

商贸零售

电商行业观察

苏宁京东对比，全球配置角度，苏宁易购明显被低估

评级：买入（维持）

分析师：彭毅

执业证书编号：S0740515100001

电话：15221203039/18516129253

Email: pengyi@r.qlzq.com.cn

研究助理：龙凌波

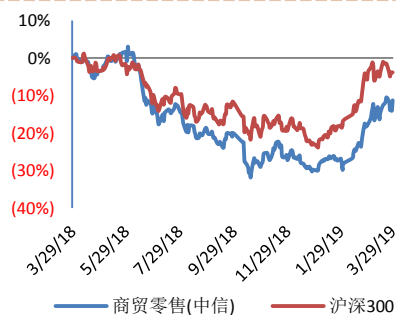
电话：18800109686

Email: longlb@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	96
行业总市值(百万元)	952,118
行业流通市值(百万元)	380,847

行业-市场走势对比



相关报告

- 1 亚马逊 2018Q4 财报解读——电商增速放缓，云计算稳健增长，看好印度市场发展
- 2 阿里巴巴 FY2019Q3 财报解读——单季营收首破千亿，战略投资布局未来
- 3 唯品会 2018Q4 财报解读——回归服饰特卖优势，用户粘性持续提升，物流规模效应初显
- 4 拼多多 2018Q4 财报解读——季度新增买家数持续减少，营销费用激增，经营模式风险较大
- 5 京东 2018Q4 财报解读——营收增速持续放缓，主营业务盈利能力保持稳健

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				评级
		2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
苏宁易购	12.55	1.43	1.90	0.24	0.73	27.16	6.59	51.64	17.29	买入
新宝股份	13.00	0.50	0.62	0.79	1.01	24.50	20.97	16.46	12.87	买入
永辉超市	8.64	0.19	0.21	0.29	0.38	53.20	41.14	29.79	22.74	增持
家家悦	24.63	0.66	0.86	1.06	1.24	30.15	28.64	23.24	19.86	买入
南极电商	11.45	0.33	0.36	0.52	0.71	37.34	31.81	22.02	16.13	增持

投资要点

- 京东保持规模领先，苏宁全渠道经营优势持续凸显，加速追赶京东；京东体量领先，但在电商整体增速放缓和竞争对手冲击下，GMV 和营收增速持续放缓，2018 年下半年活跃买家增长几乎停滞，与阿里的用户基础差距进一步扩大；另一方面，京东传统的线上家电 3C 经营优势也面临着日益严峻的竞争，营收增长对物流业务的依赖越来越强，公司经营未来的不确定性加强。苏宁改革成效凸显，线下多业态、多层次市场零售门店已突破万家，线下同店收入稳健增长，规模效益带来固定费率下降，盈利能力稳健回升；依托零售云、天猫旗舰店、苏宁拼购、苏宁小店等拓展流量入口，广告营销费率持续优化，全渠道经营模式的优越性得到确认。
- 主营业务盈利能力稳健，金融子公司出表后现金流显著优化。2018Q4 京东 Non-GAAP 归母持续经营净利润达 7.50 亿元，同比增长 67%，已经连续十二个季度实现盈利，主营业务的盈利能力得到持续确认。若不考虑扣除运营资金产生的投资理财收益，2018 年苏宁实现扣非净利润 3.1 亿元，同比减少 41%。如果扣除尚未交割的苏宁小店的亏损 2.96 亿元、加回金融业务等带来的坏账及贷款减值等资产减值损失 15.47 亿元，苏宁 2018 年扣非归母净利润可达 21.55 亿元，同比增长 305%。参考 2017Q2 京东金融出表后现金流显著改善的情况，预计 2019 年苏宁金服出表后，苏宁经营现金流和扣非净利润将显著优化，业绩有望再创新高。
- 金融领域，京东、苏宁布局较早，京东依靠自有流量以及活跃用户数优势，已经建立了一定的领先优势；苏宁在金融领域的人才引进、业务拓展不断发力，且互联网金融各个业务领域均有一定的运营积累，当前苏宁金融牌照已超京东。
- 物流方面，京东原本 80% 依靠仓储租赁，重资产护城河不深，持续投入大部分资金进行物流建设，自建物流比例稳步提升；苏宁在物流方面的累计投入接近百亿，储备丰厚，结合天天快递配送资源及阿里巴巴菜鸟网络优质配送网络，物流社会化收入放量增长。
- 从全球配置角度来看苏宁易购市值明显被市场低估。截至 2019.3.29 收盘，京东最新 2018XPS 估值为 0.65，苏宁最新 2018XPS 估值为 0.47，当前苏宁营收增速超过京东，经营基本面持续向好，对标京东，给予苏宁 2019XPS0.5 估值，目前市值还有保守 30% 以上的增长空间。排除出售阿里股票等投资收益的影响，苏宁息税前利润脱底回升，显示苏宁主营业务盈利能力持续稳健提升，基本面持续向好，可为市值增长提供有力支撑。对标阿里，可以看到近年来阿里盈利能力持续稳健提升，市值也实现同向稳步增长。截至 2019 年 3 月 29 日收盘，阿里企业倍数 (EV/EBITDA) 为 31.60，苏宁易购 EV/EBITDA 仅为 25.44。对标阿里市值表现和苏宁出色的盈利能力，苏宁企业价值相对被市场低估。
- 风险提示事件：(1) 新零售大背景下，零售行业推动全渠道发展，线上线下一融合可能低于预期，对公司经营形成压力；(2) 传统线下零售企业转型线上需大量资本及费用开支，若线上业绩低于预期，将拉低公司资本回报率；(3) 传统零售企业转型互联网零售需要突破以往的思维禁锢，若管理层对转型持有不同意见，互联网零售战略将无法贯彻落地；(4) 电商零售行业具备较高弹性，若市场下行风险较大，则板块的高弹性将带来较大下行压力。

