

## 苏宁易购 (002024)

# 全场景零售体系初成，苏宁价值或被低估

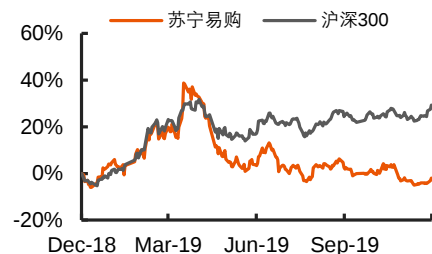
### 推荐（首次）

现价：10.16 元

#### 主要数据

|               |                                 |
|---------------|---------------------------------|
| 行业            | 商贸零售                            |
| 公司网址          | www.suning.cn<br>www.suning.com |
| 大股东/持股        | 张近东/20.96%                      |
| 实际控制人         | 张近东                             |
| 总股本(百万股)      | 9,310                           |
| 流通 A 股(百万股)   | 7,775                           |
| 流通 B/H 股(百万股) | 0                               |
| 总市值(亿元)       | 945.90                          |
| 流通 A 股市值(亿元)  | 789.96                          |
| 每股净资产(元)      | 9.77                            |
| 资产负债率(%)      | 60.7                            |

#### 行情走势图



#### 证券分析师

文献 投资咨询资格编号  
S1060511010014  
0755-22627143  
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

何沛滨 一般从业资格编号  
S1060118100014  
0755-33547894  
HEPEIBIN951@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- **摘要：**苏宁易购是家电 3C 领域领先的线下零售商，电器门店&零售云店分占城市&下沉零售市场且优势明显。线上平台市占率虽低但经营成熟，是公司争夺零售巨头席位的入场券。新零售时代苏宁负重前行，新业态快速扩张+多次重要并购以搭建全场景零售体系。SOTP 法测算公司整体价值为 1,269.38 亿元，目前市值或被低估，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **家电 3C 零售企业起家，向全场景零售转型。**苏宁易购起家于家电 3C 领域，上市以来曾以多次革新以应对竞争。公司线上下多次布局，目前已初步建成全场景零售体系。公司创始人张近东持股比例高、阿里巴巴为第二大股东，公司发展决策中的前瞻性较强。2017 年以来公司适应新零售时代发展，营收增速 15%以上，归母净利也因出售资产而大幅提升。
- **消费整体增速下行，家电市场持续被龙头整合。**社零总额增速下行至个位数，电商增速也因线上红利的消退而有所下滑。受宏观环境&房地产遇冷的影响，家电行业负增长。苏宁家电全渠道市占率第一、线上第二，存量市场竞争中龙头优势明显，中小型渠道商持续出清或被龙头整合。
- **家电 3C 线下体系完善，零售云赋能下沉市场。**苏宁大家电&3C 业务占比超三分之二，且增速领先于行业。公司线下体系是该业务的核心，上市后门店数曾快速增加，推动苏宁规模迅速扩大；至电商崛起时代，公司战略变化，线下收缩；但新零售时代以来苏宁通过设立商超店中店，线下再度扩张。此外，公司通过新业态零售云门店的加盟模式进军下沉市场，吸引地方小型电器店加盟，向其输出商品、渠道&服务等以推苏宁规模增长。
- **毅然转型线上，抢巨头竞争时代的入场券。**2012 年与京东的价格战促使苏宁坚决转型电商。至 2018 年公司 GMV 已超 2,000 亿，12-18 年 CAGR 达 54.7%，但目前公司线上市占率仅 2%，远落后于互联网巨头。但苏宁正借力阿里系平台努力追赶，试水社交电商或也可打开增量空间。对苏宁而言，线上电商仍是一个运营成熟的零售平台，可使公司无须彻底依赖阿里系，是苏宁冲击阿里系、腾讯京东系下第三席的入场券。
- **搭建全场景零售体系，负重前行争当巨头。**新零售时代先阿里&腾讯划分阵营，零售进入巨头竞争时代。新时代下苏宁仍持雄心壮志，着力搭建

|           | 2017A   | 2018A   | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 187,928 | 244,957 | 293,475 | 381,216 | 469,422 |
| YoY(%)    | 26.5    | 30.3    | 19.8    | 29.9    | 23.1    |
| 净利润(百万元)  | 4,213   | 13,328  | 12,431  | 3,265   | 4,330   |
| YoY(%)    | 498.0   | 216.4   | -6.7    | -73.7   | 32.6    |
| 毛利率(%)    | 14.1    | 15.0    | 13.3    | 14.5    | 14.6    |
| 净利率(%)    | 2.2     | 5.4     | 4.2     | 0.9     | 0.9     |
| ROE(%)    | 5.8     | 16.7    | 14.4    | 3.5     | 4.5     |
| EPS(摊薄/元) | 0.45    | 1.43    | 1.34    | 0.35    | 0.47    |
| P/E(倍)    | 22.5    | 7.1     | 7.6     | 29.0    | 21.8    |
| P/B(倍)    | 1.2     | 1.2     | 1.0     | 1.0     | 1.0     |

1-10km 圈内全场景零售体系,苏宁小店、并购家乐福等项目均助公司增加商品品类&提升销售规模。但接连扩张&并购耗资巨大,扣非净利&经营性现金流等财务数据已开始示警。

- **长期看机遇与挑战并存,投资价值或被低估。**从长期看,苏宁零售大平台雏形已现,但各条主线均面临挑战。我们预测 19-21 年公司营收 2,934.75、3,812.16、4,694.22 亿元,同比增 19.8%、29.9%、23.1%;归母净利 124.31、32.65、43.30 亿元,同比-6.7%、-73.7%、+32.6%,对应 EPS 1.34、0.35、0.47 元,PE 7.6、29.0、21.8 倍;并通过 SOTP 法测算苏宁价值为 1,269.38 亿元。苏宁线下零售领先地位稳固、线上平台建设完善、新业务发展机遇大,但公司目前市值不足千亿或被低估,首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示:** 1) 宏观经济持续下行,消费低迷的风险:零售行业表现与宏观环境密切相关,若宏观增速持续下行,消费持续疲弱,则行业&公司发展均受负面影响;2) 行业竞争加剧的风险:互联网巨头、地产商等行业外公司纷纷加入零售行业的竞争中,行业竞争或将加剧;3) 家乐福整合存在设想外困难的风险:家乐福归属超市大卖场行业,苏宁在此领域探索不多,或存在整合效果不如预期的风险;4) 新业务模式探索期长,投资回收期不确定的风险:零售云、拼购、苏小团等新模式仍在探索期需持续投入,或存在投资回收期长、乃至新模式不成立的风险。

# 正文目录

|           |                                 |           |
|-----------|---------------------------------|-----------|
| <b>一、</b> | <b>家电 3C 零售企业起家，向全场景零售转型</b>    | <b>6</b>  |
| 1.1       | 苏宁起家于家电 3C 领域，积极搭建全场景零售         | 6         |
| 1.2       | 创始人&阿里股权比例高，公司发展决策中的前瞻性强        | 6         |
| 1.3       | 新零售时代公司营收增速 15%+，归母净利因出售资产而大幅提升 | 7         |
| <b>二、</b> | <b>消费整体增速下行，家电市场持续被龙头整合</b>     | <b>7</b>  |
| 2.1       | 社零增速处下行区间，电商增速也有所下滑             | 7         |
| 2.2       | 家电行业整体增速下行，市场持续被龙头整合            | 8         |
| <b>三、</b> | <b>家电 3C 线下体系完善，零售云赋能下沉市场</b>   | <b>9</b>  |
| 3.1       | 家电 3C 业务占比高，线下门店体系是核心           | 9         |
| 3.2       | 上市后门店数快速增加，推动苏宁规模迅速扩大           | 10        |
| 3.3       | 零售云加盟模式进军下沉市场，平台赋能以推苏宁规模增长      | 12        |
| <b>四、</b> | <b>毅然转型线上，抢巨头竞争时代的入场券</b>       | <b>14</b> |
| 4.1       | 价格战促公司转型电商，但线上零售规模仍远远落后         | 14        |
| 4.2       | 线上借力阿里努力追赶，新尝试或可打开增量空间          | 16        |
| 4.3       | 线上占比大幅提升，是零售巨头竞争时代的入场券          | 17        |
| <b>五、</b> | <b>搭建全场景零售体系，负重前行争当巨头</b>       | <b>18</b> |
| 5.1       | 阿里&腾讯划分新零售阵营，零售进入巨头竞争时代         | 18        |
| 5.2       | 新业态快速扩张&并购家乐福，搭建全场景零售体系         | 19        |
| 5.3       | 扩张&并购耗资巨大，财务数据接连示警              | 20        |
| <b>六、</b> | <b>长期看机遇与挑战并存，投资价值或被低估</b>      | <b>21</b> |
| <b>七、</b> | <b>风险提示</b>                     | <b>22</b> |

## 图表目录

|       |                                      |    |
|-------|--------------------------------------|----|
| 图表 1  | 苏宁发展历程 .....                         | 6  |
| 图表 2  | 苏宁易购旗下各业态简介 .....                    | 6  |
| 图表 3  | 苏宁易购十大股东 (3Q19) .....                | 6  |
| 图表 4  | 1-3Q19 公司营收 2,010 亿元, 同比+16.2% ..... | 7  |
| 图表 5  | 1-3Q19 公司净利 119 亿元, 同比+94.3% .....   | 7  |
| 图表 6  | 社零总额增速缓步下行 .....                     | 8  |
| 图表 7  | 网络购物市场规模增速高于社零增速 .....               | 8  |
| 图表 8  | 家电零售规模增速下滑, 整体&线下已出现负增长 .....        | 8  |
| 图表 9  | 苏宁整体家电市场份额排名第一 (1H19) .....          | 9  |
| 图表 10 | 苏宁线上家电市场份额排名第二 (1H19) .....          | 9  |
| 图表 11 | 3C+大家电占苏宁总营收近 68% (1H19) .....       | 10 |
| 图表 12 | 17 年以来 3C&大家电营收维持双位数增速 .....         | 10 |
| 图表 13 | 苏宁传统线下电器门店数量统计 .....                 | 10 |
| 图表 14 | 苏宁上市后线下电器门店数快速增加 .....               | 11 |
| 图表 15 | 08 年以前苏宁&国美规模大致相当 (亿元) .....         | 11 |
| 图表 16 | 苏宁&国美营收同比增速趋势大致相同 (%) .....          | 11 |
| 图表 17 | 苏宁 2012 年起毛利率显著下行 (%) .....          | 12 |
| 图表 18 | 苏宁 2012-2016 年间电器门店收缩 .....          | 12 |
| 图表 19 | 苏宁 2017 年起电器门店数重新增长 .....            | 12 |
| 图表 20 | 大润发超市内苏宁电器门店 .....                   | 12 |
| 图表 21 | 零售云基本概念阐述 .....                      | 13 |
| 图表 22 | 零售云门店数量统计 .....                      | 13 |
| 图表 23 | 家电线下渠道品牌外份额超 70% (1H19) .....        | 14 |
| 图表 24 | 苏宁零售云对个体店进行标准化改造 .....               | 14 |
| 图表 25 | 苏宁&京东 2012 年家电价格战前的情况整理 .....        | 15 |
| 图表 26 | 苏宁 2018 年线上交易规模超 2,000 亿元 .....      | 15 |
| 图表 27 | 苏宁 APP 月度活跃用户数增速迅速 (万人) .....        | 15 |
| 图表 28 | 线上零售格局分布 (2018 年) .....              | 16 |
| 图表 29 | 1-3Q19 移动 APP 月平均活跃用户数 (万人) .....    | 16 |
| 图表 30 | 苏宁易购在天猫开设旗舰店 .....                   | 16 |
| 图表 31 | 阿里新零售版图中苏宁占一席之地 .....                | 16 |
| 图表 32 | 苏宁线上非自营商品比例大幅提升 .....                | 17 |
| 图表 33 | 苏宁积极探索社交电商模式 .....                   | 17 |
| 图表 34 | 苏宁线上占比近 60% .....                    | 18 |
| 图表 35 | 苏宁主营业务规模已被京东拉开差距 (亿元) .....          | 18 |

