,517	(967)	60	(792)	4,865	(10)	4,017	2,409	8,939
去杠杆后自由现金流	(10,972)	18,270	6,210	2,132	5,923	9,075	14,672	10,320	16,528	13,875	17,449	12,813
终值												156,460
贴现现金流	(10,972)	18,270	5,683	1,786	4,539	6,366	9,418	6,062	8,885	6,827	7,856	5,280
预测期现值												62,702
终值的现值												64,468
企业价值												127,171
减: 净负债与少数股东权益												(1,891)
归属股东的权益现值												125,280
总股本												9,255
归属股东每股权益价值 (人民币/股)												13.54

WACC 假设			
无风险利率	4.0%	税前债务成本	4.6%
风险溢价	6.5%	税率	25.0%
Beta	96.9%	税后债务成本	3.5%
权益成本	10.3%	目标负债率	15.0%
永续增长率	1.0%	WACC	9.3%

来源: 国金证券研究所

我们认为两种估值方法的侧重点不同, 均可纳入对苏宁估值的考量。综合两种估值方法的估值水平, 我们取平均值最终得出苏宁的目标市值约为 1,236 亿元, 对应每股目标价 13.4 元, 对应 19-21 年 P/E 倍数分别为 32x/22x/15x。结合公司目前市场股价, 我们首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 六、风险提示

- 1、**家电品牌商长期看或自建渠道, 抑制渠道商供货能力。** 我们看近年来家电渠道商与品牌商的关系长期处于微妙状态, 随着渠道商的市场空间和地位逐步提升, 品牌商利润空间明显被挤压。TCL 的幸福树计划、康佳的千县千城计划、美的的百家 4S 店、志高的乡镇总动员计划等等都在尝试自建渠道以掌控终端渠道和下游利润, 京东从家电门外汉成长为线上家电主力渠道的侧面原因也在于传统渠道垄断时期渠道商和品牌商之间的关系维护出现瑕疵。如苏宁与家电品牌商关系的维护力出现弱化甚至断层, 有可能对苏宁上游议价能力和供货计划带来挑战。



- 2、**收购家乐福存在不确定性，反垄断条例审查存在一定风险。**2019年6月24日苏宁宣布收购家乐福，我们看到本次交易尚需通过国家市场监督管理总局的经营者集中反垄断审查，存在一定不确定性。我们认为纯现金收购会对整体收购进程的加速起到一定帮助作用，但仍然需要警惕收购交割延期甚至暂缓的风险。
- 3、**整合家乐福出现障碍，合作经营效果不及预期。**我们相信苏宁收购家乐福背后存在重大战略构思和落地方案，苏宁的强执行力理论上也有助于家乐福的快速转型。然而由于家乐福中国是全球知名零售集团的中国子公司，在国内已运营超过20年，形成了自身独特的市场判断、管理方式、运营机制以及企业文化和价值观。同时，家乐福与苏宁在人事、财务、法务等职能管理制度上也存在一定差异。本次交易完成后若整合工作开展不顺利，可能导致协同效果不及预期的风险。
- 4、**下沉市场渗透受到阻力。**随着19年618的到来，各大电商巨头呈现相互渗透对方市场的趋势，我们看到阿里系、京东持续发力下沉市场，拼多多百亿大牌补贴直取高线用户；苏宁也将大部分线下门店拉入618战事且主打线上线下同价，意在控制县域级下沉市场地位；面对强大的竞争对手针对下沉市场的更多高效打法，苏宁在下沉市场的竞争力可能有所折扣，导致下沉市场开辟效果不及预期。
- 5、**高速扩张中的遗留问题。**苏宁花费超过6年的时间完成了从线下零售到多渠道的转型，高速发展的过程中难免遗留业务基础不牢靠、人事、组织、技术系统不完善的问题，苏宁面临在未来持续高速狂奔中更换车轮/部件的挑战。如果中后台职能出现短板或传统业务无法保持竞争优势，可能会影响苏宁长期战略部署、落地进程以及市场地位。
- 6、**苏宁的后续的战略调整和落地策略可能任重道远，导致业绩或低于预期。**我们认为现金流的改善可能是苏宁后续调整策略和执行效果是否得当的风向标；如果调整不及预期，现金流水平可能会持续恶化并波及到净利润水平。