内容目录

运营和盈利能力比较	- 4 -
京东稳居龙头，苏宁全渠道模式占优	- 4 -
苏宁毛利率回升，京东毛利率稳健提升	- 5 -
京东经营费用率保持平稳，苏宁经营效率显著提升优化	- 5 -
改革成效凸显，苏宁盈利能力回升	- 7 -
金融集团出表后，京东经营现金流转好	- 8 -
苏宁存货周转能力稳步提升，京东供应商话语权较强	- 8 -
金融、物流资源比较	- 9 -
京东物流资源丰富，苏宁逐步缩小与京东的仓储效益差距	- 9 -
苏宁金融牌照优于京东	- 10 -
估值比较	- 11 -
对标京东，苏宁 PS 估值还有 25% 以上的增长空间	- 11 -
苏宁盈利能力脱底回升，可为估值增长提供有力支撑	- 12 -
风险提示	- 14 -

图表目录

图表 1: 不同时期京东苏宁全渠道发展情况对比	- 4 -
图表 2: 苏宁营收增速稳步提升	- 4 -
图表 3: 苏宁带电产品收入增速稳超过京东	- 4 -
图表 4: 苏宁毛利率回升，京东毛利率稳健提升	- 5 -
图表 5: 苏宁经营费用率低于京东	- 5 -
图表 6: 苏宁全渠道营销优势突出	- 6 -
图表 7: 苏宁线上广告费用率持续优化	- 6 -
图表 8: 苏宁线上物流费用率持续优化	- 6 -
图表 9: 苏宁租金费用率大幅降低	- 7 -
图表 10: 苏宁在人才方面的投入高于国美	- 7 -
图表 11: 苏宁成功扭亏为盈	- 8 -
图表 12: 苏宁扣非净利润表现较为健康	- 8 -
图表 13: 2017Q2 京东金融出表后，经营现金流大幅改善	- 8 -
图表 14: 苏宁存货周转效率超过京东	- 9 -
图表 15: 京东供应商话语权强	- 9 -
图表 16: 苏宁物流服务覆盖区域扩大	- 9 -
图表 17: 京东逐步放缓物流基础设施建设	- 9 -
图表 18: 京东物流服务 2017 年已覆盖所有市区县	- 9 -
图表 19: 苏宁快递网点数远超京东	- 9 -

图表 20: 苏宁仓储创收逐步缩小与京东差距..... - 10 -

图表 21: 键入图表的标题..... - 10 -

图表 22: 对标京东, 苏宁 PS 估值还有 30% 以上的增长空间..... - 11 -

图表 23: 苏宁息税前利润脱底回升..... - 12 -

图表 24: 京东 EBITDA 稳健增长, 18 年息税前利润显著减少..... - 12 -

图表 25: 阿里盈利能力稳健提升, 市值同向稳步增长..... - 13 -

运营和盈利能力比较

京东稳居龙头，苏宁全渠道模式占优

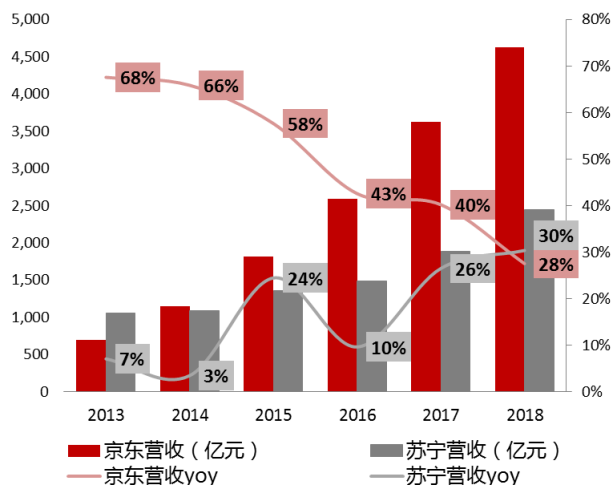
- **京东保持领先，苏宁加速追赶。**2018Q4 京东服务收入占比由去年同期 9.1%提升至本期 10.8%，但整体营收增速仍逐步放缓；2018 年平台佣金及广告收入达 335 亿元，同比增长 32%，增速显著放缓，主要受到年活跃买家增长停滞的影响；物流收入为 124 亿元，同比增长 143%，显示京东营收增长对物流业务的依赖性逐步增强。苏宁线下同店收入稳健增长，线上加速发展，盈利能力稳步提升，带电产品收入增速超过京东，物流服务收入同比增长 40.82%，金融服务收入同比增长 80.44%。

图表 1: 不同时期京东苏宁全渠道发展情况对比

时期	企业	全渠道收入及增速对比
2009-2012	京东、苏宁	享受国内电商发展红利，线上业务爆发式增长
2013	京东	凭借低价正品、3C 电子优势、非电品类快速拓展打造良好的用户体验，线上业务逐步拉大与苏宁、国美的距离
	苏宁	逐步走向线上线下相融合的互联网零售模式
2014	京东	自有流量爆发式增长，线上业务持续保持高增速，第三方平台佣金、物流等服务性收入提升毛利率
	苏宁	线上线下融合，进入转型探索期，线上业务略微增长
2015至今	京东	毛利率提升，实现单季度盈利，推动物流、金融社会化收入增长；线上搜索流量见顶，缺少线下载体，GMV 及营收增速持续放缓
	苏宁	改革成效凸显，全渠道规模效应推动零售扭亏为盈，基本面持续向好；开拓社交、社区、县镇级流量入口，战略布局思路清晰，收入加速提升

