

2019年1月

证券研究报告


几度沉浮，智慧零售筑城发展

——苏宁易购28年发展复盘

姓名：訾猛（分析师）
邮箱：zimeng@gtjas.com
电话：021-38676442
证书编号：S0880513120002

姓名：李梓语（研究助理）
邮箱：liziyu@gtjas.com
电话：021-38032691
证书编号：S0880117090058



 国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

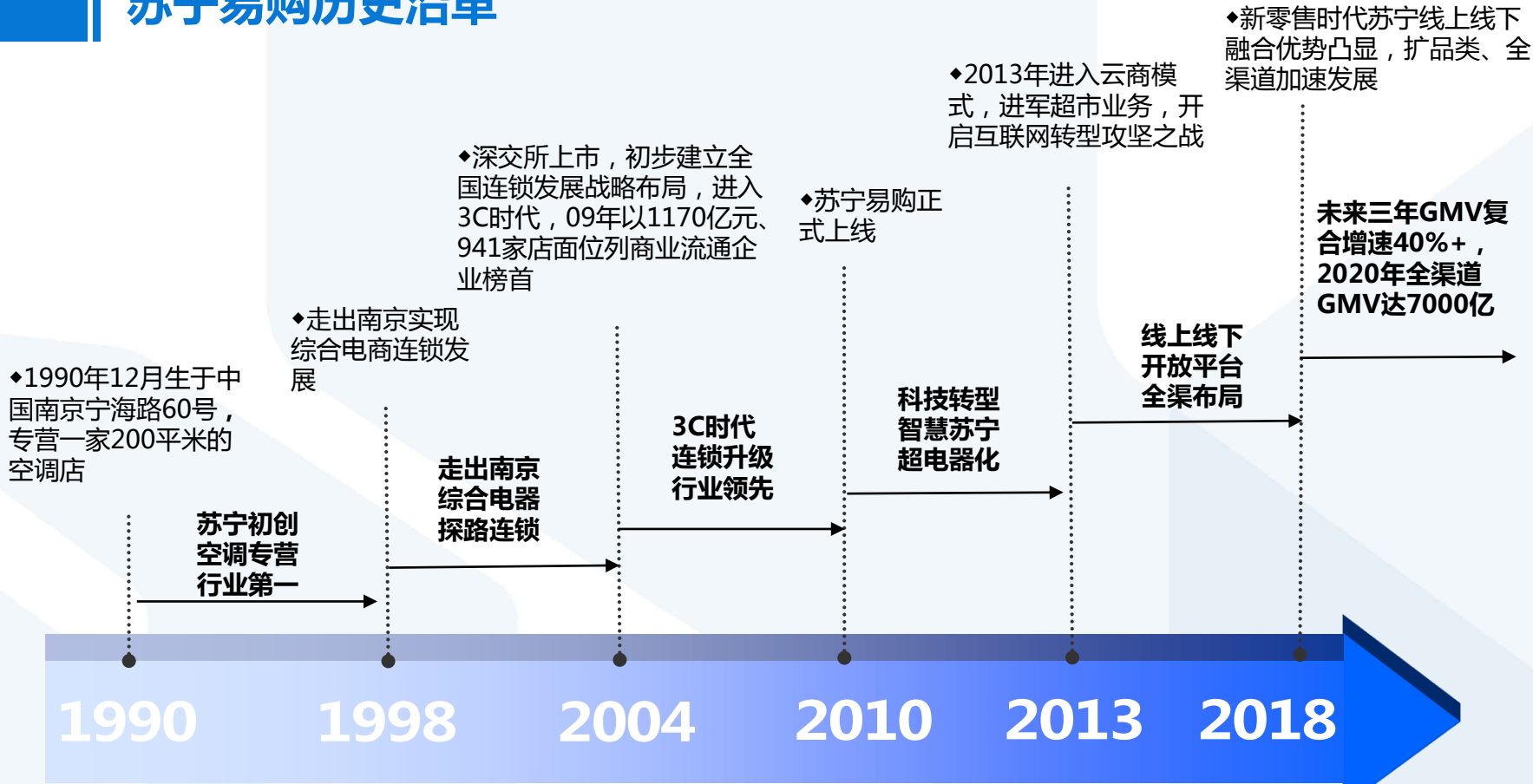
苏宁易购28年成长壮大之路伴随着多次战略调整，这中间有成功的华丽转身，也有痛苦的砥砺前行。面对零售业变革与消费者变化，苏宁积累的运营经验与转型的战略布局也在2017年后开始逐渐显露优势：

- **1990-2010年行业红利期，线下门店之争，苏宁快速壮大。** 家电消费需求快速提升，家电连锁渠道成为主流，家电需求周期叠加渠道周期红利，苏宁、国美等家电连锁加速开店抢占线下地段，伴随着国美衰退苏宁奠定家电连锁龙头地位。
- **2011-2015年互联网颠覆阶段，线上流量之争，苏宁忍痛转型。** 网购快速发展，流量实现从C2C向B2C、PC端向移动端顺势迁移，家电3C品类标准化、低周转，线上快速渗透冲击线下，苏宁2012-2014年经营面临困难，通过O2O、超电器化、平台化、基础优化转型实体门店+互联网，阿里入股补足流量与运营优势。
- **2016-至今创新变革期，全渠道融合，苏宁智慧零售化蝶起舞。** 线下门店体系积极调整，多业态创兴丰富场景，同店进入回升期。线上运营积累进入收获期，第三方放量增长，会员运营转化效率提升，拼购等新玩法层出不穷，进入2018年智慧零售对全渠道融合发展理解深刻已不断验证，2020年全渠道GMV剑指7000亿元，静待未来经营性盈利能力提升。

苏宁易购股价复盘



苏宁易购历史沿革



目录 / CONTENTS

01 行业红利期，苏宁快速崛起奠定龙头优势

02 网购颠覆期，苏宁阵痛调整积极拥抱变化

03 创新变革期，苏宁智慧零售成效逐步凸显

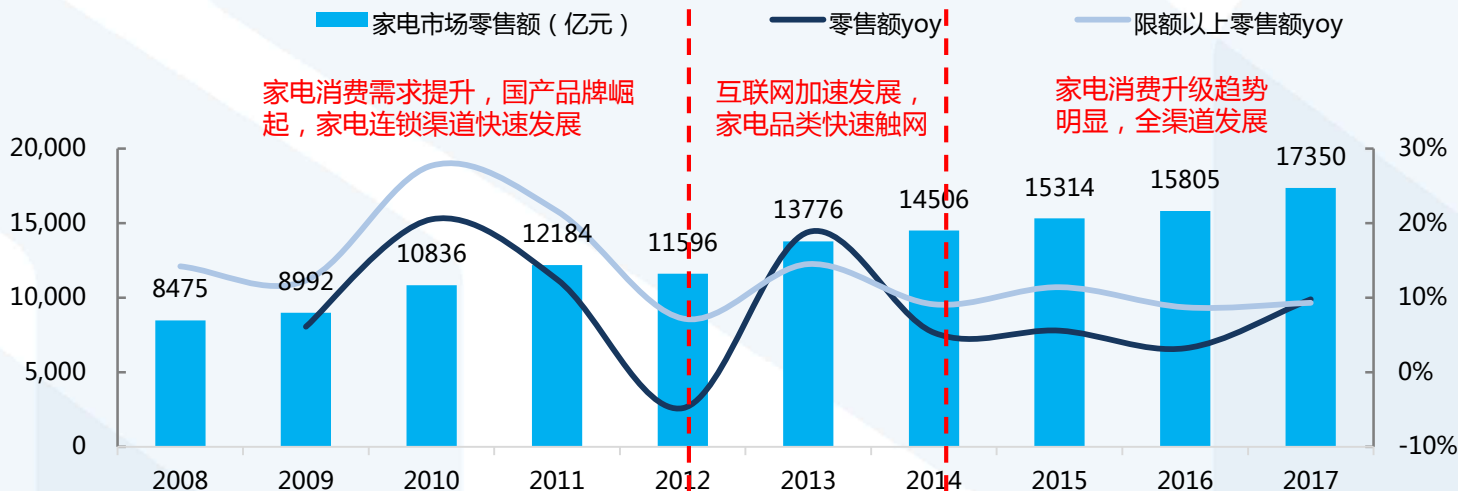
04 投资建议

产业红利：家电消费需求快速提升，国产品牌逐渐崛起

家电连锁行业红利，苏宁快速崛起奠定龙头优势

- 2008年我国家电市场零售额达到8475亿元，2008-2011年家电零售维持高速增长，其中2010、2011年增速达到两位数，2011年家电市场零售额突破1万亿，2017年达到1.7万亿。
- 需求端受益人民生活水平提升、房地产拉动、家电下乡等快速提升，国产家电品牌技术和规模优势开始凸显。

