

苏宁易购 (002024)

智慧零售, 逆势上扬

汪立亭 首席分析师 S0850511040005

李宏科 高级分析师 S0850517040002

2019年4月14日

➤从家电连锁到智慧零售，中国民营零售龙头。①复盘3个十年，公司从空调专营到家电连锁到科技转型，形成“两大/两小/多专”店面族群和易购APP；实控人张近东先生直接与间接持股33%，公司已实行三期员工持股计划，激励充分；苏宁控股资源丰富，涵盖置业/科技/文创/体育/投资等。②2018年全渠道GMV 3368亿增38%，收入2450亿增30%，线上GMV 2084亿增65%占比62%；公司2018年家电全渠道市占率22%，位居首位。

➤渠道：两大/两小/多专，零售云多赢下沉。①自营与加盟店面超1.1万家：截至2018年底，自营门店8881家，其中家电3C 2105家、易购直营店2368家、小店4177家、红孩子157家、苏鲜生8家；苏宁易购广场16家，零售云2071家；物流仓储面积950万平米，运营50个物流基地，46个冷链仓。

②高线市场：优化店面，拓展云店。2011年以前扩张且加密，门店密度由2003年的1.8家/城市增至2011年的6.6家/城市；2012-16年置换关闭较多门店，2017年开始转为净开店，门店密度由2016-2017年的最低点5.0家/城市回升至2018年的5.5家/城市；2018年家电3C同店增2.4%，其中一级市场增7.9%。

③低线市场：零售云赋能品牌增量、加盟商更高ROIC。A. 多赢模式：品牌方增加曝光，已战略合作美的/创维等；为加盟商赋能，更低成本、更快周转、更高ROIC；苏宁快速下沉，拓展自主产品。B. 为什么2018年加速？2018年新开2032家，预计2019年开2000家，来自：低线需求释放、易购直营店经验积累（坪效1.83万元/平米，仅略低于家电3C）、物流建设完善。C. 财务测算：我们预计2018-19年GMV各30亿、100亿，2018年打平；长期开店空间超1.5万家、GMV超450亿；测算零售云出样模式下，加盟商ROIC或超50%，回收期不超2年。

► **品类：夯实家电3C，快消品2019年放量。** ①**2019年强化自有品牌**；空调、冰洗毛利率高于国美，且2017-18年显著提升，体现全渠道强化供应链优势。②**快消完善全渠道布局，强化流量入口**：来自苏宁小店、红孩子、万达百货等。

► **对标京东，苏宁拉长线下长板后的优势在哪里？**从财务指标来看，智慧零售转型中的苏宁（vs京东）2018年已呈现：**更快增长（GMV增38% vs 30%）、更高毛利（15%等%）、更低费用（13.7% vs 14.8%）、更快周转（存货35天 vs 40天）、更可持续改善的EBIT（20亿 vs -26亿），但短期内难以兼顾经营现金流（-139亿 vs 209亿）。**

我们理解，苏宁近年来**夯实智慧零售，构筑愈来愈强的核心壁垒，逆势上扬趋势已成**：①**全渠道优势**：新零售产业趋势下，公司是**唯一拥有深度融合的双线渠道，以及优秀运营能力的平台型企业**；②**竞争格局改善，市场份额提升**：线上与阿里战略合作，且增速持续快于京东，线下同店与开店速度显著快于国美；③**资源充沛，核心能力强化**：公司零售、金融、物流三大业务单元充分协同发展，科技赋能增效，且具备独立融资能力空间，集团置业、文创、科技、体育等产业资源丰富；④**渠道加速下沉，提升产业链议价能力**：以易购直营店与零售云为载体，多赢加速下沉，同时发力自主品牌，有望提升其议价能力，驱动产业链价值再分配，及其在环节中的更大机会。

► **盈利预测与估值**。我们预计，公司2019-21年全渠道GMV各4314亿/5264亿/6129亿元，增28%/22%/16%；收入3067亿/3689亿/4262亿元，增25%/20%/16%；净利135亿/22亿/32亿元。按照线上PGMV、线下PE且考虑股权价值，分部估值给以公司综合合理市值1529-1826亿元，合理价值区间16.4-19.6元，维持“优于大市”的投资评级。

► **风险提示**：与阿里合作效果不佳；线下改善与线上减亏低于预期；竞争加剧；苏宁金服出表等事项的**投资收益不达预期**等。

1. 从家电连锁到智慧零售，中国民营零售龙头

1.1 复盘：3个十年，空调专营/连锁扩张/科技转型

1.2 股权结构：实控人持股33%，激励充分、资源丰富

1.3 经营概况：市场份额提升，近三年EBIT稳步回升

2. 渠道：两大/两小/多专，零售云多赢下沉

2.1 高线市场：优化店面质量，重点拓展云店

2.2 低线市场：零售云赋能品牌增量市场、加盟商更高ROIC

2.3 物流：加快仓储建设，增加资本开支

3. 品类：夯实家电3C，快消品2019年开始放量

3.1 结构：小家电、快消、家装建材成为新增长点

3.2 2019年增量：家电自主产品/苏宁小店/红孩子/百货

4. 对标京东，苏宁拉长线下长板后的优势在哪里？

5. 盈利预测与估值

我们理解，2019年看待苏宁的角度应当区别于5年以前：

1. 据Euromonitor数据测算，家电行业电商渗透率超35%，边际影响弱化；线上增速放缓，竞争格局趋稳；公司线上GMV占比超60%，具备优秀的线上运营能力；

2. 新零售趋势下，公司线下渠道价值突显，2018年发力的零售云加盟店加速下沉低线市场，多赢格局已有雏形，家电供应链长板拉长；

3. 2018年核心主业利润优化，零售+自有物流利润超16亿元，增长超40%；EBIT 20亿元，连续三年改善，为2013年以来最高水平。

4. 2016年形成零售、金融、物流三大业务单元，金融与物流均有独立融资能力，发挥产业协同效应。

1.1 复盘：3个十年，空调专营/连锁扩张/科技转型

公司成立于1996年，前身是江苏苏宁交家电有限公司，最初从事家用、商用空调的批发、零售、工程业务和售后服务；2000年前后开始转型综合家电的连锁经营，步入全国高效扩张期；2011年开始科技转型，发展线上业务，优化线下店面，协同金融、物流，全渠道多业态经营。

第3个十年（2011-2020）

科技转型，智慧服务

- 2012: 收购红孩子/缤购；成立小贷公司
- 2013: 更名苏宁云商，线上线下同价，上线开放平台，优化组织架构；
- 2015: REITS；成立消费金融公司；
- 2016: 成立苏宁金服，筹建苏宁银行；阿里持股19.99%；开设易购服务站；
- 2017: 一大/两小/多专；架构扁平化；跻身全球《财务》500强；
- 2018: 更名苏宁易购，参股万达3.9%；加快开设苏宁小店和零售云加盟店

第2个十年（2001-2010）

综合电器、全国连锁、国际化起步

- 2002: 从南京走向浙、京、沪等地；
- 2004: 7月在深交所上市；
- 2005: 率先完成全国一级市场布局；
- 2008: “租、建、购、并”开发体系；
- 2009: 入主日本LAOX和香港镭射；
- 2010: 苏宁易购上线

第1个十年（1990-2000）

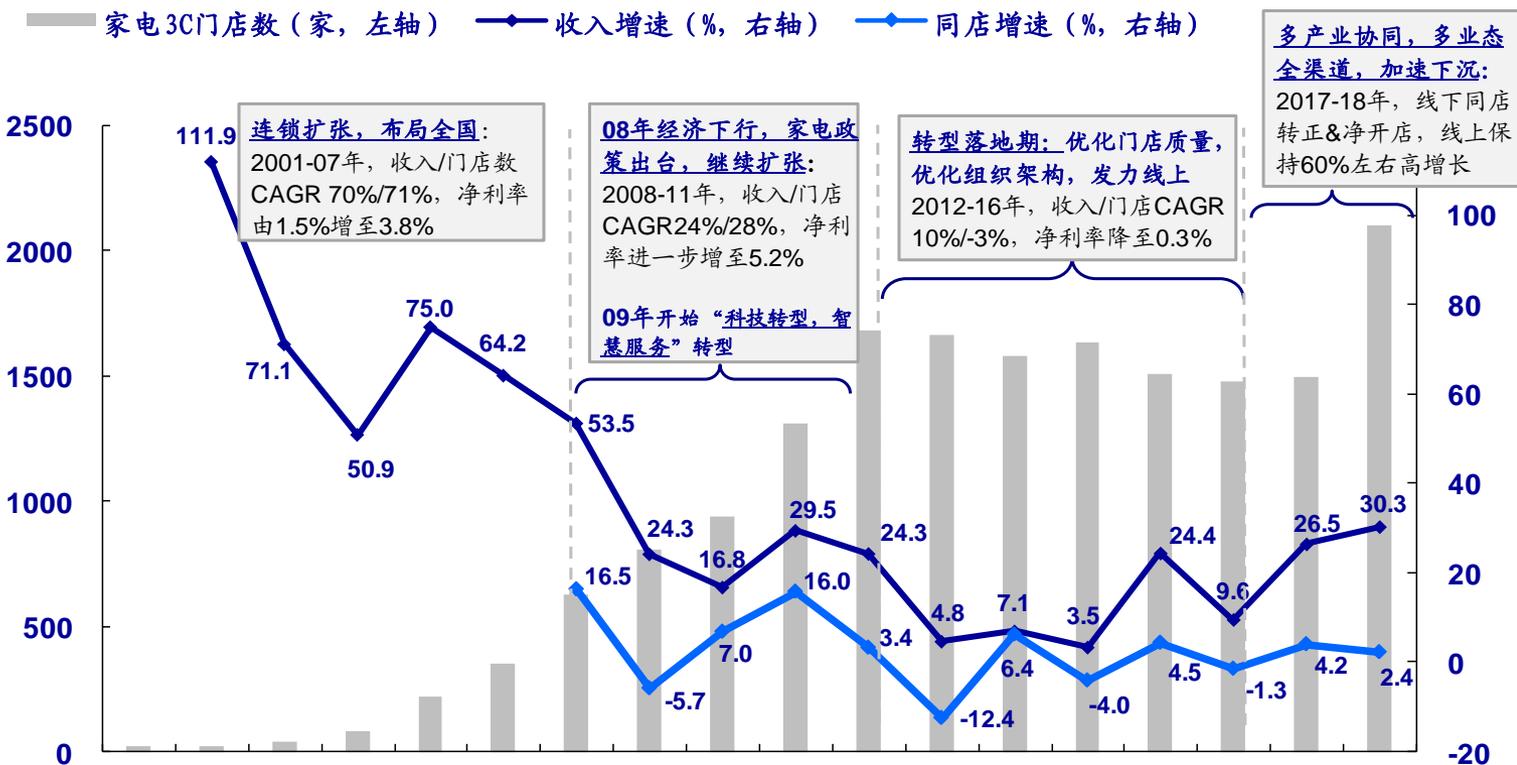
创业、空调专营、树立品牌

- 1990: 空调专营店南京开业；
- 1999: 南京新街口旗舰店开业；
- 2000: ERP系统上线

1.1 复盘：3个十年，空调专营/连锁扩张/科技转型



- 2010年苏宁易购上线，2008-2011年同店受益家电政策，2012年政策退出致同店下降；
- 2013-16年，公司在高线市场面临电商分流（而易购尚未形成规模），且调整优化店面；在低线市场因品牌推进经销渠道、降低对KA渠道依赖（而公司尚无广泛低线网点），经营承压；
- 2017年以来，公司形成零售、物流、金融三大业务单元，独立公司化运作，多产业协同；零售涵盖“两大、两小、多专”业态产品族群，步入双线协同高效成长期。



多产业协同, 多业态全渠道, 加速下沉:
2017-18年, 线下同店转正&净开店, 线上保持60%左右高增长

1.2 股权：实控人持股33%，激励充分、资源丰厚



- ▶ 公司实际控制人为张近东先生，直接与间接合计持股**32.92%**；
- ▶ 公司已实施三期员工持股计划，覆盖核心高管与业务骨干，激发员工活力；2018年底公告拟以不超15元/股回购5亿-10亿元，用途包括但不限于后续用于员工持股计划或股权激励等方式，截至2019/4/11累计回购2133万股合计2.66亿元。

表：公司员工持股计划

	数量（万股）	占比（%）	存续期	解禁日	前复权价格（元）	备注
第一期2014	6106	0.66	2019/3/21	2015/10/8	8.4	2019/1/17，苏宁控股以10.86元大宗受让
第二期2016	6592	0.71		2019/6/6	15.0	定增同时引入阿里
第三期2018	7307	0.78	2022/6/29	2019/6/29	6.7	

表：公司前十大股东（2018年报）

股东名称	持股数（万股）	占比（%）	备注
张近东	195181	20.96	
苏宁电器集团有限公司	186108	19.99	张近东先生持股50%，但不构成实际控制
淘宝(中国)软件有限公司	186108	19.99	
苏宁控股集团有限公司	30973	3.33	张近东先生、南京润贤各持股51%、10%，且张近东先生持有南京润贤80%股权
陈金凤	18413	1.98	
金明	12500	1.34	
中央汇金资产管理有限责任公司	7323	0.79	
苏宁易购-第三期员工持股计划	7307	0.78	
苏宁易购-第二期员工持股计划	6592	0.71	
香港中央结算有限公司(陆股通)	6339	0.68	
“慧博资讯”是中国领先的	656844	70.55	投资研究大数据分享平台

1.2 股权：实控人持股33%，激励充分、资源丰厚

▶据全国工商联发布的2018中国民营企业500强榜单显示，苏宁控股以2017年5579亿元的收入，位列2018年中国民营企业500强第2名（华为第1），零售、地产、金融、体育、文创、技术、投资等产业资源丰富。

▶为顺应消费者需求变化，公司2019年优化组织架构：①前台：以用户为导向的专业业态，2019年初成立家电集团、消费电子集团、快消集团、时尚百货集团（含小家电）、国际集团；②中台：科技能力、资源调度；③后台：物流与技术。