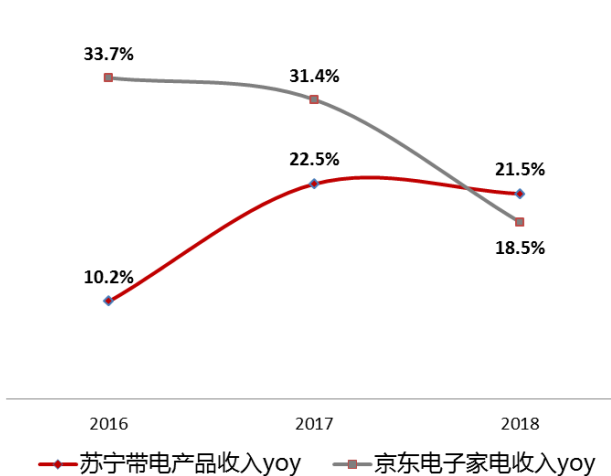
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 2: 苏宁营收增速稳步提升



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 3: 苏宁带电产品收入增速稳超过京东

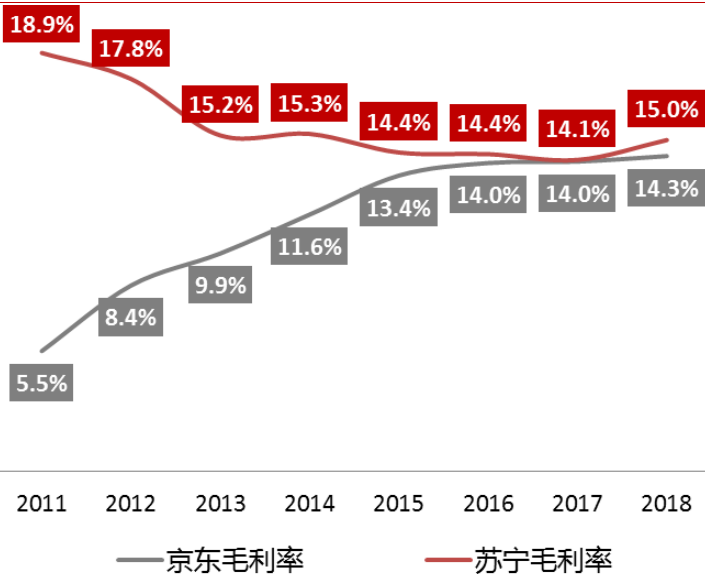


来源：公司公告 中泰证券研究所

苏宁毛利率回升，京东毛利率稳健提升

- 京东以 3C 起家，通过开放平台快速实现品类扩充，同时获取佣金及物流服务等平台收入，服务性收入占比提升逐步优化毛利率水平。受到电商冲击，苏宁毛利率曾持续走低，2018 年在价格管控提高日销毛利、推进商品结构调整、持续优化商品供应链、加强单品运作以及开放平台、物流、金融增值服务收入增加的影响下毛利率回升。

图表 4: 苏宁毛利率回升，京东毛利率稳健提升

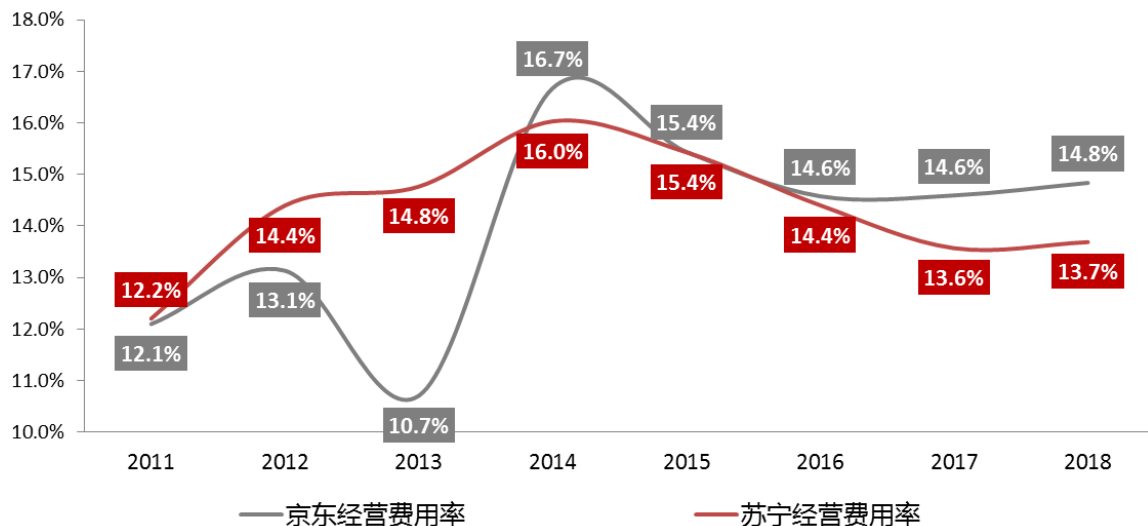


来源：公司公告 中泰证券研究所

京东经营费用率保持平稳，苏宁经营效率显著提升优化

- 京东保持领先，苏宁加速追赶。2018Q4 京东服务收入占比由去年同期 9.1%提升至本期 10.8%，但整体营收增速仍逐步放缓；2018 年平台佣金及广告收入达 335 亿元，同比增长 32%，增速显著放缓，主要受到年活跃买家增长停滞的影响；物流收入为 124 亿元，同比增长 143%，显示京东营收增长对物流业务的依赖性逐步增强。苏宁线下同店收入稳健增长，线上加速发展，盈利能力稳步提升，带电产品收入增速超过京东，物流服务收入同比增长 40.82%，金融服务收入同比增长 80.44%。