家电零售市场万亿规模



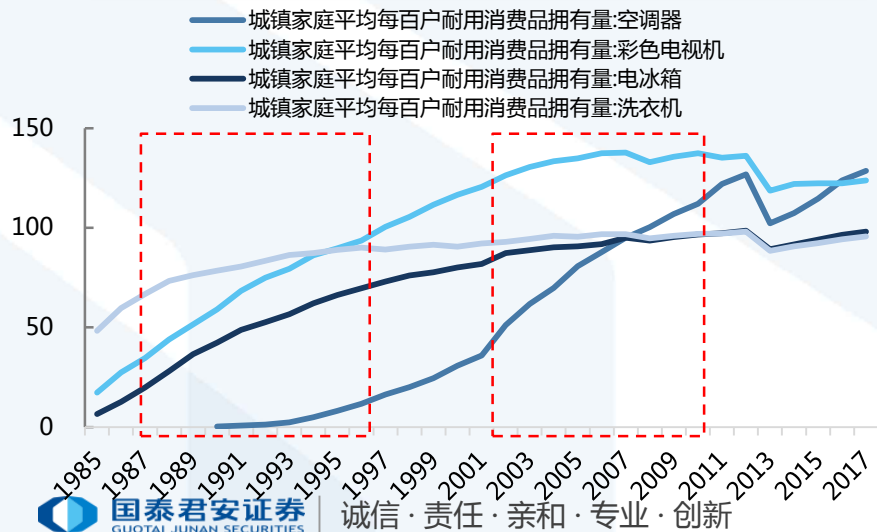
01

家电消费周期轮动，支持消费需求

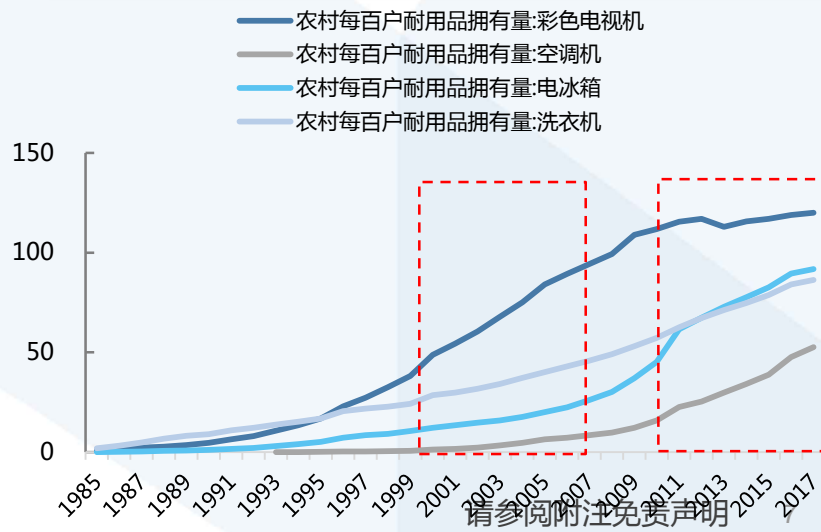
家电连锁行业红利，苏宁快速崛起奠定龙头优势

- 2000年前城镇居民家电消费加速普及，随着居民消费水平提升彩电、冰箱拥有量快速提升，空调消费还未普及；
- 2000年后农村居民家电消费开始普及，彩电拥有量快速提升，同时城镇居民空调消费快速普及，2001年空调拥有量出现向上拐点。
- 2010年后家电下乡政策进一步拉动农村家电消费，空冰洗产品拥有量提升明显。

2000年前彩电、冰箱普及，之后空调开始普及



2000年农村家电消费快速普及，后期受益家电下乡政策

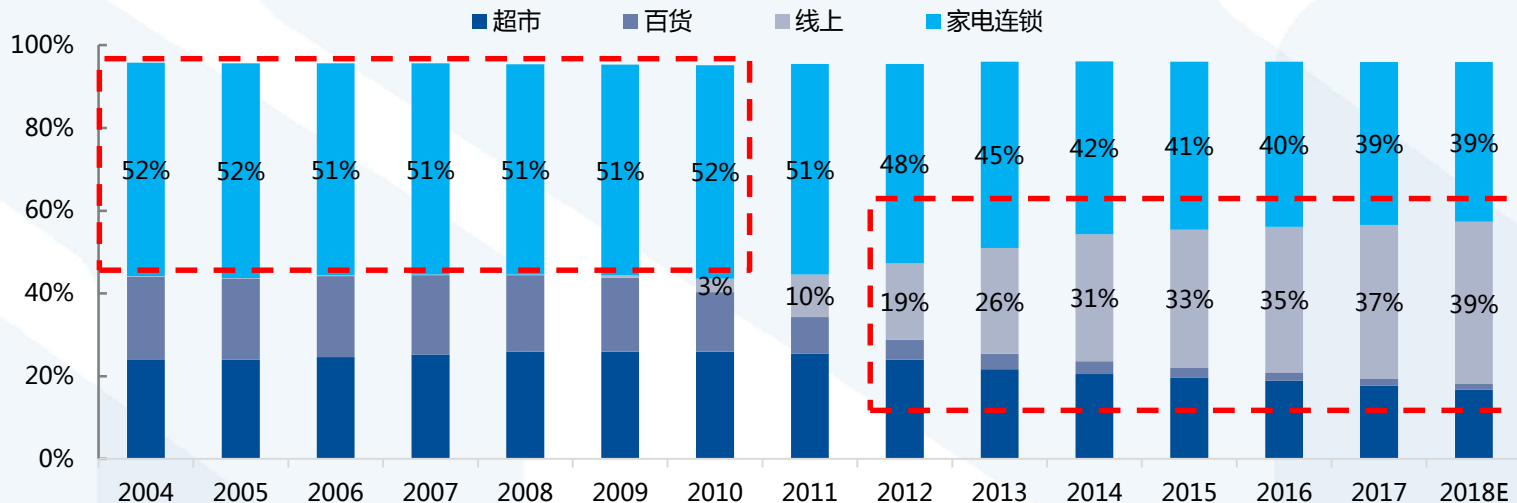


家电渠道周期10年一更迭

家电连锁行业红利，苏宁快速崛起奠定龙头优势

- 2000年后家电连锁渠道崭露头角，逐渐成为主流渠道。80年代家电销售渠道主要以百货商场为主，90年家电品牌逐渐完善代理经销制度，零售端相对小而散，2000年后以苏宁、国美为代表的家电连锁渠道以较低价格、品类齐全、高效供应链建设、优质专业化服务体系等优势快速抢占渠道份额，根据Euromonitor数据，2004-2011年家电连锁渠道占比维持50%以上，2011年后线上家电消费渗透率快速提升。

2000年之后家电连锁渠道逐渐崛起开始崭露头角，渠道份额占比超过50%



01 苏宁首次转型家电连锁，快速扩张

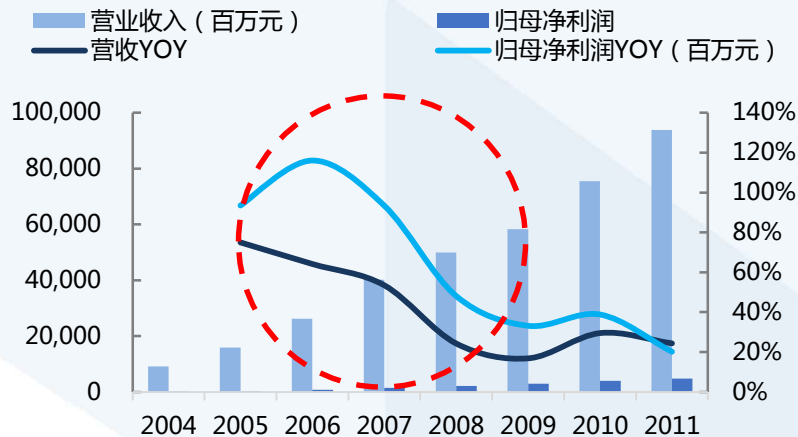
家电连锁行业红利，苏宁快速崛起奠定龙头优势

- **苏宁第一次转型：从空调批发到空调专卖店，再到电器专业连锁。**苏宁成立于1990年，以单一品牌春兰空调批发业务起家建立多品牌分销网络，空调销售经销业务持续壮大。1998年起公司突破空调单品类，转型电器连锁零售业务，在南京新街口布局第全国第一家综合家电零售门店。
- **门店扩张、规模壮大，营收业绩快速增长。**2003年起苏宁攻城略地进入门店快速扩张期，截止2011年门店数量由初期两位数扩大至1724家，同期营收与业绩实现快速增长。

表：2003年起苏宁门店快速扩张

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
大陆	41	84	224	351	632	812	941	1311	1684
旗舰店			25	38	82	112	161	239	333
中心店			58	98	183	224	291	364	437
社区店			141	215	367	476	489	584	762
县镇店								114	134
精品店								10	17
乐购仕									1
店									
港澳							22	23	30
日本								8	10
合计	41	84	224	351	632	812	963	1342	1724

营收、业绩维持高速增长

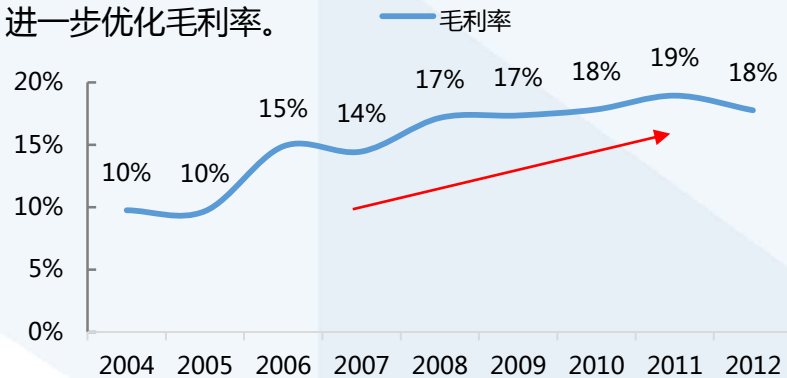


请参阅附注免责声明

家电连锁行业红利，苏宁快速崛起奠定龙头优势

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
通讯产品								
收入(百万元)			4,215.91	5,371.14	6,054.79	6,028.32	8,898.85	12,373.60
收入占比			16%	13%	12%	10%	12%	13%
毛利(百万元)			406.16	390.61	451.69	449.59	891.70	1,408.09
毛利占比			10%	7%	5%	4%	7%	8%
毛利率(%)			9.63%	7.27%	7.46%	7.46%	10.02%	11.38%
小家电								
收入(百万元)		1,917.44	2,937.72	4,462.50	6,666.53	7,962.19	9,528.37	11,066.88
收入占比		12%	11%	11%	13%	14%	13%	12%
毛利(百万元)		288.77	427.31	689.81	1,118.90	1,522.50	1,981.94	2,533.04
毛利占比		11%	12%	13%	13%	15%	15%	14%
毛利率(%)		15%	15%	15%	17%	19%	21%	23%
空调								
收入(百万元)	2,333.30	3,187.89	4,164.96	5,939.43	6,495.25	7,638.58	9,698.57	11,272.58
收入占比	26%	20%	16%	15%	13%	13%	13%	12%
毛利(百万元)	268.40	296.54	444.86	682.84	935.49	1,347.64	1,766.33	2,336.43
毛利占比	30%	19%	11%	12%	11%	13%	13%	13%
毛利率(%)	11.50%	9.30%	10.68%	11.50%	14.40%	17.64%	18.21%	20.73%
数码、IT								
收入(百万元)	545.00	1,540.93	2,445.33	4,642.17	6,783.14	7,917.07	12,364.46	17,148.89
收入占比	6%	10%	9%	12%	14%	14%	16%	18%
毛利(百万元)	34.16	81.85	143.57	175.20	379.60	470.13	903.96	1,505.37
毛利占比	4%	5%	4%	3%	4%	5%	7%	8%
毛利率(%)	6.27%	5.31%	5.87%	3.77%	5.60%	5.94%	7.31%	8.78%
冰箱、洗衣机								
收入(百万元)	1,242.94	2,360.53	3,971.03	6,484.35	8,049.44	10,321.10	12,937.74	15,687.10
收入占比	14%	15%	15%	16%	16%	18%	17%	17%
毛利(百万元)	104.35	227.74	411.12	797.68	1,374.41	1,875.47	2,736.62	3,551.69
毛利占比	12%	15%	11%	14%	16%	19%	20%	20%
毛利率(%)	8%	10%	10%	12%	17%	18%	21%	23%
彩电、音像、碟机								
收入(百万元)	2,107.09	3,937.78	6,920.68	11,379.11	13,739.45	16,545.88	19,713.01	23,696.93
收入占比	23%	25%	26%	28%	28%	28%	26%	25%
毛利(百万元)	118.66	297.29	594.45	1,434.51	2,514.95	2,987.72	3,762.35	4,920.91
毛利占比	13%	19%	15%	25%	29%	30%	28%	28%
毛利率(%)	5.63%	7.55%	8.59%	12.61%	18.30%	18.06%	19.09%	20.77%

