实体零售企业转型对其信用水平的影响
——以苏宁和国美为例

引言

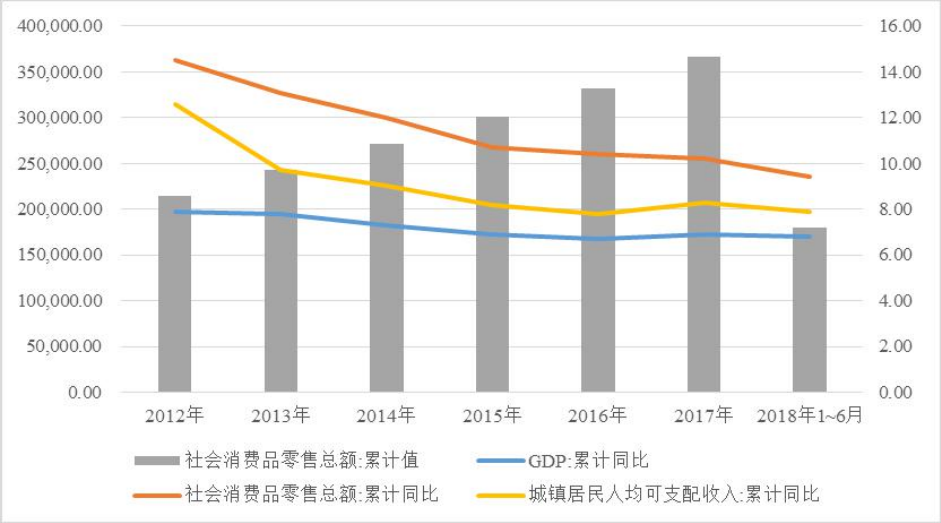
在零售行业增速下滑、电商对实体零售造成冲击、租金和人工成本持续上升的大背景下，实体零售企业普遍谋求转型。在“新零售”概念带动下实体零售企业转型方向逐步明确。目前主要实体零售转型路径大致分为两种，转型路径一：线上线下全渠道发展；转型路径二：实体零售企业进行内部业态重构。

本文主要探究实体零售企业转型对其信用水平的影响，而苏宁易购集团股份有限公司（以下简称“苏宁”）和国美零售控股有限公司（以下简称“国美”）分别作为已基本完成线上线下融合转型的企业和仍在融合中的企业，其转型过程中信用水平的变化具有一定的行业代表性。我们选取苏宁和国美 2015~2017 年的数据进行分析，发现实体零售企业在转型期间可能出现盈利能力下降甚至亏损、债务负担加重、费用率上升等情况；而顺利完成阶段性转型的企业盈利能力开始回升、规模优势更加显著、债务负担回落、经营效率优化。从中我们得出以下结论：（1）转型时机的选择直接影响到规模发展速度和行业地位；（2）转型期间需要大量的资金投入，资本支出规模增大，企业的承压能力不一。

一、实体零售企业主要转型路径

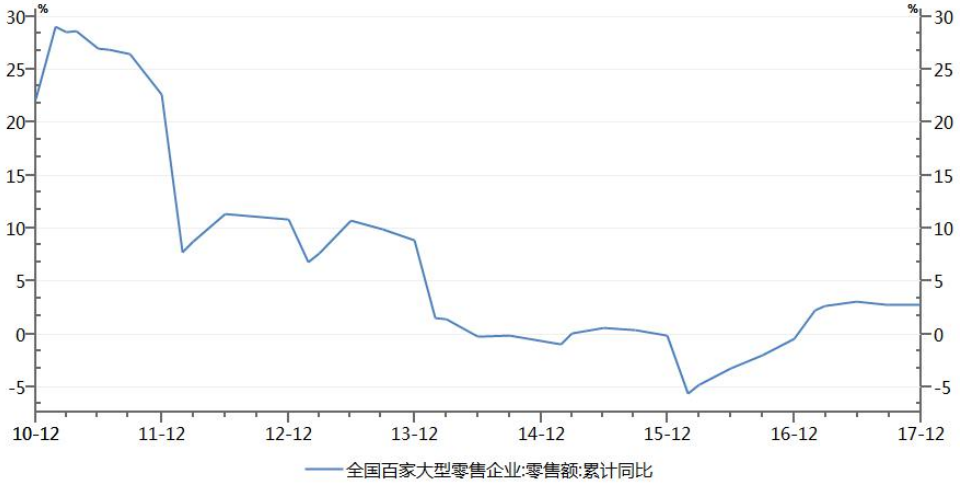
零售是流通业的重要组成部分，发挥着引导生产、扩大消费的重要功能。从 2011 年开始，受 GDP 增速下滑、反腐、房价上涨等因素影响，社零增速持续下移，从 2012 年的 15%下滑至 2015 年的 10%左右。中国传统实体零售渠道特有的层层分销的品牌代理制，导致终端渠道商品加价率高；互联网零售带来渠道扁平化、商品价格透明化以及交易效率的提升促使其强势崛起。网络零售市场规模在社会零售中的占比逐年增加，同时线下实体零售租赁费用和员工费用持续上升，电商冲击叠加营业成本增加，传统百货、商超面临经营困境，2011 年以来，百家大型零售企业销售额增速持续放缓。面对外部竞争环境的剧烈变动以及消费者消费习惯的巨大变化，传统实体零售纷纷开始转型变革，以消费者为中心，从外部渠道的多样化和内部业态重构（业态转型、门店升级、运营方式等）进行全方位调整，降本提效。2016 年下半年起，零售企业经营情况有所好转，百家大型零售企业零售额增速有所回升，行业展露弱复苏迹象，2017 年 12 月，累计同比增速回升至 2.80%，行业弱复苏趋势延续。

