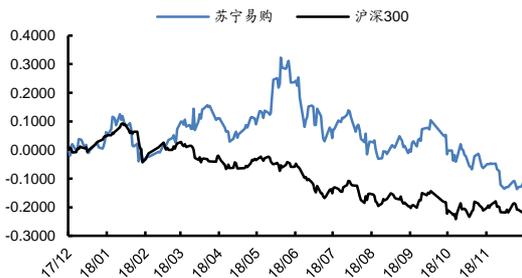


研究所
证券分析师：谭倩 S0350512090002
0755-83473923
联系人：张媛 S0860117030021
021-60338171 zhangy12@ghzq.com.cn

行业分析角度看苏宁：双线融合+渠道下沉，智慧零售场景互联构建竞争壁垒

——苏宁易购（002024）深度报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
苏宁易购	-5.4	-11.5	-13.6
沪深300	-1.1	-1.0	-21.1

市场数据 2018-12-11

当前价格(元)	10.81
52周价格区间(元)	10.43 - 16.22
总市值(百万)	100641.53
流通市值(百万)	63203.35
总股本(万股)	931003.97
流通股(万股)	584674.86
日均成交额(百万)	638.56
近一月换手(%)	13.59

相关报告

- 《苏宁易购（002024）事件点评：盘活物流存量资产，加强供应链核心竞争力》——2018-09-14
- 《苏宁易购（002024）事件点评：联合恒大地产，专业化运营苏宁易购广场》——2018-06-27
- 《苏宁易购（002024）事件点评：与大润发达成战略合作，线下家电3C再布局》——2018-06-26
- 《苏宁易购（002024）事件点评：第三期员工持股落地，助力增长新征程》——2018-05-15

投资要点：

- **规模和市场份额是渠道命脉，我国零售行业当前集中度偏低，苏宁大概率胜出。**通过对比国外标杆企业沃尔玛，零售巨头的基因在于规模快速扩张的能力和与之相匹配的后台供应链的协同能力，苏宁易购同时具备互联网线上高速扩张的能力，和率先渗透低线市场的前瞻布局，能够通过多样化、多品类、多层次的业态组合抢占市场份额；不同于百货和超市，中国的专业家电连锁拥有最完善的供应链系统，苏宁易购的物流配套设施从2000年左右开始不断更新迭代，同时拥有线下最多的门店，由家电切入更广义的消费市场，中国的零售巨头最有可能由此诞生。
- **前瞻布局消费潜力未释放的低线市场，多品类打开成长路径。**单纯靠线上广告的时代已经过去，线下门店作用将日益凸显；低线城市消费潜力大；大快消市场容量大集中度低。零售企业规模快速扩张的能力至关重要，不同于纯电商企业，苏宁万家线下门店引流成本低，通过苏宁易购直营店和云加盟店快速下沉低线市场，苏宁小店+苏鲜生超市+线上平台打开大快消市场大门。2018-2020年是苏宁高速成长的重要阶段，苏宁战略规划2018-2020年分别合计新增5575、5805、6485家门店，其中苏宁小店累计新开4500家，苏宁易购县镇店累计新开11000家。
- **苏宁自营仓储物流实力领先同行，海量线下门店降低配送成本。**苏宁自营仓储、终端快递网点、物流覆盖面优于京东；可比配送服务方面，苏宁物流覆盖更多城市；借助线下海量门店，苏宁物流费用率低于京东。同时公司已经建立了“物流仓储地产开发——物流仓储地产运营——基金运作”的良性资产运营模式，优质仓储地产资源得以变现，从而投入更多优质仓储资源的获取，形成良性循环。
- **盈利预测和投资评级：维持买入评级。**由于公司线上增速及开店速度高于预期，我们上调原有营收预测，预计公司2018-2020年销售收入2465.53亿元、3171.75亿元、3925.26亿元；分别同比增长31%、29%、24%；上调公司盈利预测，预计归属于上市公司股东净利润分别为68.94亿元、23.81亿元和56.30亿元，分别增长64%、-65%和136%；预计公司2018-2020年EPS分别为0.74元、0.26元和

《苏宁易购（002024）一季报点评：一季度线上 GMV 增长 81.5%，归母净利润增长 42.15%》
——2018-05-01

0.60 元，对应当前股价 PS 为 0.4 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：**线上交易增速下滑；新开店计划不达预期；较快的开店速度导致费用率大幅上涨，新店培育期过长；开店速度高于公司运营能力，毛利率降低；房租、人工等主要成本上涨；同店增速下滑；公司与沃尔玛业务不完全相同，相关对比仅供参考。

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	187928	246553	317175	392536
增长率(%)	26%	31%	29%	24%
归母净利润（百万元）	4213	6894	2381	5630
增长率(%)	498%	64%	-65%	136%
摊薄每股收益（元）	0.45	0.74	0.26	0.60
ROE(%)	5.04%	7.64%	2.57%	5.75%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、 规模效应和供应链完整性是零售企业核心竞争力.....	5
1.1、 规模和市场份额是渠道命脉.....	5
1.2、 我国现阶段行业集中度较低，掘金未来龙头企业.....	5
1.3、 寻找中国的沃尔玛.....	6
2、 最完整消费生态+强大仓储物流体系=苏宁易购.....	9
2.1、 双线融合+渠道下沉，智慧零售场景互联构建竞争壁垒.....	10
2.2、 前瞻布局消费潜力未释放的低线市场，多品类打开成长路径.....	11
2.2.1 行业竞争现状：线上增速放缓，低线城市及大快消是必争之地.....	11
2.2.2 凭借先发优势及双线多点布局，各个击破.....	15
2.3、 自营仓储物流实力领先同行，海量线下门店降低配送成本.....	20
2.3.1 苏宁自营仓储、终端快递网点、物流覆盖面优于京东.....	20
2.3.2 可比配送服务方面，苏宁物流覆盖更多城市.....	20
2.3.3 借助线下海量门店，苏宁物流费用率低于京东.....	21
2.3.4 设立物流地产基金资产良性运营.....	22
3、 盈利预测与估值：多途径完成苏宁再造.....	22
3.1、 线上坚决扩张战略：2018-2020 线上 40%+增速.....	23
3.2、 核心家电 3C：家电 3C 家居生活专业店、苏宁易购直营店开店高增速，大润发合作贡献增量.....	23
3.3、 大快消：红孩子母婴、苏鲜生超市快速增长.....	24
3.4、 盈利预测与估值.....	24
4、 风险提示.....	25

图表目录

图 1: 2011、2017 年中美日韩线下零售市场集中度 CR10.....	6
图 2: 沃尔玛快速扩张路线图.....	7
图 3: 沃尔玛扩张的区位路径.....	8
图 4: 沃尔玛无缝对接的高效后台供应链.....	9
图 5: 网上实物商品零售额增速大体呈现下滑态势.....	11
图 6: 2018 年实物网上零售额累计增速不断下滑.....	12
图 7: 2018 年双十一全网成交 3143 亿元, 增速下滑至 23.75%.....	12
图 8: 2008-2017 年, GDP 增速最快的 100 个城市分布.....	13
图 9: 2002 年、2022 年各城市中产阶级比例.....	14
图 10: 2018 年 9 月底, 家电 3C 总市场容量为 9442.1 亿元.....	14
图 11: 京东和苏宁合计占限额以上零售额中家电、通讯器材的 50%份额.....	14
图 12: 限额中大快消市场容量是家电通讯的近两倍.....	15
图 13: 2017 年零售百强前 20 的商超合计占大快消市场份额 19%.....	15
图 14: 苏宁比传统线下零售商收入增速更高.....	16
图 15: 苏宁比京东运营费用率更低.....	16
图 16: 苏宁线上 GMV 增速高于京东.....	16
图 17: 2018H1 苏宁易购直营店城市分布.....	17
图 18: 2018H1 苏宁易购直营店三四级城市面积占 85.35%.....	17
图 19: 低线城市开始注重品牌消费.....	18
图 20: 拼多多因假货问题严重卸载率居高不下.....	18
图 21: 直营店门店数量不断扩充.....	18
图 22: 通过云加盟店提升开店速度.....	18
图 23: 京东仓储物流费用率远高于苏宁.....	22
图 24: 京东仓储物流费用金额远高于苏宁 (单位: 亿元).....	22
表 1: 中国零售行业与欧美日韩相关差异对比.....	6
表 2: 沃尔玛的多业态组合门店.....	8
表 3: 苏宁易购线下多层次、多品类门店布局.....	10
表 4: 阿里、京东 2017 年获客成本高达 200-310 元.....	12
表 5: 2018-2020 年苏宁各业态开店计划.....	15
表 6: 2018H1 苏宁易购直营店城市分布.....	17
表 7: 苏宁易购直营店各级市场坪效.....	19
表 8: 大快消门店进入快速复制阶段.....	19
表 9: 苏宁京东仓储物流数据对比.....	20
表 10: 苏宁物流配送服务及覆盖城市.....	21
表 11: 京东物流配送服务及覆盖城市.....	21
表 12: 线上 GMV 增速预测表.....	23
表 13: 家电 3C 家居生活专业店、苏宁易购直营店 2018-2020 年预测.....	23
表 14: 红孩子母婴店、苏鲜生超市店 2018-2020 年预测.....	24
表 15: 2018-2020 年收入预测明细.....	24
表 16: 关键预测指标.....	25

1、规模效应和供应链完整性是零售企业核心竞争力

1.1、规模和市场份额是渠道命脉

不同于制造业与高科技行业，零售企业作为渠道盈利的本质是赚取供销差价，本身极少提供生产加工环节，行业充分乃至过度竞争，技术壁垒较低，适用简洁而经典的波特五力模型，我们很容易得出评判零售企业价值的终极标准：