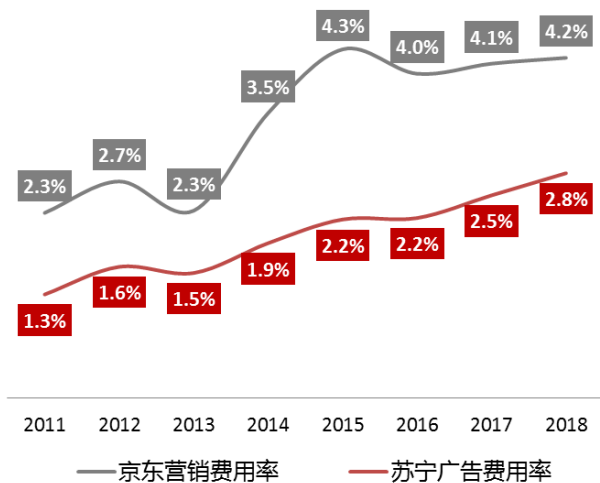
图表 5: 苏宁经营费用率低于京东



来源：公司公告 中泰证券研究所

- **苏宁全渠道营销优势突出，线上广告费率明显优化。**苏宁拥有超过万家线下多业态门店，通过零售云加盟店发掘县镇级低线市场流量，苏宁小店开拓社区流量入口，线上苏宁拼购享受社交电商红利，全渠道营销效率更优。苏宁线上达成与阿里巴巴的战略合作之后，借助阿里平台流量优势，线上广告费用率明显下降。

