

# 苏宁云商 (002024.SZ)

## 转型守得云开，巨头重新起航

### ● 转型厚积薄发，基本面向上拐点已来

回顾苏宁近年转型之路，以全渠道和全品类经营为目标，苏宁前端围绕渠道、品类和流量入口三维度拓展用户；后端则围绕仓储物流及配套金融搭建供应链服务能力。4Q16以来收入端加速增长、利润端扭亏，基本面持续改善：1) 线下门店运营能力历经调整优化后整体盈利能力大幅改善，线下业务有望进入份额持续提升的二次扩张期；2) 线上规模效应带来的自然流量增长和费用摊销将持续体现，未来三年进入减亏及盈利可控周期；3) 经营净现金流已能覆盖长期资本支出，经营造血能力恢复至2012年以来最好水平，加之充裕资金储备充裕和多渠道再融资能力，长期扩张弹药充足。

### ● 线下扩张空间仍在，线上步入规模可持续增长新阶段

以规模和运营效率等维度考量，苏宁在线下领先地位稳固，且国美尚处于整体上市后的调整阵痛期，门店关停加大；同时易购服务站加速渗透低线市场，抢占家电消费升级抢占线下消费升级市场；2Q17 苏宁线下同店销售增长 5.54%（易购服务站 yoy+33.5%），线下重回扩张之路。

苏宁线上一方面立足自营，以服务体验优势建立用户粘性；另一方面深化与阿里合作，充分利用阿里系为苏宁带来的流量红利。1H2017，苏宁线上 GMV 达 500 亿（yoy+53%，其中自营 414 亿，yoy+61%），自 2015 年以来增速领先主要电商平台，市场份额稳居前三。预计苏宁有望复制京东轨迹，步入减亏周期，预计 2019 年前后达到盈亏平衡附近。

### ● 处于历史底部区域，业绩拐点期估值弹性大

预计苏宁云商 2017-2019 年总营业收入分别为 1880 亿、2321 亿和 2804 亿，同比分别增长 26.5%、23.5%和 20.8%；归属净利润分别为 6.8 亿、17.5 亿和 30.2 亿。当前苏宁正处于基本面重要拐点，未来三年将进入线上逐步减亏、线下二次扩张、物流&金融贡献规模化盈利的可持续发展周期。对标京东，苏宁 PGMV/PS 估值已具备优势。维持“买入”评级，建议投资者积极关注！

### ● 风险提示：家电消费回落；线上竞争加剧；天天快递整合不达预期。

### 盈利预测：

|             | 2015A     | 2016A     | 2017E     | 2018E     | 2019E     |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)   | 135,547.6 | 148,585.3 | 187,963.2 | 232,114.7 | 280,402.8 |
| 增长率(%)      | 24.44%    | 9.62%     | 26.50%    | 23.49%    | 20.80%    |
| EBITDA(百万元) | 619.08    | 1,162.48  | 1,659.76  | 3,254.02  | 5,317.98  |
| 净利润(百万元)    | 872.50    | 704.41    | 681.61    | 1,747.17  | 3,018.31  |
| 增长率(%)      | 0.64%     | -19.27%   | -3.24%    | 156.33%   | 72.75%    |
| EPS(元/股)    | 0.118     | 0.076     | 0.073     | 0.188     | 0.324     |
| 市盈率(P/E)    | 113.81    | 151.33    | 147.79    | 57.66     | 33.37     |
| 市净率(P/B)    | 3.26      | 1.69      | 1.60      | 1.58      | 1.53      |
| EV/EBITDA   | 135.53    | 80.61     | 48.29     | 22.47     | 11.89     |

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

### 公司评级

买入

当前价格

11.44 元

前次评级

买入

报告日期

2017-08-11

### 基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 总股本/流通股本(百万股) | 9,310/5,018 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 113,582     |
| 每股净资产(元)      | 7.06        |
| 资产负债率(%)      | 49.02       |
| 一年内最高/最低(元)   | 12.52/10.10 |

### 相对市场表现



分析师：洪涛 S0260514050005



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

### 相关研究：

苏宁云商(002024.SZ)：经营持续向好，重回盈利轨道的

新零售龙头

苏宁云商(002024.SZ)：盈利改善可期，零售+金融+物流

体系布局完善

苏宁云商(002024.SZ)：收购天天加码配送，零售+金融+

物流布局完善

联系人：林伟强 021-60750607

linweiqiang@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

## 目录索引

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 投资聚焦 .....                           | 6  |
| 一、复盘苏宁转型：厚积薄发，铸就核心运营能力 .....         | 7  |
| （一）转型复盘：打造全渠道零售商 .....               | 7  |
| （二）内外因交织，转型探索期持续投入 .....             | 10 |
| （三）投入高峰已过，转型进入直道收获期 .....            | 13 |
| 二、线下：品质升级+渠道下沉，龙头扩张空间仍在 .....        | 14 |
| （一）城市市场领先地位稳固，抢占行业消费升级市场 .....       | 15 |
| （二）低线市场渠道渗透红利仍在，易购服务站布局领先 .....      | 19 |
| 三、线上：立足自营，拥抱阿里，步入可持续高增长期 .....       | 22 |
| （一）立足自营，携手阿里，线上规模处于高速扩张期 .....       | 22 |
| （二）从京东历史看苏宁线上发展，步入可持续增长周期 .....      | 27 |
| 四、物流&金融：零售生态延伸，服务输出贡献盈利 .....        | 31 |
| （一）物流：仓储体系领先同行，收购天天补齐配送短板 .....      | 31 |
| （二）金融：牌照资源丰富，业务放量可期 .....            | 35 |
| 五、盈利预测及投资建议 .....                    | 36 |
| （一）盈利预测：步入可持续增长周期 .....              | 36 |
| （二）估值及投资建议：处于历史底部区域，业绩拐点期估值弹性大 ..... | 38 |

## 图表索引

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 苏宁上市以来主要发展阶段.....                              | 7  |
| 图 2: 苏宁易购品类扩张经历从自营到平台再到自营为核心的变化.....                | 9  |
| 图 3: 苏宁 2012-2016 五年累计改造 881 家门店.....               | 9  |
| 图 4: 苏宁 2010-2016 年长期资本投入 343 亿元 (百万).....          | 9  |
| 图 5: 苏宁金融板块建设主要历程.....                              | 10 |
| 图 8: 网购新增用户 2011 年后放缓.....                          | 11 |
| 图 9: 阿里&京东率先建立起用户规模优势.....                          | 11 |
| 图 10: 网购用户商品购买品类分布 (2013).....                      | 11 |
| 图 11: 2013 年家电网购构成 (亿).....                         | 11 |
| 图 12: 苏宁物流仓储资本投入先于京东 (百万元).....                     | 12 |
| 图 13: 京东仓储配送人员数量远高于苏宁 (人).....                      | 12 |
| 图 14: 苏宁研发投入少于京东 (百万元).....                         | 12 |
| 图 15: 苏宁客服人员远少于京东 (人).....                          | 12 |
| 图 16: 苏宁历年毛利率及销售+管理费用率.....                         | 13 |
| 图 17: 苏宁历年扣非净利润及净利率.....                            | 13 |
| 图 18: 16 年苏宁线上自营收入占比达到 35.6% (百万).....              | 14 |
| 图 19: 4Q15 以来苏宁线上增速持续领先京东.....                      | 14 |
| 图 20: 苏宁社会化物流和金融业务体量持续增长 (%).....                   | 14 |
| 图 21: 苏宁 15 年经营现金流转正, 16 年经营现金流已能覆盖长期投资支出 (百万)..... | 14 |
| 图 22: 由手机开始, 电器网购持续分流线下 (亿元).....                   | 15 |
| 图 23: 线上线下主要家电销售均价 (1H17, 元).....                   | 15 |
| 图 24: 2Q17 苏宁线下可比门店销售转正, 增长 4.54%.....              | 16 |
| 图 25: 苏宁线下来自供应商的支持在回升 (百万).....                     | 16 |
| 图 26: 苏宁先于国美进行门店调整优化 (家).....                       | 17 |
| 图 27: 苏宁 2015 年以来可比门店销售表现优于国美.....                  | 17 |
| 图 28: 苏宁与国美存货周转对比 (天).....                          | 17 |
| 图 29: 苏宁与国美应付账款周转对比 (天).....                        | 17 |
| 图 30: 国美整体上市后进入门店密集调整改造期.....                       | 18 |
| 图 31: 国美面临整体上市后的转型阵痛.....                           | 18 |
| 图 32: 苏宁云店&旗舰店达到 396 家.....                         | 19 |
| 图 33: 苏宁线下不同门店类型 2016 年可比销售情况.....                  | 19 |
| 图 34: 1Q2017 苏宁常规门店亏损占比已压缩至 10.9% (家).....          | 19 |
| 图 35: 1Q2017 苏宁云店净利润率 5%以上占比达到 70%.....             | 19 |
| 图 36: 对比城市, 农村市场电器普及率仍有提升空间 (台).....                | 20 |
| 图 37: 2016 年三四级市场家电规模 3321 亿, 占比 59.6%.....         | 20 |
| 图 38: 对比城市, 农村市场电器普及率仍有提升空间.....                    | 20 |
| 图 39: 乡镇市场承载力相对有限, 传统大店模式效益不佳.....                  | 20 |
| 图 40: 易购服务站五大职能助力苏宁乡镇市场渠道下沉.....                    | 21 |
| 图 41: 1H2017 苏宁易购直营服务站达到 2079 家.....                | 21 |
| 图 42: 易购直营服务站迅速实现盈利.....                            | 21 |

|  |    |
|--|----|
| 图 43: 苏宁易购在整体 B2C 电商市场份额稳居前三 .....           | 22 |
| 图 44: 苏宁在家电 B2C 中市场份额达到 10.5% (2016) .....   | 22 |
| 图 45: 1H17 实物网购增速达到 28.6%.....               | 23 |
| 图 46: 随时间积累, 阿里用户消费频次快速增加.....               | 23 |
| 图 47: 14 年以来阿里网购价格指数持续提升 (%) .....           | 23 |
| 图 48: 京东自营毛利率进入上升周期, 1Q17 达到 8.26%.....      | 23 |
| 图 49: 2017 年以来苏宁线上自营增速高于平台 .....             | 25 |
| 图 50: 苏宁自营 GMV 占比在 80%以上 .....               | 25 |
| 图 51: 苏宁易购 APP 月活跃用户大幅增长.....                | 26 |
| 图 52: 苏宁开放平台优选优质商户 .....                     | 26 |
| 图 53: 苏宁阿里战略合作内容.....                        | 27 |
| 图 54: 苏宁获得天猫 APP 一级入口 .....                  | 27 |
| 图 55: 易购天猫旗舰店 1H17 贡献约 80 亿 GMV.....         | 27 |
| 图 56: 易购旗舰店非手机销售占比快速提升 .....                 | 27 |
| 图 57: 2014 年开始京东开放平台销售占比快速提升 (百万) .....      | 28 |
| 图 58: 开放平台服务收入贡献主要毛利率增量 .....                | 28 |
| 图 59: 京东 2016 年平台佣金率约 7.9%.....              | 28 |
| 图 60: 开放平台服务收入贡献主要毛利率增量 .....                | 28 |
| 图 61: 13 年存货周转天数达到低点, 运营效率提升接近饱和 (天) .....   | 29 |
| 图 62: 期间费用下降在 13 年达到低点后开始上升.....             | 29 |
| 图 63: 2013 年起京东已进入盈利可控区间 .....               | 29 |
| 图 64: 京东经营现金流优秀支持规模扩张.....                   | 29 |
| 图 65: 苏宁开放平台店均活跃用户领先京东 (万人/家) .....          | 30 |
| 图 66: 苏宁开放平台店均 GMV 尚小 (万元/家) .....           | 30 |
| 图 67: 苏宁自有仓储物流面积仅次于普洛斯 .....                 | 32 |
| 图 68: 1Q17 苏宁账面物业性资产规模约 223 亿 (百万) .....     | 32 |
| 图 69: 国内高标仓储建设大幅落后美国 .....                   | 32 |
| 图 70: 中国高标仓储物流需求缺口较大 (百万平) .....             | 32 |
| 图 71: 2016 年全国高标仓储平均月租金 32.7 元/平米.....       | 33 |
| 图 72: 一线城市仓储月租金稳步上行 (元/月) .....              | 33 |
| 图 73: 1H17 国内快递营收/业务量同比增长 31%/27%.....       | 34 |
| 图 74: 快递行业价格战竞争激烈 .....                      | 34 |
| 图 75: 快递行业历经价格战后集中度重新提升 .....                | 34 |
| 图 76: 天天并入苏宁后服务满意度快速提升 (件有效申诉/百万件快件) .....   | 34 |
| 图 77: 苏宁金服交易规模快速增长.....                      | 36 |
| 图 78: 苏宁消费金融公司扭亏 .....                       | 36 |
| 图 79: 苏宁 PS/PB 均位于历史底部区域.....                | 39 |
| 图 80: 京东 PS (TTM) 估值由底部 0.91X 上升至 1.56X..... | 39 |

|   |    |
|---|----|
| 表 1: 苏宁围绕前端入口 & 品类拓展建设持续并购扩张.....       | 8  |
| 表 2: 苏宁历年物流基地建设情况 (2016) .....          | 9  |
| 表 3: 苏宁与各大品牌商签署 2017 年线下体验合作计划 .....    | 16 |
| 表 4: 苏宁规模大幅领先老对手国美 (2016) .....         | 18 |
| 表 5: 苏宁京东线上主要产品价格对比 .....               | 24 |
| 表 6: 目前苏宁线上体量与京东 2013 年基本相当 .....       | 30 |
| 表 7: 苏宁物流资产证券化项目基本情况.....               | 32 |
| 表 8: 收购天天后, 苏宁物流配送能力领先自营电商 (2016) ..... | 33 |
| 表 9: A 股上市龙头快递公司估值情况.....               | 35 |
| 表 10: 苏宁旗下金融牌照资源齐全.....                 | 36 |
| 表 11: 苏宁云商主要财务及经营指标预测.....              | 37 |
| 表 12: 苏宁与京东估值对比 (亿人民币) .....            | 39 |

## 投资聚焦

2016年以来，苏宁基本面持续改善与二级市场股价底部横盘的背离引发了二级市场投资者的困惑与讨论：乐观者强调公司规模增长加速&扭亏为盈，结盟阿里后，更有望迎来新零售下的“showtime”时代；悲观者质疑公司规模扩张以牺牲利润为代价，加之过往转型的挣扎经历和京东的日益壮大，苏宁长期前景依然不明朗。

我们认为无论对苏宁还是京东，过于乐观或悲观的进行非此即彼、你死我活的二选一抉择都未免有失偏颇，一方面，考虑中国整体33万亿的社零总额、京东和苏宁的份额都很小，对比美国同行市占率均有大幅提升空间；另一方面，两者各自在线上和线上取得绝对领先后分别尝试进入对方优势领域，且背后分别有着阿里和腾讯两大巨头的生态体系支持，可撬动的资源不可想象。基于此，我们客观复盘苏宁2011年以来的转型历程和经验得失、当前时点的市场和竞争对手变化以及公司资源积累，探讨当前时点的公司价值评估和未来可能的发展方向。

本篇报告的亮点在于：

- 1) 我们详细复盘了苏宁2011年以来的转型历程，总结2016年以前苏宁线上表现始终挣扎的行业环境、品类特点及自身战略选择等多方面因素；
- 2) 我们详细对比了苏宁和国美线下各个维度的数据和线下电器消费驱动力的变化。苏宁面对的是消费升级的城市市场、处于调整期的对手和具备扩张空间的农村市场，线下的二次扩张期已经到来；
- 3) 我们详细对比了苏宁线上和京东发展历程。苏宁2017年线上规模预计超越京东2013年水平，且有阿里支持，有望复制京东轨迹，步入盈利可持续发展状态；
- 4) 我们详细梳理了苏宁物流和金融布局，从自身历史估值、资产价值重估角度审视苏宁当前价值底线。苏宁与京东从发展战略、核心经营品类、业务构成等维度具有可比性。考虑苏宁未来三年规模成长加速，对标京东，苏宁估值优势已经体现。

关于如何对苏宁和京东估值，我们想要强调的是：一方面，无论苏宁还是京东，当前时点的物流和金融依然主要为自身体系服务，社会化服务占比尚小，其价值体现更多依附于优化零售平台服务、促进零售规模快速成长；另一方面，金融、物流等服务业务的价值与其规模并非线性关系，伴随零售体系规模的扩大，其所吸附的用户和商户价值应当是幂乘乃至指数关系。

因此相比分拆线下、线上、物流、金融进行分部估值加总，我们更倾向于把苏宁作为一个整体进行考虑。正如2015年亚马逊开始单独披露AWS云服务规模后市场才给予其估值跃升，我们认为当前时点评估苏宁更多应基于其整体规模的体量和增长（当前看好理由）；后续当苏宁物流和金融社会化成规模后（如开始单独披露规模），苏宁物流、苏宁金融带来的独立价值增量才能真正获得认可（长期看好理由）。

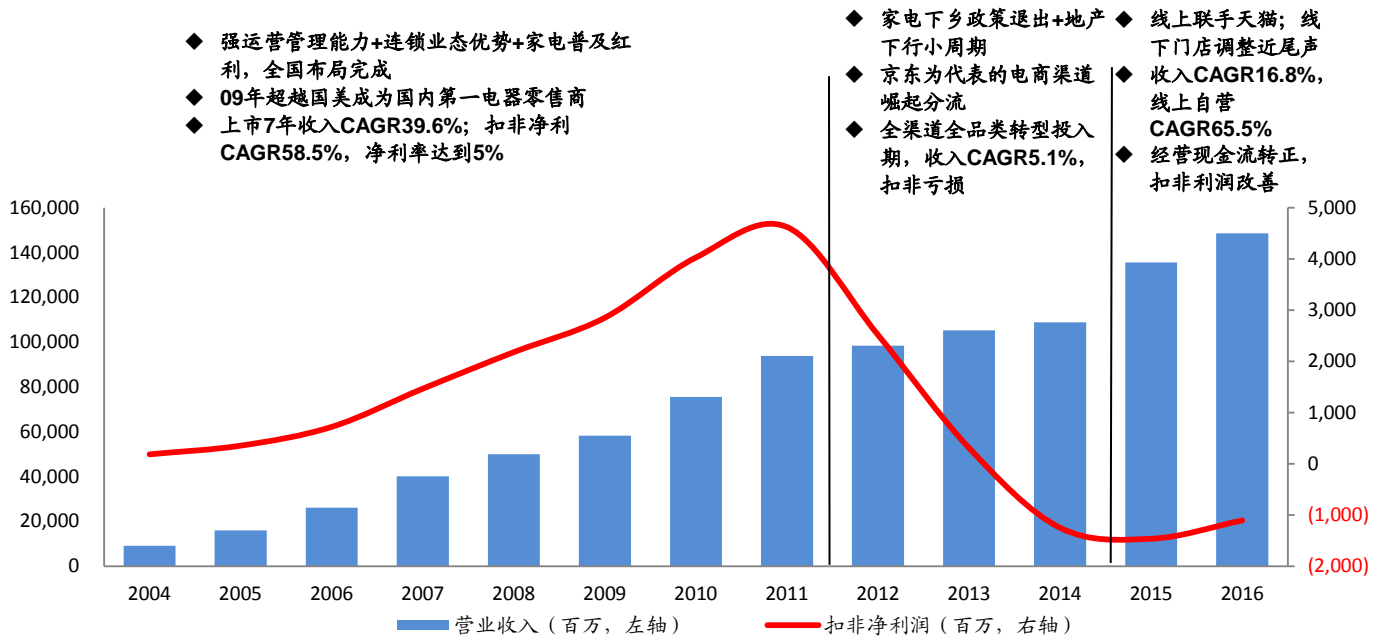
## 一、复盘苏宁转型：厚积望薄发，铸就核心运营能力

2011年之前，苏宁凭借强运营管理能力、连锁业态优势和家电普及红利，苏宁迅速完成全国布局，并在与国美的两强竞争中后来居上，成为国内第一电器连锁零售商。2009年，即在超越国美当年，苏宁便提出营销变革，尝试“实体店与互联网业务共举”，转型之路随即开启。

回顾苏宁近年来转型之路，以全渠道和全品类经营为目标，苏宁前端围绕渠道、品类和流量入口三维度拓展用户；后端则围绕仓储物流及配套金融搭建供应链服务能力。尽管从规模和利润端表现来看，苏宁转型代价沉重且未能如预期在线上实现对京东的追赶，但却扎实锻造了全渠道运营能力。当前正是苏宁基本面重要拐点：

1) 线下门店运营能力历经调整优化后整体盈利能力大幅改善，且考虑国美整体上市后的阵痛调整期和易购服务站向乡镇级市场渗透带来渠道下沉增量，线下业务有望进入份额持续提升的二次扩张期；2) 线上规模效应带来的自然流量增长和费用摊销将持续体现，逐步进入减亏及盈利可控周期。加之与阿里合作持续深化推进，步入投入可控的可持续高速增长期；3) 从现金流和资本投入来看，2016年苏宁经营净现金流（38.4亿）已能覆盖当期长期资本支出（24.2亿），经营造血能力恢复至2012年以来最好水平，且物流、金融板块均已独立成立子公司运营，由公司对内成本部门转化为公司对外盈利部门，加之充裕资金储备充裕和多渠道再融资能力，长期扩张弹药充足。

图1：苏宁上市以来主要发展阶段



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

### （一）转型复盘：打造全渠道零售商

2009年，在超越国美成为国内电器零售老大后（依据连锁经营协会数据，2009年苏宁销售规模达到1190亿元，超越国美当年1068亿体量），苏宁随即开启转型探

索。当年8月，苏宁提出营销变革，尝试“实体店与互联网业务共举”，原苏宁网上商城更名苏宁易购后测试上线（2010年2月正式上线），公司全渠道经营尝试开始。2013年，公司更名“苏宁云商”，将原苏宁易购线上采销业务剥离并融入各地苏宁云商销售公司（原仅负责线下业务），线上线下融合的全渠道、全品类经营转型加速推进。

复盘苏宁转型之路，以全渠道和全品类经营为目标，公司围绕前端用户拓展和后端供应链建设两个维度持续投资建设：

前端用户拓展可以分为三个方面：**1) 渠道建设**。苏宁渠道建设的核心是线上易购平台搭建和线下门店体系改造。线上方面，除自营苏宁易购PC和移动端持续迭代升级外，苏宁通过与阿里成立合资猫宁电商公司负责苏宁旗下各版块在天猫运营（苏宁天猫旗舰店等），通过投资PPTV开辟互联网电视渠道；线下门店方面，2012-2016五年累计调整置换881家门店，截至2016年末，苏宁国内市场拥有1510家各类大店及3829家易购服务站；**2) 品类拓展**。苏宁以家电起家，通过投资红孩子母婴、辣妈帮等拓展母婴品类，自营苏宁超市+投资易果生鲜（集团投资）等拓展商超生鲜，打造电器+母婴+超市三大主要自营品类，辅以品牌（如苹果、三只松鼠等）和战略合作方（如当当、达令等）入驻，实现线上全品类经营；**3) 流量入口建设**。除上市公司直接投资的满座网（团购）、苏宁互联（虚拟运营商）、努比亚&锤子手机（智能手机制造）等外，苏宁集团旗下体育和文创板块还投资了江苏苏宁&国际米兰足球俱乐部、苏宁影视、龙珠直播等，拓展零售及相关文体领域会员资源。