|                                                    |    |
|----------------------------------------------------|----|
| 图表 36 阿里、腾讯市值十倍于京东、拼多多，京&拼市值又数倍于线下零售企业（单位：亿元）      | 18 |
| 图表 37 苏宁并购标的列表 .....                               | 19 |
| 图表 38 苏宁尝试消费场景全覆盖 .....                            | 19 |
| 图表 39 苏宁小店数量快速增长 .....                             | 20 |
| 图表 40 苏宁收购家乐福情况 .....                              | 20 |
| 图表 41 苏宁集团架构 .....                                 | 20 |
| 图表 42 苏宁 2015 年通过换股得到 2,632 万阿里巴巴美股，已分三次悉数出售 ..... | 21 |
| 图表 43 苏宁 2017 年以来扣非归母净利&经营性现金流均为负数（亿元） .....       | 21 |
| 图表 44 线下业务可比公司比较 .....                             | 22 |
| 图表 45 线上业务可比公司比较 .....                             | 22 |

## 一、 家电 3C 零售企业起家，向全场景零售转型

### 1.1 苏宁起家于家电 3C 领域，积极搭建全场景零售

苏宁起家于家电 3C 领域，多次革新以应对竞争。苏宁始创于 1990 年南京，作为一家仅有 200 平米的小型单体空调店，苏宁于 1993 年“空调大战”中战胜南京八大商场，并于 1996 年走出南京开启连锁发展模式，1998 年公司销售品类扩大至综合电器领域。苏宁电器于 2004 年登陆深交所，融资后公司迅速在全国扩张以应对国美的竞争。2012 年苏宁在与京东的竞争中意识到了电商的能量，并于 2013 年更名为苏宁云商，向互联网零售转型。2015 年阿里巴巴入股苏宁并成为第二大股东，苏宁加入阿里新零售阵营。公司于 2018 年再次更名为苏宁易购，随后新设/并购一系列零售业态以打造“全场景零售”。

线上线下勤织网，全场景零售体系初建成。目前苏宁易购线下连锁网络覆盖海内外，拥有苏宁易购广场、家电 3C 家居生活专业店、苏宁易购零售云店、苏宁极物、红孩子、苏鲜生、家乐福超市等业态，零售品类&场景丰富。苏宁易购线上通过自营、开放和跨平台运营，成为国内主流电商之一。

图表1 苏宁发展历程

|      |                  |
|------|------------------|
| 1990 | 苏宁空调店初创          |
| 1993 | 南京空调大战，战胜八大商场    |
| 1996 | 走出南京，开启连锁经营      |
| 1998 | 品类扩展至综合电器        |
| 2004 | 深交所上市，开始快速扩张     |
| 2012 | 苏宁&京东价格战         |
| 2013 | 更名苏宁云商&转型互联网零售   |
| 2015 | 阿里巴巴入股，成为第二大股东   |
| 2018 | 更名苏宁易购，打造“全场景零售” |
| 2019 | 并购万达百货、家乐福超市     |

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 苏宁易购旗下各业态简介

|    |               |           |
|----|---------------|-----------|
| 线下 | 苏宁易购广场        | 购物中心综合业态  |
|    | 苏宁广场          |           |
|    | 家电 3C 家居生活专业店 | 苏宁易购线下直营店 |
|    | 苏宁零售云         | 下沉市场渠道    |
|    | 苏宁极物          | 科技生活潮店    |
|    | 红孩子           | 母婴产品店     |
|    | 苏鲜生           | 生鲜超市      |
|    | 家乐福           | 超市大卖场     |
| 线上 | 苏宁易购          | 线上综合电商    |
|    | 苏宁拼购          | 拼购电商      |
|    | 天猫旗舰店         | 阿里系电商导流   |

资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 1.2 创始人&阿里股权比例高，公司发展决策中的前瞻性强

苏宁创始人张近东现为苏宁易购董事长与实际控制人，直接持有、并通过“苏宁电器”&“苏宁控股”拥有上市公司“苏宁易购”共约 33%的股权。由于张近东拥有“苏宁电器”、“苏宁控股”的控制权，因此其个人最高可掌控苏宁易购近 45%股权，对公司控制力较强。此外，公司十大股东中，阿里巴巴通过淘宝占近 20%股权，并向苏宁易购派驻两名董事。目前苏宁加入阿里巴巴新零售圈，在天猫开设苏宁易购旗舰店并使用阿里系新零售工具赋能自身。我们认为苏宁股权稳定，且股东多为零售领域领军者，在公司发展决策中的前瞻性强。

图表3 苏宁易购十大股东（3Q19）

| 股东名称         | 持股数量(股)       | 占总股本比例(%) |
|--------------|---------------|-----------|
| 张近东          | 1,951,811,430 | 20.96     |
| 苏宁电器集团有限公司   | 1,861,076,979 | 19.99     |
| 淘宝(中国)软件有限公司 | 1,861,076,927 | 19.99     |

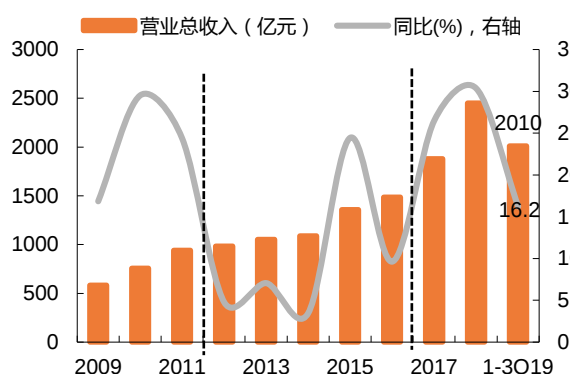
| 股东名称            | 持股数量(股)       | 占总股本比例(%) |
|-----------------|---------------|-----------|
| 苏宁控股集团有限公司      | 370,786,925   | 3.98      |
| 陈金凤             | 184,127,709   | 1.98      |
| 金明              | 125,001,165   | 1.34      |
| 香港中央结算有限公司(陆股通) | 121,569,201   | 1.31      |
| 全国社保基金一零四组合     | 88,889,887    | 0.95      |
| 中央汇金资产管理有限责任公司  | 73,231,900    | 0.79      |
| 苏宁易购集团第三期员工持股计划 | 73,070,874    | 0.78      |
| 合 计             | 6,710,642,997 | 72.07     |

资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 1.3 新零售时代公司营收增速 15%+，归母净利因出售资产而大幅提升

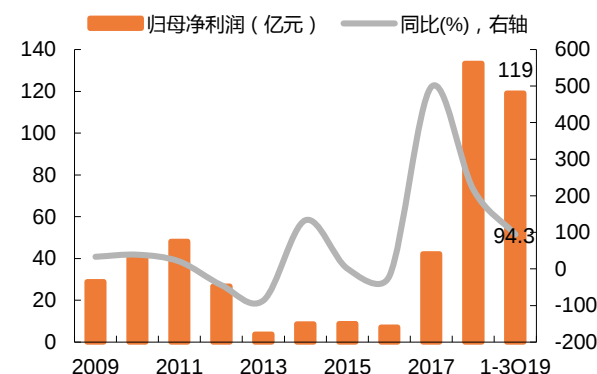
苏宁易购在上市后通过快速的门店扩张，至 2011 年营收&归母净利均快速提升。2012-2016 年间，公司深刻意识到电商的重要性，并开始痛苦的互联网转型期，营收&净利增速大幅下滑。2017 年以来，公司线上体系搭建初见成效，线下体系因新零售模式而重焕生机，营收增速恢复至 20%以上，归母净利也因一系列股权资产出售而大幅提高。公司 2019 年前三季度营收创 2,010 亿元，同比增长 16.2%，归母净利 119 亿元，同比增长 94.3%。

图表4 1-3Q19 公司营收 2,010 亿元，同比+16.2%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 1-3Q19 公司净利 119 亿元，同比+94.3%



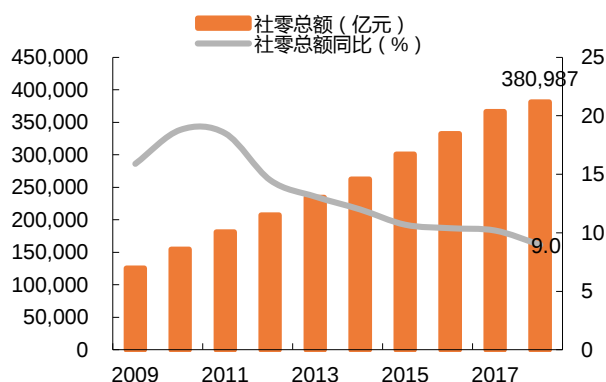
资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 二、消费整体增速下行，家电市场持续被龙头整合