1、市场份额：市场份额的大小决定了对上下游的话语权和掌控力，一方面对上游供应商而言，龙头企业不仅能够绕过经销商等中间环节从品牌商直采，降低营业成本，还可以与供应商深度绑定，基于消费者需求反向定制，零售企业达到一定规模甚至可以产业链上游一体化，将外部成本内化，进一步降低营业成本；另一方面从下游消费者角度分析，龙头企业能够以更低的售价提供相同甚至更好的产品和服务，拥有更多的高粘性消费者和会员，这是零售企业赖以生存的基础；

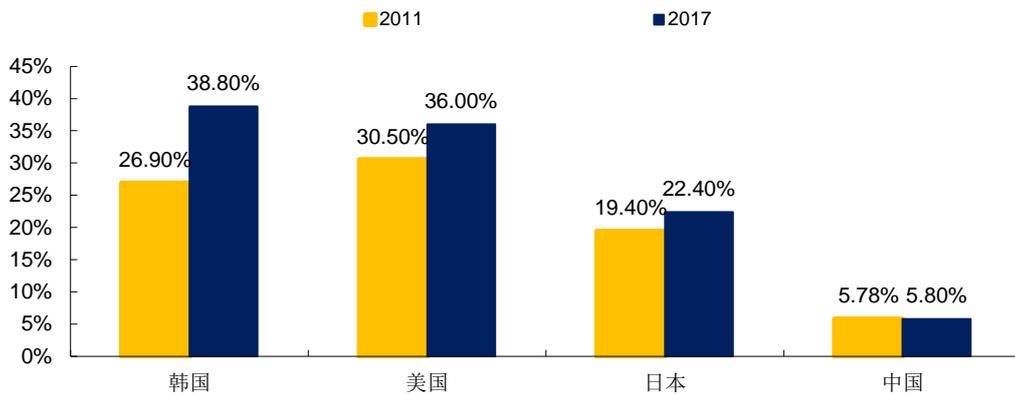
2、基于市场份额的规模效应：体现在两方面，一方面是基于固定成本带来的经营杠杆的倍数效应，另一方面在于龙头垄断地位的协同效应，包括衍生服务收入以及更好的抗风险能力。

1.2、我国现阶段行业集中度较低，掘金未来龙头企业

不同于日韩和欧美市场，我国零售行业集中度很低，根据中国连锁经营协会统计的数据显示，2017年，连锁百强企业（不含纯电商企业）销售规模达到2.2万亿元，同比增长8.0%，仅占社会消费品零售总额6.0%。2018艾瑞（深圳）年度高峰论坛上的数据显示，2017年美国线下零售市场集中度CR10为36.0%，同期日本为22.4%，中国仅为5.8%，且较2011年几乎没有提升。

我们认为与国外发达国家相比，我国零售行业集中度低的原因来自于多方面，既有城乡发展差距较大、区域消费习惯不同等国情因素，也存在现代零售行业发展时间较短未经历整合期的缘故，同时也与各国的政治经济体制存在关联，在此我们不过多展开，多因素导致我国零售企业现阶段区域化、分散化的行业特征。

图 1: 2011、2017 年中美日韩线下零售市场集中度 CR10



资料来源: 艾瑞咨询, 国海证券研究所

表 1: 中国零售行业与欧美日韩相关差异对比

中国	V.S.欧美	V.S.日韩
国情因素	人口密度、居住环境不同	一二线城市与低线城市、城乡发展差异大
行业发展历程	零售行业历经 100 多年整合, 4 次并购浪潮	
政治经济体制	日韩政治经济体系导致财阀的存在, 容易诞生垄断巨头	

资料来源: 国海证券研究所

尽管如此, 随着经济形势进入新常态, 以及互联网化进入下半程, 零售行业经营面临着更多的挑战, 人工、租金的上涨也进一步侵蚀着线下零售企业的利润空间, 纵观发达国家零售行业的发展, 在行业下行的过程中, 总会有一些优质企业凭借核心竞争力逆势扩张, 成长为行业龙头, 诸如国外的沃尔玛, 国内的永辉超市, 站在当前时间节点, 我们认为中国零售的巨无霸诞生需要同时具备两个必要条件: 一是规模快速扩张的能力, 二是拥有强大的后台供应链协同能力。下节我们通过分析标杆企业沃尔玛来论证这两个要素的重要性和必要性, 以及发掘最符合潜质的未来中国零售巨无霸。

1.3、寻找中国的沃尔玛

沃尔玛由美国零售业的传奇人物山姆·沃尔顿于 1962 年创立, 并于 1972 年在纽交所上市, 经过 50 多年的发展, 已成为全球最大的连锁零售商。据美国《财富》杂志公布的 2017 年世界 500 强排行榜, 沃尔玛以 4,858.7 亿元美元的营业收入蝉联榜首, 这是沃尔玛自 2002 年以来第 12 次位居该榜榜首。截至 2018 财年, 沃尔玛在全球开设了 11,718 家商场, 员工总数 230 万人, 分布在美国、墨西哥、巴西、阿根廷、英国、加拿大、中国、日本等 28 个国家, 每周光临沃尔玛的顾客超过 2.7 亿人次。

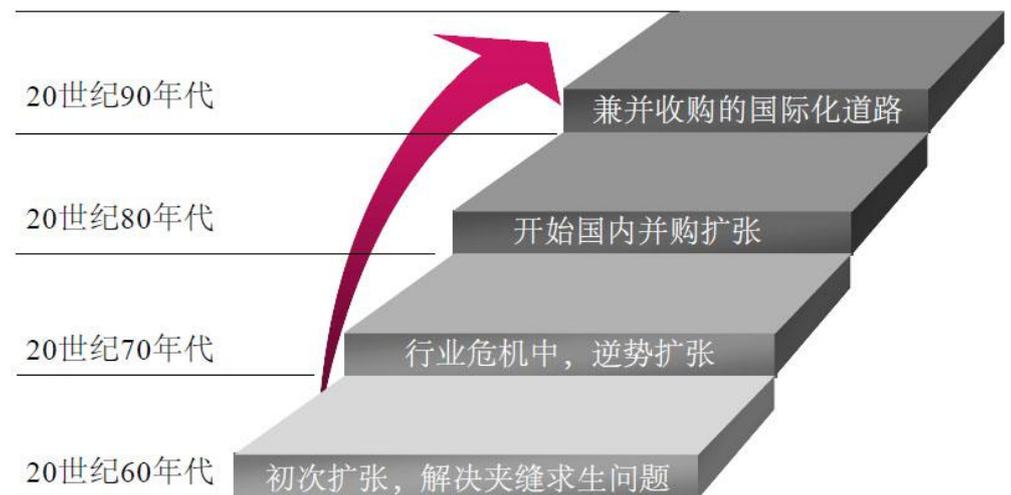
沃尔玛过去的成功不言而喻, 即使当前面临着美国电商巨头亚马逊的冲击, 2017 年沃尔玛仍以 31691 亿元人民币的收入, 力压亚马逊(亚马逊 2017 年收入 11622

亿元人民币)。即便在电商领域，沃尔玛也有一战之力，2018年11月Retail Feedback Group做过一次调查，发现美国网民在网上购买食品杂货的第一选择是沃尔玛，然后是亚马逊，再然后是本地超市。作为全球零售行业的标杆，我们认为分析沃尔玛的成功路径对于挖掘中国零售潜在巨头具有相当的指导意义。

沃尔玛成功要素之一：永不停歇的市场扩张¹。

沃尔玛的发展一直伴随着快速扩张，20世纪60年代初，美国折扣百货业发展迅速，竞争非常激烈，当时的行业环境对于新进入的沃尔玛并不妙。但山姆并没有退缩，而是积极加入到竞争中来。他认为，较小的规模使它很难与大公司匹敌，只有不断扩张才有出路。沃尔玛的快速扩张使其在不同时期获得了突破式的发展。成立后第一次快速扩张解决了夹缝中生存的问题；20世纪70年代在行业危机中的快速扩张做到了区域第一；20世纪80年代行业危机中通过兼并的方式实现了区域突破，最终成为美国第一零售商；在国际化过程中的快速扩张和伺机而动也使沃尔玛快速打开市场并扩大市场份额。

图 2：沃尔玛快速扩张路线图



资料来源：《从乡村小店到零售巨头：全方位剖析沃尔玛成功历程》，国海证券研究所

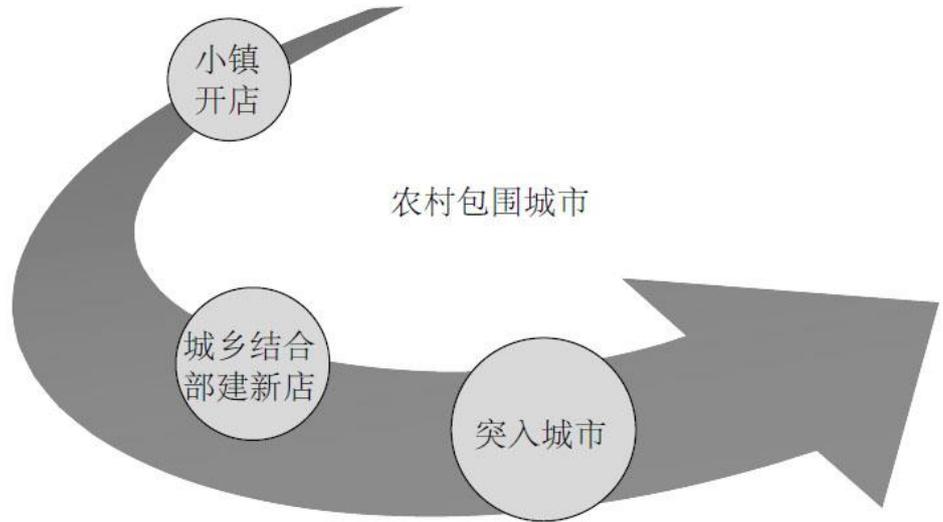
沃尔玛的市场扩张策略主要包括“农村包围城市”的开店策略、多样化业态组合拳。

1. 城乡通吃的店面布局策略。沃尔玛“农村包围城市”的开店策略可以分为两个阶段：前期的“小镇开店”和后来的“农村包围城市”之战。在最初的开店策略上，山姆和沃尔玛选择了从小镇做起。在沃尔玛成立后的前20年里，沃尔玛一直坚持“小镇开店”策略，在万人左右的小城镇开店，这决定了沃尔玛是在一个有需求、缺竞争、低成本的环境悄然成长的，即便在20世纪70年代大城市的商业正遭受相当激烈的竞争之时，在小镇上发展的沃尔玛却未遇到太多挑战，一路顺利发展。在小镇取得成功之后，沃尔玛开始逐步扩展到大城市去。1983年，已经成为零售业区域霸主的沃尔玛开始“农村包围城市”，进军全国。在进军市场中，沃尔玛采取的最重要的一个策略是：**把店开在城乡结合部**。随着城市