- 公司基础品类以空调、冰箱、洗衣机、彩电、音箱等为主，毛利占比高。其中白电（空冰洗）占收入比重30%、占毛利比重25%，黑电（彩电等）占收入比重25%-30%，占毛利比重25%-30%。高毛利产品小家电占比快速提升。
- 2006年起开始完善3C品类布局，毛利率相对较低。通讯品类占收入比10%左右，数码、IT品类占收入比重15%左右。3C产品品牌集中度高、竞争激烈，整体毛利率水平相对较低，毛利占比较低。
- 2007年毛利率出现向上拐点。1、规模扩张带来溢价能力提升，渠道规模效应逐渐；2、供应链优化，深入与供应商合作加大包销数量和品牌品类，定制产品占比提升进一步优化毛利率。



国美零售2008年后进入下行期

家电连锁行业红利，苏宁快速崛起奠定龙头优势

- 国美传统门店以标准店为主，2004-2008年公司处于扩张期，门店数量显著上升，2008年以后受市场环境与公司自身发展内外双重影响，开店速度放缓，其中2009年净减少门店133家。同期国美营收与业绩波动较大，增速显著放缓。

表：2008年后国美门店拓展速度放缓

时间	旗舰店 (间)	标准店(含超市 店, 间)	专业店 (间)	畅品店 (间)	传统门店总 计(间)
2006	2				572
2007	61	624	41		726
2008	76	739	44		859
2009	76	625	25		726
2010	102	700	24		826
2011	208	345		526	1079
2012	218	391		440	1049
2013	212	327		536	1075
2014	256	335		541	1132
2015	272	362		589	1223
2016	362	501		765	1628
2017	303	462		839	1604
2018H	280	421		883	1628

注：1) 2011年年报起修改统计口径；2) 2018H新设县城店283家

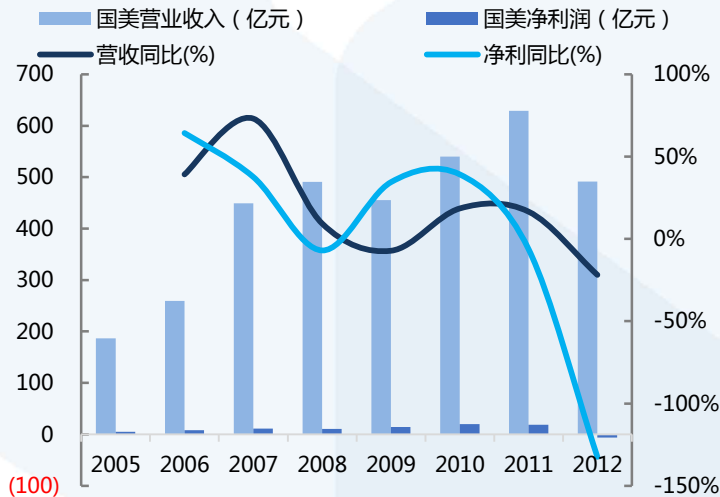


国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·专业·创新

资料来源：公司年报，国泰君安证券研究

国美营收与业绩增速显著放缓



请参阅附注免责声明 11

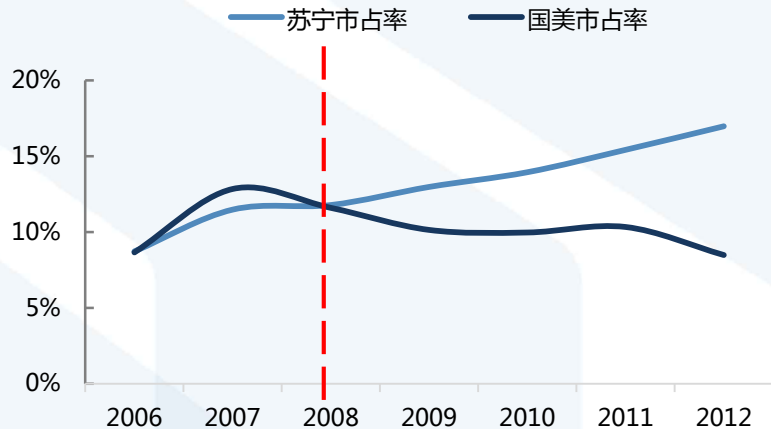
01

线下格局：苏宁份额持续提升

家电连锁行业红利，苏宁快速崛起奠定龙头优势

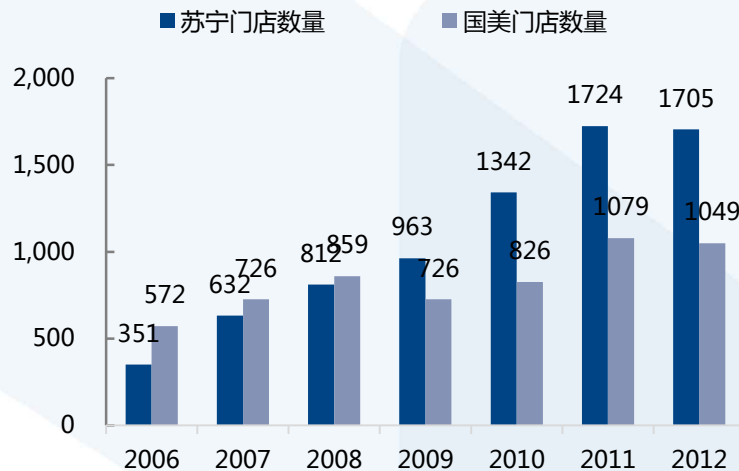
- 2011年之前家电连锁企业处于线下争夺门店布局优势，苏宁与国美两大巨头均加速开店，2008年前国美门店数量小幅领先于苏宁。
- 2008年之后线下格局开始分化，苏宁份额持续提升，逐步奠定电器3C连锁专营领域龙头地位。

苏宁市占率持续提升



注：根据公司营业收入占家电连锁市场比重估算

2008年后苏宁门店数量实现领先



目录 / CONTENTS

01 行业红利期，苏宁快速崛起奠定龙头优势

02 网购颠覆期，苏宁阵痛调整积极拥抱变化

03 创新变革期，苏宁智慧零售成效逐步凸显

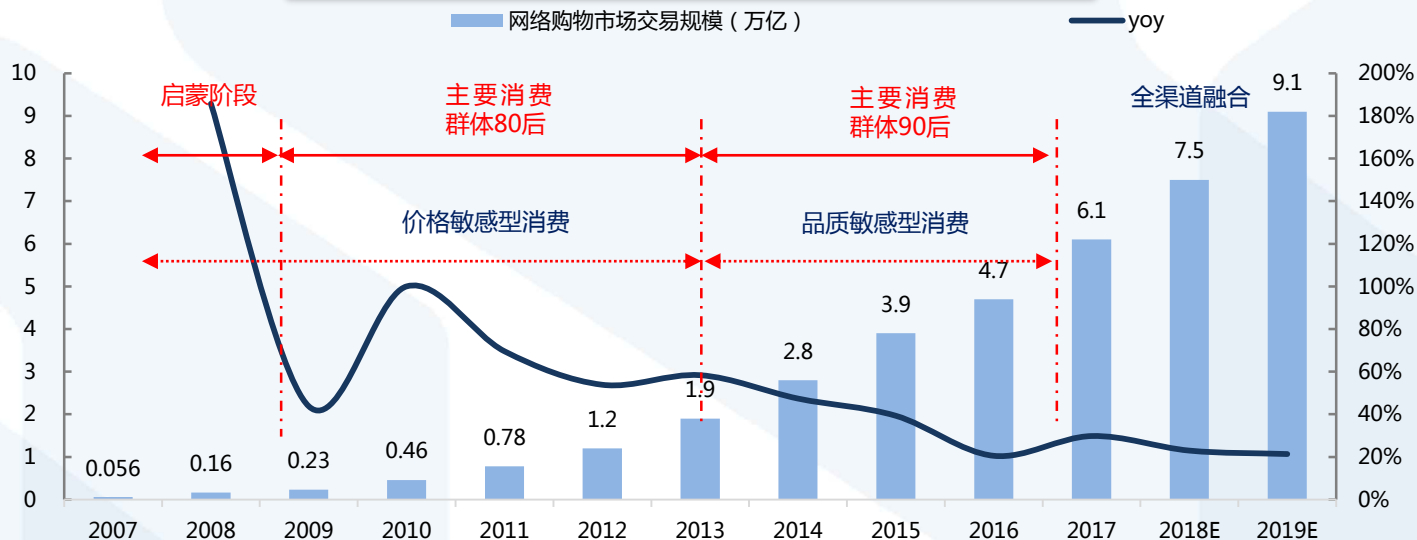
04 投资建议

2008年网购快速崛起，2016年起回归合理增长区间

网购颠覆期，苏宁阵痛调整积极拥抱变化

- 互联网发展带动网购快速崛起，价格优势与购物便利两大优势驱动线上快速发展。2013年后增速逐年回落，2016年后增速中枢位于30%合理区间，线上整体长尾效应明显，2018年预计网购整体规模达到7.5万亿。