### 2.1 社零增速处下行区间，电商增速也有所下滑

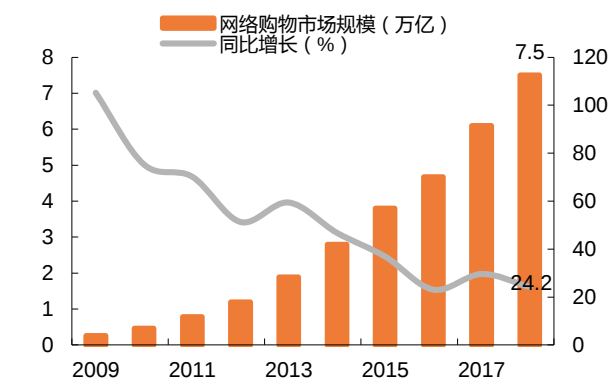
随着宏观经济增速的下行，社会零售总额增速也逐步下行，2018 年社零总额达 38 万亿元，同比增长下降至约 9%；2019 年 1-10 月社零总额达 33.5 万亿元，同比增长进一步下降至 8.1%。网上零售方面，虽增速也进入下行区间，但仍维持在 20%以上远高于社零总额的增速。线上零售占社零总额的比例也逐步提升至 20%附近，随着电商下沉低线城市乃至乡村地区，未来线上占比或将进一步提升。

图表6 社零总额增速缓步下行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 网络购物市场规模增速高于社零增速

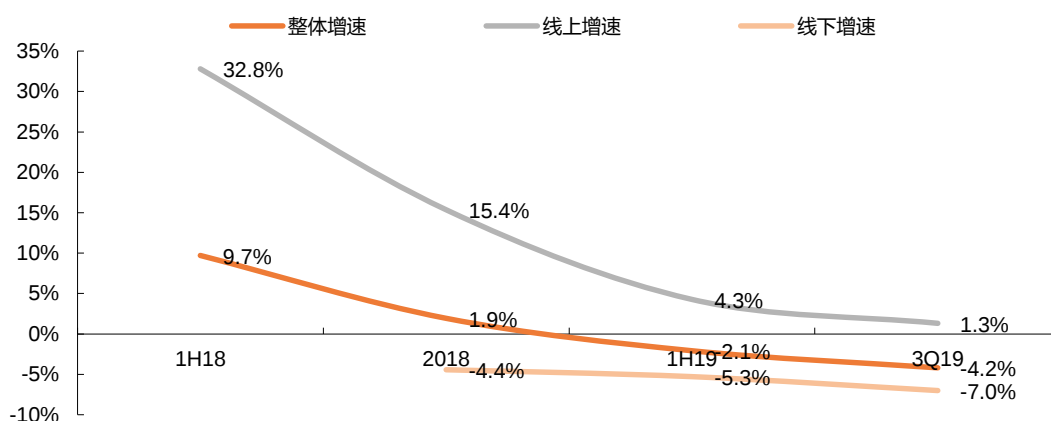


资料来源: 艾瑞, 平安证券研究所

## 2.2 家电行业整体增速下行，市场持续被龙头整合

大家电为苏宁基石业务，行业整体增速下行。由于苏宁自家电起家，大家电仍占公司总营收 30%以上，因此家电行业的发展仍是公司基石业务。受宏观环境&房地产行业整体遇冷影响，家电行业增速下行。根据家电工业信息中心的数据，2019 年前三季度家电零售规模接近 6,000 亿元，3Q19 同比下降 4.2%，其中线下零售规模降幅达 7%，线上增速下降至个位数附近。目前行业增速并无好转迹象，预计 2019-2020 年仍将维持在低位运行。

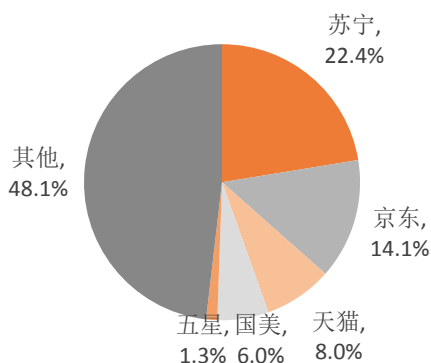
图表8 家电零售规模增速下滑，整体&线下已出现负增长



资料来源: 全国家用电器工业信息中心, 平安证券研究所

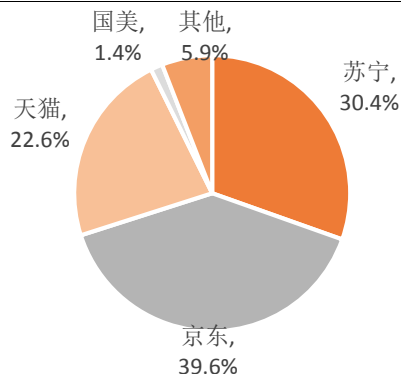
苏宁整体市占率第一，线上市占率第二，存量市场竞争中龙头优势明显。从市场份额上看，苏宁整体排名第一，市占率达 22.4%，高于第二名京东近 8 pcts。行业 CR5 约 50%，或证明仍有大量小型家电店存活在低线城市及以下的市场，但因体量差距过大，小型店或将成为头部玩家整合市场的对象。线上市场方面，苏宁市占率排名第二，仅次于京东。线上 CR3 高达 93%，格局较为稳定，京东、苏宁&天猫三强份额遥遥领先。电商领域虽有拼多多快速崛起，但由于其家电品类较少，预计对线上格局的冲击有限。我们认为，存量竞争情况下，苏宁作为龙头企业，在产品、渠道、品牌等方面的优势将持续转化为市场份额，中小型渠道商逐步出清或被零售巨头收编。

图表9 苏宁整体家电市场份额排名第一（1H19）



资料来源：全国家用电器工业信息中心，平安证券研究所

图表10 苏宁线上家电市场份额排名第二（1H19）



资料来源：全国家用电器工业信息中心，平安证券研究所

我们认为新世纪以来，家电行业发展可大致分为 3 个阶段：

**2000-2012：**线下零售商跑马圈地，苏宁&国美两大巨头在全国各大城市中积极布点；线上平台如京东等凭 3C 品类起家，并逐步涉及产品形式类似的家电。

**2012-2016：**线上平台高速发展，线下传统零售商遭“降维打击”，陷入发展停滞期；线上龙头京东在规模上超越线下龙头苏宁&国美。

**2016 至今：**新零售时代线下体系重估，线上巨头阿里、腾讯等分别领头搭建零售阵营，通过大数据、新零售改造等手段整合线上线下各零售渠道，并在商品品类上尽可能延伸。

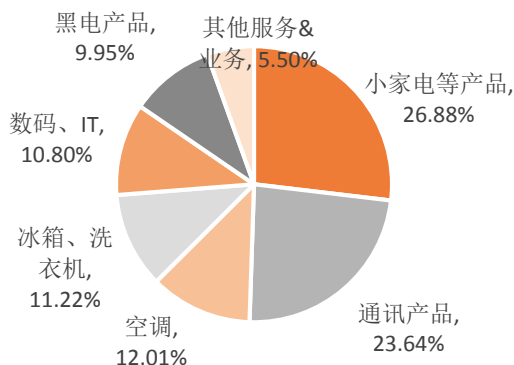
对于苏宁而言，每一个阶段均直面强劲的对手，并经历了漫长的拉锯战。第一场拉锯战是线下零售龙头扩张速度之争，对手为国美等线下家电 3C 连锁零售商。第二场拉锯战始于 2012 年与京东的价格战，苏宁被动应战并遭“降维打击”。第三场拉锯战始于 2016 年末，阿里巴巴开始整合线上线下零售，腾讯联合京东、永辉等与之抗衡，而苏宁放弃了站队，而是选择了最为困难的第三条路：加速构建苏宁系零售大平台。

## 三、 家电 3C 线下体系完善，零售云赋能下沉市场

### 3.1 家电 3C 业务占比高，线下门店体系是核心

**家电 3C 业务占比高，苏宁增速领先行业。**苏宁自空调起家，品类扩张至家电和 3C 产品后迅速做大做强，3C+大家电业务营收占比最高曾达 85%。至 2019 年上半年，3C+大家电业务占总营收比例仍超过三分之二。近年来 3C 产品营收增速维持在 20%以上，大家电业务在行业整体负增长的情况下仍维持双位数正增长，凸显苏宁在家电 3C 领域的领先优势。

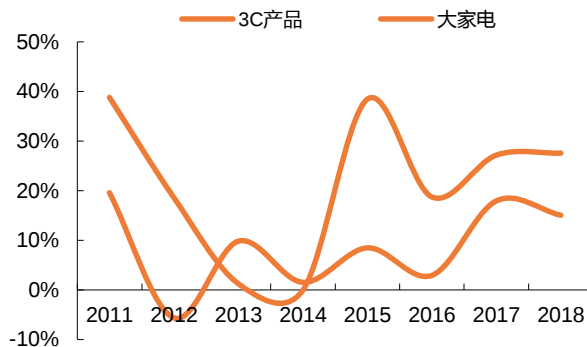
图表11 3C+大家电占苏宁总营收近 68% (1H19)



注：3C+大家电=通讯+空调+冰箱洗衣机+数码IT+黑电产品

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表12 17 年以来 3C&大家电营收维持双位数增速

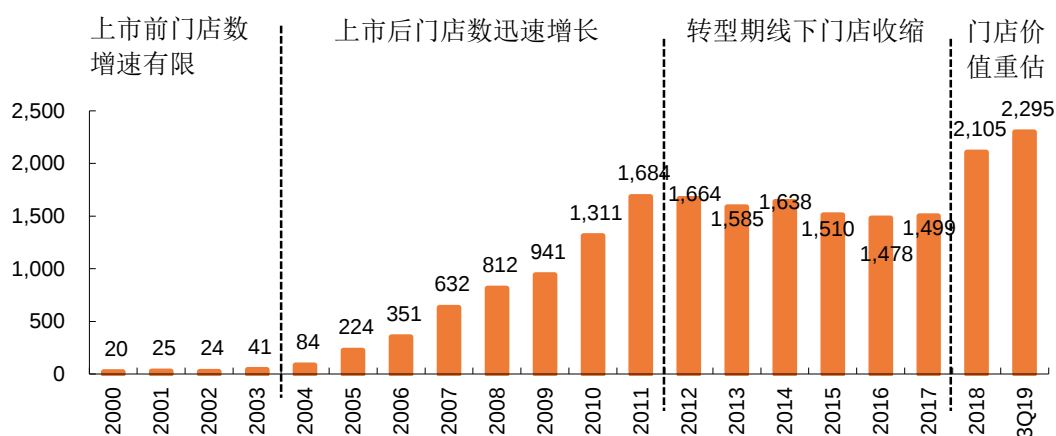


注：3C=通讯+数码IT；大家电=空调+冰箱洗衣机+黑电产品

资料来源：公司公告，平安证券研究所

线下体系为核心，电器门店数量体现公司战略变化。苏宁在家电 3C 领域的优势的核心是其线下体系，苏宁对其线下体系和行业模式进行了多次创新，以应对多次生死竞争，这之中包括 90 年代的国有大型商场、新世纪头十年的国美，也有后来居上的京东等电商。苏宁线下电器门店平均单店面积约 2,500 平方 (1H19)，设立地点一般位于城市大型商圈或购物中心。通过门店的数量，或可体现公司战略的变化。