¹ 《从乡村小店到零售巨头：全方位剖析沃尔玛成功历程》详细阐述了沃尔玛从小镇起家最终称霸零售业的历程以及个中原因，给予笔者很多启发，我们在此有所借用文中的观点。

的不断外扩发展，这些城乡结合部逐渐成为城市的主要区域，沃尔玛也就以较低的成本实现了“农村包围城市”。

图 3: 沃尔玛扩张的区位路径



资料来源：《从乡村小店到零售巨头：全方位剖析沃尔玛成功历程》，国海证券研究所

2. 多样化的业态组合拳

除了小城镇定位，沃尔玛还在经营形式上选择了多种零售形式以针对不同档次的目标消费者。经过不断地发展，现在沃尔玛的零售业态中主要包括四种：折扣店、山姆会员店、购物广场和社区店。

表 2: 沃尔玛的多业态组合门店

	折扣店	山姆会员店	购物广场	社区店
目标客户群体	低收入家庭阶层	小企业主和其他需要大量购买的个体消费者	低收入家庭阶层消费者	中上层家庭消费者
经营特色	追求限定 SKU 的极致低价，不做全品类	交会员费成为会员，根据消费或累计消费金额享受不同的价格折扣。山姆会员店以大包装、低利润的经营方式，使顾客可享受低廉的仓储价格。	以“天天平价”的哲学为基础，追求“一站式”购物理念，为顾客节省了时间和开支	建立在居民聚集的社区内，以社区内的常住人口为服务对象，它的商品定位、卖场布局、营销策划也是为社区服务
出现时间	1962 年沃尔玛创立之初，1996 年达到顶峰	1983 年	1988 年 3 月	1999 年

资料来源：《从乡村小店到零售巨头：全方位剖析沃尔玛成功历程》，国海证券研究所

沃尔玛不同的业态针对着不同的顾客群体和竞争对手，正是靠这种业态组合拳全方位出击，满足了不同消费层次的顾客需求并有效地应对了不同的竞争者，使得沃尔玛抢占了高、中、低档市场，成为零售业第一品牌。

沃尔玛成功要素之二：“全息化”的强势供应链管理

强悍无比的供应链是成就沃尔玛“天天平价”终极优势的另一关键要素。沃尔玛的供应链是以最终顾客的需求为驱动力的顾客需求驱动型供应链，同时与供应商协同交互，整个供应链的集成度较高，数据交换迅速，反应敏捷。

图 4：沃尔玛无缝对接的高效后台供应链



资料来源：《从乡村小店到零售巨头：全方位剖析沃尔玛成功历程》，国海证券研究所

沃尔玛利用信息化全程监控，把前端零售系统、后端补货系、配送中心以及快捷的运输系统高度整合，形成了一条无缝对接的透明供应链；同时通过信息系统与供应商信息共享打造协同式供应链，通过沃尔玛的零售链接系统，利用电子数据交换系统（EDI）建立电脑互联网共享信息，供货商进入系统当中来了解沃尔玛各门店他们的产品当前和历史销量以及存货情况，从而安排组织生产，保证产品的供应，同时使库存降低到最低限度。

综上，零售巨头的基因在于规模快速扩张的能力和与之相匹配的后台供应链的协同能力，我们认为苏宁易购是当前两项综合实力最强的标的，核心逻辑简要总结如下：

- 1、苏宁易购同时具备互联网线上高速扩张的能力，和率先渗透低线市场的前瞻布局，能够通过多样化、多品类、多层次的业态组合抢占市场份额；
- 2、不同于百货和超市，中国的专业家电连锁拥有最完善的供应链系统，苏宁易购的物流配套设施从 2000 年左右开始不断更新迭代，同时拥有线下最多的门店，由家电切入更广义的消费市场，中国的零售巨头最有可能由此诞生。

2、最完整消费生态+强大仓储物流体系=苏宁易购

如果用两句话来定义苏宁易购，我们认为以下最合适不过：

拥有最全面的全渠道消费场景，涵盖线上线下、各线城市、多业态多品类的零售企业；拥有最大自营仓储及配套面积、最多区域配送中心和快递网点、最广泛物流网络的零售企业。

2.1、双线融合+渠道下沉，智慧零售场景互联构建竞争壁垒

苏宁凭借最完整的消费生态，能够有效获得忠诚的用户，形成长期发展的持续动力。企业发展的核心就是要能够获得忠诚的用户，这样企业的壁垒中期难以打破，长期增长的确定性才会更强。苏宁拥有零售行业中最完整的消费生态，能够形成忠实的粉丝群体。通过 28 年的运营积淀，苏宁线下已经形成了“一大、两小、多专”的业态产品族群，“一大”是指苏宁易购广场，“两小”是指苏宁小店与苏宁易购直营店；“多专”是指专注于垂直类目经营的，如家电 3C、母婴、超市、家居生活等业态店面，以及集团开发的苏宁影院、体育旗舰店，对消费需求形成全面覆盖，满足各种体验型、便利型的购物需求；线上通过苏宁易购官网（www.suning.com）、苏宁小店 APP、苏宁拼购 APP、苏宁易购天猫旗舰店为用户提供海量商品选择和极致购物体验。依托集团在文化、体育产业方面的资源，如视频影视、足球俱乐部、赛事转播版权等，与用户达成精神的共鸣、情感的交流。苏宁的消费生态能够为消费者构筑快乐、健康的品质生活，生活方式的影响和传导能够激发用户选择苏宁、了解苏宁、喜欢苏宁，从而成为苏宁的忠诚用户，形成苏宁长期发展的持续动力。

苏宁作为双线深度融合与渠道快速下沉的企业，不仅在 C 端能够为消费提供高粘性的购物体验，同时苏宁凭借智慧零售场景互联在 B 端同样能够为品牌、商家提供全方位服务。苏宁凭借苏宁易购直营店和云加盟店在低线城市的布局，能够带动更多商家到 4-6 级市场下沉，同时依托公司密集线下网点和强大的仓储物流实力提供最后一公里配送和上门揽件代收的业务，真正为品牌、商家实现渠道赋能。在苏宁的战略规划中，智慧零售小店将成为解决最后一公里的最佳站点，未来各种服务都将开放给合作伙伴，苏宁还能与合作伙伴提供品牌推广、社区渗透等功能，社区小店也将成为连接品牌方与消费者的最佳桥梁。当前，苏宁的渠道不仅打通线上线下，还辐射城市、县镇，遍及商业中心、娱乐中心、社区，未来也将实现全业态、整体的覆盖。

表 3：苏宁易购线下多层次、多品类门店布局

	业态	面积	战略定位	品类	现有门店数量	面积 (万 m ²)
一大	苏宁易购广场	3-8 万 m ² 商业综合体	苏宁智慧零售模式的完整体现，承担着苏宁易购落地、用互联网手段与用户交互、服务周边社区人群的职能，让消费者在家门口就能享受“一站式购物”服务	苏宁垂直类专业业态店如家电 3C 店、超市店、母婴店、家居生活店等为基础组合，并引入其他优质合作商户入驻	16	-
两小	苏宁小店	80-200 m ²	布局一二线城市快消市场，社区本地化入口、线上引流、解决最后一	选址于社区、城市 CBD、交通站点的便利店	自营门店 1744 家，	27.45

			公里配送		迪亚天天 加盟店 104家	
	苏宁易购直营店、云加盟店	200-700 m ²	下沉县域乡镇市场的智慧零售端口,也是县域乡镇苏宁会员服务的载体,通过零售云平台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	家电 3C 为主,少量日用品 百货美妆母婴线上展示	自营 2408 家,云加盟 1,453 家	47.11
多专	家电 3C 家居生活专业店	一二级市场 2,000-8,000 m ² , 三级市场 1,000-3,000 m ²	苏宁传统线下优势品类,叠加智能家居打造全新购物体验,云店模型不断迭代	家电家居、3C 产品、生活 电器等	1,957	507.9
	红孩子母婴店	1,000-6,000 m ²	母婴商品、生活服务、儿童游乐、 文娱视听为一体的 O2O 购物平台	母婴专卖	111	13.96
	苏鲜生超市	3,000-5,000 m ²	快消的另一布局,打通线上线下渠道,商品类目与苏宁超市线上同步,苏宁易购 APP “身边苏宁”在线下单,覆盖范围急速达服务	“生鲜+餐饮+超市”的复合 业态精品超市	8	2.16

