

零售业

报告原因：深度报告

苏宁云商 (002024.SZ)

维持

领航家电零售创新转型 打造智慧零售新标杆

增持

2017年8月3日

公司研究/深度报告

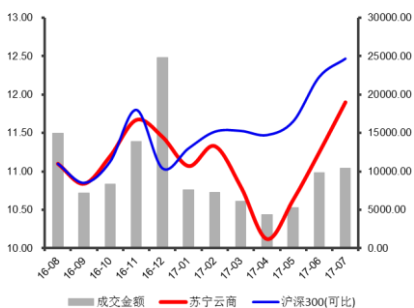
市场数据：2017年8月3日

收盘价(元):	12.00
年内最高/最低(元)	12.67/9.83
流通A股/总股本(亿)	50.18/93.1
流通A股市值(亿元)	602
总市值(亿元)	1117

基础数据：2017年3月31日

每股净资产(元)	7.48
每股资本公积(元)	3.86
每股未分配利润(元)	1.79

股价历史走势



分析师：王磊

执业证书编号：S0760514050008

Tel: 0351-8686884

E-mail: wanglei4@sxzq.com

研究助理：谷茜

Tel: 0351-8686775

E-mail: guqian@sxzq.com

E-mail: sxzqjys@i618.com.cn

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层
山西证券股份有限公司

核心观点：

➢ **公司是国内家电连锁零售行业龙头。**苏宁云商集团是中国领先的商业零售企业。2017年，苏宁云商正围绕渠道建设、商品供应链完善、服务体验提升，打造零售、物流、金融三大业务单元核心竞争能力，强化面向消费者、面向上游供应商及合作伙伴的服务能力，运用互联网、物联网技术，感知消费习惯，预测消费趋势，引导生产制造，为消费者提供多样化、个性化的产品和服务，创新智慧零售新模式。

➢ **宏观经济稳中向好。**消费是拉动经济增长的重要动力，全国城镇居民及农村居民的消费水平均保持增长，全国居民的最终消费率到2015年为止保持小幅稳步增长的态势，增幅虽小，但可反映我国消费需求的逐渐扩大。随着中国经济的持续稳步发展，城镇化进程的不断推进，城镇化具有促进消费的积极效应。受供给侧结构性改革持续深入的影响，2016年我国经济运行稳中向好，为消费市场的升级发展奠定了坚实的基础。

➢ **实体零售行业转型，渠道下沉潜力无限。**2016年中国整体网民规模达到7.3亿人，其中手机网民为6.95亿人，同比增长率均呈稳步攀升态势。移动趋势改变了人们关于购物的思维模式。在移动互联网时代，实体零售正在寻求O2O转型，O2O市场的渗透率稳步成长，线上与线下的企业逐渐从对抗走向了融合。电子商务的快速发展与技术创新使新经济的版图不断拓展，并带来了农村经济普惠发展的新模式。据预测，2018年中国农村网购使用率将超过60%，城乡之间网购使用率的差距将进一步缩小。

➢ **打造智慧零售新标杆。**公司历经8年的互联网转型之路，到2017年实现了线上线下业务的全面融合。公司聚焦于渠道、供应链与服务的优势，线下优化各类门店结构以提高坪效，并着力释放三四级市场的消费潜力；进一步开放线上平台苏宁易购，同电商巨头阿里深度合作，实现双方协同价值最大化。2017年是苏宁物流社会化开放业务的第三年，目前正在面向整个行业开放自建物流和服务，两年来公司社会化物流的收入占比不断提高，通过智能化仓储的升级和打造，苏宁物流已成为中国商业领先的智能物流服务提供商。苏宁金服金融牌照齐全，对内提升苏宁生态内金融服务渗透率，对外着重发展企业端支付业务和供应链金融业务，全国首家O2O民营银行的成立将成金融业务模块新的盈利增长点。

➢ **盈利预测及投资评级。**在消费升级的趋势下，公司将继续发挥在家电3C方面发挥O2O渠道优势，有效抢占中高端产品市场，同时巩固一二级市场的竞争优势，发掘三四级市场的消费潜力，并推进苏宁小店的网络布局。公司在零售、物流、金融三大业务单元协同发展，收入规模及盈利水平已经进入稳健发展的轨道。2017年公司将实现快速发展，到2018-2019年公司盈利能力有望大规模增量。根据我们的假设测算，预计2017~2019年公司营收增速为16%/22%/18%，到2018年将突破2000亿，对应17~19年公司EPS分别为0.09/0.19/0.28，给予“增持”评级。

➢ **投资风险。**消费疲软带来消费升级不达预期的风险；线上流量获取变难、市场竞争加剧的风险；与淘宝对接效果不达预期的风险。

请务必阅读正文之后的特别声明部分



目 录

一、	连锁零售龙头的崛起之路	3
1.1	公司简介及发展历程.....	3
1.2	主营业务及运营模式.....	4
1.3	股本变动及股东情况.....	7
1.4	财务水平.....	8
二、	宏观经济稳中向好 消费升级进程加快.....	10
2.1、	居民可支配收入提高 拉动消费水平增长.....	10
2.2、	城镇化进程加快 促进消费结构升级.....	11
2.3、	宏观经济稳中向好 需求变化驱动消费升级.....	11
三、	传统零售转型升级 机遇大于挑战	13
3.1、	移动互联大势所趋 O2O 零售蓬勃发展.....	13
3.2、	网络零售走向成熟 农村电商普惠发展.....	15
3.3、	消费金融市场一片蓝海 互联网金融高速发展.....	16
四、	智慧零售创新转型 打造 O2O 模式标杆.....	18
4.1、	大小分化渠道下沉 农村市场释放潜力.....	18
4.2、	线上业务高速发展 背靠阿里深度合作.....	23
4.3、	收购天天整合物流 打造智慧物流服务商.....	26
4.4、	金服业务高速增长 金融生态逐步健全.....	30
五、	投资及估值建议	34
5.1、	同行业情况及估值分析.....	34
5.2、	投资建议及盈利预测.....	34
六、	投资风险	36

一、 连锁零售龙头的崛起之路

1.1 公司简介及发展历程

苏宁云商集团是中国领先的商业零售企业，2016年，苏宁以1582.68亿元的品牌价值位列《中国500最具价值品牌》榜第13名，稳居零售业第一位。2017年，苏宁云商正围绕渠道建设、商品供应链完善、服务体验提升，打造零售、物流、金融三大业务单元核心竞争能力，强化面向消费者、面向上游供应商及合作伙伴的服务能力，运用互联网、物联网技术，感知消费习惯，预测消费趋势，引导生产制造，为消费者提供多样化、个性化的产品和服务，创新智慧零售新模式。

图1 苏宁转型历程



资料来源：公司公告、网络资料整理 山西证券研究所

经过27年的发展，苏宁通过推动门店的互联网改造、线上平台和移动端

的快速发展和 OTT 市场的广泛覆盖，实现了全渠道布局。在线下，苏宁实体连锁网络覆盖海内外 600 多个城市，拥有苏宁云店、苏宁生活广场、苏宁小店、苏宁易购直营店、苏宁超市、红孩子门店等多种业态近 4000 多家自营门店和网点；苏宁易购线上通过自营、开放和跨平台运营稳居中国 B2C 市场前三。截至 2016 年末，公司零售体系会员总数 2.8 亿。

2017 年，苏宁云商正围绕渠道建设、商品供应链完善、服务体验提升，打造零售、物流、金融三大业务单元核心竞争能力，强化面向消费者、面向上游供应商及合作伙伴的服务能力，运用互联网、物联网技术，感知消费习惯，预测消费趋势，引导生产制造，为消费者提供多样化、个性化的产品和服务，创新智慧零售新模式。

1.2 主营业务及运营模式

苏宁云商是中国领先的互联网零售服务商，经历了 7 年的转型升级，苏宁已经形成了零售、金融、物流三大业务单元协同发展的态势。2016 年，企业进入转型收获阶段，零售业务规模效应显现，运营效益提升，苏宁物流、苏宁金融板块基于多年的超前投入储备，资源优势及价值逐步凸显，业务发展快速，初步形成了企业多元化盈利结构。2017 年 6 月，苏宁云商作为 A 股屈指可数的互联网零售龙头，其作为样本股入选 MSCI，也具有标的稀缺性、代表性的一面。

公司零售业务规模效应显现，经营效益改善，零售业务拥有全产品、全场景的购物体验优势，致力于为消费者提供品质消费的生活方式。公司拥有的线上线下数字化服务网络能够为供应商提供基于大数据挖掘的精准品牌推广、商品定制和供应链管理等服务，有效提升供应商品品牌形象及销售。报告期内，公司聚焦渠道、商品、服务，强化面向消费者、供应商及合作伙伴的服务能力，实现了规模发展。

表 1 苏宁大陆地区连锁门店分布情况（家）及特征对比

	门店数量	占比	门店特征
云店	151	10.16%	线上平台苏宁易购的落地，以互联网+云店的模式运营，注重用户体验。

2016 年到 2017 年第一季度，共有 55 家旗舰店改造为云店

旗舰店	236	15.88%	面向二三级市场，产品丰富，店面环境优越，符合消费者一站式购物体验需求
中心店	384	25.84%	传统大型实体家电卖场
社区店	648	43.61%	包括在一、二级市场社区商圈开设的店面、也包括在县级市场开设的 3000 平米左右的标准店
县镇店	34	2.29%	在欠发达的县级市场与镇级市场开设的 800-1500 平米的店面
红孩子店	27	1.82%	一站式的母婴童体验中心，2016 年升级为 2000 平米以上的大店
超市店	6	0.40%	新型的互联网+精品超市，依靠线上易购平台的优势，保证顾客既可以在线上随时随地挑选商品、付款购物，同时又能够到线下实体店亲自体验，试吃试饮
合计	1486		

资料来源：公司公告、网络资料整理，数据采集截至 2017 年 3 月 31 日 山西证券研究所

在一二线城市，公司在核心商圈所部署的云店和旗舰店，致力于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；公司正在打造一种全新的零售业态，即苏宁生活广场，这是一种以苏宁 EXPO 超级店为主力店，涵盖家电、母婴、超市、影院、餐饮等业态的一站式专业自营购物中心，目前已开设 5 家，未来将持续复制推广至全国；在三四线城市，公司持续推进苏宁易购服务站的建设，并对现有的加盟、合作网点与代理点进行梳理及调整。为强化对社区、校园市场的服务提供，发挥本地化优势，2016 年公司率先在南京地区推进致力于提供社区便利服务的苏宁小店网络，截至 2016 年末已开设 13 家店面，未来计划在南京形成规模后拓展至全。

公司金融、物流业务在零售主业的带动下，呈现规模快速提升、利润稳步增长的良性发展势头。

图 2 苏宁零售仓储体系

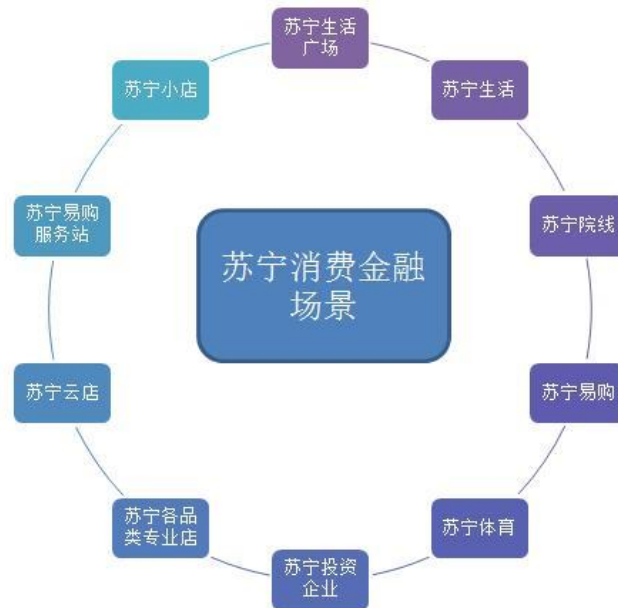


资料来源：网络资料 山西证券研究所

物流业务基础设施持续巩固，仓储自动化水平进一步提升，大大提升物流作业效率，随着物流服务能力提升，用户体验持续增强；同时加快物流社会化业务拓展，2016年公司实现社会化物流收入同比增长320.33%。2016年12月末，苏宁物流与天天快递有限公司的有关股东签署协议以收购天天快递有限公司70%的股份，双方将在仓储、干线、末端等方面整合资源，增强苏宁物流的规模效应。截止2017年4月底，双方股权交割已经完成，未来双方将在业务方面充分发挥资源整合优势，全面提升苏宁物流的服务能力、盈利能力。

金融业务，伴随着各项基础设施的布局成熟，苏宁金融生态布局更为完善。围绕苏宁生态圈客户提升金融服务渗透率，在企业端支付业务和供应链金融业务方面拓展生态圈外客户，此外加大金融科技研发投入，提升苏宁金融风控水平。2016年苏宁金融各项产品的规模与效益突显，金融业务（支付业务、供应链金融等业务）总体交易规模同比增长157.21%。2016年底苏宁银行获批筹建，于2017年6月开业，苏宁银行以“科技驱动的O2O银行”定位，将打造线上线下高度融合发展，至此苏宁金融生态布局也将更为完善，发展步入快车道。