图表13 苏宁传统线下电器门店数量统计



资料来源：公司公告，平安证券研究所

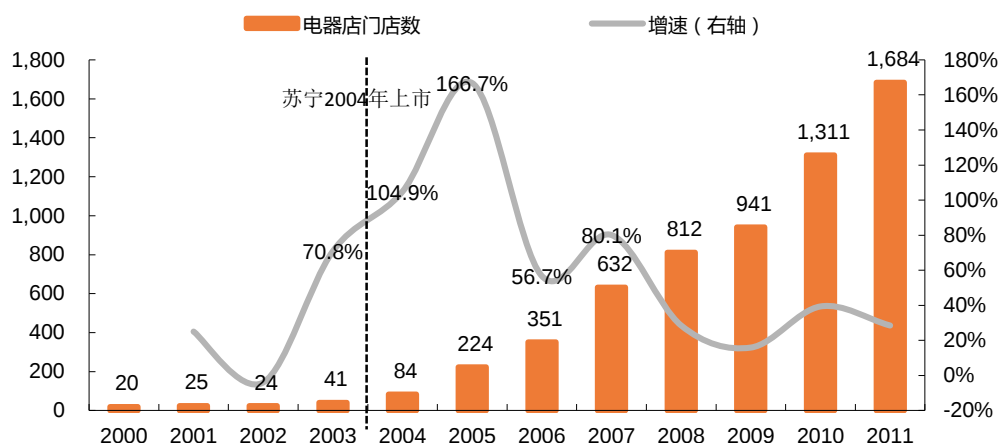
### 3.2 上市后门店数快速增加，推动苏宁规模迅速扩大

**创立初期革新空调行业经销模式，孤身战胜国有大商场。**90 年代公司创立初期，作为一家小型空调店的苏宁难以和南京城内八个国有大商场抗衡，无法在销售旺季保证货源。为了解决这个问题，苏宁首创“经销商淡季支持厂家，厂家旺季回报经销商”模式，并配以“全城最低价”承诺&提供自营售后服务，打破了八大商场的封锁，于 1993 年成为全国最大的空调经销商。经此一役，苏宁也在华东打响了名声，为后续扩张奠定基础。

**品类扩展至电器全品类，上市融资后门店数快速增加。**在建立起独特的“淡季打款，旺季发货”的经销体系后，苏宁借助人民收入水平快速提升、城市居民渴望改善生活质量的东风，开始从品类&规模两个维度同时扩张。在品类上，苏宁除空调外开始提供其他大家电品类，后续再添上了 3C 和

小家电类产品，产品范围已覆盖电器全品类。同时，苏宁在 2004 年前后借助上市的契机，开始快速铺设门店、扩大规模。在 08 年全球金融危机以前，苏宁门店数连续 5 年增速超 50%，并 2012 年以前仍保持较快增速。至 2011 年末，苏宁已拥有电器门店近 1,700 家，是 2003 年数目的 40 倍以上。门店数的快速增长也推动了苏宁规模的快速提升，2004-2011 年间，苏宁营收年复合增速近 40%。

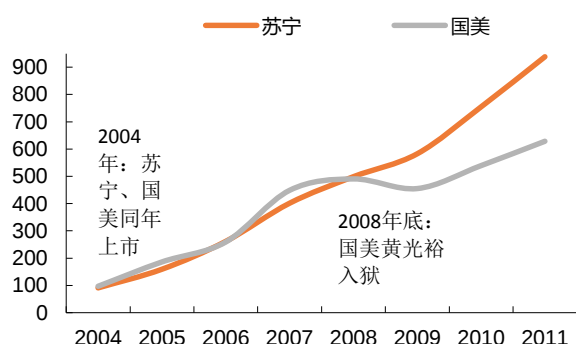
图表14 苏宁上市后线下电器门店数快速增加



资料来源：公司公告，平安证券研究所

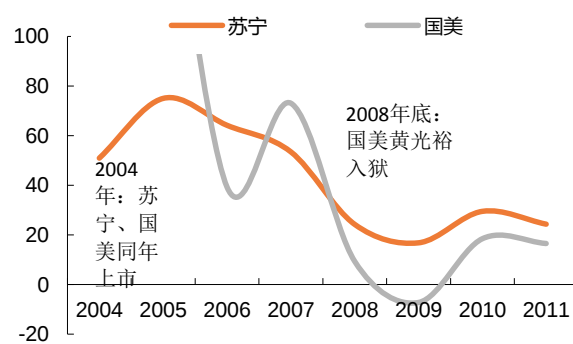
**苏宁&国美争雄，更多是跑马圈地的速度之争。**把家电、3C 等品类从传统百货商场中分割出来，设立连锁电器零售店的商业模式并非苏宁独有，其中最强劲的竞争对手无疑是黄光裕创立的国美电器。同时期经济高速发展、城镇化&人口红利充足，即便在沿海发达地区，家电&3C 领域仍是蓝海市场。因此苏宁&国美商业模式虽趋同，但双方都处于跑马圈地阶段。尽管双方开店速度均非常激进，在营收规模&增速上并没有拉开明显的差距，我们认为此时苏宁&国美之争应为扩张速度而非商业模式的比拼，双方也缺乏对对手一击致命、形成垄断市场的手段。直到 2008 年黄光裕入狱后，苏宁才逐步建立起对国美的优势。

图表15 08 年以前苏宁&国美规模大致相当 (亿元)



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表16 苏宁&国美营收同比增速趋势大致相同 (%)

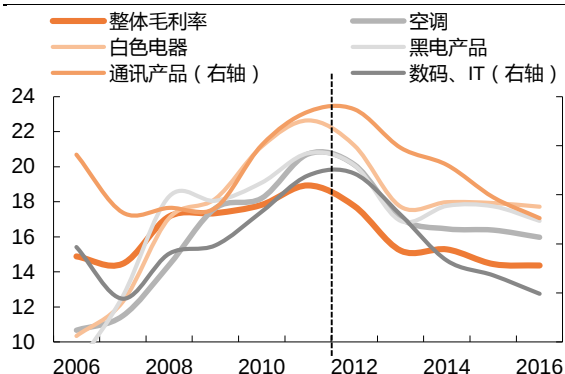


资料来源：Wind，平安证券研究所

**苏宁、京东价格战影响深远，线下门店数量进入收缩期。**若苏宁&国美之争仅为速度之战，那么对苏宁而言，2012 年和京东的家电价格大战或是一场真正生存之战的序幕。2012 年 8 月京东称所有大家电将在未来三年内保持零毛利，并保证价格比国美、苏宁连锁店便宜至少 10%，苏宁被迫迎战，双方随后形成多轮价格战。我们相信价格战对苏宁整个价格体系造成了巨大的冲击，公司当年营收同比增长不足 5%，比上一年度下降近 20 pcts；归母净利下滑 45%，而上一年度为+20%。价格战

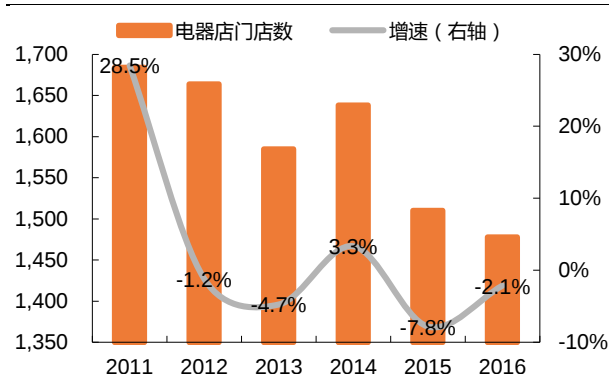
同时也动摇了苏宁也对线下扩张模式的信心，开始发力线上易购平台建设，但线上线下价格体系一体化等行为致使后续数年公司毛利率明显下滑，线下电器门店数开始收缩。

图表17 苏宁 2012 年起毛利率显著下行（%）



资料来源：Wind，平安证券研究所

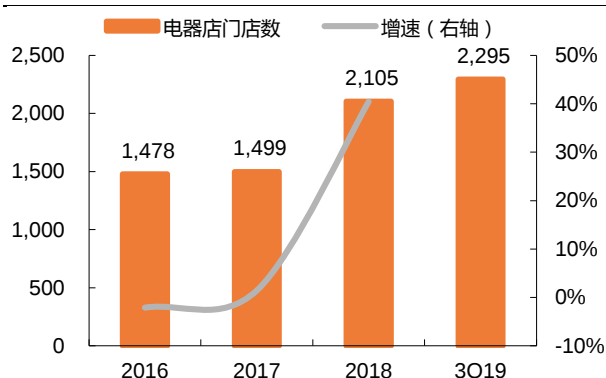
图表18 苏宁 2012-2016 年间电器门店收缩



资料来源：公司公告，平安证券研究所

**新零售时代线下价值重估，设立商超店中店再度扩张。**2016 年底阿里巴巴马云提出新零售概念，倡导零售行业线上线下融合，苏宁也开始重新思考线下门店&供应体系的价值。此时的苏宁仍掌握线下数千家大小门店+苏宁易购电商平台，家电 3C 类产品集采规模大、统购统销降低进货价格，线下终端价格优势依然明显，门店扩张依然存在可能性。但不同于过往自建门店的形式，苏宁此时选择从在大润发、家乐福、卜蜂莲花等商超卖场中承包下电器板块。以 2018 年为例，苏宁披露新开的约 600 家电器店中，478 家为超市门店，占比近 80%。我们认为这种做法是双赢举动，大卖场可剥离占地广&低毛利的家电业务，苏宁可再度扩大规模&降低新开店成本。2019 年苏宁完成并购另一大卖场巨头——家乐福中国，家乐福旗下 200 多家大卖场的家电业务也将交由苏宁运营。展望未来，苏宁电器店业态将持续升级为电器+家居+生活门店，并加快对大型超市、购物中心、家装建材店等关联业态的进驻，以较低成本促进传统门店数扩张&营收增长。

图表19 苏宁 2017 年起电器门店数重新增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表20 大润发超市内苏宁电器门店



资料来源：百度图片，平安证券研究所

### 3.3 零售云加盟模式进军下沉市场，平台赋能以推苏宁规模增长

**下沉市场成新机会点，新推“零售云”业态吸引加盟。**对于整个零售行业而言，近年来线上&高线城市红利逐步消退，下沉市场开始成为全行业的焦点战场。为了快速抢占农村市场、提升低线市场竞争力，苏宁提出新业态“零售云”。不同于苏宁大店形态，零售云在下沉市场开设面积仅为数百平米