电商快速发展，2016年后增速回归合理区间

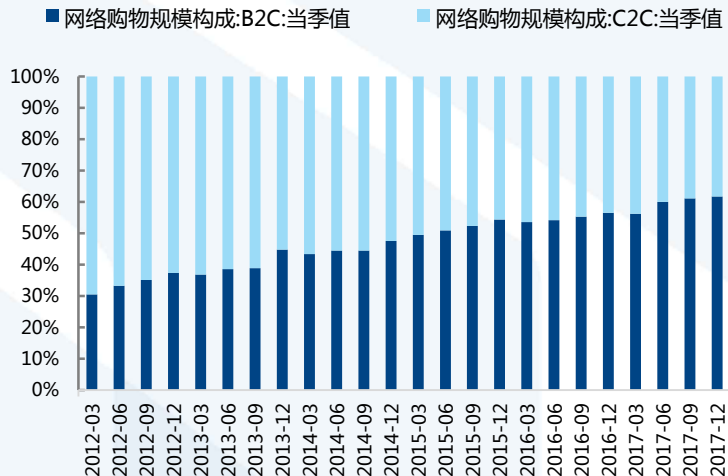


C2C向B2C转变，移动端快速崛起

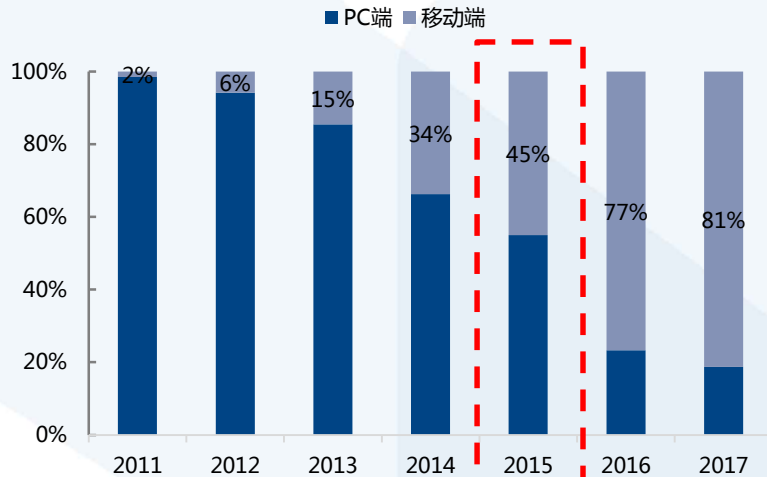
网购颠覆期，苏宁阵痛调整积极拥抱变化

- 网购初期以C2C为主，主打低价，后期随着消费者对品牌与品质消费需求不断提升，B2C占比不断提升，2015年起B2C占比超过50%。
- 移动互联网时代下移动端购物满足时间碎片化趋势，线上购物便利性进一步提升，移动端占比快速提升，2017年移动端购物占比达到81%。

网购以C2C为起点向B2C转变



移动端快速崛起

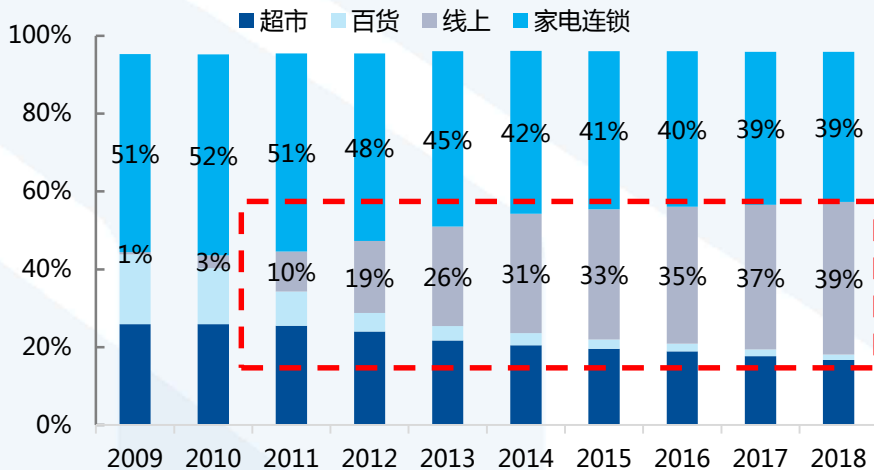


家电3C市场线上渗透率持续上升

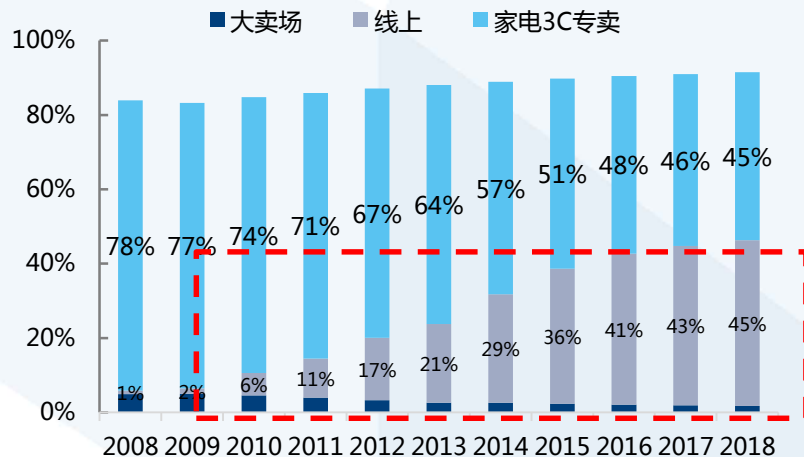
网购冲击期，苏宁阵痛调整积极拥抱变化

- 品类特性驱动线上渗透率持续上升。** 家电3C产品具有高标准化、低周转率和计划需求等品类特性，符合B2C电商销售路径，家电3C线上渗透率快速提升。根据Euromonitor，2011年家电（10%）与3C品类（11%）线上占比突破两位数，之后持续提升，2017年家电线上与线下家电连锁渠道占比分别为37%和39%，3C品类线上和线下专卖渠道份额各占一半左右。

家电线上占比持续提升



3C品类线上占比持续提升

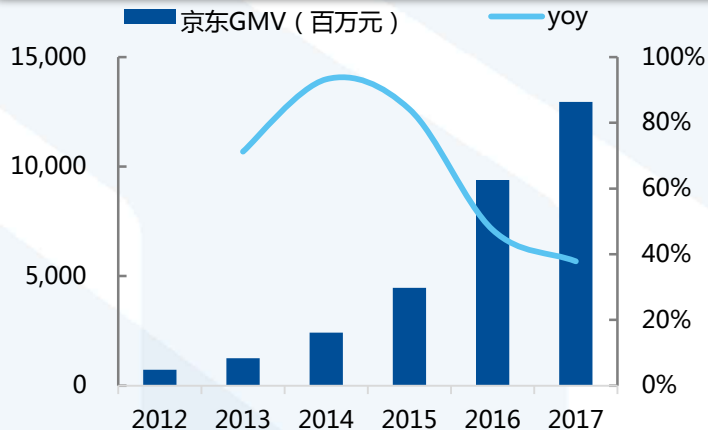


京东以线上3C家电为战场快速发展

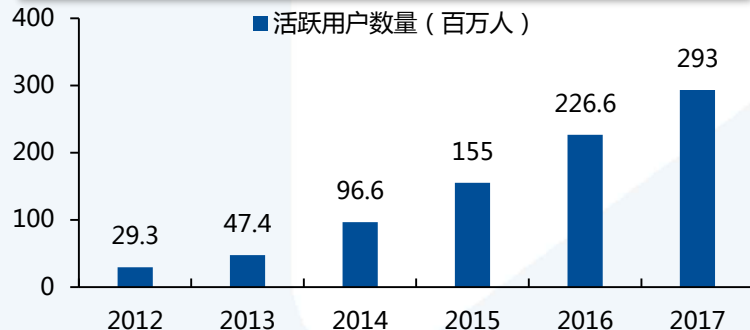
网购冲击期，苏宁阵痛调整积极拥抱变化

- 京东起家线上3C品类，2012年切入家电业务，随着活跃用户快速提升，京东GMV实现了爆发式增长，2017年GMV突破万亿达到1.29万亿，活跃用户数量2.93亿。

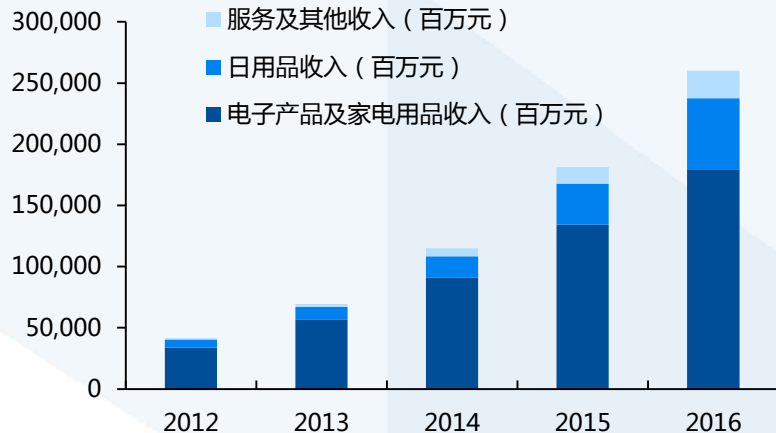
京东GMV快速增长



京东活跃用户数快速增长



电子及家电产品为京东核心品类



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·专业·创新

2012年起苏宁进入阵痛调整阶段

网购冲击期，苏宁阵痛调整积极拥抱变化

- **线上冲击对苏宁负面影响较为明显。**2012年起线下开始关店调整，2012年首次出现门店数量下滑，2012-2014年收入增幅仅为个位数。2012年利润端下滑明显，主要由于线上竞争激烈影响毛利率，线下关店费用、促销费用支出较大。
- 2015年牵手阿里，线上GMV502.75亿元（自营402.93亿元，平台99.82亿元），同比+94.93%，线上高增长带动收入增速回归阶段性高点，扣非净亏损扩大主要由于PPTV业务拖累（PPTV对归母净利润影响-7.90亿元，转让PPTV68.08%股权增加净利润13.55亿元）。2014年净利润增幅较大，主要由于公司门店售后返租，以门店物业为标的资产开展创新型资本运作增厚税后净利润约为19.72亿元。

表：2012年后苏宁进入阵痛调整期，收入、业绩波动较大

单位：百万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
营业收入	75,504.74	93,888.58	98,357.16	105,292.23	108,925.30	135,547.63	148,585.33	187,927.76
营收YOY	30%	24%	5%	7%	3%	24%	10%	26%
归母净利润	4011.82	4820.59	2676.12	371.77	866.91	872.5	704.41	4212.52
归母净利润YOY	38.8%	20.2%	-44.5%	-86.1%	133.2%	0.6%	-19.3%	
扣非净利润	4029.59	4,623.99	2,515.09	306.73	-1,252.21	-1,464.86	-1,107.61	-88.39
扣非净利润YOY	41.3%	15%	-46%	-88%	-508%	17%	-24%	-92%