苏宁置业

- 智慧地产运营商
- 板块：商业、住宅、产城小镇
- 运营体系：购物中心、星级酒店、物业服务
- 中国房地产企业50强、中国商业地产综合10强、商业运营5强



苏宁金融

- 以O2O融合为特色的金融科技公司
- 核心技术：生物特征识别、大数据风控、智能营销、智能投顾、金融云
- 主营业务：支付账户、供应链金融、消费金融、投资理财、苏宁卡等



苏宁科技

- 在硅谷、北京、上海、南京、杭州等地设立研发基地
- 三大业务：智能平台、智能服务、智能终端



苏宁文创

- 4亿多注册会员
- 三大场景：家庭娱乐、移动社交、线下影院
- 四大业务：视频娱乐、内容服务、O2O服务、技术服务
- 四大业务公司：PP视频、龙珠直播、苏宁影城、苏宁青创园



苏宁体育

- 旗下拥有江苏苏宁足球俱乐部、国际米兰足球俱乐部和江苏苏宁女子足球俱乐部
- 主要业务：俱乐部运营管理、体育传媒运营、青少年足球培训、体育赛事版权经营、体育商业运营、体育地产开发等



苏宁投资

- 专业从事产业投资与资产管理平台
- 两条主线：消费升级与技术进步
- 截至2018年底，我们估计累计完成超30个项目，投资规模超500亿

1.2 股权：实控人持股33%，激励充分、资源丰厚



►上市公司层面，苏宁2013年以来围绕智慧零售积极进行产业投资，布局新业务；2018末货币资金480亿元，现金充沛。我们认为，公司丰厚的产业资源既增厚了创新业务的迭代空间，也有望发挥产业协同效应。

表：公司近年主要投资事项

领域	时间	行业	投资标的	金额	投资详情
商业零售	2018/1	商业	万达商业	95亿元	购买4.02%股份，进一步完善苏宁智慧零售网络布局
	2018/4	零售	迪亚中国	-	收购上海迪亚零售及迪亚天天100%股权，完善上海的社区便利服务网点
	2018/6	商业	恒宁商业	98亿元	与恒大地产共同出资设立深圳市恒宁商业发展公司，苏宁商管持股49%
	2019/2	零售	万达百货	-	收购万达全部37家百货门店，构建线上线下全场景的百货零售业态
电商及本地生活	2012/9	母婴及美妆	红孩子	6600万美元	红孩子品牌将作为苏宁的子品牌，并进驻苏宁线上线下渠道
	2014/6	团购	满座网	700万美元	收购后的满座网被并入苏宁本地生活事业部，加强本地生活服务的业务
	2014/12	自动化广告投入	好耶中国	1500万美元	获取其精准营销、自动化广告投放、实时竞价等互联网广告技术和业务
	2016/5	电商	阿里巴巴	140亿元	持有阿里巴巴1.09%股份，双方协同创新O2O商业的升级发展；截至2018年底，所持阿里股权出售完毕，2018年实现净利润110亿元。
	2016/8	O2O电商	8天在线	-	C轮融资，双方围绕供应链、物流、消费金融合作，加速校园O2O拓展
	2017/2	电商社区	辣妈帮	-	D轮融资，为持续深耕母婴领域，完善母婴生态布局的重要举措
文娱&科技	2013/12		PPTV	2.38亿美元	双方在会员共享、数据打通、智能终端与大数据投放推广等融合，并在内容投资、智能硬件、视频内容方面进一步发力；2015年12月公司将持有的PPTV 68.08%的股权全部转让于苏宁文化投资的境外子公司
	2016/1	手机	努比亚	2.8亿元	苏宁云商出资人民币2.8亿元受让苏宁润东所持有的努比亚4.90%的股权。
	2017/8	运营商	中国联通	40亿	苏宁参与联通定增，持股1.94%；双方在零售终端、内容运营、会员运营、金融支付、物流、云计算、物联网、IT基础设施建设等领域深度合作
	2018/1	人工智能	商汤科技		参与6亿美元C轮融资，认购27174万股C-2轮优先股，占比1.41%。
物流	2017/1	快递	天天快递	42.5亿	2017年天天快递全面整合纳入苏宁物流体系，提升服务质量，优化加盟网点化，拓展逆向物流、同城配送等业务，形成差异化的服务经营能力
金融	2018/7	证券	华泰证券	34亿元	苏宁34亿参与华泰证券定增，持股3.16%

1.2 股权：实控人持股33%，激励充分、资源丰厚

➤ 13张金融牌照齐全，显著贡献利润：金融业务2017、2018年各实现净利4.6亿、3.5亿元

-苏宁金服：2018年收入32亿元、净利3.5亿元；2017年底B轮融资53亿元、2018年底C轮融资100亿，投后估值560亿元，持股比例将由50.1%降至41.2%，预计出表后将贡献2019年投资收益161亿元。

-消费金融公司（持股比例49%）：2018年收入7.4亿元、净利4532万元；因信贷环境缩紧，2018年苏宁金服与消费金融公司净利均同比有所下滑，但收入各增46%、93%。

图：苏宁金融牌照资源



1.3 经营概况：市场份额提升，近年EBIT稳步回升

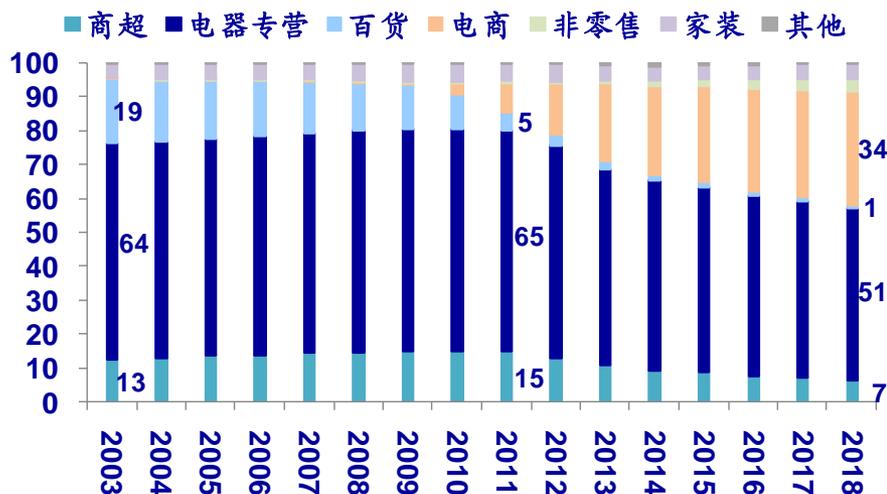


(1) 苏宁全渠道份额22%居首，双线增速优于同业

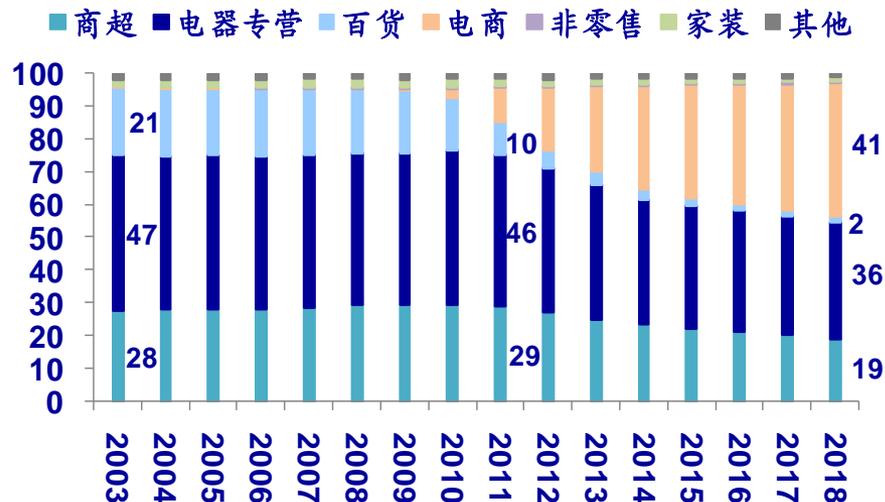
➤从家电渠道结构来看：2003-11年，百货占比剧降，电器专营占比基本稳定，商超占比略增，电商初步兴起；2012-18年，电器专营、商超占比下降，电商占比迅速提升；

➤据Euromonitor，大家电对电器专营店依赖度（51%）更高，小家电的电商渗透率（41%）更高；苏宁以大家电为优势品类，大力拓展线上，在渠道份额占比最高的电器专营&电商赛道均有较优布局。

图：中国大家电分渠道市场份额（%，2003-2018）



图：中国小家电分渠道市场份额（%，2003-2018）



1.3 经营概况：市场份额提升，近年EBIT稳步回升

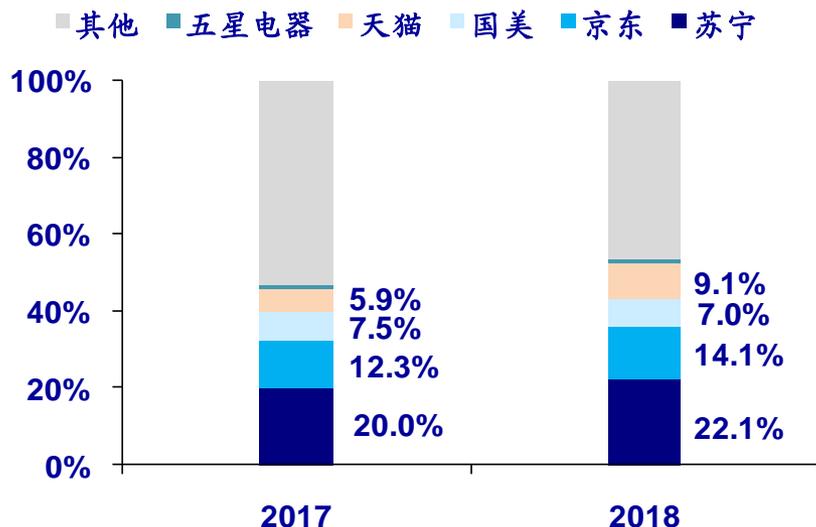


(1) 苏宁全渠道份额22%居首，双线增速优于同业

➤全渠道：据中国家用电器研究院和全国家用电器工业信息中心，2018年中国全渠道家电市场规模8104亿元，其中苏宁全渠道份额提升2.1pct至22.1%，居行业第1；京东14.1%、天猫9.1%、国美7%、五星1.3%。

➤2014-18年，苏宁全渠道GMV CAGR达27%，线上、线下CAGR各69%、5%；线上GMV占比由2014年的20%提升至2018年的62%。

图：中国全渠道家电市场份额（2017-2018）



表：苏宁线上、线下及全渠道GMV及增速（2014-2018）

	2014	2015	2016	2017	2018
全渠道GMV (亿元)	1306	1624	1884	2433	3368
Yoy (%)		24.4%	16.0%	29.2%	38.4%
线上GMV (亿元)	258	503	805	1267	2084
Yoy (%)		94.9%	60.1%	57.4%	64.5%
占比 (%)	19.8%	31.0%	42.7%	52.1%	61.9%
线下GMV (亿元)	1048	1121	1079	1166	1284
Yoy (%)		7.0%	-3.8%	8.1%	10.1%
占比 (%)	80.2%	69.0%	57.3%	47.9%	38.1%

1.3 经营概况：市场份额提升，近年EBIT稳步回升

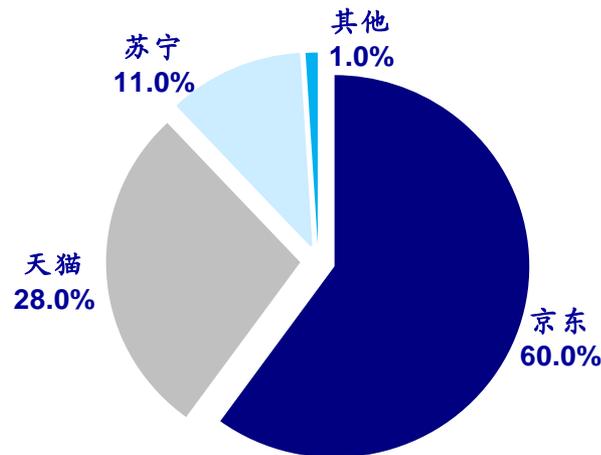
(1) 苏宁全渠道份额22%居首，双线增速优于同业

➤线上：据赛迪研究院及中国电子报社《2018家电网购分析报告》，2018年家电网购市场规模增速降至17.5%，京东、苏宁GMV均保持快速增长，苏宁近三年均60%左右。

图：中国家电网购市场规模及变化（2013-2018）



图：2018年中国家电网购市场份额



表：苏宁、京东GMV及增速对比（2011-2018）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
京东 (亿元)					5906	9391	12944	16768
yoy (%)						59.0	37.8	29.5
苏宁-线上 (亿元)	59	183	261	258	503	805	1267	2084
yoy (%)	195.0	210.8	42.3	-1.1	94.9	60.1	57.4	64.5