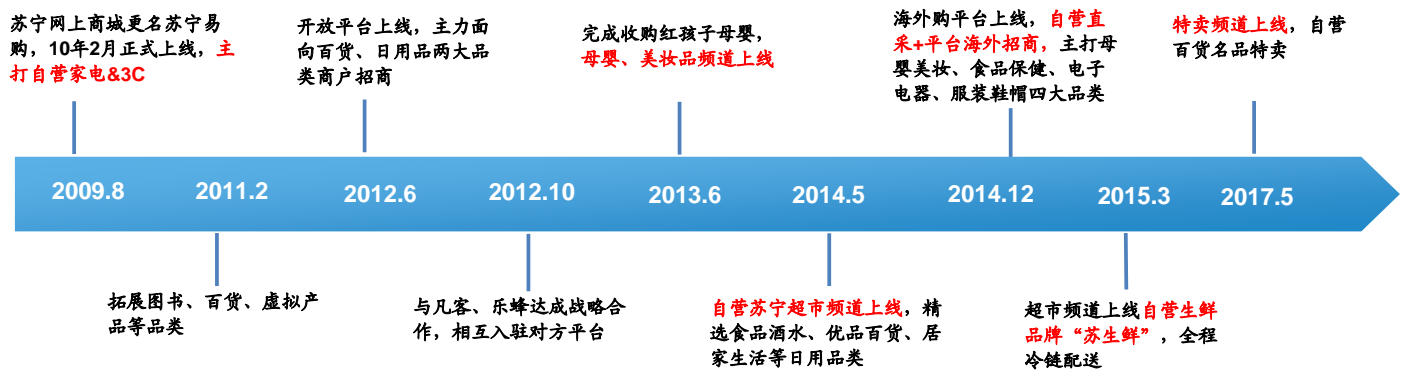
表 1: 苏宁围绕前端入口&品类拓展建设持续并购扩张

| 时间      | 投资标的                | 类型           | 金额                          |
|---------|---------------------|--------------|-----------------------------|
| 2012.6  | 红孩子母婴               | 母婴电商平台       | 6600 万美元全资收购                |
| 2013.10 | PPTV                | 互联网视频平台      | 联合弘毅投资 4.2 亿美元持股 74%，后转让给集团 |
| 2014.1  | 满座网                 | 生活服务类团购平台    | 700 万美元全资收购                 |
| 2014.3  | 苏宁互联                | 虚拟运营商        | /                           |
| 2014.9  | 好耶技术                | 互联网精准营销平台    | 1500 万美元全资收购                |
| 2015.12 | 努比亚手机               | 智能手机制造商      | 约 19.3 亿元，持股 33%            |
| 2015.6  | 锤子手机                | 智能手机制造商      | 5000 万持股 1.89%              |
| 2016.8  | 八天在线                | 校园电商平台       | 7300 万持股 10%                |
| 2016.10 | 猫宁电商                | 电商运营平台       | 5.1 亿持股 51%                 |
| 2017.2  | 辣妈帮                 | 母婴“社区+电商”平台  | D 轮独家战略投资                   |
| 2015.11 | 江苏舜天俱乐部（已改名江苏苏宁俱乐部） | 足球俱乐部        | 5.23 亿元                     |
| 2016.5  | 创冰科技                | 体育球数据采集及运营平台 | /                           |
| 2016.8  | 国际米兰俱乐部             | 足球俱乐部        | 2.7 亿欧元收购 68.5% 股权          |
| 2016.11 | 易果生鲜                | 生鲜电商         | 2 亿美元领投 C+ 轮                |

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心（标徽部分为苏宁集团及其关联方投资）



图2: 苏宁易购品类扩张经历从自营到平台再到自营为核心的变化



数据来源: 公司官网整理、广发证券发展研究中心

图3: 苏宁2012-2016五年累计改造881家门店

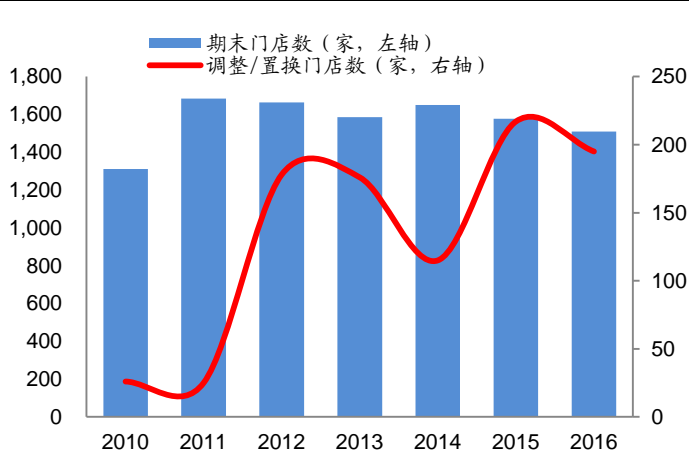
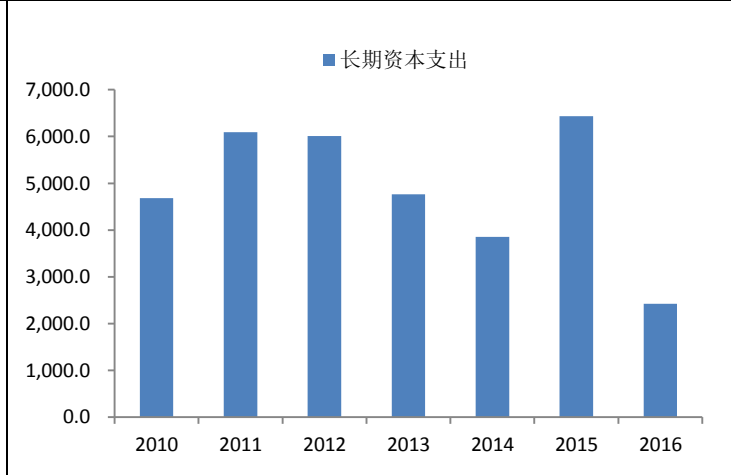


图4: 苏宁2010-2016年长期资本投入343亿元(百万)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心(2014-2016年资产证券化操作降低账面资产规模)

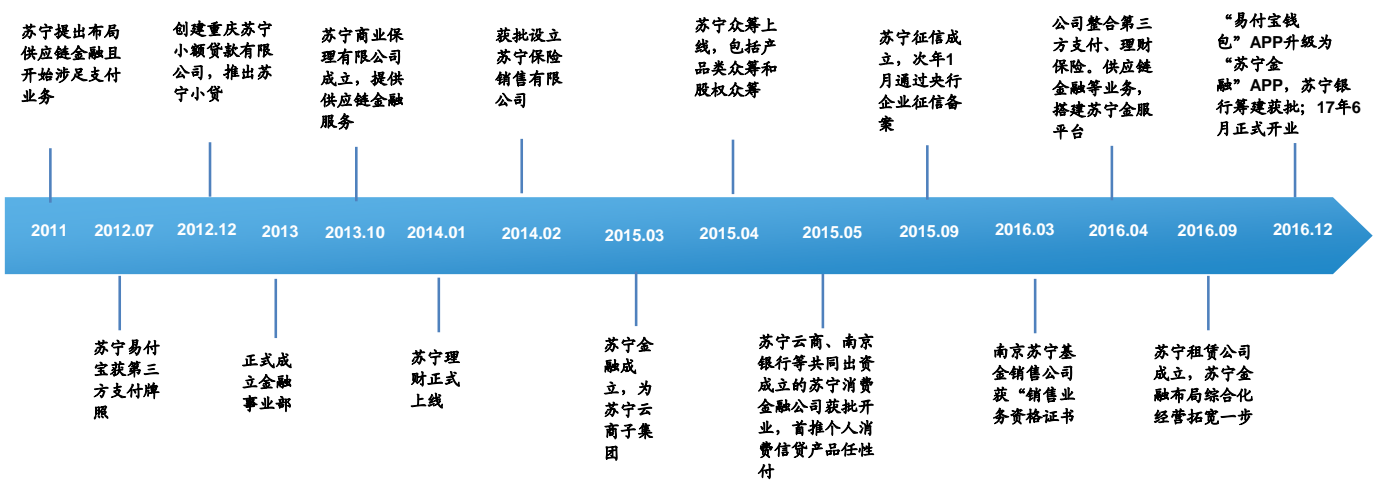
苏宁后端供应链建设核心围绕仓储物流及配套金融服务能力建设: **1) 仓储物流方面**, 2010-2016年, 苏宁7年累计长期资本支出达到343亿, 期末物流仓储及配套面积达到583万方(含天天快递), 建成并投入使用32个区域物流中心(另有15个在建)、300个城市仓、17000个快递点的多层次和仓储物流体系; **2) 金融服务方面**, 苏宁自2011年开始布局金融业务, 2012年在获得小额贷款(苏宁重庆小额贷款公司)和第三方支付(易付宝)牌照后正式涉足供应链金融业务。2016年4月, 苏宁组建苏宁金服公司, 整合旗下供应链金融、理财、保险&基金销售、预付卡等业务, 加上作为主发起人设立的苏宁消费金融(持股49%)公司和苏宁银行(持股30%, 2017年6月正式开业), 已成为国内业务牌照最为齐全的民营金融集团之一。

表2: 苏宁历年物流基地建设情况(2016)

| 项目              | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2105 | 2106 |
|-----------------|------|------|------|------|------|------|------|
| 投入使用(个)         | 1    | 8    | 11   | 19   | 23   | 30   | 32   |
| 在建(个)           | 10   | 10   | 16   | 17   | 18   | 12   | 15   |
| 土地签约(个)         | 17   | 24   | 15   | 22   | 19   | 23   |      |
| 物流仓储及配套面积(万平方米) |      |      |      |      | 403  | 500  | 583  |

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图5: 苏宁金融板块建设主要历程



数据来源: 第一金融、广发证券发展研究中心

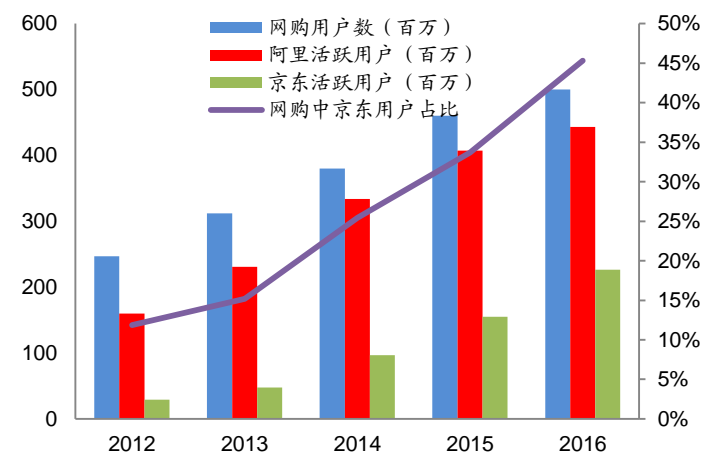
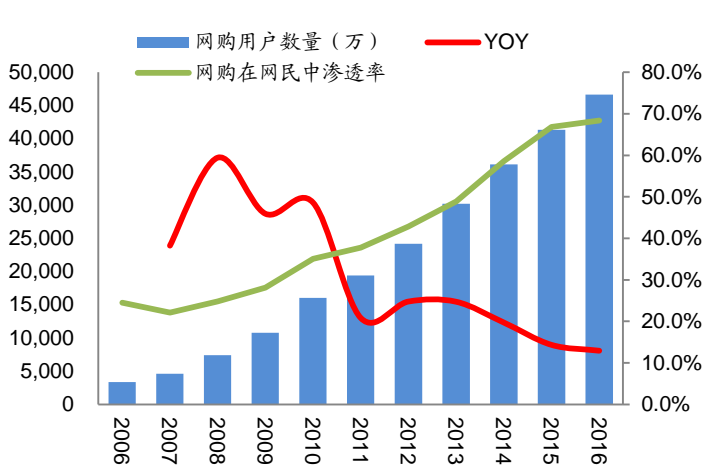
## (二) 内外因交织, 转型探索期持续投入

2011-2014年, 苏宁线上GMV由59亿增长至258亿, 复合增速63.5%, 总营收规模由939亿增至1089亿, 复合增速11.7%; 同期京东GMV规模由327亿增长至2602亿, 复合增速达到99.6%; 营收规模由211亿增至1150亿, 复合增速75.9%。从转型结果来看, 一方面以前端规模衡量, 后发的苏宁未能在线上明显缩小与京东的差距, 乃至整体营收体量被京东超越; 另一方面以利润衡量, 苏宁扣非利润由2011年峰值的46.2亿扣非净利润滑落, 直至2014年自上市以来首次扣非亏损, 苏宁转型代价沉重且未能如预期在线上实现对京东的追赶, 我们认为其中包含客观行业环境、品类特点及自身战略选择等多方面因素。

**1) 网购流量红利逐步消退, 京东体验及用户壁垒已经初步形成。**以改名“苏宁云商”和实行“线上线下同价”为标致, 苏宁自2013年起全面发力电商。但彼时网购整体用户增速已由2011年以前50%以上的高速增长降至20-25%左右的中速增长, 网购用户红利期实际上已经开始消退; 且京东已然以“正品、低价、极速”树立起行业服务体验标杆和用户基础(2013年京东活跃用户4740万, 占当年网购用户15.2%; 2014年引入腾讯后活跃用户达到9660万, 占当年网购用户25.4%), 考虑用户路径依赖和平台相似定位(3C电器主打, 男性用户为主), 在体验难以拉开差距(由于苏宁电商业务刚起步, 实际用户体验离京东尚有差距)的情况下, 客观上苏宁在线上追赶乃至反超京东的难度较大。

图 6: 网购新增用户 2011 年后放缓

图 7: 阿里&京东率先建立起用户规模优势

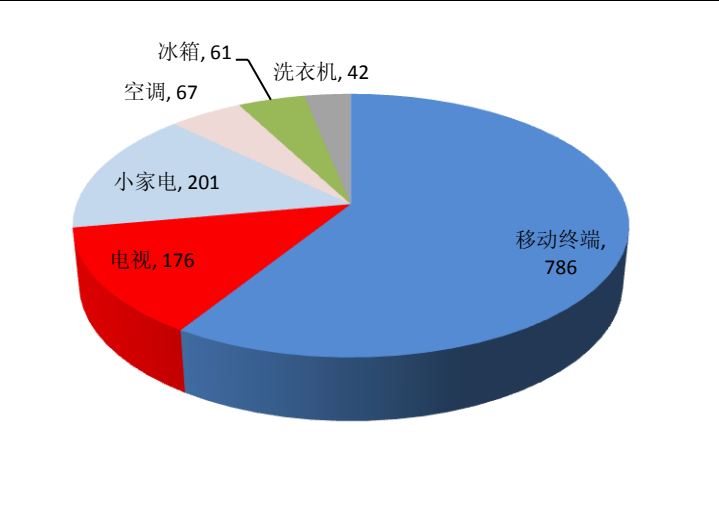
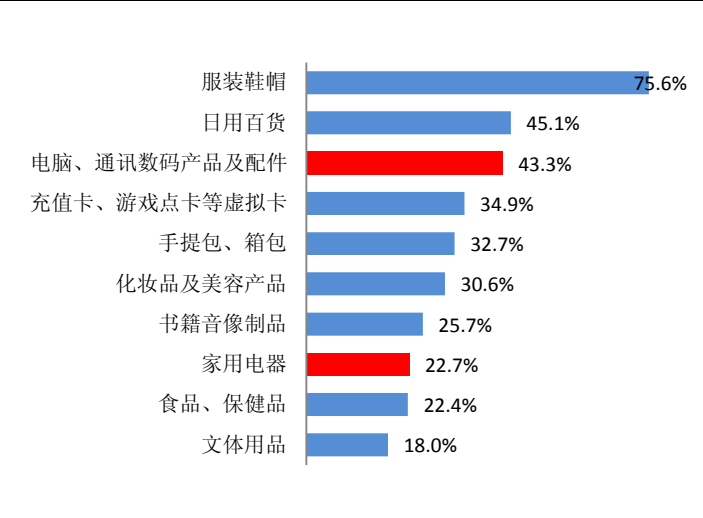


数据来源: CNNIC、公司公告、广发证券发展研究中心

**2) 大家电高价低频, 非网购主要品类。**苏宁优势品类在大家电。依据工信部数据, 2013 年家电网购规模约 1333 亿, 但主要以移动终端 (786 亿, 占比 59%), 苏宁占优势的大家电品类网购习惯尚未形成; 加上大家电低频、高价的耐用品属性, 使其难以成为形成用户粘性的主打品类。在 3C、服装、百货等高频网购品类未能有效扩张的情况下, 单靠大家电品类引流事倍功半。

图 8: 网购用户商品购买品类分布 (2013)

图 9: 2013 年家电网购构成 (亿)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

**3) 前端“软实力”建设不足。**苏宁电商投入更多精力放在后端仓储物流等着眼长期发展的“硬实力”建设之上, 而在网站运营、客服、终端配送等“软实力”建设上略显不足。对比苏宁和京东, 苏宁在仓储中资本投入远大于京东 (京东早期仓库以租赁为主, 2014 年上市之后才逐步开始自有仓库建设), 但在终端配送人员 (2016 年苏宁 11952 人 VS 京东 83512 人)、研发投入 (2016 年苏宁 12.58 亿 VS 京东 34.54 亿)、客服人员 (2016 年苏宁 1231 人 VS 京东 11699 人) 等用户直接接触环节的软实力建设上较京东差距明显。

图 10: 苏宁物流仓储资本投入先于京东 (百万元)

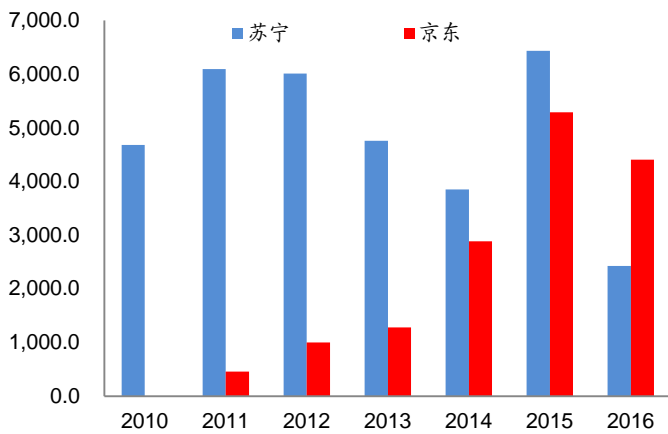
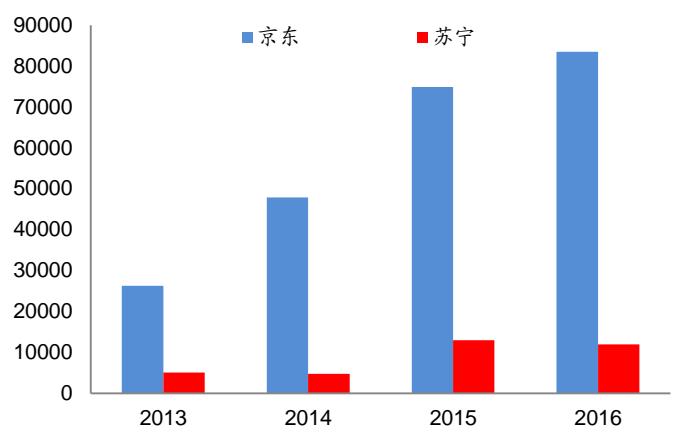


图 11: 京东仓储配送人员数量远高于苏宁 (人)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 12: 苏宁研发投入少于京东 (百万元)

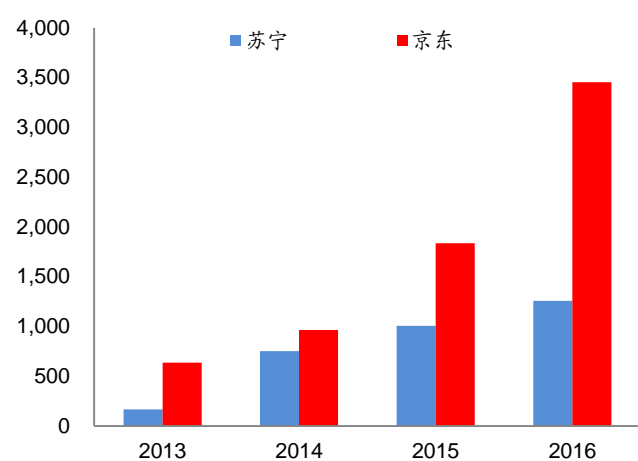
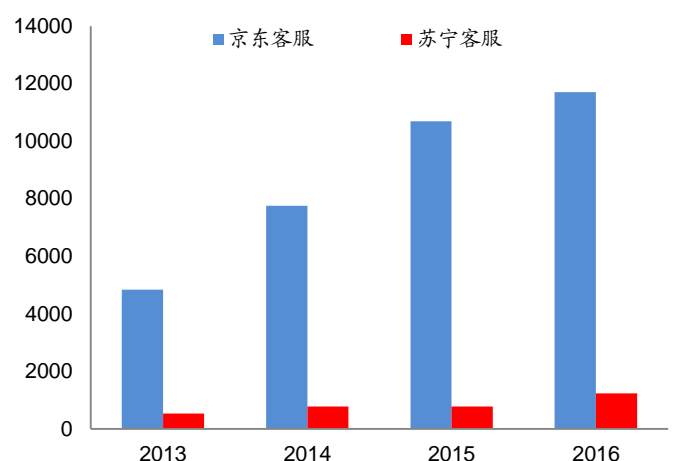


图 13: 苏宁客服人员远少于京东 (人)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

**4) 线上线下同价政策放大利润端压力。**2013年6月, 苏宁正式宣布线上线下同价策略。长远来看, 线上线下价格趋同是必然趋势, 但考虑彼时苏宁线上规模尚小 (2013年线上自营税后收入约187亿, 占比18.2%), 同价政策使得苏宁线下门店被迫加入线上平台的价格战, 加之费用端营销持续投入, 利润压力陡增: 2013年, 苏宁产品销售毛利率同比大幅下滑2.5pp至14.4%, 销售销售+管理费用率同比上升0.4pp至14.8%, 当年扣非净利润下滑至3.1亿 (VS2012年25.2亿)。

行业环境、品类特性、“软实力”建设投入相对不足使得苏宁前端规模未能如期快速放量 (2013年苏宁线上GMV同比增长44%至219亿; 同年京东GMV同比增长71%至1255亿), 加之线上线下同价政策对利润端带来巨大压力, 苏宁线上战略开始调整, 以用户体验提升为核心追求, 放缓短期规模增长目标: 2014年苏宁线上GMV同比仅增长17.7%至258亿。同年京东上市并获得腾讯战略投资, 全年GMV同比增长107.3%至2602亿, 大幅超越苏宁全渠道约1241亿产品销售规模。