资料来源:公司公告,国海证券研究所

2.2、前瞻布局消费潜力未释放的低线市场，多品类打开成长路径

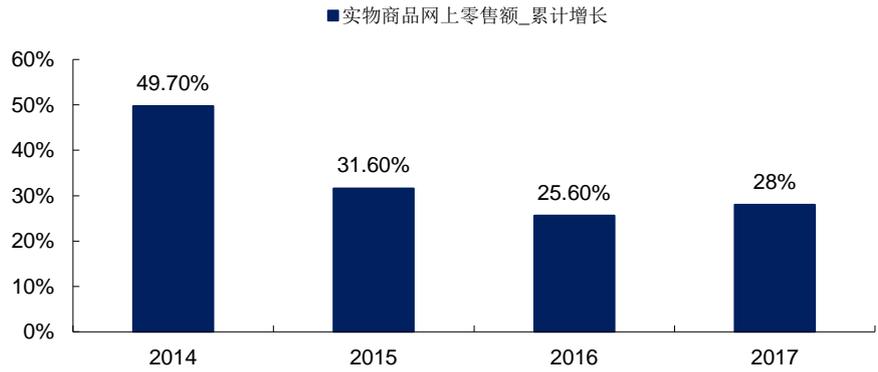
2.2.1 行业竞争现状：线上增速放缓，低线城市及大快消是必争之地

我们在本文第一部分推演出零售企业规模快速扩张抢占市场份额,是成为巨头的关键之一,那么认清当前时间点行业竞争格局以及哪些方面、哪些细分市场能够为苏宁进一步打开局面,是至关重要的。我们对当前零售行业现状特征总结如下:

现状 1: 线上红利已过,引流成本高昂,阿里、京东纷纷布局线下

根据国家统计局数据显示,2014-2017 年全国网上实物商品零售额增速呈现明显下滑态势,2017 年的小幅上涨来自于两方面:一方面在于 2016 年底阿里率先提出新零售线上线下融合的概念,2017 年作为新零售元年线下门店开始发挥为电商巨头线上引流的功能;另一方面 2017 年消费有所复苏,行业大环境有所改善,但这种短期向好的情形并未持续到 2018 年。

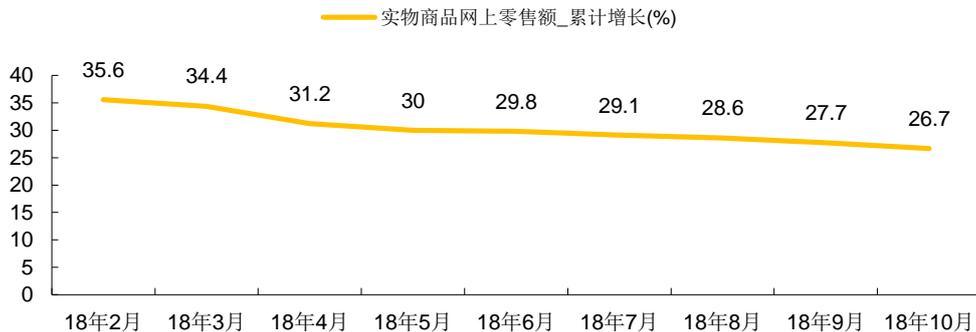
图 5: 网上实物商品零售额增速大体呈现下滑态势



资料来源：国家统计局，国海证券研究所

2018年实物网上零售额累计增速逐月下滑，尽管电商造节更加频繁，618、818层出不穷，活动力度更大，还是未能扭转局面。2018年刚出炉的双11当天数据，尽管从总量上再创新高，但从增速上来看进一步下台阶。根据星图数据的监控，2018年双十一当天全网交易额为3143.2亿元，增速从2017年的43.5%大幅下滑至23.74%。

图 6：2018 年实物网上零售额累计增速不断下滑



资料来源：国家统计局，国海证券研究所

不仅如此，从电商巨头的获客成本来看，也是居高不下。以阿里和京东为例，2017年京东的平均获客成本（新增单位活跃用户对应的销售费用）为226.37元，同期阿里为310元。

表 4：阿里、京东 2017 年获客成本高达 200-310 元

年度获客成本（元）	2015	2016	2017
京东	120	148	226
阿里	122	361	310

资料来源：Wind，国海证券研究所

图 7：2018 年双十一全网成交 3143 亿元，增速下滑至 23.75%

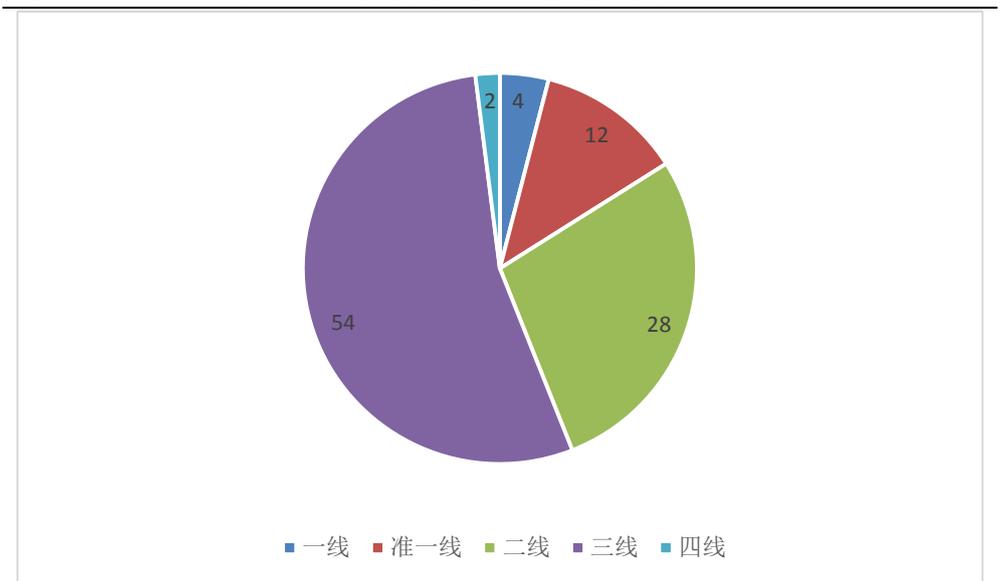


资料来源：星图数据，国海证券研究所

现状 2: 一二线城市商业竞争激烈, 三四线及以下城市乃至农村市场拥有巨大消费潜力

2017 年全年中国消费者信心指数达到 112 点, 较 2016 年的 106 点, 实现稳步增长。其中, 主要依靠非一线城市带动整体信心指数上涨的带动, 农村地区增长最快, 从 109 上升至 113 点; 三线城市紧随其后, 上升 2 个点; 二线城市和四线城市也实现小幅上扬, 分别从 113 点、110 点升至 114 点、111 点, 一线城市保持 116 点的高位。随着三四线城市中产阶级比例的进一步提升, 未来低线城市消费者信心将进一步上升。2008-2017 年, 在 GDP 增速最快的 100 个城市中, 一线和新一线城市有 16 个, 二线城市有 28 个, 三四线城市有 56 个。

图 8: 2008-2017 年, GDP 增速最快的 100 个城市分布

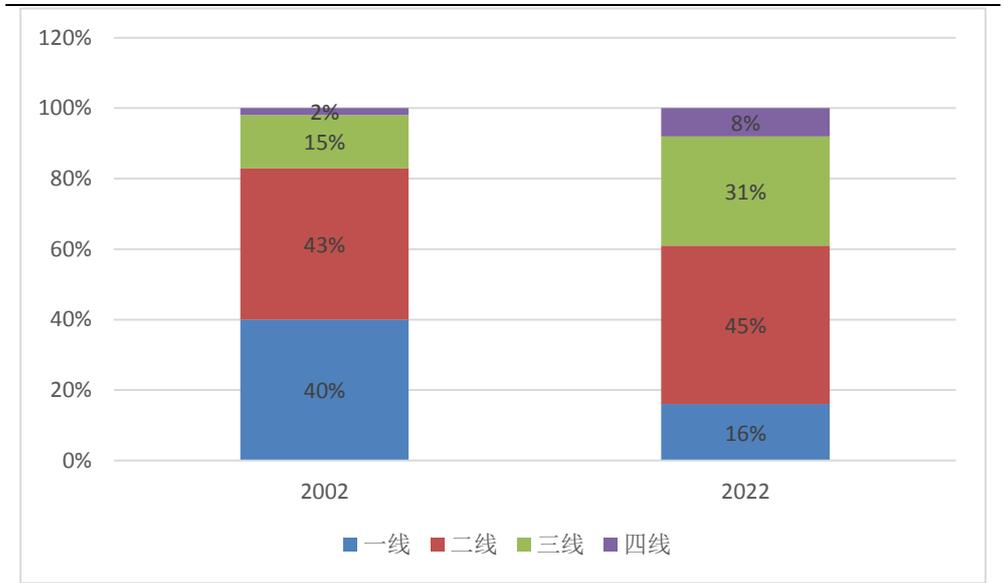


资料来源：智研咨询，国海证券研究所

一、二线城市犹豫不断攀升的生活成本和趋严的户籍政策导致劳动力向三、四线城市外流。北京、上海常住外来人口增速近三年均呈持续下降趋势。随着工业转移, 外流人口规模的减小, 三四线城市的消费人群基数逐渐壮大, 消费需求增长。同时区别于不同于一二线城市非常明显的房价挤压效应, 三四线城市的棚改

及过去一轮的房价上涨财富效应明显；个人所得税起征点提高的落地，将进一步提升三四线中低收入群体的可支配收入，从而带动中等收入者消费能力的有效提升。根据智研咨询的预测，2022年全国中产阶级39%将分布在三四线城市。