1.3 经营概况：市场份额提升，近年EBIT稳步回升

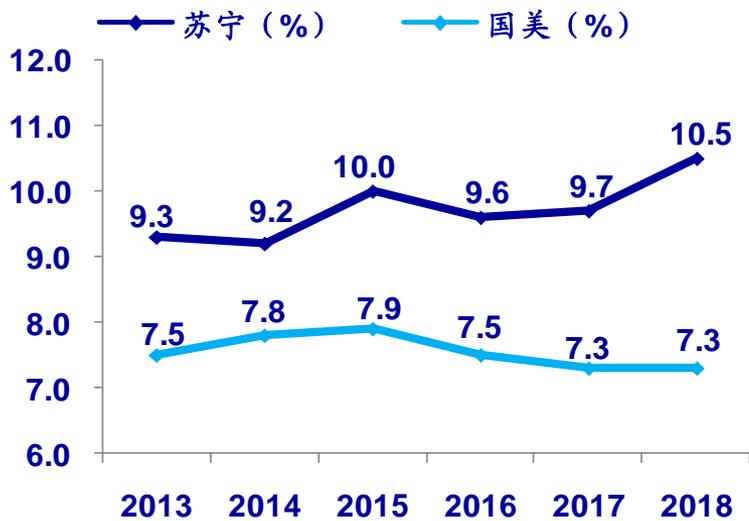


(1) 苏宁全渠道份额22%居首，双线增速优于同业

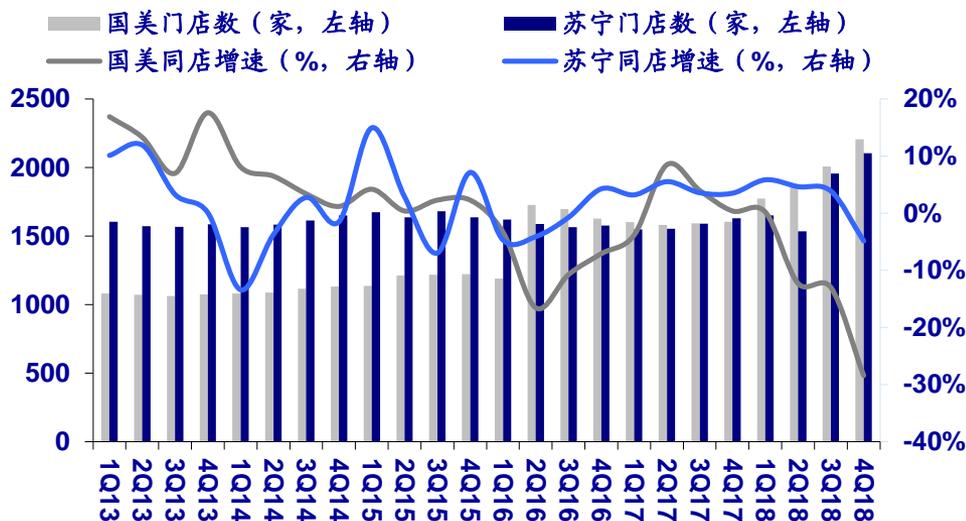
➤ 线下：据Euromonitor统计，2018年苏宁在家电连锁市场份额提升 0.8pct至10.5%，国美持平在7.3%，其后宏图三胞1.5%、百思买1%。

➤ 2018年底，苏宁门店数与国美相近，但同店4Q17以来领先，2018年+2.4%vs国美-13.8%。

图：苏宁vs国美家电连锁市场份额（2013-2018）



图：苏宁与国美家电3C门店数及同店（1Q13-4Q18）



注：季度同店为根据半年度与年度算术平均测算值。

资料来源：Euromonitor，苏宁、国美定期财报，海通证券研究所

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

1.3 经营概况：市场份额提升，近年EBIT稳步回升

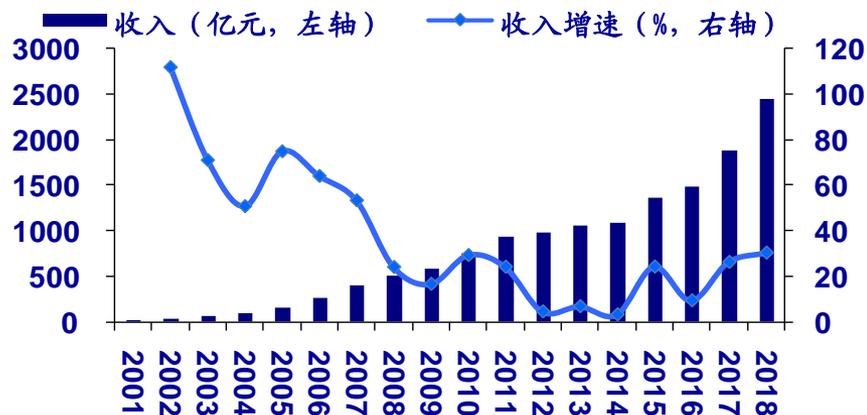


(2) 收入保持快速增长，2018年EBIT 20亿显著改善

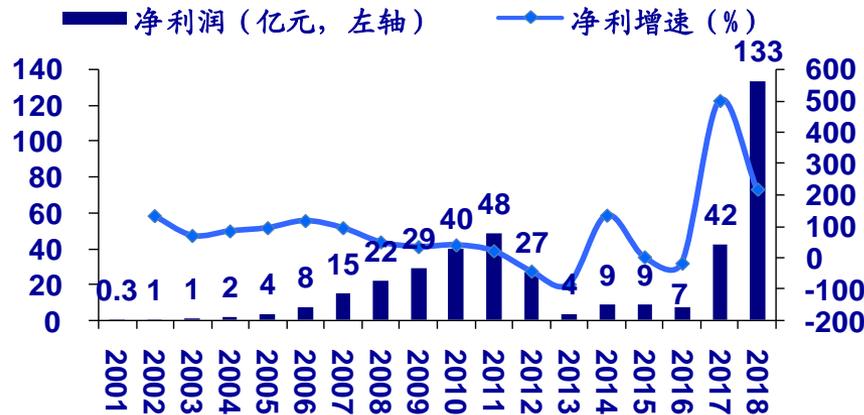
➤ 2001-2018年，苏宁收入、门店数各CAGR各34%、30%，收入增速仅2012-14年、2016年低于10%，其余年份均保持15%以上快速增长，2018年收入增30%至2450亿元。

➤ 公司净利润2011年48亿最高，其后因拓展线上而减少。我们理解，公司发展线上不是简单烧钱以抢占份额，而是作为唯一拥有“零售+金融+物流”的零售上市公司，对实体零售行业探索电商体现了非常重要的责任与担当，即携丰厚资源去投资于未来，以更大的试错空间来探索全渠道的经营模式。

图：苏宁收入及增速（2001-2018）



图：苏宁归母净利润及增速（2001-2018）



1.3 经营概况：市场份额提升，近年EBIT稳步回升



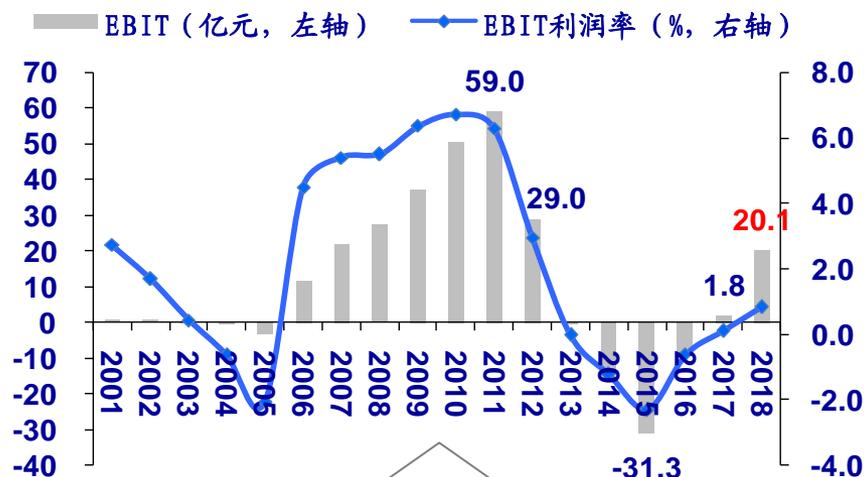
(2) 收入保持快速增长，2018年EBIT 20亿显著改善

经过2012-16年店面调整，公司2017年以来线下净利率已显著回升，利润结构持续优化；2018年零售+自有物流净利16.5亿增43%，EBIT 20亿元，EBIT利润率0.8%。

表：苏宁2017-2018年净利拆分

亿元	2017	2018	
④ 消费金融49%	1.1	0.2	披露值
苏宁金服50.1%	3.1	1.8	披露值
天天快递	-5.8	-13.0	披露值
⑤零售+物流(不含天天)	11.5	16.5	③-④测算值
⑥ 恒宁49%		2.3	披露值
猫宁51%	-0.9	-5.6	披露值
理财收益	6.2	6.7	测算值
苏宁小店		-8.0	估计值
线上主站+线下+自有物流	6.2	21.1	⑤-⑥测算值
③主业(零售+金融+物流)	10	6	①-②测算值
② 阿里股权	32.3	110.1	披露值
华泰3.16%		5.9	披露值
物流项目		9.3	披露值
万达4.02%		1.6	披露值
商汤科技		0.9	测算值
①归母净利润	42.1	133.28	
扣非净利润	5.3	3.1	包含理财收益

图：苏宁EBIT及增速(2001-2018)



2018年主业利润显著增长，EBIT利润率仅0.8%，仍有较大提升空间

2. 渠道：两大/两小/多专，零售云多赢下沉

- ▶ 公司已形成“两大、两小、多专”业态族群，两大为苏宁易购广场和苏宁广场，两小为苏宁小店与易购直营店，多专指专注垂直类目经营的，如家电3C/母婴/超市/家居等业态店面。
- ▶ 截至2018年底，公司自营门店8881家共671万平米，苏宁易购广场16家，零售云加盟店2071家。此外，2019年2月收购万达百货37家门店。
- ▶ 2015年开始探索易购直营店，坪效1.83万元/平米，略低于家电3C门店，但增速更快。

表：苏宁各类型门店数、面积、坪效及年化收入

店面类型	门店数 (家)	开店数(家)	开店数(家)	2018坪效	增速	2018面积	单店面积	年化收入
	2018	2018	2019E	(元/平米)	(%)	(万平米)	(平米)	(亿元)
家电3C门店	2105	205, 另超市店478家	150-160	18684	4.7	530	2519	921
苏宁易购直营店	2368	718	500-700	18299	9.1	51	216	79
零售云加盟店	2071	2032	2000					
苏宁小店(含184迪亚天天)	4177	4156	10000			62	148	
迪亚天天加盟店	112	-	-					
红孩子母婴	157	106	150-160	10025	12.7	21	1327	16
苏鲜生超市店	8	3	40			2	2525	
万达百货(收购)			37					

2. 渠道：两大/两小/多专，零售云多赢下沉

零售 (1.1万家门店)

基础设施支持

两大

两小

多专

物流

金融

16



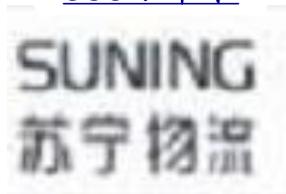
2368



2105



950万平米



13张牌照



直营店
8881



4177



8



任性付

包括184 (直营)



157



37



加盟店
2183

112



2071



“慧博资讯”是中国领先的投研大数据分享平台

注：8881家直营店不包括苏宁易购广场以及2019年拟收购的万达百货，包括66家中国香港和日本门店。

资料来源：公司公告、2018年年报、苏宁官方微信公众号、海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

2.1 高线市场：优化店面质量，重点拓展云店

➤ 公司**2012-2016**年加大力度优化调整店面，关闭低效门店，**2015**年开始拓展云店（新开及改造），成为公司线下体验的主力业态；云店是公司门店互联网化的代表产品，已形成不同区域、不同标准的云店模型，一二级市场2000-8000平米，三级市场1000-3000平米。

➤ **2017**年由净关店转为净开店，**2018**年加速：2018净增606家，其中入驻大润发、欧尚、卜蜂莲花开设超市门店（社区店）478家，云店、旗舰店、中心店、社区店（不含超市门店）合计净增128家。

表：苏宁家电3C各类门店数（2002-2018）

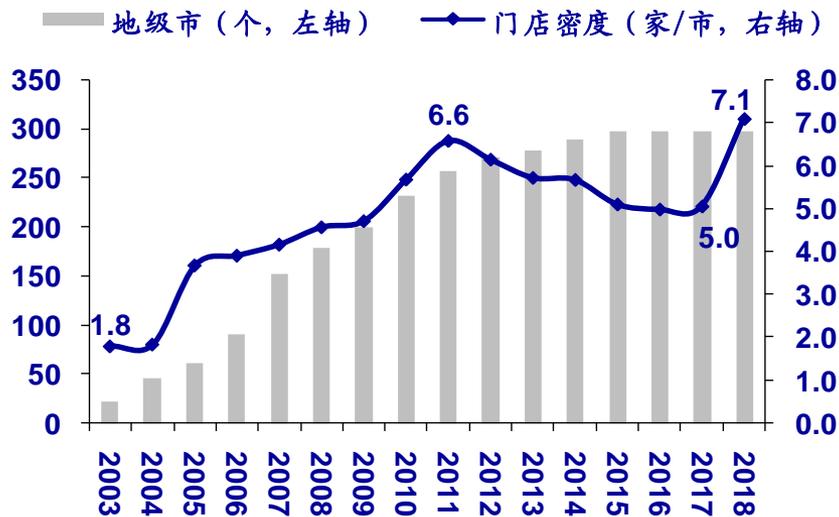
店面类型（家）	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
云店														42	141	323	424
旗舰店				25	38	82	112	161	239	333	336	330	339	298	242	118	86
中心店				58	98	183	224	290	364	437	433	428	438	406	389	371	395
社区店				141	215	367	476	489	584	762	777	737	797	721	672	655	1177
精品店								1	10	17	6						
县镇店									114	134	104	76	61	43	34	32	23
乐购仕店										1	8	12	3	3			
家电3C合计（家）	24	41	84	224	351	632	812	941	1311	1684	1664	1583	1638	1513	1478	1499	2105
yoy		71%	105%	167%	57%	80%	28%	16%	39%	28%	-1%	-5%	3%	-8%	-2%	1%	40%
面积（万平米）	9	19	38	96	142	264	346	399	516	682	693	667	683			456	530
新开门店（家）			46	140	136	175	210	182	396	398	158	95	170	84	108	127	683
特许加盟转直营						120											
关闭置换门店（家）			3	3	9	14	30	53	26	25	178	176	115	209	143	106	77

2.1 高线市场：优化店面质量，重点拓展云店

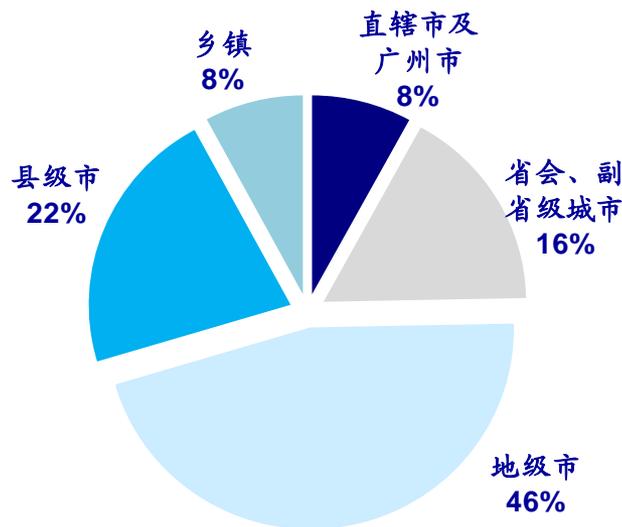
➤ 门店密度的变化也体现了公司**2012-16年**的店面调整：2011年以前，公司快速扩张且加密，2011年底家电3C门店1684家覆盖256个地级市，门店密度**6.6家/城市**；2012-16年加大关闭置换力度，门店密度降至2016和2017年的**5.0家/城市**；2018年底家电3C门店数1627家，门店密度回升至**5.5家/城市**（考虑478家超市店后为**7.1家/城市**）。