图 14: 苏宁历年毛利率及销售+管理费用率

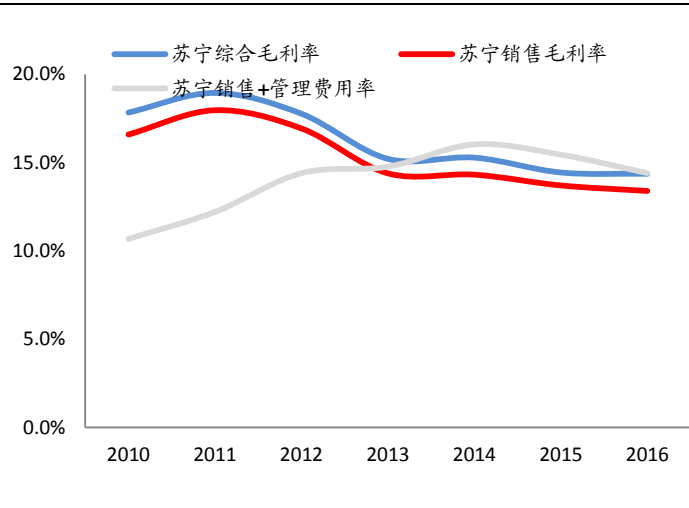
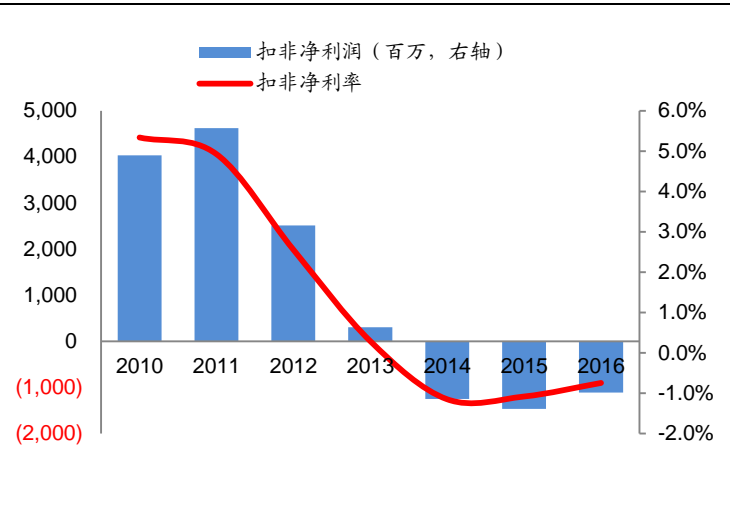


图 15: 苏宁历年扣非净利润及净利率



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

### (三) 投入高峰已过, 转型进入直道收获期

2015年以后, 苏宁调整转型策略: 1) 自营品类经营围绕“巩固家电、凸显 3C、培育母婴超市”战略, 收缩服饰、图书、百货等战线, 聚焦核心拥有供应链优势(家电&3C)和 高频高粘性品类(母婴&商超生鲜); 2) 线上战略聚焦自营品类, 强化对平台商家管控力度, 口碑与服务优先, 不盲目追求规模扩张; 3) 线下门店扩张集中于强体验的云店和渠道下沉的易购服务站, 主推产品实现线上线下差异化, 弱化双线比价, 门店经营考核聚焦到店消费, 规模与利润并重。

转型策略变化伴随经营和财务指标变化, 4Q2016以来苏宁收入端加速增长, 利润端扭亏为盈, 我们认为苏宁正处于经营向上拐点, 转型已进入直道收获期:

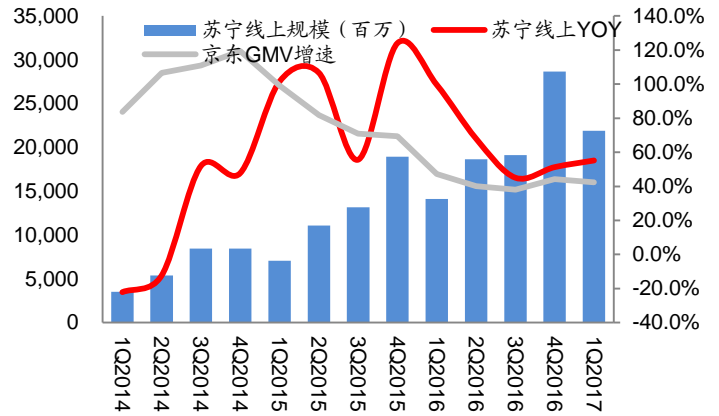
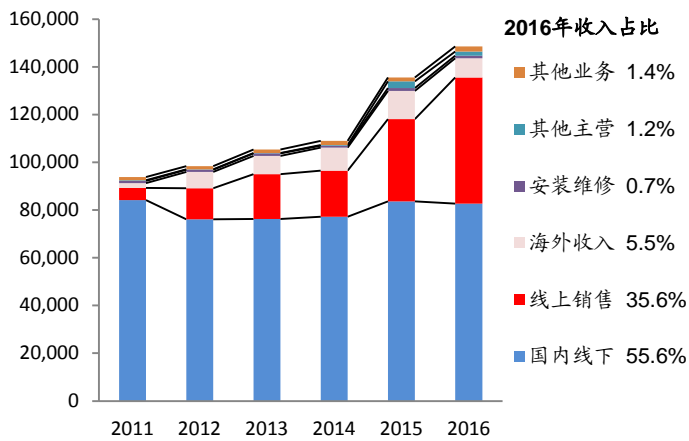
1) 线下业务来看, 常规门店历经调整优化后, 整体盈利能力大幅改善, 2016 年线下亏损门店已降至178家(2014年为442家), 在总门店中占比降至12%; 1Q2017 亏损门店进一步降至158家, 预计全年维度亏损门店有望进一步压缩。考虑国美整体上市后的阵痛调整期和易购服务站向乡镇级市场渗透带来渠道下沉增量, 线下业务有望进入份额持续提升的二次扩张期。

2) 线上业务来看, 1Q2017线上交易规模达到219亿元, 自4Q2015以来连续6 个季度增速领先京东; 目前线上交易体量与京东2013年同期相当, 规模效应带来的自然流量增长和费用摊销将持续体现, 逐步进入减亏及盈利可控周期(京东2013年 开始净利润率维持在±1%以内的可控区域)。加之与阿里合作持续深化推进, 线上 预计进入可持续的高速增长期。

3) 从现金流和资本投入来看, 2015年苏宁经营净现金流转正, 2016年经营净 现金流进一步放大至38.4亿, 经营造血能力恢复至2012年以来最好水平, 且已能覆 盖当期长期资本支出(24.2亿)。考虑物流、金融板块均已独立成立子公司运营, 由 公司对内成本投入部门转化为公司对外盈利部门, 且苏宁流动资金储备充裕 (1Q2017期末账面278亿现金+257亿可供出售金融资产储备) 和多渠道再融资能力, 长期扩张弹药充足。

图 16: 16 年苏宁线上自营收入占比达到 35.6% (百万)

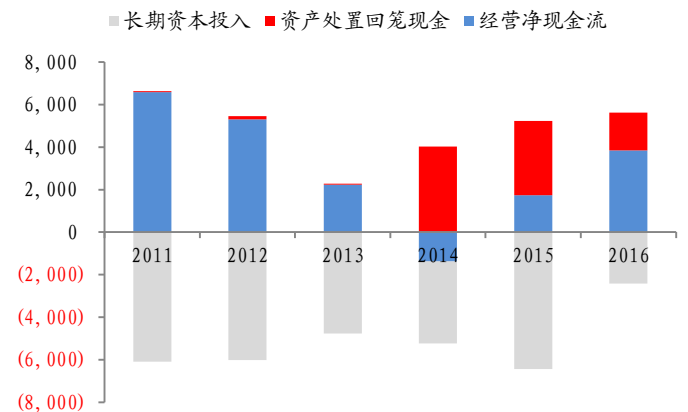
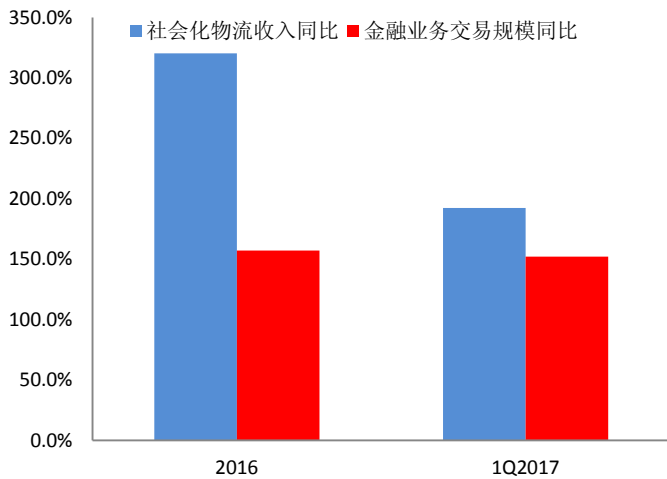
图 17: 4Q15 以来苏宁线上增速持续领先京东



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 18: 苏宁社会化物流和金融业务体量持续增长 (%)

图 19: 苏宁 15 年经营现金流转正, 16 年经营现金流已能覆盖长期投资支出 (百万)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

## 二、线下: 品质升级+渠道下沉, 龙头扩张空间仍在

国内家电零售市场属于“城乡二元结构”: 以苏宁、国美为代表的大型连锁卖场占据城市线下市场, 并与以天猫、京东为代表的电商渠道一同主导城市家电零售市场; 县级以下市场(乡镇、农村市场)受限当地市场承载力和渠道铺设成本, 大型连锁卖场覆盖有限, 小区域连锁、品牌专卖店、乃至夫妻老婆店等渠道占据主要市场地位。

对于苏宁而言, 1) 城市市场历经多年电商分流调整, “线上低价便捷、线下品质体验”的需求分化逐步凸显。苏宁以云店为核心的互联网门店改造强化线下门店的产品差异化和体验试用属性, 抢占家电消费升级抢占线下消费升级市场; 从竞争环境来看, 以规模和运营效率等维度考量, 苏宁在线下领先地位稳固, 且国美在整

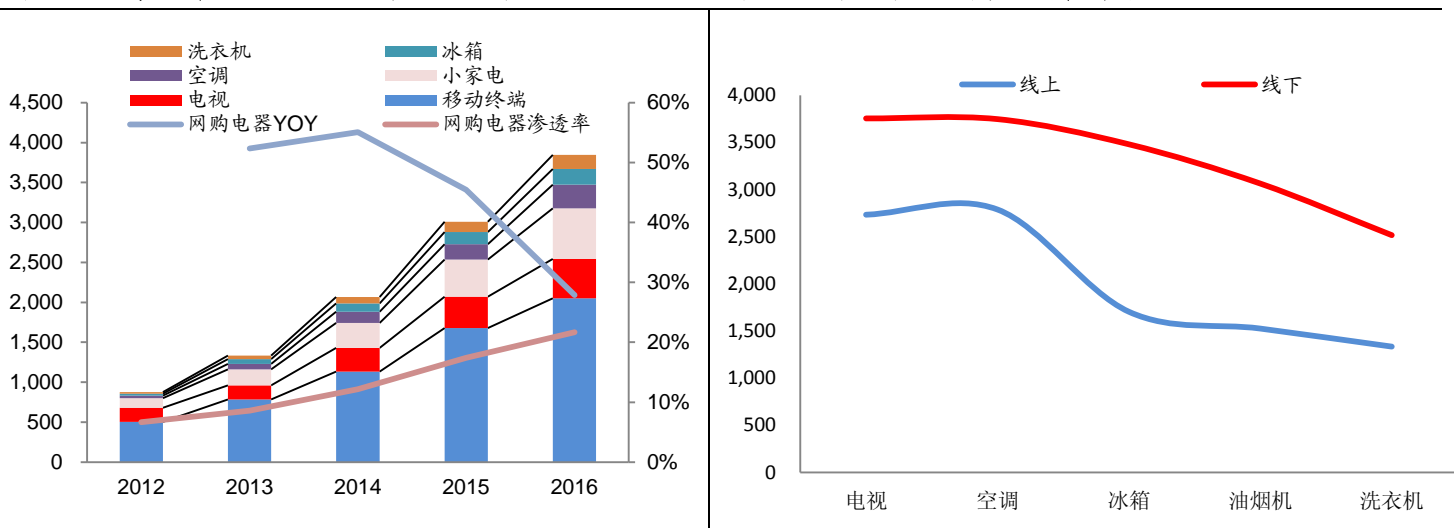
体上市后尚处于调整阵痛期，门店关停调整力度加大，线下家电零售供给端环境改善。2) 县级以下市场依然具备扩张潜力，苏宁依托自有电商和物流体系扩张，以苏宁易购服务站形式加速渗透县级以下市场：全渠道、全品类经营成倍放大苏宁服务站所承载的用户需求；品牌精选入驻门店，助力品牌渠道下沉，共同分担费用压力，领跑低线市场扩张红利。

### (一) 城市市场领先地位稳固，抢占行业消费升级市场

线上分流线下趋势延续，但两者所满足的需求存在差异。依据工信部数据，2016年线上电器（含手机等移动终端）销售规模达到3846亿元，同比增长28%，尽管增速有所下滑，但在国内电器零售中渗透率提升至21.7%，同比上升4.3pp。分品类看，2016年空调（+51.8%）、洗衣机（+37.8%）等大家电网购增速大幅超过小家电（+36.6%）和移动终端（+22%）。由手机到小家电&智能电视，再到传统大家电，线上电器消费品类渗透持续深化。我们认为网购对线下电器零售的分流仍将延续（统计局数据显示1H17电商实物网购增速达到28.6%，大幅快于整体社零10.4%的增速），但“线上低价便捷、线下品质体验”的需求分化将越发明显：对比线上线上电器平均售价，依据中怡康数据，1H2017，主要大家电中，线上线上平均销售价差均在千元以上，其中冰箱平均销售价差达到1776元（线上1704元，线下3480元）。

图 20: 由手机开始，电器网购持续分流线下（亿元）

图 21: 线上线下主要家电销售均价（1H17，元）



数据来源：工信部、中怡康、广发证券发展研究中心

品牌商渠道再平衡，线下是新品体验推广重要渠道。对于品牌商而言，成熟单品依靠线上流量红利跑量冲规模固然重要，但线下门店新品首发、产品体验的推广价值同样不可或缺。且在电器消费整体步入消费升级的存量替代阶段，就新品推广而言，线下门店现场产品体验、使用讲解相比线上的“图文详情”无疑更为直观有效。而相比自建，品牌商依托苏宁等零售商既有线下门店体系推动品牌体验店落地更为高效，对线下零售门店的支持力度有望重新提升。以苏宁为例，2017年2月苏宁家电峰会期间，包括美的（“美的厨语”体验厅、热水器水镜体验厅、净水体验厅各100家）、海尔（升级120家冰洗专厅、50家厨卫体验厅、100场“直驱·安静到家”户外展示活动）、小米（150-200家“小米之家”入驻）、微软（300家微软体验区）、西门子（100家以上洗碗机专区）等中外电器品牌商与苏宁达成大量线下体验店建设和新品首发首销计划。2016年苏宁“连锁店服务收入”（主要是品牌商促销&广告收入）同比增长33.9%至6.1亿，自2011年以来首次回升。

表 3: 苏宁与各大品牌商签署 2017 年线下体验合作计划

| 品牌         | 品类   | 销售规模计划 | 体验店建设   | 首发计划  |
|------------|------|--------|---|---|
| 美的         | 综合   | 300 亿  | “美的厨语”体验厅、热水器水镜体验厅、净水体验厅各 100 家   | /   |
| 英特尔&OEM 厂商 | PC   | 300 亿  | 300 家微软体验区等   | 150+款 PC 新品首发                                 |
| 海尔         | 综合   | 200 亿  | 升级 120 家冰洗专厅、50 家厨卫体验厅、100 场“直驱·安静到家”户外展示活动   | Hello kitty 系列洗衣机、迪士尼冰箱、哆啦 A 梦空调产品等           |
| 小米         | 3C   | 100 亿  | 150-200 家“小米之家”入驻   | 不少于 3 款差异化商品首发                                |
| 美菱         | 冰箱   | 40 亿   | /   | 初步规划 3 款大容量冰箱独家首发                             |
| 莱克         | 生活电器 | 3 亿    | /   | 苏宁包销定制机，主推莱克空气净化器等                            |
| 飞利浦        | 生活电器 | /      | 电动牙刷“星火计划”体验建设  | 80 万新品 S1000&国米 IP 定制剃须刀、“中国红 HC1088”儿童电器独家包销 |
| 云厨计划       | 厨电   |        | 老板“厨源”规划由 47 家增至 100 家，方太生活家由 14 家规划建到 30 家，华帝体验专区由现有的 4 家计划增至 80 家，西门子计划在全国开设 100 家以上洗碗机专区 |   |

数据来源：苏宁云商官网、广发证券发展研究中心

图 22: 2Q17 苏宁线下可比门店销售转正，增长 4.54%

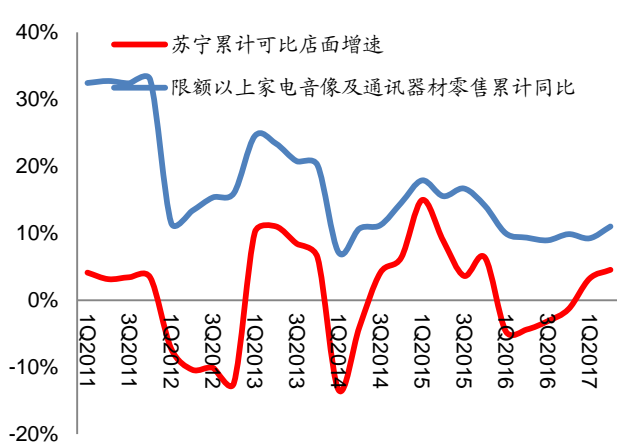
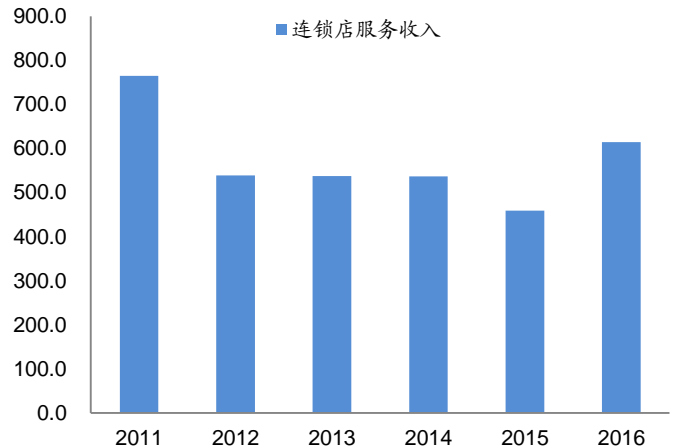


图 23: 苏宁线下来自供应商的支持在回升 (百万)



数据来源：公司公告、统计局、广发证券发展研究中心

国美整体上市后加速门店调整，苏宁线下领先地位有望进一步强化。相比老对手国美，苏宁对线下门店的优化调整时间更早且力度更大，当前门店运营能力领先：

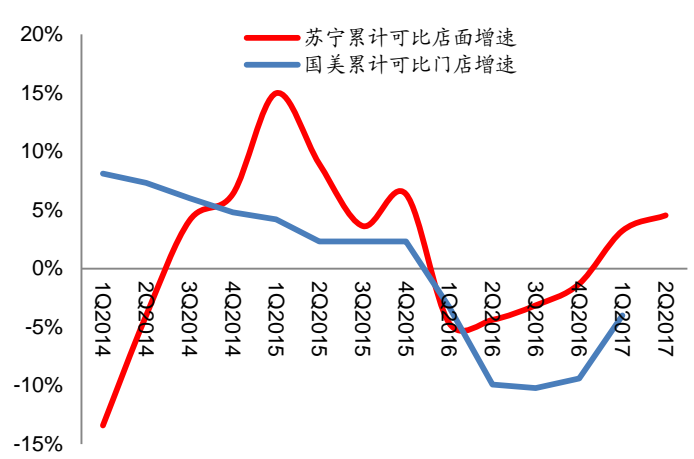
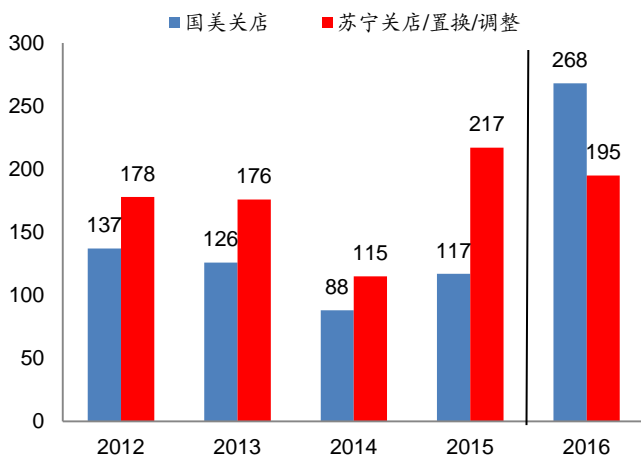
1) 2012-2015年，苏宁累计关闭调整门店686家，同期国美仅468家，2016年后苏宁关店高峰已过，关店数量同比下降22家至195家，而国美在完成整体上市后门店调整大幅加快，年门店关闭量同比大幅增加151家至268家；

2) 率先调整优化有望率先走出困境。以可比门店销售衡量，2015年以来苏宁可比门店销售情况持续优于国美，1Q2017，苏宁线下可比门店销售增长3.22%（自3Q2016以来季度持续为正），2Q2017进一步加速至5.54%，而1Q2017国美下滑4%。



图 24: 苏宁先于国美进行门店调整优化 (家)

图 25: 苏宁 2015 年以来可比门店销售表现优于国美



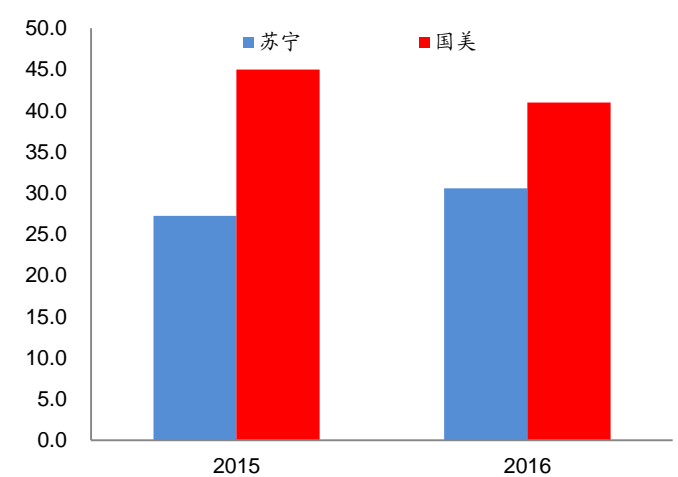
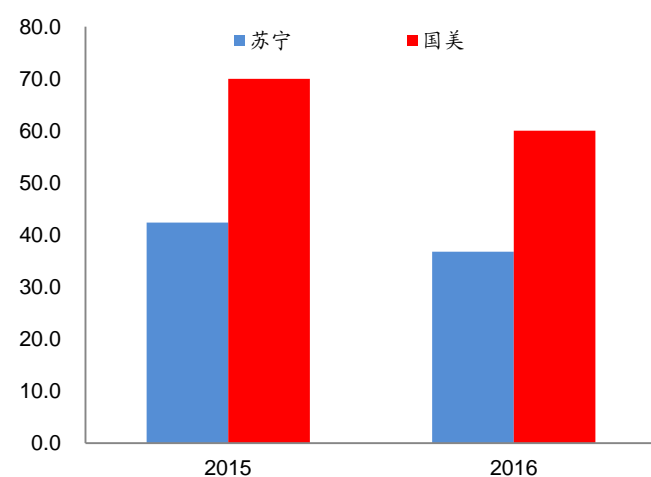
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