图 9：2002 年、2022 年各城市中产阶级比例

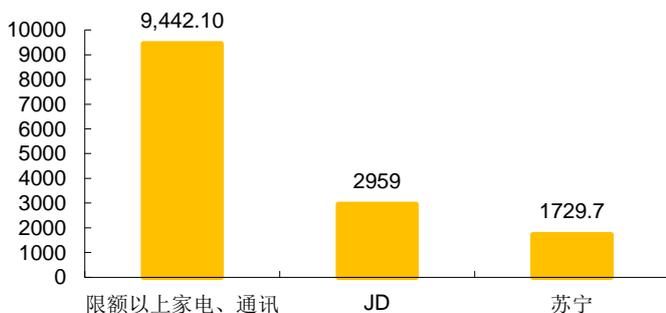


资料来源：智研咨询，国海证券研究所

现状 3：零售细分市场中，家电 3C 行业集中度已经较高，增量市场有限，大快消市场容量大、集中度低。

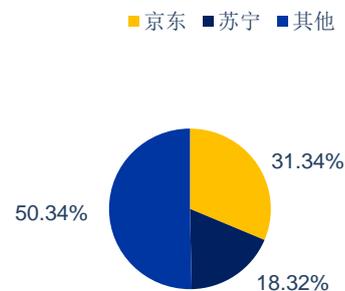
家电 3C 作为家庭耐用消费品，其线下连锁店是中国最早也是发展最快的零售专业连锁门店，前有苏宁、国美 2008-2012 线下大战，后有线上京东平地而起，发展到现阶段，家电 3C 是零售各品类中集中度最高的细分市场。2018 年 9 月底，限额以上批发和零售业零售额中，家用电器和音像器材类、通讯器材类累计零售额合计 9442.1 亿元，截止 2018Q3，京东网上直销收入 2959 亿元，苏宁收入 1729.7 亿元，考虑到京东和苏宁主要以家电 3C 品类为主，我们粗略按照两家公司的总体收入估计，京东和苏宁合计已经占整个市场的近 50% 市场份额。

图 10：2018 年 9 月底，家电 3C 总市场容量为 9442.1 亿元



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 11：京东和苏宁合计占限额以上零售额中家电、通讯器材的 50% 份额



资料来源：Wind，国海证券研究所

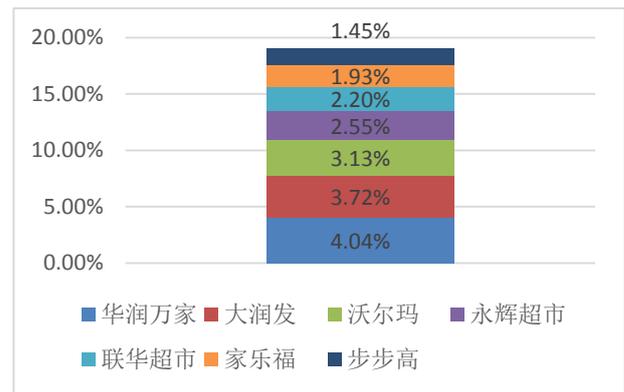
相比较而言，包括粮油食品、饮料、日化等品类在内的大快消细分市场，拥有更大的市场容量和更低的行业集中度。我们统计了最新发布的 2018 年 10 月份限额以上企业累计销售额中当中各细分品类，其中大快消（包含粮油食品、饮料、化妆品、日用品四个细分品类）累计销售额 19265 亿元，是家用电器和通讯器材合计额的近两倍。根据中华全国商业信息中心公布的数据，2017 年零售百强前 20 名中，包括华润万家、大润发、沃尔玛、永辉超市、联华超市、家乐福、步步高等在内的 7 家商超合计销售额 4878 亿元，而 2017 年限额以上企业零售额中大快消市场总额为 25631.1 亿元，仅占 19%。

图 12: 限额中大快消市场容量是家电通讯的近两倍



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 13: 2017 年零售百强前 20 的商超合计占大快消市场份额 19%



资料来源: Wind, 国海证券研究所

2.2.2 凭借先发优势及双线多点布局，各个击破

综合上节的分析，苏宁当前面对的行业现状可概括为，单纯靠线上广告的时代已经过去，线下门店作用将日益凸显；低线城市消费潜力大；大快消市场容量大集中度低。我们一再强调，零售企业规模快速扩张的能力至关重要，苏宁前瞻性布局各个击破，不同于纯电商企业，苏宁万家线下门店引流成本低，通过苏宁易购直营店和云加盟店快速下沉低线市场，苏宁小店+苏鲜生超市+线上平台打开大快消市场大门。2018-2020 年是苏宁高速成长的重要阶段，根据公司在 2017 年 12 月 19 日战略发布会上公布的开店计划，苏宁 2018-2020 年分别合计新增 5575、5805、6485 家门店，其中苏宁小店累计新开 4500 家，苏宁易购县镇店累计新开 11000 家。

表 5: 2018-2020 年苏宁各业态开店计划

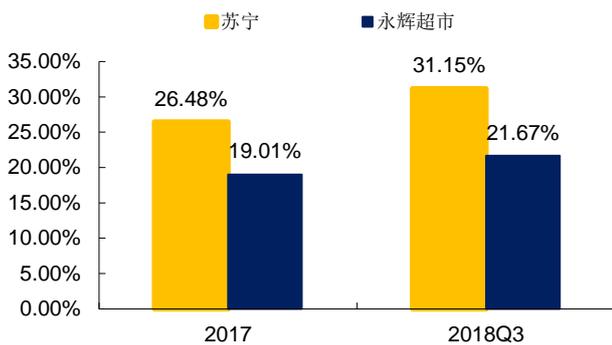
各业态开店数量	苏宁易购广场	苏宁小店	苏宁易购县镇店	云店	红孩子	苏鲜生	苏宁体育	汽车超市	苏宁极物	苏宁影城	合计
2018 年	20	1500	3500	200	150	50	35	20	50	50	5575
2019 年	90	1500	3500	150	150	100	50	40	125	100	5805
2020 年	175	1500	4000	150	150	150	65	40	125	130	6485

资料来源: 公司战略发布会, 国海证券研究所

Tip1: 苏宁双线布局，低成本保持线上高增速

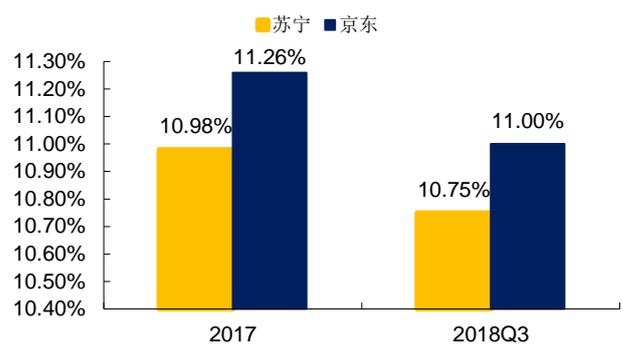
不同于纯电商企业及传统线下零售商，苏宁双线布局，且从销售规模来看线上、线下实力较为均衡，因此区别于传统线下零售商，苏宁借助线上的高渗透率享有更高的收入增速，优于纯电商企业，苏宁运营费用率更低。我们对比 2017 年和 2018Q3 苏宁和永辉超市的增速，永辉超市线下开店一直保持较高的增长，但实体店作为点辐射范围有限，苏宁线上 2017 年 GMV 增速高达 57.37%。另一方面，对比京东这样的纯电商企业，苏宁线下海量门店同时具备引流和降低物流成本的功能，尽管线下门店有租金、人工、水电等开支，但从运营费用率（苏宁的销售费用中包含了线下门店的房租、人工、水电等开支以及所有的仓储物流成本、广告费；京东则是销售费用和仓储费用合计）来看，苏宁更低。

图 14: 苏宁比传统线下零售商收入增速更高



资料来源: Wind, 国海证券研究所

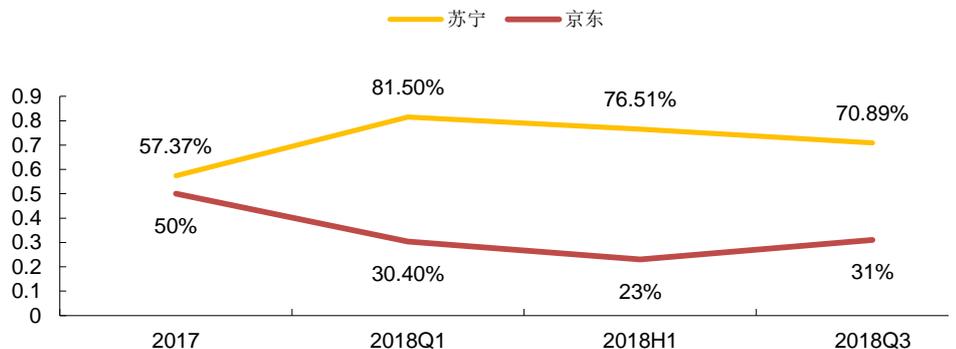
图 15: 苏宁比京东运营费用率更低



资料来源: Wind, 国海证券研究所

不仅如此，苏宁 2017 年全年线上 GMV 增速赶超京东，得益于全品类门店扩张的线下战略和双线全渠道高效运营。2017 年公司打通零售、金融、文创、体育等会员系统，实现了苏宁生态会员的一账通，有效整合产业资源，实现了会员的流转。2017 年 12 月推出额度超级会员“SUPER VIP”产品，为超级会员提供商品返利、专属客服、售后服务、PP 影视会员、PP 体育会员等差异化的会员权益，进一步增强客户黏性。同时公司还上线了“乐拼购”、“苏宁特卖”等一批线上运营产品，有效推动线上平台的运营能力提升。2018 年前三季度苏宁均保持 GMV 高速增长。2018 年天猫双 11 全天成交金额增长 27%，京东 11 天累计下单金额的增幅则不到 26%，均为历史最低水平。在双线融合上先行一步的苏宁却取得了全渠道销售订单量同比增长 132% 的战绩，远超行业平均水平。

图 16: 苏宁线上 GMV 增速高于京东



资料来源：Wind，国海证券研究所

Tip2: 苏宁易购直营店、云加盟店加速下沉低线市场，依托品牌和供应链优势具备核心竞争力

公司通过苏宁易购直营店及云加盟店作为县镇市场的突破口，2018年中报的数据显示，截止2018年6月底公司共有苏宁易购直营店2392家，其中三级市场和四级市场合计2153家，占门店数量的90%。其中，1-4级市场门店面积分别为2.01万方、4.36万方、19.83万方和17.27万方，其中三级市场和四级市场面积分别占总面积的45.62%和39.73%。