**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)							
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
<b>主营业务收入</b>	<b>148,585</b>	<b>187,928</b>	<b>244,957</b>	<b>299,251</b>	<b>401,108</b>	<b>479,327</b>	货币资金	27,209	34,030	48,042	52,061	52,665	53,921	
增长率	9.6%	26.5%	30.3%	22.2%	34.0%	19.5%	应收款项	15,117	18,309	27,024	27,875	38,462	48,589	
<b>主营业务成本</b>	<b>-127,248</b>	<b>-161,432</b>	<b>-208,217</b>	<b>-251,607</b>	<b>-329,180</b>	<b>-393,525</b>	存货	14,392	18,551	22,263	24,816	32,467	39,892	
%销售收入	85.6%	85.9%	85.0%	84.1%	82.1%	82.1%	其他流动资产	25,665	16,939	34,414	34,414	34,414	34,414	
<b>毛利</b>	<b>21,338</b>	<b>26,496</b>	<b>36,740</b>	<b>47,644</b>	<b>71,928</b>	<b>85,801</b>	流动资产	82,384	87,830	131,743	139,167	158,008	176,815	
%销售收入	14.4%	14.1%	15.0%	15.9%	17.9%	17.9%	%总资产	60.1%	55.8%	66.0%	66.5%	63.2%	64.7%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-583</b>	<b>-729</b>	<b>-894</b>	<b>-894</b>	<b>-894</b>	<b>-894</b>	长期投资	417	1,767	17,675	17,971	18,268	18,565	
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	固定资产	12,813	14,373	15,199	15,842	16,997	18,483	
<b>营业费用</b>	<b>-17,451</b>	<b>-20,636</b>	<b>-26,067</b>	<b>-32,918</b>	<b>-50,138</b>	<b>-57,519</b>	%总资产	9.3%	9.1%	7.6%	7.6%	6.8%	6.8%	
%销售收入	11.7%	11.0%	10.6%	11.0%	12.5%	12.0%	无形资产	5,685	8,216	9,654	10,716	12,257	14,124	
<b>管理费用</b>	<b>-3,946</b>	<b>-3,613</b>	<b>-5,201</b>	<b>-6,584</b>	<b>-9,225</b>	<b>-11,025</b>	非流动资产	54,784	69,447	67,725	70,064	92,088	96,467	
%销售收入	2.7%	1.9%	2.1%	2.2%	2.3%	2.3%	%总资产	39.9%	44.2%	34.0%	33.5%	36.8%	35.3%	
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>-1,251</b>	<b>-2,262</b>	<b>-2,693</b>	<b>-4,813</b>	<b>-5,752</b>	<b>资产总计</b>	<b>137,167</b>	<b>157,277</b>	<b>199,467</b>	<b>209,231</b>	<b>250,096</b>	<b>273,283</b>	
%销售收入	0.0%	0.7%	0.9%	0.9%	1.2%	1.2%	短期借款	10,755	8,913	27,851	24,000	28,937	25,970	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>-643</b>	<b>1,518</b>	<b>4,578</b>	<b>7,249</b>	<b>11,670</b>	<b>16,363</b>	应付款项	48,517	53,168	62,933	70,312	91,990	107,815	
%销售收入	n.a	0.8%	1.9%	2.4%	2.9%	3.4%	其他流动负债	2,183	2,183	2,913	1,147	1,291	1,493	
<b>财务费用</b>	<b>-416</b>	<b>-306</b>	<b>-1,235</b>	<b>-1,631</b>	<b>-1,644</b>	<b>-1,668</b>	流动负债	61,455	64,264	93,697	95,459	122,219	135,278	
%销售收入	0.3%	0.2%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%	长期贷款	3,518	6,354	14,788	20,788	16,851	20,881	
<b>资产减值损失</b>	<b>-350</b>	<b>-513</b>	<b>-2,059</b>	<b>-2,516</b>	<b>-3,372</b>	<b>-4,030</b>	其他长期负债	2,272	3,032	2,771	2,771	16,559	16,559	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-34</b>	<b>19</b>	<b>292</b>	<b>292</b>	<b>292</b>	<b>292</b>	负债	<b>67,245</b>	<b>73,649</b>	<b>111,256</b>	<b>119,019</b>	<b>155,629</b>	<b>172,718</b>	
<b>投资收益</b>	<b>1,555</b>	<b>4,213</b>	<b>13,694</b>	<b>1,703</b>	<b>1,703</b>	<b>703</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>65,710</b>	<b>78,958</b>	<b>80,917</b>	<b>83,012</b>	<b>87,403</b>	<b>93,695</b>	