3) 从存货周转天数衡量公司运营效率, 苏宁2016年存货周转天数仅36.8天, 大幅优于国美60天的表现。存货高周转支持苏宁更快速的供应商付款苏宁, 提升与供应商合作关系: 2016年苏宁应付账款周转天数仅为30.6天, 同样快于国美41天的水平。更高效的周转, 加之苏宁更大的全渠道销售规模(16年苏宁1884亿VS国美1115亿)和单店面积(苏宁平均4.15千平VS国美3.23千平)和单店产出(16年苏宁平均0.64亿VS国美0.49亿), 对品牌商而言, 苏宁渠道相比国美无疑更具吸引力;

4) 国美2016年完成整体上市后门店调整加速。2015年国美新开/关闭/改造数分别为208家/117家/129家, 门店净增91家; 2016年, 国美新开/关闭/改造门店数量分别为117家/268家/125家, 门店数净减151家。考虑原非上市门店体量较大(2015年末567家, 约为原上市公司1/2), 预计未来1-2年国美仍将大力度调整线下低效门店, 苏宁在线下领先优势有望进一步强化。

图 26: 苏宁与国美存货周转对比 (天)

图 27: 苏宁与国美应付账款周转对比 (天)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心(国美2Q16开始合并原非上市部分门店, 剔除后, 原国美上市部分门店1Q17营收下滑6-7%)

表 4: 苏宁规模大幅领先老对手国美 (2016)

| 公司 | 全渠道 GMV (亿) | 线下 GMV (亿) | 门店面积 (千平) | 门店数 (家) | 单店面积 (千平) | 单店 GMV (亿) |
|----|-------------|------------|-----------|---------|-----------|------------|
| 苏宁 | 1,884       | 967        | 6,655     | 1510    | 4.15      | 0.64       |
| 国美 | 1,115       | 792        | 5265      | 1628    | 3.23      | 0.49       |

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 28: 国美整体上市后进入门店密集调整改造期

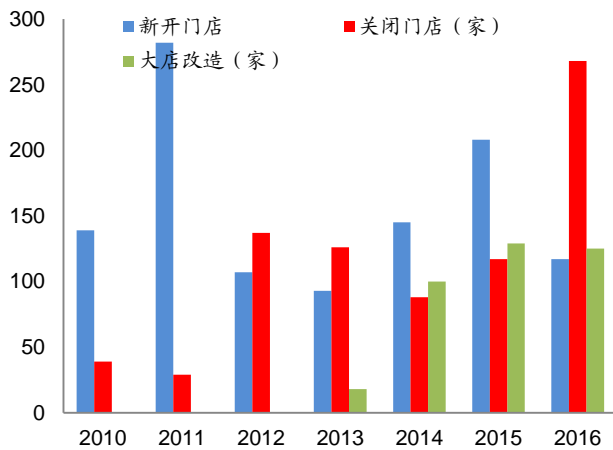
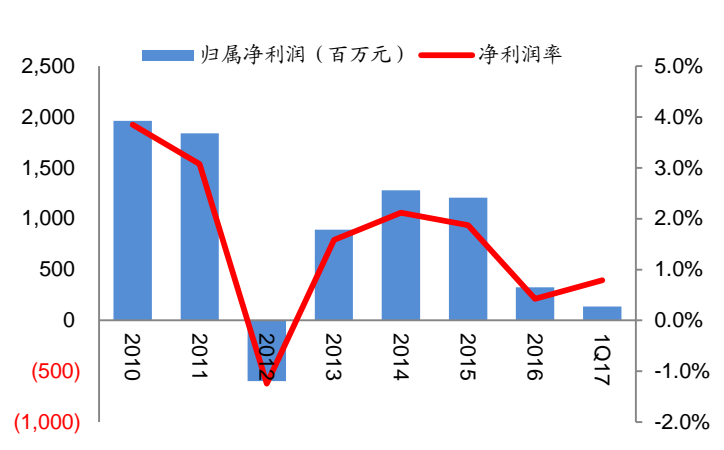


图 29: 国美面临整体上市后的转型阵痛



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心(国美2Q16开始合并原非上市部分门店,剔除后,原国美上市部分门店1Q17营收下滑6-7%)

**苏宁线下门店体系历经迭代调整和优化, 存量门店体系盈利能力大幅提升。**

1Q2017, 苏宁线下1453家(仅国内)常规电器类门店中, 亏损门店占比已压缩至158家, 占比下降至10.9%(VS 2014年442家, 占比27%), 尤其其中经互联网化升级改造的云店盈利能力极强: 1Q2017, 苏宁旗下151家云店中仅9%亏损, 净利润率达到5%以上的门店占比达到70%。未来伴随内生升级改造持续推进和竞争环境优化, 苏宁线下门店整体盈利能力有望持续优化。1Q2017苏宁线下新开/关闭18家/35家门店, 净减17家; 2Q2017新开/关闭门店31家/30家, 净增1家。门店调整近尾声, 全年维度线下门店同比有望重回增长。目前苏宁线下城市市场门店体系主要包括:

**1) 云店&旗舰店:** 选址在一二级市场(地级市以上)核心商圈, 单店面积在8000平以上, 深度体验与专业导购结合, 为用户提供舒适的购物环境、丰富的商品组合以及良好的用户体验, 是未来苏宁线下主力发展的门店。截至1H2017, 苏宁云店204家、旗舰店192家, 预计2017全年新增云店约100家, 并加速旗舰店向云店改造升级和云店从1.0(实现门店互联网化)向2.0(更加强调门店情景化和体验化业态组合)迭代升级。

**2) 中心店&社区店:** 选择在一二级市场社区商圈为主(也包括部分县级市场3000平左右的标准店), 单店面积砸3000-5000平, 定位便利型门店, 为用户提供便捷的购买流程和本地化服务。截至1H2017, 苏宁拥有中心店379家、社区店643家, 分别较2014年峰值减少59/156家。

**3) 县城店:** 在欠发达的县级市场与镇级市场开设的门店, 单店面积800-1500平, 门店数量已由2011年末峰值时的134家缩减至1H2017的34家, 预计未来主要由易购服务站替代县城店的渠道下沉智能。

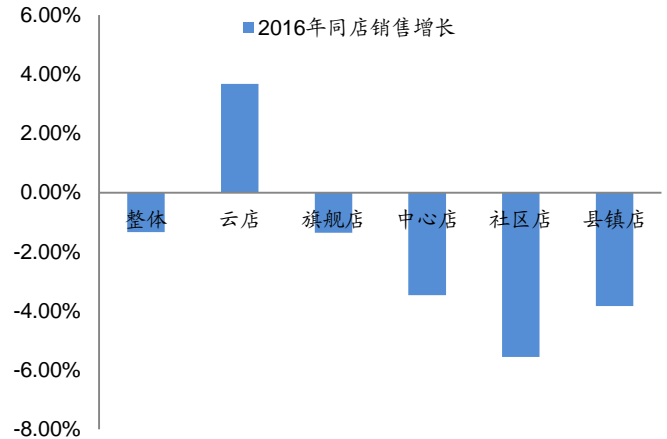
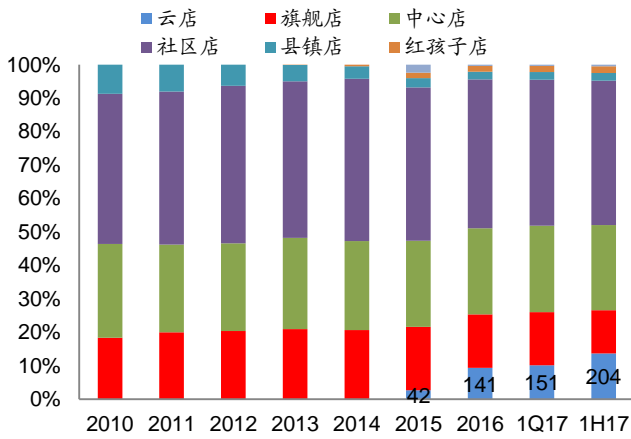
**4) 红孩子母婴店:** 原有800平左右门店基本置换调整为2000平以上大店, 定位

一站式母婴儿童体验中心，作为核心亲自业态开设在苏宁（生活）广场、万达广场等商业中心，截至1H2017期末30家，目前仍处于迭代升级之中。

5) 苏宁超市店：定位互联网（与线上超市频道相结合）精品超市，截至1Q2017期末仅7家（2015年开出37家），目前尚处于摸索尝试之中。

图 30：苏宁云店&旗舰店达到 396 家

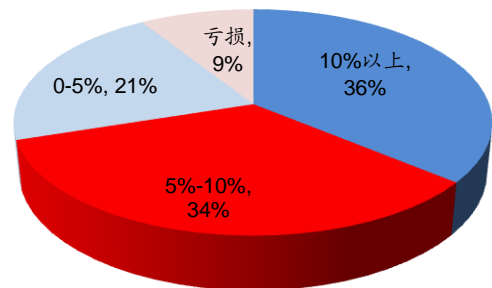
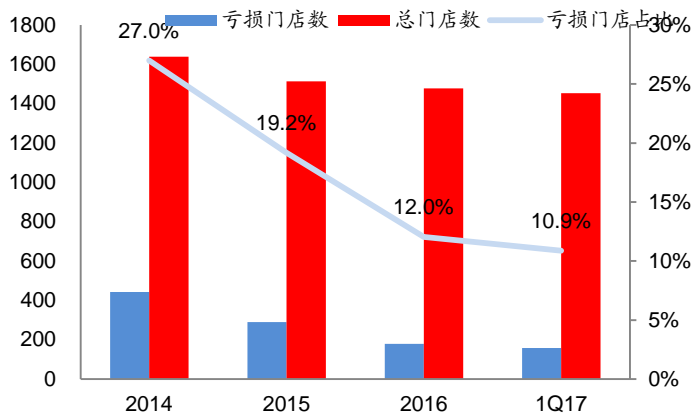
图 31：苏宁线下不同门店类型 2016 年可比销售情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 32：1Q2017 苏宁常规门店亏损占比已压缩至 10.9%(家)

图 33：1Q2017 苏宁云店净利润率 5%以上占比达到 70%



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## （二）低线市场渠道渗透红利仍在，易购服务站布局领先

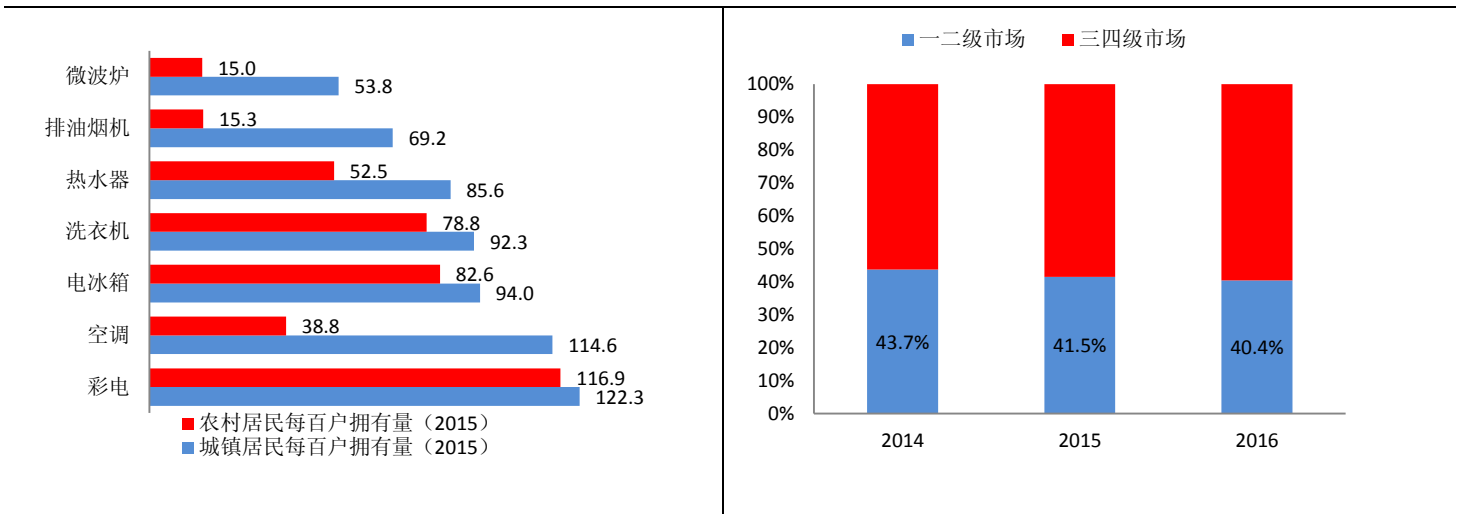
低线市场家电零售具备普及率提升和渠道现代化双重红利。依据奥维云网数据，2016年三、四级市场（经济欠发达地级市以及县级市场）家电（不含移动终端）零售规模约3321亿元，占整体线下家电零售市场约59.6%。相比城市市场需求饱和、渠道供给过剩局面，我们认为低线市场（县级以下）家电消费具备渗透率提升和渠道现代化双重红利：

从渗透率来看，国内农村居民主要家电渗透率仍大幅低于城市居民，以统计局2015年每百户居民家电保有量数据衡量，除彩电（农村117台VS城市122台）、冰

箱（农村83台VS城市94台）和洗衣机（农村79台VS城市92台）“三大件”渗透率较高外，包括空调（农村39台VS城市115台）、油烟机（农村15台VS城市69台）、微波炉（农村15台VS城市54台）等，农村市场主要家电保有量仍有较大提升空间。

从购买渠道来看，受限当地市场承载力，连锁大店模式在县级以下市场难以有效下沉，以苏宁披露数据为例，2016年苏宁县镇店数量已由2012年高峰期134家减少至34家，且在门店大幅调整的情况下，2016年苏宁县级/镇级市场可比门店销售依然同比下滑4.33%/5.96%。依据奥维云网数据，2016年三、四级市场中，大型连锁家电零售商市场份额仅12.9%，区域小连锁（29.5%）、夫妻老婆店&品牌专卖店等（36.7%）等占据低线市场主要家电零售份额。

图 34：对比城市，农村市场电器普及率仍有提升空间（台） 图 35：2016 年三四级市场家电规模 3321 亿，占比 59.6%



数据来源：统计局、奥维云网、广发证券发展研究中心（依据奥维云网定义，T1市场指副省级以上城市、T2市场指T1以外的省会及经济较发达的非省会城市、T3为T1/T2以外地级市；T4/T5指经济较发达/不发达县及县级市）

图 36：对比城市，农村市场电器普及率仍有提升空间

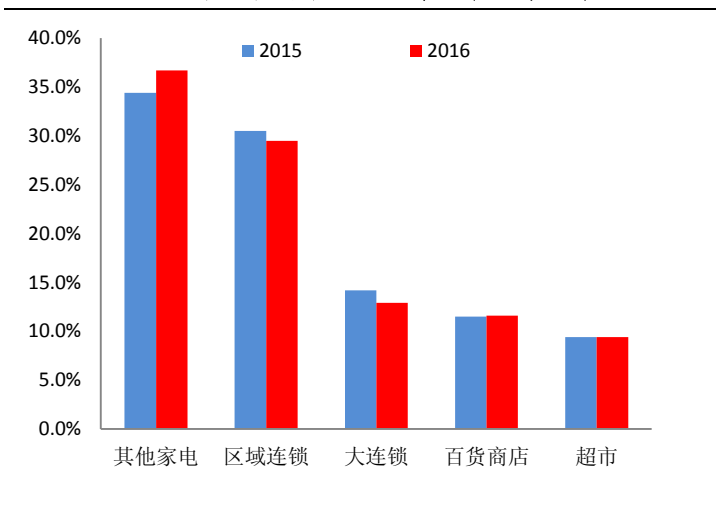
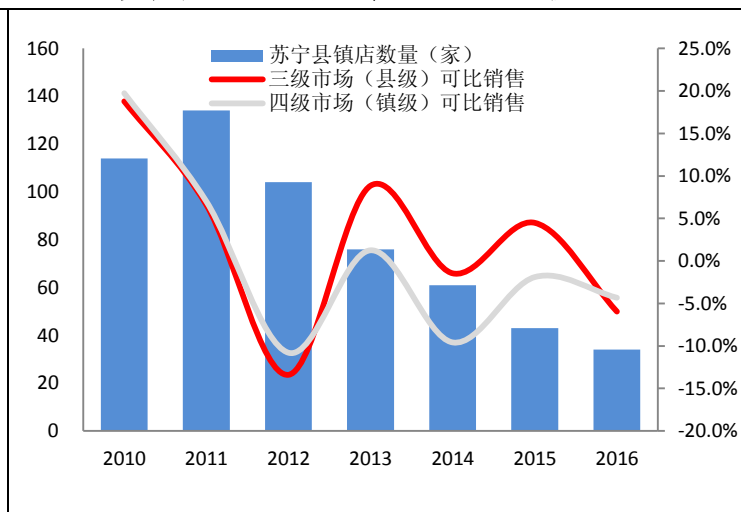


图 37：乡镇市场承载力相对有限，传统大店模式效益不佳



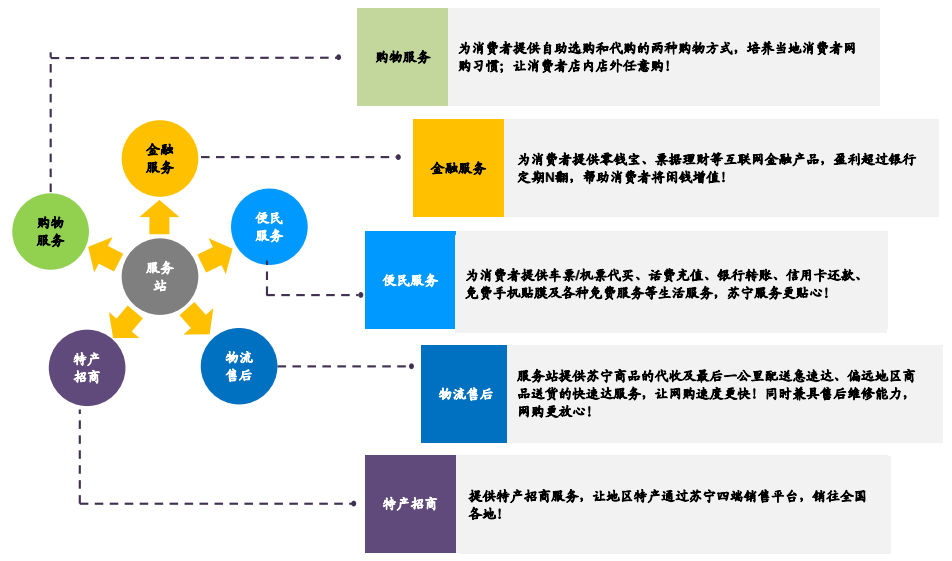
数据来源：公司公告、奥维云网、广发证券发展研究中心（其他家电渠道主要包括个体店和品牌专卖店等）

**双线+全品类融合，易购服务站抢占县镇市场。**县镇市场渠道下沉难度在于市场承载力有限，难以支撑单一电器大店运营，解决之道在于线上线下双线融合和运营品类扩张，提高单店销售承载功能。苏宁易购服务站单店面积100-150平，线上依托

苏宁易购主站资源，提供线上自助选购和店员代购服务，实现门店全品类经营；线下门店依据当地消费情况，每个品类精选1-2个品牌（如手机只放oppo或vivo），增加品牌露出，突出品牌展示功能，协助品牌方渠道下沉；同时门店作为苏宁乡镇市场物流配送节点，承担苏宁品牌和渠道下沉双重职能，门店利用效率大幅提升。

自2015年推出以来，苏宁易购服务站规模快速成长。1H2017，苏宁直营易购服务站数量达到2079家，可比门店销售同比增长33.5%，单店全渠道年销售规模可达800-1000万（线上线下占比各半），预计2017全年全渠道可贡献百亿销售增量。其中盈利门店占比由2016年的42%提升至1Q17的65.6%，易购服务站高速成长且盈利能力优良，助力苏宁快速抢占低线市场增量。

图38：易购服务站五大职能助力苏宁乡镇市场渠道下沉



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 39：1H2017 苏宁易购直营服务站达到 2079 家

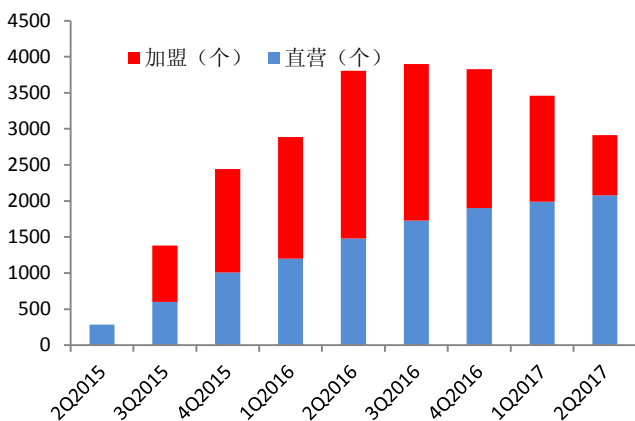
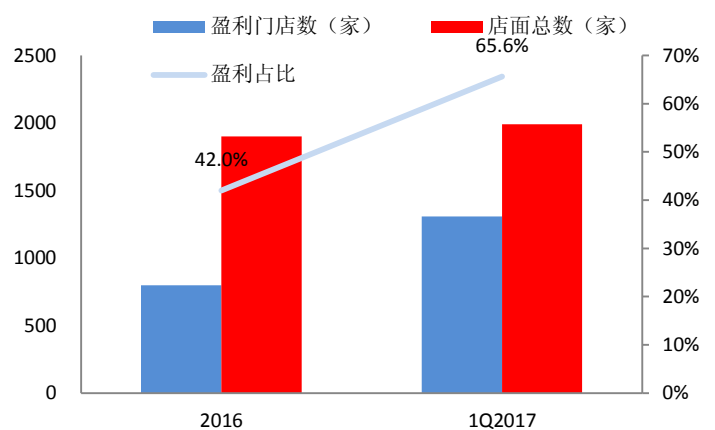