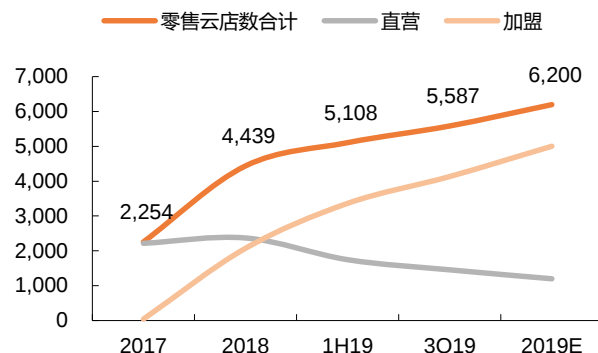
的小型店铺，或邀请当地小型的单体或连锁家电、手机店加盟，将下沉市场零散的零售模式进行云端化、平台化&数字化改造。苏宁为各零售云店提供货源、物流&售后、销售培训、金融服务、数据管理系统等一系列支持。截止 3Q19，苏宁零售云门店数已超 5,587 家，其中直营店近 1,500 家，加盟店超 4,000 家。我们认为零售云业态，特别是加盟店将是苏宁抢占下沉市场最有效的工具。

图表21 零售云基本概念阐述



资料来源：苏宁零售云官网，平安证券研究所

图表22 零售云门店数量统计



资料来源：公司公告，平安证券研究所

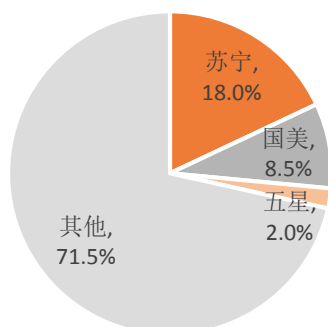
**小型电器店竞争力不足，接入苏宁体系协助转型。**根据家电工业信息中心的数据，苏宁、国美&五星三家头部家电连锁渠道商，在线下市场份额合计不超过 30%，剩余 70%由部分家电品牌自营/加盟店、大量地方性小型单体/连锁电器店组成。目前苏宁零售云正在大力吸引后者的加盟，这些小型店虽因高度熟悉当地市场而顽强生存，但前有大连锁抢客后有网购兴起，重资产、高库存&同质化严重的问题始终存在。

深入分析下沉市场小型店，认为其劣势包括品牌力不足、品类单一、市场小、周转率低等。针对以上问题，苏宁零售云的改造方法为：

1. **门店升级改造：**重新装修并更名为“苏宁易购精选”，为门店提供大品牌背书。
2. **接入苏宁家电供应链：**门店只向消费者展示样品，消费者下单后苏宁直接发货。
3. **接入苏宁易购网站：**消费者也可在门店中对日用品、家居、母婴等其他品类下单。
4. **提供金融服务：**门店只要支付 15%的货款，金融款由苏宁金融支付就可以锁定价格及货源。
5. **提供售后服务：**安装、维修、退换货等由苏宁提供支持。

**加盟商&苏宁可获双赢，零售云加盟店数快速增加。**加盟商仍保持门店日常运营的控制权，可继续发挥其熟悉当地市场的优势，而采购、售后服务等规模效应强的环节则外包给苏宁，我们认为改造后加盟商的品牌力、渠道力、产品力&服务力方面均可得到巨大的提升，或能普遍实现盈利水平的提升。对于苏宁而言，公司不负责加盟商装修、场地、人员等费用，仅作为平台为加盟商提供货源&服务，成本低但可迅速扩大规模。加盟模式始于 2017 年，但截止 3Q19 零售云加盟店已突破 4,000 家，2019 年平均一个季度新增 1,000 家以上。

图表23 家电线下渠道品牌外份额超 70% (1H19)



资料来源：全国家用电器工业信息中心，平安证券研究所

图表24 苏宁零售云对个体店进行标准化改造



资料来源：百度图片，平安证券研究所

**零售云作为平台输出模式，推动苏宁规模继续扩大。**在一二线城市&线上消费红利消退的当下，下沉市场已成兵家必争之地。但互联网巨头多以一二线城市起家，其运营人员在低线城市乃至乡镇地区不接地气，下沉工作开展难度高。我们认为苏宁零售云加盟模式有其独特优势，一是日常运营仍交于加盟商，即最熟悉当地市场需求&消费能力的电器店老板；二是接入苏宁深耕多年的家电 3C 品类经销、物流&售后服务网络，解除小电器店老板品类&服务无法扩张的难题；三是苏宁易购线上平台品类丰富，可将下沉市场消费者从低频低毛利的家电 3C 产品导流至其他品类。因此，零售云是苏宁将多年累积的家电 3C 运营优势升华，通过平台化、轻资产化吸引加盟，持续扩大规模的有效途径，是苏宁业绩未来增长的主要推动力。

**直营继续调整，加盟加快开发，零售云潜力无限。**展望未来，零售云作为苏宁下沉低线市场的重要载体，对于直营店，将继续结合当地市场情况及店面经营质量，进行置换/关闭、升级改造、直营转加盟等调整。对于加盟店，也将加快新店开发、加大符合低线市场产品的引进，并引进自主产品、强化与知名品牌的合作，持续优化商品结构。运营方面，零售云将上线“云货架”、“推客”等互联网营销工具，并探索推进与家居企业合作，增加门店社交属性，提高客户粘性。

## 四、毅然转型线上，抢巨头竞争时代的入场券

### 4.1 价格战促公司转型电商，但线上零售规模仍远远落后

我们认为 2012 年苏宁与京东的价格战是苏宁转型线上发展的直接诱因。苏宁虽于 2010 年开始建设自家电商平台苏宁易购，但 2011 年平台营收占比不超过 10%，且线上/线下价格体系并不统一，线上平台建设并没取得明显成效。

**苏宁遭受京东“降维打击”，开始着力建设电商平台。**2012 年苏宁&京东产品品类同以 3C+家电为主，但苏宁整体规模是京东的 3 倍以上，且经销体系远比京东成熟。在大家电领域，苏宁无论在业务占比、绝对规模、毛利水平上均远高于京东，但京东成功用 20-30 亿元规模的弱势品类冲击了大半个苏宁，当年苏宁营收&净利增速大幅下滑。我们认为，京东的挑战使苏宁深刻认识到了消费者开始大规模向线上零售转移的趋势，而家电、3C 等标品将首当其冲。因此苏宁开始发力线上易购平台建设，并开始将线上线下价格体系统一化。

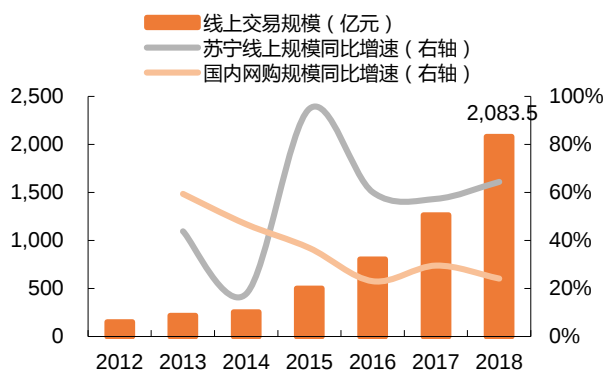
图表25 苏宁&京东 2012 年家电价格战前的情况整理

|    | 2011 年营收<br>(亿元) | 线上业务<br>占比 | 大家电<br>规模(亿元)        | 大家电线上<br>规模(亿元) | 大家电毛利率             |
|----|------------------|------------|----------------------|-----------------|--------------------|
| 苏宁 | 938.89           | 不到 10%     | 超 500, 加小家电<br>近 620 | 约 50            | 线下 20-25%<br>线上 4% |
| 京东 | 约 310            | 100%       | 约 20-30              | 约 20-30         | 4%                 |

资料来源：公司网站，平安证券研究所

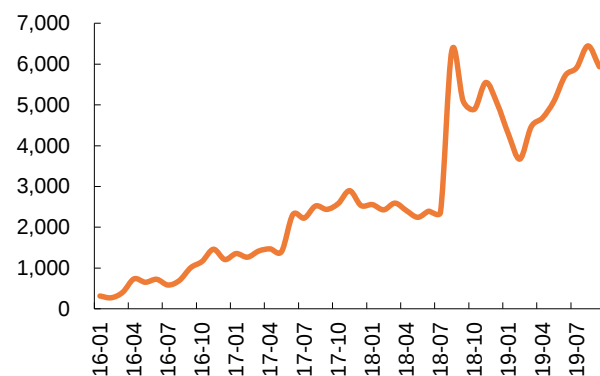
**转型线上决心大，线上增速显著提高。**苏宁于 1Q13 由苏宁电器更名为苏宁云商，以示进军线上的决心，并提出以互联网零售为主体，打造 O2O 的全渠道经营和线上线下的开放平台的“一体两翼互联网零售路线图”。仅在 2013 年，苏宁便完成了线上线下渠道资源全面共享、价格统一，易购平台全面开放、全品类经营的工作，并推进公司互联网文化的再造工作。从苏宁易购平台的数据看，苏宁 2018 年线上交易规模已超 2,000 亿元，是 2012 年的 10 倍以上，年复合增长率达 54.7%。近年来由于移动互联网的兴起，苏宁也加大了对移动端的投入。以苏宁 818 购物节所在的 8 月为例，苏宁易购 APP 月度活跃用户数从 2016 年 8 月的不到 700 万上升至 2018、2019 年的超 6,000 万。我们认为苏宁的线上转型的措施跟上了电商爆发式增长的节奏，为苏宁抢到了大零售平台竞争的入场券。

图表26 苏宁 2018 年线上交易规模超 2,000 亿元



资料来源：公司公告，艾瑞，平安证券研究所

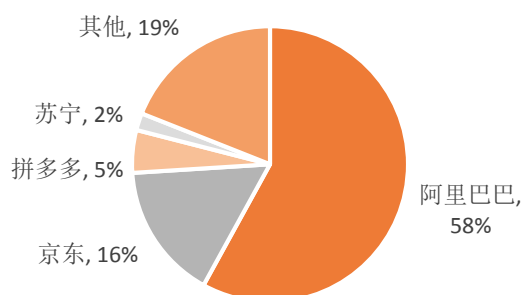
图表27 苏宁 APP 月度活跃用户数增速迅速 (万人)