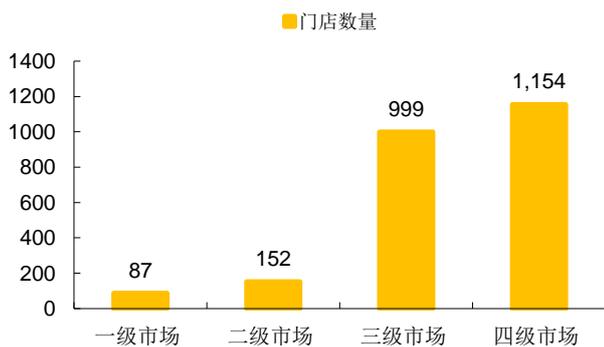
表 6: 2018H1 苏宁易购直营店城市分布

各级市场	定义	门店数量(家)	门店数量占比	面积(万m ²)	面积占比
一级市场	副省级以上城市	87	3.64%	2.01	4.62%
二级市场	一级市场以外的地级市	152	6.35%	4.36	10.03%
三级市场	一二级市场下辖的县、县级市或远郊区	999	41.76%	19.83	45.62%
四级市场	主要指镇级城市	1,154	48.24%	17.27	39.73%

资料来源：公司公告，国海证券研究所

公司通过苏宁易购直营店及云加盟店作为县镇市场的突破口，2018年中报的数据显示，截止2018年6月底公司共有苏宁易购直营店2392家，其中三级市场和四级市场合计2153家，占门店数量的90%。其中，1-4级市场门店面积分别为2.01万方、4.36万方、19.83万方和17.27万方，其中三级市场和四级市场面积分别占总面积的45.62%和39.73%。

图 17: 2018H1 苏宁易购直营店城市分布



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 18: 2018H1 苏宁易购直营店三四线城市面积占 85.35%



资料来源：公司公告，国海证券研究所

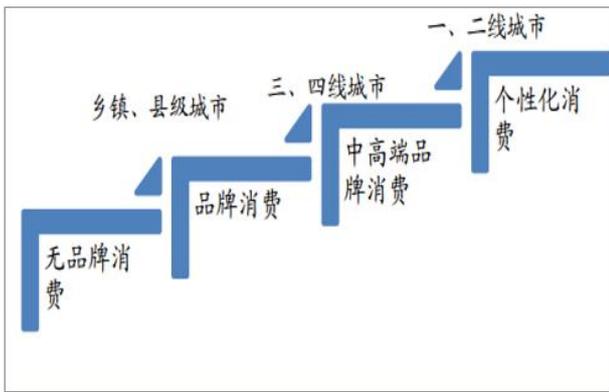
我们认为相比于竞争对手阿里、京东、拼多多等，苏宁下沉县镇级市场拥有核心竞争优势：

1、公司多年线下经营，在全国范围内拥有较高的品牌认可度和美誉度

随着三四线城市消费能力的提升，三四线消费升级将进一步扩大。从消费阶段来

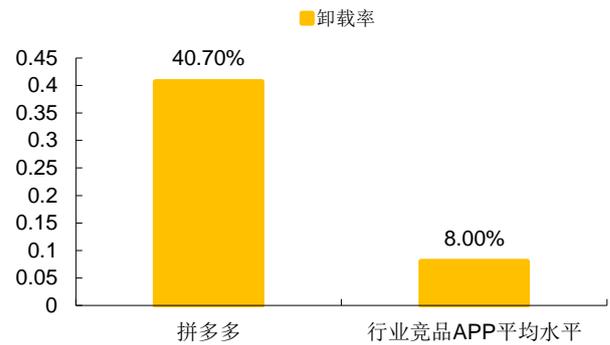
看，当前广大三四线消费者由数量消费阶段逐步过渡到品牌消费阶段，淘宝/天猫平台销售的品牌化率3年累计提升7%，而与部分一二线消费者开始追逐个性化品牌不同，三、四线城市的消费者更多处于品牌连接阶段，更青睐购买值得信赖的大品牌。同时，与一二线城市相比较低的供房压力让这些三四线“幸福中产”面对更小的生活压力，将更多地购买优质商品，并愿为品质付出溢价。尽管拼多多凭借熟人社交和低廉的价格在电商中杀出重围，但较高的假货率严重影响购物体验。根据QuestMobile的数据显示，2018年6月拼多多卸载率为40.7%，明显高于同期行业同等量级竞品APP（包括手机淘宝、京东、唯品会、天猫、苏宁易购）平均卸载率为8.0%。我们认为，苏宁凭借多年积淀的品牌认可度及美誉度，能够以合理的价格带给三四线城市消费者更好的产品。

图 19: 低线城市开始注重品牌消费



资料来源：中国产业信息网，国海证券研究所

图 20: 拼多多因假货问题严重卸载率居高不下



资料来源：QuestMobile，国海证券研究所

2、苏宁开发低线城市以直营门店为主，强加盟店为辅，终端市场掌控力更强

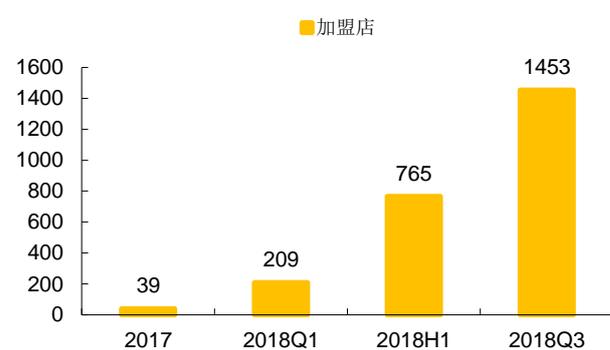
不同于阿里和京东参股线下零售商和加盟的模式，苏宁在县镇级市场主要通过自营苏宁易购直营店的形式扩张，云加盟店以强加盟的形式为辅，扩张速度更快，且对终端市场的掌控力更强。

图 21: 直营店门店数量不断扩充



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 22: 通过云加盟店提升开店速度



资料来源：公司公告，国海证券研究所

苏宁易购直营店坪效也在提升，2017年所有门店平均每平米营业收入18482元，比2016年提升34.18%，2018H1平均坪效继续提升24.5%。从可比门店收入增速来看，直营店2018Q3同比增长21.22%。

表 7: 苏宁易购直营店各级市场坪效

苏宁易购 直营店	2017			2018H1		
	坪效		销售收入 同比变动	坪效		销售收入 同比变动
	金额 (元)	同比变动		金额 (元)	同比变动	
一级市场	23,459.66	44.80%	39.53%	23,514.83	27.81%	27.81%
二级市场	15,090.13	22.51%	22.51%	17,603.18	24.11%	22.77%
三级市场	18,333.55	29.74%	30.89%	19,096.95	23.45%	23.85%
四级市场	18,872.53	42.81%	43.17%	17,755.18	25.51%	25.81%
合计	18,482.00	34.18%	34.90%	18,499.41	24.50%	24.74%

资料来源: Wind, 国海证券研究所

Tip3: 多点布局大快消市场

大快消品类, 苏宁将超市生鲜、酒水、辅食、玩具、童车童床作为重点发展类目, 以苏宁小店、苏宁红孩子店为载体, 补强超市、母婴供应链建设; 百货方面重点拓展男装和运动类目。开放平台按照垂直类目打造, 聚焦百货、超市、母婴、家装建材等品类, 进一步加大商户培育力度, 重点打造高价值商户成长体系, 开放流量、数据等产品工具, 赋能商户发展。2018 年苏宁大快消板块各零售物种快速突破成长, 苏宁小店、苏宁红孩子店都进入了快速复制阶段。

苏宁小店定位于一二线城市的社区、城市 CBD、交通站点的便民服务, 以便利店和独立 APP 组合, 满足消费者购物、餐饮、本地生活服务等各类需求, 是苏宁战略中社区本地化入口、线上引流手段、和解决最后一公里配送的线下网点。苏宁小店 2018 年步入快车道, 1-3 季度分别净增加 187、522、1012 (含迪亚天天自营门店) 家门店。

苏宁红孩子母婴店面积为 1,000-6,000 平方米, 集母婴商品、生活服务、儿童游乐、文娱视听为一体的 O2O 购物平台。母婴用品用户黏性和复购率都较高, 是非常好的引流品种, 同时也承担苏宁渠道下沉的任务。2018H1, 红孩子母婴店在一级、二级、三级市场门店均有分布, 分别为 35、27、15 家。2017-2018Q3, 红孩子母婴店开店速度加快, 从经营效率上看可比同店收入增速均在 40% 以上。

苏鲜生超市, 面积为 3,000-5,000 平方米, 是苏宁打通线上线下渠道的, 打造“生鲜+餐饮+超市”消费方式的复合业态精品超市。通过苏宁易购 APP“身边苏宁”, 可实现在线下单, 覆盖范围急速达服务。商品类目与苏宁超市线上同步, 主打生鲜、进口商品, 店内配置开放厨房, 满足消费者日常用餐需求。截至 2018Q3, 公司拥有苏鲜生超市 8 家。

表 8: 大快消门店进入快速复制阶段

	2017	2018Q1	2018H1	2018Q3
苏宁小店 (家)	23	210	732	1,744
面积 (万 m ²)	-	2.93	10.27	27.45
红孩子母婴店	53	60	77	111
面积 (万 m ²)	10.94	10.59	10.48	13.96
苏鲜生超市店	9	9	10	8

面积 (万 m ²)	2.04	1.98	2.04	2.16
------------------------	------	------	------	------