图 40：易购直营服务站迅速实现盈利



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

### 三、线上：立足自营，拥抱阿里，规模高增长长期可持续

受限家电高价低频的品类特点、相对薄弱的网购体验和用户对天猫、京东两大平台的路径依赖，多年来苏宁电商发展始终面临“高引流成本、低用户留存”的发展尴尬。2016年以来，苏宁向上开始调整战略，一方面立足自营，以服务体验优势建立用户粘性；开放平台则优选大型品牌商户和垂直平台入驻，突出平台商品和服务品质，差异化竞争；另一方面深化与阿里合作，成立合资公司专门负责苏宁在阿里运营，充分利用阿里系为苏宁带来的流量红利。1H2017，苏宁线上整体GMV同比增长52.8%至500.4亿元，其中自营部分增长61.4%至413.7亿，自2015年以来增速领先主要电商平台，市场份额稳居前三；6M2017，苏宁易购APP月活跃用户达到3158万人，同比增长达到92%，增速大幅领先主要电商平台。

回顾京东发展历史，2013年是其步入可持续发展周期的重要节点，而苏宁2017年线上业务规模和用户预计超越京东2013年水平，有望复制京东轨迹，步入减亏乃至盈利可控的可持续发展状态。苏宁2016年线上自营毛利率约6-7%，期间费用率约12-13%，亏损率约6%，对应绝对亏损额约40亿元。参考京东减亏路径，预计全年线上亏损率有望收窄至3-4%，2019年前后达到盈亏平衡附近。

#### （一）立足自营，携手阿里，线上规模处于高速扩张期

1H2017，苏宁线上整体GMV规模达到500.4亿元，同比增长52.8%，自2015年以来增速领先主要电商平台，市场份额稳居前三；依据艾瑞咨询和《2016中国家电网购分析报告》数据，苏宁易购在B2C电商市场份额仅次于天猫和京东，1Q2017在B2C电商市场份额约为4.6%，同比上升0.6pp；单看家电市场（含移动通信设备），苏宁2016年市场份额约为10.5%，落后京东，但规模仍具竞争力。我们认为未来三年苏宁线上规模仍有望保持高速增长，主要得益于国内整体网购市场渗透率提升、联手阿里带来市场竞争结构改善、和立足自营打造自身核心竞争力战略执行。

图 41：苏宁易购在整体 B2C 电商市场份额稳居前三

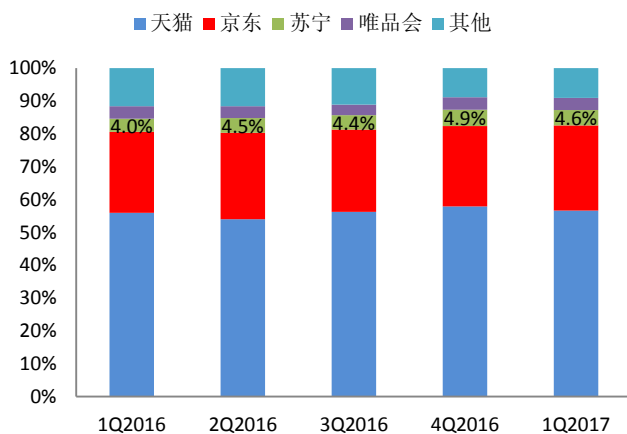
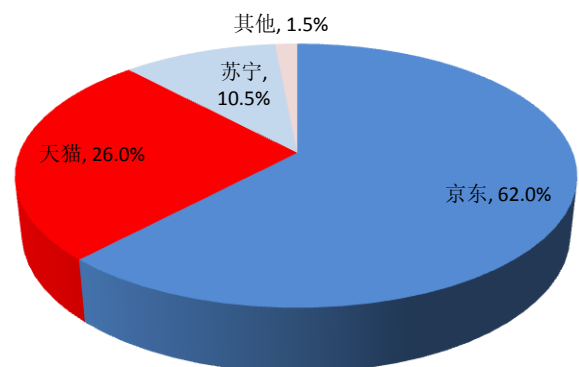


图 42：苏宁在家电 B2C 中市场份额达到 10.5%（2016）



数据来源：艾瑞咨询、《2016中国家电网购分析报告》、广发证券发展研究中心

1) 国内电商用户数流量红利接近尾声，但用户网购依赖度正快速提升。电商规模可以分解为用户数与单用户消费金额乘积，国内电商历经多年发展，绝对用户数流量红利趋于尾声，但存量用户对网购的依赖程度持续提升，以阿里数据为例，FY2017，阿里零售平台（天猫+淘宝）一年新用户年均消费金额约为3000元，年订

单38单，涉及9个品类；同期五年老用户平均年消费金额达到12000元，订单量达到123单，消费涉及24个品类。用户网购依赖程度的持续提升是电商规模扩张持续动力，依据统计局数据，1H2017，实物网络规模达到2.37万亿，同比增长28.6%；在社会零售总额中占比提升至13.8%。

图 43: 1H17 实物网购增速达到 28.6%

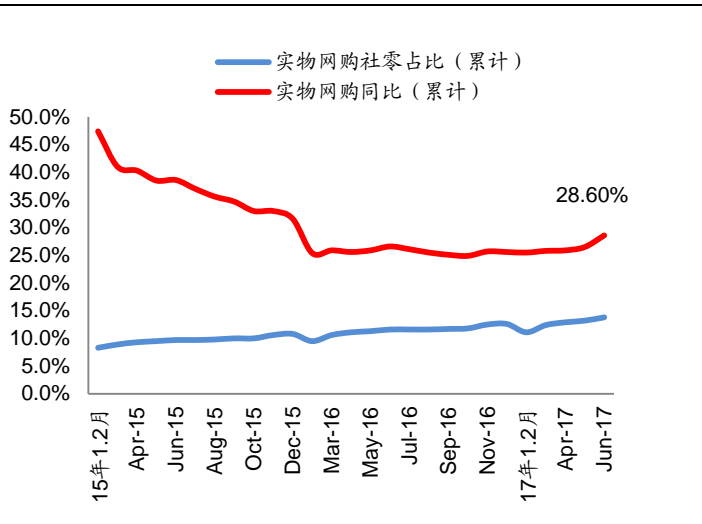
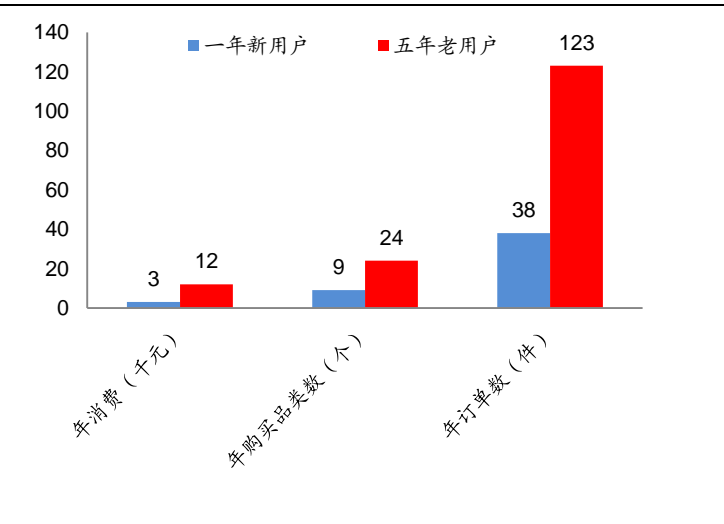


图 44: 随时间积累, 阿里用户消费频次快速增加



数据来源: 统计局、公司公告、广发证券发展研究中心

**2) 竞争环境改善, 立足自营提升服务品质。**网购用户流量红利的终结、平台市场格局稳定的大背景下, 各大平台烧钱换用户的意愿 (主要平台公司均已上市, 更多考虑规模增长与业绩亏损之间平衡) 和效果 (用户路径依赖, 短期价格战吸引的用户留存率有限) 均大打折扣。以供应链效率和服务体验提升作为核心竞争力成为行业共识, 弱化价格因素持续弱化: 2014年以来, 京东自营毛利率进入上升通道, 1Q2017京东自营业务毛利率达到8.26%, 同比上升0.73pp; 从终端价格来看, 我们随机抽取6大品类22款热卖产品, 其中9款产品产品在京东平台近一年来售价上涨, 3款持平, 10款降价, 22款产品平均涨价3.5% (考虑电子产品自然降价, 实际涨价幅度应更高); 另外, 衡量阿里平台整体价格水平的阿里网购价格指数自2014年以来长期高于CPI涨幅、各大平台相继提高包邮门槛等均表明, 网购常态价格战已逐步成为过去式, 追求合理定价和利润成为各大平台共同追求。

图 45: 14 年以来阿里网购价格指数持续提升 (%)

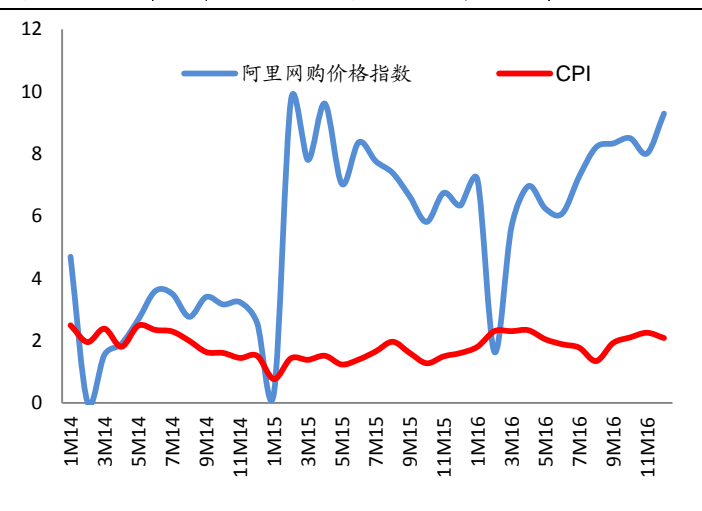
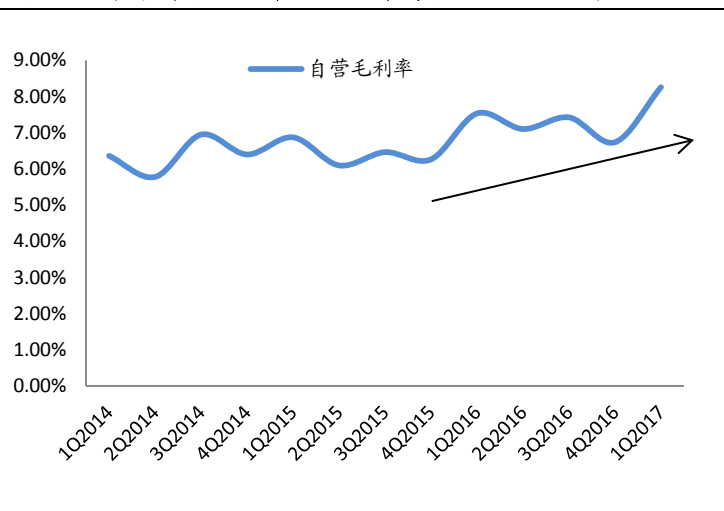


图 46: 京东自营毛利率进入上升周期, 1Q17 达到 8.26%



数据来源：阿里研究院、公司公告、广发证券发展研究中心

表 5：苏宁京东线上主要产品价格对比

| 品类    | 产品  | 京东现价 | 京东同比   | 苏宁现价 | 苏宁同比    | 价差      |
|-------|---|------|--------|------|---------|---------|
| 大家电   | 空调<br>格力(GREE)<br>KFR-35GW/(35592)FNhDa-A3  | 3379 | 4.0%   | 3399 | 6.22%   | 0.59%   |
|       | 洗衣机<br>美的(Midea)MB75-eco11W 7.5<br>公斤全自动波轮  | 998  | 0.0%   | 998  | 0.00%   | 0.00%   |
|       | 冰箱<br>海尔(Haier) BCD-160TMPQ 160<br>升 双门冰箱   | 999  | -9.1%  | 999  | 0.00%   | 0.00%   |
|       | 平板电视<br>TCL D43A810 42 英寸 高清<br>720P 智能网络 LED 液晶电视                                  | 2099 | 5.0%   | 2099 | 5.00%   | 0.00%   |
| 生活电器  | 空气净化器<br>小米(mi) 净化器 2 除 PM2.5 家<br>用型空气净化器  | 699  | -1.4%  | 699  | -0.14%  | 0.00%   |
|       | 挂烫机<br>美的(Midea) YGJ15B3 二档调节<br>1500W 1.4L 立式蒸汽挂烫机                                 | 199  | 0.0%   | 199  | 0.00%   | 0.00%   |
|       | 吸尘器<br>海尔(Haier) ZL601R 手持式<br>600W 干式吸尘器   | 129  | -23.7% | 129  | 0.00%   | 0.00%   |
|       | 剃须刀<br>飞科(FLYCO)FS372 全身水洗电<br>动剃须刀刮胡须刀   | 99   | 11.2%  | 99   | 11.24%  | 0.00%   |
| 手机    | 苹果<br>苹果 Apple iPhone7 (A1660)<br>128G 红色 全网通 4G 手机                                 | 5778 | -6.6%  | 5799 | -6.29%  | 0.36%   |
|       | 华为<br>荣耀 8 FRD-AL10 全网通 4G 手<br>机 4G+64G 存储 5.2 英寸 真八<br>核                          | 2299 | -8.0%  | 2099 | -22.23% | -8.70%  |
|       | oppo<br>OPPO A57  | 1399 | -12.5% | 1399 | -12.51% | 0.00%   |
|       | 小米<br>小米 红米 4A  | 599  | 20.0%  | 599  | 0.00%   | 0.00%   |
| 数码 IT | 笔记本电<br>脑<br>小米(MI)小米 AIR 13.3 英寸笔记<br>本电脑<br>i5-6200U/8G/256GSSD/GT940<br>MX 1G 独显 | 4999 | 0.0%   | 4995 | 1.94%   | -0.08%  |
|       | 移动电源<br>罗马仕(ROMOSS)sense6 加量版<br>超智能 20000 毫安移动电源充电<br>宝                            | 99   | 11.2%  | 99   | 0.00%   | 0.00%   |
|       | 数码相机<br>奥林巴斯(Olympus) TG-4 1600<br>万像素 数码相机   | 2399 | -4.0%  | 2399 | -4.00%  | 0.00%   |
| 厨电    | 吸油烟机<br>美的(Midea)大尺寸 大面板侧吸<br>式抽油烟机 CXW-180-DJ118                                   | 1299 | 8.3%   | 1299 | 8.34%   | 0.00%   |
|       | 洗碗机<br>美的(Midea)8 套嵌入式洗碗机<br>WQP8-3905-CN 高温烘干                                      | 3199 | -25.6% | 3598 | 5.85%   | 12.47%  |
|       | 电饭煲<br>飞利浦(PHILIPS) HD3060/00 迷<br>你电饭煲 2L  | 349  | 9.4%   | 289  | -3.34%  | -17.19% |



|    |     |   |     |       |     |         |         |
|----|-----|---|-----|-------|-----|---------|---------|
|    | 咖啡机 | 飞利浦(Philips)家用全自动美式滴漏式咖啡机 HD7450 速溶咖啡机            | 268 | 12.1% | 289 | 17.96%  | 7.84%   |
| 母婴 | 奶粉  | 惠氏启赋(Wyeth illumina)学龄前儿童配方奶粉 4 段 (3-7 岁) 900g 罐装 | 294 | -4.5% | 277 | -10.06% | -5.78%  |
|    | 尿不湿 | 好奇 Huggies 银装成长裤 L100 片 大号裤型纸尿裤                   | 112 | -2.6% | 112 | -2.61%  | 0.00%   |
|    | 积木  | 澳贝(AUBY)玩具趣味小树婴幼儿声光积木珠算早教电子琴智慧树 463425DS          | 119 | 21.4% | 99  | 15.12%  | -16.81% |
| 平均 |     |   |     | 3.5%  |     | 2.3%    | -1.24%  |

数据来源：慢慢买、广发证券发展研究中心（注：1.保证抽样随机性，所选产品均为慢慢买官网对应品类默认排名第一产品；2.考虑电子产品自然降价，计算平均值剔除降价超过 10% 产品；3.价差负值表示苏宁易购价格低于京东商城）

2Q2017，苏宁线上自营GMV同比增速达到61%，同期开放平台增速放缓至10.6%；从规模占比来看，自营GMV在总GMV中占比提升至85.4%，同比上升5.3pp。今年以来自营GMV占比提升反应公司线上战略变化：即不再一味追求线上规模放量，在流量有限的情况下，优先立足自营，以服务体验优势（一日三送、大家电送装一体等服务）建立用户粘性；开放平台则优选大型品牌商户（如三只松鼠、全友家居等）和垂直平台（如图书与当当、化妆品与达令、生鲜与易果战略合作等）入驻，突出平台商品和服务品质，差异化竞争。依据Quest Mobile数据，6M2017，苏宁易购APP月活跃用户达到3158万人，同比增长达到92%，大幅领先主要电商平台。

图 47：2017 年以来苏宁线上自营增速高于平台

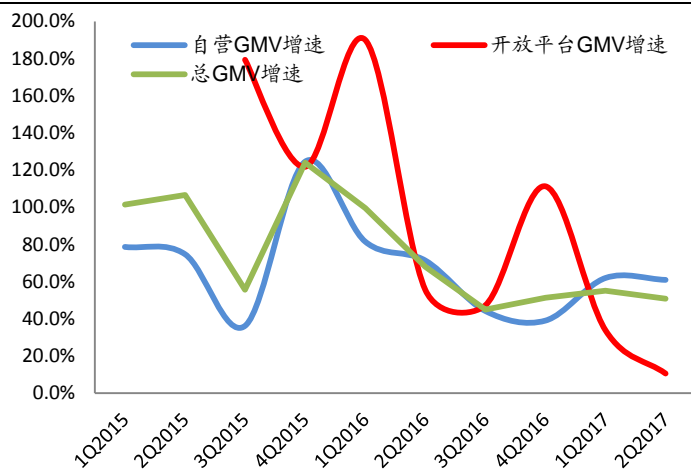
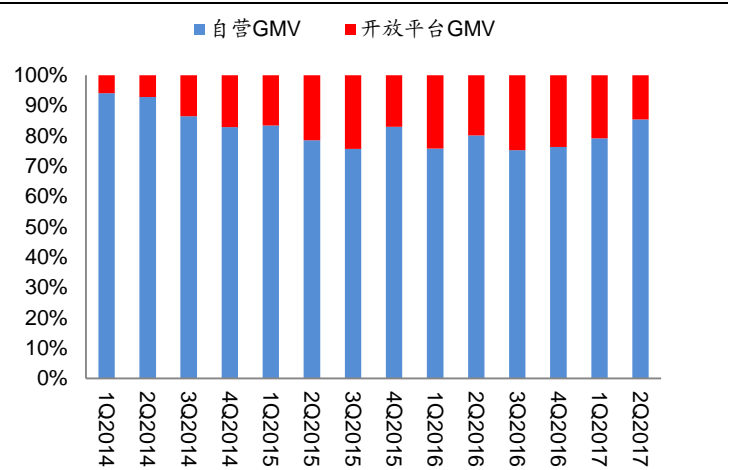


图 48：苏宁自营 GMV 占比在 80% 以上



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 49: 苏宁易购 APP 月活跃用户大幅增长

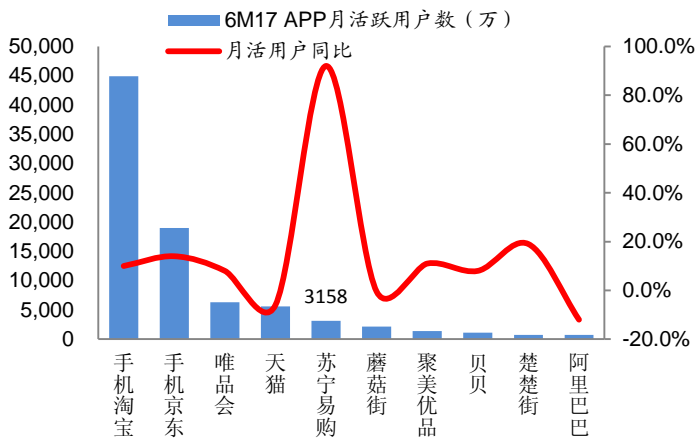


图 50: 苏宁开放平台优选优质商户



数据来源: 公司公告、Quest Mobile、广发证券发展研究中心

**3) 战略携手天猫，带来线上业务新增量。**2016年10月，苏宁与阿里共同出资设立猫宁电商公司（10亿注册资本，苏宁持股51%），在保持双方业务独立的情况下，推动双方在渠道共通、物流共享、联合营销、联合创新和企业服务等维持深入合作。除双方会员资源相互引流和联合宣传外，目前业务合作主要包括几个方面：**①苏宁入驻天猫。**苏宁旗下各版块业务（苏宁易购、红孩子和日本laox）入驻阿里平台，开设天猫旗舰店等相关店铺和频道。目前苏宁易购天猫旗舰店（精选SKU，电器为主的全品类经营）已和天猫超市、天猫国际和聚划算一起，获得天猫APP首页一级入口。**②联合采购。**2017年6月猫宁电商发布“百亿超新星计划”，苏宁和阿里平台联合采购进入实质性推进阶段。未来供应商将直接对接猫宁供货，由猫宁分发至阿里和苏宁两大平台商户。品类方面，初期合作以手机为主，并将逐步向大家电、酒水等苏宁优势品类拓展延伸。**③物流和线下渠道支持。**苏宁物流及天天快递全面接入阿里系承接订单，苏宁帮客对天猫商家开放，提供家电送装。苏宁线下门店资源对阿里全面开放，设立天猫综合服务柜台，提供家电“30天无忧退货”、“180天以换代修”、“上门以旧换新”等优质服务支持。

依据我们跟踪的阿里监测平台数据，上半年苏宁易购天猫旗舰店GMV约80亿，同比接近翻倍增长，且品类分布由手机逐步向大家电及非电器品类拓展。考虑下半年阿里促销旺季到来和双方联合采购实质性推进，苏宁与阿里合作带来的规模放量增长预计在下半年有望持续。