资料来源：艾瑞，平安证券研究所

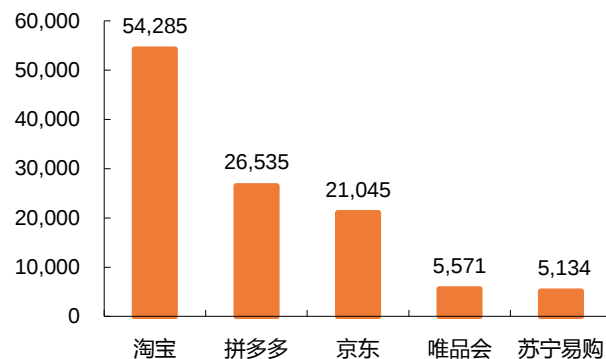
**线上转型进度稍显落后，市场份额不占优势。**尽管苏宁转型决心强烈，但由线下朝线上转型显然并不容易，线上规模直到 2015 年才呈现爆发式增长。截至 2018 年，阿里系电商平台占据 58% 的线上份额，京东占 16%，拼多多占 5%，苏宁仅占 2%。从移动端活跃用户数看，苏宁 2019 年前三季度平均月度活跃用户数仅约 5,000 万，不足淘宝的十分之一，也低于拼多多、京东、唯品会等线上起家的公司。苏宁在线上规模上劣势较大，竞争优势并不明显。

图表28 线上零售格局分布（2018年）



资料来源：emarketer，平安证券研究所

图表29 1-3Q19 移动 APP 月平均活跃用户数(万人)



资料来源：艾瑞，平安证券研究所

## 4.2 线上借力阿里努力追赶，新尝试或可打开增量空间

加入阿里新零售体系，线上获新客+线下门店改造。目前苏宁线上体系的建设仍稍显落后，但并非没有亮点。为了对抗京东在线上 3C+家电领域的优势，阿里巴巴与苏宁于 2015 年交叉入股，阿里巴巴成为苏宁第二大股东。随后，苏宁易购于天猫平台开设旗舰店，2018 年苏宁易购天猫旗舰店 GMV 超 280 亿，占线上整体 GMV 的 13.6%，2019 年 618 期间该店同比增速超 100%。此外，换股后双方就重磅新品首发、线上线下数据打通、新零售及门店改造等方面合作突进。特别是 2016 年 10 月阿里巴巴马云提出新零售概念后，苏宁成为阿里巴巴新零售战略中重要一环。双方整合了线上流量，并通过大数据提升了门店获客及转化效率，同时也为苏宁拿下大润发家电 3C 区的合作打下了基础。目前苏宁线上用户规模远不及阿里系平台，且双方仍需紧密合作以对抗京东在线上家电 3C 品类的强势。展望未来，我们认为苏宁将持续从阿里巴巴的合作中获益，在增量客群获取、新零售改造等方面获得提升。

图表30 苏宁易购在天猫开设旗舰店



资料来源：百度图片，平安证券研究所

图表31 阿里新零售版图中苏宁占一席之地

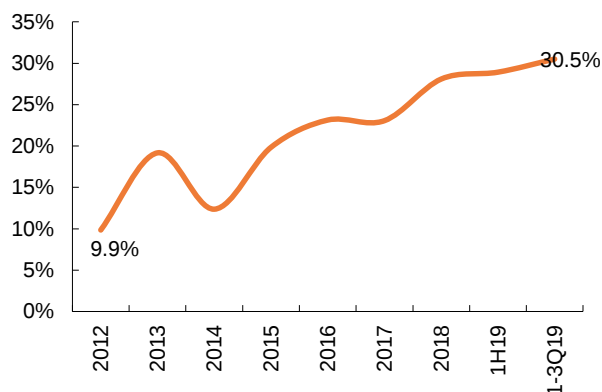
| 领域      | 负责品牌       |
|---------|------------|
| 品牌数字化升级 | 天猫         |
| 家电数码    | 苏宁         |
| 服饰百货    | 银泰、百联      |
| 快消商超    | 盒马、大润发     |
| 家居家装    | 居然之家、红星美凯龙 |
| 本地生活服务  | 饿了么、口碑     |
| 城市农村双通路 | 农村淘宝       |
| 社区小店升级  | 零售通、天猫小店   |

资料来源：平安证券研究所

增加非自营新品类、试水社交电商模式，线上平台仍在努力追赶。苏宁易购平台建设初期，苏宁自营商品占绝对主流，2012 年非自营商品占比低于 10%。由于家电 3C 外品类并非苏宁所长，因此线上非家电 3C 产品也多由其他入驻商家经营。为了扩大品类，苏宁开始进一步开放线上平台，大幅

提升非自营商品比例，至 2019 年前三季度，苏宁线上非自营商品比例已超 30%。由于家电 3C 类产品价格透明、整体毛利低，我们认为线上平台品类&商品的增加将提高苏宁线上毛利率，同时品类的增加也将起到引流的作用。此外，近年来社交电商风头兴起，拼多多的崛起也证明电商格局仍存在弯道超车的可能性。因此苏宁也先后成立苏宁拼购、苏宁推客、苏小团、小程序矩阵等新型线上业态，积极布局社交运营模式，尝试在社交电商新增量中分一杯羹。

图表32 苏宁线上非自营商品比例大幅提升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表33 苏宁积极探索社交电商模式

| 社交电商新模式 | 苏宁对应业态  |
|---------|---------|
| 拼团      | 苏宁拼购    |
| 社交分享裂变  | 苏宁推客    |
| 社区团长    | 苏小团     |
| 微信小程序   | 苏宁小程序矩阵 |

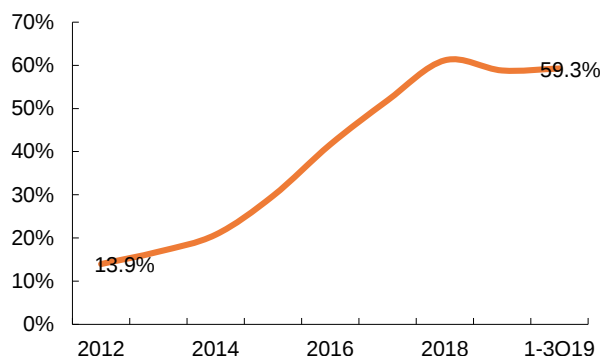
资料来源：平安证券研究所

### 4.3 线上占比大幅提升，是零售巨头竞争时代的入场券

**线上营收占比高，转型线上仍算成功。**苏宁线下优势较大，其线上市占率虽也仅有 2%，但就苏宁本身而言线上营收占比其实并不低。若简单以线上自营商品销售规模/公司总营收来算，苏宁线上销售占比已达近 60%，较转型前的 2012 年提升超 50 pcts，可以说苏宁是“线下企业转型搭建成型的线上体系”这一高难度尝试中为数不多的成功例子之一。

**线上平台已成熟，是巨头竞争时代的入场券。**至新零售时代，阿里系开始搭建线上线下一体化的零售大平台，以大数据、中后台整合等手段赋能零售各细分领域。传统零售龙头企业如大润发等也曾自建电商平台却未能成功，在线上线下相融合的背景下，体量上的差异也使其再无可能与互联网巨头平起平坐。而苏宁整体规模虽也与阿里系、京东相比有较大差距，线上平台规模也已被电商新贵拼多多所超越，但苏宁线上平台仍是一个运营成熟的多品类零售平台，使得苏宁无须彻底依赖阿里系平台以扩展零售半径。目前苏宁的线上零售平台具备一定知名度，并通过 818 购物节等手段持续发声。这也是苏宁目前敢于搭建线上线下一体化“全场景零售”体系的底气所在，是苏宁在零售巨头竞争中冲击阿里系、腾讯京东系下第三席的入场券。

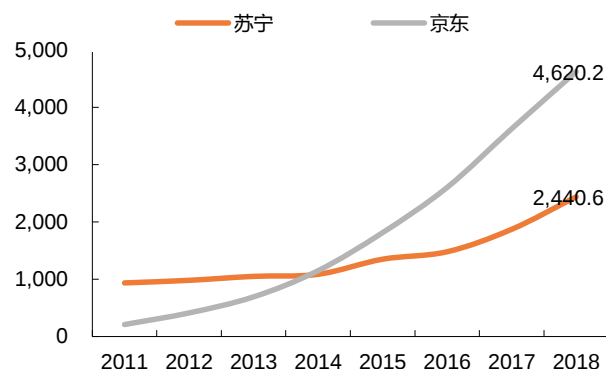
图表34 苏宁线上占比近 60%



注：当期线上自营商品销售规模/总营收

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表35 苏宁主营业务规模已被京东拉开差距 (亿元)



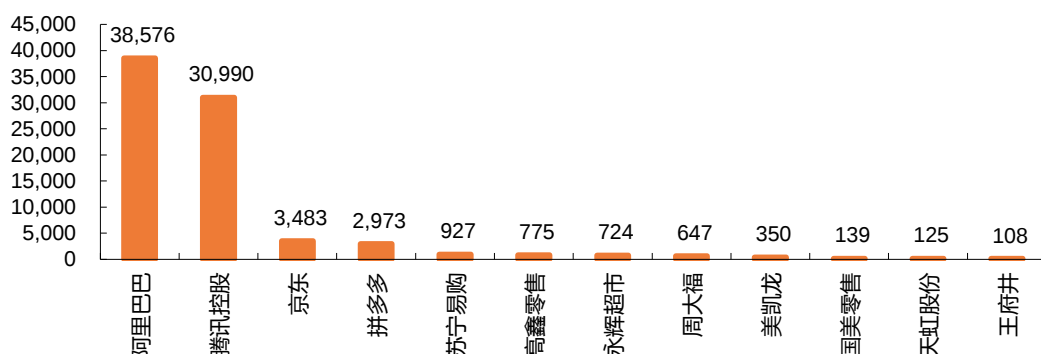
资料来源：Wind，平安证券研究所

## 五、 搭建全场景零售体系，负重前行争当巨头

### 5.1 阿里&腾讯划分新零售阵营，零售进入巨头竞争时代

2016 年 10 月阿里巴巴马云提出新零售概念，倡导线上线下零售相融合、利用零售大数据赋能各领域。为了获得线下的零售大数据，阿里巴巴凭借线上平台优势开始整合线下零售，尝试结束线下零售零碎化、不同领域间高度独立的历史。腾讯虽强于社交&游戏而非零售，但也携手京东来对抗阿里。双方均为资金充足的巨无霸企业，因此有能力同时在多个零售细分领域争夺优质资产，目前阿里系、腾讯京东系两大阵营已在品类&场景上基本实现全覆盖。其中阿里系作为新零售领跑者，更多通过并购后改造使零售企业融入自身体系，尝试建立统一的阿里系零售大平台。腾讯京东系虽无强势改造的做法，但也尝试打通各零售领域间的壁垒，尽可能增加零售品类&场景。我们认为，线上线下零售已逐步融合，零售行业步入巨头间竞争的时代。

图表36 阿里、腾讯市值十倍于京东、拼多多，京&拼市值又数倍于线下零售企业 (单位：亿元)