➤ 公司**2018年8月**开始经营大润发家电部门，**双11前**完成大润发与欧尚门店改造；我们估计，**2018年4个月**实现收入**20亿元**，预计**2019全年**有望超**100亿**。截至2018年底，大润发、欧尚门店各**404家、77家**，**70%**位于地级及以上城市、**30%**位于县级及乡镇。

图：苏宁家电3C覆盖地级市数以及门店密度



图：高鑫零售2018年各级市场门店分布

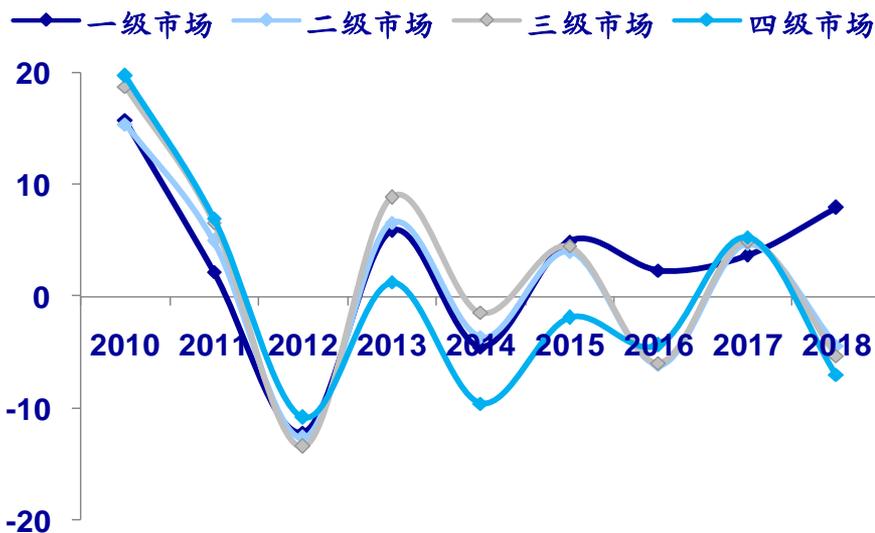


2.1 高线市场：优化店面质量，重点拓展云店

➤ 从同店来看，各级市场不同年份波动较大，一级市场2015年以来整体增速较优；2018年仅一级市场同店实现近8%的强势增长，二三四级市场同店均降。

➤ 从坪效来看，2018年一级市场2.63万元/平米，远高于其他市场，且收入增速最快，体现公司高线城市店面业态和商品结构优化后的内生效益。

图：苏宁家电3C各级市场同店增速（%，2010-2018）



图：苏宁2018年家电3C各级市场坪效及增速

	坪效 (元/平米)	坪效增速 (%)	收入增速 (%)
一级市场	26286	9.86	7.94
二级市场	14178	-2.10	-4.38
三级市场	11710	-2.75	-5.30
四级市场	13321	-1.41	-7.03
合计	18684	4.72	2.39

2.1 高线市场：优化店面质量，重点拓展云店

➤ 公司**2007**年开始启动连锁购置店策略，其后以租、建、并、购、联的方式获取门店物业，在**2014**、**2015**年各对**11**、**14**家门店实施创新型资产运作，各贡献**20**亿、**10**亿净利润，有利于增厚运营资金、降低负债率。

➤ 截至**2018**年底，公司自有门店物业**20.91**万平米，通过创新资产运作方式以及与大型房地产商合作取得可长期稳定使用的物业**85.27**万平米，社会化租赁**560**万平米。

图：苏宁期末购置店面数（2007-2016）



表：苏宁2014-2016年创新型资产运作情况

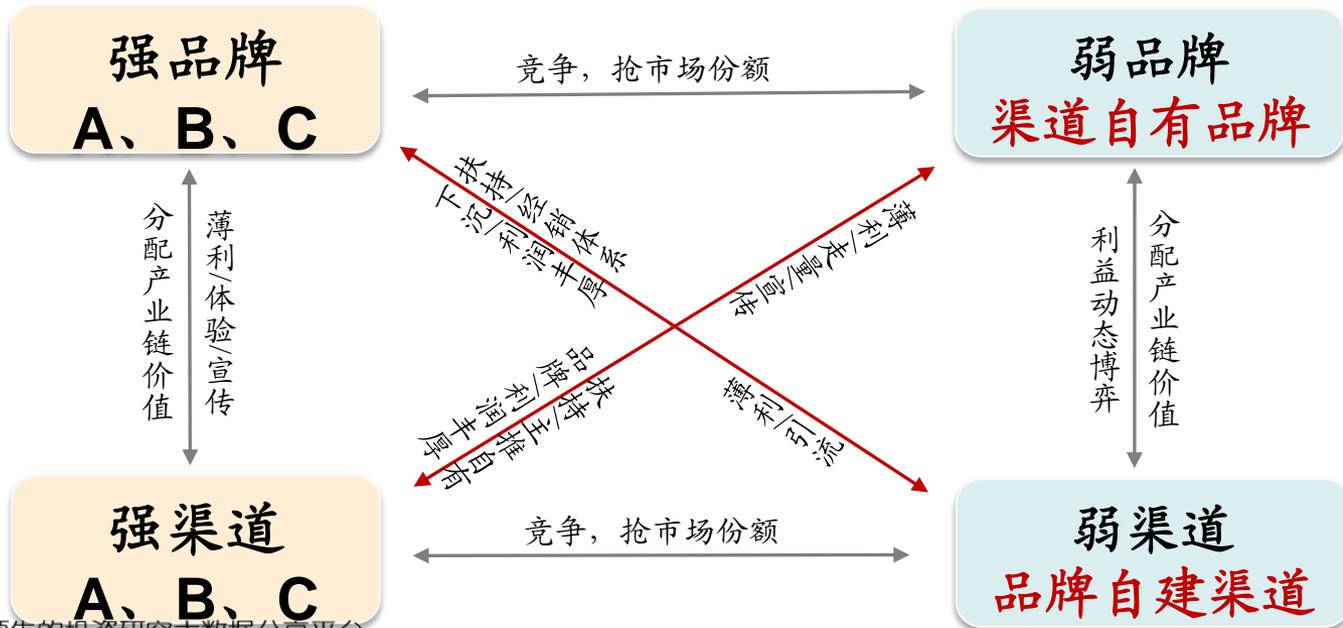
	2014	2015	2016
标的	11家门店	14家门店	6处仓储
营业外收入 (亿元)	23.81	13.88	5.10
净利润 (亿元)	19.77	10.41	3.94
归母净利润 (亿元)	8.67	8.73	7.04
占比 (%)	228%	119%	56%

2.2 低线市场: 零售云赋能品牌增量市场、加盟商更高ROIC

➤ 品牌与渠道一直在动态博弈产业链价值的利益分配，苏宁作为唯一一家同时布局线上、线下渠道的家电3C零售商，随着市场份额持续提升，有望带来产业链议价能力进一步提升：

- **增量渠道：**低线市场即易购直营店与零售云加盟店，且零售云未来有望加速开店；以更广泛的高线+低线市场网点，提升对中小品牌甚至大品牌的议价能力；
- **增量品牌：**2007年开始推进包销、买断、专供等，自有品牌产品线丰富、性价比高、利润率高，充分协同低线渠道扩张加速，我们认为，2019年有望放量。

图：品牌vs渠道竞合关系



2.2 低线市场: 零售云赋能品牌增量市场、加盟商更高ROIC



➤ 公司通过自营与加盟快速推进农村市场的发展，即苏宁易购直营店、零售云加盟店。

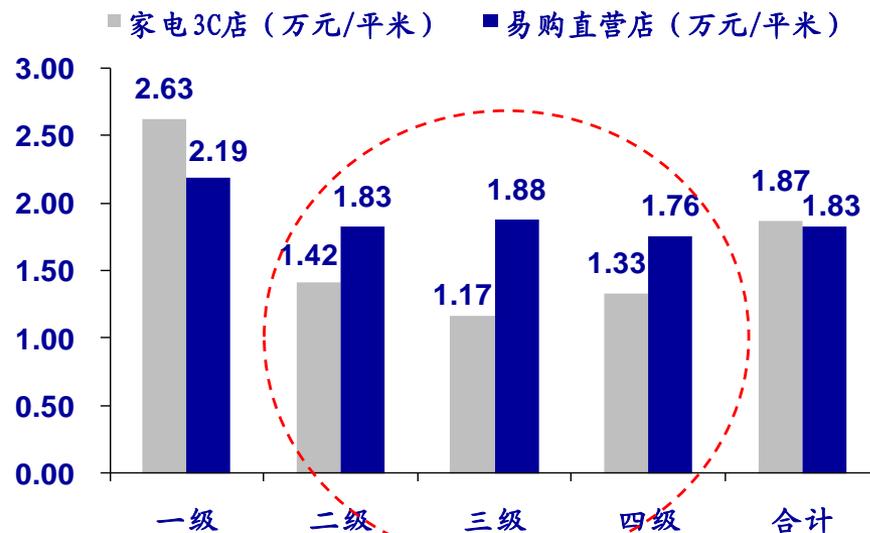
(1) **苏宁易购直营店**: 2015年建立并完善了易购服务站的管理运营体系，以自营、加盟、合作网点与代理等推进，提升低线市场品牌认知度，优化用户拓展、服务体验及物流效率；我们发现，其一般选址在4万人以上的县和大的镇。

苏宁易购直营店坪效（1.83万元/平米）已非常接近于家电3C店（1.87万元/平米）；**在2-4级市场，易购直营店坪效显著高于家电3C店，公司经过3年左右探索已经形成有效下沉的自营模式，同时2018年开始加速拓展零售云。**

表：苏宁易购直营店期末门店数及开店数

	2015	2016	2017	2018
门店数 (家)	1011	1902	2215	2368
开店数 (家)			542	718
关店数 (家)			229	565
净增门店 (家)			313	153
总面积 (万平米)			35.51	51.24
坪效 (元/平米)			18482	18299
增速 (%)			34.18	9.11

图：2018年苏宁易购直营店vs家电3C店各级市场坪效



“慧博资讯”是中国领先的证券研究报告数据库平台，2017年开始为“苏宁易购直营店”。

资料来源：苏宁各期财报，海通证券研究所

(2) **零售云加盟店**：2017年7月29日，安徽来安第1家店十字街店开业；开放输出苏宁在供应链、仓储、金融、IT等方面的核心能力，赋能中小零售商，在县域乡镇市场推进苏宁易购零售云加盟，一般选址在2-4万人的镇。

图：零售云加盟店的多赢模式

苏宁易购

- 输出赋能，且以零售快速下沉，带动金融、物流能力下沉；
- 从家电3C逐渐往快消品类拓展；
- 拟与易购直营店协同供应链，拓展自有品牌。

加盟商

- 专业零售运营，驻店店长的带教；
- 仓配装共享，先销后采，加快周转；
- 虚拟出样。

零售云 多赢模式

品牌商

- 品牌露出，拓展低线渠道；
- 数据管理，节约渠道成本。

消费者

- 苏宁背书，更高性价比的商品，更丰富的选择，更优质的品牌；
- 多渠道购物体验，社交新玩法。

► **开店进展**：2018年新开苏宁易购零售云加盟店2032家至2071家，我们预计2019年新开2000家；我们认为，考虑到公司正在推进“海纳百川”计划，我们预计2019年或以更灵活的方式进一步加速下沉；

► **财务影响**：我们预计2018、2019年GMV各约30亿元、100亿元；2017年完成后台技术投入，我们预计2018年基本打平。

► **长期空间**：考虑到中国乡镇数超3万家，我们预计零售云长期开店空间超1.5万家（占比50%乡镇），对应GMV超450亿（保守按单店300万年销售计）。

为什么零售云是2018年开始加速？



- 需求释放：

以拼多多为代表的电商充分下沉，促进低线城市消费升级需求释放；



- 经验积累：

2015年三四级市场推进易购直营/加盟服务站，易购直营店坪效已达1.83万元/平米，仅略低于家电3C门店。



- 物流支撑：

物流建设持续强化，县镇整合物流与售后，加强前置仓建设。

► **头等舱计划**: 与1-2线品牌战略合作（美的/创维/长虹等），形象全覆盖，核心主推加持，绿色通道服务，增值服务优先，有竞争力的样机政策，优先入围买断产品，专属团队协同。