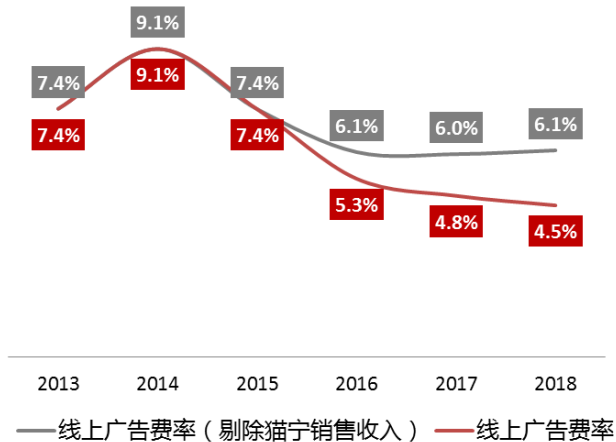
图表 6: 苏宁全渠道营销优势突出



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 7: 苏宁线上广告费用率持续优化

注：苏宁线上广告费用率=广告费/苏宁线上自营收入

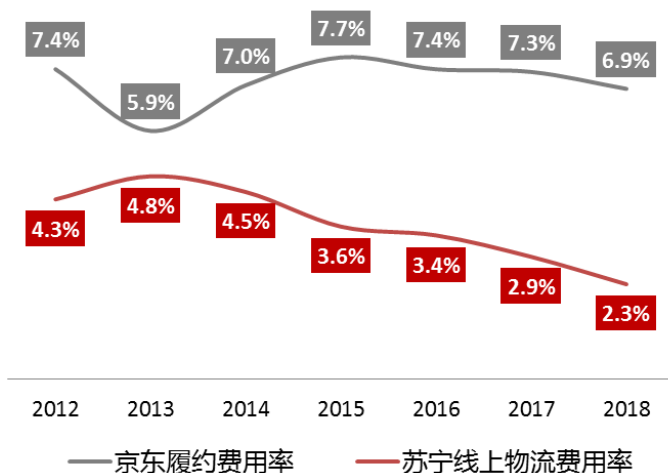


来源：公司公告 中泰证券研究所

- **苏宁线上物流成本较低。**借助天天快递的配送优势，苏宁配送端成本显著低于京东，整体线上物流费用率逐步优化。

图表 8: 苏宁线上物流费用率持续优化

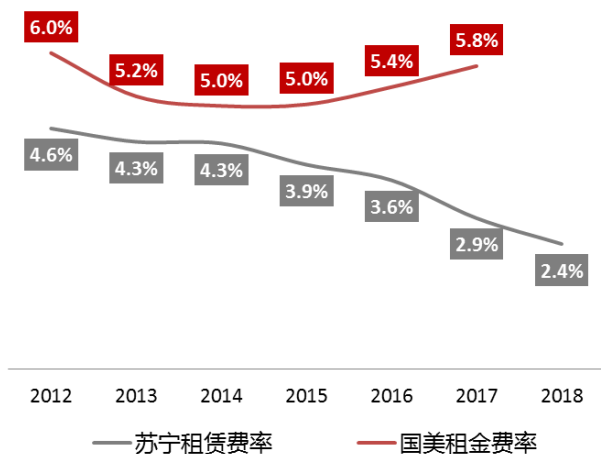
注：苏宁线上物流费用率=运杂费/苏宁线上自营收入



来源：公司公告 中泰证券研究所

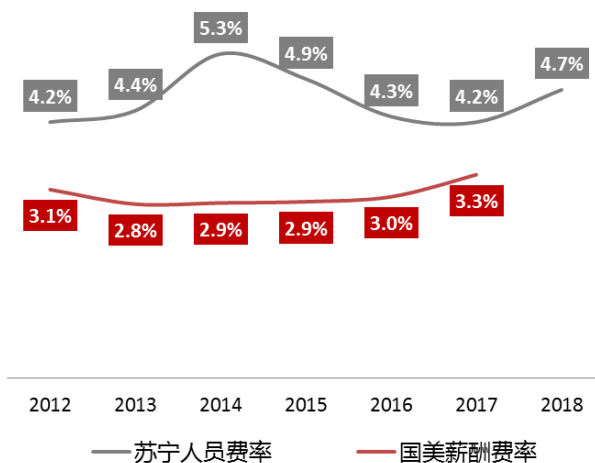
- **苏宁经营效率持续提升。**苏宁逐步关闭亏损门店、优化店面结构，注重店面经营效益考核，通过门店精细化、数据化运营，可比店面收入实现增长，带来租赁费率同比有所下降，租金费用率持续低于国美，且优势逐步扩大。由于全渠道经营模式带来收入规模增长，装潢费率、水电费率等线下固定费率也显著下滑。2018年苏宁加强了在开发、IT、新品类运营等方面的人员储备，以及第三期员工持股计划计提管理费用摊销影响，人员费用率有所上升。

图表 9：苏宁租金费用率大幅降低



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 10：苏宁在人才方面的投入高于国美



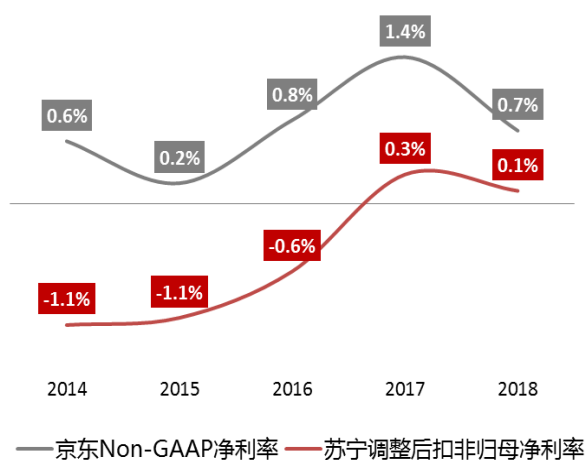
来源：公司公告 中泰证券研究所

改革成效凸显，苏宁盈利能力回升

- 京东 Non-GAAP 净利率已转正，核心京东商城的盈利能力保持稳健。不考虑扣除运营资金产生的投资理财收益，苏宁扣非净利率也已转正，2018 年实现扣非归母净利润 3.1 亿元，同比减少 41%；如果扣除尚未交割的苏宁小店的亏损 2.96 亿元、加回金融业务等带来的坏账及贷款减值等资产减值损失 15.47 亿元，苏宁 2018 年扣非归母净利润可达 21.55