注：市值选取于 2019 年 12 月 13 日

资料来源：Wind，平安证券研究所

## 5.2 新业态快速扩张&并购家乐福，搭建全场景零售体系

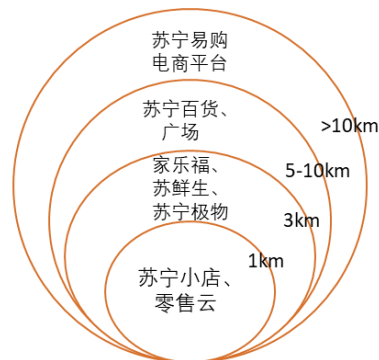
**建独立零售大平台，拓展零售场景以提升规模。**苏宁虽被阿里视为家电 3C 品类新零售的重要一环，双方合作未曾中断。但苏宁并没有满足于仅在家电 3C 领域称王称霸，而是通过品类&消费场景的双重扩张，尝试建立属于自己的零售大平台，并冲击下一个巨头的席位。苏宁一方面积极调整商品结构以提升销售&毛利水平，苏宁线上平台的商品品类从消费频次低的家电 3C，逐步向高频消费的日用百货、食品饮料，乃至生鲜产品扩展。另一方面，苏宁通过自建&并购，已在线下初步搭建起从社区周边（1km），到日常生活圈（3km），再到一站式商业中心（5-10km）的消费场景体系，尝试覆盖消费者所有线下需求，以持续提升销售规模。

图表37 苏宁并购标的列表

| 时间   | 并购标的      | 对应业态  |
|------|-----------|-------|
| 2012 | 红孩子       | 母婴产品  |
| 2014 | Laox      | 海外零售商 |
| 2018 | 迪亚天天      | 便利店   |
| 2019 | 爱康国宾      | 体检机构  |
| 2019 | 万达百货      | 百货商场  |
| 2019 | 家乐福中国     | 超市大卖场 |
| 2019 | 广州 OK 便利店 | 便利店   |

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表38 苏宁尝试消费场景全覆盖

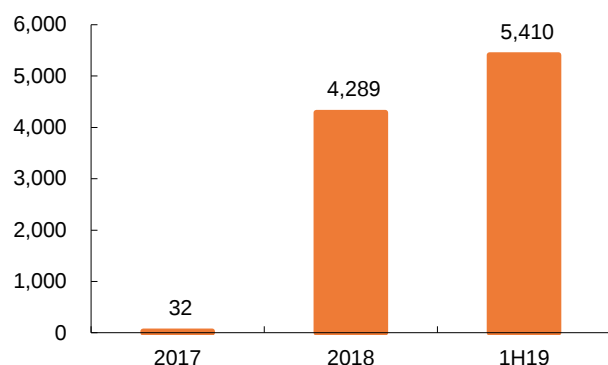


资料来源：平安证券研究所

**抢占 1km 圈内黄金位置，苏宁小店负债扩张。**在苏宁众多新业态中，苏宁小店&家乐福并购是近年来投入较多的两大块。苏宁小店是以便利店为基础、整合苏宁原有业务后，所呈现便利店+社区生鲜超市+前置仓+社区便民服务中心的自建自营新业态。苏宁小店于 2017 年末仅有 32 家，但至 2018 年末已扩张近 4,300 家，至 1H19 门店数已达 5,400 家，开店速度惊人，我们认为这主因苏宁急切抢占下沉社区/县城市场的心态。根据 2018 年 1-7 月的数据，苏宁小店 878 家店共亏损 2.96 亿元，平均单店月亏近 5 万元。苏宁小店整体于 3Q19 出表，或也因短期内无法控制亏损。

**并购家乐福，获取成熟的快消品类供应链。**此外，苏宁于 2019 年 9 月完成购买家乐福中国 80% 股权的程序。家乐福中国在中国市场深耕 24 年，门店网络覆盖 22 个省份及 51 个大中型城市。家乐福可以说是国内大卖场业态的创始者作为行业，其具有较强的供应链能力、丰富的线下运营经验、较高的品牌知名度等优势。对于苏宁而言，控制家乐福可加快快消类目的发展，有利于降低采购和物流成本，并协助苏宁小店、苏鲜生等日百&生鲜业态提升市场竞争力和盈利能力。家乐福首次参与苏宁双十一，累计销售达 31.2 亿，同比增长 43%，全新上线的履约中心订单达 204 万单，整合初战告捷。

图表39 苏宁小店数量快速增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表40 苏宁收购家乐福情况

| 苏宁收购家乐福情况整理   |           |
|---------------|-----------|
| 收购价           | 48 亿元     |
| 持股比例（3Q19）    | 80%       |
| 大卖场门店数（3Q19）  | 210       |
| 便利店数（3Q19）    | 25        |
| 2018 年营收      | 299.58 亿元 |
| 2018 年归母净利润   | -5.78 亿元  |
| 2018 年经营性净现金流 | 3.25 亿元   |

资料来源：公司公告，平安证券研究所

苏宁集团业务繁杂，但各业务线体量均不占优势。若将目光放远至苏宁集团体系，除上市公司苏宁易购负责零售业务外，苏宁集团旗下还包含物流、金融、科技、地产、文创和体育板块，各版块并行发展，共同构建苏宁生态圈。对于零售板块而言，阿里系&京东的做大做强已表明物流、金融&科技板块均能为零售业务直接提供有力支撑，而地产、文创&体育板块则能进一步扩大消费者群体&场景。若单论布局广度，苏宁呈现的是一个不逊色于阿里、腾讯的大帝国，但就体量而言，苏宁集团各业务板块仍远不及竞争对手，却在一定程度上进一步分散了苏宁有限的资源。

图表41 苏宁集团架构



资料来源：苏宁集团网站，平安证券研究所

### 5.3 扩张&并购耗资巨大，财务数据接连示警

多线出击产生巨大成本，重要项目仍需持续投入。苏宁的在新零售时代的破局之路并非没有代价，整体来看苏宁多线出击，且每一线均有重要项目需持续投入。零售云、苏宁小店等新业态建设投入大，家乐福等并购前期投入&后期整合也需时间&成本。小店、家乐福等业态经营的是苏宁先前并不熟悉的生鲜&日百产品，与苏宁原本管理、供应链等系统的融合也将产生一定试错成本。

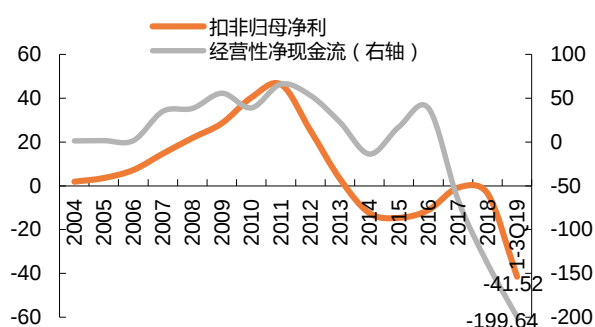
业绩向好主因出售资产，扣非归母净利&经营性现金流已为负数。而苏宁 2017 年以来归母净利高增，主因分三次出售了 2015 年通过换股得来的 2,600 多万阿里巴巴美股，和 2019 年转让苏宁小店&苏宁金服业务获得的投资收益。但苏宁 2014 年以后扣非归母净利长期为负，经营性现金流也于 2017 年后由正转负，或表明各个新项目均离成熟期较远，短期内仍需持续投入。从长期看，苏宁全场景零售体系的建设也还有广阔的扩展空间，但巨额的资金需求或将迫使公司更多地求助于市场投资者。为了达成短期财务指标和长期发展需求之间的平衡，苏宁或需持续提高内部管理&投资者沟通能力。

图表42 苏宁2015年通过换股得到2,632万阿里巴巴美股，已分三次悉数出售

| 公告时间    | 出售股份<br>(万股) | 预计贡献利润<br>(亿元) |
|---------|--------------|----------------|
| 2017.12 | 550          | 32.5           |
| 2018.05 | 766          | 56.0           |
| 2018.12 | 1,316        | 52.1           |

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表43 苏宁2017年以来扣非归母净利润&经营性现金流均为负数(亿元)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 六、长期看机遇与挑战并存，投资价值或被低估

**长期看机遇与挑战并存，或可对公司持有一定宽容度。**回顾苏宁发展历程，苏宁在维持线下家电 3C 零售优势的基础上，进行了线上全品类零售平台的建设和多次跨消费品类领域的并购。这证明苏宁放弃了做“小而美”的垂直领域零售龙头，而坚决选择了“大而全”的全场景零售体系建设，尝试做阿里系、腾讯京东系外的零售第三极。苏宁目前已初步完成了多个重要零售领域的卡位，零售大平台雏形已现。

但苏宁各条主线均面临不少难题&挑战：传统的线下家电 3C 业务方面，在面临家电行业整体增速下行的同时，也要面临阿里、京东、拼多多等互联网巨头在下沉市场的挑战；线上平台方面，苏宁整体规模不占优势、拼多多通过百亿补贴，将成为手机等 3C 品类的又一重量级零售平台；新业态如家乐福主营生鲜+日常百货等新领域，整合困难大、时间长。整体看苏宁面临的管理、财务压力不容小觑。

因此，我们建议投资者持续、长期跟踪公司情况，充分认识苏宁发展机遇与对应风险，并对短期财务指标或可持有一定宽容度。但苏宁也需理解，目前市场对苏宁的定位更多是零售模式的跟随者而非创新者，Amazon、阿里巴巴亏损期所享受的高容忍度或难以被苏宁复制。

**价值或被低估，首次覆盖给予“推荐”评级。**从短期看，我们预测 2019-2021 年公司营收 2,934.75、3,812.16、4,694.22 亿元，同比增 19.8%、29.9%、23.1%；归母净利润 124.31、32.65、43.30 亿元，同比-6.7%、-73.7%、+32.6%（2020 年净利大幅下降，主因 2018、2019 年出售资产增厚利润），对应 EPS 1.34、0.35、0.47 元，PE 7.6、29.0、21.8 倍。

此外，我们假设 2019 年苏宁线上/线下营收比重为 6:4、线上 GMV 增速 30%，采用 SOTP 法粗略估算苏宁价值：

**线下：**苏宁线下包含电器店、超市、百货等多种业态，测算 2019 年线下净利近 50 亿。出于谨慎起见，参照 PE 倍数最低的百货业态给予苏宁线下 15 倍估值，所得苏宁线下价值约为 50\*15=750 亿。

**线上：**苏宁线上竞争力不如阿里、京东等，我们使用同样高自营商品比重的京东作为对比，苏宁 2019 年 P/GMV 应低于京东，我们给予 0.1 倍得线上价值为 2,083.5\*1.3\*0.1=271 亿。

**其他：**苏宁金服于 2019 年初进行第三轮增资扩股，估值上升至 560 亿，以苏宁易购控股 41.15% 计算，此部分估值为 230 亿。此外，因苏宁小店向集团内部转让，估值并不特别清晰，我们使用两次增资后合计股份认购价 7.5 万亿美元计算，苏宁易购持有的 35% 股权价值 18.38 亿人民币。