图：零售云头等舱计划



系列产品

•36款买断产品（金卡）：

样机全覆盖，样机政策，招标买断，考核加持，成本合理、五保供货、专人协同跟进。

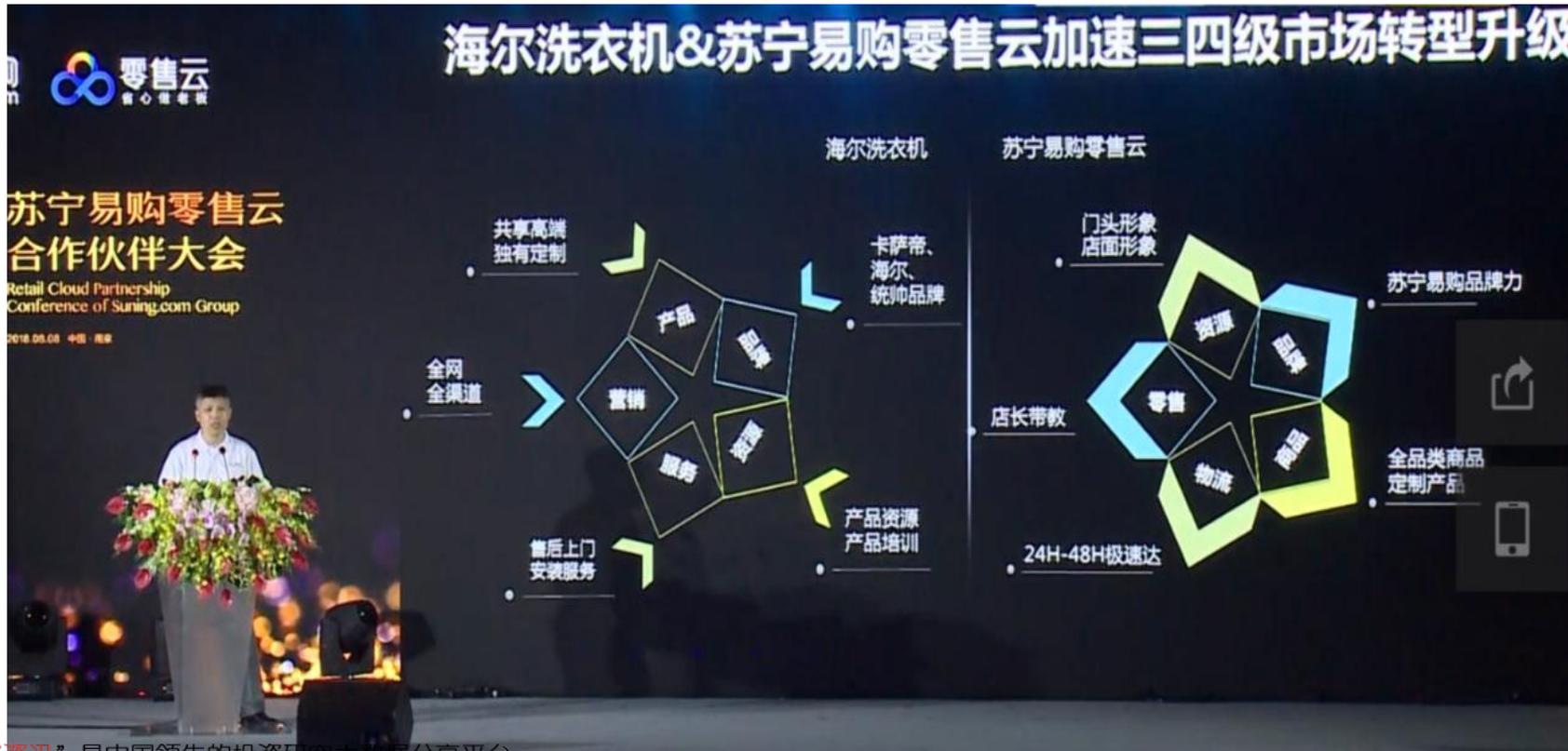
•108款重点产品（银卡）：

培训活动支持，样机全覆盖。

2.2 低线市场: 零售云赋能品牌增量市场、加盟商更高ROIC

► **品牌举例: 海尔+零售云:** 海尔洗衣机是自带流量品牌, 据euromonitor统计, 截至2017年, 海尔大型家用电器连续9年全球销量第1, 将海尔的用户资源和苏宁用户整合; 全方位产品支持, 全球5大研发中心实现用户定制, 研发队伍与零售云终端合作, 配置适合市场的产品。

图: 海尔洗衣机&苏宁零售云战略合作



2.2 低线市场: 零售云赋能品牌增量市场、加盟商更高ROIC



➤ 门店模型举例: 常州寨桥店 (家电转型)

面积 (平米)	400	2层
坪效 (万元/平米)	1.2	
销售 (万元)	480	
家电	442	92%
手机	38	8%
毛利 (万元)	83	17%
家电	79	18%
手机	4	10%
费用合计 (万元)	51	
加盟费	1	0.1%
员工薪酬	24	2.0%
租金	8	0.7%
装修摊销	3	0.3%
物流费用	8	1.7%
平台费用	7	1.5%
利润总额 (万元)	32	6.7%
净利润 (万元)	24	5.0%
样机 (万元)	25	
投入资本 (万元)	49	
现金流 (万元)	26	
回收期 (年)	1.9	
ROIC	53%	

• 我们认为, 经销压货模式下, 样机投入多、毛利率低, **ROIC**低于**30%**甚至**20%**, 回收期**3年**或以上;

• 零售云出样模式下, 样机投入少、毛利率高, **ROIC**高于**50%**, 回收期不超**2年**;

• 我们分析, 高毛利率来自于: 自有品牌主推机型 (家电)、更优品类组合 (比如少卖手机), 零售云规模效应提升后向品牌要的更高返点

常州寨桥店ROIC对样机投入与家电毛利率的敏感性分析

家电毛利率	样机投入 (万元)				
	25	40	70	100	120
15.0%	33%	25%	17%	13%	11%
16.5%	43%	33%	23%	17%	15%
18.0%	53%	41%	28%	21%	18%
20.0%	67%	51%	35%	26%	23%
22.0%	80%	61%	42%	32%	27%

2.3 物流：加快仓储建设，增加资本开支

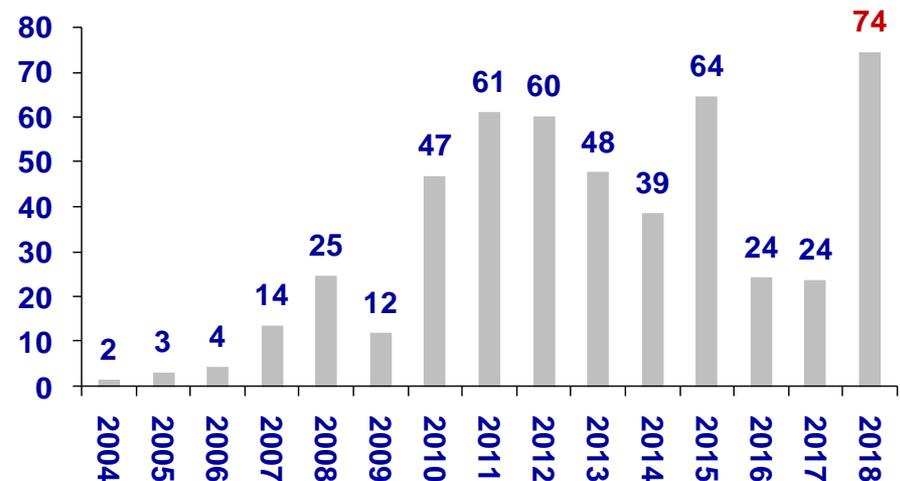


- ▶ 截至**2018年底**，苏宁物流及天天快递拥有仓储及相关配套总面积**950万平米**，快递网点**2.74万个**，覆盖全国**351个地级城市、2858个区县级城市**；**41个城市投入运营50个物流基地**；
- ▶ 资本开支高峰在**2010-15年**，**2016-17年回落**，**2018年达74亿元创新高**，主要与物流加快建设有关，我们预计**2019年仍维持高位**；我们以右图Capex/当年新增仓储面积（假设均为自建），测算**2016-18年单位面积资本开支各0.19万/平米、0.23万元/平米、0.28万元/平米**，成本较低。

表：苏宁物流仓储主要数据

	2014	2015	2016	2017	2018
物流仓储面积（万平米）	403	455	583	686	950
yoy (%)		12.90	28.13	17.67	38.48
区域配送中心（个）		30	32	37	
快递网点（个）	1777		17000	20871	27444
自动化拣选中心（个）		5	7	8	9
冷链仓（个）					46
社会化物流收入增长 (%)			320	136	
物流费用率 (%)	0.93	1.08	1.43	1.52	1.39

图：购建固定资产、无形资产等所支付的现金（亿元）



2.3 物流：加快仓储建设，增加资本开支

► **物流地产基金**：2017年底与深创投不动产联合发起设立，目标总规模**300亿**，实现管理仓储面积**1200-1500万平米**，3年投资期+2年退出期；4Q18年首期基金（50亿，公司51%）以11.48亿收购沈阳/徐州/湖南/上海/重庆5家物流子公司100%股权，贡献2018年净利9.26亿元。

► **天天快递**：围绕骨干网络、信息系统、管理模式、末端网点，加速与苏宁仓配网络业务的整合；因天天亏损**13亿**、自有物流盈利**5.5亿元**，公司整体物流业务**2018年亏损7.5亿元**（2017年亏**2.9亿元**）。

截至2018年底，天天快递物流、广州天天快递业务商誉各19.7亿（与2017年末相同）、1.46亿元（2018年新增），计提减值准备1.41亿元（2017年无）；2018年，公司收购原以加盟运营的广州天天快递业务，加速并深化了天天和公司原有物流运配业务的整合，且开始受益于协同效应。

图：苏宁物流建设重点

• 2018年上海、济南投入使用机器人仓库
• 推进无人重卡、无人车等测试与落地

智能化

• 加快建设中心仓、前置仓、门店仓
• 匹配即时自提、1小时达、半日达、次日达等

立体化仓储系统

• 2018年底投入使用**46个**生鲜冷链仓（vs 1H18 17个）

冷链物流

• 组建集配送、安装、维修、快递一体化的帮客综合服务网点
• 截至2018年末筹建成立**264**个县级综合服务中心

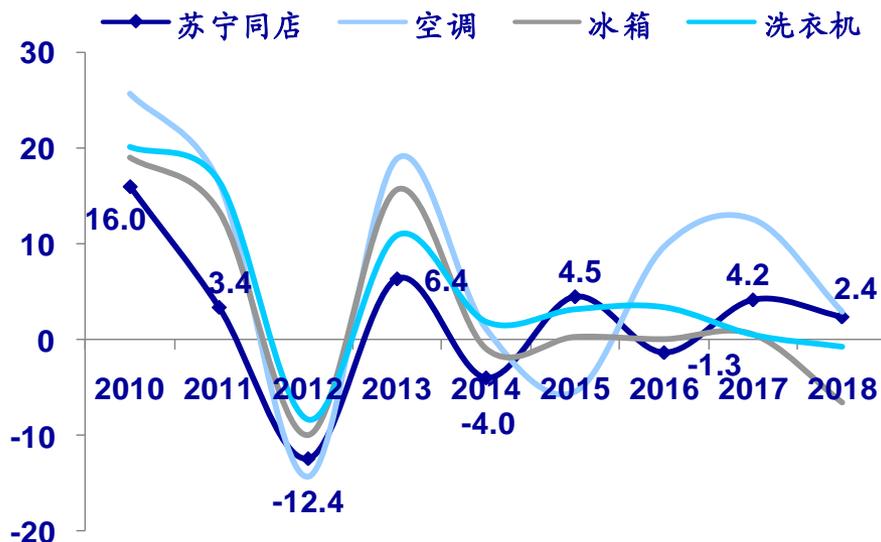
县镇物流

3.1 品类结构：小家电/快消/家装建材成为新增长点

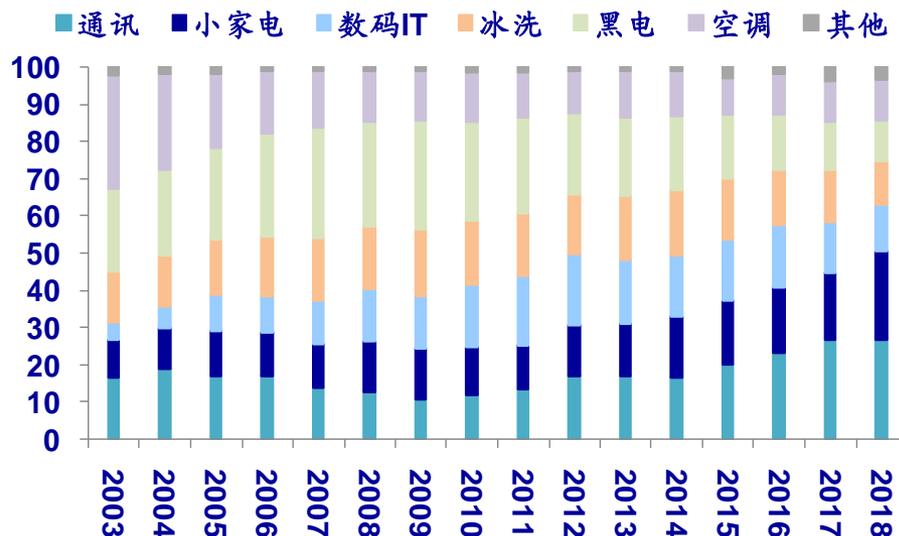
➤ 公司同店与空调、冰洗销售增速相关度较高，但近年来空调、冰洗销售占比有所下降：

- 2004年及以前，空调占比最高，>25%（2003年30%）；2005-14年黑电占比最高，>20%；2015年开始通讯产品占比最高，>20%；
- 2018年通讯占比仍然最高，27%；小家电大幅增长68%，占比增5pct至24%；数码IT占比略降1pct至13%，冰洗占比降2pct至12%，黑电降2pct至11%，空调持平于11%。

图：苏宁同店增速vs空调、冰洗销售额增速（%）



图：苏宁各品类收入占比（%，2003-2018）



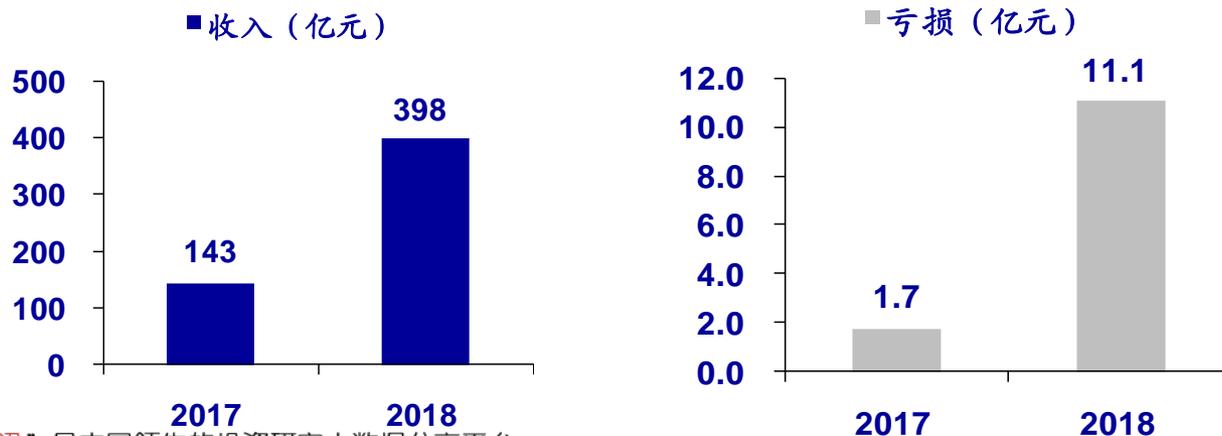
3.1 品类结构：小家电/快消/家装建材成为新增长点

- ▶与国美相比，国美的黑白电占比一直维持**55-62%**之间，通讯数码IT占比低于苏宁；
- ▶因低毛利率的通讯数码IT占比较高，且猫宁公司（持股**51%**）抢占市场份额，**2018**年收入**398**亿、亏损**11**亿元，对公司整体业绩有所拖累。