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

2.3、自营仓储物流实力领先同行, 海量线下门店降低配送成本

2.3.1 苏宁自营仓储、终端快递网点、物流覆盖面优于京东

苏宁物流已形成了以选址、开发、建设为一体的物流资产运营与涵盖仓储、运输、配送全流程的物流服务运营相结合的全价值产业链, 且自营仓储、物流实力领先同行。截至 2018 年 9 月底, 苏宁物流及天天快递拥有仓储及相关配套合计面积 799 万平方米, 拥有快递网点达到 25894 个, 公司物流网络覆盖全国 352 个地级城市、2,910 个区县级城市; 公司新投入使用 4 个物流区域配送中心, 1 个自动化拣选中心项目; 公司已在 8 个城市投入运营 8 个自动化拣选中心、35 个城市投入运营 38 个区域配送中心, 另外在 4 个城市有 4 个自动化拣选中心在建、扩建, 在 20 个城市 23 个区域配送中心在建、扩建; 为配套公司生鲜商品仓储需求, 公司已在北京、上海、广州、南京等 17 个城市投入使用 17 个生鲜冷链仓。

我们对比苏宁和京东在仓储物流方面的各项指标, 京东在 2016 年之后仓储面积主要通过租赁的形式快速扩充仓储面积, 苏宁 2018H1 仓储面积 735 万方, 其中 65%-70%为自有, 自有仓储面积是京东的 2 倍左右。我们认为, 在物流高速发展、电商常态化的今天, 优质口岸的仓库是不可再生的稀缺资源, 因此苏宁拥有大量自有仓库是核心竞争要素。不仅如此, 包括在终端快递网点(含天天快递)、生鲜冷链仓、物流覆盖区域等各方面领先京东。

表 9: 苏宁京东仓储物流数据对比

	苏宁 (2018Q3)	京东
仓储面积 (万 m ²)	799	1160 (2018Q2)
自有仓储面积 (万 m ²)	约占总面积 65%-70%	250 (2018Q2)
全国物流中心	9	7 (2017H1)
区域配送中心	39	27 (2017H1)
生鲜冷链仓	17	13 (2018Q1)
快递网点	25894	6906 (2016)
物流覆盖区域	352 个地级城市、2,910 个区县级城市	2864 个行政区县

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

2.3.2 可比配送服务方面, 苏宁物流覆盖更多城市

物流运营方面, 基于苏宁完整的物流基础设施网络和海量线下门店, 公司已经形成了涵盖中心仓、平行仓、城市仓到门店仓、服务站、快递点等在内的完整仓储配送体系, 配送服务网络进一步完善。2018 年公司大小件商品配送网络进一步

下沉县镇市场，“半日达”、“次日达”配送范围持续增加，目前急速达、半日达服务覆盖全国 20 个核心城市，次日达覆盖全国 181 个城市，准时达覆盖 8 个城市。售后服务方面，“送装一体”服务范围扩展到全国 135 个城市，此外，推出“代客检、准时装、如约送、30 分响应、无忧收费”等服务承诺。对比苏宁，京东配送服务包括 211 限时达、急速达、京准达、夜间配、当日达、次日达、隔日达等，在可比服务急速达、半日达/当日达方面，苏宁物流服务覆盖面更广。

表 10: 苏宁物流配送服务及覆盖城市

苏宁	时效性	覆盖城市
急速达	下单后两小时送达	20
半日达	当日 11:00 前下单，当天收货	20
次日达	当日 23:00 前下单，次日收货	181
准时达	6 个时间段准时送达	8
送装一体		135 个城市全面开通，覆盖 2741+ 个区县

资料来源：苏宁物流官网，国海证券研究所

表 11: 京东物流配送服务及覆盖城市

京东	时效性	覆盖城市
211 限时达	当日上午 11:00 前提交的现货订单当日送达；当日 23:00 前提交的现货订单，次日 15:00 前送达	23 个
急速达	08:00—20:00 全额付款，2 小时内配送商品，否则次日 10:00 前送达	北京、上海、广州、成都等部分城市的部分派送区域
京准达	选择精确收货时间段的增值服务	
夜间配	19:00-22:00 上门配送	10 个城市部分京东物流配送可覆盖
当日达	当日 11:00 前下单，当天收货	14
次日达	当日 18:00 前下单，次日收货	1410+ 个城乡地区
隔日达	当日截止下单时间前提交的现货订单，隔日配送完成	-

资料来源：京东官网，国海证券研究所

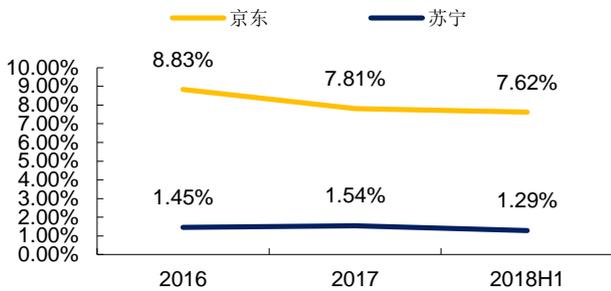
2.3.3 借助线下海量门店，苏宁物流费用率低于京东

经过 28 年的发展，苏宁现已成为国内领先的智慧零售商，形成了“两大一小多专”的业态组合。2018 年 11 月 9 日，苏宁第一万家互联网门店在常州邹区开业，截至当日，苏宁已在全国布局苏宁易购县镇店 4000 多家，苏宁小店 2300 多家，家电 3C 家居生活专业店 2000 多家，还有苏宁极物、苏宁影城、苏宁汽车超市等多业态门店。苏宁凭借线下海量门店形成的物流节点，以及自营仓储方面的前瞻布局，拥有比竞争对手京东更低的仓储物流费用率。

根据京东和苏宁定期报告的披露，2016、2017、2018H1，京东的仓储物流费用分别为 210 亿元、259 亿元和 154 亿元人民币，分别占当期网上直销收入的 8.83%、7.81%和 7.62%；同期苏宁的物流费用（包括公司物流外租仓储及配送

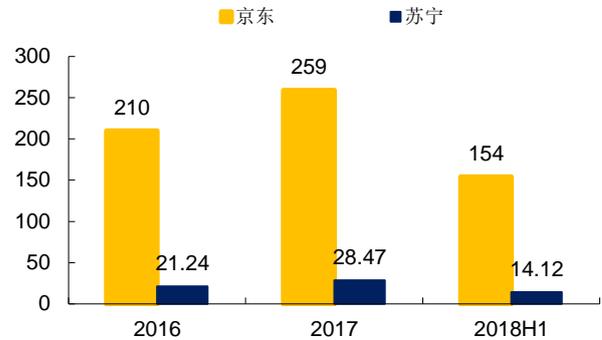
费用) 仅为 21.24 亿元、28.47 亿元以及 14.12 亿元, 占当期主营业务收入的 1.45%、1.54%和 1.29%。

图 23: 京东仓储物流费用率远高于苏宁



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 24: 京东仓储物流费用金额远高于苏宁 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

2.3.4 设立物流地产基金资产良性运营

为充分挖掘公司高标准仓储物流设施的价值, 并加速物流仓储资源的获取, 建立中国零售行业最大的物流基础设施网和服务网, 2017 年 11 月苏宁全资子公司江苏苏宁物流有限公司与深创投不动产基金管理公司(深圳)有限公司共同投资设立物流地产基金, 首期物流地产基金为苏宁深创投-云享仓储物流设施一期基金即云享仓储物流基金, 该基金主要用于收购公司建成的成熟仓储设施、市场化收购及投资开发符合条件的高标准仓储物流设施。至此公司建立了“物流仓储地产开发——物流仓储地产运营——基金运作”的良性资产运营模式。

通过仓储物流基金将有效盘活公司存量仓储物流资产, 使公司回笼资金再次投入优质物流仓储资产的获取和物流运营能力的提升, 从而推动公司建设中国零售行业领先的仓储物流设施网和服务网。从运作效果来看, 苏宁及子公司签署长期租约, 以稳定的租赁价格持续使用供应链仓储物业, 虽然公司及公司子公司需支付的租金较原有折旧有一定的增加, 但以回笼资金进一步投入获取优质物流仓储资源以及提升运营效率, 将有效推动公司物流仓储规模的扩张, 增加物流增值服务收入并带来物流运营成本的下降, 有助于促进经营效益提升。

基金主要用于收购苏宁建成的成熟仓储设施、市场化收购及投资开发符合条件的高标准仓储物流设施。江苏苏宁物流与深创投不动产计划在首期基金的基础上, 根据投资项目情况设立后续物流地产基金, 用于投资公司拟建、在建及已建成高标准仓储物流设施, 并寻求并购其他市场主体拟建、在建及已建成的高标准仓储物流设施。基金目标总规模(含首期基金)为人民币 300 亿元, 同时通过在具体项目层面匹配相应的融资安排, 实现管理仓储规模达到 1,200-1,500 万平方米。

3、盈利预测与估值: 多途径完成苏宁再造

3.1、线上坚决扩张战略：2018-2020 线上 40%+增速

我们预计苏宁凭借线上的坚决扩张战略，通过天猫的流量入口、继续让利的造节价格优势（315 品牌盛典、418、618、双 11 等），有效运用苏宁拼购、苏宁推客等营销工具增强原有客户黏性，2018-2020 年保持线上自营 GMV 的高增长，具体预测如下：预计 2018-2020 年线上 GMV 总增速分别为 53.09%、42.81%、34.45%，其中公司自营 GMV 2018-2020 年分别为 1397.07 亿元、1911.47 亿元、2491.22 亿元，分别增长 43.35%、36.82%、30.33%。

表 12：线上 GMV 增速预测表

亿元	2016	2017	2018Q1	2018H1	2018Q3	2018E	2019E	2020E
线上 GMV	805.08	1266.96	397.71	883.22	1379.54	1939.54	2769.93	3724.05
增速		57.37%	81.50%	76.51%	70.89%	53.09%	42.81%	34.45%
自营 GMV	618.72	974.60	269.10	634.53	997.07	1397.07	1911.47	2491.22
增速		57.52%	55.15%	53.40%	-	43.35%	36.82%	30.33%
开放平台	186.37	292.36	128.61	248.69	382.47	542.47	858.46	1232.83
增速		56.87%	181.48%	186.71%	-	85.55%	58.25%	43.61%

资料来源：Wind，国海证券研究所

3.2、核心家电 3C：家电 3C 家居生活专业店、苏宁易购直营店开店高增速，大润发合作贡献增量

根据公司 2018-2020 三年战略规划，苏宁 2018-2020 年开店保持较高增速，我们预计其中苏宁家电 3C 家居生活专业店（含大润发场内增量）2018-2020 年均分别新增门店 500 家，可比门店坪效年均增长 2%，所有门店坪效分别为当年可比门店的 90%、80%和 70%；苏宁易购直营店 300、500、1000 家，可比门店坪效年均增长 1%，所有门店坪效分别为当年可比门店的 80%、75%和 70%；具体预测如下：

表 13：家电 3C 家居生活专业店、苏宁易购直营店 2018-2020 年预测

		2017	2018H1	2018E	2019E	2020E
苏宁易购直营店	可比门店坪效（元/m ² ）	18482	18499	18852	19229	19613
	门店数量	2215	2392	2515	3015	4015
	面积（万 m ² ）	35.51	43.47	47.785	57.285	76.285
	收入预测（亿元）			72.07	82.61	104.73
家电 3C 家居生活专业店	可比门店坪效（元/m ² ）	18729	18782	18916	19105	19296
	门店数量	1499	1536	1999	2499	2999
	面积（万 m ² ）	456.06	467.60	608.50	760.70	912.90
	收入预测（亿元）			1035.93	1162.66	1233.08

资料来源：Wind，国海证券研究所

3.3、大快消：红孩子母婴、苏鲜生超市快速增长

大快消领域，我们预计红孩子母婴店 2018-2020 年分别新增门店 100 家、150 家、150 家，可比门店坪效分别增长 30%、25%、20%，所有门店坪效分别为当年可比门店的 80%、80%和 75%；苏鲜生超市 2019、2020 年分别新增门店 10 家，预计 2018-2020 年总坪效分别为 10000、13000、15000 元；具体预测如下：

表 14：红孩子母婴店、苏鲜生超市店 2018-2020 年预测

		2017	2018H1	2018E	2019E	2020E
红孩子母婴店	可比门店坪效 (元/m ²)	6,670.09	11,108.10	14,440.53	18,050.66	21,660.80
	门店数量	53	77	153	303	453
	面积 (万 m ²)	10.94	10.48	19.89	39.39	58.89
	收入预测 (亿元)			22.98	56.88	95.67
苏鲜生超市店	门店数量	9	10	8	18	28
	面积 (万 m ²)	2.00	2.04	2.16	5.48	8.52
	收入预测 (亿元)			2.16	7.12	12.78
	收入合计			25.14	64.00	108.46

资料来源：Wind，国海证券研究所

3.4、盈利预测与估值

综上，公司线上凭借线下流量的持续低成本导入保持高速增长，线下以直营店和云店的形式快速下沉，同时苏宁小店打开快消高速增长快车道，我们上调公司原有营收预测，预测公司 2018-2020 年收入分别为 2465.52 亿元、3171.75 亿元、3925.36 亿元，分别同比增长 31.19%、28.64%、23.76%；随着公司营收规模不断提升，综合毛利率不断改善，2018-2020 年毛利率分别为 14.30%、14.58%和 15.02%，期间费用率逐渐下滑，2018-2020 年分别为 13.56%、13.55%和 13.33%。2018-2020 年归母净利润分别为 68.94/23.81/56.30 亿元，EPS 分别为 0.74/0.26/0.60 元。对应最新收盘价，苏宁 2018 年 PS 仅为 0.40，维持“买入”评级。

表 15：2018-2020 年收入预测明细

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
线上营业收入 (单位：亿元，下同)	532.53	840.30	1217.75	1669.62	2179.43
增速		57.79%	44.92%	37.11%	30.53%
自营 GMV(含税)	618.70	974.60	1397.07	1911.47	2491.22
增速		57.52%	43.35%	36.82%	30.33%
毛利率			8.00%	8.50%	9.00%
平台 GMV (含税)	186.40	292.36	542.47	858.46	1232.83
增速		56.85%	85.55%	58.25%	43.61%
收入转化率			3%	3%	3%
线下营业收入	939.21	993.01	1156.11	1366.15	1541.94
苏宁易购直营店			72.07	82.61	104.73

家电 3C 家居生活专业店			1035.93	1162.66	1233.08
红孩子母婴店			22.98	56.88	95.67
苏鲜生超市店			25.14	64	108.46
金融、物流等其他业务收入	14.11	45.97	91.65	135.98	203.98
营业总收入	1485.85	1879.28	2465.52	3171.75	3925.36
增速			31.19%	28.64%	23.76%
综合毛利率	14.36%	14.10%	14.30%	14.58%	15.02%
期间费用率	14.68%	13.73%	13.56%	13.55%	13.33%

资料来源: Wind, 国海证券研究所

综上, 我们预测公司 2018-2020 年收入分别为 2465.52 亿元、3171.75 亿元、3925.36 亿元, 分别同比增长 31.19%、28.64%、23.76%; 随着公司营收规模不断提升, 综合毛利率不断改善, 2018-2020 年毛利率分别为 14.30%、14.58% 和 15.02%, 期间费用率逐渐下滑, 2018-2020 年分别为 13.56%、13.55% 和 13.33%。2018-2020 年归母净利润分别为 68.94/23.81/56.30 亿元, EPS 分别为 0.74/0.26/0.60 元。对应最新收盘价, 苏宁 2018 年 PS 仅为 0.41, 维持“买入”评级。

表 16: 关键预测指标

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	187928	246553	317175	392536
增长率(%)	26%	31%	29%	24%
归母净利润(百万元)	4213	6894	2381	5630
增长率(%)	498%	64%	-65%	136%
摊薄每股收益(元)	0.45	0.74	0.26	0.60
ROE(%)	5.04%	7.64%	2.57%	5.75%

资料来源: Wind, 国海证券研究所

4、风险提示

- 1) 线上交易增速下滑;
- 2) 新开店计划不达预期;
- 3) 较快的开店速度导致费用率大幅上涨, 新店培育期过长;
- 4) 开店速度高于公司运营能力, 毛利率降低;
- 5) 房租、人工等主要成本上涨;
- 6) 同店增速下滑;
- 7) 公司与沃尔玛业务不完全相同, 相关对比仅供参考。

附表：苏宁易购盈利预测表

证券代码:	002024.SZ				股价:	10.81	投资评级:	买入	日期:	2018-12-11	
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E			每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力							每股指标				
ROE	5%	8%	3%	6%			EPS	0.45	0.74	0.26	0.60
毛利率	14%	14%	15%	15%			BVPS	8.48	9.22	9.48	10.08
期间费率	14%	14%	14%	13%			估值				
销售净利率	2%	3%	1%	1%			P/E	23.71	14.49	41.96	17.74
成长能力							P/B	1.27	1.16	1.13	1.06
收入增长率	26%	31%	29%	24%			P/S	0.53	0.41	0.31	0.25
利润增长率	498%	64%	-65%	136%							
营运能力							利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
总资产周转率	1.19	1.37	1.57	1.70			营业收入	187928	246553	317175	392536
应收账款周转率	20.15	18.25	17.38	15.87			营业成本	161432	211292	270946	333571
存货周转率	8.70	8.70	8.70	8.70			营业税金及附加	729	957	1231	1523
偿债能力							销售费用	20636	25888	33621	40431
资产负债率	47%	50%	54%	58%			管理费用	4864	6118	7800	10005
流动比	1.37	1.23	1.21	1.21			财务费用	306	662	509	436
速动比	1.08	0.93	0.90	0.90			其他费用/(-收入)	3806	5204	(870)	(1030)
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E			营业利润	4076	6840	2198	5540
现金及现金等价物	34030	30882	33221	38291			营业外净收支	256	250	250	250
应收款项	9327	13510	18248	24735			利润总额	4332	7090	2448	5790
存货净额	18551	24391	31278	38508			所得税费用	283	462	160	378
其他流动资产	25921	33137	41830	51106			净利润	4050	6628	2289	5412
流动资产合计	87830	99131	121788	149851			少数股东损益	(163)	(267)	(92)	(218)
固定资产	14373	15656	16343	16141			归属于母公司净利润	4213	6894	2381	5630
在建工程	500	900	200	500			现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
无形资产及其他	8216	8216	7406	6596			经营活动现金流	(6605)	7157	4031	6877
长期股权投资	1767	11567	12267	13067			净利润	4050	6628	2289	5412
资产总计	157277	180061	202595	230747			少数股东权益	(163)	(267)	(92)	(218)
短期借款	8686	8741	8861	8926			折旧摊销	1537	1927	2026	1998
应付款项	40452	56093	75659	97740			公允价值变动	19	0	0	0
预收帐款	1492	1957	2518	3116			营运资金变动	(12047)	(33345)	(40445)	(45671)
其他流动负债	13633	13633	13633	13633			投资活动现金流	13437	(11483)	(687)	(898)
流动负债合计	64264	80425	100672	123416			资本支出	(473)	(1683)	13	(98)
长期借款及应付债券	6354	6354	6354	6354			长期投资	(1350)	(9800)	(700)	(800)
其他长期负债	3032	3032	3032	3032			其他	15261	0	0	0
长期负债合计	9385	9385	9385	9385			筹资活动现金流	(9979)	50	118	61
负债合计	73649	89811	110058	132801			债务融资	5362	55	120	65
股本	9310	9310	9310	9310			权益融资	836	0	0	0
股东权益	83628	90250	92537	97945			其它	(16178)	(5)	(2)	(4)
负债和股东权益总计	157277	180061	202595	230747			现金净增加额	(3147)	(4277)	3463	6041

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【商贸零售组介绍】

谭倩，8年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募基金榜单2016年第三名、2014年第五名，2013年第四名。张媛，厦门大学管理学硕士，2年证券研究经验，从事商贸零售行业研究。

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

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。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。