**综上，我们测算苏宁整体价值为 750+271+230+18.38=1,269.38 亿元。**目前苏宁线下零售领先地位稳固、线上平台建设完善、新业务发展机遇大，但公司在二级市场总市值不足千亿，我们认为其价值可能被低估，因此首次覆盖给予“推荐”评级。

图表44 线下业务可比公司比较

| 证券简称 | 最新收盘价<br>(19.12.17) | 总市值(亿) | EPS   |       |       | PE    |       |       |
|------|---------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |                     |        | 2018A | 2019E | 2020E | 2018A | 2019E | 2020E |
| 苏宁易购 | 10.16               | 945.90 | 1.43  | 1.34  | 0.35  | 7.1   | 7.6   | 29.0  |
| 永辉超市 | 7.68                | 735.01 | 0.15  | 0.24  | 0.30  | 49.6  | 32.5  | 25.4  |
| 高鑫零售 | 8.95                | 766.79 | 0.31  | 0.32  | 0.35  | 28.9  | 28.0  | 25.6  |
| 家家悦  | 24.47               | 148.88 | 0.71  | 0.82  | 0.96  | 34.6  | 30.0  | 25.4  |
| 三江购物 | 13.45               | 73.66  | 0.20  | 0.29  | 0.28  | 66.0  | 46.4  | 47.4  |
| 天虹股份 | 10.49               | 125.91 | 0.75  | 0.81  | 0.90  | 13.9  | 13.0  | 11.6  |

注：高鑫零售货币单位为港币，其余均为人民币；除苏宁、永辉外均为万得一致预期数据

资料来源：Wind，平安证券研究所

图表45 线上业务可比公司比较

|      | 最新收盘价<br>(19.12.17) | 总市值(亿) | 线上 GMV |        |        | P/GMV |       |       |
|------|---------------------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
|      |                     |        | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2018A | 2019E | 2020E |
| 阿里巴巴 | 206.97              | 5404   | 8,530  | 11,089 | 13,307 | 0.64  | 0.50  | 0.41  |
| 拼多多  | 38.68               | 450    | 674    | 1,213  | 1,820  | 0.67  | 0.37  | 0.25  |
| 京东   | 34.64               | 429    | 2,429  | 3,158  | 3,789  | 0.18  | 0.14  | 0.11  |

注：货币单位均为美元

资料来源：Wind，平安证券研究所

## 七、风险提示

- **宏观经济持续下行，消费低迷的风险：**零售行业表现与宏观环境密切相关，若宏观增速持续下行，消费持续疲弱，则行业&公司发展均受负面影响。
- **行业竞争加剧的风险：**互联网巨头、地产商等行业外公司纷纷加入零售行业的竞争中，行业竞争或将加剧。
- **家乐福整合存在设想外困难的风险：**家乐福归属超市大卖场行业，苏宁在此领域探索不多，或存在整合效果不如预期的风险。
- **新业务模式探索期长，投资回报期不确定的风险：**零售云、拼购、苏小团等新模式仍在探索期需持续投入，或存在投资回收期长、乃至新模式不成立的风险。

## 资产负债表

单位:百万元

| 会计年度             | 2018A   | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|------------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>流动资产</b>      | 131,743 | 153,794 | 177,753 | 203,241 |
| 现金               | 48,042  | 62,471  | 60,303  | 65,057  |
| 应收票据及应收账款        | 6,681   | 5,882   | 9,019   | 10,257  |
| 其他应收款            | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 预付账款             | 17,469  | 17,514  | 24,874  | 29,077  |
| 存货               | 22,263  | 28,238  | 35,487  | 44,043  |
| 其他流动资产           | 37,288  | 39,688  | 48,070  | 54,807  |
| <b>非流动资产</b>     | 67,725  | 67,046  | 67,266  | 67,248  |
| 长期投资             | 17,675  | 17,675  | 17,675  | 17,675  |
| 固定资产             | 15,199  | 15,346  | 15,568  | 16,019  |
| 无形资产             | 9,654   | 9,102   | 8,594   | 8,115   |
| 其他非流动资产          | 25,198  | 24,924  | 25,429  | 25,439  |
| <b>资产总计</b>      | 199,467 | 220,840 | 245,019 | 270,489 |
| <b>流动负债</b>      | 93,697  | 104,395 | 126,724 | 148,174 |
| 短期借款             | 24,314  | 24,314  | 24,314  | 24,314  |
| 应付票据及应付账款        | 47,071  | 59,783  | 75,456  | 94,269  |
| 其他流动负债           | 22,311  | 20,298  | 26,955  | 29,590  |
| <b>非流动负债</b>     | 17,560  | 17,560  | 17,560  | 17,560  |
| 长期借款             | 4,814   | 4,814   | 4,814   | 4,814   |
| 其他非流动负债          | 12,746  | 12,746  | 12,746  | 12,746  |
| <b>负债合计</b>      | 111,256 | 121,955 | 144,284 | 165,733 |
| 少数股东权益           | 7,294   | 6,654   | 6,281   | 6,246   |
| 股本               | 9,310   | 9,310   | 9,310   | 9,310   |
| 资本公积             | 38,288  | 38,288  | 38,288  | 38,288  |
| 留存收益             | 33,678  | 44,992  | 47,214  | 51,270  |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 80,917  | 92,231  | 94,454  | 98,510  |
| <b>负债和股东权益</b>   | 199,467 | 220,840 | 245,019 | 270,489 |

## 现金流量表

单位:百万元

| 会计年度           | 2018A   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|----------------|---------|--------|--------|--------|
| <b>经营活动现金流</b> | -13,874 | 18,738 | 2,361  | 8,602  |
| 净利润            | 13,328  | 12,431 | 3,265  | 4,330  |
| 折旧摊销           | 2372    | 3025   | 2632   | 2672   |
| 财务费用           | 1,235   | 652    | 731    | 873    |
| 投资损失           | 0       | 0      | 0      | 0      |
| 营运资金变动         | -6,860  | 3,270  | -3,895 | 763    |
| 其他经营现金流        | -23,949 | -640   | -373   | -35    |
| <b>投资活动现金流</b> | -3,010  | -2,539 | -2,756 | -2,702 |
| 资本支出           | -3514   | -2539  | -2756  | -2702  |
| 长期投资           | 0       | 0      | 0      | 0      |
| 其他投资现金流        | 504     | 0      | 0      | 0      |
| <b>筹资活动现金流</b> | 22,534  | -1,770 | -1,773 | -1,146 |
| 短期借款           | 15,628  | 0      | 0      | 0      |
| 长期借款           | 5,270   | 0      | 0      | 0      |
| 普通股增加          | 0       | 0      | 0      | 0      |
| 资本公积增加         | 0       | 0      | 0      | 0      |
| 其他筹资现金流        | 1,636   | -1,770 | -1,773 | -1,146 |
| <b>现金净增加额</b>  | 5,649   | 14,430 | -2,168 | 4,754  |

## 利润表

单位:百万元

| 会计年度            | 2018A   | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>营业收入</b>     | 244,957 | 293,475 | 381,216 | 469,422 |
| 营业成本            | 208,217 | 254,579 | 325,804 | 400,679 |
| 营业税金及附加         | 894     | 1,121   | 1,442   | 1,761   |
| 营业费用            | 26,067  | 30,226  | 40,563  | 49,424  |
| 管理费用            | 5,201   | 6,467   | 7,933   | 10,022  |
| 研发费用            | 2,262   | 2,710   | 3,520   | 4,335   |
| 财务费用            | 1,235   | 652     | 731     | 873     |
| 资产减值损失          | 2,059   | 2,162   | 2,271   | 2,384   |
| 其他收益            | 386     | 386     | 386     | 386     |
| 公允价值变动收益        | 292     | 307     | 322     | 339     |
| 投资净收益           | 13,991  | 18,188  | 3,638   | 4,365   |
| 资产处置收益          | -33     | -0      | -0      | -0      |
| <b>营业利润</b>     | 13,659  | 14,438  | 3,299   | 5,036   |
| 营业外收入           | 506     | 531     | 558     | 585     |
| 营业外支出           | 219     | 230     | 241     | 253     |
| <b>利润总额</b>     | 13,945  | 14,740  | 3,615   | 5,368   |
| 所得税             | 1,303   | 2,948   | 723     | 1,074   |
| <b>净利润</b>      | 12,643  | 11,792  | 2,892   | 4,294   |
| 少数股东损益          | -685    | -640    | -373    | -35     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 13,328  | 12,431  | 3,265   | 4,330   |
| EBITDA          | 5       | 5       | 13      | 10      |
| EPS (元)         | 1.43    | 1.34    | 0.35    | 0.47    |

## 主要财务比率

| 会计年度           | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |       |       |       |       |
| 营业收入(%)        | 30.3  | 19.8  | 29.9  | 23.1  |
| 营业利润(%)        | 237.1 | 5.7   | -77.2 | 52.7  |
| 归属于母公司净利润(%)   | 216.4 | -6.7  | -73.7 | 32.6  |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |
| 毛利率(%)         | 15.0  | 13.3  | 14.5  | 14.6  |
| 净利率(%)         | 5.4   | 4.2   | 0.9   | 0.9   |
| ROE(%)         | 16.7  | 14.4  | 3.5   | 4.5   |
| ROIC(%)        | 17.0  | 12.4  | 3.2   | 4.4   |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 55.8  | 55.2  | 58.9  | 61.3  |
| 净负债比率(%)       | -20.8 | -33.2 | -30.4 | -33.8 |
| 流动比率           | 1.4   | 1.5   | 1.4   | 1.4   |
| 速动比率           | 1.2   | 1.2   | 1.1   | 1.1   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 1.4   | 1.4   | 1.6   | 1.8   |
| 应收账款周转率        | 53.9  | 46.7  | 51.2  | 48.7  |
| 应付账款周转率        | 4.8   | 4.8   | 4.8   | 4.7   |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 1.43  | 1.34  | 0.35  | 0.47  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | -1.49 | 2.01  | 0.25  | 0.92  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 8.69  | 9.91  | 10.15 | 10.58 |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |
| P/E            | 7.1   | 7.6   | 29.0  | 21.8  |
| P/B            | 1.2   | 1.0   | 1.0   | 1.0   |
| EV/EBITDA      | 5.1   | 4.9   | 13.2  | 10.2  |

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）  
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）  
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）  
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）  
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）  
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

| 深圳                                               | 上海                                                             | 北京                                       |
|--------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|------------------------------------------|
| 深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层<br>邮编：518033 | 上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼<br>邮编：200120<br>传真：( 021 ) 33830395 | 北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层<br>邮编：100033 |