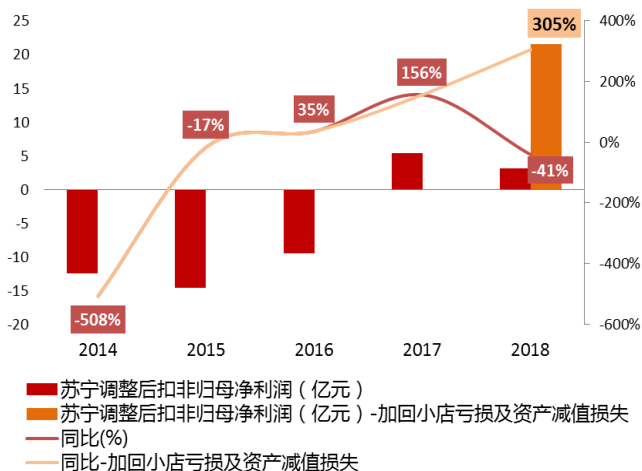
亿元，同比增长 305%。

图表 11: 苏宁成功扭亏为盈



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 12: 苏宁扣非净利润表现较为健康

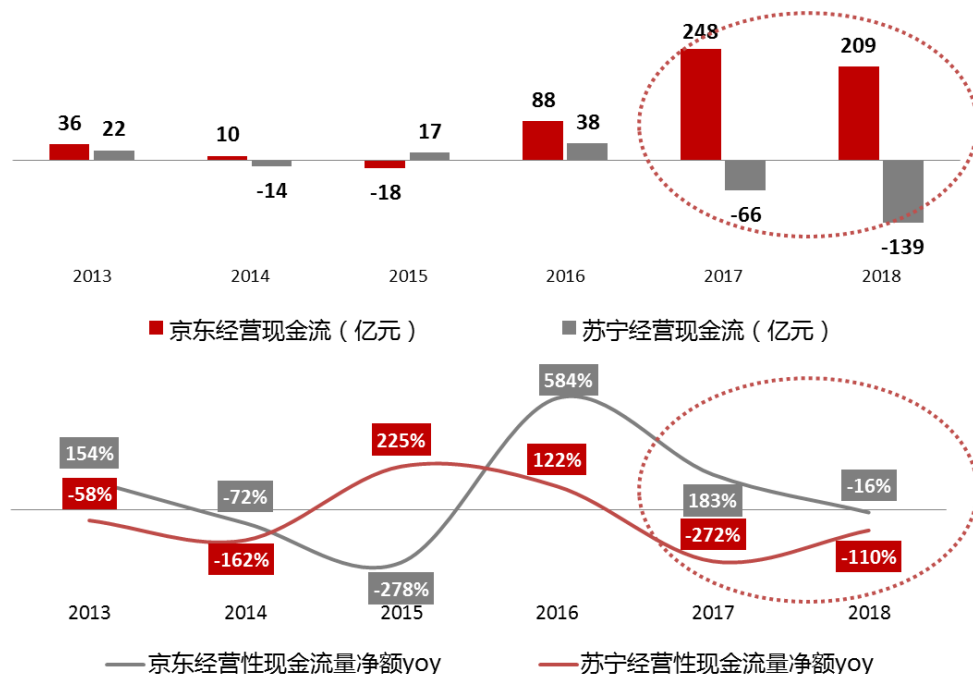


来源：公司公告 中泰证券研究所

金融集团出表后，京东经营现金流转好

- 2017Q2 京东金融出表后，京东现金流压力大幅减轻。2018 年，金融业务等带来的坏账及贷款减值等资产减值损失 15.47 亿元预计 2019 年苏宁金服出表后经营现金流将显著优化。

图表 13: 2017Q2 京东金融出表后，经营现金流大幅改善



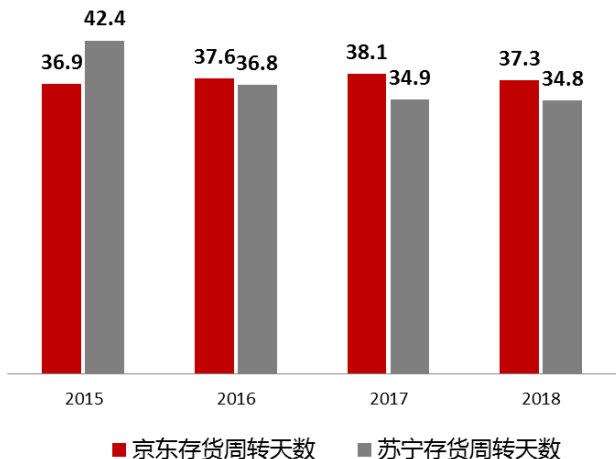
来源：公司公告 中泰证券研究所

苏宁存货周转能力稳步提升，京东供应商话语权较强

- 存货周转能力：苏宁>京东；供应商话语权：京东>苏宁。京东存货周转

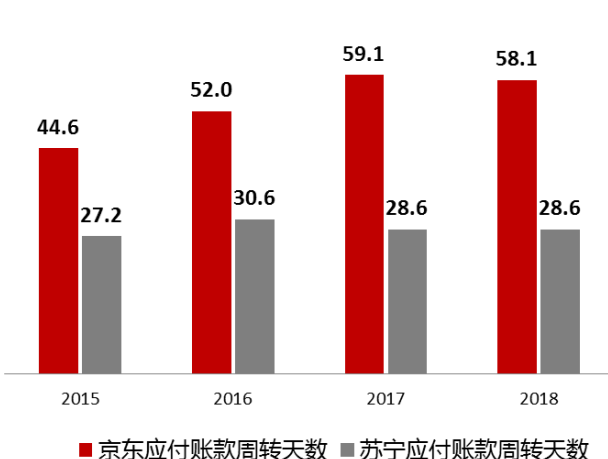
天数保持稳健，苏宁易购存货周转能力持续提升，2016年起领先京东。得益于电商龙头规模优势，京东应付账款周转天数显著提升，对经销商话语权大，压款时间长；苏宁为建立良好的零供关系，优化支付方式及账期，加大对供应商的支持，应付账款周转天数保持平稳。

图表 14: 苏宁存货周转效率超过京东



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 15: 京东供应商话语权强



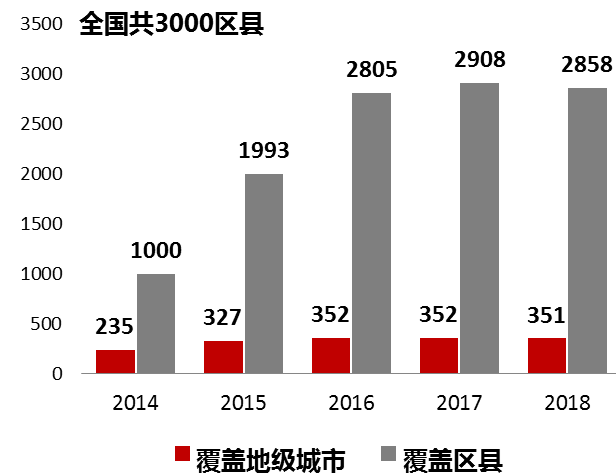
来源：公司公告 中泰证券研究所

金融、物流资源比较

京东物流资源丰富，苏宁逐步缩小与京东的仓储效益差距

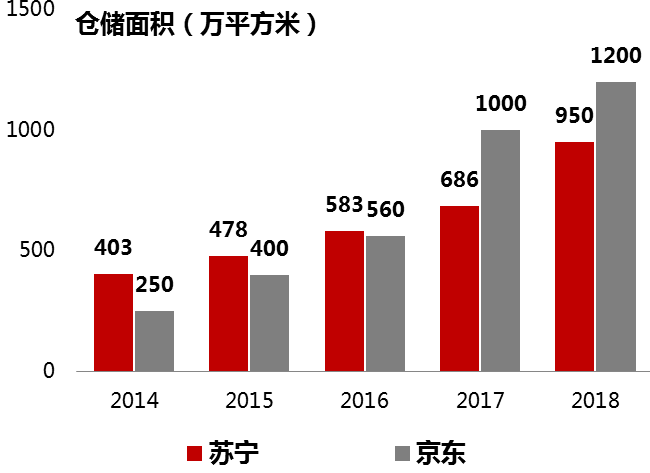
- 物流方面，京东原本 80% 依靠仓储租赁，重资产护城河不深，持续投入大部分资金进行物流建设，自建物流比例稳步提升；苏宁在物流方面的累计投入接近百亿，储备丰厚，结合天天快递配送资源及阿里巴巴菜鸟网络优质配送网络，物流社会化收入放量增长。

图表 16: 苏宁物流服务覆盖区域扩大



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 17: 京东逐步放缓物流基础设施建设

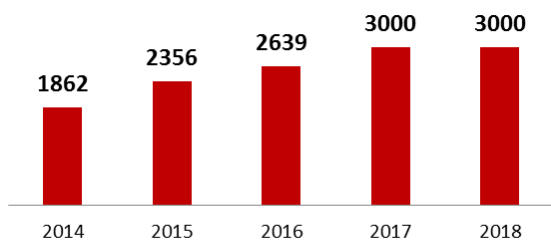


来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 18: 京东物流服务 2017 年已覆盖所有市区

图表 19: 苏宁快递网点数远超京东

县



■ 京东物流服务覆盖区县

来源：公司公告 中泰证券研究所

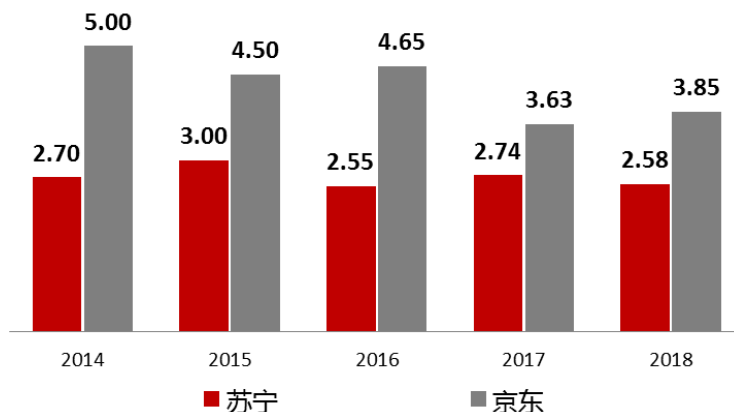
	2014	2015	2016	2017	2018
苏宁	4,055	6,267	17,000	20,871	27,444
京东	4,760	5,367	6,906	7,000+	7,000+

来源：公司公告 中泰证券研究所

- 由于京东主动放缓仓储面积拓展，京东单位仓储效益回升。得益于自有高标准仓储优势，苏宁仓储价值持续凸显，与京东之间的差异显著缩小，2018年苏宁加速拓展仓储面积，单位仓储效益小幅下滑。

图表 20: 苏宁仓储创收逐步缩小与京东差距

仓储面积支撑销售收入（万元/平方米）



来源：公司公告 中泰证券研究所

苏宁金融牌照优于京东

- 电商系金融资源比较：阿里>苏宁>京东。金融领域，京东、苏宁布局较早，京东依靠自有流量以及活跃用户数优势，已经建立了一定的领先优势；苏宁在金融领域的人才引进、业务拓展不断发力，且互联网金融各个业务领域均有一定的运营积累，当前苏宁金融牌照已超京东。

图表 21: 键入图表的标题

业务	阿里巴巴		苏宁		京东	
	牌照	产品	牌照	产品	牌照	产品
第三方支付	√	支付宝	√	易付宝	√	京东支付
商业保理	√	招财宝	√	信贷、保理业务	√	京保贝
小额贷款	√	阿里小贷、蚂蚁花呗	√	苏宁小贷	√	京小贷
个人征信	-	持股百行征信8%股份 (与腾讯等8家共享牌照)	-	无	-	小白信用
企业征信	√	芝麻信用	√	苏宁征信	√	京东蓝鲸
消费金融	-	蚂蚁花呗、蚂蚁借呗	√	零钱贷、任性付	-	京东白条
供应链金融	√	一达通	√	苏宁小贷	√	京东贷
互联网理财	√	余额宝、基金淘宝店	√	零钱宝、票据理财	√	京东理财
众筹	√	蚂蚁达客	√	苏宁众筹	√	京东众筹
保险经纪	√	众安保险	√	苏宁保险	√	京东保险
银行	√	网商银行	√	苏宁银行	-	无
证券	-	入股华泰证券、中金	-	参股华泰证券	-	无
基金	√	控股天弘基金	-	无	-	无

来源：公司公告 中泰证券研究所

估值比较

对标京东，苏宁 PS 估值还有 25% 以上的增长空间

- 2018 年来，京东面临 GMV 和营收增速放缓等问题，市值大幅缩水，截至 2019 年 3 月 29 日收盘，京东最新市值为 436 亿美元（约为 2,921 亿元），同期苏宁市值为 1,168 亿元，不到京东的一半。从 PS 的角度来看，京东最新 PS 估值为 0.65，苏宁最新 PS 估值为 0.47，当前苏宁营收增速超过京东，经营基本面持续向好，对标京东，苏宁易购被低估。

图表 22：对标京东，苏宁 PS 估值还有 30% 以上的增长空间



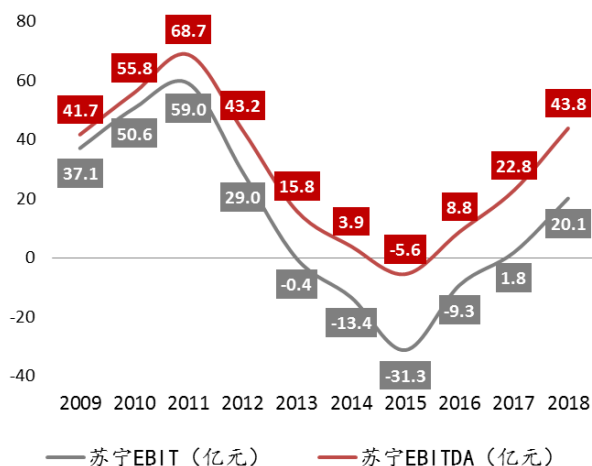
来源: Wind 中泰证券研究所

苏宁盈利能力脱底回升，可为估值增长提供有力支撑

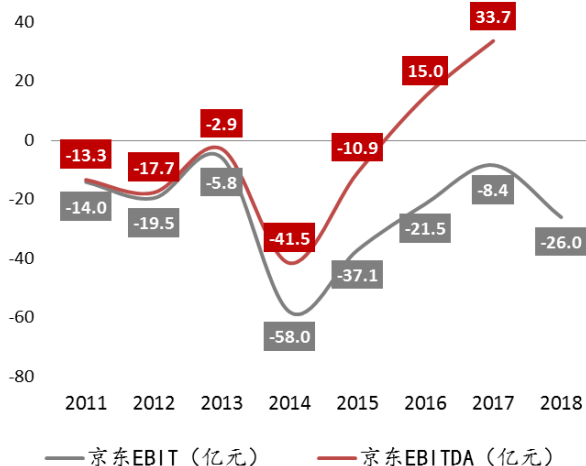
- 排除出售阿里股票等投资收益的影响，苏宁息税前利润脱底回升，显示苏宁主营业务盈利能力持续稳健提升，基本面持续向好，可为市值增长提供有力支撑。（ $EBIT = \text{净营业收入（扣除营业税）} - \text{总营业支出}$ ； $EBITDA = EBIT + \text{折旧及摊销费用}$ ）

图表 23: 苏宁息税前利润脱底回升

图表 24: 京东 EBITDA 稳健增长，18 年息税前利润显著减少

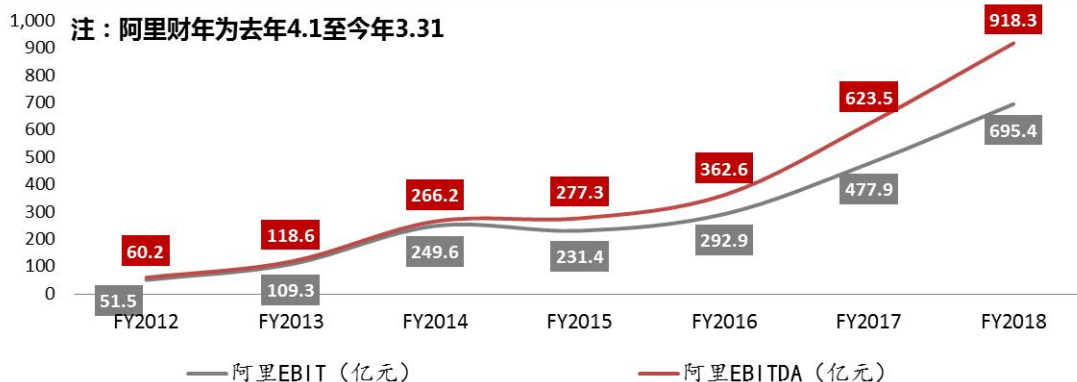


来源：公司公告 中泰证券研究所



来源：公司公告 中泰证券研究所

- 对标阿里，苏宁企业价值被市场低估。复盘阿里上市以来股价走势和EBIT/EBITDA表现，可以看到近年来阿里盈利能力持续稳健提升，市值也实现同向稳步增长。截至2019年3月29日收盘，阿里企业倍数(EV/EBITDA)为31.60，苏宁易购EV/EBITDA为25.44。对标阿里和苏宁自身的盈利能力，苏宁企业价值相对被市场低估。
- (注：EV = 股权价值 + 带息债务 - 货币资金，其中(1) 股权价值 = A股收盘价 * A股合计 + B股收盘价 * B股合计 * 人民币外汇牌价 + H股收盘价 * H股合计 * 人民币外汇牌价 + 海外上市股收盘价 * 海外上市股合计 * 人民币外汇牌价；(2) 带息债务 = 负债合计 - 无息流动负债 - 无息非流动负债)

图表 25：阿里盈利能力稳健提升，市值同向稳步增长
截至3.29日收盘，阿里市值为4,692亿美元 (约31,436亿元)


序号	证券代码	证券简称	企业倍数2(EV2/EBITDA) [交易日期] 最新收盘日	企业倍数2(EV2/EBITDA) [交易日期] 最新收盘日
1	BABA.N	阿里巴巴	31.6024	31.6024
2	JD.O	京东		
3	002024.SZ	苏宁易购	25.4371	25.4371

来源：Wind 中泰证券研究所

风险提示

- (1) 新零售大背景下，零售行业推动全渠道发展，线上线下融合可能低于预期，对公司经营形成压力；
- (2) 传统线下零售企业转型线上需大量资本及费用开支，若线上业绩低于预期，将拉低公司资本回报率；
- (3) 传统零售企业转型互联网零售需要突破以往的思维禁锢，若管理层对转型持有不同意见，互联网零售战略将无法贯彻落实；
- (4) 电商零售行业具备较高弹性，若市场下行风险较大，则板块的高弹性将带来较大下行压力。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。