表：苏宁vs国美品类结构（%，2007-2018）

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
苏宁												
黑白电	61.54	58.55	60.50	57.05	54.78	49.29	50.55	49.74	43.23	40.69	37.99	33.55
通讯数码IT	25.89	26.57	24.45	28.65	31.93	36.10	34.13	33.07	36.69	39.84	40.12	39.29
小家电	11.54	13.80	13.96	12.84	11.97	13.56	14.16	16.11	17.13	17.54	18.30	23.66
国美												
黑白电	61.80	61.75	61.65	59.49	56.05	55.63	59.30	59.54	57.55	58.63	57.13	
通讯数码IT	26.50	26.54	25.16	29.25	31.79	32.56	28.93	27.76	28.70	26.57	28.51	
小家电	11.7	11.71	13.19	11.26	12.16	11.81	11.77	12.7	13.75	14.8	14.36	

图：猫宁公司2017-2018年收入及亏损



“慧博资讯”是中国领先的投研大数据分享平台
 注：猫宁公司的亏损为我们根据年报披露的归属少数股东的损益测算的净亏损。
 资料来源：各公司的各期财报，海通证券研究所

3.1 品类结构：小家电/快消/家装建材成为新增长点

► **毛利率**：苏宁空调、冰洗、黑电高于国美，小家电略低，通讯、数码（3-7%）毛利率低于国美（7-10%）。上述表明，苏宁在拓展电商的情况下，仍保持了传统优势品类（三大白）的强势议价能力；但因线上以通讯、数码等品类打价格战，致该品类毛利率降至5%或以下。

► **2018年**，公司主营毛利率增0.85pct至13.93%、综合毛利率增0.91pct至15.24%，各品类毛利率均有提升，且空调、冰洗、黑电三大品类均提升超1.2pct；我们预计，随着公司高线市场夯实云店、低线市场完善渠道以及自有产品占比提升，毛利率有望继续提升。

表：苏宁vs国美品类毛利率（%，2010-2018）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
苏宁综合毛利率	17.83	18.94	17.76	15.21	15.28	14.44	14.36	14.10	15.00
通讯产品	10.02	11.38	11.48	9.91	9.21	7.89	7.04	5.21	5.92
小家电	20.80	22.89	21.56	17.85	18.49	18.48	18.22	18.93	19.45
冰洗	21.15	22.64	21.21	17.72	17.98	17.93	17.72	18.69	19.92
数码IT	7.31	8.78	8.86	7.18	5.32	4.72	3.97	2.92	3.56
黑电	19.09	20.77	20.09	16.91	17.77	17.74	16.91	16.26	17.72
空调	18.21	20.73	20.12	17.06	16.46	16.39	15.98	16.25	17.72
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	1H2018
国美综合毛利率	11.63	12.63	12.96	15.07	14.90	14.73	13.53	15.45	15.23
影音	13.63	13.98	14.09	16.13	15.45	14.79	13.46	15.94	15.47
空调	10.99	13.78	14.71	15.90	15.95	16.23	15.44	17.02	16.26
冰洗	11.97	14.07	15.05	16.50	16.45	16.20	14.88	17.00	17.65
通讯	9.56	9.64	10.10	11.73	11.65	11.84	10.01	11.62	10.60
白小	14.20	15.94	17.00	19.39	19.38	19.34	17.39	19.57	20.44
电脑	6.47	6.48	8.65	9.42	9.09	8.54	7.20	9.29	7.63
数码及其他	9.93	11.85	12.19	12.35	10.03	9.38	9.29	10.43	7.74

3.2 2019年增量：自主产品/苏宁小店/红孩子/百货

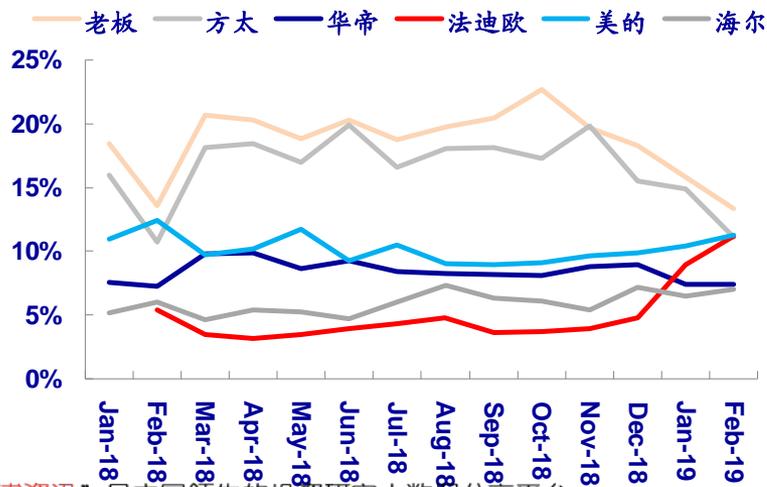
(1) 自主品牌：2007年开始推进与各品类占比较大品牌的战略合作，通过大单采购、包销、定制等，获得优势品牌的ODM、OEM资源支持；2010年由惠而浦空调、松桥小家电拓展到了先锋彩电、法迪欧厨卫电器；2011年成立自主产品销售部、2013年成立独立公司。

➤ **强化单品运作，空调、冰洗、通讯等加强新品首发及定制包销。**2019/3/27，苏宁智能产品2019春季发布会上发布冰箱、洗衣机、扫地机、智能耳机等10余款苏宁小Biu系列智能新品。

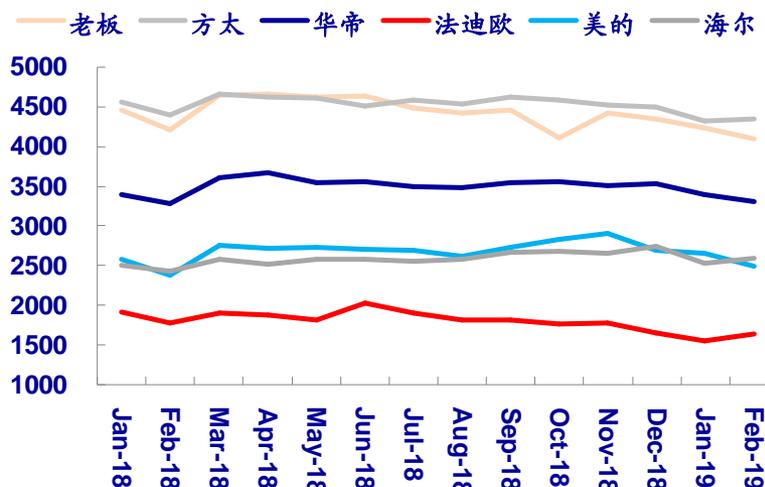
➤ **公司自主厨卫品牌法迪欧2019年以来市场份额迅速提升，零售量份额由2018.12的4.7%跃升至2019.02的11.2%，赶超海尔、华帝，接近美的。**

➤ **我们预计，公司自主产品毛利率超30%，2019年GMV或近200亿元（vs 2018年<100亿），**通过“海纳百川”计划借力零售云等低线渠道迅速下沉，提升公司规模效应和盈利能力。

图：主要厨卫品牌KA渠道零售量月度份额



图：主要厨卫品牌KA渠道零售价格（元）



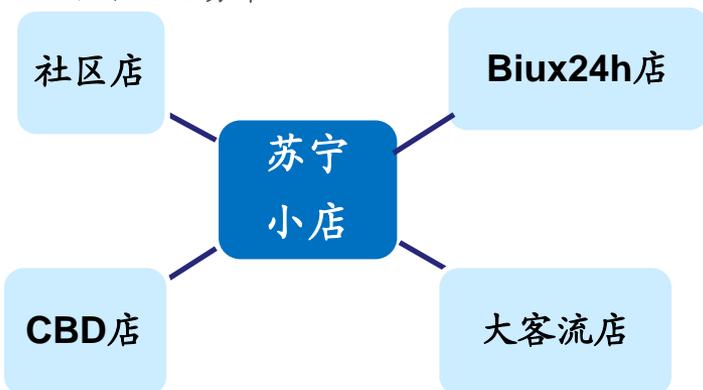
3.2 2019年增量：自主产品/苏宁小店/红孩子/百货

➤ 大快消：整合线上超市、苏鲜生、苏宁小店、红孩子等业态；

(2) 苏宁小店：“门店+APP”双中心和社区综合服务平台。2018年新开3972家至4177家，我们预计2019年将开店提速；2018年底公告出表，公司将通过苏宁国际持股35%。

图：苏宁小店三种店面业态

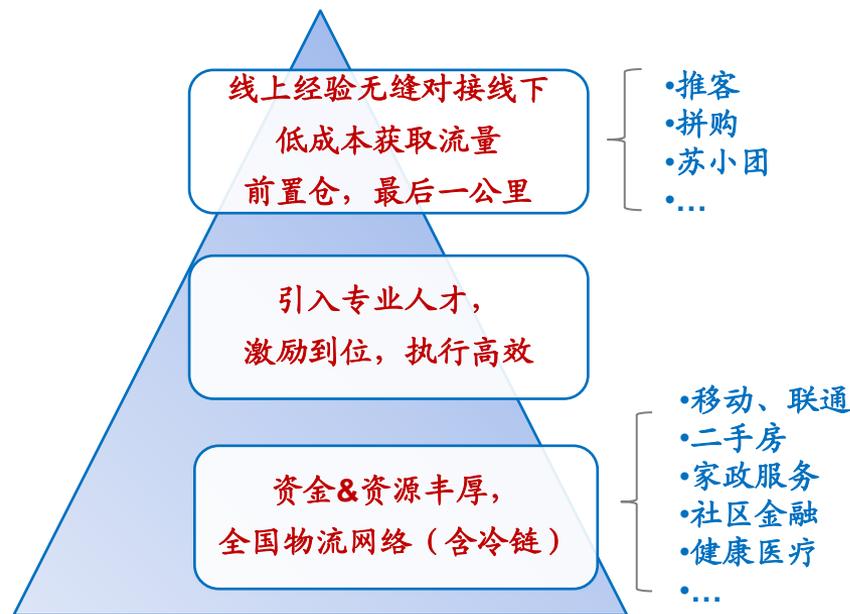
面向家庭用户，80-250平米，
生鲜占比>20%，社区服务中心



面向白领、素食为主的轻
餐饮；面向有中产用户
的高品质餐饮需求

针对医院、地铁等不
同大客流场景配置各
类商品

图：苏宁小店运营优势

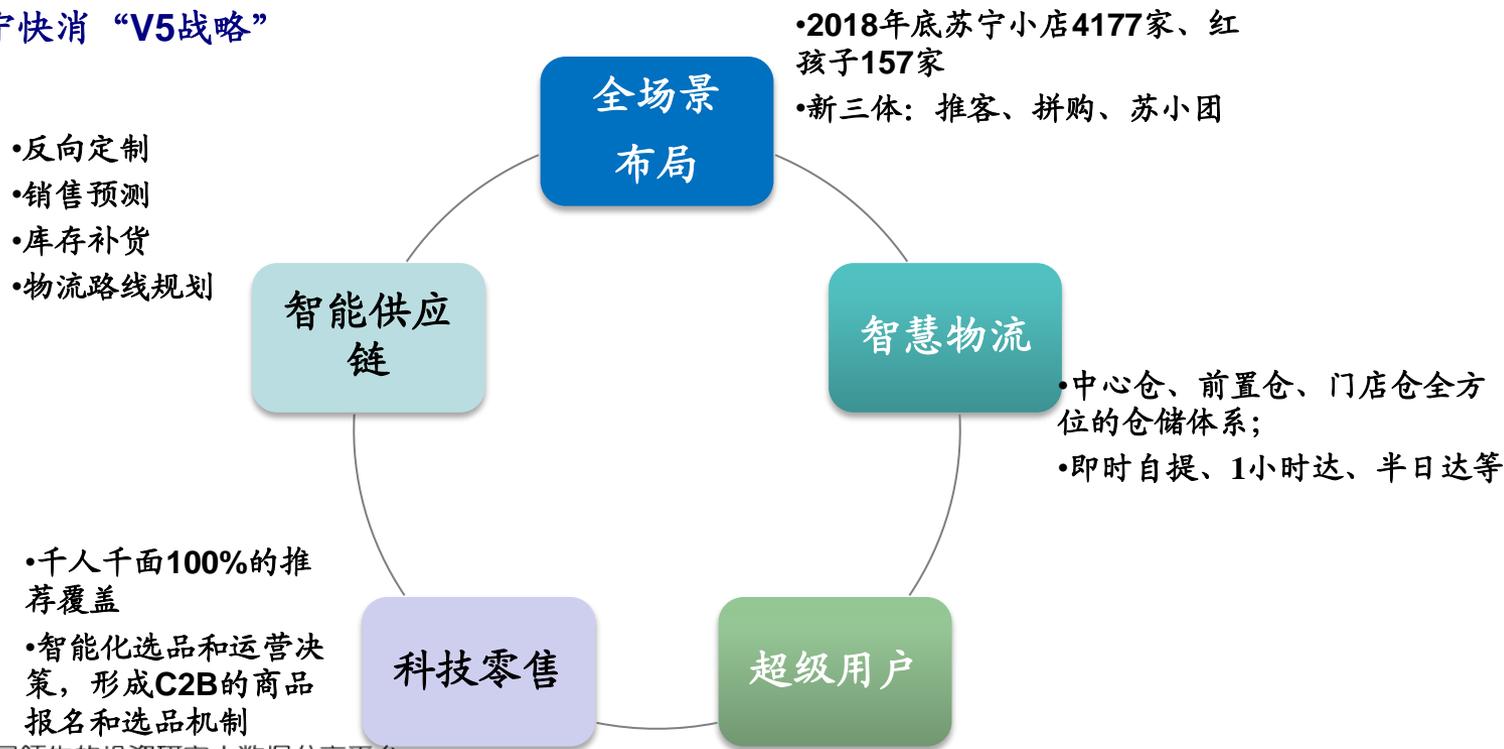


3.2 2019年增量：自主产品/苏宁小店/红孩子/百货

➤ 2019/3/19，苏宁快消发布“V5战略”；苏宁快消逆势增长，2018年全渠道销售增长187%。

➤ 苏宁小店发布深度扶持品牌发展的“超体计划”，成立专门团队，与众多快消品牌共同成长；开通绿色通道，在包山包湖拼基地、快消双11“5折天”、跨界整合大IP、品牌联名定制等方面，给予品牌倾斜。

图：苏宁快消“V5战略”



3.2 2019年增量：自主产品/苏宁小店/红孩子/百货



(3) 红孩子：2018年新开106家至157家，重点开在购物中心内，我们预计2019年新开150-160家（期末门店数与孩子王接近）。

➤ 优势：①线上线下融合：商品（线上无线延展，线下体验互动）、会员（权益）、服务（全场景消费需求）；②精准营销：基于数据驱动和技术运用；③新业态模型：打造儿童业态的shopping mall，提供商品、服务、教育、娱乐等综合性服务。

表：苏宁红孩子、孩子王、乐友对比

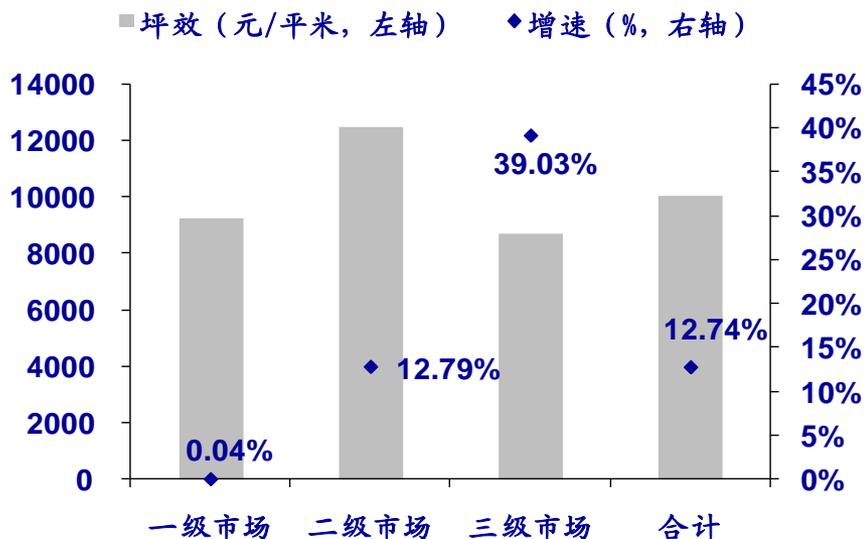
	苏宁红孩子	孩子王	乐友
门店数	157家	240+家（单店5000平米）	580余家
覆盖城市	覆盖74个核心城市	进驻江苏、上海、广东等19省、114市，占全国行政区域的60%	江苏、安徽、北京、上海等20余个省市150余个城市
主要模式	O2O，在商品、会员、服务等方面实现线上线下的真正融合	为准妈妈及0-14岁儿童提供一站式成长服务	
产品	单店SKU 8000-15000，新模式将以娱乐作为引流	门店商品种类突破20000件，且拥有育儿服务如早教、培训、摄影和产后修复等	童装、孕装、玩具、车床椅、奶粉、纸尿裤等共16大类，3万余种单品
用户规模	-	服务超2400万中国新家庭	注册会员超千万人
供应商和品牌	背靠苏宁，品牌和供应商资源丰富	重点合作品牌近百余家，异业服务品牌商户超2000家	与全球21个国家超过530多家供应商建立合作

3.2 2019年增量：自主产品/苏宁小店/红孩子/百货

➤ 我们估计，母婴全渠道GMV 2018年约50-60亿元，其中线下约14亿元（据1万元/平米坪效测算）占比25%，线上40-50亿占比75%；预计2019年全渠道GMV 110-120亿元，线上线下载均在培育期。

➤ 2018年加速开店，2016年对原平均800平米左右的门店进行置换或关闭，替代为单店2000平米以上的大店，增加注游乐、教育等体验场景，打造一站式的母婴童中心，提高粘性。

图：2018年红孩子门店各级市场坪效及增速



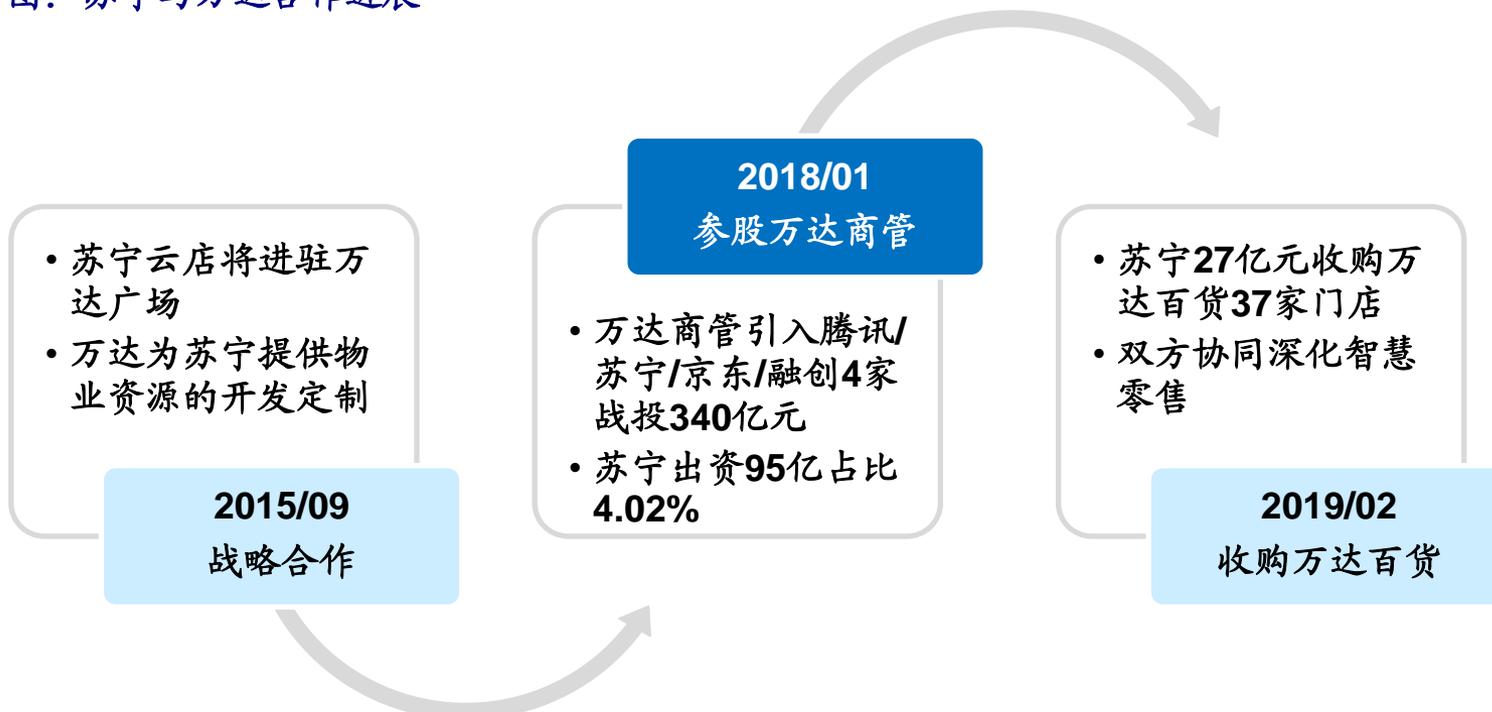
表：红孩子历年开店及关店数（家）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
期末门店数	2	8	27	26	53	157
新开门店数		6	23	19	32	106
关闭门店数		0	4	20	5	2

3.2 2019年增量：自主产品/苏宁小店/红孩子/百货

(4) 万达百货：公司拟以27亿现金和债务收购万达百货37家门店。万达百货2007年成立，2013年亏损，2015年关闭约90家门店中的56家，仅保留盈利门店；目前37家门店多位于一、二线城市的CBD或核心商圈，会员数量超400万人；收购后，万达集团将为苏宁提供线下资源，而苏宁将对万达百货进行数字化等供应链方面的改造。

图：苏宁与万达合作进展



4. 对标京东，苏宁拉长线下长板后的优势在哪里？



智慧零售转型中的苏宁已呈现：**更快增长、更高毛利、更低费用、更快周转、更可持续改善的EBIT，但短期内难以兼顾经营现金流。**。。。

(1) 增长：苏宁线上增速更快，全渠道GMV逐年提速

► **GMV**：2016-18年，苏宁线上保持60%左右增速，全渠道增长提速至38.4%；同期京东增速逐年放缓，2018年增29.5%。

► **收入**：2016-18年，苏宁收入增长提速，2018年30.3%的收入增速为近10年最高；同期京东收入增速逐年放缓，2018年增27.5%。

表：苏宁与京东GMV、收入增速对比（2010-2018）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
GMV (亿元)									
京东						5906	9391	12944	16768
yoy (%)							59.0	37.8	29.5
平台占比 (%)		8.9	22.6	25.3	38.8	42.8	43.4		
苏宁 (全渠道)	883	1098	1167	1273	1306	1624	1884	2433	3368
yoy (%)							16.0	29.2	38.4
苏宁 (线上)	20	59	183	261	258	503	805	1267	2084
yoy (%)		195.0	210.8	42.3	-1.1	94.9	60.1	57.4	64.5
平台占比 (%)					12.4	19.9	23.2	23.1	28.1
收入 (亿元)									
京东	86	211	414	693	1150	1813	2602	3623	4620
yoy (%)		146.2	95.8	67.6	65.9	57.6	43.5	39.3	27.5
苏宁	755	939	984	1053	1089	1355	1486	1879	2450
yoy (%)		24.3	4.8	7.1	3.5	24.4	9.6	26.5	30.3

“慧博资讯”是中国领先的投研大数据分享平台

资料来源：Wind，公司各期财报，海通证券研究所

4. 对标京东，苏宁拉长线下长板后的优势在哪里？

(2) 盈利：苏宁毛利率赶超京东，费用率较低

► **毛利率**：2018年苏宁毛利率增0.9pct至15.0%，且各品类毛利率均有提升，大家电均增超1.2pct；京东增0.3pct至14.3%。随着小店出表及零售云开始显著贡献GMV（均为2B），我们预计苏宁未来综合毛利率将有所回落，但零售业务毛利率仍有望随着规模效应而稳步提升。

► **费用率**：2015年以来，苏宁销管费用率整体呈下降趋势，且低于京东，2018年略增0.1pct至13.7%，其中租赁、物流费用率均降，人工、广宣费用率上升；京东销管费用率近年递增，2018年增0.6pct至14.8%，主要来自技术投入。

表：苏宁与京东毛利率、销售管理费用率对比（2010-2018）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2018变动
毛利率 (%)										
京东	4.8	5.5	8.4	9.9	11.6	12.2	13.7	14.0	14.3	0.3
苏宁	17.8	18.9	17.8	15.2	15.3	14.4	14.4	14.1	15.0	0.9
销售管理费用率 (%)										
京东	9.7	12.1	13.1	10.4	16.7	13.6	14.2	14.3	14.8	0.6
订单履行成本	5.6	7.2	7.4	5.8	7.0	6.8	7.2	7.1	6.9	-0.2
营销费用	2.3	2.3	2.7	2.2	3.5	4.0	3.9	4.1	4.2	0.05
技术及内容开支	0.5	1.1	1.5	1.4	1.6	1.6	1.7	1.8	2.6	0.8
行政及管理费用	1.2	1.5	1.5	1.0	4.6	1.2	1.3	1.2	1.1	0.0
苏宁	10.7	12.2	14.4	14.8	16.0	15.4	14.4	13.6	13.7	0.1
租赁	2.9	3.8	4.6	4.3	4.3	3.9	3.6	2.9	2.4	-0.5
人工	3.5	3.9	4.2	4.4	5.3	4.9	4.3	4.2	4.7	0.5
广告促销费	1.5	1.3	1.6	1.5	2.5	2.4	2.2	2.5	2.8	0.3
水电	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6	0.5	0.4	0.3	0.0
物流	0.6	0.7	0.7	1.0	0.9	1.1	1.4	1.5	1.4	-0.1
其他	1.6	2.0	2.6	2.8	2.3	2.7	2.4	2.2	2.1	0.0

4. 对标京东，苏宁拉长线下长板后的优势在哪里？

(2) 盈利：苏宁扣非仍亏损，但EBIT与EBITDA连续三年显著改善

► **净利润**：苏宁扣非净利润仍亏损，加回理财收益后2017-18年扣非净利润各5亿、3亿元；京东2016-2017年Non-GAAP净利润超20亿元，2018年有所下降。

► **EBIT与EBITDA**：2016-18年，苏宁EBIT与EBITDA连续三年改善，2018年各20亿、44亿元；而京东虽然2015-17年EBIT亏损收窄、EBITDA盈利改善，但2018年EBIT亏损扩大至26亿元，EBITDA也减少至29亿元。

表：苏宁与京东净利润、EBIT、EBITDA对比（2010-2018）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
净利润（亿元）									
京东（Non-GAAP）		-12	-15	2	4	-9	21	50	35
净利率（%）		-5.74	-3.63	0.32	0.32	-0.47	0.79	1.37	0.75
苏宁（扣非）	40	46	25	3	-13	-15	-11	-1	-4
净利率（%）	5.34	4.92	2.56	0.29	-1.15	-1.08	-0.75	-0.05	-0.15
EBIT									
京东	-4	-14	-20	-6	-58	-65	-13	-8	-26
净利率（%）	-4.85	-6.65	-4.71	-0.83	-5.05	-3.57	-0.48	-0.23	-0.57
苏宁	51	59	29	0	-13	-31	-9	2	20
净利率（%）	6.70	6.28	2.95	-0.04	-1.23	-2.31	-0.62	0.09	0.82
EBITDA									
京东		-13	-18	-2.9	-42	-39	22	34	29
净利率（%）		-6.30	-4.27	-0.41	-3.61	-2.12	0.83	0.93	0.64
苏宁	56	69	43	16	4	-6	9	23	44
净利率（%）	7.39	7.32	4.39	1.50	0.35	-0.41	0.59	1.21	1.79

4. 对标京东，苏宁拉长线下长板后的优势在哪里？

(3) 周转与现金流：苏宁周转更快，经营活动净现金流为负

►苏宁2018年净营业周期12天，而京东为-20天，主因苏宁应付周转天数仅28.5天，远低于京东的70.7天；苏宁近年维护良好的零供关系，应付账期较短，同时有效保障了存货周转（35天），但在一定程度上牺牲了经营活动现金流。

►苏宁2018年剔除金融业务后经营活动净现金流-53亿元（2017年30亿），主因对公销售影响。

表：苏宁与京东周转天数与净营业周期对比（2011-2018）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
京东（天）								
存货周转天数	35.1	36.3	32.5	33.36	38.04	40.59	41.37	39.5
应收账款周转天数		3.2	2.6	4.7	10.7	17.2	16.4	10.9
应付账款周转天数	44.3	53.8	54.4	46.5	51.0	60.0	67.7	70.7
净营业周期	-9.2	-14.3	-19.3	-8.5	-2.2	-2.2	-10.0	-20.3
苏宁（天）								
存货周转天数	54.4	68.5	69.7	62.0	42.4	36.8	34.9	34.8
应收账款周转天数	5.7	5.7	3.3	2.0	1.7	2.2	3.4	5.7
应付账款周转天数	36.3	42.3	42.3	37.0	27.1	30.5	28.5	28.5
净营业周期	23.7	31.9	30.7	27.0	16.9	8.5	9.7	12.1

表：苏宁与京东经营活动净现金流与资本开支对比（2010-2018）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
京东									
经营净现金流（亿元）	-6	-1	14	36	10	17	88	293	209
资本开支（亿元）		6	11	13	29	53	45	114	214
苏宁									
经营净现金流（亿元）	39	66	53	22	-14	17	38	-66	-139
资本开支（亿元）	47	61	60	48	39	64	24	24	74

“慧博资讯”是中国领先的投融资研究大数据分享平台
注：苏宁资本开支取“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”
资料来源：Bloomberg, Wind, 公司各期财报，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

5. 盈利预测与估值

► 预计2019-21年收入各3067/3689/4262亿，增25%/20%/16%，归母净利润各135/22/32亿。

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	187928	244957	306701	368886	426196
同比增长(%)	26.48	30.35	25.21	20.28	15.54
营业总成本(百万元)					
营业成本(百万元)	161432	208217	263545	318321	368958
毛利率(%)	14.10	15.00	14.07	13.71	13.43
营业税金及附加(百万元)	729	894	1227	1476	1705
营业税金及附加/营业收入(%)	0.39	0.37	0.40	0.40	0.40
销售费用(百万元)	20636	26067	30992	36048	40701
销售费用率(%)	10.98	10.64	10.11	9.77	9.55
管理费用(百万元)	4864	7463	8250	8964	9419
管理费用率(%)	2.59	3.05	2.69	2.43	2.21
财务费用(百万元)	306	1235	1899	1994	2324
财务费用率(%)	0.16	0.50	0.62	0.54	0.55
资产减值损失(百万元)	513	2059	273	71	45
投资收益(百万元)	4300	13991	14771	-204	90
营业利润(百万元)	4076	13659	15285	1810	3135
同比增长(%)	198540.16	235.09	11.91	-88.16	73.23
营业外收入(百万元)	405	506	400	400	400
营业外支出(百万元)	149	219	200	200	200
利润总额(百万元)	4332	13945	15485	2010	3335
同比增长(%)	380.86	221.91	11.04	-87.02	65.94
所得税费用(百万元)	283	1303	2633	342	567
有效所得税率(%)	6.52	9.34	17.00	17.00	17.00
净利润(百万元)	4050	12643	12853	1668	2768
少数股东损益(百万元)	-163	-685	-643	-500	-415
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	4213	13328	13496	2168	3183
同比增长(%)	498.02	216.38	1.26	-83.93	46.80
净利润率(%)	2.24	5.44	4.40	0.59	0.75
摊薄每股收益(元)	0.45	1.43	1.45	0.23	0.34
主要财务数据和预测	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	187927.76	244956.57	306701.28	368885.92	426195.88
(+/-)YoY(%)	26.48%	30.35%	25.21%	20.28%	15.54%
净利润(百万元)	4212.52	13327.56	13495.51	2168.36	3183.07
(+/-)YoY(%)	498.02%	216.38%	1.26%	-83.93%	46.80%
全面摊薄EPS(元)	0.45	1.43	1.45	0.23	0.34
毛利率(%)	14.10%	15.00%	14.07%	13.71%	13.43%
净利率(%)	5.34%	16.47%	14.44%	2.29%	3.28%

慧博资讯是中国领先的投研大数据分享平台

资料来源：公司2017-2018年报，海通证券研究所

点印进入 <http://www.hbci.com.cn>

5. 盈利预测与估值

► **分部估值1: 给以线下12-15x PE, 线上0.15-0.2x PGMV, 两者合计1044-1341亿元; 加上所持各类股权价值, 以及苏宁金服等金融业务估值, 合计综合合理市值1529-1826亿元, 合理价值区间16.4-19.6元。**

表: 线上给以PGMV估值, 对应苏宁易购分部估值 (20190412)

分部估值	2019E	估值上限 (倍)	亿元	估值下限 (倍)	亿元
线下PE	50 亿元	15.0	755	12.0	604
线上PGMV	2930亿元	0.20	586	0.15	439
线上+线下			1341		1044
所持华泰证券股权价值3.16%			58		58
所持中国联通股权价值1.94%			40		40
所持万达商管股权价值4.02%			95		95
所持江苏银行股权价值			11		11
所持苏宁金服41.15%			280		280
合理市值 (亿元)			1826		1529
合理价值 (元)			19.6		16.4

表: 可比公司估值表 (2019/4/12)

简称	阿里巴巴	京东	国美零售
PE (2019E)	46	246	-30
PS (2019E)	8.51	0.54	0.23
PGMV (2019E)	0.53	0.15	-

5. 盈利预测与估值

► **分部估值2:** 考虑到线上可比公司京东GMV的口径调整，我们对公司线上业务辅以PS估值：给以线下12-15x PE，线上0.27-0.32x PS（为京东PS估值的0.5-0.6倍），两者合计1097-1347亿元；加上所持各类股权价值，以及苏宁金服等金融业务估值，合计综合合理市值1582-1832亿元，合理价值区间17.0-19.7元。

► **综上，**考虑到之前估值方法的延续性，最终给以综合合理市值**1529-1826**亿元，合理价值区间**16.4-19.6**元，维持“优于大市”的投资评级。

表：线上给以PS估值，对应苏宁易购分部估值（20190412）

分部估值	2019E	估值上限（倍）	亿元	估值下限（倍）	亿元
线下PE	50 亿元	15.0	755	12.0	604
线上PS	1381亿元	0.32	591	0.27	493
线上+线下			1347		1097
所持华泰证券股权价值3.16%			58		58
所持中国联通股权价值1.94%			40		40
所持万达商管股权价值4.02%			95		95
所持江苏银行股权价值			11		11
所持苏宁金服41.15%			280		280
合理市值（亿元）			1832		1582
合理价值（元）			19.7		17.0

5. 盈利预测与估值



主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)				
每股收益	1.43	1.45	0.23	0.34
每股净资产	8.69	10.04	10.17	10.42
每股经营现金流	-1.49	-0.20	0.03	0.11
每股股利	0.120	0.100	0.100	0.100
价值评估 (倍)				
P/E	10.03	9.91	61.66	42.00
P/B	1.65	1.43	1.41	1.38
P/S	0.55	0.44	0.36	0.31
EV/EBITDA	27.36	31.66	22.07	18.89
股息率 (%)	0.84%	0.70%	0.70%	0.70%
盈利能力指标 (%)				
毛利率	15.00%	14.07%	13.71%	13.43%
净利润率	5.16%	4.19%	0.45%	0.65%
净资产收益率	16.47%	14.44%	2.29%	3.28%
资产回报率	6.68%	6.08%	0.95%	1.35%
投资回报率	5.44%	5.47%	7.36%	8.80%
盈利增长 (%)				
营业收入增长率	30.35%	25.21%	20.28%	15.54%
EBIT增长率	768.05%	15.99%	51.76%	32.75%
净利润增长率	212.20%	1.66%	-87.02%	65.94%
偿债能力指标				
资产负债率	55.8%	54.9%	55.9%	56.6%
流动比率	1.41	1.42	1.35	1.31
速动比率	0.98	0.96	0.85	0.75
现金比率	2.29	2.42	2.08	1.79
经营效率指标				
应收帐款周转天数	5.81	6.50	6.80	6.65
存货周转天数	35.77	36.51	36.14	36.32
总资产周转率	1.37	1.46	1.64	1.83
固定资产周转率	16.57	20.22	24.63	29.11

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	13327.56	13495.51	2168.36	3183.07
少数股东损益	-685.01	-642.64	-500.39	-415.18
非现金支出	4431.73	1520.27	2019.83	2056.38
非经营收益	-13632.50	-13110.81	1833.44	1479.67
营运资金变动	-17316.25	-3120.14	-5239.34	-5299.76
经营活动现金流	-13874.47	-1857.81	281.90	1004.18
资产	-7395.48	-1292.87	-1809.35	-1601.11
投资	-7684.78	-6000.00	-4000.00	-4000.00
其他	12070.09	14770.68	-203.56	90.20
投资活动现金流	-3010.16	7477.81	-6012.91	-5510.91
债权募资	27161.95	0.00	-1000.00	-1000.00
股权募资	5304.24	0.00	0.00	0.00
其他	-9932.12	-1859.87	-2760.88	-2700.88
融资活动现金流	22534.08	-1859.87	-3760.88	-3700.88
现金净流量	569.03	569.03	-949.89	-8207.61

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	244956.57	306701.28	368885.92	426195.88
营业成本	208216.61	263545.19	318320.91	368958.16
毛利率%	15.00%	14.07%	13.71%	13.43%
营业税金及附加	894.34	1226.81	1475.54	1704.78
营业税金率%	0.37%	0.40%	0.40%	0.40%
营业费用	26066.68	30992.18	36048.01	40701.10
营业费用率%	10.64%	10.11%	9.77%	9.55%
管理费用	7462.56	8250.26	8963.93	9418.93
管理费用率%	3.05%	2.69%	2.43%	2.21%
EBIT	2316.39	2686.84	4077.53	5412.91
财务费用	1234.63	1899.04	1993.84	2323.68
财务费用率%	0.50%	0.62%	0.54%	0.55%
资产减值损失	2059.47	273.09	70.53	44.63
投资收益	13990.65	14770.68	-203.56	90.20
营业利润	13658.55	15285.38	1809.60	3134.80
营业外收支	286.91	200.00	200.00	200.00
利润总额	13945.46	15485.38	2009.60	3334.80
EBITDA	4688.65	3934.02	6026.84	7424.66
所得税	1302.91	2632.52	341.63	566.92
有效所得税率%	9.34%	17.00%	17.00%	17.00%
少数股东损益	-685.01	-642.64	-500.39	-415.18
归属母公司所有者净利润	13327.56	13495.51	2168.36	3183.07

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	48041.52	51801.65	42309.76	34102.16
应收款项	5415.15	5734.89	7216.02	8153.19
存货	22263.29	26360.67	31519.14	36718.75
其它流动资产	18693.40	18693.40	18693.40	18693.40
流动资产合计	131742.54	148061.20	150884.36	154785.18
长期股权投资	17674.55	18674.55	19674.55	20674.55
固定资产	15198.91	16391.78	17401.13	18502.24
在建工程	2053.99	1553.99	2053.99	2553.99
无形资产	9653.57	10453.57	10354.27	9968.39
非流动资产合计	67724.66	73970.34	78030.39	81819.75
资产总计	199467.20	222031.54	228914.75	236604.93
短期借款	24314.18	24314.18	24314.18	24314.18
应付账款	19835.61	20865.86	24855.19	28303.64
预收账款	1966.19	2448.38	2582.20	2983.37
其它流动负债	823.45	823.45	823.45	823.45
流动负债合计	93696.66	104339.13	111485.38	118338.67
长期借款	4813.75	4813.75	3813.75	2813.75
其它长期负债	12746.00	12746.00	12746.00	12746.00
非流动负债合计	17559.75	17559.75	16559.75	15559.75
负债总计	111256.40	121898.88	128045.12	133898.42
实收资本	9310.04	9310.04	9310.04	9310.04
普通股股东权益	80917.10	93481.61	94718.96	96971.03
少数股东权益	7293.70	6651.06	6150.67	5735.48
负债和所有者权益合计	199467.20	222031.54	228914.75	236604.93

- 与阿里合作效果不佳;
- 线下改善与线上减亏低于预期;
- 竞争加剧;
- 苏宁金服出表等事项的投资收益不达预期等。

分析师声明

汪立亭 李宏科

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

批零研究团队:

批零行业首席分析师

汪立亭

SAC编号: S0850511040005

电话: 021-23219399

Email: wanglt@htsec.com

高级分析师

李宏科

SAC编号: S0850517040002

电话: 021-23154125

Email: lhk11523@htsec.com

联系人: 谢茂萱

电话: 021-23154123

Email: xmx12344@htsec.com

联系人: 高瑜

电话: 021-23159415

Email: gy12362@htsec.com

投资评级说明

	类别	评级	说明
<p>1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;</p> <p>2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</p>	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。