线上占比提升，线上线下同价，盈利能力受影响

网购冲击期，苏宁阵痛调整积极拥抱变化

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
通讯产品						
收入(百万元)	12,373.60	16,571.71	17,422.84	17,877.00	27,042.13	34,215.05
收入占比	13%	17%	17%	16%	20%	23%
毛利(百万元)	1,408.09	1,902.56	1,726.95	1,646.71	2,134.16	2,408.20
毛利占比	8%	11%	11%	10%	11%	11%
毛利率(%)	11.38%	11.48%	9.91%	9.21%	7.89%	7.04%
小家电						
收入(百万元)	11,066.88	13,155.81	14,710.94	17,284.85	22,929.72	25,682.28
收入占比	12%	13%	14%	16%	17%	17%
毛利(百万元)	2,533.04	2,836.92	2,625.58	3,195.86	4,238.26	4,680.12
毛利占比	14%	16%	16%	19%	22%	22%
毛利率(%)	23%	22%	18%	18%	18%	18%
空调						
收入(百万元)	11,272.58	10,899.21	12,706.19	12,806.42	13,033.27	15,898.87
收入占比	12%	11%	12%	12%	10%	11%
毛利(百万元)	2,336.43	2,192.50	2,167.92	2,107.43	2,135.71	2,541.32
毛利占比	13%	13%	14%	13%	11%	12%
毛利率(%)	20.73%	20.12%	17.06%	16.46%	16.39%	15.98%
数码、IT						
收入(百万元)	17,148.89	18,448.78	18,046.73	17,592.92	22,083.43	24,137.88
收入占比	18%	19%	17%	16%	16%	16%
毛利(百万元)	1,505.37	1,634.00	1,296.06	935.08	1,042.38	958.58
毛利占比	8%	9%	8%	6%	5%	4%
毛利率(%)	8.78%	8.86%	7.18%	5.32%	4.72%	3.97%
冰箱、洗衣机						
收入(百万元)	15,687.10	15,507.33	17,810.47	19,244.40	21,651.40	22,209.54
收入占比	17%	16%	17%	18%	16%	15%
毛利(百万元)	3,551.69	3,288.58	3,155.37	3,460.50	3,882.50	3,936.28
毛利占比	20%	19%	20%	21%	20%	18%
毛利率(%)	23%	21%	18%	18%	18%	18%
彩电、音像、碟机						
收入(百万元)	23,696.93	21,408.77	22,012.97	21,296.10	23,195.01	21,480.39
收入占比	25%	22%	21%	20%	17%	14%
毛利(百万元)	4,920.91	4,300.72	3,722.91	3,785.19	4,114.88	3,631.72
毛利占比	28%	25%	23%	23%	21%	17%
毛利率(%)	20.77%	20.09%	16.91%	17.77%	17.74%	16.91%

- 苏宁整体毛利率在2011年达到历史高点19%，此后各品类毛利率渐入下行区间，整体毛利率逐渐下滑，主要原因：
 - 1、线上占比逐年提升；
 - 2、2012年行业价格战竞争激烈；
 - 3、2013年6月8日起苏宁线上线下同价，盈利能力短期受损影响，2013年毛利率同比-3pct至15%，同期公司净利润录得3.71亿元，为历史最低点。



转型拥抱互联网，苏宁进入O2O发展阶段

网购冲击期，苏宁阵痛调整积极拥抱变化

- 早在2005年苏宁开设“苏宁网上商城”，初步探索互联化转型，2009年提出“实体店与互联网并举发展的战略”，线上商城改名为“苏宁易购”，2011年苏宁多举措实现转型发展，2015年与阿里交叉持股进一步获取流量优势、补足运营经验。

实体店+互联网
O2O

- 2010年上线苏宁易购，但线上业务培育盈利困难
- 线上+线下战略从“旗舰店+互联网”升级为“云店+常规店+县镇点+红孩子、超市等”多业态网络布局
- 2013年更名苏宁云商，战略转型信心进一步强化，同时配合组织架构调整，采用事业部形式，设立线上电商、线下连锁及商品经营三大部门

超电器化

- 从家电品类向图书、百货、日用等品类拓展，2012年收购红孩子强化母婴品类，2014年开设苏宁超市店提升全品类形象

平台化

- 2012年开放平台，当年凡客、乐峰入驻苏宁易购平台

基础设施优化

- 物流建设提速，为后期增长提供坚实基础

目录 / CONTENTS

01 行业红利期，苏宁快速崛起奠定龙头优势

02 网购颠覆期，苏宁阵痛调整积极拥抱变化

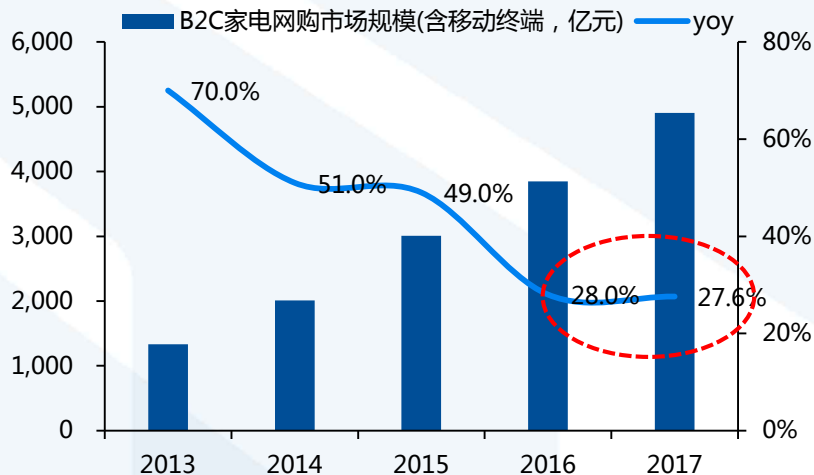
03 创新变革期，苏宁智慧零售成效逐步凸显

04 投资建议

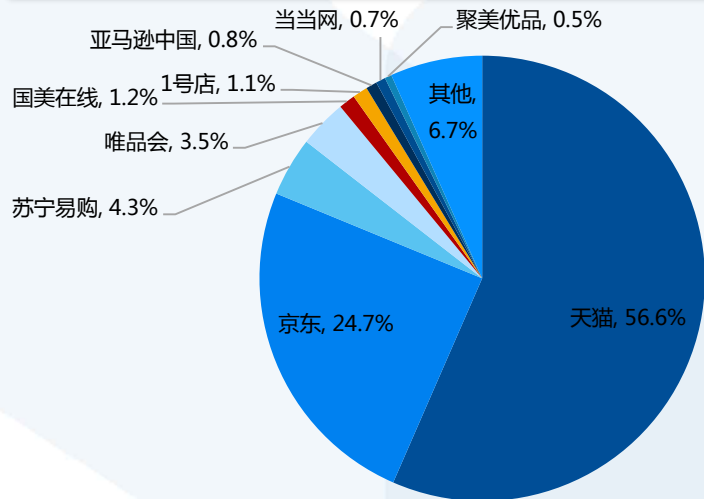
创新变革期，苏宁智慧零售成效逐步凸显

- 线上流量成本不断提升，增速放缓。2015年以来，线上流量成本逐年提升，电商获客成本已上升至200元/人以上。家电网购市场年增速从高速增长期2013年70%收窄至27.6%，并保持平缓趋势，线上对线下渠道的冲击基本结束。
- B2C电商格局基本稳定，2017年进入线上线下融合时代。2016年天猫、京东、苏宁易购三大B2C电商市场份额为56.6%、24.7%、4.3%，线上寡头格局稳定，2017年线上线下加速融合。

家电网购销售额增速逐步放缓



线上寡头格局稳定



03 线上获客成本逐渐攀升，目前均超过200元/人

创新变革期，苏宁智慧零售成效逐步凸显

京东	2012	2013	2014	2015	2016	2017
年度活跃用户数量(百万)	29	47	97	155	227	293
新增用户数(百万)	29	18	49	58	72	66
营销/广告费用(亿元)	11	16	40	77	106	149
获客成本(元/人)	37	88	82	132	148	226
阿里巴巴	2012	2013	2014	2015	2016	2017
年度活跃买家(百万)		255	350	423	454	552
新增用户数(百万)		255	95	73	31	98
销售及营销费用(亿元)	36	45	85	113	163	273
获客成本(元/人)		18	90	155	526	279
唯品会	2012	2013	2014	2015	2016	2017
年活跃用户数量(百万)	4	9	24	37	52	58
新增用户数(百万)	3	5	15	12	16	6
营销/广告费用(亿元)	2	5	12	21	28	30
获客成本(元/人)	77	87	78	170	183	523

注：阿里2017财年销售及营销费用上升主要与收购lazada以及合并优酷土豆有关，导致获客成本异常；唯品会2017年营销费用正常，但新增用户数下滑明显，导致获客成本异常。



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·专业·创新

请参阅附注免责声明

23

- **门店体系逐步调整完毕。**经过多年深化转型，线下门店调整充分，2016年常规店逐步关店、改造，云店增加99家至141家。同时积极布局三四线苏宁易购服务站，2016年直营服务站1902家，81%在2016年12月单月实现盈利。

表：线下门店体系积极调整

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
大陆	941	1311	1684	1664	1585	1650	1577	1510
旗舰店	161	239	333	336	330	339	298	242
中心店	291	364	437	433	428	438	406	389
社区店	489	584	762	777	737	797	721	672
县镇店		114	134	104	76	61	43	34
精品店		10	17	6				
乐购仕店			1	8	12	3	3	
苏宁红孩子店					2	8	27	26
苏宁超市店						4	37	6
云店							42	141
港澳	22	23	30	30	29	29	28	24
日本		8	10	11	12	17	33	42
合计	963	1342	1724	1705	1626	1696	1638	1576

- 2016年起线下同店逐季改善，2017年线下重回净开店时代，2全年线下实现营收1035亿左右，同比增长9%，增速持续改善；进入2018年线下增速重回两位数时代，Q1-Q3预计线下营收同比+16.6%、15.6%、15.4%。

苏宁线下回暖，2018年线下营收重回两位数高增长时代



创新变革期，苏宁智慧零售成效逐步凸显

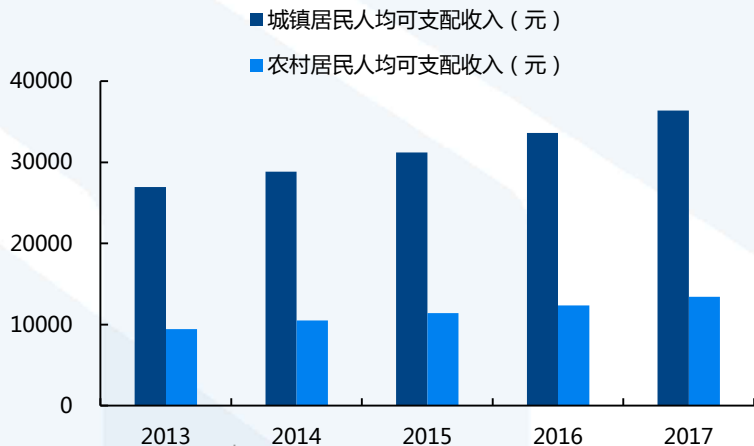
- 苏宁线下业态专业化、多样化加速布局，形成“一大、两小、多专”的业态族群。2018年苏宁正式快消事业部，多品类完善推动小店、红孩子、苏鲜生超市布局。
- 2018年10月苏宁小店引入战投，预计交易完成后上市公司层面间接持股35%不再纳入合并报表，保证创新业务同时减少对上市公司影响。小店是苏宁智慧零售线下贴近消费者的高频流量入口，2018年全年开店有望达到4000家。