图 3 苏宁消费金融场景



资料来源：公司资料 山西证券研究所

1.3 股本变动及股东情况

公司控股股东、实际控制人为张近东，截至 2017 年 3 月 31 日，张近东拥有公司 19.52 亿股股份，占公司总股本的 20.96%。值得注意的是，2016 年 6 月 3 日公司发布了非公开发行 A 股股票发行情况报告书暨上市公告书，淘宝(中国)软件有限公司以 15.17 元/股的发行价格认购了 282.33 亿股，发行后，淘宝(中国)软件有限公司持股 18.61 亿股，总股本 19.99%，截至 2017 年 3 月 31 日，淘宝位列第三大股东。

表 2：公司十大股东明细

排名	股东名称	方向	持股数量(股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)
1	张近东	-	1,951,811,430	20.9600	0.0000
2	苏宁电器集团有限公司	-	1,861,076,979	19.9900	0.0000
3	淘宝(中国)软件有限公司	-	1,861,076,927	19.9900	0.0000
4	苏宁控股集团有限公司	-	309,730,551	3.3300	0.0000
5	陈金凤	-	184,127,709	1.9800	0.0000
6	金明	-	125,001,165	1.3400	0.0000
7	中央汇金资产管理有限责任公司	-	73,231,900	0.7900	0.0000
8	苏宁云商集团股份有限公司-第二期员工持股计划	-	65,919,578	0.7100	0.0000
9	苏宁云商集团股份有限公司-第 1 期员工持股计划	-	61,056,374	0.6600	0.0000
10	北京弘毅贰零壹零股权投资中心(有限合伙)	-	49,632,003	0.5300	0.0000

合 计	-	6,542,664,616	70.2800	
-----	---	---------------	---------	--

资料来源：公司公告，截至 2017 年 3 月 31 日 山西证券研究所

1.4 财务水平

公司在外部环境较弱的情况下，企业实现了快速增长。从 2016 年年度报告公布情况看，公司实现营业收入 1,485.85 亿元，同比增长 9.62%，互联网业务同比增长 60.14%。由于 2015 年公司确认了部分自建配套物业的销售收入，尤其在 2015 年四季度确认较多，若剔除配套物业销售收入影响，2016 年公司营业收入同比增长 10.74%。到 2017 年一季度，公司线下渠道经营稳健增长，互联网业务高速增长，物流、金融业务的服务能力和经营收入稳步提升，公司营业收入同比增加 17.38%，其中主营业务同比增加 17.49%。整体来看，公司 2016 年全年实现商品销售规模 1,884.09 亿元，同比增长 16.03%，2017 年一季度公司线上业务实现自营商品销售规模为 173.44 亿元，同比增长 61.99%。

图 4：公司营业收入（万元）及增长率

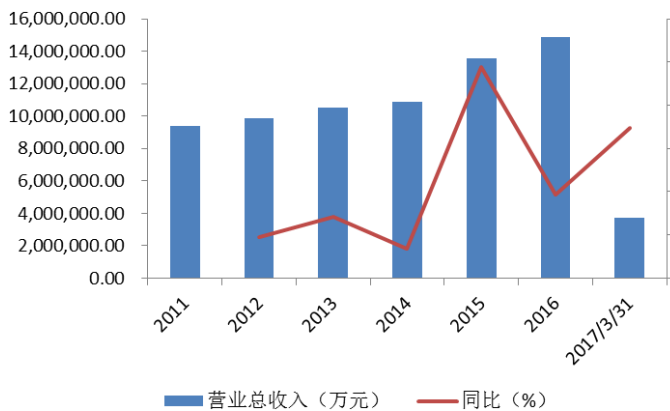
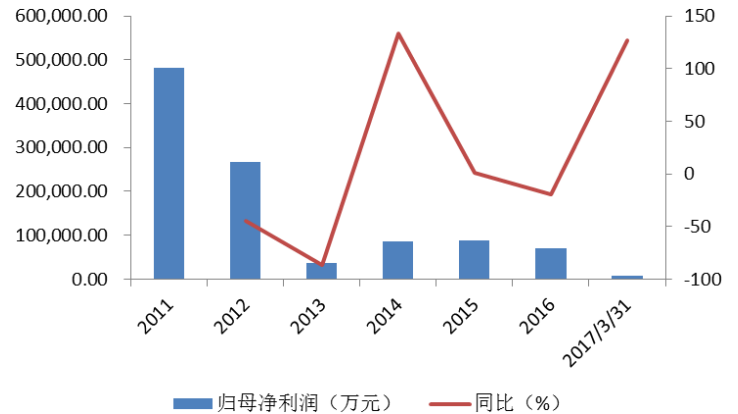


图 5：归属母公司净利润（万元）及增长率



资料来源：Wind 山西证券研究所

资料来源：Wind 山西证券研究所

2016 年公司实施完成以部分仓储物业为标的资产开展的相关创新型资产运作模式，该交易实现税后净利润 3.94 亿元；以及公司子公司向关联方苏宁电器集团有限公司转让北京京朝苏宁电器有限公司 100% 股权，该交易增加公司净利润 9.88 亿元实现利润总额 9.01 亿元，同比增长 1.34%；归属于上市公司股东的净利润 7.04 亿元，同比下降 19.27%。2017 年一季度，公司实现利润总额、净利润分别为 1.17 亿元、0.50 亿元，分别较上年同期增加 126.92%、

113.84%；实现归属于母公司股东的净利润 0.78 亿元，较上年同期增加 126.43%。

公司保持积极的市场价格竞争策略，线上业务占比进一步增加，占营业收入比重由同期的 25.41% 提升至 35.59%，主营业务毛利率 13.39%，同比下降 0.31%，有所下降；但是随着公司在店面转租、招商运营能力的提升，以及公司为客户提供金融信息服务、物流增值服务收入增加，对公司毛利率有一定的改善，2016 年综合毛利率 14.57%，同比下降 0.04%，总体来看 2015-2016 年间公司综合毛利率水平保持平稳。2017 年一季度，公司综合毛利率 16.30%，较去年同期增加 0.15%，由于公司致力于强化商品供应链建设，故毛利率有所提升。

图 6：零售毛利率及费用率

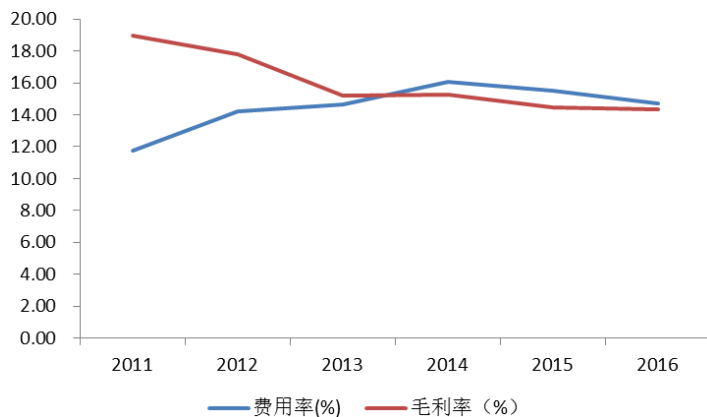
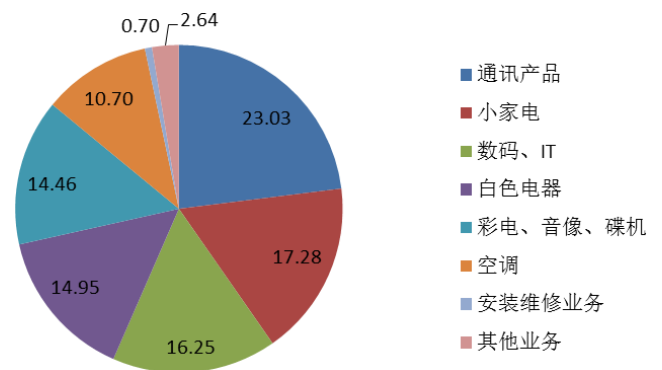


图 7：产品占比



资料来源：WIND 山西证券研究所

资料来源：WIND 山西证券研究所

费用方面，2016 年公司运营费用率同比下降 1.03%，由于公司推进组织精简，加强目标绩效管理，使得人员费用率同比下降；公司加强店面结构优化，提升店面坪效，带来租赁费用率、水电费率的同比下降，还包括广告促销费、运杂费率等其他费用率的同比下降；受利率下行带来利息收入下降以及公司计提专项贷款的利息影响，财务费用同比提升 0.20%。综合来看，公司三项费用率同比下降 0.83%。2017 年一季度，公司可比店面收入增加，租金、人员等固定费用规模效应显现，故公司运营费率较去年同期下降 1.37%，但财务费用率水平同比增加 0.10%，整体来看，公司三项费用率合计为

15.69%，同比下降 1.27%。

二、宏观经济稳中向好 消费升级进程加快

2.1、居民可支配收入提高 拉动消费水平增长

收入是制约消费的决定性因素，而消费需求的增长主要来源于居民的可支配收入的增加。随着城镇居民人均可支配收入的逐年增长，他们用于消费性的支出也水涨船高，受限于近几年经济增速趋缓，人口基数扩大及房价上涨等宏观因素，城镇居民人均可支配收入的增速在下行。但在 2016 年，城镇居民人均可支配收入同比增速为 7.80%，低于城镇居民人均消费性支出同比增速 7.88%，可见城镇居民的消费潜力仍然巨大。

图 8：城镇居民人均可支配收入(元)及增速

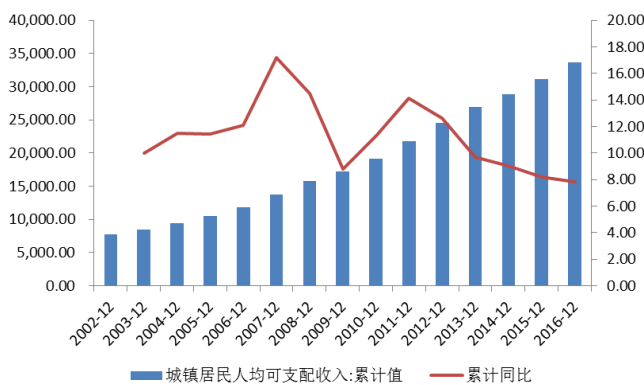
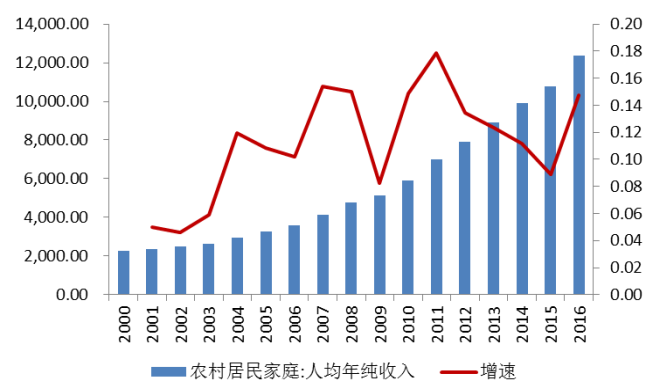


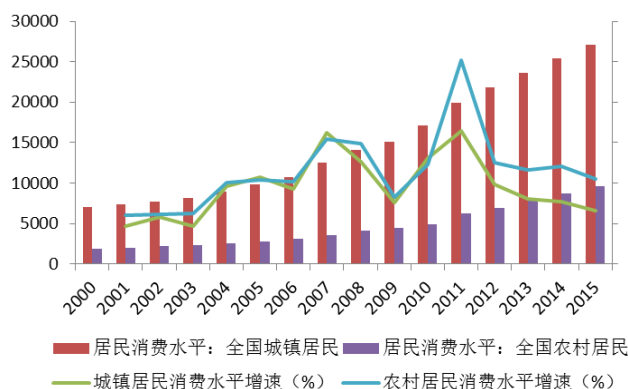
图 9：农村居民人均年纯收入(元)及增速



资料来源：国家统计局 山西证券研究

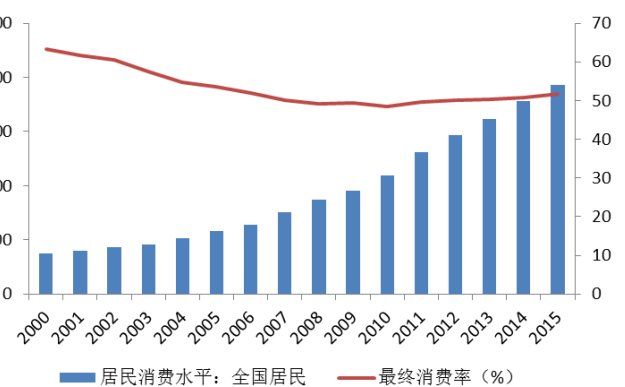
资料来源：国家统计局 山西证券研究所

图 10：全国城镇及农村居民消费水平(元)