图 51: 苏宁阿里战略合作内容

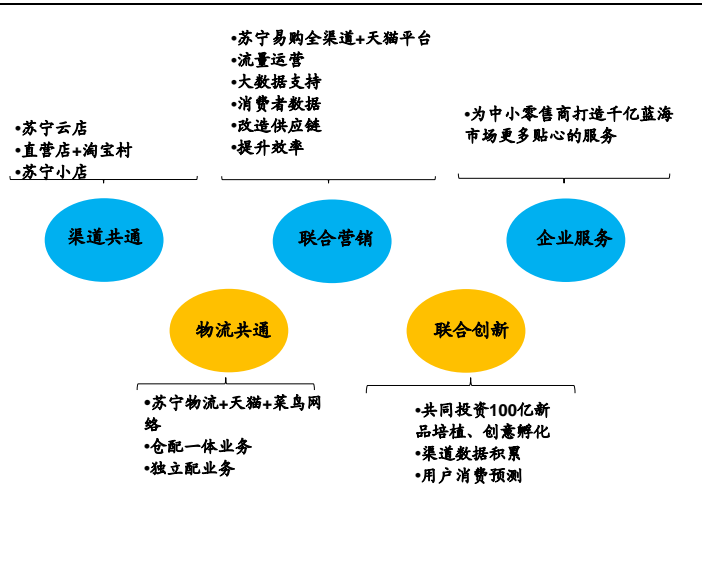


图 52: 苏宁获得天猫 APP 一级入口



数据来源：公司公告、天猫APP、广发证券发展研究中心

图 53: 易购天猫旗舰店 1H17 贡献约 80 亿 GMV

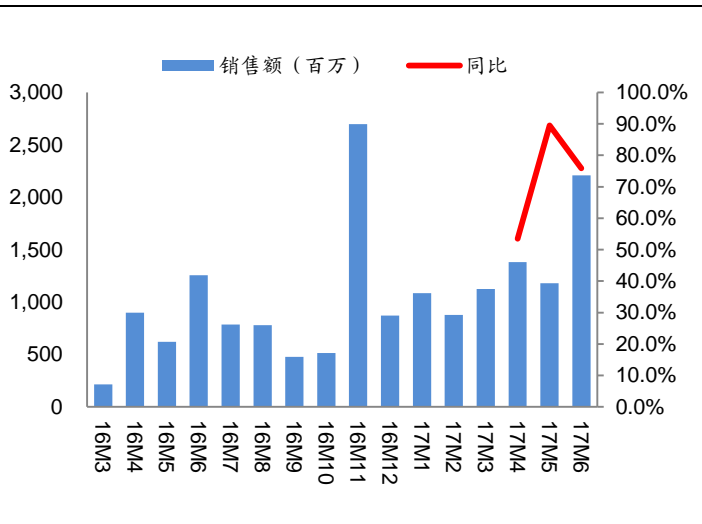
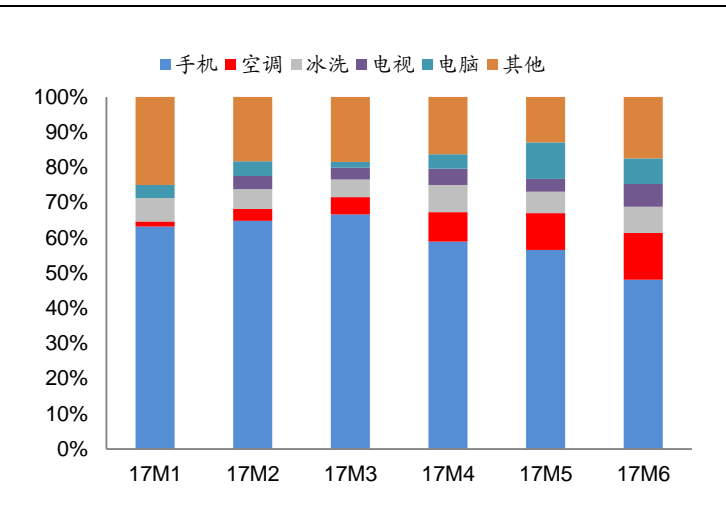


图 54: 易购旗舰店非手机销售占比快速提升



数据来源：淘宝数据监测平台、广发证券发展研究中心

## (二) 从京东历史看苏宁线上发展，步入可持续增长周期

回顾京东发展历史，2013年是其步入可持续发展周期的重要节点：

1) 从规模来看，2013年京东总GMV规模同比增长71.2%至1255亿，首次突破千亿大关；其中开放平台交易规模达到314亿，占比约25%，此后开放平台规模进入放量成长期，规模占比迅速提升，至2016年已达43.4%；平台业务规模膨胀同步带动京东非电器类产品销售占比快速提升，至2016年，京东非电器类产品销售占比达到50.2%，对比2013年大幅上升13.8pp。

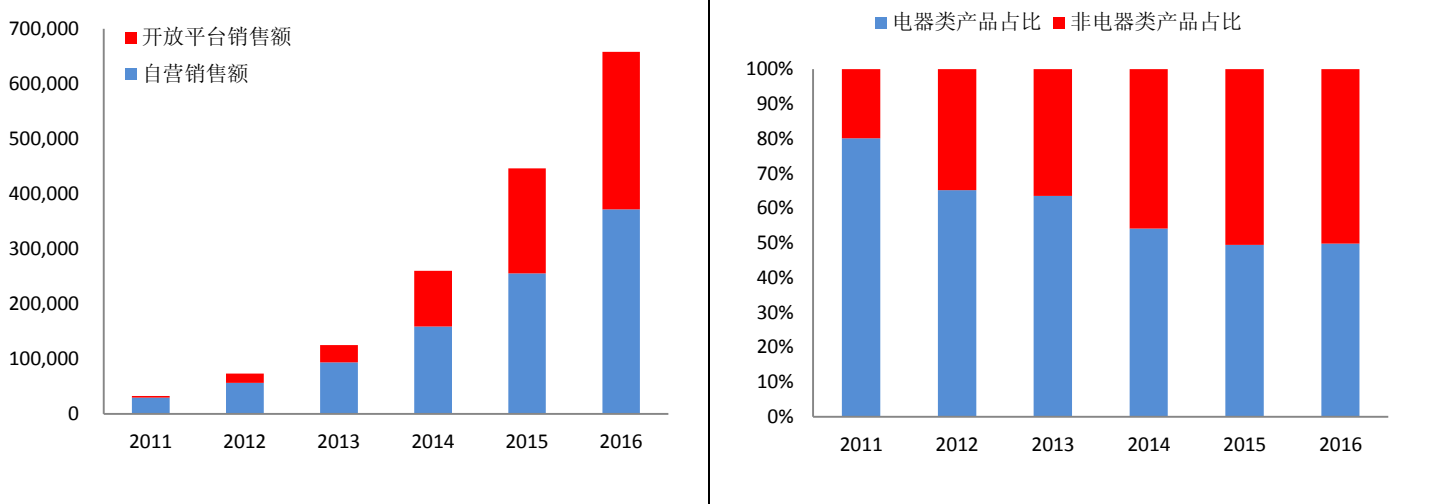
2) 从运营效率来看，以存货周转衡量，2013年京东存货周转天数下降3.6天至32.1天到达近年来低点，自营效率达到极致。此后稳步上行（主要由于从3C品类向大家电及服装百货等扩张），应付账款周转天数滞后一年（2014年）达到低点后也开始上行，抵消存货周转放缓对资金的占用；对应总期间费用率(Non-GAAP口径)

从2013年10.68%的低点持续上行，至2016年达到15.82%；

3) 从盈利和现金流情况来看，2013年，京东首次扭亏为盈，实现净利润2.24亿（Non-GAAP口径，2012年亏损15.02亿），净利润率0.33%。至2016年，京东净利润率始终维持在±1%以内，处于高度可控状态；经营活动净现金流则自2012年转正（先于利润转正1年）后始终健康，支持京东以规模扩张优先的战略目标。

4) 从盈利来源来看，2013年以前京东减亏主要源自规模效应积累、运营效率提升带来费用端的持续下行；2013年以后费用端下行空间达到瓶颈，同时自营业务保持价格竞争力，毛利率提升较为克制，第三方平台业务扩张带来服务收入快速成长，从而带动综合毛利率快速提升，覆盖费用率上行趋势。2013-2016，京东第三方平台等业务毛利率（比自营业务收入）贡献从3.46%上升5.99pp至9.46%，推动综合毛利率从10.21%上升6.4pp至16.61%，营业利润率（综合毛利率-期间费用率）从-0.47%上升至0.79%。

图 55: 2014 年开始京东开放平台销售占比快速提升(百万) 图 56: 开放平台服务收入贡献主要毛利率增量



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 57: 京东 2016 年平台佣金率约 7.9%

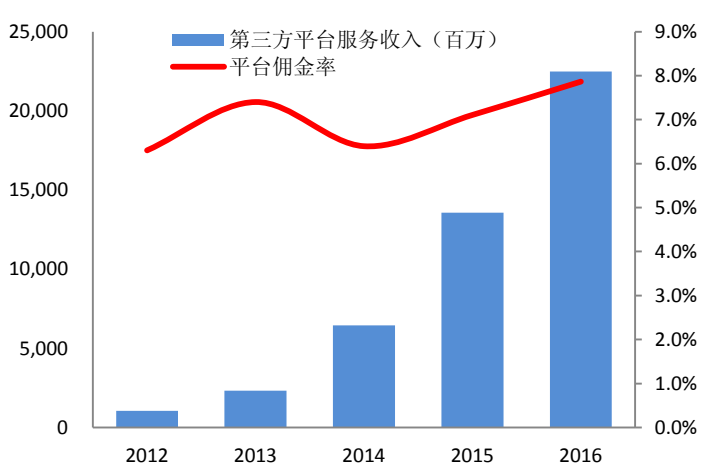
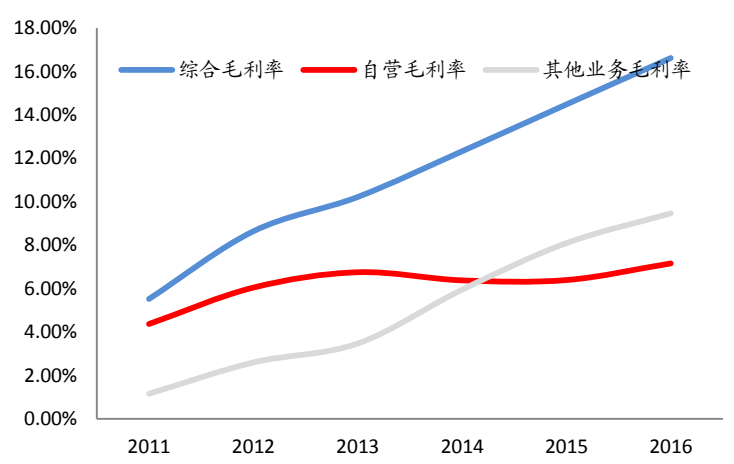


图 58: 开放平台服务收入贡献主要毛利率增量



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 59: 13 年存货周转天数达到低点, 运营效率提升接近饱和 (天)

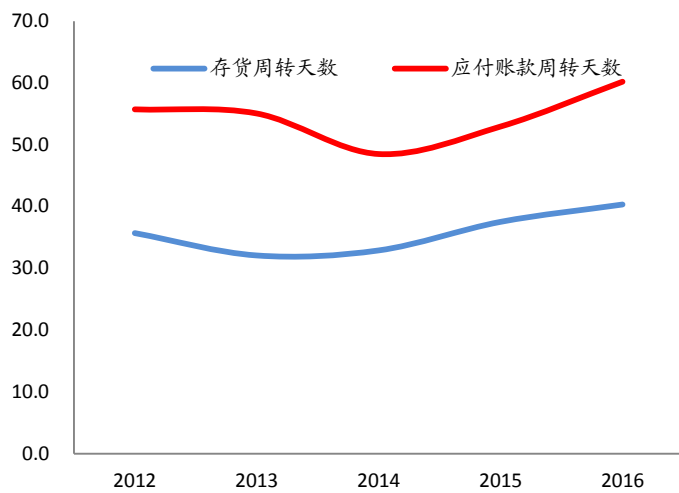
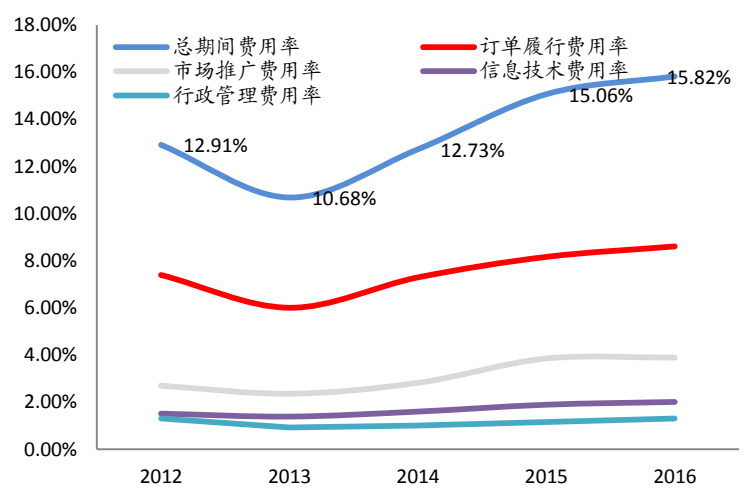


图 60: 期间费用下降在 13 年达到低点后开始上升



4数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 61: 2013 年起京东已进入盈利可控区间

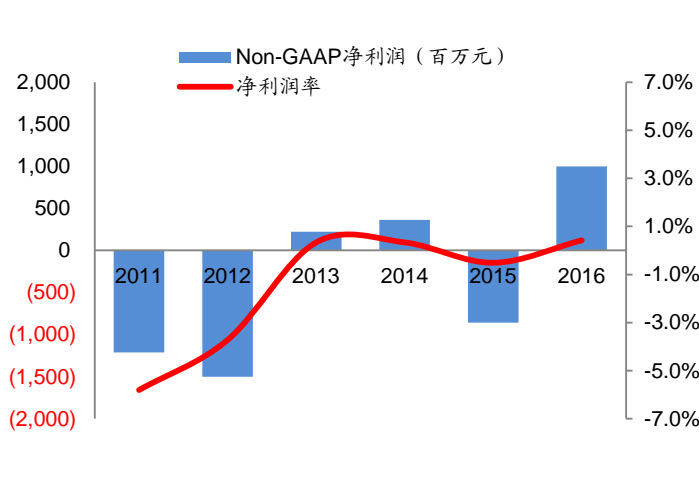
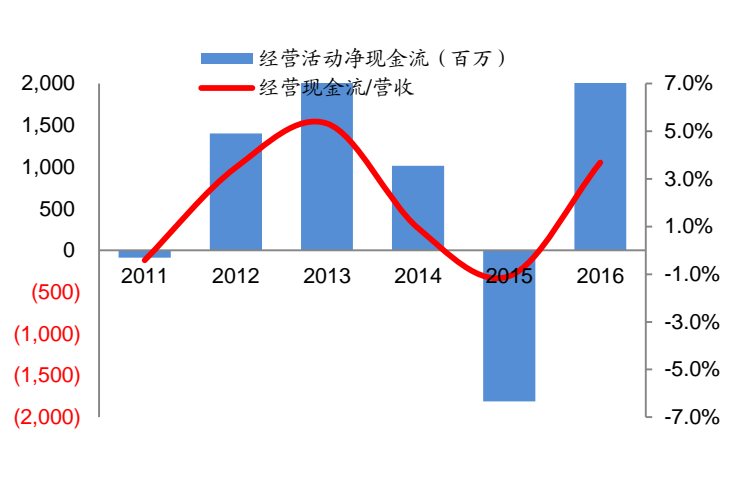


图 62: 京东经营现金流优秀支持规模扩张



4数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

苏宁2017年线上业务规模预计超越京东2013年水平, 有望复制京东轨迹, 步入减亏乃至盈利可控的可持续发展状态:

1) 从总GMV规模来看, 苏宁2016年线上总体规模805亿, 预计2017年将达到1220亿 (yoy+52%), 超过京东2013年净GMV1039亿的水平 (剔除退单等影响, 与苏宁口径基本一致);

2) 从GMV构成来看, 苏宁2016年自营/开放平台GMV619亿/186亿, 预计2017年将达到978亿/242亿 (yoy+59%/30%); 京东2013年自营/开放平台净GMV约779亿/260亿, 苏宁开放平台业务规模略低; 品类构成方面, 2016年苏宁线上自营部分电器类占比约85-90%, 预计2017年进一步下降至80-85%; 假设开放平台基本不含电器类产品, 则整体非电器类产品占比达到32%-36%, 基本与京东2013年相当;

3) 从用户和商户规模来看, 苏宁线上平台2015年活跃用户数已达0.51亿, 估算2016年活跃用户超过0.6亿, 超过京东2013年0.47亿的规模; 2016年末开放平台商

家数约3万家，较京东6万（2014年）平台商家数尚有提升空间。

整体来看，苏宁2016年线上自营毛利率约6-7%，期间费用率约12-13%，亏损率约6%，对应绝对亏损额约37亿元。参考京东减亏路径，预计2017年苏宁线上费用率有望继续下降1-2%（依据公司快报披露，1H2017苏宁整体运营费用率同比下降1.59%）；自营毛利率上升至7-8%（商品结构变化，大家电、非电器类高毛利占比增加），预计全年线上亏损率有望收窄至3-4%，绝对亏损额下降至30-35亿。未来两年苏宁线上业务将步入规模高成长且投入可控的可持续发展阶段，绝对亏损持续较少，预计2019年前后达到盈亏平衡附近。

此外，对比苏宁与天猫及京东平台业务情况，2016年苏宁开放平台店均活跃用户（活跃用户数/开放平台商户数）约为0.27万，低于天猫0.37万人水平，但高于京东0.19万人水平；但从店均GMV（开放平台GMV/商户数）来看，苏宁62万元水平显著低于京东238万和天猫1304万的水平。预计天猫&京东平台流量成本持续上升，将驱动商家更加关注苏宁渠道，苏宁开放平台佣金率及佣金收入均有大幅上升空间。

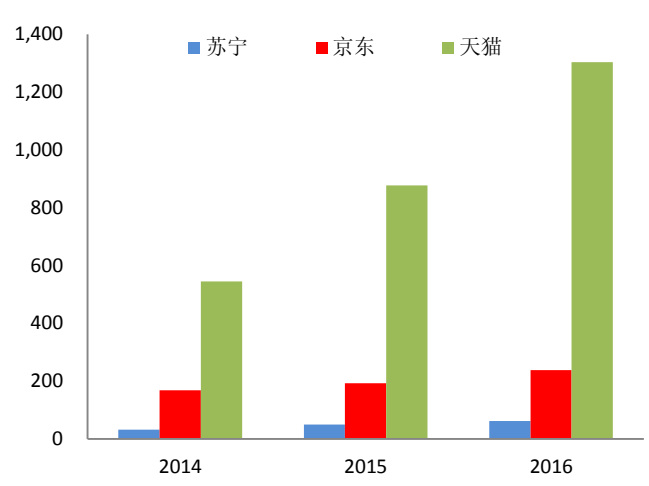
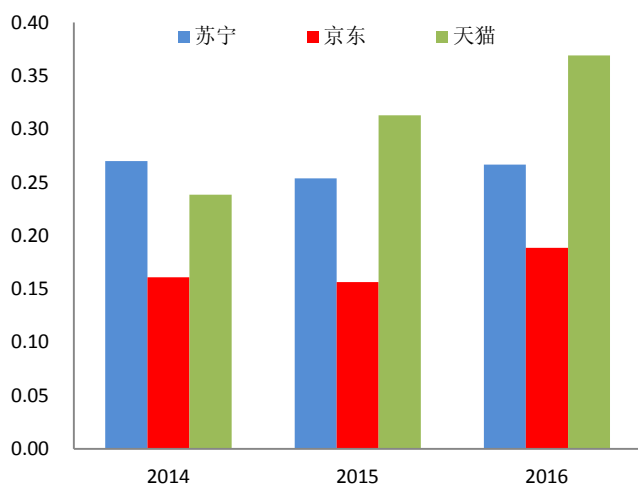
表 6: 目前苏宁线上体量与京东 2013 年基本相当

| 项目          | 苏宁 2016A          | 苏宁 2017E          | 京东 2013A                         |
|-------------|-------------------|-------------------|----------------------------------|
| 总 GMV 规模    | 805 亿             | 1220 亿            | 总 GMV1255 亿, 净 GMV 1039 亿        |
| 自营 GMV 规模   | 619 亿             | 978 亿             | 总 GMV941 亿, 净 GMV779 亿           |
| 开放平台 GMV 规模 | 186 亿             | 242 亿             | 总 GMV314 亿, 净 GMV260 亿           |
| 品类构成        | 自营电器类占比<br>85-90% | 自营电器类占比<br>80-85% | 自营电器类占比约 80-85%、整体电器类占比<br>63.6% |
| 活跃用户数       | 0.51 亿 (2015)     |                   | 0.47 亿                           |
| 开放平台商家数     | 3 万               |                   | 6 万 (2014)                       |

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心（京东公布 GMV 数据包含退单，剔除退单后，净 GMV 数值与苏宁口径基本一致）

图 63: 苏宁开放平台店均活跃用户领先京东（万人/家）

图 64: 苏宁开放平台店均 GMV 尚小（万元/家）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## 四、物流&金融：零售生态延伸，服务输出贡献盈利

物流是苏宁近年来最为重要的投资方向之一。过往苏宁物流领域投入更多聚焦中后端的仓储和干线物流体系搭建，仓储体系建设领先同行；在完成天天快递收购后，苏宁将天天过万配送网点、14.2亿单年配送能力（2016年）纳入体系，弥补苏宁小件物流能力缺陷，大幅提升苏宁综合物流服务能力。2016年苏宁自营社会化物流收入规模同比增长322%，叠加天天后，2016年整体物流业务收入约30亿元，利润贡献过亿。考虑天天并入苏宁体系后共享苏宁后端仓储和前端客户资源，加之服务体验快速提升，后续苏宁物流部门业务体量有望快速提升。

苏宁金融板块持有民营银行、第三方支付、消费金融公司等13张金融牌照，是牌照最为齐全的民营金融集团之一。目前苏宁旗下金融业务主要有三个经营实体，即苏宁金服、苏宁消费金融和苏宁银行。在经过2016年以来对旗下业务梳理和架构调整后，苏宁金融板块业务已基本完成模式探索和风控体系搭建，预计2017年将迎来业务规模和利润放量增长期。

### （一）物流：仓储体系领先同行，收购天天补齐配送短板

物流作为零售自然延伸，是苏宁近年来最为重要的投资方向之一。将物流划分为仓储与配送两个主要环节，过往苏宁物流领域投入更多聚焦中后端的仓储和干线物流体系搭建，仓储体系建设领先同行；在完成天天快递收购后，苏宁将天天过万配送网点、14.2亿单年配送能力（2016年）纳入体系，弥补苏宁小件物流能力缺陷，大幅提升苏宁综合物流服务能力。

从仓储环节来看，依据世邦魏理仕数据，国内高标物流仓库建设大幅落后发达国家。2015年，国内高标物流仓储面积约2000万平米；人均约0.015平米，同期美国高标仓库面积约3.7万平米，人均1.17平米。供给端不足加上电商等上游行业需求旺盛，2015年高标物流仓储供给缺口达2390万平米。租金方面，2016年全国高标仓库平均月租金32.7元/平米，其中华东（34.7元）和华南（34.2元）租金水平最高。且从趋势来看，主要城市高标仓库租金水平持续稳步上行，2Q2017，北上广深四地平均月租金达到41.2元/平米，同比上升约2.7%。

1H2017期末，苏宁旗下物流仓储面积已达614万平米（含原天天），其中自有仓储面积约450万平米，在主要物流地产运营商中仅次于普洛斯。2014年，苏宁宣布组建物流子公司，除满足自有业务需求外，对外提供合同物流、仓储代运营、仓配一体、供应链金融、仓储租赁等多元社会化物流服务。业务涵盖家电、超市、酒水、家装等多个行业，重点服务供应商、菜鸟和苏宁平台商户过1000家客户（2016年）。

我们从两个维度测算苏宁现有仓库资源价值：1）物流仓储运营价值。采用物流地产行业常用的NOI方法估值，假设苏宁自有仓储未来40%用户社会化出租，假设苏宁物流租金与行业平均水平相当，即月租金为32.7元/平米月租金、按照行业平均75%毛利率、5.5%资本化率水平测算，暂不考虑后续物流地产投资建设，则苏宁物流资产总价值约社会化物流仓储价值约96亿元，整体自有仓储价值约241亿元；2）资产重置价值。参考2016年5月苏宁物流资产证券化操作，苏宁6处仓储物业资产总评估价值为16.5亿元，平均增值32.4%。则1Q2017期末苏宁账面223亿物业性资产重置价值约294亿元，对应其中40%社会化出租部分价值约118亿元。综合来看，苏

宁现有社会化仓储资源价值约100亿元。

$$\text{社会化仓储价值} = \frac{\text{年收入} \times \text{毛利率}}{\text{资本化率}} = \frac{7.1 \times 75\%}{5.5\%} \approx 96 \text{亿元}$$

图 65: 苏宁自有仓储物流面积仅次于普洛斯

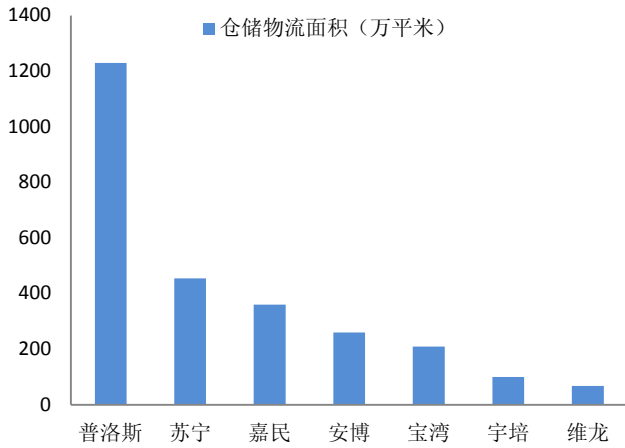
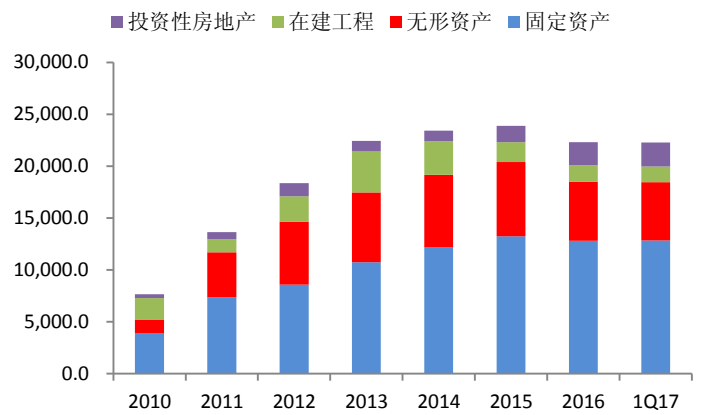


图 66: 1Q17 苏宁账面物业性资产规模约 223 亿 (百万)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表 7: 苏宁物流资产证券化项目基本情况

| 物流中心   | 仓储面积 (万平) | 建筑面积 (万平) | 投入使用年份 | 评估价 (亿元) | 资产净值 (亿元) | 增值率   |
|--------|-----------|-----------|--------|----------|-----------|-------|
| 成都物流中心 | 4.7       | 5.7       | 2011   | 2.8      | 1.6       | 71.0% |
| 无锡物流中心 | 3.8       | 4.8       | 2011   | 2.1      | 1.4       | 48.5% |
| 包头物流中心 | 3.8       | 5.6       | 2013   | 1.6      | 1.6       | 1.8%  |
| 青岛物流中心 | 4.3       | 6.1       | 2013   | 2.8      | 2.7       | 0.3%  |
| 南昌物流中心 | 3.8       | 5.6       | 2013   | 1.9      | 1.9       | 1.6%  |
| 广州物流中心 | 10.5      | 14.0      | 2013   | 5.3      | 3.2       | 66.8% |
| 合计     | 30.9      | 41.9      | /      | 16.5     | 12.5      | 32.4% |

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 67: 国内高标仓储建设大幅落后美国

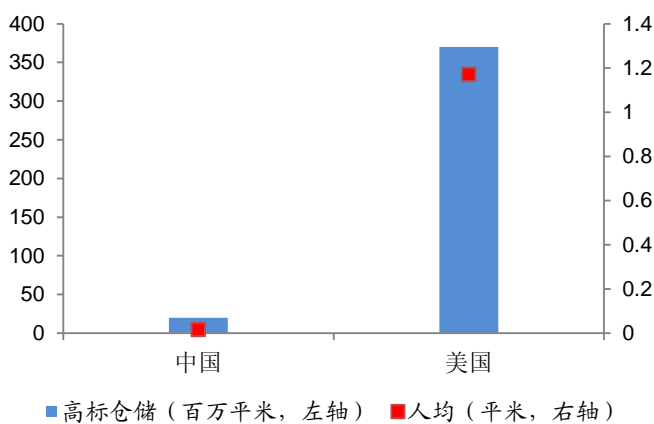
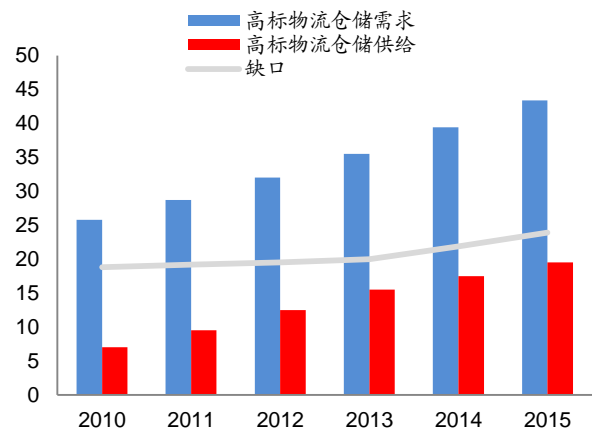


图 68: 中国高标仓储物流需求缺口较大 (百万平)



数据来源: 世邦魏理仕、广发证券发展研究中心



图 69: 2016 年全国高标仓储平均月租金 32.7 元/平米

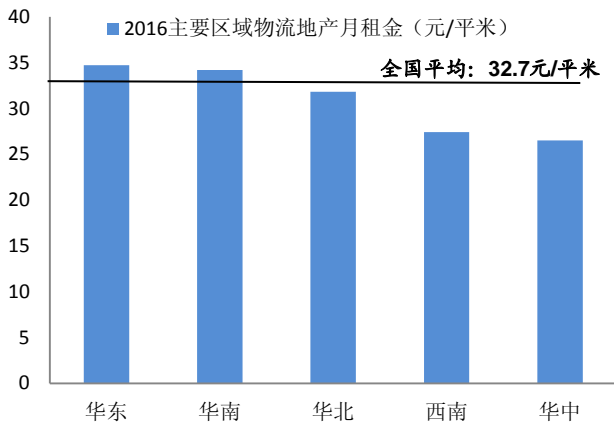
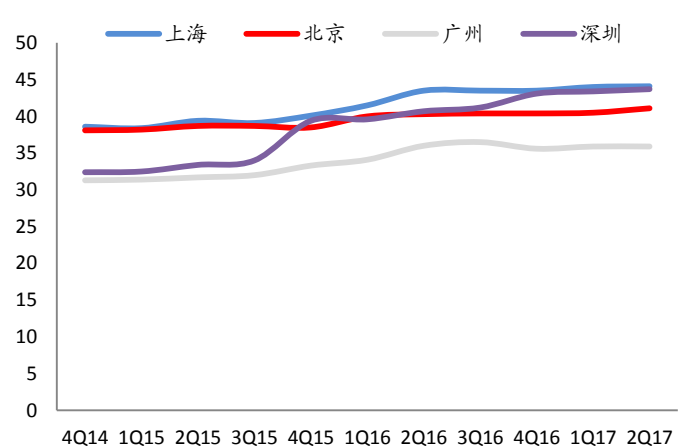


图 70: 一线城市仓储月租金稳步上行 (元/月)



数据来源: 淘宝数据监测平台、广发证券发展研究中心

表 8: 收购天天后, 苏宁物流配送能力领先自营电商 (2016)

| 项目   | 苏宁  | 京东                                       | 国美                                    |
|------|---|--|---------------------------------------|
| 业务量  | 苏宁自营 1.83 亿件+天天 14.19 亿件                            | 12.98 亿件                                 | 中大件年配量 5000 万+, 小件日单量 20 万+           |
| 物流仓  | 583 万方 (自建为主), 32 个区域配送中心 (另有 15 个在建)               | 560 万方, 25 个城市、256 个仓库 (6 个城市拥有 7 个自建仓库) | 300 万方, 21 个大型仓、206 个转运分拣点、1600 多个门店仓 |
| 覆盖范围 | 352 个地级城市、2,805 个区县                                 | 2639 个区县                                 | 700 多个城市、2800 多个区县                    |
| 网点数  | 17000 个   | 6906 个 (含自提)                             | 2252 个                                |
| 特色支持 | 90% 以上覆盖区域次日达、18% 覆盖区域次日达 (1H16); 114 个城市提供家电送装一体服务 | 85% 自营订单当日达/次日达 (2015 年)                 | 248 个次日达城市                            |

数据来源: 公司公告、《快递市场监管报告》、国美安迅物流官网、广发证券发展研究中心

从配送环节来看, 1H2017 全国规模以上快递行业收入规模同比增长 27.2% 至 2181 亿元; 业务量规模同比增长 30.7% 至 173 亿件, 增速相比 2016 年全年分别 43.5% 和 51.3% 的水平下滑明显。上游电商等旺盛需求驱动下快递行业规模依然保持快速增长, 但行业已开始面临服务转型升级拐点。从行业集中度来看, 过去多年行业野蛮生长, 价格战惨烈以致行业集中度持续下行: 2008-2016 年, 快递行业整体件均单价由 26.99 元大幅降至 13.4 元; 对应行业 CR8 集中度由 2013 年底约 79.9% 下降至 2017 年 1 月的 75.7%。

伴随行业趋于成熟, 主要龙头公司实现上市, 过往“价格战抢占市场份额—规模效应降低成本—持续价格战抢占份额”的单一价格战策略未来或将难以奏效, 服务升级赢得用户粘性将是未来成长关键。2017 年以来, 行业 CR8 集中度由年初低点持续回升至 6 月的 77.8%。我们预计龙头公司凭借规模、资金、服务等优质将持续抢占市场, 行业集中度将持续提升。

2017 年 4 月, 苏宁收购天天 70% 股权 (依据收购公告, 剩余 30% 股权将于交割

完成后12个月内完成收购)完成股权交割,天天快递正式纳入苏宁物流体系。依据国家邮政局数据,2016年苏宁自营快递单量约1.83亿件,天天约14.19亿件。两者合计约16亿件年快递单量已超过京东(12.98亿件),快递业务规模领先电商同业,相比中通(45亿件)、圆通(44.6亿件)、申通(32.6亿件)、顺丰(25.8亿件)等行业领先快递公司规模尚有差距。

2016年苏宁自营社会化物流收入规模同比增长322%,叠加天天后,2016年整体物流业务收入约30亿元,利润贡献过亿。考虑天天并入苏宁体系后共享苏宁后端仓储和前端客户资源,加之服务体验快速提升(依据邮政局数据,6M17,苏宁自营快递每百万件快递有效申诉仅0.08件领先行业,同期天天有效申诉由2016年的15.77件快速下降至5.51件),后续苏宁物流部门业务体量有望快速提升。1H2017,苏宁社会化物流收入同比增长153%(不含天天,天天因业务整合调整,估算增速放缓至30%以内,下半年整合结束后有望放量)。预计未来三年苏宁社会化物流业务收入复合增速有望达到35%以上,净利润复合增速有望达到50%以上。

图 71: 1H17 国内快递营收/业务量同比增长 31%/27%

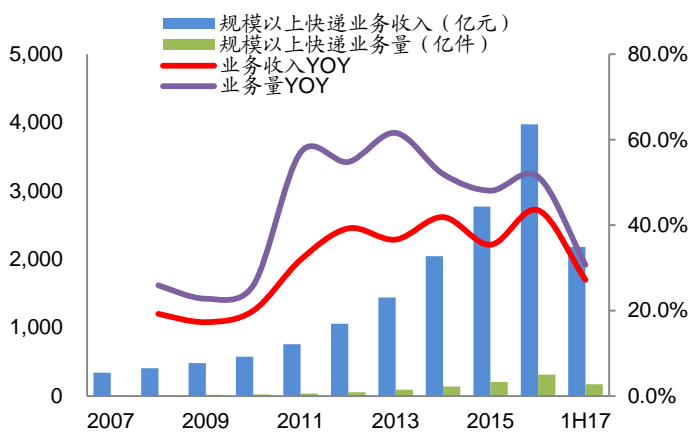
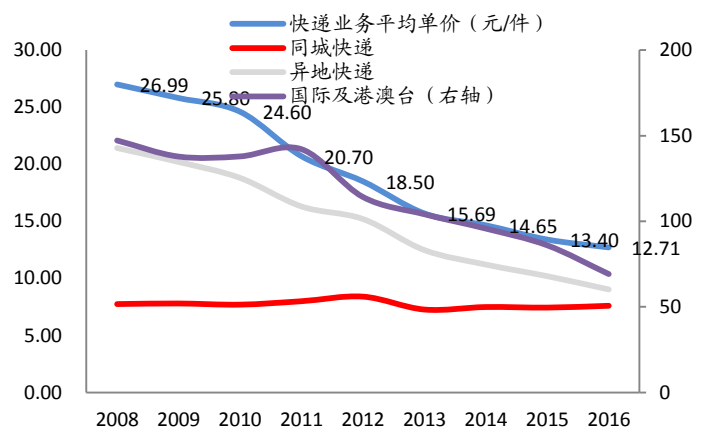


图 72: 快递行业价格战竞争激烈



数据来源: 淘宝数据监测平台、广发证券发展研究中心

图 73: 快递行业历经价格战后集中度重新提升

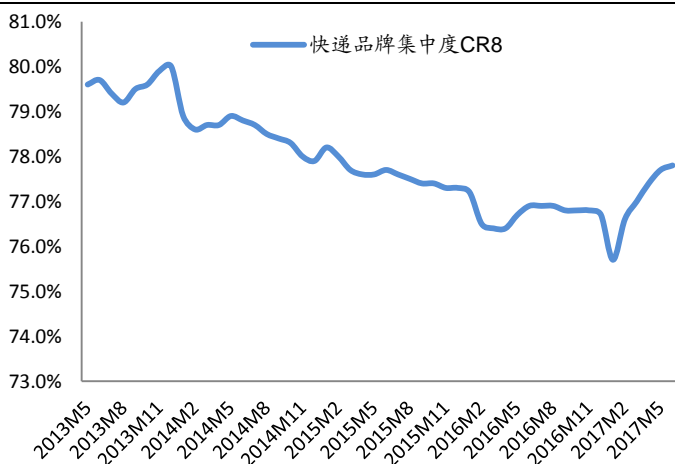
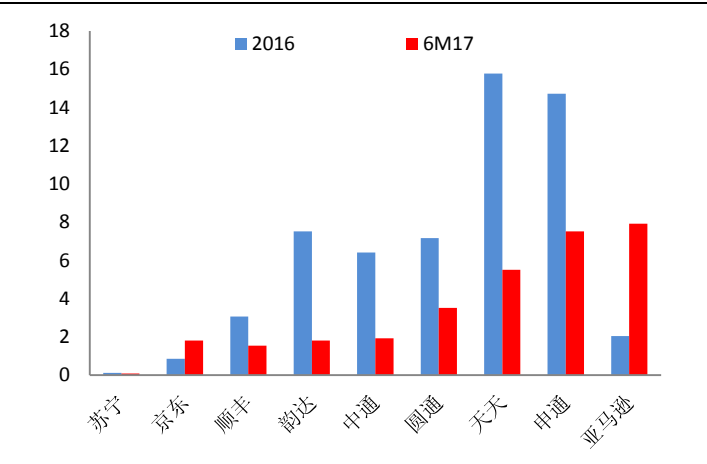


图 74: 天天并入苏宁后服务满意度快速提升(件有效申诉/百万件快件)



数据来源: 淘宝数据监测平台、广发证券发展研究中心

表 9: A 股上市龙头快递公司估值情况 (百万元)

| 公司   | 市值      | 营收     |        | 净利润   |       | PS          |             | PE           |              |
|------|---------|--------|--------|-------|-------|-------------|-------------|--------------|--------------|
|      |         | 2016   | 2017E  | 2016  | 2017E | 2016        | 2017E       | 2016         | 2017E        |
| 顺丰控股 | 204,415 | 57,483 | 69,859 | 4,180 | 3,825 | 3.56        | 2.93        | 48.90        | 53.44        |
| 圆通速递 | 50,980  | 16,818 | 22,125 | 1,372 | 1,606 | 3.03        | 2.30        | 37.16        | 31.74        |
| 申通快递 | 39,571  | 9,881  | 12,410 | 1,262 | 1,548 | 4.00        | 3.19        | 31.36        | 25.55        |
| 韵达股份 | 47,473  | 7,350  | 9,709  | 1,177 | 1,582 | 6.46        | 4.89        | 40.33        | 30.00        |
| 平均   |         |        |        |       |       | <b>4.26</b> | <b>3.33</b> | <b>39.44</b> | <b>35.19</b> |

数据来源: WIND、广发证券发展研究中心 (市值截至 2017.8.4 收盘)

## (二) 金融: 牌照资源丰富, 业务放量可期

在经过2016年以来对旗下业务梳理和架构调整后, 苏宁金融板块业务已基本完成模式探索和风控体系搭建, 预计2017年将迎来业务规模和利润放量增长期。目前苏宁旗下金融业务主要有三个经营实体, 即苏宁金服、苏宁消费金融和苏宁银行。

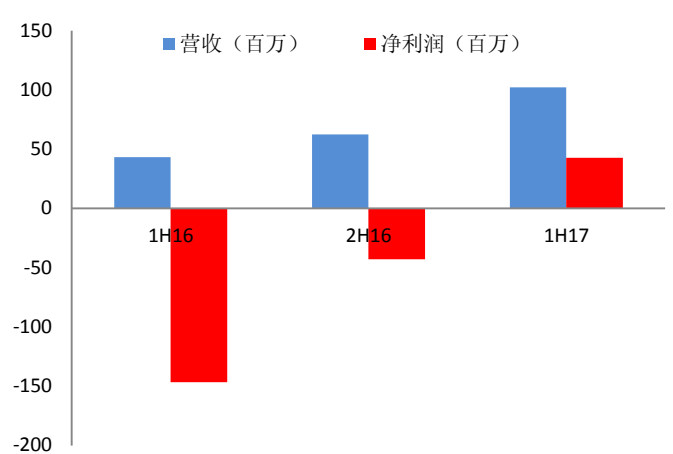
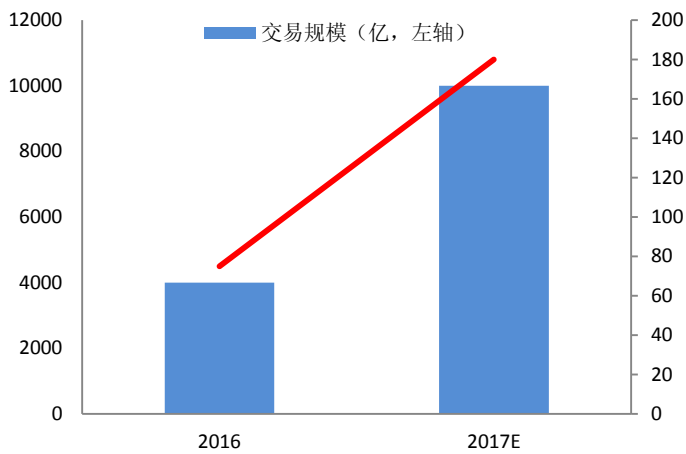
**1) 苏宁金服。**上市公司持股60%。2016年4月重组新设, 用以整合旗下主要持牌金融业务。目前已完成苏宁旗下**第三方支付**(南京苏宁易付宝网络科技有限公司)、**供应链金融**(重庆苏宁小额贷款有限公司、苏宁商业保理有限公司)、**理财众筹**(江苏苏宁易贷金融信息服务有限公司)、**保险销售**(苏宁保险销售有限公司)、**基金销售**(南京苏宁基金销售有限公司)、**预付卡**(芜湖万联智能通卡有限公司)、**征信**(江苏苏宁征信服务有限公司)、**私募股权基金**(南京苏宁富宝投资管理有限公司)等业务整合。2017年1月正式完成战略投资者(苏宁金控, 苏宁集团旗下, 持股35%)引入及核心员工持股(5%), 投后整体估值166.67亿元。2016年苏宁供应链金融放贷约75亿, 总交易规模过4000亿(含支付、理财等); 预计2017年总交易规模有望接近万亿(业绩快报披露1H17交易规模同比增长172%), 其中供应链金融余额有望达到180亿; 同时年内有望启动二次融资引入外部战略投资者。

**2) 江苏苏宁银行。**注册资本40亿元, 2016年12月获批筹建, 2017年6月正式开业, 上市公司持股30%。苏宁银行定位“科技驱动的 O2O 银行”, 线上线下高度融合发展。一方面注重线上布局, 满足中小微企业和个人用户全方位、定制化的普惠金融服务; 另一方面注重线下渠道优势, 联合线下门店资源和财富中心打造实体金融体验中心。考虑苏宁体系企业和用户资源, 预计苏宁银行开业后业务规模将快速扩张, 年末规模预计达到150亿, 三年内达到300亿规模上限(暂不考虑增资扩股影响)。

**3) 苏宁消费金融公司。**持牌消费金融公司, 注册资本6亿元(2016年10月增资3亿元), 上市公司持股49%。依托苏宁体系丰富消费场景, 苏宁消费金融在经历初期试错后风控模型逐步完善, 2016年下半年以来盈利能力大幅改善: 1H2017, 苏宁消费金融公司营收同比增长137%至1.06亿; 利润总额达到0.43亿, 同比扭亏。截至期末累计放款规模过200亿, 放款笔数过1500万, 笔均贷款约1400元。