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018Q3
一大：								
苏宁易购广场						15	15	16
两小：								
苏宁小店					13	23	732	1744+104
苏宁易购直营店				1,011	1,902	2,215	2,392	2408
苏宁易购零售云加盟店						39	765	1453
多专：								
苏宁家电3C（即苏宁易购）	1,650	1,571	1,635	1,510	1,478	1,499	1,536	1957
云店				42	141	323	363	390
常规店	1,546	1495	1574	1425	1,303	1,144	1,144	1542
其中：旗舰店	336	330	339	298	242	118	100	86
中心店	433	428	438	406	389	371	376	679
社区店	777	737	797	721	672	655	668	777
县镇店	104	76	61	43	34	32	29	25
红孩子母婴店		2	8	27	26	53	77	111
超市店（苏鲜生）								
精品店6		0	4	37	6	9	10	8
门店总计	1,664	1,573	1,647	2,585	3,425	3,814	4,813	6292

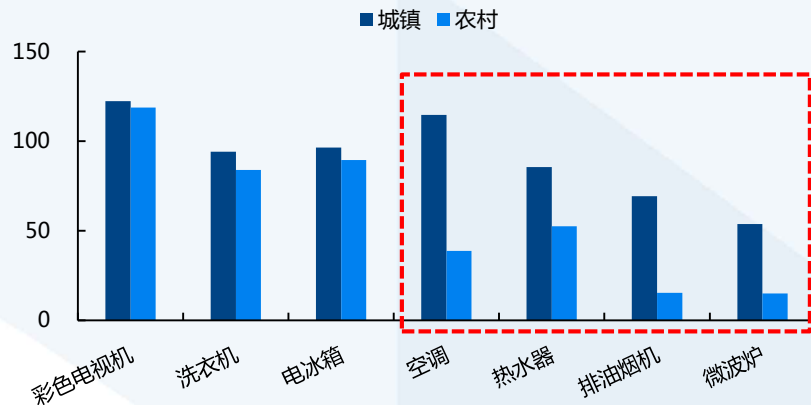
创新变革期，苏宁智慧零售成效逐步凸显

- 乡镇市场家电消费潜力加速释放。**根据奥维云网统计，2016年一二级市场家电线下规模达到2261元，占比40.4%；而三四线市场线下规模达到了3321亿元，占比由2014年的56.3%提升至59.6%，从更广的口径看，预计我国低线城市及县镇家电、3C市场规模达到9000亿元，市场增速20%+。
- 城乡经济融合进程，农村居民逐步向城镇居民靠拢。**从家电拥有量来看，农村居民较城镇居民仍有较大空间，尤其是在空调、热水器、微波炉等品类上更加明显，空调城镇居民每百户拥有114.6台，农村居民每百户仅38.8台；微波炉城镇居民每百户拥有53.8台，农村居民为15台。

农村居民人均可支配收入维持8%以上增速



空调、热水器、微波炉等产品农村居民拥有量空间大

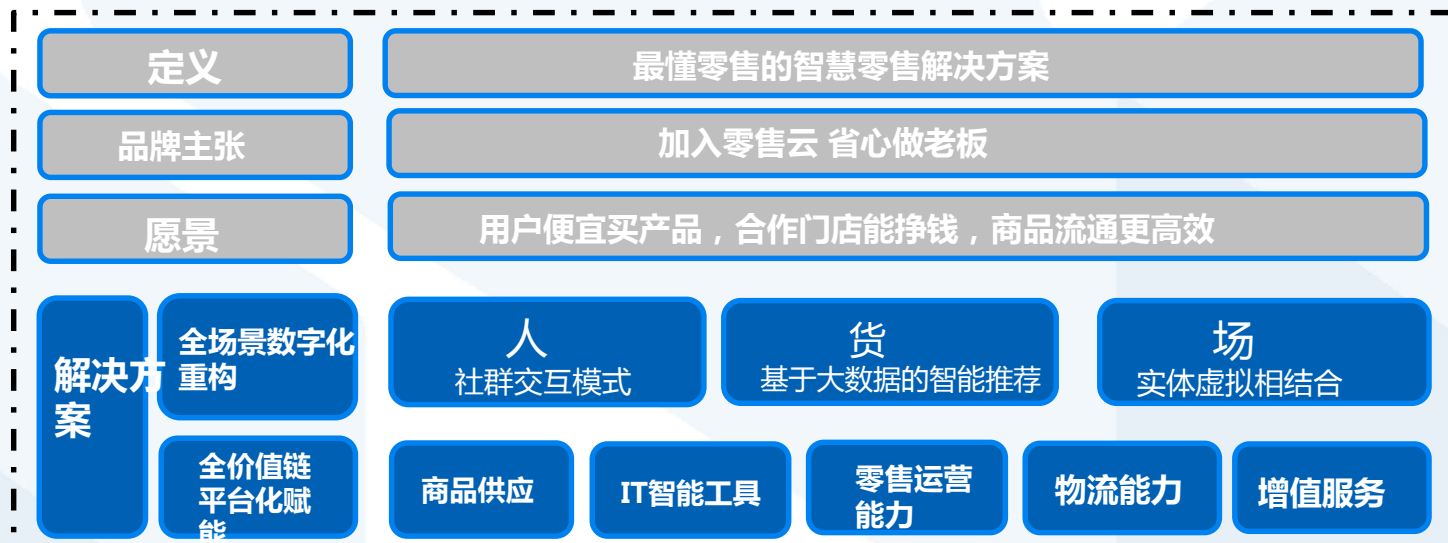


苏宁零售云解决方案落地，渠道下沉3-6低线县镇市场

创新变革期，苏宁智慧零售成效逐步凸显

- 针对低线县镇3C家电的市场蓝海，苏宁零售云解决方案落地。县镇家电3C市场规模超9000亿以上，2017年7月苏宁设立新事业部“零售云”，提出“加入零售云、省心做老板”的品牌主张，直击县乡镇门店新技术匮乏、零售理念缺乏和管理运营方法单一等痛点，实现传统门店低风险转型与升级。
- 苏宁零售云盈利模式包括线下经销差价+服务费，线上返佣叠加物流金融增值，且零售云加盟商盈利能力强，2018年全年零售云门店突破2000家，未来预计在商业模式上有望进一步迭代。

苏宁零售云解决方案落地



家电消费迎接政策红利

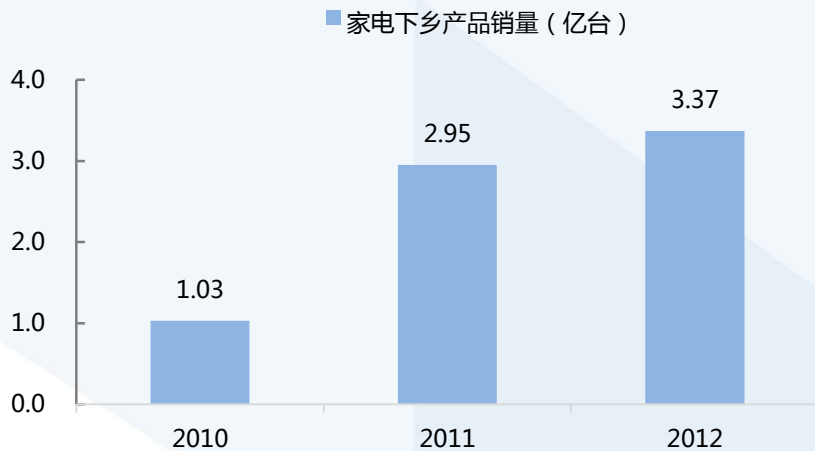
创新变革期，苏宁智慧零售成效逐步凸显

- **2007年起家电下乡政策加速培养农村家电消费习惯。**2007年家电下乡政策在山东、河南和四川三省试点，2008年底扩大到14省，2009年推广至全国农村范围，之后以旧换新、节能惠民两项政策开始推广实施。
- **家电消费释放红利，乡镇市场更受益。**国家发改委副主任宁吉喆1月8日表示，2019年将制定出台促进汽车、家电等热点产品消费的措施，政策红利提振信心有望支撑估值修复，另外预计低线城市政策促进效果更明显，苏宁需求下沉布局渠道有望逐渐进入收获期。

多轮政策刺激家电乡镇市场



家电下乡产品销量大



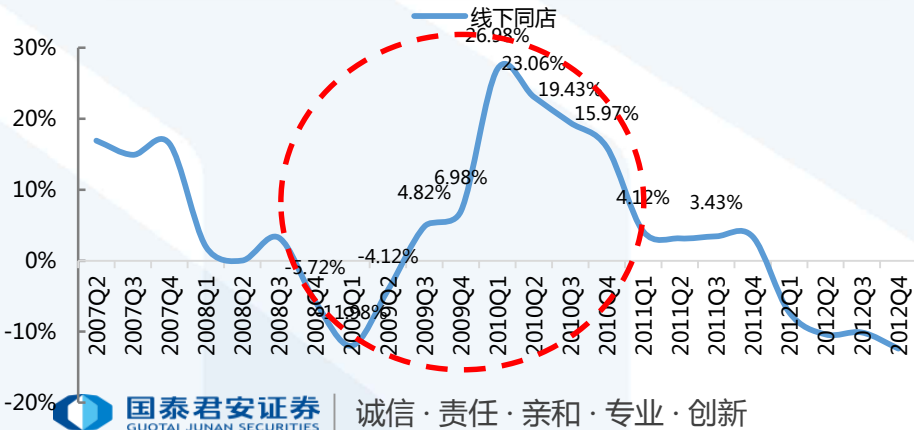
创新变革期，苏宁智慧零售成效逐步凸显

表：2008-2010年苏宁受益家电下乡快速发展

单位：百万元	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
营业收入	40,152.37	49,896.71	58,300.15	75,504.74	93,888.58	98,357.16	105,292.23
营收YOY	53%	24%	17%	30%	24%	5%	7%
归母净利润	1,465.43	2,170.19	2,889.96	4,011.82	4,820.59	2,676.12	371.77
归母净利润YOY	93%	48%	33%	39%	20%	-44%	-86%