资料来源：国家统计局山西证券研究所

图 11：全国居民消费水平(元)及最终消费率



资料来源：国家统计局 山西证券研究所

农村居民人均年纯收入保持较高增速，自 2010 年起以来一直高于城镇居

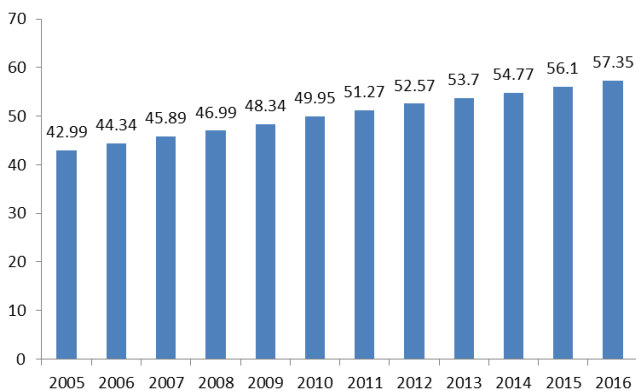
民人均收入增速，并且在 2016 年，这一增速触底反弹，反应了城乡居民收入差距进一步缩小，农村居民的潜在消费水平和消费市场均随之扩大。

消费是拉动经济增长的重要动力。全国城镇居民及农村居民的消费水平均保持增长，但增速逐渐趋缓，自 2010 年起农村居民消费水平增速显著高于城镇居民，农村居民的消费水平正在崛起，农村地区作为潜在消费市场的能力正逐步凸显。全国居民的最终消费率自 2008 年起有所回升，到 2015 年为止保持小幅稳步增长的态势，增幅虽小，但可反映我国消费需求的逐渐扩大。

2.2、城镇化进程加快 促进消费结构升级

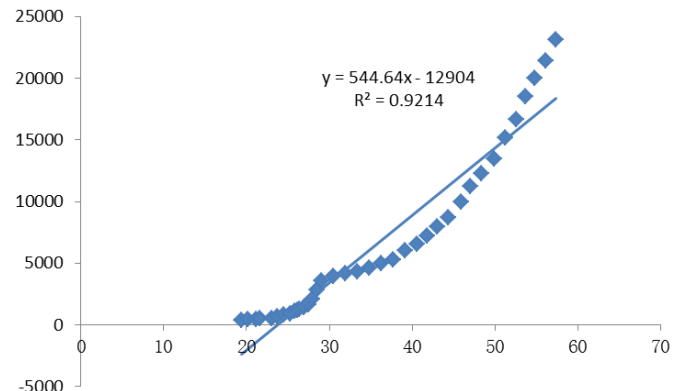
随着中国经济的持续稳步发展，城镇化进程的不断加快，城镇化具有促进消费的积极效应。研究表明，城镇化率每提高 1 个百分点，城镇居民家庭人均消费性支出将增加 544.64 元。一方面城镇化可以促进城乡居民的收入提升，使人才与技术等生产要素汇聚到城市，促进城市工业与服务业的蓬勃发展；另一方面，城镇化还能促进消费结构的升级，随着有消费能力的群体不断的向城镇集中，消费需求不断扩大，消费环境也不断改善。

图 12：城镇化率（%）



资料来源：国家统计局 山西证券研究所

图 13：城镇化率与城镇居民家庭人均消费性支出的线性关系



资料来源：国家统计局 山西证券研究所

伴随着城市人口的不断增加和居民收入水平的提高，城市人口对于农产品的需求也在不断扩张，同步拉动农村居民收入和消费水平的提升，从而拉动更多的农村人口向城市集中，形成消费需求良性扩张和循环累积效应。

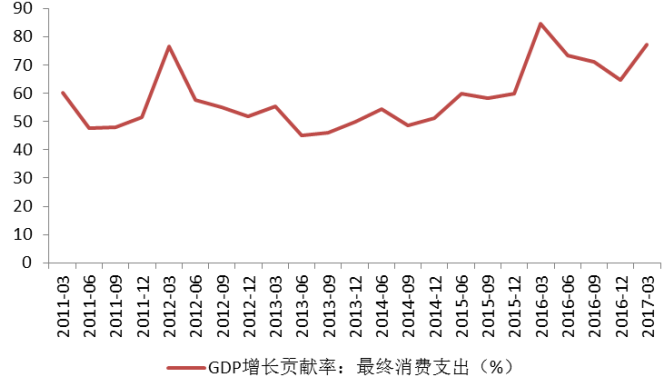
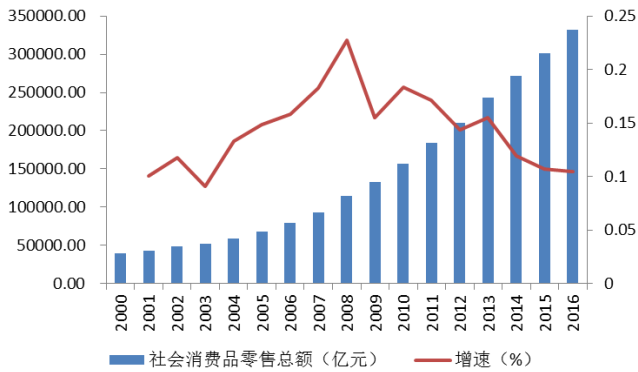
2.3、宏观经济稳中向好 需求变化驱动消费升级

受供给侧结构性改革持续深入的影响，2016 年我国经济运行稳中向好，全年国内生产总值超过了 74 万亿，同比增长 6.7%，为消费市场的升级发展

奠定了坚实的基础。2017 年一季度，经济增速回升强劲，国内生产总值达到了 18 万亿，同比增长 6.9%，增速创下 2015 年四季度以来的新高。

图 14：全国社会消费品零售总额（亿元）及增速

图 15：消费对经济增长贡献率（%）

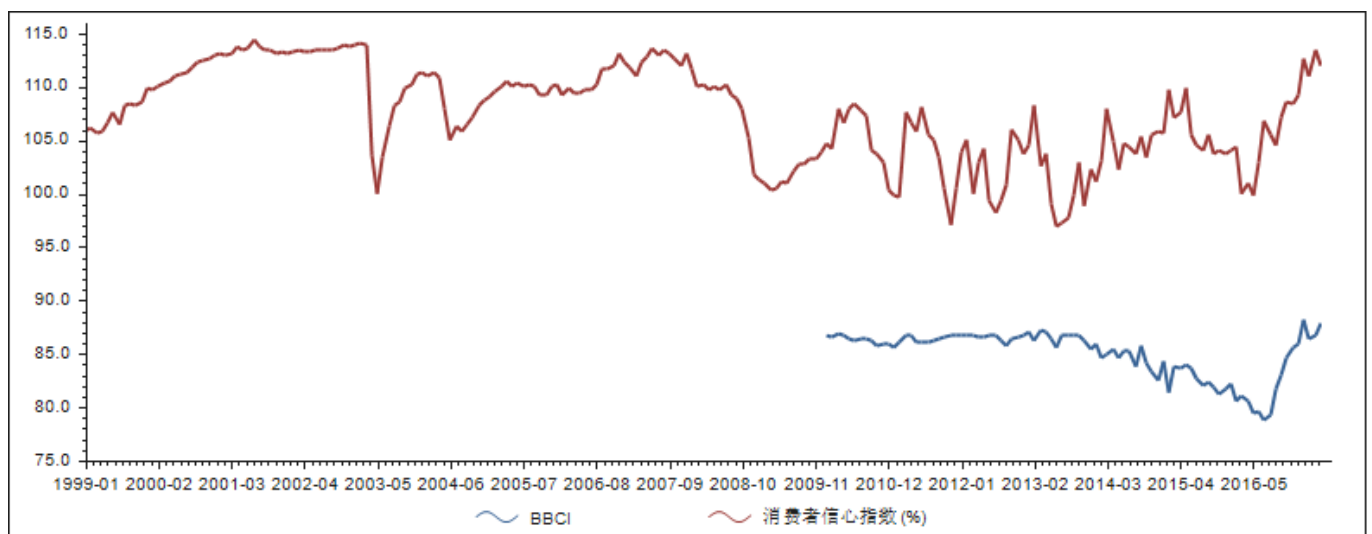


资料来源：国家统计局 山西证券研究所

资料来源：国家统计局 山西证券研究所

全国社零总额持续稳步增长，但增速缓中趋稳，消费需求逐步增强。2017 年以来，我国 2017 年一季度全国社零总额达到了 85823 亿元，同比增长了 10%，这一增速超过了同期国内生产总值。消费作为经济增长稳定器的作用日益增强，最终消费支出对经济增长的贡献率达到了 77.2%，比上年同期加快了 2.2%，且自 2017 年起呈小幅上扬态势。消费者信心持续好转，2017 年 5 月，消费者信心指数和银联中国银行卡消费信心指数分别为 112 和 87.86，处于历史高位水平，可见我国消费者的消费意愿仍然较强。

图 16：消费者信心指数和银联中国银行卡消费信心指数（%）



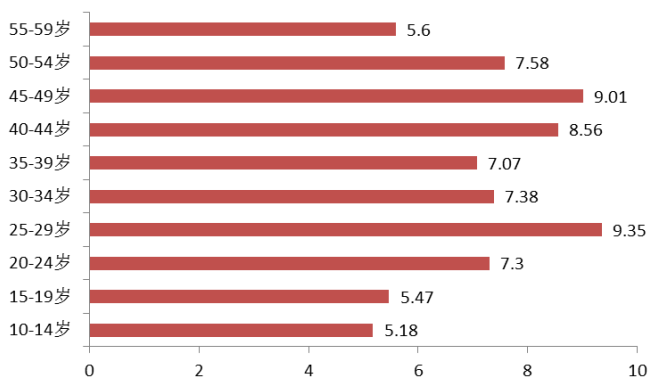
数据来源：Choice 数据

资料来源：国家统计局&中国银联 山西证券研究所

近年来我国消费群体、消费需求和消费习惯均发生了变化。数据显示，

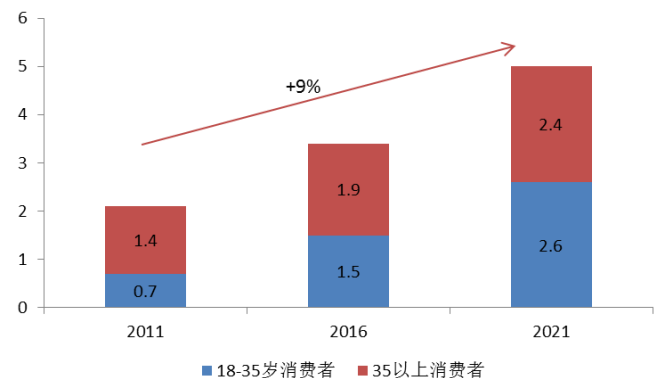
当前我国 80、90、00 后约有 5.5 亿人，占总人口比例约为 40%，到 2021 年这一比例将超过 46%。这部分新兴消费者在 2016 年的城市消费额约为 1.5 万亿美元，比上一代人低 0.4 万亿。据预测，在 2016~2021 年间，新一代消费者的消费力将保持 11% 的同比复合增长率，是上一代人（5%）的两倍有余。到 2021 年，新一代消费者将后来居上，城市消费额将增至 2.6 万亿，并超过上一代 0.2 万亿。

图 17：2015 年各年龄段人口占比



资料来源：国家统计局 山西证券研究所

图 18：城市消费额（万亿美元）



资料来源：2015 年 BCG 中国消费调研 山西证券研究所

新兴消费者将成为企业研究消费者喜好的重要参考群体。与父辈相比，他们从小生存在物质水平较为优渥的年代，在成长过程中受到各种国内外知名品牌的影响，对于产品的需求更加多样化。他们乐于接受新事物，且拥有超前的消费观念，他们注重品质消费，不同细分群体有不同的差异化需求，是消费升级时代背景下的主力军。预计未来新一代消费者对于品质的需求将进一步升华。

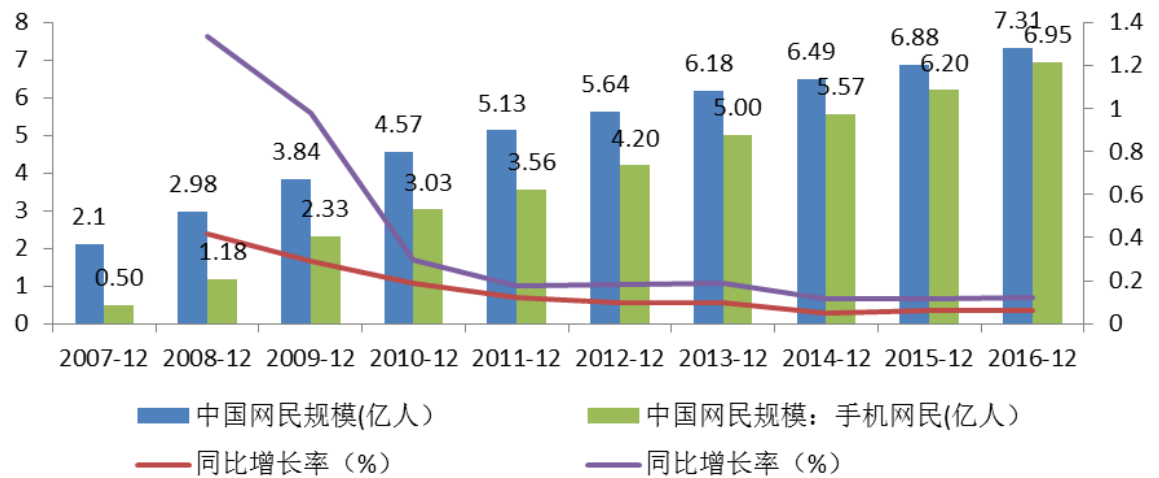
三、传统零售转型升级 机遇大于挑战

3.1、移动互联大势所趋 O2O 零售蓬勃发展

2016 年中国整体网民规模达到 7.3 亿人，其中手机网民为 6.95 亿人，同比增长率均呈稳步攀升态势。移动趋势改变了人们关于购物的思维模式，不仅拓宽了消费渠道，还增加了可用于购物的时间。人们可以更多利用碎片化时间通过移动端消费，而非特定的时间与场景。移动趋势的快速成长为 O2O