%税前利润	172.6%	97.2%	98.2%	49.5%	34.1%	9.8%	其中：股本	9,310	9,310	9,310	9,310	9,310	9,310	
<b>营业利润</b>	<b>111</b>	<b>4,930</b>	<b>15,271</b>	<b>5,098</b>	<b>8,649</b>	<b>11,661</b>	未分配利润	53,897	57,603	71,307	73,402	77,793	84,085	
营业利润率	0.1%	2.6%	6.2%	1.7%	2.2%	2.4%	少数股东权益	4,212	4,669	7,294	7,200	7,064	6,870	
<b>营业外收支</b>	<b>15</b>	<b>256</b>	<b>287</b>	<b>350</b>	<b>470</b>	<b>561</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>137,167</b>	<b>157,277</b>	<b>199,467</b>	<b>209,231</b>	<b>250,096</b>	<b>273,283</b>	
<b>税前利润</b>	<b>901</b>	<b>4,332</b>	<b>13,945</b>	<b>3,438</b>	<b>4,988</b>	<b>7,154</b>	<b>比率分析</b>		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
利润率	0.6%	2.3%	5.7%	1.1%	1.2%	1.5%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-408</b>	<b>-283</b>	<b>-1,303</b>	<b>-320</b>	<b>-464</b>	<b>-665</b>	每股收益	0.076	0.452	1.440	0.347	0.504	0.722	
所得税率	45.3%	6.5%	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%	每股净资产	7.058	8.481	8.741	8.968	9.442	10.122	
<b>净利润</b>	<b>493</b>	<b>4,050</b>	<b>12,643</b>	<b>3,118</b>	<b>4,524</b>	<b>6,488</b>	每股经营现金净流	0.412	-0.709	-1.499	0.760	1.109	0.945	
少数股东损益	-211	-163	-685	-94	-136	-195	每股股利	0.070	0.100	0.121	0.029	0.042	0.061	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>704</b>	<b>4,213</b>	<b>13,328</b>	<b>3,212</b>	<b>4,660</b>	<b>6,683</b>	<b>回报率</b>							
净利率	0.5%	2.2%	5.4%	1.1%	1.2%	1.4%	净资产收益率	1.07%	5.34%	16.47%	3.92%	5.47%	7.38%	
							总资产收益率	0.63%	2.86%	7.47%	1.57%	2.03%	2.55%	
							投入资本收益率	0.92%	4.27%	10.28%	3.20%	4.09%	5.23%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	9.62%	26.48%	30.35%	22.16%	34.04%	19.50%	
							EBIT 增长率	6156.64%	-18.39%	40.24%	219.16%	227.04%	-67.94%	
							净利润增长率	-33.3%	721.0%	212.2%	-75.3%	45.1%	43.4%	
							总资产增长率	55.74%	14.66%	26.83%	4.89%	19.53%	9.27%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	2.3	3.4	6.8	8.0	10.0	12.0	
							存货周转天数	40.7	37.2	35.8	36.0	36.0	37.0	
							应付账款周转天数	102.2	89.0	76.7	77.0	77.0	76.0	
							固定资产周转天数	31.5	27.9	22.6	19.3	15.5	14.1	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	-18.50%	-22.44%	-6.12%	-8.06%	-7.28%	-7.03%	
							EBIT 利息保障倍数	2.1	6.6	10.6	2.4	3.0	4.0	
							资产负债率	49.02%	46.83%	55.78%	56.88%	62.23%	63.20%	

来源：公司年报、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	11	11	18	50
增持	0	6	6	12	28
中性	0	0	0	0	3
减持	0	1	1	1	1
评分	0.00	1.50	1.50	1.48	1.45

来源：朝阳永续

### 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
2	2018-06-13	买入	15.28	20.00~22.00
3	2018-07-31	买入	12.98	N/A

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



### 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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；非国金证券C3级以上(含C3级)的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