- 2009年家电下乡政策推广至全国，苏宁受益家电下乡2009Q3-2010Q4同店保持两位数增长，2008-2010年营收、净利均保持稳定增长。
- 家电下乡政策对公司股价有明显催化。

2009年家电下乡政策刺激下同店高增长



家电下乡政策催化公司股价



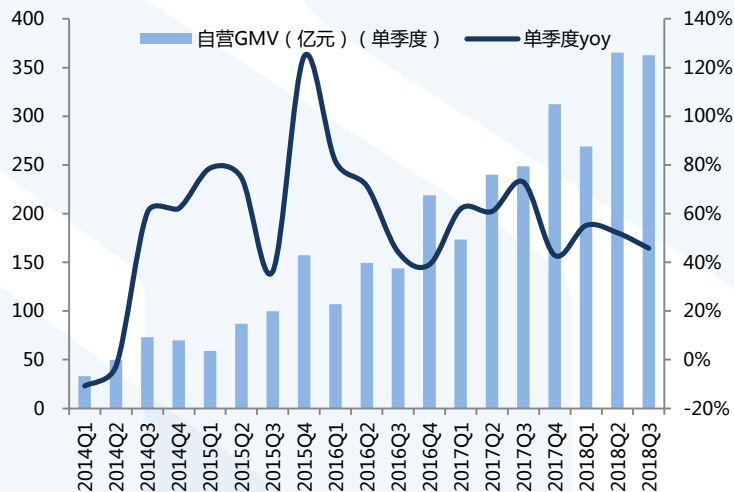
03

线上：运营能力提升，第三方加速成长

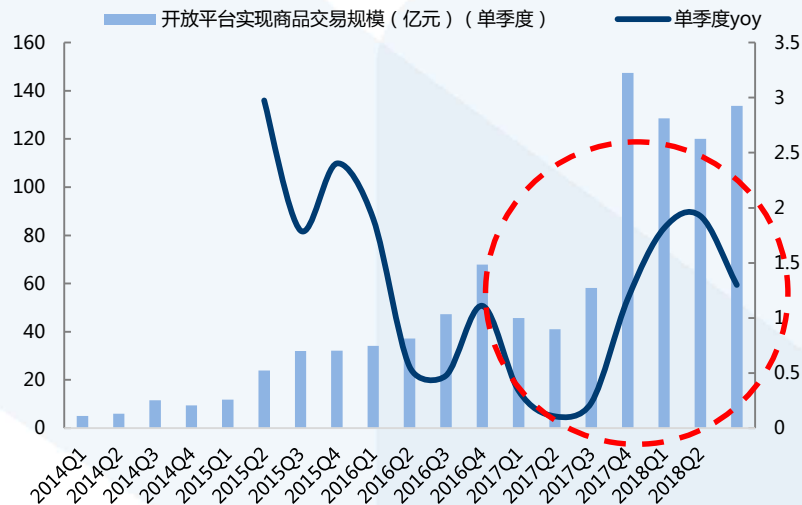
创新变革期，苏宁智慧零售成效逐步凸显

- 线上自营维持50%左右较高增速，超出电商行业整体情况。
- 2017年底线上第三方开始放量，单季度增速均超过100%，苏宁多年积累流量运营经验开始转化，通过苏宁集团体系下易购、金融、文创、体育全生态会员运营提升用户活跃度与复购率。

线上自营发展情况良好



第三方平台加速增长



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·专业·创新

请参阅附注免责声明

31

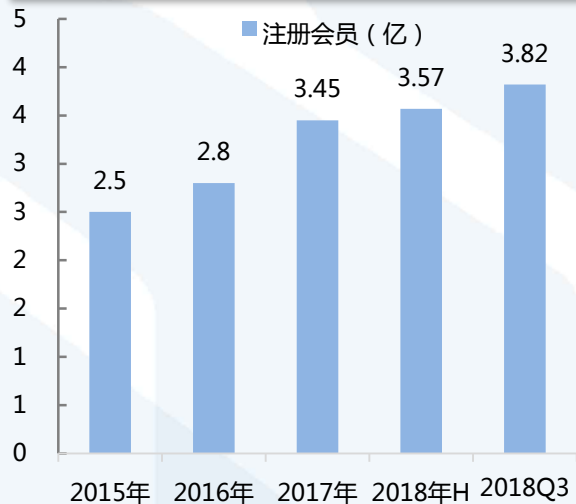
03

全渠道融合优势明显

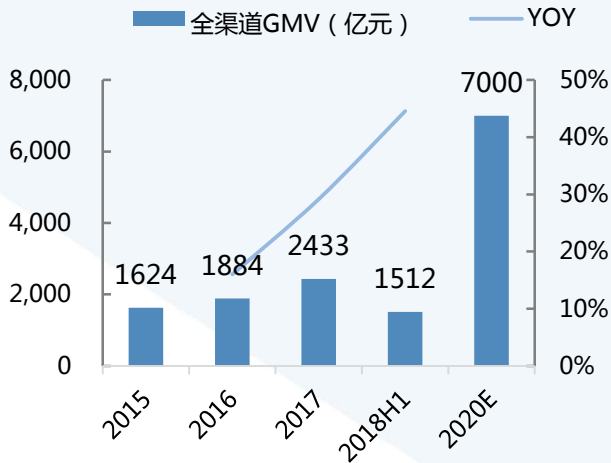
创新变革期，苏宁智慧零售成效逐步凸显

- 截至9月30日注册会员达3.82亿，818大促期间APP月活同比+62.29%，推广苏宁拼购加强社交电商布局。
- 全渠道融合顺应行业趋势，多年积累厚积薄发苏宁优势越发明显，2017年赶超京东成为家电全渠道销售绝对龙头。
- 未来三年GMV复合增速40%+，到2020年全渠道GMV有望达到7000亿元。

注册会员持续扩容

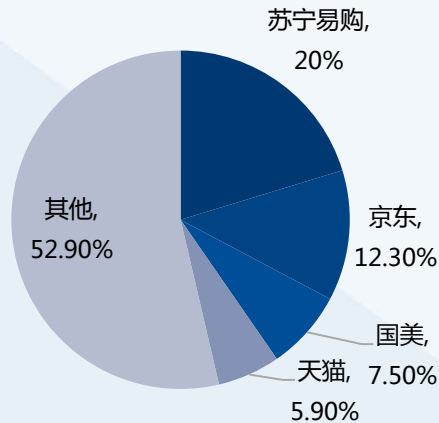


全渠道GMV剑指7000亿



2017年苏宁稳居家电销售全渠道龙头交椅

2017年家电行业全渠道销售额占比



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·专业·创新

请参阅附注免责声明

32

03 苏宁拼购：“低价+品牌+正品”切入社交电商

创新变革期，苏宁智慧零售成效逐步凸显

消费降级趋势



低线城市熟人社交



渠道下沉



低价策略抢占市场

- 苏宁小店+社区意见领袖+100万人推客模式
- 苏宁推客：社交分享+佣金提成模式利用熟人社交
- 苏宁拼购日“8.8元正品低价”

苏宁引流和推广



部分借助苏宁供应链



苏宁物流体系



背靠苏宁品牌背书

- 苏宁易购每个类目的招商会都会有拼购专场，把拼购当做单独的宣讲板块
- 供应链模式：1) 依托苏宁易购供应链，它们采购的商品可同时在苏宁拼购上进行销售；2) 苏宁拼购作为一个主体，独自对外采购
- 用苏宁自有的物流，也同时给商户开放天天物流

招商企业级店铺为主



不断扩大“正品联盟”



把控商家端和商品端

- 只允许有资质的企业进入，不允许个人开店，针对独立招商的商户成立专门的审核组
- 与伊利等九大品牌联合发声承诺正品，力求撕去拼购“低价低品”标签，2018年11月8日超级拼购日加盟商家达7000家

创新变革期，苏宁智慧零售成效逐步凸显

- 推出社交创新玩法，业绩突飞猛进。**苏宁发布数据显示，2018年818期间，苏宁拼购3天订单量突破1000万单，买家数同比增长4700%，成为品质拼购第一品牌，而苏宁推客环比7月订单量增长了423%。2018年11月1日-7日，苏宁拼购设立多个品类拼购日，推出多个社交创新玩法加大优惠力度，共拉新用户400多万，GMV20多亿，累计用户数达1000多万，累计订单量2500多万单。1108超级拼购日期间，拼购订单24小时内突破2000万，购买链接累计被分享超1.1亿次。
- 客户满意度高。**艾媒咨询数据显示，2018年拼购电商用户对于各主流平台的满意度里，对苏宁拼购各类满意度指标均为最高。

	物流配送满意度	正品保障满意度	整体服务满意度
拼趣多	7.43	7.07	6.75
拼多多	7.51	6.45	7.27
淘宝特价	7.53	7.69	7.76
苏宁拼购	7.72	8.03	7.84

创新变革期，苏宁智慧零售成效逐步凸显

- **物流根基牢固，物流设施与网络完备。**截止2018Q3，公司线下仓储物流相关总面积达799万平米，快递网点2.59万个，物流网络覆盖全国352个地级城市、2910个县区城市。
- **进一步加码物流，打造物流基础设施航母。**2017年11月，发起设立300亿元物流地产基金，旨在建设中国零售行业最大的物流基础设施网和服务网；到2020年，将新建40座中大型仓库、100个城市分拨中心，仓储面积新增1000万平方米。