业态奠定了坚实的用户基础和广阔的发展空间。

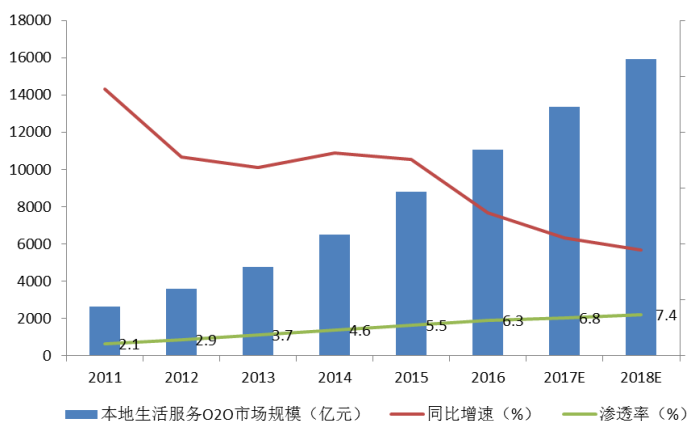
图 19：中国网民、手机网民规模（亿人）及增长率（%）



资料来源：中国互联网信息中心 山西证券研究所

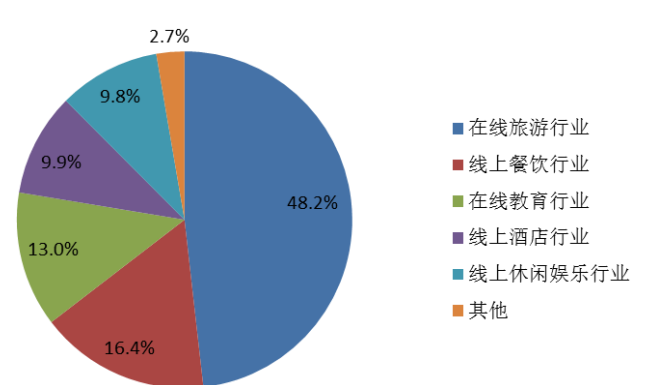
过去的几年间，O2O 市场的渗透率稳步成长，线上与线下的企业逐渐从对抗走向了融合，O2O 的价值将更上一层楼。市场上涌现了一批 O2O 平台，以生活服务类居多，从市场结构看，在线旅游、线上餐饮及在线教育三大垂直细分领域的市场份额占比局多，占比超过了 70%。生活服务类 O2O 零售商正向着去团购化的方向发展，通过对垂直细分领域的不断深入挖掘，生活服务 O2O 平台正在深度布局，强化自身核心盈利优势，建立良性发展的生态模式。

图 20：本地生活服务 O2O 市场规模（亿元）



资料来源：艾瑞咨询 山西证券研究所

图 21：2016 年本地生活服务 O2O 市场份额



资料来源：艾瑞咨询 山西证券研究所

在移动互联网时代，实体零售正在寻求 O2O 转型，其关键在于满足消费者的个性化需求。在 O2O 模式的导购效应下，传统零售商既可以通过线上自

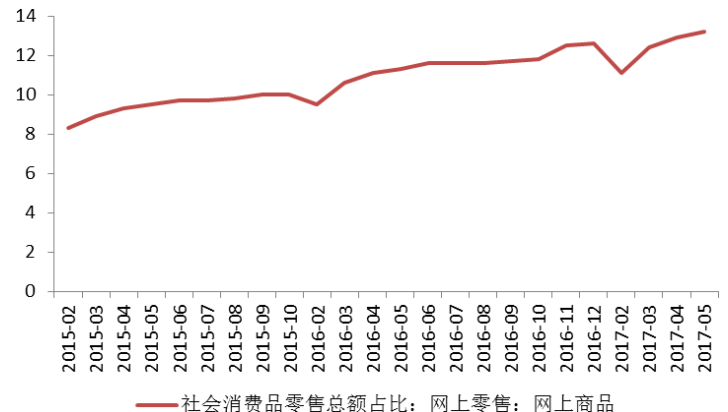
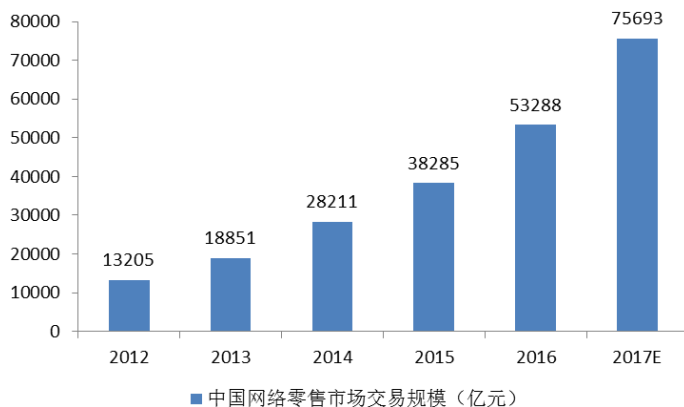
建平台直接满足消费者的购物欲求，还可以通过移动端进行宣传促销，吸引消费者到实体店体验产品，通过场景化体验提高用户复购率。并且，O2O 还通过运用大数据技术，实现了线上线下的数据对接，提升了供应端的数据化管控和零售端精准营销的效率。

3.2、网络零售走向成熟 农村电商普惠发展

据中国电子商务研究中心检测数据显示，2016 年我国网络零售市场规模达 53288 亿元，同比增长 39.1%，预计 2017 年交易规模将达到 75693 亿元。网络零售市场规模逐渐扩大但增速趋缓，行业已经进入了稳步增长的成熟期，行业发展更加规范。各个细分领域的成长模式不再是粗放式野蛮生长，而是深耕垂直领域的精细化运营，切相互依存，融合共生。

图 22：网上零售额累计值（亿元/季度）

图 23：网上零售占社零总额比重（%）



资料来源：中国电子商务研究中心 山西证券研究所

资料来源：国家统计局 山西证券研究所

2016 年中国网络零售市场交易规模占到社会消费品零售总额的 14.9%，较 2015 年的 12.7%，增幅提高了 2.2%。2017 年 2 月以来，这一占比持续上扬，预计 2017 年全年占比将超过 16%。网络零售市场的持续扩张使得电子商务对于实体经济的推动作用已不容忽视。2016 年，国家不断出台政策，大力支持鼓励网络零售市场的健康发展，新零售的出现更是加速了线上线下的创新融合。据商务部数据，中国中西部地区和三线以下城市网购订单增长明显快于平均水平，成为新的消费驱动力。

图 24：中国农村网民规模（亿人）及增长率

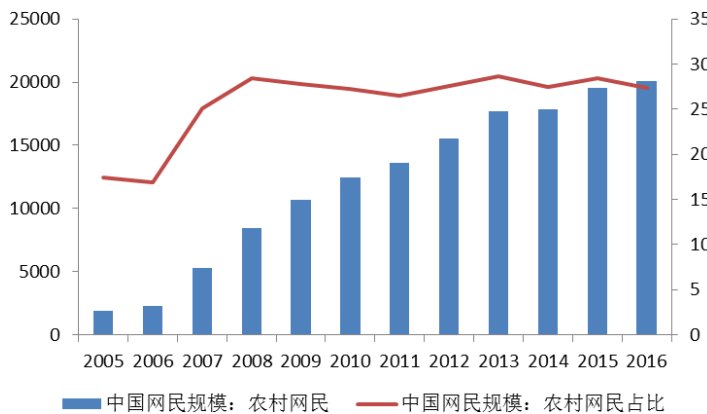
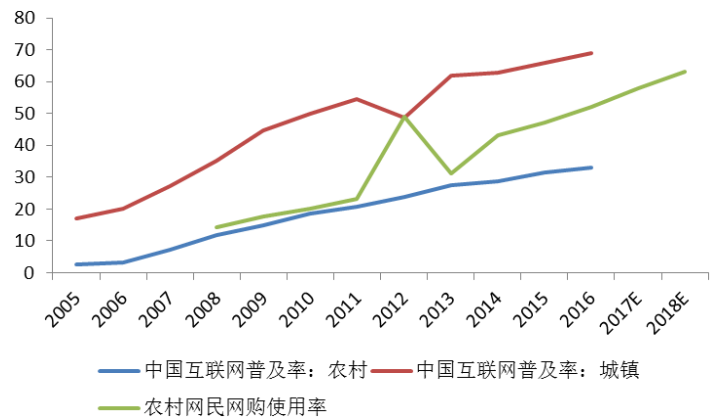


图 25：城镇、乡村地区互联网普及率及农村网购使用率



资料来源：中国互联网信息中心 山西证券研究所

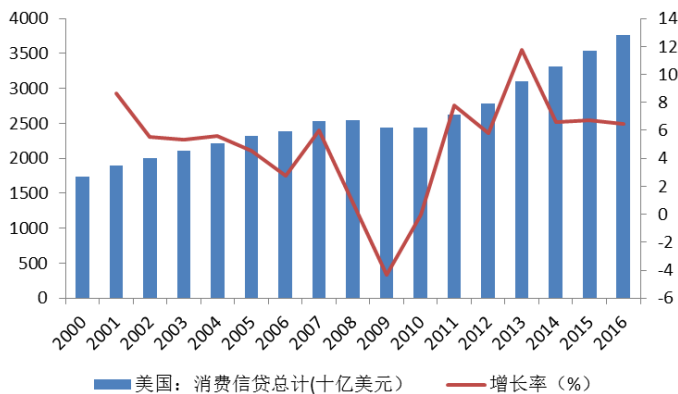
资料来源：中国互联网信息中心、阿里研究院 山西证券研究所

电子商务的快速发展与技术创新使新经济的版图不断拓展，并带来了农村经济普惠发展的新模式，2016 年农村网络零售额达到了 8945 亿元。电子商务年交易额达到 1000 万元以上的村庄，即淘宝村，其数量在 2016 年增长至 1311 个，同比增长 68%。中国正在实施“宽带中国”战略，按发展目标，预计到 2020 年，宽带网络基本覆盖所有农村，宽带网络与智能手机的普及是农村网民持续稳定增长的第一驱动力。据阿里新乡村研究中心分析预测，2018 年中国农村网民规模将达 2.4 亿，农村网购使用率（即农村网购用户占农村网民比例）将超过 60%，城乡之间网购使用率的差距将进一步缩小。

3.3、消费金融市场一片蓝海 互联网金融高速发展

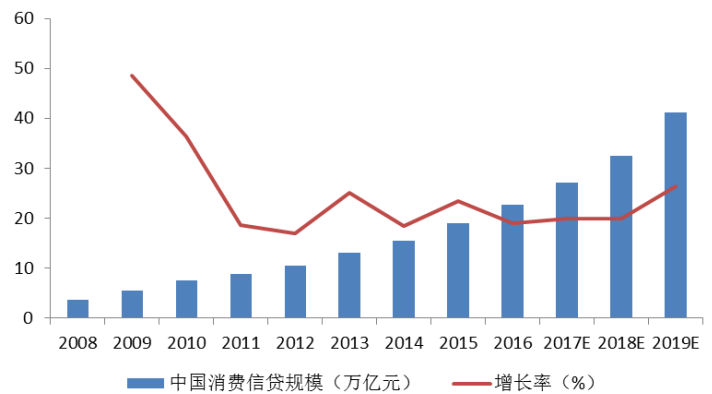
自 2008 年以来，我国消费金融市场一直处于高速增长中，近 5 年来，我国消费金融平均复合增长率达到了 16.4%，远高于整体信贷规模的年均复合增长率 9.1%。2016 年我国消费信贷规模突破了 22 万亿，同比增长 18.9%，同时消费信贷在我国所有消费中的占比达到了 46.8%。未来五年消费信贷的整体复合增长率有望保持在 20%，预计 2019 年整体规模将增长至 41 万亿，逐渐成为我国的主流消费形式。虽然我国消费信贷总额低于美国，但同比增长率却持续居高，未来我国居民的消费信贷水平提升空间巨大。

图 26: 美国消费信贷总计(十亿美元)及增长率



资料来源: 美联储 山西证券研究所

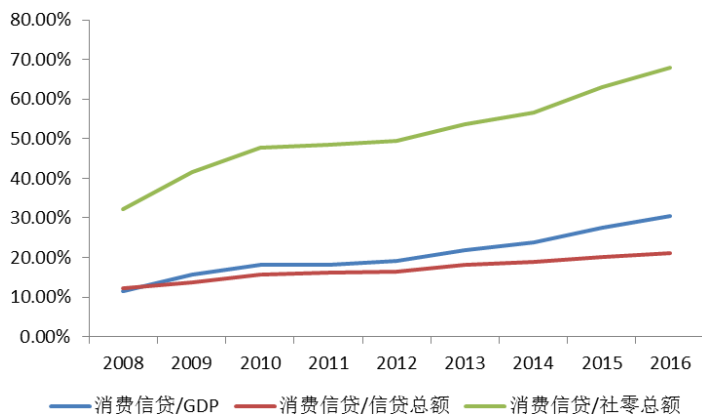
图 27: 中国消费信贷规模(万亿元)及增长率



资料来源: 中国产业信息网 山西证券研究所

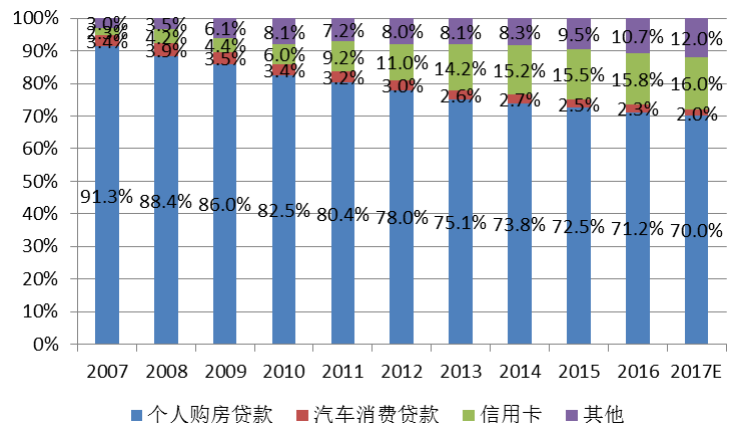
2016 年个人消费信贷约 22.6 万亿元, 占 GDP 比重 30%, 占信贷总额 14%, 占个人信贷 70%, 占社零总额 66%。而欧美发达国家消费贷占 GDP 比重可达 70%, 占信贷总额比重可达 50%。我国差距明显, 消费信贷进一步渗透的潜力较大。根据国家统计局、央行及美联储的数据, 不含房贷口径统计下, 中国个人消费信贷规模占居民可支配收入的比例仅为 11.2%, 美国为 25.9%; 在含房贷口径统计下, 中国的消费信贷规模占居民可支配收入比例上升至 36.4%, 美国则为 104.4%, 国内居民整体的消费杠杆水平及消费贷款渗透率水平较低, 与美国等发达国家相差较大。参考美国的发展情况, 我国消费信贷覆盖程度提升空间巨大。

图 28: 消费渗透率



资料来源: 中国产业信息网 山西证券研究所

图 29: 消费金融结构

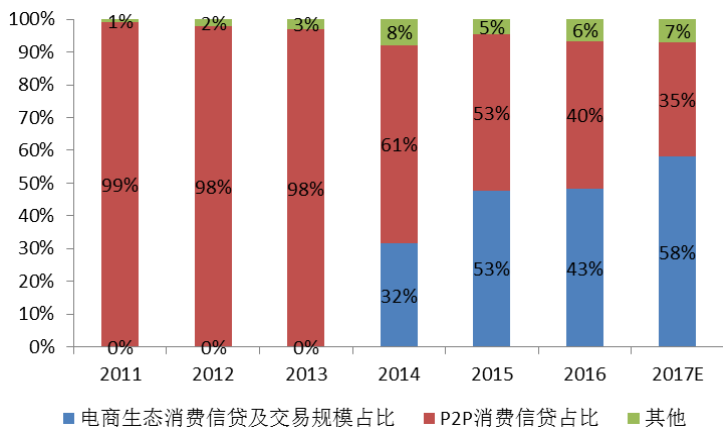


资料来源: 中国产业信息网 山西证券研究所

根据中国人民银行公开数据计算, 我国的短期消费信贷占居民消费支持

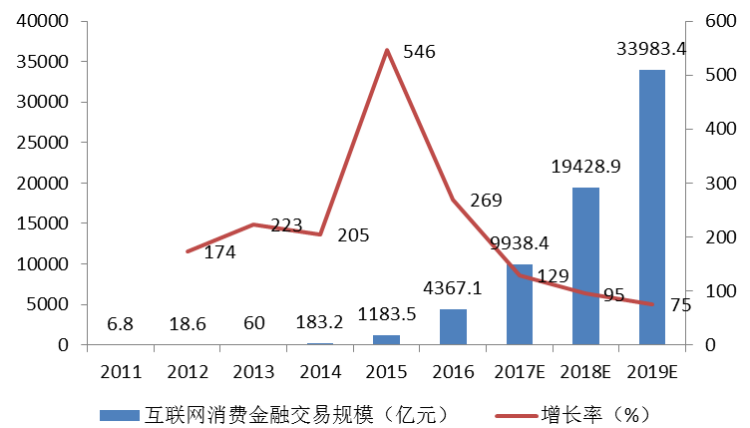
的比例在 2015 年仅有 15.5%，远低于美国短期消费信贷占比的 27.7%，且我国当前仍以中长期贷款为主，比重 70%左右，短期消费信贷市场仍有很大的成长空间。随着我国年轻消费者对超前消费意识的解放与对消费信贷了解程度的加深，消费信贷规模快速增长，这也离不开消费环境的日渐丰富和金融科技助力。

图 30：互联网消费信贷市场格局



资料来源：网贷之家 山西证券研究所

图 31：互联网消费金融交易规模（亿元）及增长率（%）



资料来源：中国产业信息网 山西证券研究所

近年来伴随着互联网金融的迅猛发展，互联网消费信贷成为一大风口，电商后来居上抢占过半市场。互联网金融 2016 年的交易规模达到了 4367.1 亿元，同比增长 269%，年均符合增长率达到了 192.1%。未来，随着国家政策的鼓励支持和新兴消费者的异军崛起，互联网金融的整体市场规模有望高速增长，互联网消费信贷市场格局讲持续优化。

四、智慧零售创新转型 打造O2O模式标杆

4.1、大小分化渠道下沉 农村市场释放潜力

苏宁云商是中国领先的互联网零售服务商。在消费升级与科技驱动的时代背景下，公司零售端业务依托全产品与全场景的购物体验优势，聚焦渠道、商品、服务，致力于为消费者提供品质消费的生活方式。

图 32 苏宁“一体两翼”的互联网零售路线图

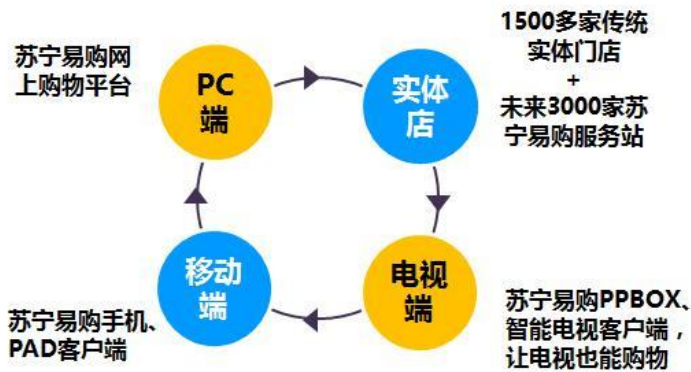


资料来源：网络资料 山西证券研究所

公司对于渠道优势的打造，将秉承“大小分化”的战略思路。从“大”方面来看，首先要巩固线下渠道优势，一方面打造大型专业化购物中心，涵盖家电、母婴、超市、影院、餐饮等的苏宁生活广场，这符合一二线城市对于“一站式”购物体验的消费需求，公司还将通过创新资产获取模式（由重变轻），加快对于生活广场、云店物业资源的取得，以全面升级线下零售业态，预计在 2017 年打造 50 个生活广场；另一方面持续发力优化云店、旗舰店的店面结构，强化互联网+云店的模式，调整关停常规店，推进云店店面升级改造，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，使产品客单价与客户复购率都得到了有效的提升。

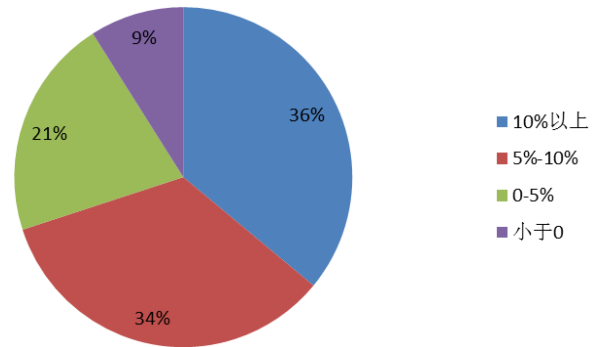
从苏宁自身的家电发展来看，互联网升级之后的云店销售提升效果明显，2016 年该类店面以及此类店面较为集中的一级市场可比店面销售增长远快于其他类型及区域的门店。云店具备较强的盈利能力，2016 年公司已经建有云店 141 家，云店可比店面销售同比增加 3.67%。2017Q1 云店利润总额同比增长 110.08%，公司新开及改造云店 10 家，151 家云店中实现净利润率大于 5% 的门店数量占比达到了 70%，云店可比店面销售同比增加 3.22%。

图 33 苏宁 O2O 零售四端购物平台



资料来源：网络资料整理 山西证券研究所

图 34 2017Q1 苏宁云店利润率店面数量占比



资料来源：公司资料 山西证券研究所

苏宁云店是苏宁依托苏宁易购打造的互联网化的线下实体门店，2016 年公司将 45 家旗舰店改造为云店。苏宁云店打破常规的大卖场商品销售模式，是一个多方共赢的平台生态圈，消费者在这里能够享受产品、服务、场景和体验，供应商依托苏宁云店这个平台，更加了解消费者的需求，形成三方共赢。苏宁线下门店一直在进行去电器化、丰富产品种类、引入其他零售业态的过程，通过与消费者拉近距离的互动与体验，提高消费者到店光顾的兴趣。从而促进门店销售及利润水平的提升。

图 35 苏宁易购云店内各产品体验区

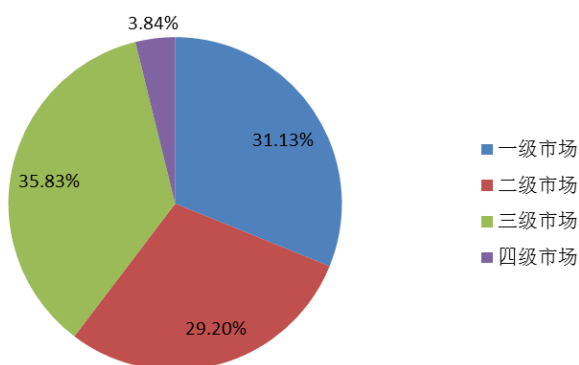




资料来源：新闻图片 山西证券研究所

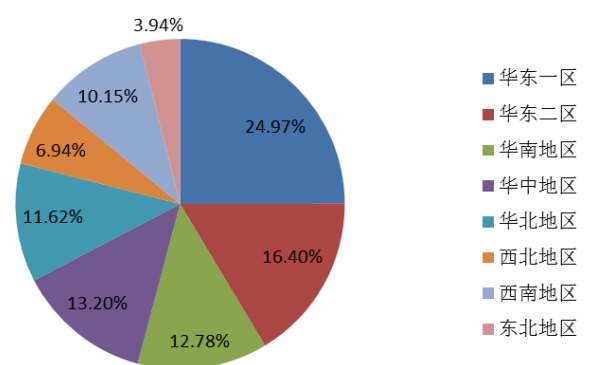
近年来三四级市场、农村市场消费结构发生了根本性的变化，农村居民纯收入水平提高，开始选择城镇化的生活方式，选择有煤气、自来水的生活环境，家用电器也由此进入了农村市场。苏宁通过在二三级市场上开设连锁经营门店积累下来的经验，在三四级市场开出 100~300 平米的店面，用虚实结合陈列的方式，发展本地会员，由于单组人员拥有本地化特点的职能叠加效应，他们的收入水平要比城市店员收入高，提升了他们工作的积极性。

图 36 大陆地区按照市场级别店面分布



资料来源：公司公告 山西证券研究所

图 37 苏宁易购服务站直营店分布



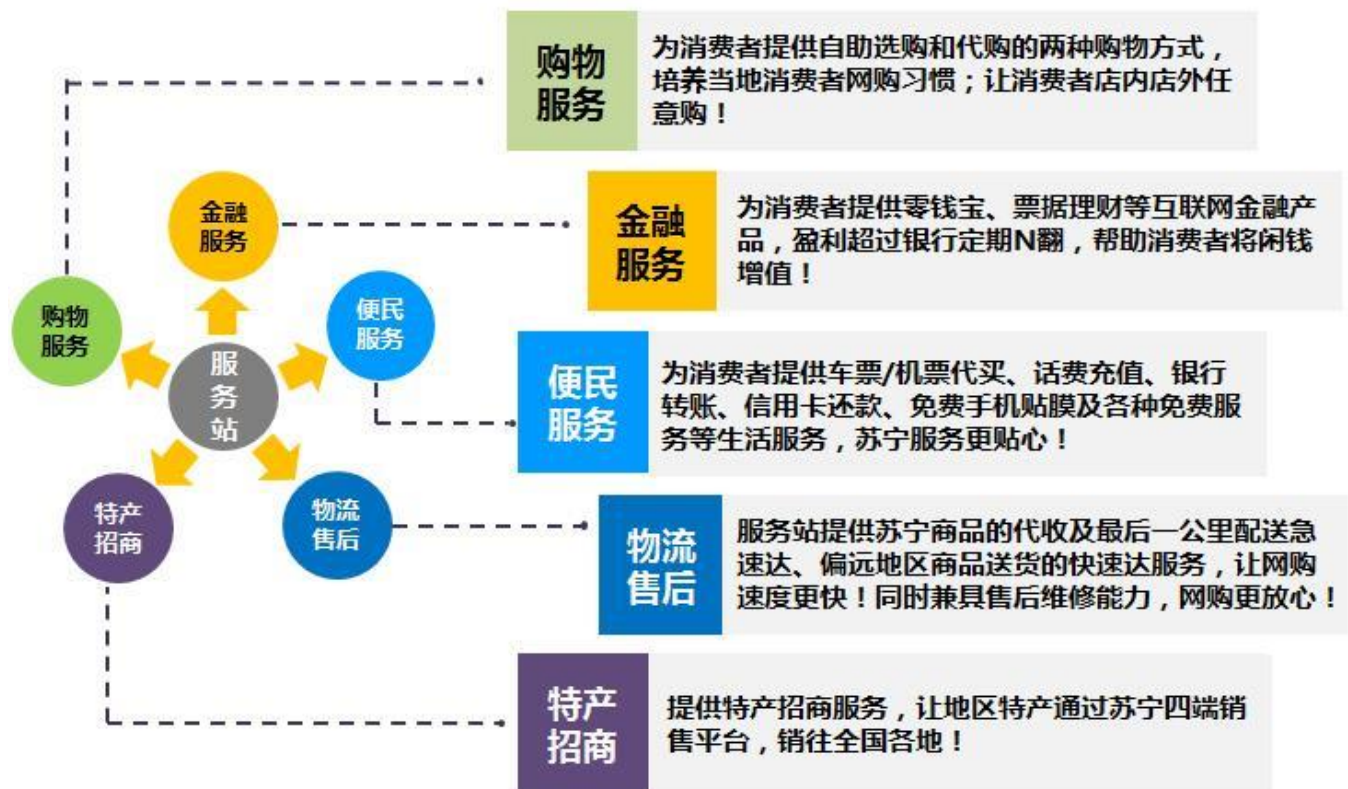
资料来源：公司公告 山西证券研究所

从小的方面看，为有效抢占三四级农村消费市场，公司持续推进苏宁易购服务站的建设，2016 年公司进一步完善了易购服务站的开发标准、店内业

态布局以及运营团队的激励考核，并对现有的加盟、合作网点与代理点进行梳理及调整。苏宁强大的采购能力引入的超过 4000 万 SKU 的海量、正品、低价商品的全面下沉，通过服务站及多端销售渠道全面开放至三四级市场，弥补地区性价格信息不对称带来的商品价格问题和单件产品物流成本过高的问题，让线上线下、全国各地无价差，价格更透明，更能赢得三四级市场消费者的青睐。

2015 年开设的苏宁易购服务站直营店在 2016 年单店年销售额较 2015 年同比提升 17.25%，占比 81.06% 的苏宁易购服务站直营店在 2016 年 12 月实现了单月盈利。截至 2017 年 3 月 31 日苏宁易购服务站直营店 1,991 家，苏宁易购授权服务网点 1,467 家。苏宁易购服务站单店成本低，较易实现盈亏平衡，公司将加快店面业态调整，完善 O2O 模式，将苏宁易购服务站作为常规店的补充，并提升销售及毛利水平，加强费用管控，进一步提升线下门店的盈利规模。

图 38 苏宁易购服务站五大功能



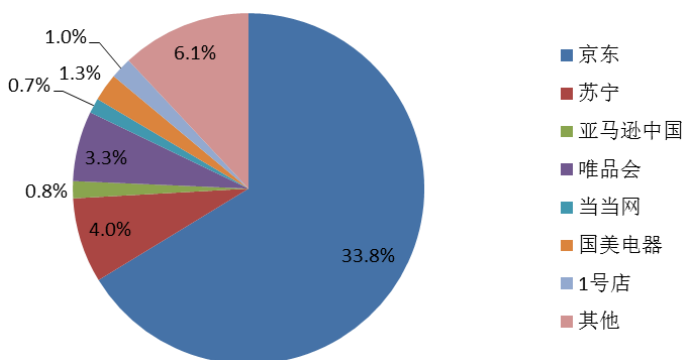
资料来源：网络资料 山西证券研究所

苏宁在社区开设的便利性小店，致力于为用户提供更加便捷的购买流程和本地化服务，截至 2017 年 Q1，已在南京开设 13 家门店，未来待模式成熟后再将该业态投放至全国。苏宁社区小店将成为苏宁布局社区最后一公里的有效路径，是苏宁网络在社区的衍生，也有利于公司构建低成本高效率的物流网络。

4.2、线上业务高速发展 背靠阿里深度合作

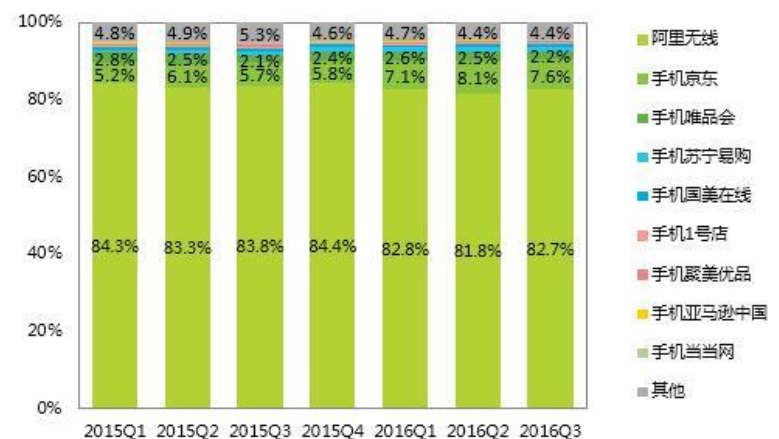
截至 2017 年 6 月 30 日，苏宁易购网站已覆盖共计 725.6 万人，在网购市场中占比 5.49%，日均覆盖 203.6 万人，占比 4.2%，在电商 B2C 购物网站交易规模份额中占比 4%。虽然与线上龙头京东差距较大，但因京东毕竟起家于线上，线上用户黏性的获取方面已占得先机，目前京东正在积极布局线下实体店业务，在市场份额上远不及苏宁多年的布局与发展，因此苏宁能坐稳网购交易规模的第二把交椅，并高出同为家电零售连锁企业的国美电器 2.7 个百分点。

图 39 电商 B2C 购物网站交易规模份额



资料来源：Alexa 山西证券研究所

图 40 2015Q1-2016Q3 中国移动购物企业交易规模市场占比



资料来源：艾瑞咨询 山西证券研究所

2016 年，公司线上业务主要聚焦于用户体验优化，有效提高了营销转化率。在这个移动互联网时代，公司大力发展移动端，依托大数据应用支撑系

统，重点强化智能推荐、精准营销能力，提升投放产出效率，通过加强与各类内容媒体的合作，创新营销产品。为拉动销售提升市场份额，公司加强线上线下载联合促销力度，2016 年公司广告促销费用为 32.74 亿元，同比增长 10.49%。苏宁易购 APP 日新增下载用户数、活跃用户数提升显著，2016 年 12 月移动端订单数量占线上整体比例提升至 83%。公司还通过视频直播，娱乐、体育营销等方式吸引年轻消费群体，优化会员结构，提升了女性会员的占比，截至 2016 年末，公司零售体系会员总数 2.8 亿。

表 3 淘宝与苏宁合作主要投资项目

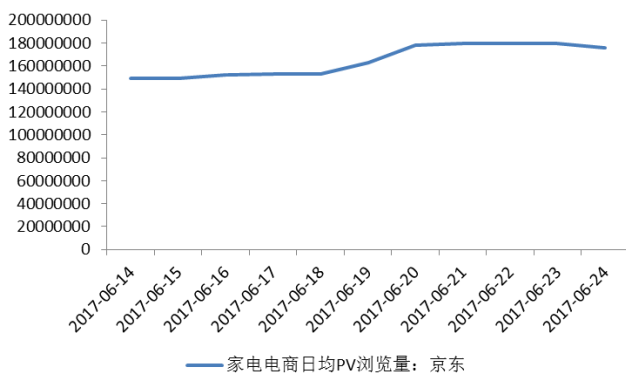
序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	募集资金拟投入额 (万元)
第一类项目	物流平台建设项目	954,369.66	873,345.32
1.1	自动化拣选中心建设项目	283,687.14	250,512.04
1.2	区域配送中心建设项目	319,421.19	272,833.28
1.3	物流运营业务发展项目	351,261.33	350,000.00
第二类项目	苏宁易购云店发展项目	1,150,959.57	1,006,160.13
2.1	租赁店项目	514,432.00	500,000.00
2.2	改造店项目	121,410.00	121,410.00
2.3	购置店项目	410,275.57	300,000.00
2.4	苏宁易购云店品牌推广项目	104,842.00	84,750.13
第三类项目	互联网金融项目	335,000.00	335,000.00
3.1	补充金融公司资本金项目	250,000.00	250,000.00
3.2	补充易付宝资本金项目	85,000.00	85,000.00
第四类项目	IT 项目	169,815.89	169,815.89
4.1	云计算项目	110,057.40	110,057.40
4.2	大数据项目	49,102.30	49,102.30
4.3	智能家居项目	10,656.19	10,656.19
第五类项目	偿还银行贷款	290,000.00	250,000.00
第六类项目	补充流动资金	300,000.00	300,000.00
	合计	3,200,145.12	2,934,321.34

资料来源：公司公告 山西证券研究所

2016年，公司线上业务实现自营商品销售收入 618.70 亿元（含税），开放平台实现商品交易规模为 186.40 亿元（含税），公司线上平台实体商品交易总规模为 805.10 亿元（含税），同比增长 60.14%。公司还与阿里巴巴中国共同出资 10 亿设立苏宁电商平台，其中苏宁易购出资 5.1 亿元，持有苏宁电商 51% 的股权。苏宁电商设立后，对提升苏宁云商集团在天猫上的销售和品牌建设有积极作用。公司与阿里系电商互惠共存，在线上平台、物流配送及金融体系中谋求合作，

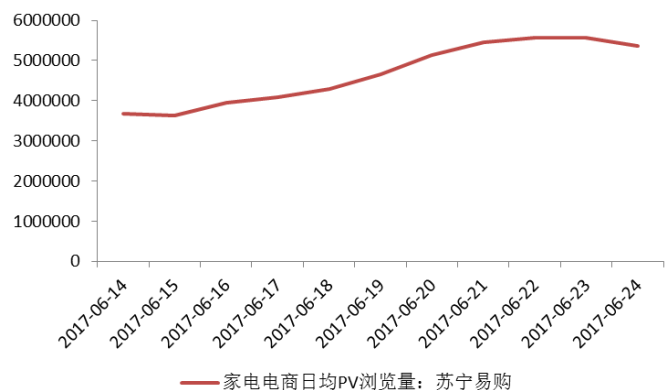
2016年5月，淘宝中国以 282 亿元入股，持股 18.61 亿股，占总股本 19.99% 成为公司第二大股东。本次募集资金拟投资的项目围绕公司在前台渠道、商品供应链、后台服务能力建设方面进行投入。项目实施后，公司核心能力进一步凸显，物流仓储布局持续完善，配送服务能力显著提升；进一步扩充和升级线下门店网络，提升客户体验和服务；面向合作伙伴、消费者的 IT 服务能力、金融服务能力显著增强；同时获得资金支持，改善公司财务状况，为公司互联网零售业务的发展提供支撑。

图 41 京东日均 pv 浏览量



资料来源: Alexa 山西证券研究所

图 42 苏宁日均 pv 浏览量



资料来源: Alexa 山西证券研究所

2017年6月18日购物节，苏宁取得了漂亮的成绩，虽然网站日均浏览量与京东仍有差距，但后期持续发力，pv 增速明显好于京东。苏宁易购 618 当天全渠道增长 209%，取得了历史上最高的增速。其中线上渠道增长 319%，移动端占比 88%，这也证明不仅公司互联网转型取得了阶段性胜利，在从 PC 互联网到移动互联网的转型也非常成功。

4.3、收购天天整合物流 打造智慧物流服务商

2016年，苏宁物流围绕基础设施网络建设、物流运营效率提升以及社会化开放运作不断强化核心竞争力。苏宁物流将构筑中国最大的仓配一体化零售物流服务能力。苏宁在早年就开始布局建设大量物流中心，到2017年为止已拥有20多年的自建物流累积。通过有阿里的深度合作，并借力菜鸟加快物流社会化，苏宁拥有丰富的物流资源基础，未来将形成密集的配送网络，有望成为零售行业最大的自建物流企业。

图 43 苏宁云仓俯瞰图及仓内设施



资料来源：网络资料山西证券研究所

2016年11月1日，有亚洲第一之称的“苏宁云仓”智慧物流基地正式亮相，其仓储规模、日出货量、自动化水平等均打破了亚洲物流行业记录。至2016年底，苏宁物流仓储面积达到了600万平方，仓库已经实现了60%以上的自动化。苏宁云仓运用自主研发的WCS系统和大数据技术来驱动智能仓

储，日处理包裹可达 181 万件，是行业同类仓库处理能力的 4.5 倍以上；拣选效率每人每小时可达 1200 件，是同类最先进仓库的 10 倍以上；单个订单最快可以实现 30 分钟内出库，是行业同类仓库最快处理速度的 5 倍以上；仓库作业人员工作效率得到大幅提高，相比行业同类仓库可减少千人以上。

公司已建成的物流仓储及相关配套总面积 583 万平方米，形成了包含 13 个自动化分拣中心、54 个区域物流中心、300 个城市分拨中心，以及 5000 个社区配送站的物流网络体系，共计拥有的快递网点达 17,000 个，物流网络覆盖全国 352 个地级城市、2,805 个区县城城市。

2017 年是苏宁物流社会化开放业务的第三年，苏宁物流已经逐渐打造出全链路的供应链物流服务能力，目前正在面向整个行业开放自建物流和服务，两年来公司社会化物流的收入占比不断提高。苏宁物流目前已经全面社会化开放运营，2016 年实现社会化物流收入同比增长 320.33%，在仓储面积和仓储网络上苏宁物流都堪称中国零售行业最大的自营物流企业，目前除了服务苏宁易购，基于仓储网络的优势，外部服务客户达到 2000 多家。通过智能化仓储的升级和打造，苏宁物流已成为中国商业领先的智能物流服务提供商。

图 44 苏宁物流仓储及配套面积

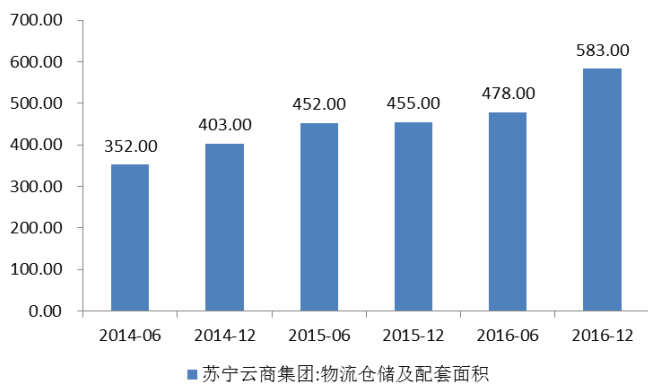
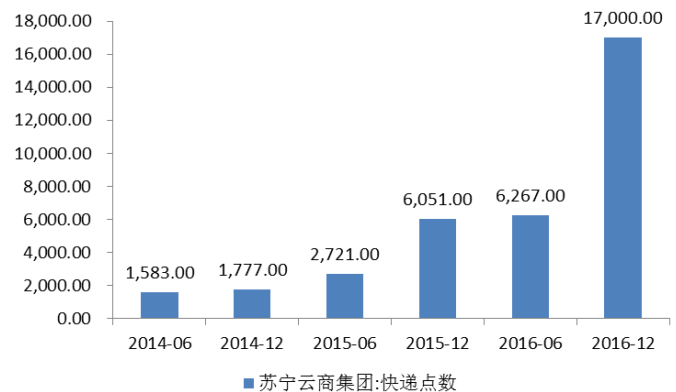


图 45 苏宁快递点数



资料来源：公司公告 山西证券研究所

资料来源：公司公告山西证券研究所

相较于传统的第三方物流企业，连锁家电龙头们的物流体系在规模和效率方面都拥有自己的优势，比如到 2016 年年底，国美电器的配送费用率为 0.72%，而苏宁的物流费用率也仅有 1.29%。由于线上销售规模的增加，以及

非电器类如母婴、超市等商品的销售规模提升，带来商品配送费用增长较快，苏宁的运杂费率较去年同期增加了 0.19%。公司正在加快针对小件商品的物流仓储部署，已经实施完成以 6 处仓储物业为标的资产开展创新型资产运作模式，该交易实现税后净利润 3.94 亿元。自建物流能带来比第三方物流更高的效率、服务，而从成本角度讲，当规模达到一定临界值时，自建物流成本会不断被摊薄，自建物流正越来越显示出其强大的竞争力。

表 4 苏宁物流重大在建工程变动情况

工程名称	预算数	2015 年 12 月 31 日	本年增加	本年转入 固定资产 (附注四(14))	本年竣工 决算调整	2016 年 12 月 31 日	工程投入 占预算的 比例	工程进度
雨花物流基地	511,670	361,217	54,442	-	-	415,659	75%	基本建设完成
滁州苏宁广场项目	629,380	180,678	144,968	-	-	325,646	75%	基本建设完成
日照苏宁电器广场项目	627,160	246,188	291,851	(252,961)	-	285,078	83%	部分投入运营
西安泾阳物流基地	184,252	10,325	154,086	-	-	164,411	86%	基本建设完成
鄂州物流基地	163,353	33,232	79,351	-	-	112,583	67%	基本建设完成
内江物流项目	46,530	496	35,653	-	-	36,149	77%	基本建设完成
石家庄物流基地	67,934	7,145	25,687	-	-	32,832	42%	主体建筑施工中
常州物流基地	48,406	4,395	30,926	-	-	35,321	72%	基本建设完成
厦门物流基地	169,590	24,208	-	-	-	24,208	98%	部分投入运营
华南地区电子商务运营 中心	318,920	1,880	18,714	-	-	20,594	4%	基础建设中
宁波物流基地	140,830	131	18,525	-	-	18,656	13%	基础建设中
徐州物流中心二期	56,210	-	15,671	-	-	15,671	28%	基础建设中
南宁物流基地一期	131,590	28,057	64,668	(78,192)	-	14,533	69%	部分投入运营
苏宁总部概念店地铁连 通口项目	12,000	-	8,143	-	-	8,143	64%	基本建设完成
太原物流基地	85,025	697	3,215	-	-	3,912	5%	基础建设中
天津 B2C 自动分拣中心	368,296	1,042	367	-	-	1,409	-	基础建设中

资料来源：公司公告 山西证券研究所

2016 年 12 月末，苏宁物流与天天快递有限公司的有关股东签署协议以收购天天快递有限公司 70% 的股份，双方将在仓储、干线、末端等方面整合资源，提高配送效率，降低运营成本，增强苏宁物流的规模效应。截至 2016 年 12 月 31 日，公司及天天快递拥有物流仓储及相关配套总面积达 583 万平方米，拥有的快递网点达到 17,000 个，公司物流网络覆盖全国 352 个地级城市、2,805 个区座城市。到 2017 年 Q1，天天快递完成票件量同比增长 32%。

表 5 2017 年 6 月主要快递企业有效申诉率表（单位：件有效申诉/百万件快件）



排名	企业名称	2017年6月有效申诉率	主要问题有效申诉率			2016年6月有效申诉率	同比
			延误	丢失损毁	投递服务		
1	全峰快递	23.06	7.24	6.96	7.8	13.35	↑
2	国通	20.71	7.54	5.97	6.61	18.00	↑
3	宅急送	10.77	3.17	2.74	4.57	9.54	↑
4	UPS	9.41	4.12	2.35	2.94	13.78	↓
5	如风达	8.64	2.33	2.4	3.38	4.32	↑
6	卓越亚马逊	7.92	2.64	0	5.28	2.87	↑
7	速尔	7.71	1.95	2.08	3.34	6.69	↑
8	申通快递	7.52	1.02	2.67	3.52	6.97	↑
9	全一快递	7.48	0.31	3.12	3.12	6.71	↑
10	邮政快递 (EMS)	6.87	1.9	1.66	2.97	5.30	↑
11	优速	6.87	1.27	1.95	3.39	7.77	↓
12	天天	5.51	1.34	1.64	2.18	7.72	↓
13	FedEx	4.74	1.19	1.19	1.19	1.49	↑
14	快捷速递	4.46	0.76	1.52	2.01	8.57	↓
15	圆通速递	3.52	0.5	1.5	1.73	3.13	↑
16	TNT	3.29	0	0	0	4.92	↓
17	德邦快递	3.19	0.3	1.63	1.1	7.74	↓
18	百世快递	2.28	0.39	0.69	1.09	2.67	↓



19	中通快递	1.93	0.21	0.5	1.08	4.16	↓
20	DHL	1.82	0	1.21	0.61	1.36	↑
21	韵达快递	1.81	0.36	0.52	0.83	2.78	↓
22	京东	1.81	0.98	0.19	0.62	0.86	↑
23	递四方	1.65	0.26	0.33	0.66	1.87	↓
24	顺丰速运	1.54	0.45	0.41	0.47	2.54	↓
25	苏宁易购	0.08	0	0.04	0.04	0.05	↑
	全国合计	3.97	0.85	1.18	1.74	4.65	↓

资料来源：中商产业研究院 山西证券研究所

作为一家服务性价比较高的快递企业，天天快递必须具有其严格的管理和专业的素养，才能跻身快递行业前十的地位。在苏宁与天天对接的这半年多时间里，两者通过分享管理经验，开放仓储资源、共享干线网络，进一步提升天天快递的服务能力和服务质量。

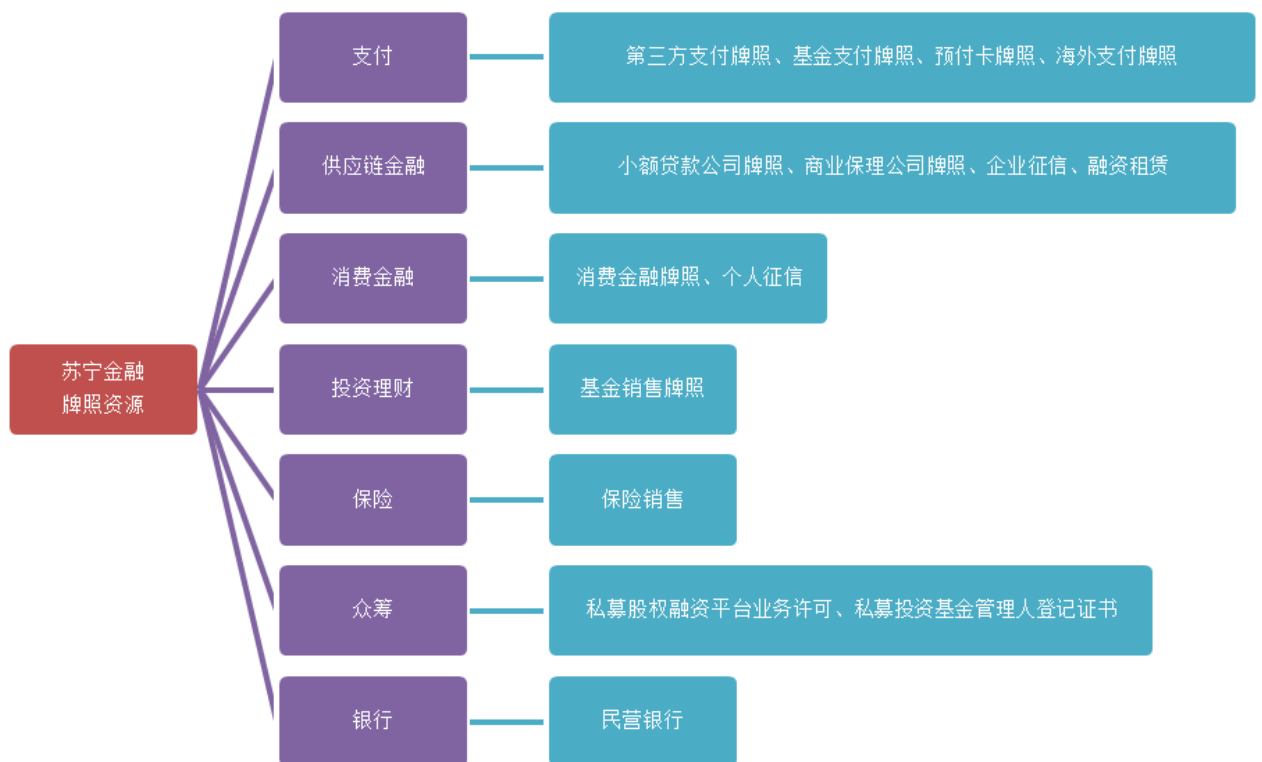
2017年6月，消费者对43家快递企业进行了有效申诉，其中天天快递的有效申诉率为百万分之5.51，相较5月份的7.90的有效申诉率，环比减少2.39；和3月份的17.31、4月份的10.79相比，6月份的有效申诉率大幅下降。快递申诉率是消费者对快递企业服务满意度的体现，直接反映了快递企业的服务质量和综合实力。在于苏宁达成战略合作后，一年以来天天快递申诉率下降明显，成为行业内服务质量提升最快的企业。

4.4、金服业务高速增长 金融生态逐步健全

自从2011年起，苏宁开始布局供应链金融的战略规划，2013年苏宁正式成立金融事业部，2015年3月苏宁金融成立并成为苏宁云商的子集团，到2016年4月24日，苏宁云商公告称，公司拟对旗下第三方支付、供应链金融、理财、保险销售、基金销售、众筹、预付卡等金融业务进行整合，搭建苏宁金服平台。

在日渐丰富的消费环境中，苏宁金融充分发挥线上线下协同发展的优势，聚焦内外双向拓展的盈利模式。对内围绕苏宁生态圈用户，提升圈内金融服务渗透率，专注于满足苏宁上游供应商和下游用户在支付结算、融资、保险等金融服务方面的需求，提升支付成功率和用户体验度；同时积极向外拓展苏宁生态圈，上游对接供应链金融的市场开拓，下游发力消费金融的用户渗透，目前已拥有“任性贷”、“任性付”两大明星产品。

图 46 苏宁金融牌照资源



资料来源：网络资料整理 山西证券研究所

依托生物特征识别、大数据风控、智能投顾、智能营销、金融云五大金融科技，苏宁金融的反欺诈能力和风控能力进一步提升，为各类金融业务的快速发展提供技术保障。目前，苏宁金融共获得 13 块金融牌照，业务规模直追新金融巨头蚂蚁金服。2016 年，包含第三方支付、供应链金融等业务在内的苏宁金融业务总体交易规模同比增长 157.21%，发放贷款及垫款金额猛增 123.64%。2017 年一季度，苏宁金融业务总体交易规模同比增长 152.10%。苏宁的消费金融业务已形成一定的规模和盈利，消费金融 O2O 模

式的规模效应初步显现。苏宁消费金融 2016 年处于发展用户、提高品牌知名度的阶段，通过加大了促销推广投入，支出较大。未来，随着用户粘性增加，使用场景的进一步丰富，以及大数据支撑下的风控能力的不断提升，产品利润将有所提升，消费金融公司效益将逐步得到改善，苏宁金融将持续加大促销推广的投入，用于提升用户黏性、进一步丰富场景化、以及风控能力的完善。

图 47 苏宁金服供应链金融产品



资料来源：公司资料 山西证券研究所

2017 年 6 月，全国首家 O2O 民营银行——苏宁银行正式开业，秉承“科技密集、知识密集、风控严密、低成本运营”的经营理念，由苏宁云商与日出东方作为主要发起人，分别出资认购苏宁银行 30%和 23.60%的股份。作为苏宁金融服务的核心业务，苏宁银行将聚焦零售金融、供应链金融、科技金融、财富资管、金融市场五大基础业务，加大对金融科技的研发支持力度，为苏宁生态圈用户、供应商、合作伙伴、平台商户等提供普惠金融服务。与传统民营银行不同，苏宁银行注重线上的布局，以大数据应用为基础，为中小微企业和个人用户提供全方位、定制化的普惠金融服务，提高其用户黏性；与一般的互联网银行不同，苏宁银行更加注重线下的渠道优势，联合公司在

线下 1500 余家门店资源和家庭财富中心，打造实体金融体验中心，为用户带来线上与线下全场景金融服务体验，满足下游消费者融资消费需求。

表 6：全国民营银行情况

民营银行	获批时间	开业时间	注册地点	注册资本	第一大股东	定位
微众银行	2014. 7. 5	2014. 12. 12	深圳前海	42 亿元	腾讯	纯互联网银行
华瑞银行	2014. 9. 26	2015. 1. 27	上海	30 亿元	上海均瑶	自贸区金融改革、小微企业
民商银行	2014. 7. 25	2015. 3. 20	温州	20 亿元	正泰集团	中小微企业
金城银行	2014. 7. 25	2015. 3. 27	天津	30 亿元	华北集团	中小企业融资
网商银行	2014. 9. 26	2015. 5. 27	浙江	40 亿元	蚂蚁金服	纯互联网银行
富民银行	2016. 5. 18	2016. 8. 26	重庆	30 亿元	瀚华金控	小微企业
新网银行	2016. 6. 13	2016. 12. 27	四川	30 亿元	新希望集团	互联网银行
三湘银行	2016. 7. 19	2016. 12. 26	湖南	30 亿元	三一集团	产业链金融
新安银行	2016. 11. 7	暂未开业	安徽	20 亿元	商翔集团	中小微企业
华通银行	2016. 11. 28	2017. 1. 16	福建	24 亿元	永辉超市	“线上+线下”互联网银行
众邦银行	2016. 12. 6	2017. 5. 18	湖北	20 亿元	卓尔控股	线上、线下交互模式运营
中关村银行	2016. 12. 21	2017. 6. 6	北京	40 亿元	用友网络	扎根中关村，服务科创
苏宁银行	2016. 12. 21	2017. 6. 16	江苏	40 亿元	苏宁云商	“科技驱动的 O2O 银行”线上线下高速融合
蓝海银行	2016. 12. 19	2017. 6. 29	山东威海	20 亿元	威高集团	特存特贷、上下游产业链
振兴银行	2016. 12. 23	暂未开业	辽宁	20 亿元	荣盛中天	小微企业、社区经济
亿联银行	2016. 12. 16	2017. 5. 16	吉林	20 亿元	中发金控	为生活随行的智能网络银行
客商银行	2016. 12. 29	2017. 6. 28	广东梅州	20 亿元	宝丽华新能源	三农、小微企业、小区居民

资料来源：网络资料整理 山西证券研究所

五、投资及估值建议

5.1、同行业情况及估值分析

总体来看，公司已是零售业市值最大的上市公司，并成为首批入选 MSCI 指数 222 家上市公司中的一员。作为最早登陆 A 股中小板的上市公司之一，苏宁云商以过去 13 年累计涨幅超过 25 倍的方式(复权)演绎了从中小企业到蓝筹龙头的成长路径。目前，在消费升级势头强劲、商业互联网化的宏观经济背景下，苏宁云商也是 A 股屈指可数的互联网零售龙头。近年来苏宁云商加速了其“零售+金融+物流”的业务布局，并开始倡导“智慧零售”新趋势，以期引领未来零售产业变革。

表 7：同行业美股、港股上市公司市值及表现情况

证券代码	证券简称	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	总市值(亿元)	市销率 PS (TTM)
AMZN. O	亚马逊 (AMAZON)	9,433.42	164.48	33,650.97	3.68
BABA. N	阿里巴巴	1,582.73	436.75	26,243.10	17.00
JD. O	京东	2,601.22	-38.07	4,314.46	1.71
002024. SZ	苏宁云商	1,480.02	7.04	1,000.83	0.67
0493. HK	国美电器	782.54	3.25	173.60	0.23

注：上表中营业收入与净利润的数值均采用 2016 年末的数值；总市值与市盈率 PE (TTM) 均采用 2017 年 7 月 26 日收盘数值。

资料来源：wind 山西证券研究所

纵观国内，公司最大的竞争对手是在美上市的综合性 B2C 自营平台中的领军企业京东。苏宁的线上发展历程与京东相似，先期依靠价格战圈占用户市场，获取流量，后期开始大举投资新业态，建立属于自己的生态系统，以提升自身的市场份额。目前公司的市值与市场份额虽然和京东仍有差距，但在全渠道融合共赢的新零售时代，线上企业纷纷开始将目光转向线下市场的瓜分，而在这方面苏宁具有 20 多年累积的经验优势，未来将持续受益于新零售概念的涨势，受到资本市场的追捧。

5.2、投资建议及盈利预测

2017~19 年，公司线上自营平台的销售增速高于行业水平，线上收入占比逐年提升，2016 年线上自营销售占比为 39%，预计到 2019 年这一比例将达到 55%；公司的线下业务通过优化门店结构、增强门店场景化体验、线上

线下同价销售、增加高毛利商品（小家电产品、白色家电类）的陈列，同时严控费用率，已经取得一定的成效。

在消费升级的趋势下，公司将继续发挥在家电 3C 方面发挥 O2O 渠道优势，有效抢占中高端产品市场，同时巩固一二级市场的竞争优势，发掘三四级市场的消费潜力，并推进苏宁小店的网络布局。公司在零售、物流、金融三大业务单元协同发展，收入规模及盈利水平已经进入稳健发展的轨道。2017 年上半年公司预计实现归母净利润 2.92 亿元，同比增长 340.71%，实现扭亏为盈。

由于公司扣非后的归母净利润仍处于亏损状态，且当前公司市盈率处于行业高位水平，PE 估值的实际意义存在一定偏差，参考同行业京东的情况，我们采用 PS 作为估值指标。8 月 2 日，公司收盘后 PS 仅为 0.74X，对比京东的 1.7X，可见公司处于低位水平，后续有望受益实体零售企稳复苏与公司智慧零售战略转型落地的双重机会，正值良好的投资时机。2017 年公司将实现快速发展，到 2018-2019 年公司盈利能力及规模有望大规模增量。综上所述，根据我们的假设测算，预计 2017~2019 年公司营收增速为 16%/22%/18%，到 2018 年将突破 2000 亿，对应 17~19 年公司 EPS 分别为 0.09/0.19/0.28，给予“增持”评级。

表 8 财务预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	82,384	112,419	153,932	206,927	营业收入	148,585	172,359	210,278	248,128
现金	27,209	34,472	42,056	49,626	营业成本	127,248	148,573	179,872	212,149
应收账款	5,199	4,616	5,933	7,440	营业税金及附加	583	655	820	943
其他应收款	4,135	3,657	4,698	5,904	销售费用	17,451	20,114	23,846	27,542
预付账款	9,751	12,010	15,831	20,101	管理费用	3,946	4,533	5,152	5,037
存货	14,803	20,612	22,688	26,957	财务费用	416	373	1,525	3,088
其他流动资产	21,287	37,052	62,726	96,899	资产减值损失	350	36	120	148
非流动资产	54,784	27,412	27,056	27,194	公允价值变动收益	(34)	(353)	(289)	310
长期投资	417	661	433	504	投资净收益	1,445	1,576	1,559	1,527
固定资产	12,868	12,053	11,238	10,423	营业利润	2	(702)	214	1,058
无形资产	5,685	5,294	4,935	4,599	营业外收入	1,060	1,506	1,410	1,325
其他非流动资产	35,814	9,404	10,451	11,667	营业外支出	161	3	3	3
资产总计	137,167	139,830	180,988	234,121	利润总额	901	800	1,621	2,380



流动负债	61,455	88,320	128,829	181,295
短期借款	6,160	27,209	56,693	94,291
应付账款	12,498	13,255	15,921	19,514
其他流动负债	42,798	47,856	56,215	67,489
非流动负债	5,790	9,166	9,251	9,165
长期借款	18	18	18	18
其他非流动负债	5,772	9,148	9,233	9,147
负债合计	67,245	97,486	138,081	190,459
少数股东权益	4,212	4,069	3,706	3,098
股本	9,310	9,310	9,310	9,310
资本公积	35,835	10,500	10,500	10,500
留存收益	17,930	18,465	19,392	20,754
归属母公司股东权益	65,710	38,275	39,202	40,564
负债和股东权益	137,167	139,830	180,988	234,121

所得税	408	120	243	357
净利润	493	680	1,378	2,023
少数股东损益	(211)	(143)	(363)	(608)
归属母公司净利润	704	824	1,741	2,632
EBITDA	1,651	864	2,907	5,290
EPS (元)	0.08	0.09	0.19	0.28

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	9.62%	16.00%	22.00%	18.00%
营业利润	-100.34%	-34329.86%	-130.41%	395.15%
归属于母公司净利润	-19.27%	16.92%	111.36%	51.17%
获利能力				
毛利率(%)	14.36%	13.80%	14.46%	14.50%
净利率(%)	0.47%	0.48%	0.83%	1.06%
ROE(%)	0.71%	1.61%	3.21%	4.63%
ROIC(%)	9.32%	4.30%	3.81%	4.67%
偿债能力				
资产负债率(%)	49.02%	69.72%	76.29%	81.35%
净负债比率(%)	24.65%	43.69%	46.78%	54.11%
流动比率	1.34	1.27	1.19	1.14
速动比率	1.10	1.04	1.02	0.99
营运能力				
总资产周转率	1.32	1.24	1.31	1.20
应收账款周转率	152.51	152.41	169.22	158.96
应付账款周转率	13.79	13.39	14.41	14.00
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.09	0.19	0.28
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	(1.60)	(2.33)	(2.84)
每股净资产(最新摊薄)	7.06	4.11	4.21	4.36
估值比率				
P/E	143.0	122.3	57.9	38.3
P/B	1.5	2.6	2.6	2.5
EV/EBITDA	38.81	153.39	55.40	37.14

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	3,839	(14,898)	(21,670)	(26,451)
净利润	493	824	1,741	2,632
折旧摊销	1,806	1,194	1,168	1,144
财务费用	503	373	1,525	3,088
投资损失	(1,445)	(1,576)	(1,559)	(1,527)
营运资金变动	(15,624)	(15,252)	(24,013)	(31,638)
其他经营现金流	18,107	(460)	(532)	(150)
投资活动现金流	(39,613)	27,070	2,027	1,161
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(197)	(244)	229	(71)
其他投资现金流	(39,415)	27,314	1,799	1,232
筹资活动现金流	36,758	(4,911)	27,130	33,239
短期借款	2,934	21,050	29,484	37,598
长期借款	(340)	0	0	0
普通股增加	1,927	0	0	0
资本公积增加	30,598	(25,335)	0	0
其他筹资现金流	1,639	(625)	(2,354)	(4,359)
现金净增加额	985	7,261	7,487	7,949

资料来源: wind 山西证券研究所

六、投资风险

消费疲软带来消费升级不达预期的风险;线上流量获取变难、市场竞争加剧的风险;与淘宝对接效果不达预期的风险。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。