图 75: 苏宁金服交易规模快速增长

图 76: 苏宁消费金融公司扭亏



数据来源: 苏宁金融官网、公司公告、广发证券发展研究中心

表 10: 苏宁旗下金融牌照资源齐全

| 牌照     | 产品或公司        | 获批时间     |
|--------|--------------|----------|
| 第三方支付  | 苏宁易付宝        | 2012年7月  |
| 小额贷款公司 | 重庆苏宁小额贷款公司   | 2012年12月 |
| 消费金融   | 苏宁消费金融有限公司   | 2015年5月  |
| 商业保理   | 苏宁商业保理有限公司   | 2013年10月 |
| 企业征信   | 江苏苏宁征信服务有限公司 | 2016年1月  |
| 基金销售   | 苏宁保险销售有限公司   | 2014年2月  |
| 基金支付   | 南京苏宁基金销售有限公司 | 2016年3月  |
| 私募基金   | /            | /        |
| 保险销售   | 苏宁保险销售有限公司   | 2014年2月  |
| 预付卡    | *收购安徽华夏通而得   | 2011年    |
| 海外支付   | /            | /        |
| 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 |

数据来源: 第一金融、广发证券发展研究中心

## 五、盈利预测及投资建议

### （一）盈利预测：投入可控，未来三年收入端步入可持续增长周期

依据快报披露，苏宁云商1H2017营收同比增长21.6%至836亿（增速相比2016/1Q17的9.6%/17.4%继续加快）；归属净利润2.9亿，同比扭亏为盈（1Q17/2Q17分别0.8亿/2.1亿）。我们拆分公司业务，从线上&线下零售、物流、金融四大板块对公司主要财务及经营指标进行预测。预计苏宁云商2017-2019年总营业收入分别为1880亿、2321亿和2804亿，同比分别增长26.5%、23.5%和20.8%；归属净利润分别为6.8亿、17.5亿和30.2亿。分业务来看：

1) 线上板块, 依托易购主站和天猫旗舰店双平台, 且下半年与天猫联合采购预计将有实质性推进, 预计线上自营规模仍将保持快速扩张; 易购平台业务在完成调整之后, 下半年开始有望重回快速增长通道。预计2017-2019年线上总GMV分别为1220亿、1773亿和2409亿, 同比分别增长51.6%、45.3%和35.9% (2016/1H17增长60.1%/52.8%); 其中自营GMV分别为978亿、1409亿和1864亿, 同比分别增长58.1%、44.1%和32.3% (2016 /1H17增长53.6%/61.4%)。同时伴随自营品类由3C向家电、母婴等品类扩张、规模效应带来费用率持续摊销以及开放平台佣金收入贡献, 预计线上经营亏损率有望持续收窄, 预计2017-2019年线上经营性亏分别39.2亿、24.3亿和6.2亿 (2016年亏损约37.4亿), 净亏损率由2016年的6%逐步收窄至2019年的0.3%;

2) 线下板块, 城市市场大店调整已近尾声, 且消费升级带来的品质化需求红利和优化的竞争结构下, 预计2017年开始门店有望数重回净增长, 同店维度预计保持小个位数稳步增长, 毛利率和费用率平稳。低线市场渠道下沉红利仍在, 易购服务站历经两年探索基本成型 (1H17可比门店收入增长33.5%), 且后续将开放“零售云”加盟平台, 后续将为公司带来低线市场增量。预计2017-2019年线下营收分别为986亿、1025亿和1076亿, 贡献44.4亿、46.1亿和48.4亿经营利润 (2016年约为365亿)。综合线上线下, 零售板块2017-2019年经营性利润分别5.2亿、21.8亿和42.3亿 (2016年微亏约0.6亿), 经营性利润率分别为0.28%、0.94%和1.51%。

3) 物流板块, 2017年5月天天正式开始并表, 历经与苏宁自营物流仓储及配送体系整合调整, 预计未来苏宁物流体系仍将保持“苏宁快递”和“天天快递”双品牌运营, 但后端系统将全部打通统一调配, 其中天天将主要承接苏宁体系小件配送业务, 原苏宁快递则主要负责大件配送, 双方优势互补。预计2017-2019年苏宁社会化物流板块收入分别为43.6亿、66.3亿和94.3亿 (2016年苏宁+天天合计约30亿), 未来三年复合增速约为45.8% (含天天); 贡献经营利润约3.1亿、5.0亿和7.5亿。

4) 金融板块, 金融板块三大经营主体主要业务为第三方支付、供应链金融和消费金融。预计2017-2019年第三方支付流水分别达到0.9万亿、1.35万亿和1.76万亿 (2016年超过0.4万亿, 1H17同比增长172%); 供应链金融贷款余额分别达到200亿、300亿和500亿规模 (2016年75亿, 考虑下半年苏宁银行开业带来业务增量); 消费金融放贷规模分别达到200亿、300亿和400亿规模 (截至1H17苏宁消费金融两年放贷200亿, 考虑下半年苏宁银行开业业务增量)。金融板块合计贡献经营利润6.7亿、10亿和12.8亿 (2016年仅苏宁金服贡献2.6亿税前利润)。

表 11: 苏宁云商主要财务及经营指标预测 (百万元)

| 项目      | 2015    | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入   | 135,548 | 148,585 | 187,963 | 232,115 | 280,403 |
| YOY     | 24.44%  | 9.62%   | 26.50%  | 23.49%  | 20.80%  |
| 综合毛利率   | 14.44%  | 14.36%  | 14.38%  | 14.27%  | 14.31%  |
| 销售+管理费用 | 15.45%  | 14.40%  | 13.85%  | 13.08%  | 12.55%  |
| 经营利润    | -1,370  | -60     | 987     | 2,770   | 4,947   |
| 经营利润率   | -1.01%  | -0.04%  | 0.53%   | 1.19%   | 1.76%   |
| 归属净利润   | 873     | 704     | 682     | 1747    | 3018    |
| 净利润率    | 0.64%   | 0.47%   | 0.36%   | 0.75%   | 1.08%   |
| 线上总 GMV | 50,273  | 80,510  | 122,037 | 177,275 | 240,927 |

|            |         |        |        |         |         |
|------------|---------|--------|--------|---------|---------|
| YOY        | 94.9%   | 60.1%  | 51.6%  | 45.3%   | 35.9%   |
| 易购主站自营 GMV | 40,293  | 51,870 | 77,805 | 108,927 | 141,605 |
| YOY        | 78.3%   | 28.7%  | 50.0%  | 40.0%   | 30.0%   |
| 易购天猫旗舰店    |         | 10,000 | 20,000 | 32,000  | 44,800  |
| YOY        |         |        | 100.0% | 60.0%   | 40.0%   |
| 易购开放平台 GMV | 9,980   | 18,640 | 24,232 | 36,348  | 54,522  |
| YOY        | 212.85% | 86.77% | 30.0%  | 50.0%   | 50.0%   |
| 线上自营毛利率    |         | 6.5%   | 7.5%   | 8.5%    | 9.0%    |
| 开放平台扣点率    |         | 2.0%   | 2.0%   | 3.0%    | 4.0%    |
| 线上费用率      |         | 12.5%  | 11.5%  | 11.0%   | 10.5%   |
| 线上经营利润     |         | -3,712 | -3,917 | -2,433  | -615    |
| 线上经营利润率    |         | -6.0%  | -4.0%  | -1.7%   | -0.3%   |
| 线下收入       | 101,109 | 95,705 | 98,576 | 102,519 | 107,645 |
| 线下经营利润     |         | 3,652  | 4,436  | 4,613   | 4,844   |
| 零售总经营利润    |         | -60    | 519    | 2,181   | 4,229   |
| 经营利润率      |         | -0.04% | 0.28%  | 0.94%   | 1.51%   |
| 金融总收入      |         |        | 950    | 1,425   | 1,828   |
| 金融经营利润     |         | 263    | 665    | 998     | 1,279   |
| 物流总收入(含天天) |         | 3,045  | 4,358  | 6,630   | 9,429   |
| 物流板块经营利润   |         |        | 305    | 497     | 754     |

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心（经营利润=毛利-销售费用-管理费用）

## （二）估值及投资建议：处于历史底部区域，业绩拐点期估值弹性大

从自身历史估值来看，苏宁云商目前处于历史底部区域：考虑苏宁目前处于盈利反转期，PE估值参考性不高。从PS估值来看，苏宁云商当前约0.68XPS(TTM)，为2016年以来底部区域；从PB估值来看，苏宁云商当前PB估值1.49X(TTM)，为2008年以来历史底部区域。

从资产价值角度来看，1Q2017期末，苏宁账面现金约293亿(货币资金+理财)，剔除约92亿计息负债，净现金约201亿；自有仓储物业价值约294亿(NOI价值重估)；持有阿里股权市值265亿元(截至2017.8.10收盘，下同)、持有1.5亿股(2016年年报)江苏银行股权市值13亿元；持有60%苏宁金服股权价值100亿(2016年5月融资估值，考虑今年新一轮融资有望大幅升值)、苏宁银行30%注册资本12亿、苏宁消费金融49%注册资本2.9亿，另有公司总部及29处门店物业(2016年报)，参考公司此前门店物业资产证券化估值，保守估计自有门店物业资产约100亿，以上资产重估可视为公司价值底线参考。

从可比公司来看，我们认为京东估值可以作为苏宁参考：1)从发展战略来看，两者均定位全渠道零售公司，其中苏宁由线下往线上布局，预计2017年线上GMV将反超线下(2018年线上自营规模超过线下)；京东则由线上往线下布局，入股永辉、战略联手沃尔玛，开设JD space线下体验店及百万便利店计划等，持续加码线下布局。2)从核心经营品类来看，两者均由3C家电品类起家，并逐步往母婴、商超、服装等扩张；同时输出冗余服务能力和流量资源，发展第三方平台业务；3)从业务构成来看，两者目前核心业务均以零售为基础，积极发力物流、金融，构建体系化商业运营能力。

以2017.8.10市值及汇率换算，从PGMV来看，预计2017年苏宁PGMV估值约0.47X，低于京东0.51X。考虑口径差异，同口径下（剔除退单等）京东2017年PGMV估值约为0.63X；从PS来看，预计2017年苏宁PS约为0.59X，大幅低于京东1.25X水平（京东开放平台GMV占比更高），同时考虑苏宁未来三年规模成长加速（线上GMV复合增速44.1%、整体营收复合增速23.6%；预计同期京东整体GMV增速降至30-35%），对标京东，苏宁估值优势逐步体现。

我们认为当前苏宁正处于基本面重要拐点，外部受益行业格局稳定下，价格竞争趋缓、龙头抢占份额的集中度提升红利；内部与阿里系全面融合、线下门店调整基本到位，零售+物流+金融体系化布局完善。未来三年将进入线上逐步减亏、线下二次扩张、物流&金融贡献规模化盈利的可持续发展周期。参考京东从2016年6月业绩拐点（规模高增长且持续盈利）以来，PS(TTM)估值由0.91X大幅上升至1.56X，同样面临基本面拐点的苏宁估值向上空间较大。维持“买入”评级，建议投资者积极关注！

图 77： 苏宁 PS/PB 均位于历史底部区域

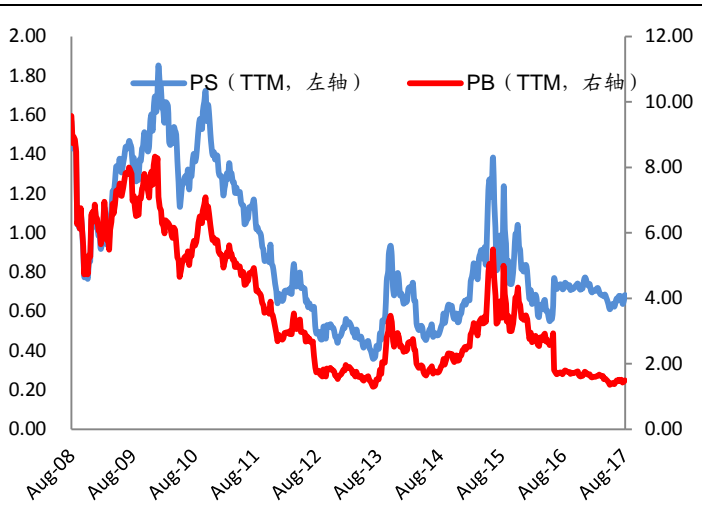
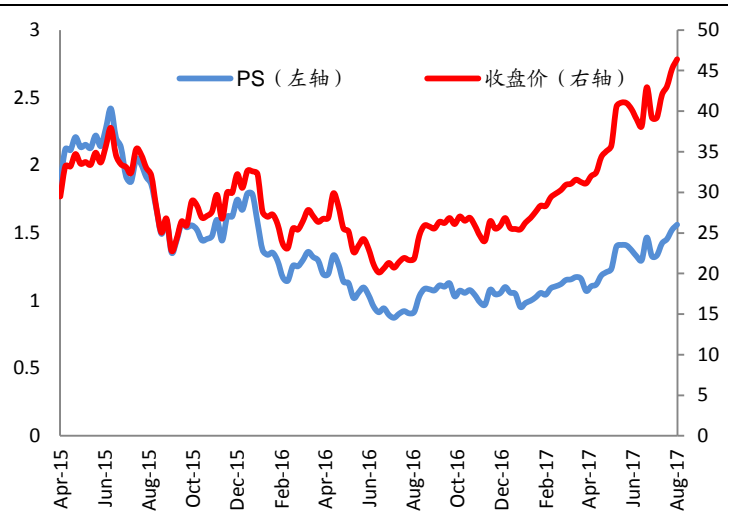


图 78： 京东 PS (TTM) 估值由底部 0.91X 上升至 1.56X



数据来源：WIND、彭博、广发证券发展研究中心

表 12： 苏宁与京东估值对比（亿人民币）

|    | 市值    | GMV   |       | 营收    |       | PGMV  |       | PS    |       |
|----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|    |       | 2016E | 2017E | 2016E | 2017E | 2016E | 2017E | 2016E | 2017E |
| 苏宁 | 1,106 | 1,884 | 2,374 | 1,486 | 1,880 | 0.59  | 0.47  | 0.74  | 0.59  |
| 京东 | 4,377 | 6,388 | 8,624 | 2,602 | 3,512 | 0.69  | 0.51  | 1.68  | 1.25  |

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心（数据截至 2017.8.10，按 1 美元=6.646 人民币换算）

## 风险提示

- 1、家电消费回落；
- 2、线上竞争加剧；
- 3、天天快递整合不达预期。

**资产负债表**

单位: 百万元

| 至12月31日        | 2015A | 2016A  | 2017   | 2018   | 2019   |
|----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>    | 56752 | 82384  | 66755  | 81744  | 99588  |
| 货币资金           | 27116 | 27209  | 30260  | 37291  | 47196  |
| 应收及预付          | 9822  | 14982  | 16626  | 20962  | 25148  |
| 存货             | 14005 | 14392  | 17638  | 21261  | 25014  |
| 其他流动资产         | 5810  | 25800  | 2230   | 2230   | 2230   |
| <b>非流动资产</b>   | 31324 | 54784  | 76226  | 76803  | 76589  |
| 长期股权投资         | 220   | 417    | 917    | 1417   | 1717   |
| 固定资产           | 13292 | 12818  | 12438  | 12029  | 11587  |
| 在建工程           | 1915  | 1587   | 1487   | 1287   | 1087   |
| 无形资产           | 8887  | 7196   | 7205   | 7176   | 7162   |
| 其他长期资产         | 7010  | 32767  | 54179  | 54894  | 55037  |
| <b>资产总计</b>    | 87993 | 134639 | 140253 | 155639 | 173119 |
| <b>流动负债</b>    | 45735 | 61455  | 67447  | 81827  | 96883  |
| 短期借款           | 3226  | 6160   | 6160   | 6160   | 6160   |
| 应付及预收          | 41499 | 49531  | 60297  | 74607  | 89697  |
| 其他流动负债         | 1010  | 5765   | 991    | 1061   | 1026   |
| <b>非流动负债</b>   | 10395 | 5765   | 5560   | 5556   | 5558   |
| 长期借款           | 358   | 18     | 18     | 18     | 18     |
| 应付债券           | 7977  | 3500   | 3500   | 3500   | 3500   |
| 其他非流动负债        | 2060  | 2247   | 2042   | 2038   | 2040   |
| <b>负债合计</b>    | 56130 | 67220  | 73007  | 87383  | 102440 |
| 股本             | 7383  | 9310   | 9310   | 9310   | 9310   |
| 资本公积           | 5238  | 35835  | 35835  | 35835  | 35835  |
| 留存收益           | 17772 | 17930  | 17681  | 18497  | 20584  |
| 归属母公司股东权益      | 30421 | 63207  | 62957  | 63774  | 65861  |
| 少数股东权益         | 1443  | 4212   | 4288   | 4482   | 4818   |
| <b>负债和股东权益</b> | 87993 | 134639 | 140253 | 155639 | 173119 |

**现金流量表**

单位: 百万元

|                | 2015A | 2016A  | 2017E  | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 1733  | 3839   | 29505  | 9164  | 11532 |
| 净利润            | 758   | 493    | 757    | 1941  | 3354  |
| 折旧摊销           | 2575  | 1806   | 1443   | 1412  | 1465  |
| 营运资金变动         | 1439  | 2855   | 28376  | 6421  | 7117  |
| 其它             | -3038 | -1315  | -1071  | -611  | -403  |
| <b>投资活动现金流</b> | -286  | -39613 | -21521 | -839  | -352  |
| 资本支出           | -2944 | -636   | 321    | -739  | -452  |
| 投资变动           | 2658  | -38977 | -22142 | -500  | -200  |
| 其他             | 0     | 0      | 300    | 400   | 300   |
| <b>筹资活动现金流</b> | 3073  | 36857  | -4933  | -1294 | -1275 |
| 银行借款           | 4922  | 13477  | 0      | 0     | 0     |
| 债券融资           | -2518 | -11036 | -4624  | -5    | 2     |
| 股权融资           | 1500  | 35416  | 0      | 0     | 0     |
| 其他             | -829  | -1000  | -309   | -1289 | -1277 |
| <b>现金净增加额</b>  | 4521  | 1084   | 3051   | 7030  | 9905  |
| <b>期初现金余额</b>  | 22274 | 27116  | 27209  | 30260 | 37291 |
| <b>期末现金余额</b>  | 26795 | 28199  | 30260  | 37291 | 47196 |

**主要财务比率**

| 至12月31日        | 2015A  | 2016A  | 2017E   | 2018E  | 2019E  |
|----------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| <b>成长能力(%)</b> |        |        |         |        |        |
| 营业收入增长         | 24.4   | 9.6    | 26.5    | 23.5   | 20.8   |
| 营业利润增长         | 58.2   | 100.3  | 12,541. | 655.0  | 96.6   |
| 归属母公司净利润增长     | 0.6    | -19.3  | -3.2    | 156.3  | 72.8   |
| <b>获利能力(%)</b> |        |        |         |        |        |
| 毛利率            | 14.4   | 14.4   | 14.4    | 14.3   | 14.3   |
| 净利率            | 0.6    | 0.3    | 0.4     | 0.8    | 1.2    |
| ROE            | 2.9    | 1.1    | 1.1     | 2.7    | 4.6    |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |         |        |        |
| 资产负债率(%)       | 63.8   | 49.9   | 52.1    | 56.1   | 59.2   |
| 净负债比率          | -0.5   | -0.2   | -0.3    | -0.4   | -0.6   |
| 流动比率           | 1.24   | 1.34   | 0.99    | 1.00   | 1.03   |
| 速动比率           | 0.79   | 0.95   | 0.56    | 0.56   | 0.59   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |         |        |        |
| 总资产周转率         | 1.59   | 1.32   | 1.34    | 1.54   | 1.68   |
| 应收账款周转率        | 218.41 | 164.26 | 179.06  | 173.84 | 175.54 |
| 存货周转率          | 7.72   | 8.96   | 9.13    | 9.36   | 9.61   |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |         |        |        |
| 每股收益           | 0.12   | 0.08   | 0.07    | 0.19   | 0.32   |
| 每股经营现金流        | 0.23   | 0.41   | 3.17    | 0.98   | 1.24   |
| 每股净资产          | 4.12   | 6.79   | 6.76    | 6.85   | 7.07   |
| <b>估值比率</b>    |        |        |         |        |        |
| P/E            | 113.8  | 151.3  | 147.8   | 57.7   | 33.4   |
| P/B            | 3.3    | 1.7    | 1.6     | 1.6    | 1.5    |
| EV/EBITDA      | 135.5  | 80.6   | 48.3    | 22.5   | 11.9   |

**利润表**

单位: 百万元

| 至12月31日         | 2015A  | 2016A  | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>营业收入</b>     | 135548 | 148585 | 187963 | 232115 | 280403 |
| 营业成本            | 115981 | 127248 | 160943 | 198984 | 240266 |
| 营业税金及附加         | 586    | 583    | 771    | 928    | 1094   |
| 销售费用            | 16645  | 17451  | 21240  | 25533  | 30844  |
| 管理费用            | 4291   | 3946   | 4793   | 4828   | 4346   |
| 财务费用            | 104    | 416    | 457    | 503    | 553    |
| 资产减值损失          | 198    | 350    | 200    | 180    | 150    |
| 公允价值变动收益        | -7     | -34    | 300    | 400    | 300    |
| 投资净收益           | 1655   | 1445   | 400    | 400    | 400    |
| <b>营业利润</b>     | -610   | 2      | 259    | 1959   | 3850   |
| 营业外收入           | 1665   | 1060   | 795    | 530    | 353    |
| 营业外支出           | 166    | 161    | 164    | 164    | 163    |
| <b>利润总额</b>     | 889    | 901    | 891    | 2325   | 4041   |
| 所得税             | 131    | 408    | 134    | 384    | 687    |
| <b>净利润</b>      | 758    | 493    | 757    | 1941   | 3354   |
| 少数股东损益          | -115   | -211   | 76     | 194    | 335    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 873    | 704    | 682    | 1747   | 3018   |
| EBITDA          | 619    | 1162   | 1660   | 3254   | 5318   |
| EPS(元)          | 0.12   | 0.08   | 0.07   | 0.19   | 0.32   |



## 广发零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年进入广发证券发展研究中心。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名，新财富批零行业第四名，水晶球最佳分析师第三名，金牛分析师第四名；2015年新财富批零行业第四名，水晶球分析师第四名，金牛分析师第四名，第一财经分析师第三名；2014年新财富批零行业第三名，水晶球分析师第二名，金牛分析师第三名。
- 叶群：分析师，上海财经大学经济学硕士，2014年进入证券行业，2016年加入广发证券发展研究中心，曾就职于光大证券。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名（团队），新财富批零行业第四名（团队），水晶球最佳分析师第三名（团队），金牛分析师第四名（团队）。
- 林伟强：研究助理，上海财经大学金融硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名（团队），新财富批零行业第四名（团队），水晶球最佳分析师第三名（团队），金牛分析师第四名（团队）。
- 黄靖凯：研究助理，上海复旦大学经济学硕士，2015年进入证券行业，2017年加入广发证券发展研究中心，曾就职于中银国际证券。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

|      | 广州市                    | 深圳市                    | 北京市                 | 上海市                   |
|------|------------------------|------------------------|---------------------|-----------------------|
| 地址   | 广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401 | 深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层 | 北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层 | 上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层 |
| 邮政编码 | 510620                 | 518000                 | 100045              | 200120                |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn         |                        |                     |                       |
| 服务热线 |                        |                        |                     |                       |

## 免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。