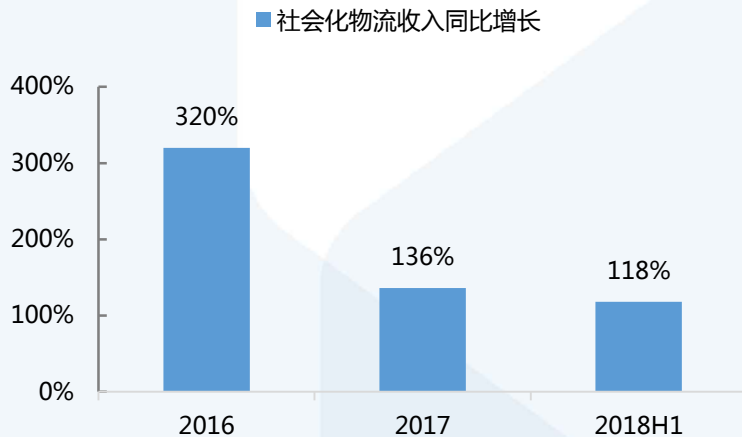
代表企业	仓储面积及配送范围	配送服务	优势和特点
京东	1160万平方米 (2018/6/30) 拥有大型仓库521个，大、中、小件物流体系实现了在中国大陆地区所有行政区县全覆盖	当日达、次日达服务覆盖1410个城乡地区 (2016年底)，在250个城市实现了收货时段精确在2小时内，在19个城市可精准到30分钟内	<ol style="list-style-type: none"> 1. 布局最早，仓储面积最大 2. 配送效率高，用户体验好 3. 仓储及配送智能化程度高 4. 社会化运营成效显著
苏宁	799万平方米 (2018/9/30) 拥有快递网点达到2.59万个，覆盖全国352个地级城市、2910个区县城市	在全国各大城市开展并在全国20多个城市上线“小件即时配”、8个城市上线“大件准时达”、“2小时上门取件”等服务产品 (2018/3/31) “送装一体”服务范围扩展到全国135个城市 (2018/6/30)	<ol style="list-style-type: none"> 1. 线下门店数量众多，以店代仓，缩短物理距离 2. 配送速度快，用户满意度高 3. 持续资金收入，发展迅猛 4. 跨境供应链完善 5. 收购天天快递，接入菜鸟网络，社会化运营有望成为新增长点
菜鸟	500万平米 (峰值, 2017年底) 已覆盖全国2700多个县区以及224个国家及地区，609万条专业路线，合作运输车超过23万辆，接入快递员超过300万	当次日达超1000区县 (2017年底)	<ol style="list-style-type: none"> 1. 协同多家传统快递公司，覆盖范围广，配送能力强 2. “天网”“地网”协同融合，数据来源广，分析能力强 3. 背靠阿里，投入巨大而持续

03 物流：物流仓储网络完善，社会化业务持续推进

创新变革期，苏宁智慧零售成效逐步凸显

- 根据2018H1含税商品销售总规模计算单位仓储面积产生的GMV为4.1万元，比2017年提升16%。
- 2018H1苏宁物流社会化营业收入（不含天天快递）同比增长118.49%。

社会化物流业务持续推进



表：仓储物流利用效率进一步提升

	2014	2015	2016	2017	2018H1
GMV (亿元)		1,623.80	1,884.09	2432.03	1512.39
苏宁仓储面积 (万平方米)	403	455	583	686	735
单位面积产生的GMV (元/平方米/年)		35687.91	32317.15	35452.33	41142.86

资料来源：公司公告、国泰君安证券研究 注：GMV为全渠道含税商品销售规模，2018H1的计算结果*2表示年化结果

创新变革期，苏宁智慧零售成效逐步凸显

- 聚焦核心金融业务，定位O2O金融科技。**苏宁金融定位“O2O融合发展的金融科技公司”，依托场景化和数据化两大发展特点，持续聚焦支付、供应链金融、微商金融、消费金融、产品销售五大核心业务，丰富金融产品布局，强化市场竞争力，提供综合化金融服务。2017年苏宁金融业务（支付业务、供应链金融等业务）总体交易规模同比增长129.71%。

金融业务主体	成立时间	业务发展
苏宁金服	2015年5月14日 (原持股50.1%， 出表后持股比例41%)	(1) 通过“支付工具-支付钱包-场景平台-综合金融”的进阶发展之路，苏宁金服跳出支付范畴，现主要业务涉及第三方支付，供应链金融、投资理财、互联网保险、融资租赁、众筹和储值卡等，提供全方位金融服务，形成互联网金融生态闭环。 (2) 供应链融资业务聚焦苏宁生态圈用户，1-9月苏宁生态圈内供应链金融累计交易规模同比增长43.63%。 (3) 2017年苏宁金服实现营收/净利分别为21.79亿/5.08亿，净利同比4349.66%，呈现高速增长态势。2018年12月底引入战略投资者募资百亿，不再纳入苏宁易购合并报表，成为重要参股公司。
苏宁消费金融	2015年5月29日 (持股比例49%)	(1) 由苏宁云商、南京银行、法国巴黎银行个人金融集团、江苏洋河酒厂和先声再康江苏药业等5家企业共同出资设立，第二批获得消费金融牌照的公司，主要布局消费信贷业务。 (2) 产品主要有消费分期的“任性付”和小额现金贷的“任性借”，借助苏宁易购平台，采取“线上引流、线下体验”的O2O消费金融模式，业务已渗透到家装、校园、旅游、教育、通信等细分领域。 (3) 2017年苏宁消费金融实现营收3.83亿元，净利润2.16亿元，同比增长超3倍。
苏宁银行	2017年6月15日 (持股比例40%)	(1) 以“科技驱动的O2O银行”定位，线上依托数据精准满足中小微企业和个人用户需求，线下联合门店渠道打造实体金融体验中心，提供线上线下全场景金融服务体验。 (2) 存、贷、汇、投等基本业务全面上线，截至2018年6月苏宁银行总资产较年初增长28%，客户数较期初显著增加。

03 金融：多牌照优势明显，打造综合金融服务平台

创新变革期，苏宁智慧零售成效逐步凸显

- **不断斩获金融牌照，强化综合金融服务能力。**苏宁已获得包括第三方支付、消费金融、小贷公司、融资租赁、商业保理、基金支付、基金销售、私募基金、保险销售、企业征信、预付卡、海外支付，以及商业银行等在内的14张金融牌照。
- **金融业务不断贡献营收毛利。**2018年1-6月，金融服务贡献营业收入10.44亿元，毛利润8.48亿元，营收同比+64.03%。

获批金融牌照，打造综合性金融服务平台

牌照/资质	产品/公司	获批时间
预付卡	收购安徽华夏通	2011年
第三方支付	苏宁易付宝	2012年7月
小额贷款	重庆苏宁小额贷款公司	2012年12月
商业保理	苏宁商业保理有限公司	2013年10月
保险销售	苏宁保险销售有限公司	2014年2月
基金销售	苏宁基金销售有限公司	2014年2月
消费金融	苏宁消费金融有限公司	2015年5月
企业征信	苏宁征信服务有限公司	2016年1月
基金支付	苏宁基金销售有限公司	2016年3月
融资租赁	苏宁租赁有限公司	2016年9月
民营银行	江苏苏宁银行股份有限公司	2016年12月
私募基金	/	/
海外支付	/	/

金融业务不断扩展，贡献营收毛利提升



股权激励计划	时间	数量&价格	行权期	行权条件	可行权额度上限占获授期权数量比例
2007年股票期权激励计划	2007年1月	2200万股，首次授予的1851万份股票期权的行权价格为66.60元；向“董事长提名的骨干人员和特殊贡献人员”授予的349万份股票期权的行权价格由董事会决定	第一个行权期	2006年度的净利润较2005年度的增长率达到或超过80%，且2006年度的每股收益不低于0.9元	20%
			第二个行权期	2007年度的净利润较2006年度的增长率达到或超过50%，且2007年度的每股收益不低于1.35元	40%
			第三个行权期	2008年度的净利润较2007年度的增长率达到或超过30%，且2008年度的每股收益不低于1.75元	40%
2008年股票期权激励计划	2008年7月	4376万股，首次授予的4076万份股票期权的行权价格为58.00元；向“董事长提名的骨干人员和特殊贡献人员”授予的300万份股票期权的行权价格由董事会决定	第一个行权期	2008年度归属于上市公司股东的净利润较2007年度的增长率达到或超过60%，且2008年度的每股收益不低于1.60元	30%
			第二个行权期	2009年度归属于上市公司股东的净利润较2008年度的增长率达到或超过40%，且2009年度的每股收益不低于2.20元	30%
			第三个行权期	2010年度归属于上市公司股东的净利润较2009年度的增长率达到或超过30%，且2010年度的每股收益不低于2.85元	40%
2010年股票期权激励计划	2010年8月	8469万股，行权价格14.50元，2011年4月董事会公告调整行权价格为14.40元。尚未行权，5年有效期届满终止	第一个行权期	2010年度销售收入较2009年增长率不低于20%，且归属于上市公司股东的净利润较2009年增长率不低于25%	25%
			第二个行权期	2011年度销售收入较2009年复合增长率不低于20%，且归属于上市公司股东的净利润较2009年复合增长率不低于25%	25%
			第三个行权期	2012年度销售收入较2009年复合增长率不低于20%，且归属于上市公司股东的净利润较2009年复合增长率不低于25%	25%
			第四个行权期	2013年度销售收入较2009年复合增长率不低于20%，且归属于上市公司股东的净利润较2009年复合增长率不低于25%	25%
第一期限制性股票激励	2014年9月	6105.64万股，成交均价8.63元，占总股本0.66%，锁定期至2015年12月8日，计划存续期展期至2019年3月21日			
第二期限制性股票激励	2016年5月	6591.96万股，成交均价15.17元，占总股本0.71%，锁定期自本次非公开发行新股上市日2016年6月6日起满36个月			
第三期限制性股票激励	2018年5月	7307.09万股，成交价格6.84元，锁定期12个月，存续期48个月，自公司公告最后一笔标的股票过户至本员工持股计划名下之日起算			

目录 / CONTENTS

01 行业红利期，苏宁快速崛起奠定龙头优势

02 网购颠覆期，苏宁阵痛调整积极拥抱变化

03 创新变革期，苏宁智慧零售成效逐步凸显

04 投资建议

- 投资建议：**2018年公司智慧零售战略坚定推行，全年收入端有望保持30%增速，利润端非经常性收益合计122亿元。随着苏宁金服、苏宁小店出表落地，上市公司报表实现优化，同时两项独立运作空间加大持续服务于智慧零售战略。目前市场对于家电消费走弱表示担忧，苏宁PS估值位于历史底部已充分反映了悲观预期，促家电消费政策红利有望支撑估值修复，另外预计低线城市政策促进效果更明显，苏宁需求下沉布局渠道有望逐渐进入收获期，线上运营优化与线下业态创新支撑全渠道多品类发展。**维持2018年2020年EPS 1.39/0.36/0.49元，维持目标价17.64元。**

表：盈利预测

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	148,585	187,928	244,446	313,557	398,864
(+/-)%	10%	26%	30%	28%	27%
经营利润 (EBIT)	-643	267	-314	1,752	2,942
(+/-)%	67%	141%	-218%	-658%	68%
净利润 (归母)	704	4,213	12,985	3,338	4,595
(+/-)%	-19%	498%	208%	-74%	38%
每股净收益 (元)	0.08	0.45	1.39	0.36	0.49
每股股利 (元)	0.00	0.10	0.08	0.08	0.08

风险因素

- 1、可选消费走弱；
- 2、互联网竞争加剧；
- 3、手机市场整体增长乏力；
- 4、加速展店导致人工、租金费用增加。

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

国泰君安零售团队

Thank you for listening



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES