

苏宁云商 (002024. SZ)

阿苏同盟，零售业务持续稳健增长，物流、

金融迎放量增长

评级：**买入** 前次：**买入**

目标价(元)：**18.49—18.49**

分析师

彭毅

S0740515100001

pengyi@r.qlzq.com.cn

2016年12月07日

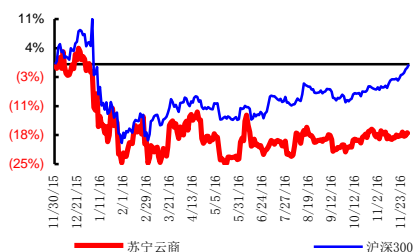
基本状况

总股本(百万股)	9,310
流通股本(百万股)	5,018
市价(元)	12.02
市值(百万元)	111,911
流通市值(百万元)	60,311

业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	108,925	135,547	159,900	193,269	232,031
营业收入增速	3.45%	24.44%	17.97%	20.87%	20.06%
归属于母公司的净利润增	133.19	0.64%	-86.18%	46.21%	683.87
摊薄每股收益(元)	0.12	0.12	0.01	0.02	0.15

股价与行业-市场走势对比



前次预测每股收益(元)

市场预测每股收益(元)

市盈率(倍)

PEG

每股净资产(元)

每股现金流量

净资产收益率

市净率

总股本(百万股)

备注：市场预测取 聚源一致预期

76.65 113.81 854.60 584.50 74.57

0.58 176.54 — 12.65 0.11

3.98 4.38 3.42 3.44 3.59

-0.19 0.23 0.39 0.62 0.97

2.95% 2.70% 0.38% 0.55% 4.13%

2.26 3.07 3.23 3.22 3.08

7,383.0 7,383.0 9,309.8 9,309.8 9,309.8

投资要点

- 核心观点：线下调整完毕，线上高增长持续，背靠阿里，物流、金融迎放量增长。** 电商冲击放缓叠加门店人流回暖，线下零售调整完毕，国美坪效环比提升验证零售行业边际企稳，苏宁云商线下亏损门店基本调整完毕。苏宁云商门店互联网化武装，享受新零售趋势红利，且在全渠道融合的大趋势下，线上线下的中和发展提升竞争力及用户粘性。服务型收入放量增长，物流承接阿里订单，资产利用率有望大幅提升，预计2017年社会化快递贡献净利润1亿元，社会化“仓储+配送”整体估值为287.5亿元。借助资金、牌照、全渠道融合优势，苏宁金融迎来放量增长，预计至2017年苏宁金融板块营业收入达到18亿元，参考京东估值情况，给予苏宁2017年金融业务20XPS，金融估值为360亿元。零售反转，服务型收入放量增长，苏宁集团布局生态圈，搭建以零售为核心的服务性生态圈，从品牌培育（苏宁足球队）到业务协同（易果生鲜/八天在线），苏宁云商盈利点有望从零售与服务性收入并存，大幅提升公司整体估值。分业务拆分估值，“零售+物流+金融”估值1721.5亿元，目标价18.49元，“买入”评级。
- 全渠道融合加速，差异化业态门店高速增长，零售整体向好。** 电商增速下滑（2010:40%，2016:25%）及门店客流量边际改善，实体零售边际下滑有限。如国美电器同店同比-16%，Q3同比-10%，Q4E同比-5%，验证线下边际改善逻辑。苏宁云商线下关闭亏损门店，缩减门店面积，线下经营效率提升，线下基本调整完毕。**B2C垂直类电商折戟沉沙，增速持续下降，在流量成本逐步上扬的大背景下，作为典型的线上全品类平台型企业苏宁有望占得一席之地，Q1-Q3GMV增速在65%以上，高于京东、阿里等增速。** 依托于苏宁线下门店资源，新零售下的全渠道融合优势明显，2016年“双十一”线上线下互动，经营数据靓丽，侧面反映全渠道发展潜力，预计2017年线上“自营+平台”与线下可实现盈亏平衡。渠道下沉，差异化开发农村服务站，有望成为线上连接线下的一个重要入口，享受农村电商高速发展红利（未来五年CAGR:50%），**预计至2020年苏宁服务站数量有望达到7000家（自营+加盟），整体销售额有望达到**

760 亿元，按照 1% 的净利率水平，苏宁服务站整体有望贡献约 7.67 亿元的净利润。另外，接入天猫流量，苏宁旗舰店以及猫宁电商，自营优势明显，结合阿里流量，发挥苏宁自营供应链优势，是阿里布局自营战略的重要一环，两大业务将实现大幅放量。我们认为整体来看，苏宁线下基本调整完毕，线上接入阿里流量，将逐步显现两者结合优势，零售主业整体向好。

- **物流资产提效，苏宁高标准仓储价值凸显，承接阿里系订单，社会化物流服务迎放量增长。**国内整体快递效率及体验弱于国外，国内需求端升级倒逼国内快递提效及提质。而仓储是提升物流效率的关键节点，一二线城市工业用地成本持续攀升，高标仓价值凸显（华东地区高标仓租金年增长 5%）。苏宁云商高标仓面积约为 500 万平方米，仅位列普洛斯之后。横向对比来看，借助于苏宁高标仓优势，苏宁存货周转率高于第三方快递公司，且利用效率不断改善，竞争优势凸显，仓储价值迎来重估。阿里战略入股之后，在物流方面，给予苏宁支持，2017 年苏宁社会化物流服务日均快递订单量有望达 80-100 万单，预计贡献净利润约 1 亿元，配送环节按照 PEX40 倍，估值约 40 亿。2017 年苏宁自有高标仓面积有望达到 550 万平方米，REITS 每平方米面积有望达到 4500 元，预计仓储估值约为 247.5 亿元。“仓储+配送”整体估值为 287.5 亿元。
- **做拥 11 张牌照，金融业务放量增长，预计估值 360 亿，存市场预期差。**旗下苏宁金融依托苏宁集团的全渠道零售模式推进线上线下金融，全渠道海量用户（截止上半年零售体系会员约 2.7 亿）是核心优势，同时大力推广易付宝（支付工具）的使用，注重消费数据积累，随着大数据技术的应用数据价值飙升。叠加传统主业经营边际改善，反哺金融等服务收入实现高增长。2016 年苏宁消费金融交易规模有望达 88 亿，预计至 2018 年苏宁消费金融业务将可覆盖 3.5% 会员，交易规模将近 300 亿。预计 2017 年苏宁金融实现营业收入为 18 亿元，按照京东金融一级市场估值，金融估值=18*20=360 亿元。
- **投资建议：安全边际高，零售业务向上趋势显著，服务型收入放量增长，目标价 18.49 亿元，“买入”评级。**苏宁集团搭建以零售为核心的产业群，收购苏宁足球队以及投资易果生鲜，品牌形象、业务协同有望大幅增强。2017 年业绩将迎来向上拐点，零售业务上，苏宁云商将通过线下苏宁云店/易购服务站等提高收入基数，利用差异化的产品/高品质的服务提升毛利率水平，线上加强运营，强化与竞争对手相似品类的价格优势，利用阿苏合作之后的供应链资源/资金优势，以求追赶竞争对手，扩大线上经营的流水。另外员工持股以及阿里战投股价约为 15 元，当前股价折价近 25%，安全边际高。考虑全渠道融合优势明显，且服务型收入放量增长，零售向好且盈亏平衡；物流等服务性收入背靠阿里系，承接阿里系资源，三大业务估值=1074+287.5+360=1721.5 亿元，目标价 18.49 元，“买入”评级。
- **风险提示：1、与阿里合作不顺畅，不能够在线上线下全面对接；2、线上运营巨额亏损,现金流吃紧；3、金融业务管理风险；**

内容目录

全渠道融合加速，差异化业态门店高速增长，零售整体向好	- 6 -
线下调整完毕，布局新业态、专业细分门店，符合产业发展趋势	- 6 -
双线协同增强，阿里资源分流，线上增长再起航	- 10 -
渠道逐步下沉，农村服务站逐步建设，享受农村电商发展红利	- 14 -
物流资产提效，苏宁高标仓价值凸显，承接阿里系订单，社会化物流服务迎放量增长	- 16 -
需求端倒逼快递“提效+提质”，仓储是关键节点，高端仓储潜力空间巨大	- 16 -
苏宁高标仓价值凸显，资产利用效率稳步提升，竞争优势显著	- 20 -
承接阿里系订单，社会化物流服务迎放量增长，预计社会化“仓储+配送”估值 287.5 亿元	- 21 -
做拥 11 张牌照，金融业务放量增长，估值 360 亿，存市场预期差	- 23 -
核心牌照全布局，跻身国内互金第一阵营	- 23 -

金融业务与全渠道零售深度绑定，协同效应凸显..... - 24 -
 消费金融具备高成长性，依托现有海量用户未来渗透率提升空间大..... - 27 -
投资建议：零售反转，服务型收入放量，苏宁集团鼎力支持，第一目标价 18.49 元，“买入”评级..- 29 -
 苏宁集团搭建以零售为核心的产业群，品牌培育、业务协同有望增强..... - 29 -
 零售反转，服务型收入放量，第一目标价 18.49 元，“买入”评级..... - 32 -

图表目录

图表 1：全国百家大型零售企业零售逐步出现企稳..... - 6 -
 图表 2：阿里系 GMV 以及活跃人数同比下滑趋势明显..... - 6 -
 图表 3：京东营收同比增长不断下降，国美和苏宁营收增速有向上趋势..... - 6 -
 图表 4：2016 年单位创收面积有望改善..... - 7 -
 图表 5：国美电器整体经营活动产生的现金流量净额向上走..... - 7 -
 图表 6：苏宁云商结构性的关闭亏损门店，加快线下调整步伐..... - 7 -
 图表 7：2015H1-2016H1 一级市场门店销售额同比持续正增长..... - 8 -
 图表 8：投资性房地产总额持续上升..... - 8 -
 图表 9：苏宁线下渠道结构化调整已完成，正进入效益提升与网络优化的阶段..... - 8 -
 图表 10：大店具有较强的规模效应，较易突破盈亏平衡线，可以贡献规模化利润..... - 8 -
 图表 11：苏宁云商营业利润和经营活动产生的现金流量净额持续收窄..... - 8 -
图表 12：2011-2016 年单季度苏宁云商总开支费用率下降速度快于国美电器以及京东商城..... - 8 -
 图表 13：公司收入快速增长，预计将在三季度实现单季度经营性盈利..... - 9 -
 图表 14：纯线上电商亚马逊费用率高于沃尔玛营业开支费用率..... - 9 -
 图表 15：14-15 年便利店增速高于百货、超市等传统业态增速..... - 9 -
 图表 16：14-15 年便利店增速高于百货、超市等传统业态增速..... - 9 -
 图表 17：苏宁小店盈亏平衡分析表..... - 10 -
 图表 18：全渠道下的三只松鼠经营数据靓丽..... - 10 -
 图表 19：优衣库双十一期间将线上流量逐步引流到线下..... - 10 -
 图表 20：2015 年以来阿里系加大对传统零售企业投资..... - 11 -
 图表 21：苏宁云商线上保持高速增长态势..... - 11 -
 图表 22：信息技术人员线上人均创收持续提升..... - 11 -
 图表 23：苏宁云商、京东商城、国美电器移动端占比保持在 70%左右..... - 12 -
 图表 24：全渠道的苏宁云商广告以及推广费用率低于京东..... - 12 -
 图表 25：苏宁易购移动端搜索指数趋势向上..... - 12 -
 图表 26：苏宁易购通过线下门面店进行宣传..... - 12 -
 图表 27：预计 2017 年苏宁天猫旗舰店销售额有望突破 290 亿元..... - 13 -
 图表 28：苏宁易购与阿里巴巴合资成立猫宁电商..... - 13 -
 图表 29：苏宁阿里建立联合供应链、C2B 规模化采购..... - 13 -

图表 30: 相较于城镇来看, 农村互联网普及率可提升空间较大	- 14 -
图表 31: 2014-2018 年农村电商复合增长率为 50% 以上	- 14 -
图表 32: 预计至 2020 年直营店数量有望达 5000 家	- 14 -
图表 33: 苏宁在华中、华北、东北等区域可开拓潜力空间较大	- 14 -
图表 34: 苏宁易购服务站盈亏平衡分析	- 15 -
图表 35: 苏宁云商农村服务站规划以及运营模式	- 15 -
图表 36: 预计 2016-2020 年服务站销售额 CAGR 超过 20%	- 15 -
图表 37: 国内人均快递消费量相较于美国、日本而言仍有提升空间	- 16 -
图表 38: 国内电商交易规模增长带动快递服务企业业务量增长	- 16 -
图表 39: 规模以上快递业务收入复合增长率保持在 40% 以上	- 16 -
图表 40: 快递营业网点数量增速持续提升	- 16 -
图表 41: 快递公司 72 小时投递率仍具有较大提升空间	- 17 -
图表 42: 当前快递服务满意度仍处于低位	- 17 -
图表 43: 国内快递公司存货周转率与国外存在较大的差距	- 17 -
图表 44: 电商以及第三方物流成为高标仓主要的消费主力	- 18 -
图表 45: 京东租赁普洛斯仓储面积持续高速增长	- 18 -
图表 46: 对标日本, 国内在快消品、电子产品等领域对高标仓需求潜力较大	- 18 -
图表 47: 普洛斯年开发面积增量保持在 30% 左右	- 18 -
图表 48: 苏宁自有仓储面积远超京东及国美	- 19 -
图表 49: 电商以及第三方物流成为高标仓主要的消费主力	- 19 -
图表 50: 国内华东区每平方米日租金稳步上升	- 19 -
图表 51: 2010 年-2016 年以来苏宁持续加大物流地产建设	- 20 -
图表 52: 苏宁云商仓储面积仅次于普洛斯	- 20 -
图表 53: 苏宁云商仓储指标高于普通物流仓储标准	- 20 -
图表 54: 苏宁云商存货周转率高于快递公司且呈上升趋势	- 21 -
图表 55: 苏宁云商每平方米仓储创收逐年提升	- 21 -
图表 56: 苏宁云商物流仓储面积高于顺丰、申通、圆通等快递公司	- 21 -
图表 57: 快递公司每平方米年承担订单量平均约为 1500 万单	- 21 -
图表 58: 苏宁在配送领域的优势不逊于京东	- 22 -
图表 59: 通过自营及收购、合作等模式, 打造全产业链物流集团	- 22 -
图表 60: 预计 2017 年社会化仓储估值约为 247.5 亿元	- 22 -
图表 61: 苏宁金融具备全牌照资源, 丰富自身产品线	- 23 -
图表 62: 苏宁、京东、阿里拥有的重要金融牌照对比, 苏宁仅次于阿里	- 23 -
图表 63: 苏宁金融基于全渠道零售推进的线上线下金融	- 24 -
图表 64: 苏宁金融全牌照经营, 业务多重交叉实现协同效应最大化	- 24 -

图表 65: 苏宁零售体系会员突破 2.7 亿, 已有海量用户催生巨大金融需求	- 24 -
图表 66: 对标京东, 苏宁账上现金充裕, 外部融资少, 资金成本低.....	- 25 -
图表 67: 对标京东, 苏宁账上现金充裕, 外部融资少, 资金成本低.....	- 25 -
图表 68: 伴随轻资产运营, 资本金规模扩大, 形成盈利能力.....	- 25 -
图表 69: 苏宁集团现金流充裕, 资金成本低是供应链金融业务核心优势.....	- 26 -
图表 70: 未来苏宁消费金融业务发展路径.....	- 26 -
图表 71: 苏宁消费金融打通原有消费场景, 带动消费金融产品.....	- 26 -
图表 72: 海量用户资源催生庞大金融需求, 催生苏宁消费金融业务爆发.....	- 27 -
图表 73: 苏宁线下门店资源遍布一二三线城市, 为 O2O 金融模式发展提供便利.....	- 27 -
图表 74: 苏宁易付宝会员数量增长迅速.....	- 27 -
图表 75: 苏宁金融在主要门店建立财富中心, 打造 O2O 金融模式.....	- 27 -
图表 76: 苏宁金融 IT 人员比重可以与阿里、京东相匹敌.....	- 28 -
图表 77: 苏宁金融目前拥有七项金融科技专利.....	- 28 -
图表 78: 苏宁金融实现线上线下数据融合, 消费金融风控体系更全面.....	- 28 -
图表 79: 苏宁金融估值情况 (截止今年上半年)	- 29 -
图表 80: 苏宁在球衣胸前标志处投放苏宁易购广告.....	- 30 -
图表 81: 苏宁金融围绕足球赛事开放周边衍生产品.....	- 30 -
图表 82: 2015 年来中超赛事上座人数激增.....	- 30 -
图表 83: 2015 赛季中超场均人数居世界第六.....	- 30 -
图表 84: 国米在 2016 年全球最具品牌价值足球俱乐部名单中位列 28 位	- 30 -
图表 85: 依托集团资源, 构建苏宁独特的核心 IP 体系.....	- 31 -
图表 86: 预计苏宁“零售+物流+金融”估值总体为 1721.5 亿元.....	- 32 -
图表 87: 苏宁云商盈利能力分为零售业务、物流业务以及金融业务.....	- 33 -
图表 88: 苏宁云商预测三张表	错误!未定义书签。

全渠道融合加速，差异化业态门店高速增长，零售整体向好

线下调整完毕，布局新业态、专业细分门店，符合产业发展趋势

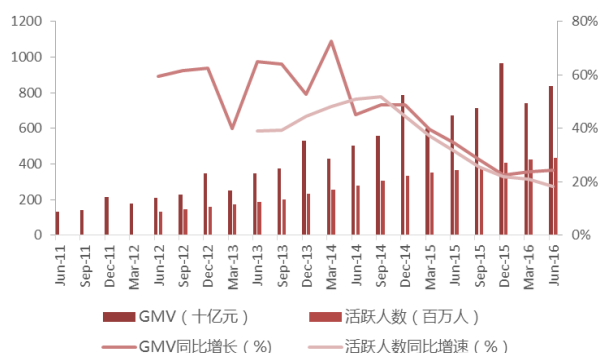
- 电商冲击实体商业逐步减弱，实体零售出现企稳反弹迹象。2016Q2 阿里巴巴 GMV 总额为 8370 亿元，总额同比增长 24.37%，GMV 整体延续下滑趋势。2016 年 Q2 阿里系平台活跃人数环比增加人数为 0.11 亿，活跃总人数为 4.34 亿，同比增速为 18.26%，首次跌破 20%。网络未来整体渗透率空间有限，传统线下零售有所回暖，增速呈现向上的趋势。在网络用户渗透率逐步降低的大背景下，电商对实体零售的冲击将逐步减弱，传统线下零售底部企稳。

图表 1：全国百家大型零售企业零售额逐步出现企稳



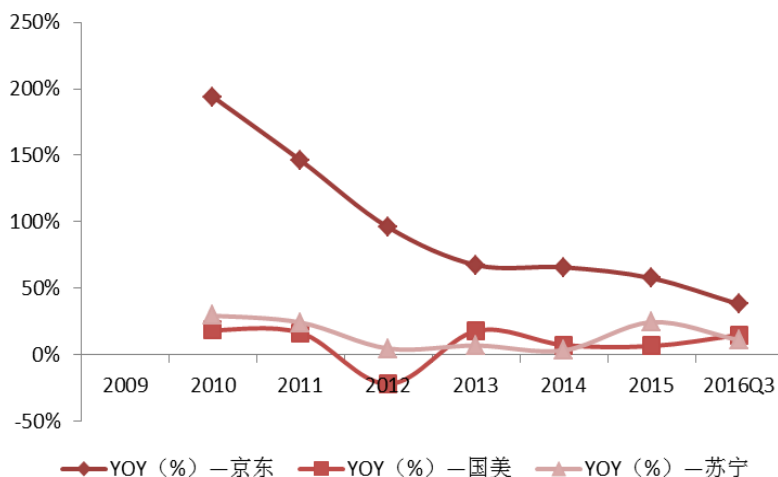
来源：国家统计局 中泰证券研究所

图表 2：阿里系 GMV 以及活跃人数同比下滑趋势明显



来源：阿里巴巴年报 中泰证券研究所

图表 3：京东营收同比增长不断下降，国美和苏宁营收增速有向上趋势

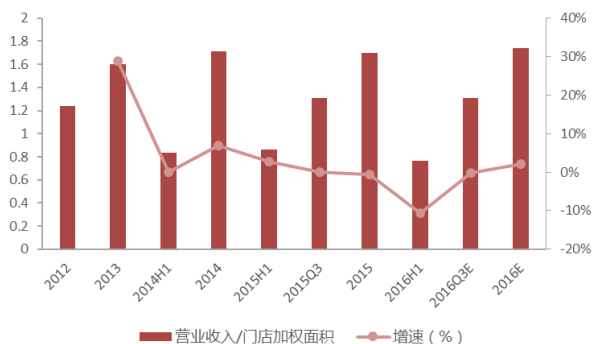


来源：公司公告 中泰证券研究所

- 以线下零售巨头国美为例，改造线下门店，营收环比逐步改善，验证线下零售回暖。2016 年 1-9 月，国美集团实现营业收入 533.9 亿元，同比增长 15%。同店增长方面，国美二季度同店增长率已落到谷底，同比 -16%，三季度同比 -10%，预计四季度同比 -5%，同店增长整体在改善。

2016 年以来，国美推出全渠道新场景和场景街改造，1-9 月份改造的门店数约为 100 家，预计全年改造的门店数 130-140 家左右。剔除改造关闭门店因素影响（1-9 月份关店因素大约减少 70-80 亿元），三季度国美在同口径的销售以及净利润方面出现一定程度的提升，验证线下零售边际改善在发生。

图表 4：2016 年单位创收面积有望改善



来源：公司公告 中泰证券研究所

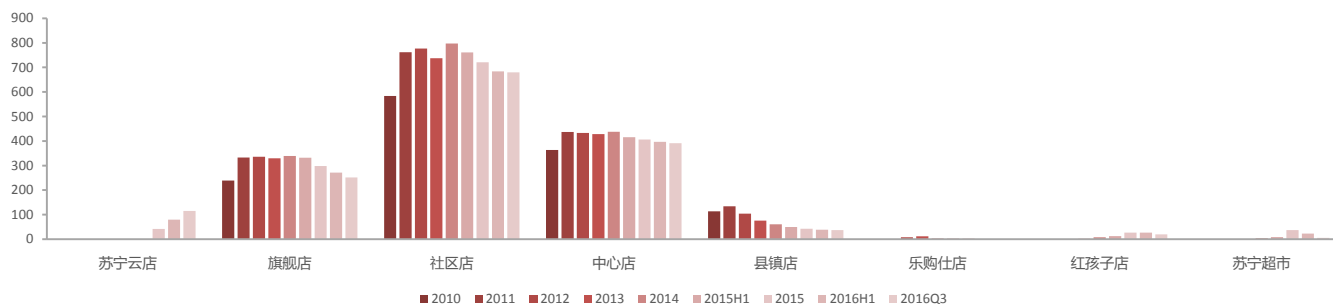
图表 5：国美电器整体经营活动产生的现金流量净额向上走



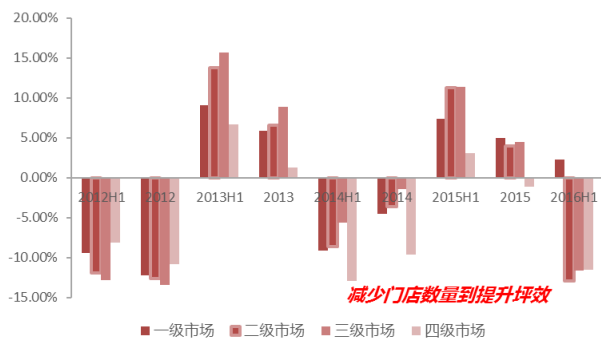
来源：公司公告 中泰证券研究所

- **战略性结构性的关闭亏损门店且改造门店，卡位线下潜力区域。2016Q3 苏宁总门店数量为 1501 家，目前苏宁已逐步形成卡位一线城市，逐步在一二级市场布局，四级市场由苏宁易购服务站代替的战略思路。2015H1-2016H1 一级市场门店销售额同比持续正增长；2016H1 同比增长 2.3%；二三级市场营收大幅下滑，主因门店经营面积减少导致营收下滑。公司将通过将门店面积转租、退租的方式，减少经营面积，提升单店经营效率，2016H1 连锁门店坪效同比提升 6.11%。预计今年公司亏损门店基本能够改造完毕（1-9 月份亏损门店 100 家左右），一级市场门店将进一步结合互联网化趋势，实现全渠道；而在二三级市场，苏宁将借用一级市场经营，将全渠道经验借鉴到二三级市场，彰显线下门店优势；四级市场将不断关闭原有连锁店，改造成苏宁易购服务站，享受农村电商快速发展红利。以位于一级省会城市的旗舰店为例，8000 平米店面，销售收入在 1.23 亿元，坪效为 37 元，即可实现保本；而收入增长，规模效应带来的固定费用率下降，门店可实现盈利。从 2015 年旗舰店坪效数据来看，公司的旗舰店是具备较强的盈利能力的**

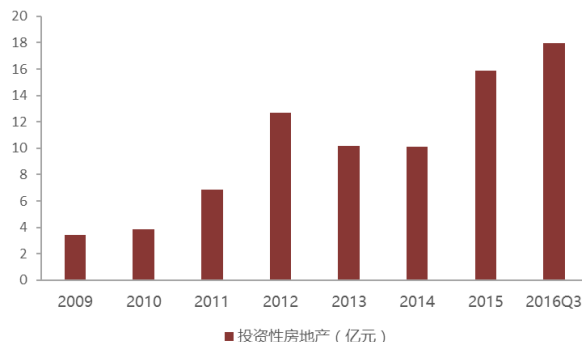
图表 6：苏宁云商结构性的关闭亏损门店，加快线下调整步伐



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 7: 2015H1-2016H1 一级市场门店销售额同比持续正增长


来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 8: 投资性房地产总额持续上升


来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 9: 苏宁线下渠道结构化调整已完成, 正进入效益提升与网络优化的阶段

	2014	2015	2016E
亏损店数	442	290	150
店面总数	1638	1513	1513
亏损店面占比	26.98%	19.17%	9.91%

来源: 公司资料整理 中泰证券研究所

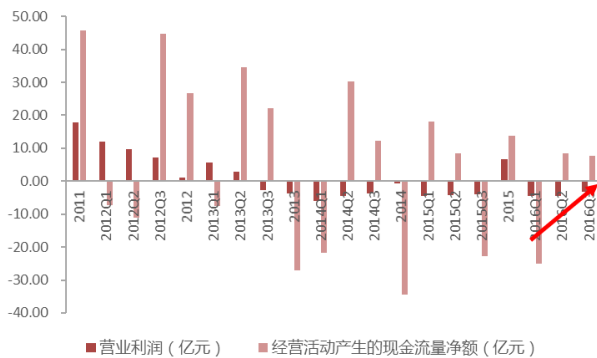
图表 10: 大店具有较强的规模效应, 较易突破盈亏平衡线, 可以贡献规模化利润

销售额 (含税, 万元)	12340	15000	20000	25000
日均坪效 (元/平)	36.62	44.52	59.35	74.19
毛利率	18.50%	18.50%	18.50%	18.50%
固定费用率	14.99%	12.33%	9.25%	7.40%
变动费用率	3.51%	3.51%	3.51%	3.51%
总费用率	18.50%	15.84%	12.76%	10.91%
税前利润额	-	340.47	981.07	1621.67
	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
旗舰店坪效 (元/天)	63.980	71.800	64.900	72.810

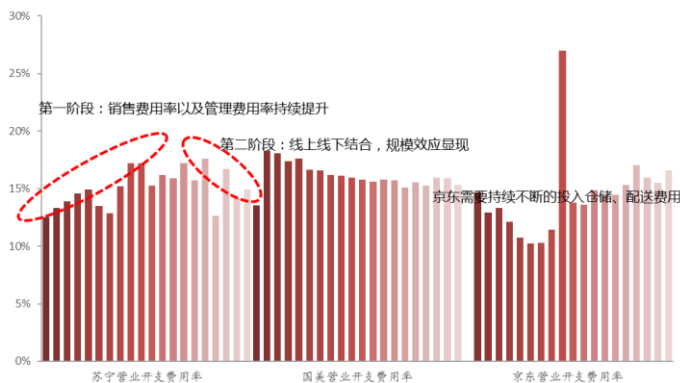
来源: 公司资料整理 中泰证券研究所

- 整体经营性利润正在不断向好, 改革初见效果, 9月已开始扭亏为盈。** 2016年Q3营业利润为-3.17亿元, 相较于同期亏损收窄趋势延续, 而经营活动现金流量净额为负, 但出现向上收拢趋势, 财务指标验证公司经营效率逐步改善。线上高速增长以及线下调整完毕, 苏宁云商规模效应逐步显现, 销售费用率以及管理费用率持续下降, 2016Q3销售费用率相较于同期减少约2.5个百分点, 管理费用率下降0.36个百分点。国内对比京东、国美, 京东纯线上运营, 在电商增速整体增速放缓的大背景下, 仓储、配送费用率持续提升, 公司营收费用率持续提升, 而参考美国亚马逊与沃尔玛成长轨迹来看, 纯线上在费用率方面远高于全渠道企业费用率。

图表 11: 苏宁云商营业利润和经营活动产生的现金流量净额持续收窄
图表 12: 2011-2016 年单季度苏宁云商总开支费用率下降速度快速国美电器以及京东商城

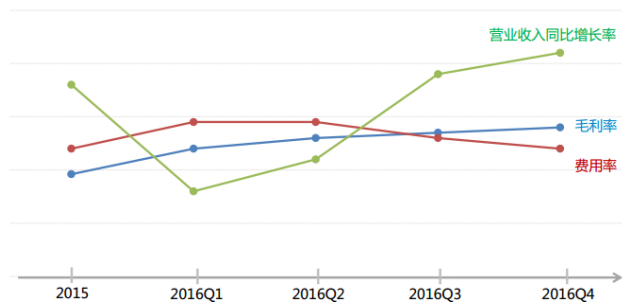


来源：公司公告 中泰证券研究所



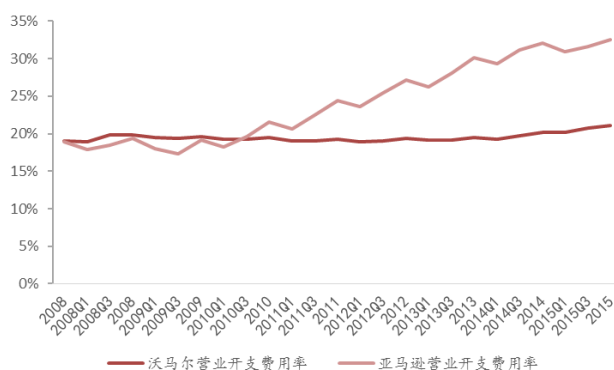
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 13: 公司收入快速增长, 预计将在三季度实现单季度经营性盈利



来源：公司资料整理 中泰证券研究所

图表 14: 纯线上电商亚马逊费用率高于沃尔玛营业开支费用率

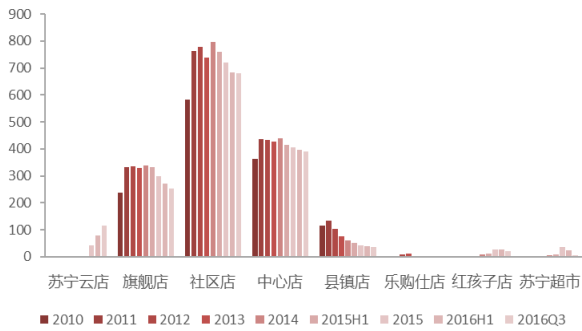


来源：公司公告 中泰证券研究所

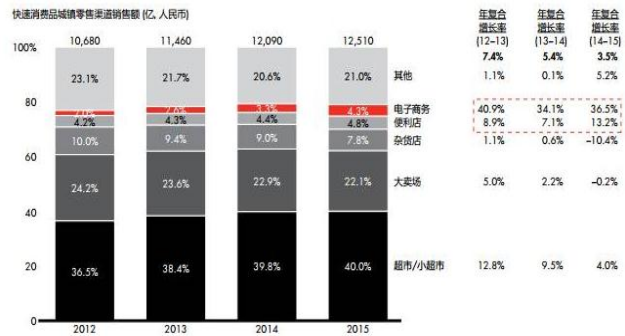
■ **搭建新业态、专业细分门店生态圈, 实现放量增长。**国内新业态便利店整体迎来高速成长期, 14-15 年增速为 13.5% 左右, 高于传统百货增速, 购物中心以及便利店国内发展潜力较大。苏宁云商积极调整发展业态, 实现原有门店互联网化改造, 2016 年三季度新业态门店云店大约数量大约为 115 家左右。公司发展专业化零售店红孩子店, 目前国内数量大约为 20 家左右。另外, 公司积极布局便利店, 2016H1 开业 1 家苏宁小店, 预计 2016 年底达到 100 家, 重点覆盖南京、北京、上海, 以社区店、学校店、写字楼店三种类型推进。苏宁小店有独立 APP, 提供 1 小时闪送服务, 生鲜代贩服务和包裹代收服务, 未来还会加入联盟商家服务、物业整合服务和金融理财服务。

图表 15: 14-15 年便利店增速高于百货、超市等传统业态增速

图表 16: 14-15 年便利店增速高于百货、超市等传统业态增速



来源：公司公告 中泰证券研究所



来源：贝恩分析 中泰证券研究所

图表 17: 苏宁小店盈亏平衡分析表

	60平米	100平米
面积	60平米	100平米
毛利率	20%	20%
保本年销售规模 (万元)	168	272
平均单店单天 (万元)	0.44	0.75

来源：公司资料整理 中泰证券研究所

双线协同增强，阿里资源分流，线上增长再起航

- 新场景体验、新品类渗透，新零售下，实体门店价值凸显。**线上发展逐步遭遇瓶颈，构建全渠道体验场景，成为纯电商发展引流重点，如三只松鼠、茵曼等；电商对线下品类渗透空间逐步缩小，电商增速逐步下滑（2010:40%-2016:25%），而新品类渗透如生鲜等，纯电商渗透难度较大，未来结合线下门店是趋势，实体门店价值结合线上发展，入口价值有望凸显。国内新零售的主要方向为“全渠道+物流+新科技+金融服务+大数据”，**新零售线上线下融合的节点正在到来。**以沃尔玛为例，2015年公司全面实施全渠道融合，开发 Online Grocery 和 Pickup TodayAPP，线上订单可通过门店山姆会员店、沃尔玛社区店、沃尔玛大卖场发至方便顾客自提的提货点或流动提货点。

图表 18: 全渠道下的三只松鼠经营数据靓丽

图表 19: 优衣库双十一期间将线上流量逐步引流到线下



销售额：经营数据9月30日-10月31日240万元；
毛利率：41.28%，较线上毛利高出8-10%
平均每天进店转化率22.48%
客单价大约为82.3元
线下周边类销售占总销售额比例8.39%

来源：公司公告 中泰证券研究所



来源：中泰证券研究所

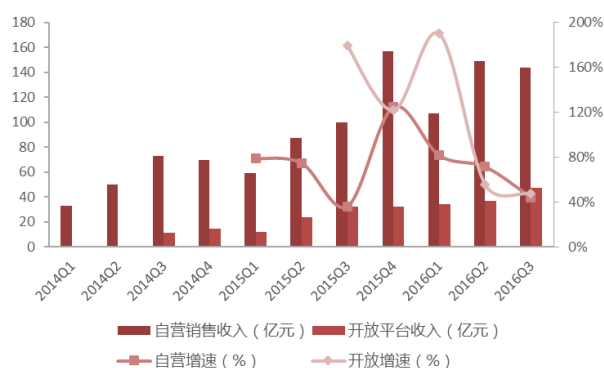
图表 20：2015 年以来阿里系加大对传统零售企业投资

公司名称	上市地	持股比例
银泰商业	香港	37.89%
新加坡邮政	新加坡	10.18%
亚博科技控股	香港	31.36%
苏宁云商	中国	19.99%
中国擎天软件	香港	13.32%
三江购物	中国	25.00%

来源：公司公告 中泰证券研究所

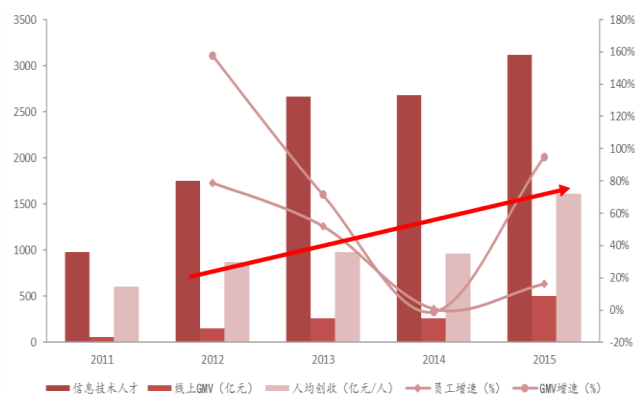
- **苏宁云商现金流充裕，提供线上发展充足弹药，线上增速持续高增长。** 2016Q3 苏宁云商账上货币资金总额为 312 亿元，充足的现金流提供线上增长动力，近两年开放性平台以及自营平台复合增长率保持在 70% 左右，增速高于阿里（25%）以及京东增速。运营效率方面，信息技术人员人均创收持续提升，2015 年人均创收大约为 1612 万元，线上规模化之后，管理费用率有望降低。

图表 21：苏宁云商线上保持高速增长态势



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 22：信息技术人员线上人均创收持续提升

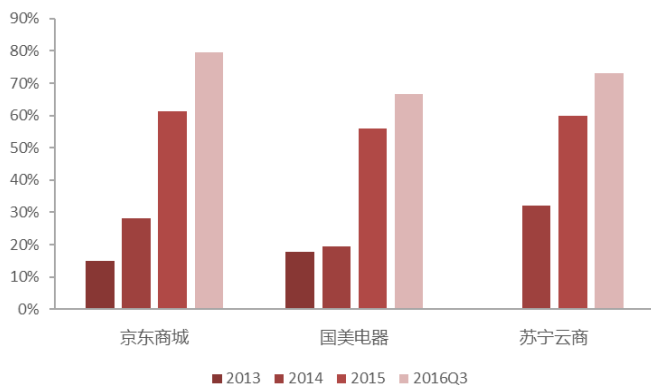


来源：公司公告 中泰证券研究所

- **新零售线下门店资源迎来发展红利，双线协同逐步增强。** 苏宁云商全渠道门店优势在：(1) 在支付、体验、配送等领域提升消费者体验，门店社区化效应覆盖距离有望扩大；(2) 增加周边产品消费，提升转化率；

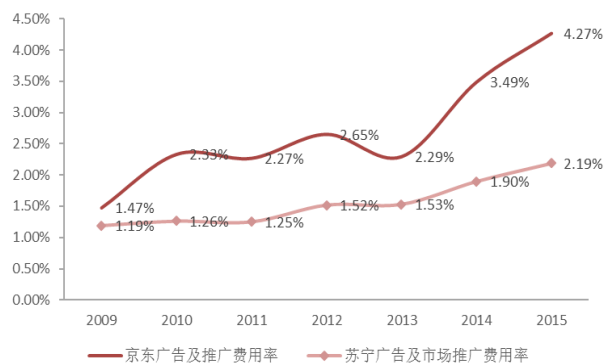
(3) 降低广告营销费用率，缓冲线上高费用投入，差异化产品其毛利高于线上；(4) 苏宁线上规模扩大特别是移动占比提升后，有望打造全渠道闭环，消费行为线上线下发起的差异化缩小。(5) 结合金融、仓储、配送优势，品类扩大后，有望打造成为国内新零售龙头。

图表 23: 苏宁云商、京东商城、国美电器移动端占比保持在 70%左右



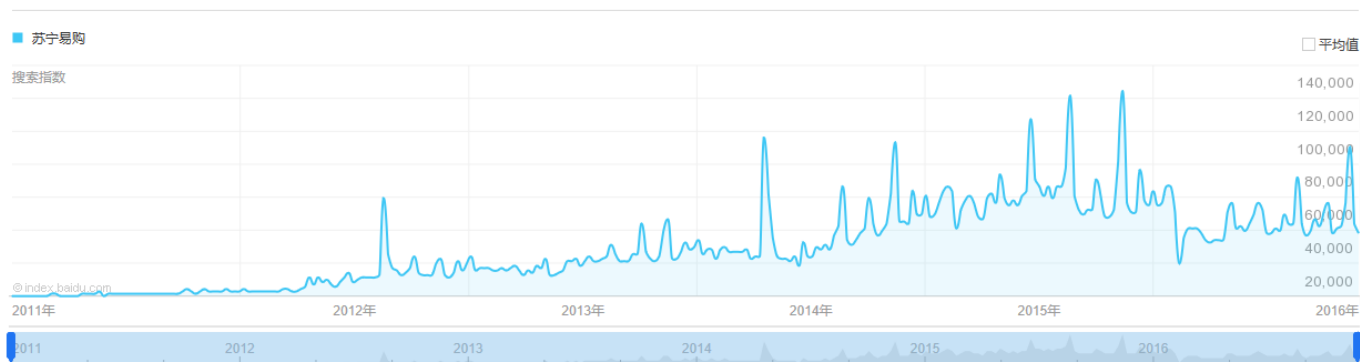
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 24: 全渠道的苏宁云商广告以及推广费用率低于京东



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 25: 苏宁易购移动端搜索指数趋势向上



来源：百度指数 中泰证券研究所

- **苏宁“双十一”全渠道融合，彰显新零售雏形。**2016 年双十一苏宁线上线下同步，全国 32 座苏宁广场，大约 3700 家苏宁易购门店共接待 1000 万顾客，创历史新高。在配送体验方面，发货及时率 99.7%，全天妥投率 96.6%，其中半日达以及急速达占比超过 80%，在 47 个城市全面普及送装一体，体现全渠道，体验、配送优势。双十一苏宁云商全渠道订单量增长 193%，线上订单量同比增长 210%，其中移动支付占比达到 83%，苏宁易购天猫旗舰店以绝对优势全天稳居天猫销售排行榜第一位。

图表 26: 苏宁易购通过线下门面店进行宣传



来源：中泰证券研究所

- **苏宁旗舰店业绩增长靓丽，苏宁阿里成立猫宁电商，合作再下一城。**流量入口方面，苏宁旗舰店接入阿里平台入口，享受天猫与苏宁双重品牌叠加效应，且苏宁旗舰店品类齐全、产品品质高，借助天猫平台，有望实现快速增长。战略格局方面，京东以家电起家，成长迅速，阿里接入苏宁后，有望在线上家电 3C 领域占据主导优势，发挥苏宁在家电 3C 领域的供应链优势。2016 年“双十一”苏宁旗舰店经营额位列第一位，验证天猫苏宁共振效应。**预计 2017 年苏宁旗舰店销售额有望突破 290 亿元，单日实现营业收入 0.8 亿元。**另外，阿里巴巴与苏宁设立猫宁超市，布局购物新业态。**(1) 猫宁电商有利于扩大苏宁自营品类；(2) 结合阿里巴巴流量与苏宁自营供应链优势，阿里巴巴战略中的重要一环，有利于阿里巴巴切入自营，未来将逐步发力；**

图表 27：预计 2017 年苏宁天猫旗舰店销售额有望突破 290 亿元

年份	2015	2016H1	2016Q3	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
苏宁天猫旗舰店年销售额 (亿元)				292	496.4	803	1204.5	
销售额同比增速 (%)					70.0%	61.8%	50.0%	
全年天数				365	365	365	365	
日销售额 (亿元)				0.8	1.36	2.2	3.3	

来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 28：苏宁易购与阿里巴巴合资成立猫宁电商

公司名称	出资额 (亿元)	股权占比 (%)	管理方式	公司名称	主要经营平台
南京苏宁易购	5.1	51%	最高权力股东会，董事会日常决策机构；	猫宁电商	天猫
阿里巴巴中国	4.9	49%			

来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 29：苏宁阿里建立联合供应链、C2B 规模化采购

产品：苏宁全渠道销售、阿里平台及社会大量小商户销售

苏宁阿里联合采购

规模

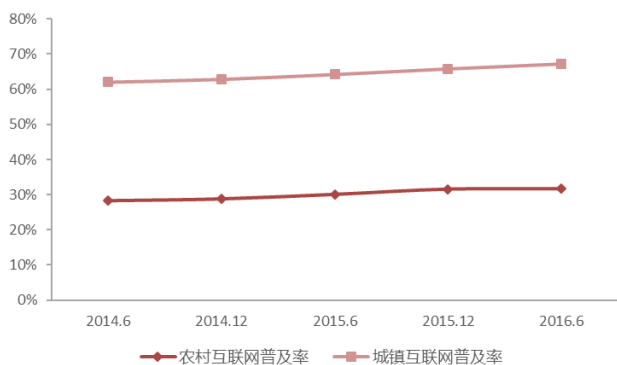
产品：实现个性化定制产品、畅销产品的独占性操作，提高毛利；通过规模化采购，降低成本

来源：公司资料整理 中泰证券研究所

渠道逐步下沉，农村服务站逐步建设，享受农村电商发展红利

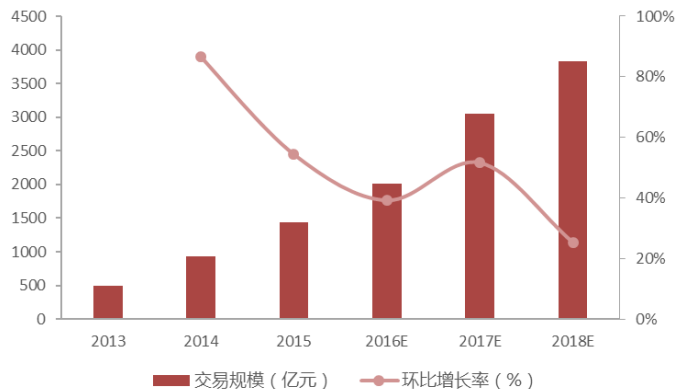
- 重资产构建农村电商服务站，“易购直营店+中华特色馆”打造全渠道闭环生态圈。城镇互联网普及率为 67.2%，国内农村互联网普及率仅为 31.7%，渗透空间较大，农村互联网普及率持续提升，预计 2014-2018 年农村电商 CAGR 达到 50% 以上。2015 年以来，苏宁加大农村服务站建设，服务站有望承接用户体验、仓储、配送等功能，实现苏宁与平台相互对接，打造全渠道闭环生态圈。预计至 2020 年苏宁直营店数量将达到 5000 家左右。公司规划发展 1 万家代理点以及授权服务站，200 个中华特色馆，意欲将苏宁在三、四级市场的物流覆盖率提升至 87% 以上。

图表 30：相较于城镇来看，农村互联网普及率可提升空间较大



来源：公司公告 中泰证券研究所

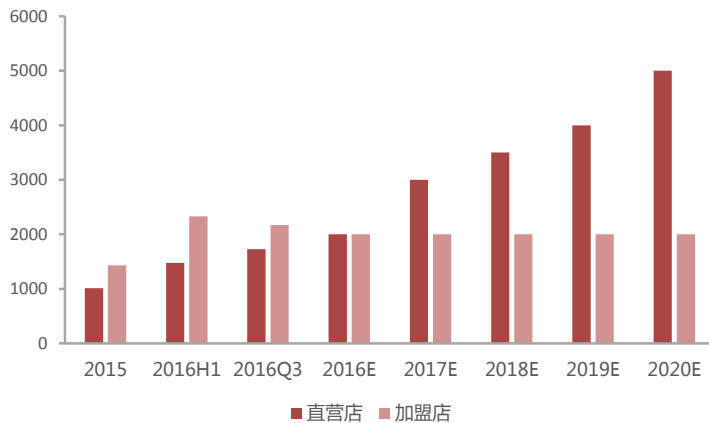
图表 31：2014-2018 年农村电商复合增长率为 50% 以上



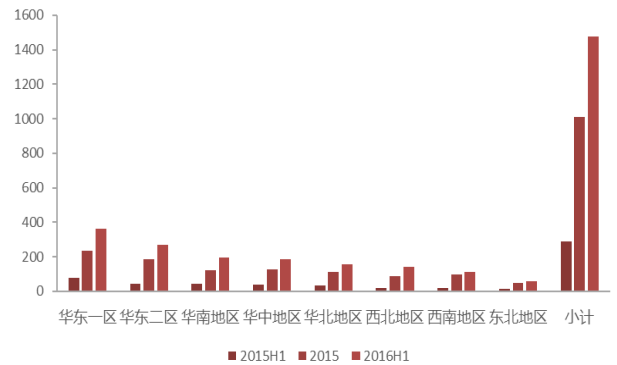
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 32：预计至 2020 年直营店数量有望达 5000 家

图表 33：苏宁在华中、华北、东北等区域可开拓潜力空间较大



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

- 承载“走下去”以及“引上来”的职能，预计 2017 年服务站营业收入突破 450 亿元。**苏宁云商减少加盟门店的数量，在战略上投入更多资金潜力在直营服务站方面，而目前苏宁门店大约有 100 万平方米，主要涵盖的品类包括日用百货、家电、3C、食品酒水、母婴美妆等。农村用户可通过服务站购买线上用品，同时可以将农村农产品通过服务站销售出去，承载“走下去”以及“引上来”职能。**战略规划来看，苏宁云商未来着力点在服务站建设上面，预计 2020 年门店服务站数量有望达到 7000 左右，其中自营 5000 家左右，加盟店 2000 家左右。根据市场调研，当前门店的日均销售额大约在 2-3 万之间，2016-2020 年保守日均门店销售额为 2.5/2.6/2.7/2.8/3.0 万元，预计至 2020 年农村服务站可以实现销售额超过 766.5 亿元，预估全部门店可以实现盈利，且净利率为 1%，至 2020 年农村服务站可以贡献净利润约为 766.5*1%=7.67 亿元。**

图表 34: 苏宁易购服务站盈亏平衡分析

面积	120平米以下	120-200平米	200-300平米	300平米以上
线上/线下销售占比	60%/40%	60%/40%	50%/50%	40%/60%
毛利率	11%	11%	12.25%	13.50%
保本销售规模 (万元)	856	973	1036	1047
平均单店单天 (万元)	2.35	2.67	2.84	2.87

来源: 公司资料整理 中泰证券研究所

图表 35: 苏宁云商农村服务站规划以及运营模式

截止2016Q3, 直营服务站数量为1727家, 加盟门店为2170家;	农村服务站	100多平方米, 涵盖日用百货、家电、3C、食品酒水、母婴美妆等
规划未来五年建设自营店5000家, 加盟和自营门店数量达到7000家;		承载“走下去”以及“引上来”的双重智能; 苏宁实体以及互联网商品带到县域市场。并将县域的特色产品通过苏宁平台销售至全国

来源: 中泰证券研究所

图表 36: 预计 2016-2020 年服务站销售额 CAGR 超过 20%

年份	2015	2016H1	2016Q3	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
加盟店	1430	2329	2170	2000	2000	2000	2000	2000
直营店	1011	1478	1727	2000	3000	3500	4000	5000
服务站日均销售额 (万元)				2.5	2.6	2.7	2.8	3
单个服务站年均销售额 (万元)				912.50	949.00	985.50	1022.00	1095.00
服务站年销售额 (亿元)				365.00	474.50	542.03	613.20	766.5
销售额同比增速 (%)					30.00%	14.23%	13.13%	25.00%
净利率 (%)				1%	1%	1%	1%	1%
净利润 (亿元)				3.65	4.75	5.42	6.13	7.67

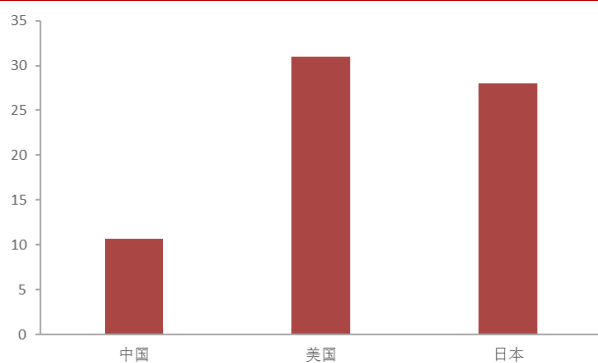
来源: 公司公告 中泰证券研究所

物流资产提效，苏宁高标仓价值凸显，承接阿里系订单，社会化物流服务迎放量增长

需求端倒逼快递“提效+提质”，仓储是关键节点，高端仓储潜力空间巨大

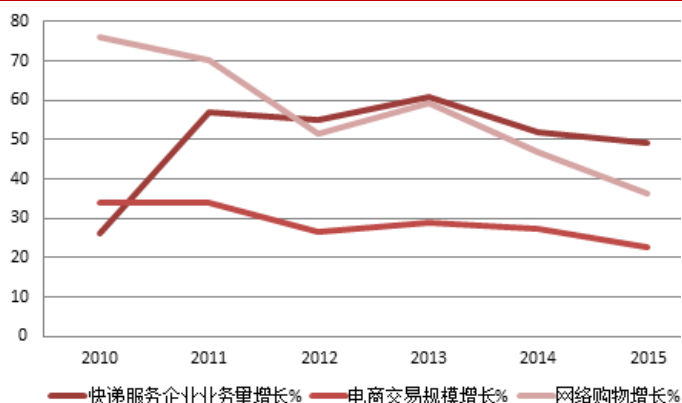
- **网购规模扩大拉动快递量稳步提升，业务量 CAGR30%左右增长。**对比而言，国内年人均快递总量达到 13-15 件，相较于国际其他国家而言，国内人均业务量比例较小，未来提升潜力较大。以美国发展为例，年人均快递总量为 30-32 件，相比较而言，国内人均快递数量较小，潜力空间较大。另外，与国内相邻的日本快递数量也接近 30 件/人/年，在中国电商发展程度较高的大背景下，国内电商发展潜力更足。在发展结构上，江浙沪快递发展较为迅速，年人均快递数量在 30-50 件，而依托于较为发展的快递体系以及电商发展，江浙沪走在全国快递的前列。而在中西部地区，年人均快递数量远低于全国平均水平，增长潜力空间较大。从驱动角度来看，电商年增长 20% 以上的增速，为快递稳健发展提供安全垫，预计未来三年快递整体业务量 CAGR30% 以上。

图表 37：国内人均快递消费量相较于美国、日本而言仍有提升空间



来源：国家邮政局 中泰证券研究所

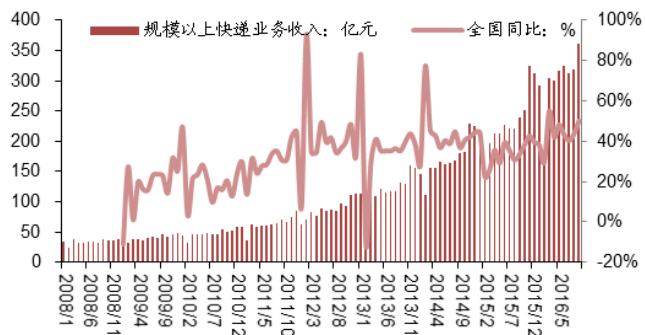
图表 38：国内电商交易规模增长带动快递服务企业业务量增长



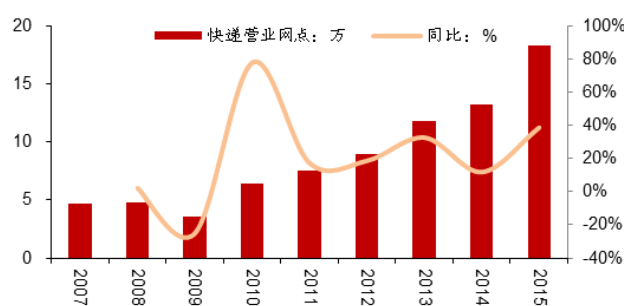
来源：国家邮政局 中泰证券研究所

图表 39：规模以上快递业务收入复合增长率保持在 40% 以上

图表 40：快递营业网点数量增速持续提升



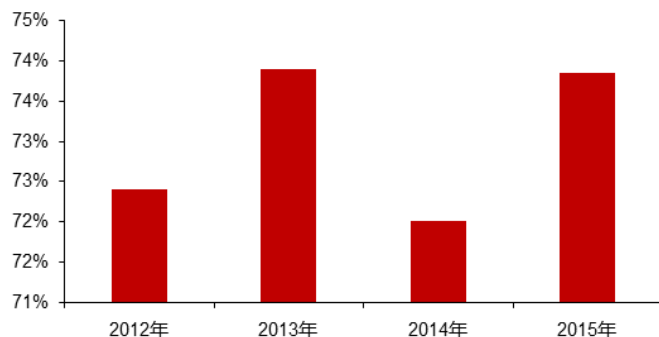
来源：国家邮政局 中泰证券研究所



来源：国家邮政局 中泰证券研究所

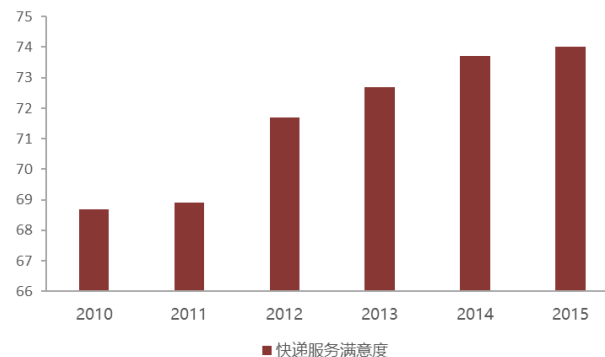
■ **物流提效空间较大，终端用户体验满意度待提升。**国内快递整体服务效率仍有待提升，2015 年准时率仅为 73.85%，2010-2015 年快递服务满意度整体满意度为 74，仍存较大的提升空间。对比国内与国外快递公司的周转率，国内快递整体的周转速度远低于国外水平。我们发现国外公司特别是以 UPS 为代表的公司，其周转速度随着仓储规模的扩大而逐步提升，其仓储作为整体快递行业的重要节点，在提升快递效率方面起到关键作用。

图表 41：快递公司 72 小时投递率仍具有较大提升空间



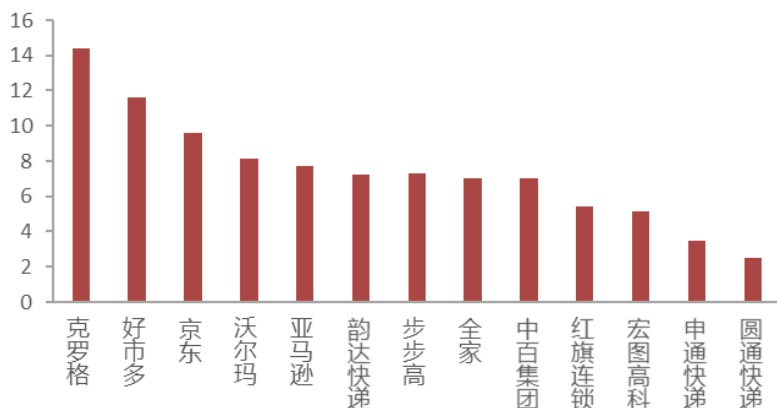
来源：中国邮政局 中泰证券研究所

图表 42：当前快递服务满意度仍处于低位



来源：中国邮政局 中泰证券研究所

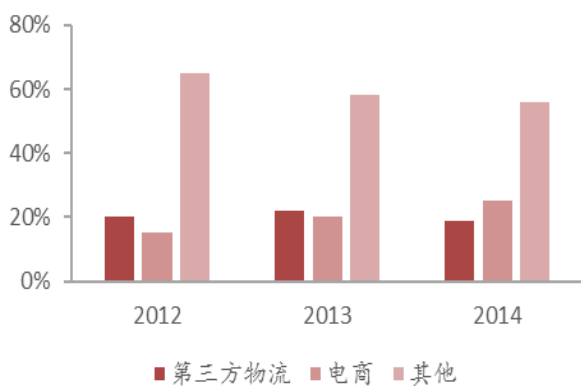
图表 43：国内快递公司存货周转率与国外存在较大的差距



来源：彭博 WIND 中泰证券研究所

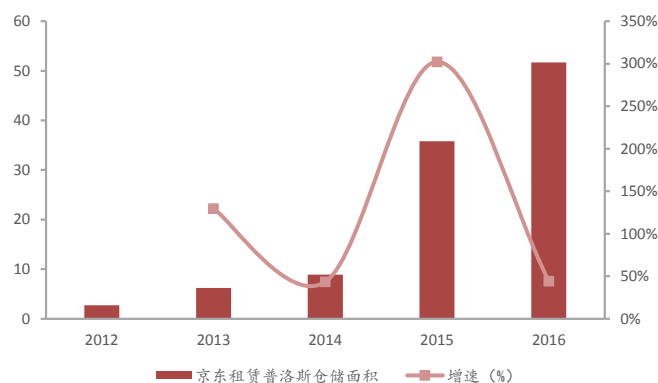
- **运营效率提升是未来主旋律，高标仓市场需求潜力空间大。**高效率的货物周转对仓储要求较高，而当前快递行业主要使用的仓储为普通仓储，货物周转效率较低，影响快递整体效率。目前来看，国内正积极布局高标仓，未来电商将是高标仓主力消费力量。以京东为例，2016年京东租借普洛斯高标仓约为50万平方米，年租借普洛斯面积增速保持近50%左右；京东整体租赁面积约占京东整体仓储面积的80%左右，京东开放社会化物流必须依托于高标仓，高标仓将是未来主要抢占的阵地。

图表 44：电商以及第三方物流成为高标仓主要的消费主力



来源：普洛斯年报 中泰证券研究所

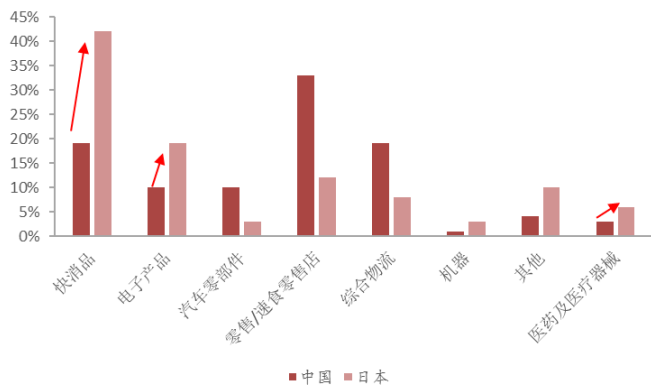
图表 45：京东租赁普洛斯仓储面积持续高速增长



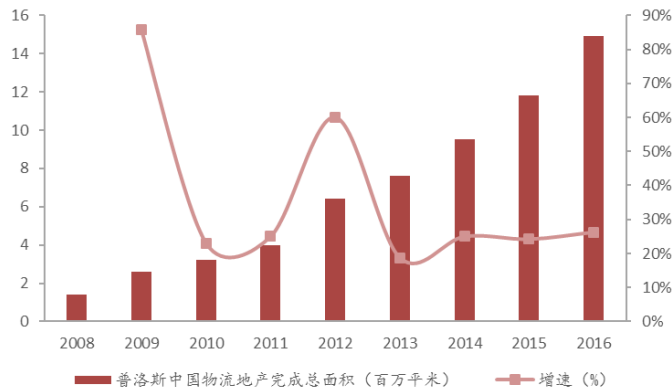
来源：普洛斯年报 中泰证券研究所

图表 46：对标日本，国内在快消品、电子产品等领域对高标仓需求潜力较大

图表 47：普洛斯年开发面积增量保持在30%左右

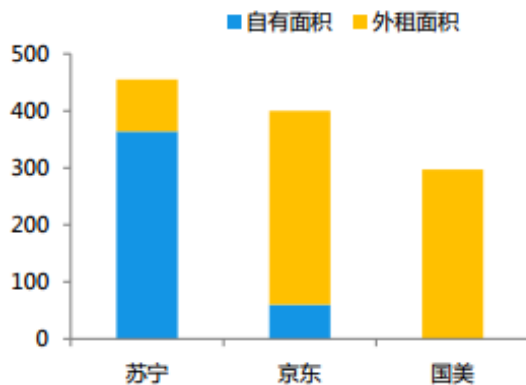


来源：普洛斯年报 中泰证券研究所



来源：普洛斯年报 中泰证券研究所

图表 48: 苏宁自有仓储面积远超京东及国美



来源：苏宁云商公开资料整理 中泰证券研究所

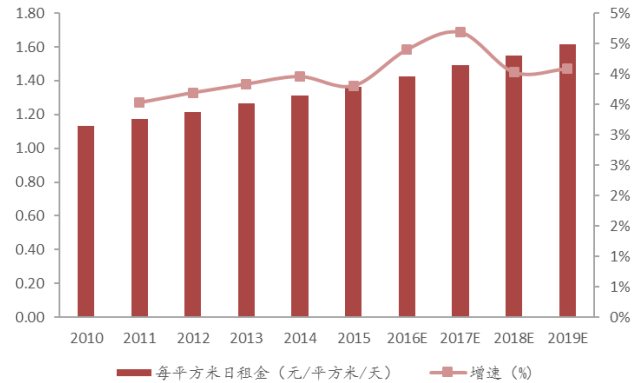
- **高标仓整体建设难度在增加，一二线存量高标仓价值将逐步凸显。**北上广深的工业用地拿地成本在增加，纯电商企业拿地难度提高，高标仓价值正在逐步凸显。根据普洛斯年报，国内华东以及华南地区高标仓每平方米租金年复合增长 3-5%，高标仓整体的价值在逐步凸显。而在一二线城市布局的物流地产企业如普洛斯、安博以及苏宁等公司的高标仓价值将重估。而我们看到目前积极进入高标仓领域的东百集团，拥有“**拿地+管理团队+资金**”的优势，资本市场看好其发展潜力，侧面验证了高标仓的价值。

图表 49: 电商以及第三方物流成为高标仓主要的消费主力

图表 50: 国内华东区每平方米日租金稳步上升



来源：普洛斯年报 中泰证券研究所

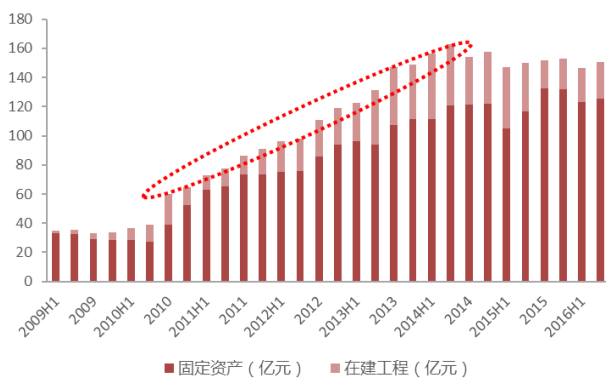


来源：普洛斯年报 中泰证券研究所

苏宁高标仓价值凸显，资产利用效率稳步提升，竞争优势显著

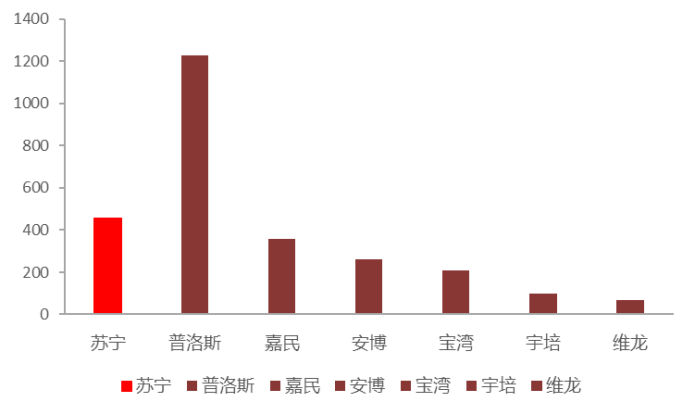
- 苏宁自有仓储标准高于高标仓，自有仓储面积位列全国第二位。2011-2016 年以来，苏宁加大仓储建设力度，至 2016 年 Q3 年苏宁全国拥有 478 万平方米仓储，高标仓面积位列全国第二位，仅次于普洛斯。与高标准物流仓储提供商相比，苏宁的物流能力仅次于普洛斯；与零售商相比，苏宁物流能力远超对手，管理水平市场领先。苏宁持有物流仓储物业的各项指标明显高于普通物流仓储标准，亦高于代表市场较高水平的高标准物流仓储整体建设标准。

图表 51: 2010 年-2016 年以来苏宁持续加大物流地产建设



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 52: 苏宁云商仓储面积仅次于普洛斯



来源：普洛斯年报 中泰证券研究所

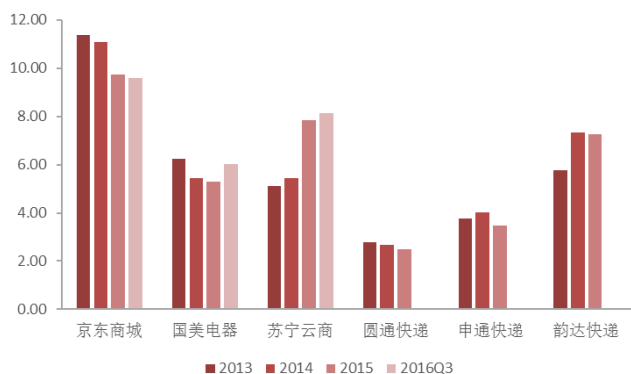
图表 53: 苏宁云商仓储指标高于普通物流仓储标准

项目	普通物流仓储	高标准物流仓储	目标资产
层高	约7米	9米	12米
雨棚	小于3米	6米	12米
月台	基本无	4.5米	8米
配套设施	基本无	较少	住宿餐饮等配套设施齐全
监控及无线接入点	基本无	库外主要道口	库内外基本覆盖

来源：公司公开资料整理 中泰证券研究所

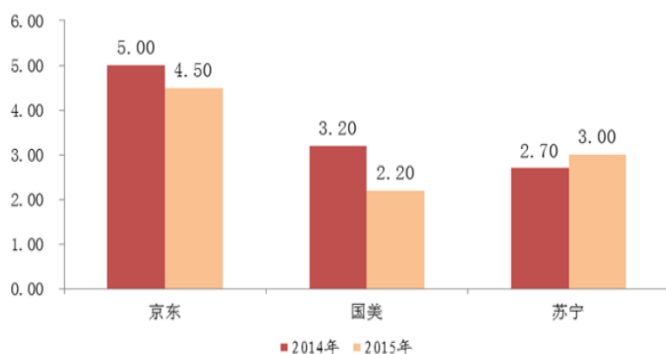
- **存货周转率持续提升，仓储利用效率逐步提升。**对比快递公司来看，拥有仓配一体化的电商企业以及零售企业高于快递公司。得益于仓储优势，苏宁云商仓储价值持续凸显，存货周转速度持续提升，2014-2015年以来仓储创收持续提升，两项指标显示苏宁整体物流的经营效率在逐步回升。

图表 54: 苏宁云商存货周转率高于快递公司且呈上升趋势



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 55: 苏宁云商每平方米仓储创收逐年提升

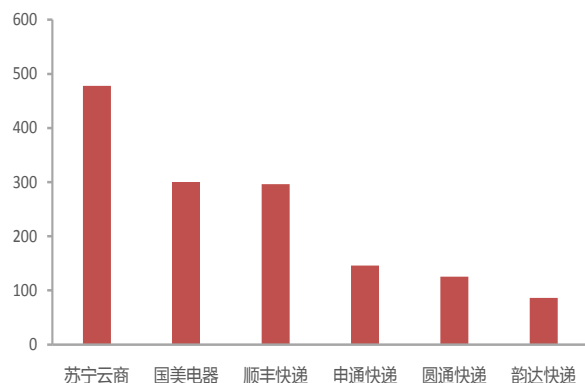


来源：公司公告 中泰证券研究所预测（万元/平方米）

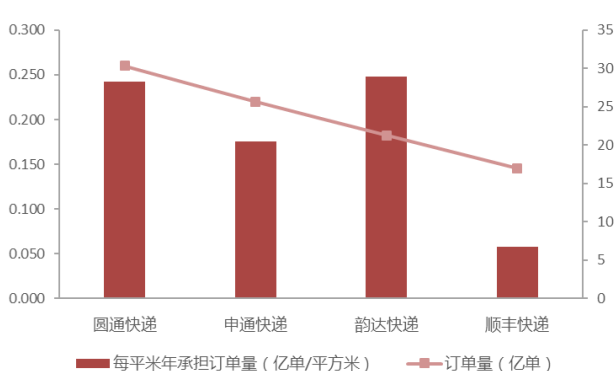
承接阿里系订单，社会化物流服务迎放量增长，预计社会化“仓储+配送”估值287.5亿元

- **承接阿里系订单，社会化物流放量增长，预计2017年净利润约1亿元。**2015年苏宁仓储面积约为455万平方米（2016年Q3:478万平方米），仓储面积高于顺丰、申通、圆通、韵达快递。阿里系入股之后，承接菜鸟网络订单，苏宁物流资产利用效率有望大幅提升。预计2017年苏宁日均有望承接阿里订单量约为80-100万单，年业务量约为3亿单左右，按照2015年圆通、申通以及韵达的业务量匹配的净利润，预计阿里给予苏宁的订单，可给予苏宁净利润约1亿元。配送端，考虑二级市场圆通速递估值情况，给予2017年PEX40，对应估值约为40亿元。

图表 56: 苏宁云商物流仓储面积高于顺丰、申通、圆通等快递公司



图表 57: 快递公司每平方米年承担订单量平均约为1500万单



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

图表 58：苏宁在配送领域的优势不逊于京东

2016H1	全国级枢纽仓储物流中心	区域级枢纽仓储物流中心	城市级中转仓数量	配送点数量	现有仓储面积（万平方米）
苏宁	8	47	365	6267家快递点（兼具自提功能）	478
京东	234仓库			6756个配送站和自提点	520
国美集团（截止2015年年底数据）	全国拥有434个物流中心和作业网点			覆盖全国600多个地县级城市，45,000多个乡镇。	300

来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 59：通过自营及收购、合作等方式，打造全产业链物流集团



来源：公司公开资料整理 中泰证券研究所

- 社会化仓储单独估值约为 247.5 亿元，“仓储+配送”整体估值为 287.5 亿元。苏宁拥有较高标准的仓储，且目前土地储备大约为一万亩左右，考虑按照 150-200 万平方米的年推进速度自建仓储。预计 2016-2018 年苏宁云商高标仓拥有面积为 500/650/800 万平方米（自有和租赁面积之和），2017 年自有仓储面积有望达到 550 万平方米。若单独考虑苏宁自有仓储面积估值，参考东百集团高标仓估值情况（200 万平方米；80 亿市值），苏宁云商社会化物流的估值为 $550 \times 4500 / 10000 = 247.5$ 亿元。“仓储+配送”整体估值为 287.5 亿元。

图表 60：预计 2017 年社会化仓储估值约为 247.5 亿元

分类	2016E	2017E	2018E
苏宁高标仓面积（万平方米）	480	650	800
自有比例（%）	80%	85%	85%
社会化仓储应用面积（万平方米）	384	550	680
社会化仓储估值（元/平方米）	4500	4500	4500
苏宁高标仓整体估值（亿元）	172.8	247.5	306

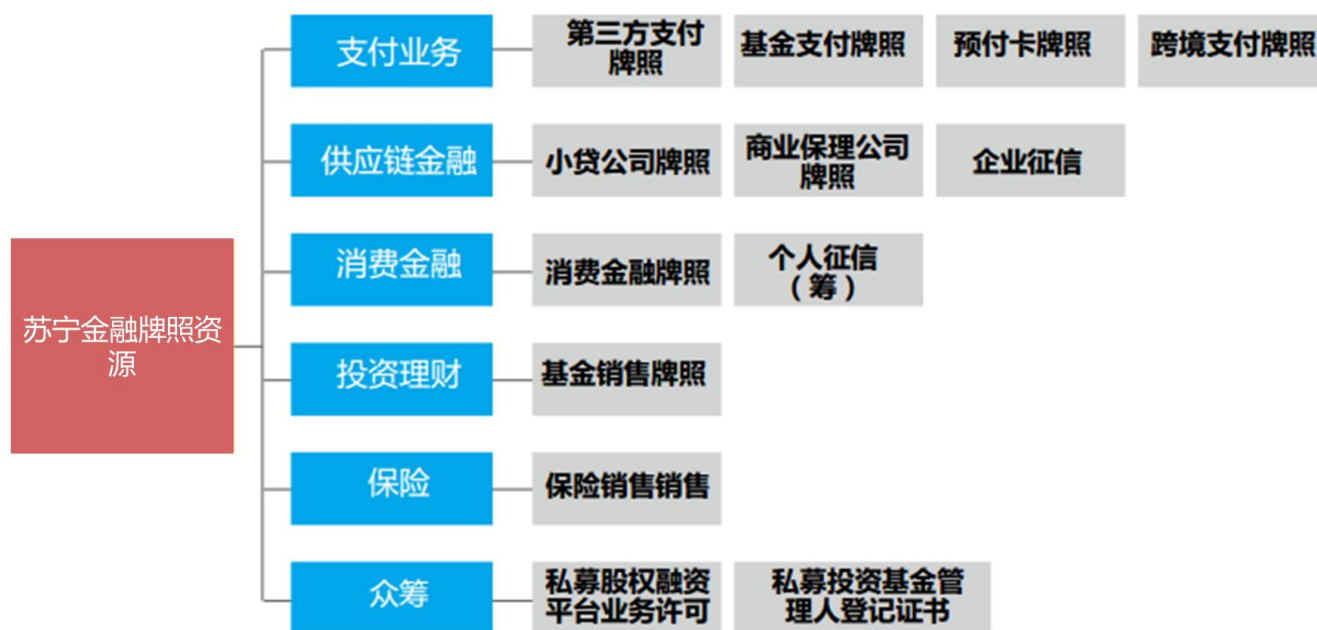
来源：公司公告 中泰证券研究所

做拥 11 张牌照，金融业务放量增长，估值 360 亿，存市场预期差

核心牌照全布局，跻身国内互金第一阵营

- 坐拥 11 张金融牌照，仅次于蚂蚁金服，“供应链金融-电商-消费金融-理财”多轮驱动，1) 业务交叉实现协同效应最大化；2) 收入端多元化。苏宁银行牌照正在积极申请中，未来银行牌照的获批将为公司拓宽融资渠道、完善金融服务、增强盈利能力带来巨大利好。

图表 61：苏宁金融具备全牌照资源，丰富自身产品线



来源：公司公开资料整理 中泰证券研究所

图表 62：苏宁、京东、阿里拥有的重要金融牌照对比，苏宁仅次于阿里

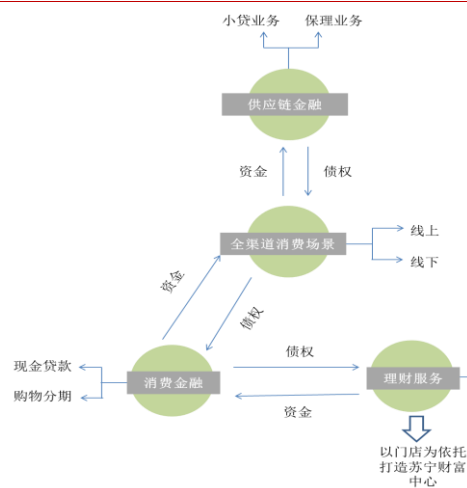
牌照	苏宁		京东		阿里	
	有无牌照	苏宁产品	有无牌照	京东产品	有无牌照	阿里产品
第三方支付牌照	√	易付宝	√	网银在线	√	支付宝
企业征信牌照	√	大数据征信	√	大数据征信	√	芝麻信用
个人征信牌照	--	无	--	无	√	芝麻信用
消费金融牌照	√	零钱贷、任性付	--	无	--	无
小贷牌照	√	信贷、保理业务	√	京东贷、网商贷、京小贷、京宝贝、京东白条	√	阿里小贷、蚂蚁花呗
基金销售牌照	√	零钱宝、票据理财	√	京东理财：京东小金库、基金理财、票据理财、保险理财、非标理财	√	余额宝、基金淘宝店
基金支付结算牌照	√	零钱包	√	京东小金库	√	余额宝
保理牌照	√	信贷、保理业务	√	京保贝	√	招财宝
股权众筹牌照	√	苏宁众筹：目前主要以权益类众筹为主；	√	京东众筹：权益众筹、股权众筹	√	蚂蚁达客
保险牌照	√	苏宁保险：车险、意外险、理财险、母婴险、家电延保、合作商保险；	√	京东保险：意外险、健康险、旅行险	√	众安保险
基金牌照	--	无	--	无	√	数米
银行牌照	--	无	--	无	√	网商银行
证券牌照	--	无	--	无	√	控股瑞东集团

来源：公司公告 中泰证券研究所

金融业务与全渠道零售深度绑定，协同效应凸显

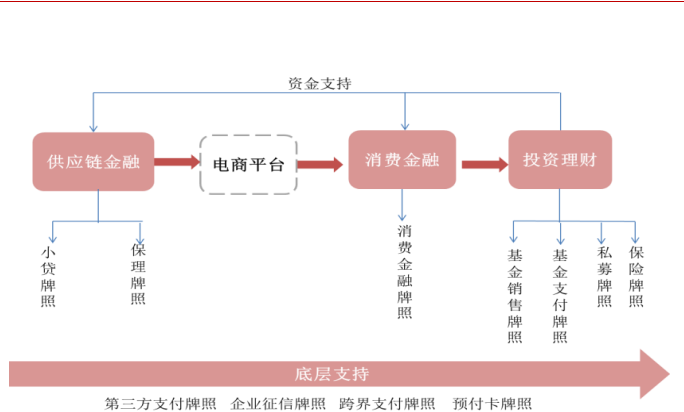
- 苏宁金融业务特色：依托全渠道零售模式推进线上线下金融，充分利用苏宁的门店、客户、场景资源开展业务，与苏宁集团的业务深度绑定。全渠道海量用户和 1500 余家线下门店资源是核心优势，金融业务爆发可期。

图表 63：苏宁金融基于全渠道零售推进的线上线金融



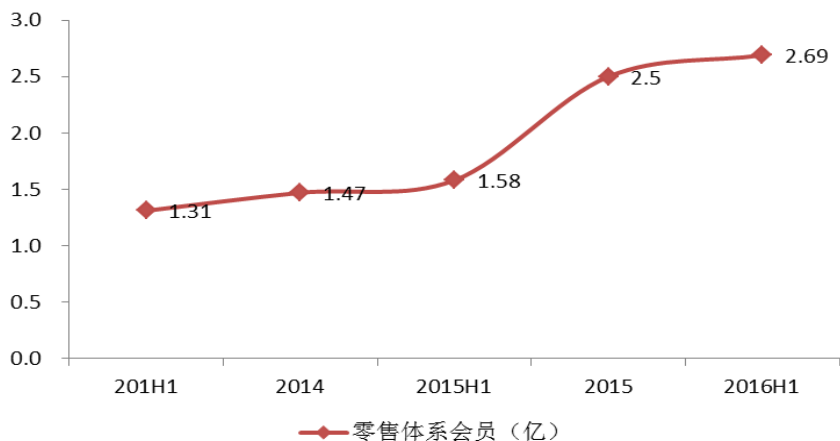
来源：希财网 中泰证券研究所

图表 64：苏宁金融全牌照经营，业务多重交叉实现协同效应最大化



来源：零壹研究 中泰证券研究所

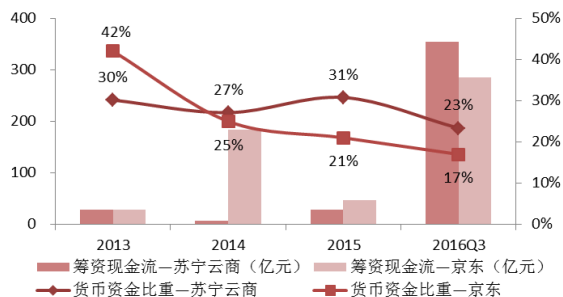
图表 65：苏宁零售体系会员突破 2.7 亿，已有海量用户催生巨大金融需求



来源：公司年报 中泰证券研究所

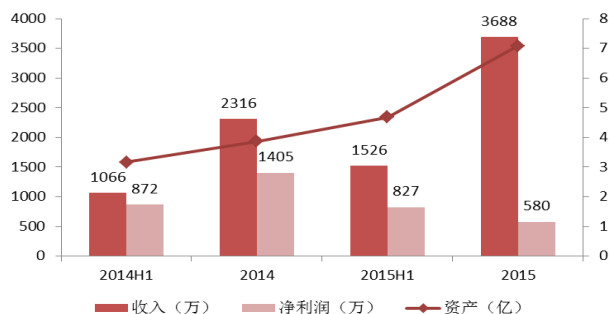
- 在供应链金融上，以苏宁生态链为基础，针对上游供应商及合作商户，逐层拓展外部客户，推出小微企业贷款产品。苏宁小贷、苏宁保理是提供供应链金融服务的主体，也是苏宁金融业务利润的主要来源。对标京东供应链金融业务，苏宁的优越性在于：集团现金流充裕，内部融资成本低，利润空间大。

图表 66：对标京东，苏宁账上现金充裕，外部融资少，资金成本低



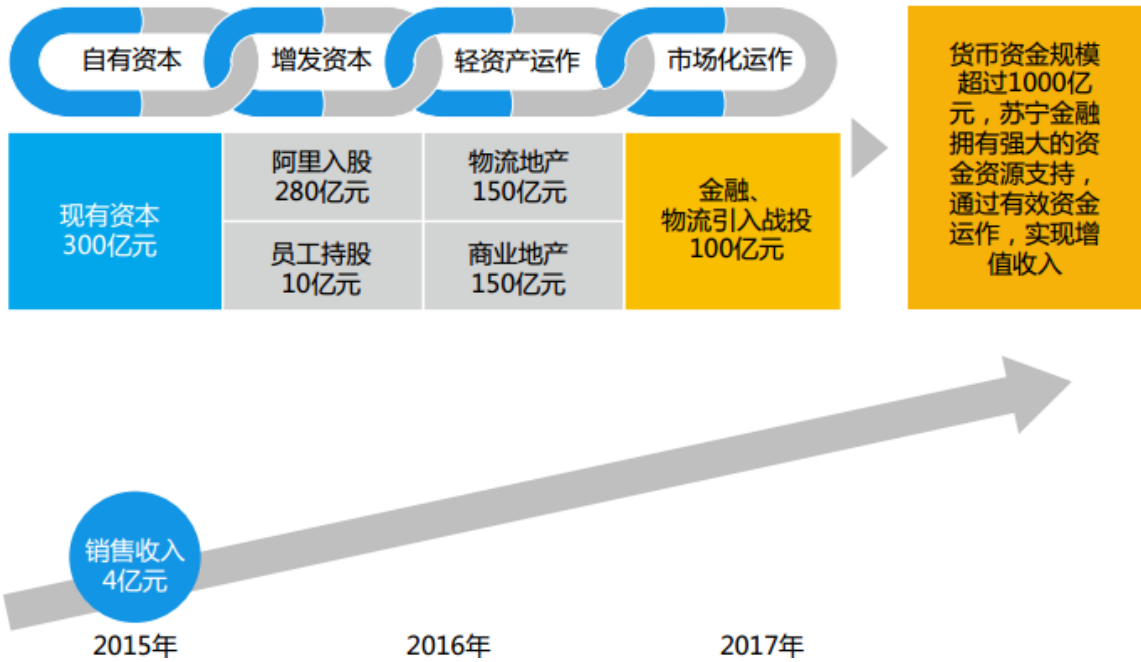
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 67：对标京东，苏宁账上现金充裕，外部融资少，资金成本低



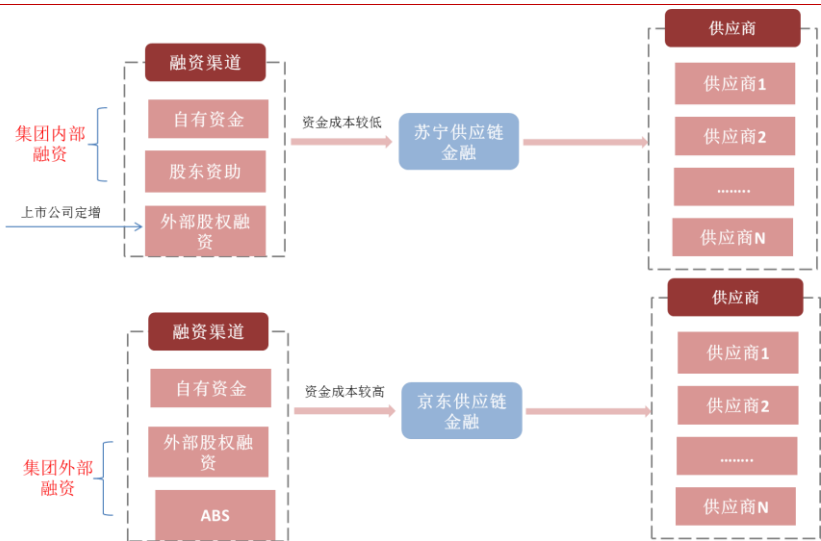
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 68：伴随轻资产运营，资本金规模扩大，形成盈利能力



来源：苏宁云商公开资料整理 中泰证券研究所

图表 69：苏宁集团现金流充裕，资金成本低是供应链金融业务核心优势



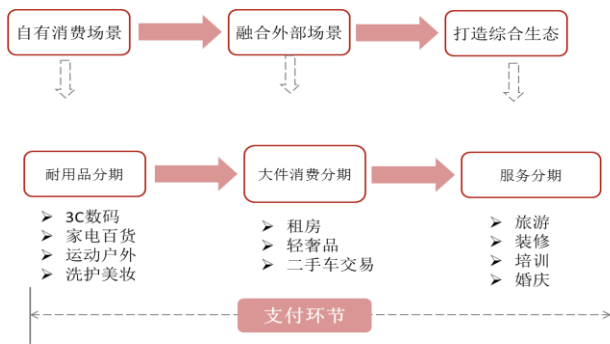
来源：公司年报 中泰证券研究所

- 消费金融业务：打通自有消费场景，获客成本低，消费金融产品嵌入消费场景，庞大消费场景资源催生巨大消费金融需求，目前尚处用户培育阶段（亏损），未来三年业务爆发可期，有望逐步贡献收益。未来业务发展重点：逐步丰富消费场景，充分挖掘存量用户消费金融需求，开拓增量用户带来增量需求。对标京东白条、蚂蚁花呗，苏宁消费金融最大的优越性在于：拥有消费金融牌照，更容易逐步走出苏宁的场景，抢占线下消费场景。

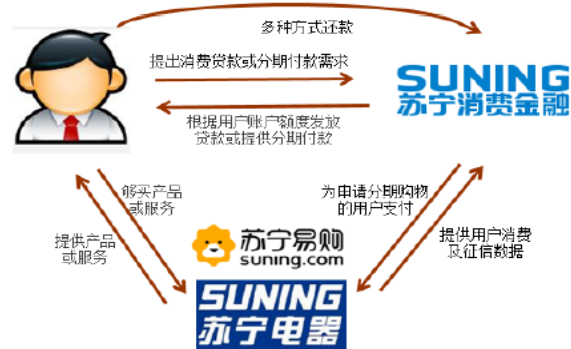
图表 70：未来苏宁消费金融业务发展路径

图表 71：苏宁消费金融打通原有消费场景，带动消

消费金融产品



来源：艾瑞咨询 中泰证券研究所



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 72：海量用户资源催生庞大金融需求，催生苏宁消费金融业务爆发

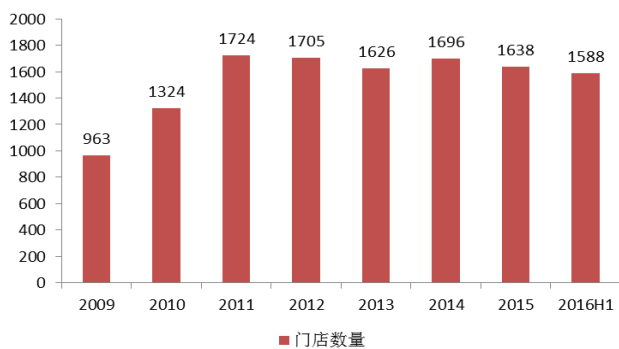
	2015F	2016F	2017F	2018F
苏宁会员数量 (万)	16800	17940	18646	20879
消费信贷覆盖率 (%)	0.5%	1.5%	2.6%	3.5%
消费信贷覆盖客户数 (万)	84.0	269.1	484.8	730.8
单笔借贷金额 (元)	3000	3300	3700	4000
消费金融规模 (亿)	25.2	88.8	179.4	292.3

来源：公司公告 中泰证券研究所

消费金融具备高成长性，依托现有海量用户未来渗透率提升空间大

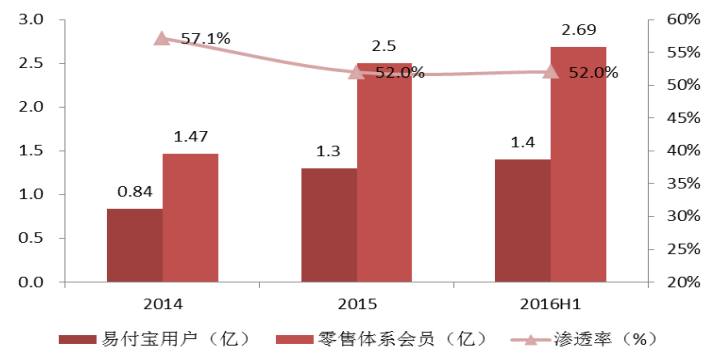
- 第三方支付业务，加速“易付宝+本地生活”模式的推广，拓展外部消费场景，实现用户支付全场景覆盖。以线下门店为依托建立健全苏宁财富中心运营体系，打造独特的 O2O 金融模式对标纯互联网理财平台，苏宁 O2O 金融模式的最大优越性在于：线下的理财体验店不仅是销售渠道，更有助于提升理财消费者的安全感和信任度，增加大额投资理财。

图表 73：苏宁线下门店资源遍布一二三线城市，为 O2O 金融模式发展提供便利



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 74：苏宁易付宝会员数量增长迅速



来源：公司公告 中泰证券研究所

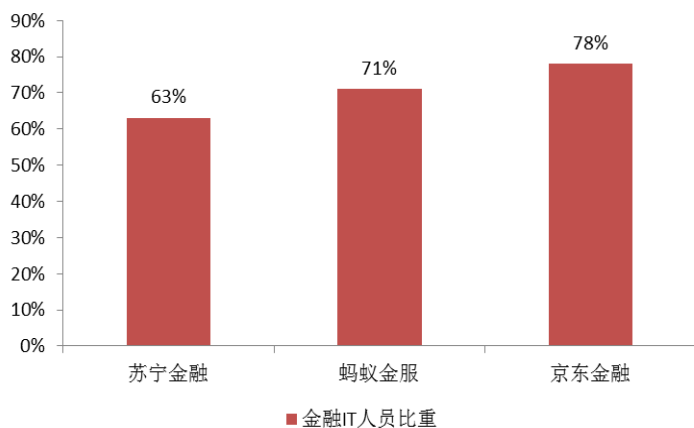
图表 75：苏宁金融在主要门店建立财富中心，打造 O2O 金融模式



来源：中泰证券研究所

- 依托全渠道零售大力推进易付宝，线上线下的数据融合也是苏宁金融天生的优势，积累的数据更多维、更全面、更连续；互联网金融技术能力扎实，可以迅速的在实际业务中应用，加快风控速度和精度，并覆盖更多的用户；背靠阿里、南京银行和巴黎银行，未来有望最先受益阿里金融云平台的科技输出和两家银行的风控经验，强化后端风控能力，加快线下消费场景的渗透。

图表 76：苏宁金融 IT 人员比重可以与阿里、京东相匹敌



来源：艾瑞咨询 中泰证券研究所

图表 77：苏宁金融目前拥有七项金融科技专利



来源：艾瑞咨询 中泰证券研究所

图表 78：苏宁金融实现线上线下数据融合，消费金融风控体系更全面



来源：艾瑞咨询 中泰证券研究所

- 截止 2015 年底，苏宁金服实现营收 4.2 亿 (+250%)，净利润 6800 万（扭亏为盈），金融业务正处于高速增长阶段；基于苏宁集团海量用户资源（2.7 亿会员+5 万供应商）、庞大消费场景（前三季度线上 GMV=518.7 亿）和丰富生态圈（零售+置业+体育+视频），确立高增长可持续性，再叠加苏宁金融牌照资源丰富，理应获得更高溢价估值。**预计 2017 年苏宁金融实现营业收入 18 亿元，按照 25% 的净利率，实现净利润约为 4.5 亿元，按照 2015 年京东金融一级市场估值（23XPS），金融板块预计估值为 360 亿。**

图表 79：苏宁金融估值情况（截止今年上半年）

	营业收入（百万）	净利润（百万）	估值（亿元）	PE	PS
快乐时代（趣分期）	478.46	157.70	82.91	52.57	17.31
宜信	2189.00	737.00	530.00	71.91	24.21
陆金所	3500.00	-----	1399.00		39.97
京东金融	----	亏损	566.00		
蚂蚁金服	32078.00	7680.00	5000.00	65.10	15.59
平均				63.20	24.27
苏宁金融估值情况					
苏宁金融	1803.33	456.90	360.00	78.8	20.0

来源：爱米金融 公司公告 中泰证券研究所

投资建议：零售反转，服务型收入放量，苏宁集团鼎力支持，第一目标价 18.49 元，“买入”评级

苏宁集团搭建以零售为核心的产业群，品牌培育、业务协同有望增强

- 足球成电商企业营销、引流新玩法，短中期来看苏宁集团大举“进军”足球产业意在品牌推广。我们认为，中短期来看，盈利不是苏宁入主江苏舜天俱乐部（已更名为苏宁足球俱乐部）、收购国米俱乐部的真正目的，而在于以足球赛事为抓手，“潜移默化”的将苏宁元素植入到赛事过程中，从而实现更好的用户开发。目前苏宁借助足球进行品牌推广的手段主要有两种：1) 冠名+赞助，在球场广告屏、球衣袖章和胸标等处投放苏宁

易购广告，将电商和足球深度绑定，提升品牌识别度；2) 整合旗下资源，开发周边产品及服务，如以线下门店为平台，通过球迷社群运营等方式，更好地为球迷在比赛日、周末提供文化服务，将更多的用户流量引入门店，从而实现消费的转化。受益于近两年来国内中超赛事影响力的快速提升，苏宁品牌也有望得到快速成长。

图表 80: 苏宁在球衣胸前标志处投放苏宁易购广告



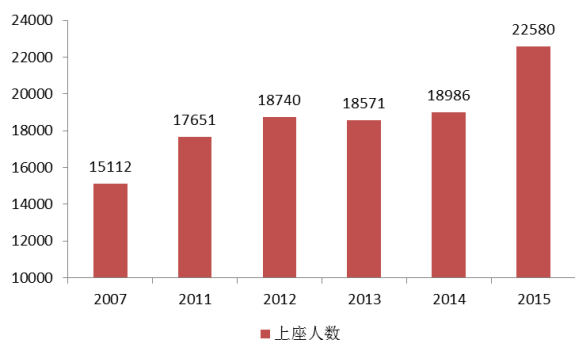
来源：苏宁足球俱乐部 中泰证券研究所

图表 81: 苏宁金融围绕足球赛事开放周边衍生产品



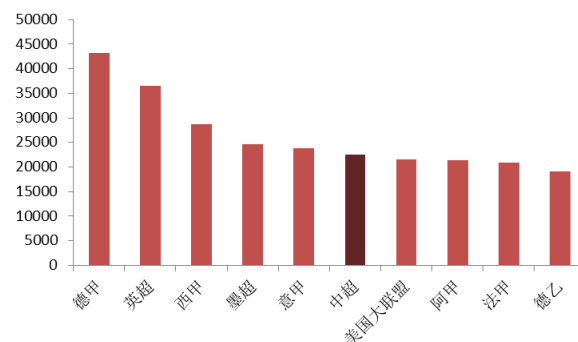
来源：苏宁金融 中泰证券研究所

图表 82: 2015 年来中超赛事上座人数激增



来源：世界足球网 中泰证券研究所

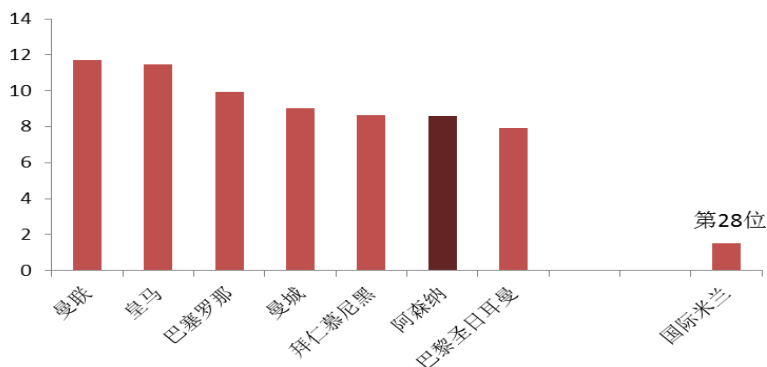
图表 83: 2015 赛季中超场均人数居世界第六



来源：世界足球网 中泰证券研究所

- **苏宁收购国米“剑指”欧洲乃至国际市场，迈出苏宁国际化的重要一步。**如果说苏宁入主江苏舜天足球俱乐部意在强化在国内的品牌影响力，那么苏宁收购国米则将其进军欧洲、东南亚等国际市场打下了坚实的基础。国米是作为有百年历史的老牌欧洲豪门，在 2016 全球最具品牌价值足球俱乐部名单中位列第 28 位，可见即便目前成绩和盈利均大不如前，但国米在国际市场的影响力仍不容小觑。并购国米将是苏宁自 2008 年迈出国际化发展步伐以来，全产业国际化发展的重要组成部分。

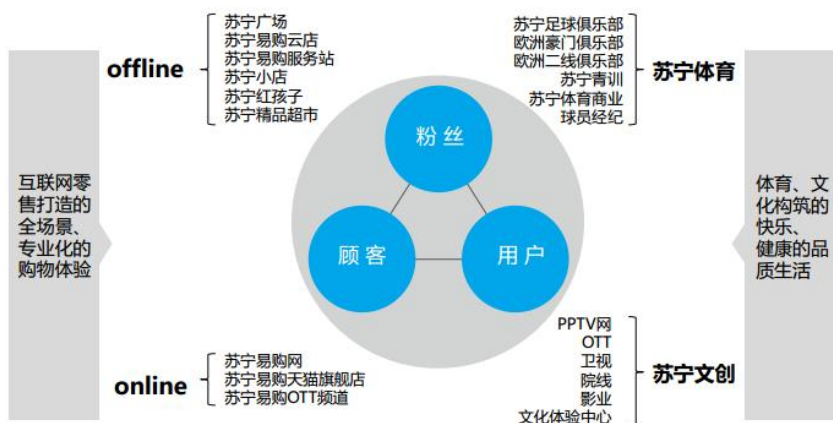
图表 84: 国米在 2016 年全球最具品牌价值足球俱乐部名单中位列 28 位



来源: brand finance 中泰证券研究所

- 以苏宁投资为平台，充分利用资本市场寻找优质标的，围绕苏宁全渠道零售创造新型消费场景、提升用户消费体验，走服务差异化路线。以苏宁投资易果生鲜为例，11月30日苏宁领投易果生鲜的C+轮融资，完成融资后双方将基于生鲜电商展开战略合作，即易果生鲜将成为苏宁旗下“苏鲜生”和社区O2O项目“苏宁小店”的核心供应商。具体而言，在线上成为“苏鲜生”供应商的易果生鲜会将旗下4000个SKU的生鲜商品进驻“苏鲜生”，进一步丰富“苏鲜生”的生鲜品类；在线下，易果生鲜将为苏宁的社区O2O项目“苏宁小店”供货，联合抢占社区市场。**而生鲜作为高频消费品类，将对苏宁线上线下载形成明显的聚客效应。**
- 同时，目前苏宁在全国的自建物流仓储设施近500万平米，易果生鲜可以根据其需求利用这些设施建立相应的冷链仓储，实现很好的资源嫁接，从而降低时间机会成本，迅速抢占市场份额，构建供应链护城河。而遍布一二三线城市近1600家线下门店，以将会是易果生鲜作为前置仓的最佳选择。未来苏宁（部分）门店和易果生鲜的融合有望诞生出完全有别于现有便利店和社区超市的新型业态，从而更深度地绑定客户。
- **所以，纵观苏宁集团近两年来进行的重大投资并购行为，我们不难发现所有的并购都是紧紧围绕全渠道零售主业展开的，抑或丰富零售业态，实现门店差异化、场景化，抑或前瞻性抢占新流量入口。未来我们看好苏宁投资这一专业平台对苏宁零售业态的促进作用。**

图表 85: 依托集团资源，构建苏宁独特的核心 IP 体系



来源: 苏宁云商公开资料整理 中泰证券研究所

零售反转，服务型收入放量，目标价 18.49 元，“买入”评级

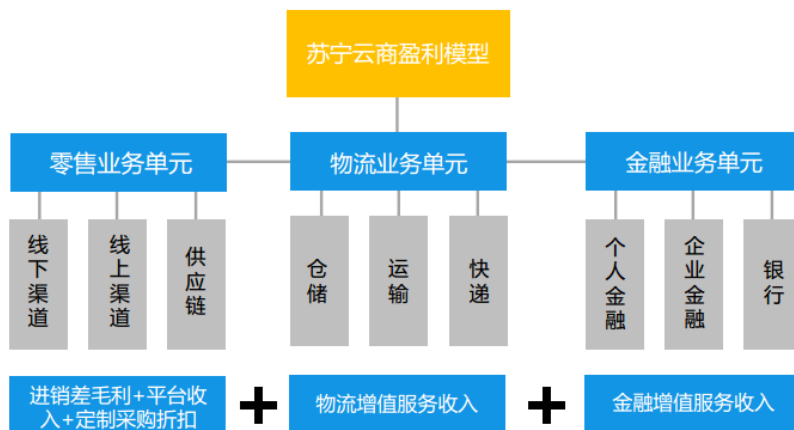
- **线上调整完毕，线下高增长持续，零售估值 1074 亿元。** 电商冲击放缓（2010：40%-2016：25%），线下人流逐步回升（双十一：优衣库；苏宁云商），实体店零售逐步回暖（零售板块三季度可验证）。国美电器单位面积创收预期回升，以及营收增速环比改善，佐证线下回暖。2017 年线下零售约为 950 亿元，净利润为 28.5 亿元（3%的净利率），线下估值为 $28.5 \times 20PE = 570$ 亿元；预期线上营业收入为 840 亿元，按照 0.6 倍 PS（京东 0.8-1.0XPS），估值= $840 \times 0.6 = 504$ 亿元，零售总估值= $504 + 570 = 1074$ 亿元，预计明年线上（自营+平台）+线下可实现盈亏平衡。
- **物流社会化服务开启，仓储价值凸显，“仓储+配送”估值为 265 亿元。** 承接阿里订单，预计明年日均订单量为 80-100 万单，净利润约为 1 亿元，按照 40XPE，估值约为 40 亿元。单独估算社会化仓储，预计 2017 年仓储规模达到 650 万平方米，自有仓储面积有望达到 550 万平方米。参考东百集团（200 万平方米高标仓估值 80 亿元）估值，考虑苏宁仓储质量高于高标仓，仓储 REITS 每平方米价格有望达到 4500 元，苏宁仓储总体估值= $550 \times 4500 / 10000 = 247.5$ 亿元。“仓储+配送”总体估值= $247.5 + 40 = 287.5$ 亿元。
- **金融服务放量增长，市场估值存预期差。** 借助现金流、牌照、全渠道融合优势，苏宁金融迎来放量增长，预计 2017 年金融板块营业收入达到 18 亿元，净利润为 4.5 亿元。按照京东金融一级市场估值（23XPS，当前估值为 566 亿元），给予苏宁金融 20XPS，估值为= $18 \times 20 = 360$ 亿元。
- **安全边际高，零售业务向上趋势显著，服务型收入放量增长，目标价 18.49 元，“买入”评级。** 安全边际高，三大业务估值= $1074 + 287.5 + 360 = 1721.5$ 亿元，当前市值 1119 亿元（2016 年 12 月 6 日收盘市值），目标市值相较于当前市值空间约为 53.84%。另外，员工持股以及阿里战投股价约为 15 元，当前股价存在较大幅度的折价。考虑全渠道融合优势明显，且服务型收入放量增长，零售向好且盈亏平衡；**背靠阿里系，承接阿里资源，目标价 18.49 元，“买入”评级。**

图表 86：预计苏宁“零售+物流+金融”估值总体为 1721.5 亿元

项目	分类	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	估值(亿元)	
零售	线上	2017E	2017E	PE	PS
		840	亏损	不适用	0.6
	线下	950	28.5	570	504
项目	分类	总面积(万平方米)	自有仓储面积	估值(亿元)	
仓储	自有社会化物流	2017E	2017E	元/平方米	总估值(亿元)
		650	550	4500	247.5
项目	分类	日均订单量(万/天)	预计净利润(亿元)	PE	估值(亿元)
配送		90	1	40倍	40
项目	分类	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	估值(亿元)	
金融		2017E	2017E	PE	PS
		18	4.5	不适用	20
总估值水平(亿元)					360
总估值水平(亿元)					1721.5

来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 87：苏宁云商盈利能力分为零售业务、物流业务以及金融业务



来源：公司公开资料整理 中泰证券研究所

- 风险提示：1、与阿里合作不顺畅，不能够在线上线下全面对接；2、线上运营巨额亏损,现金流吃紧；3、金融业务管理风险；

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

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。