图 1　近年来我国社会消费品零售总额累计值及同比增速分析（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，联合评级整理

图 2　近年来全国百家大型零售企业零售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind，联合评级整理

目前主要实体零售转型路径大致分为两种。第一种是线上线下全渠道发展，实体零售企业借助互联网发展 O2O 销售模式，为线下门店吸引流量，如自建门店手机 APP，自建交易网站或通过和其他电商合作等多种方式建立线上销售平台，并通过客户的移动支付、网上支付等快捷方式实现销售回款，最后依托线下门店的物流、仓储体系实现快速高效配送，完成交易。转型的同时，实体零售企业也相应加强对供应链的建设，通过建立区域中心仓库等实现存货统筹管理，提高运营效率，最终实现线上和线下渠道的融合。第二种是实体零售企业进行内部业态重构，进行业态创新和业态升级，有效提升单位坪效。业态创新目前主要适用于进行连锁经营的超市、专卖店等，如苏宁、供销大集的无人商店，苏宁红孩子专卖店，永辉的超级物种生鲜店等。业态升级主要应用于百货类企业，如百货业态逐步在往购物中心发展，并在商场内增加体验区、儿童游乐区等，最大限度的提升客户体验感，来吸引更多的客流量。两种不同的转型路径也同时适用于同一家实体零售企业。

路径一：线上线下全渠道发展

随着网络技术的发展，信息技术在渠道、客户服务、支付、营销、客户管理及数据挖掘等多方面，都已经对零售业各个环节产生了巨大影响；通过大数据、云计算的应用，实现精准营销、个性推荐以及“C2B”商品的按需定制，从而适应消费者的个性化、特色化。随着移动互联网时代的来临，给传统的实体零售企业带来了 O2O 转型的机遇，从 2013 年 9 月开始，多家零售业上市公司陆续公告与腾讯、阿里巴巴等互联网企业合作拓展 O2O 模式，合作内容包括流量、营销、会员、数据、支付等层面；Online 一方的互联网企业拥有更为先进、成熟的信息技术手段（线上营销、支付、数据采集分析等），但缺乏线下资源；传统实体零售企业作为 Offline 的一方，拥有长期积累的渠道品牌、供应商资源、物流资源，还具有直接接触消费者、提供体验式服务的优势，但缺乏客户数据资源的积累和分析，无法实现精准的个性化、差异化推荐；O2O 的发展，使得 Online 和 Offline 双方资源得以互补。

随着传统零售企业借力信息化手段进行 O2O 的转型，以消费者个性化、特色化的需求为出发点给消费者提供“全渠道”经营体验，供应商与消费者之间的链接将更加有效，供应链及商业模式得以重构。

表 1 近年线下零售企业 O2O 转型尝试

公司	主要尝试
天虹股份	自营线上平台红领巾、微店、微信服务平台
新华都	联手阿里打造 O2O 生活平台
步步高	自营跨境电商平台云猴网
友阿股份	友阿云商、线上奥莱电商平台“友阿特品汇”
红旗连锁	微信平台、自营 APP“红旗快购”
重庆百货	自营“世纪购”跨境电商平台

资料来源：公开资料，联合评级整理

路径二：内部业态组织重构

零售企业需要的是对“人货场”的组织能力，对“资金流、信息流、物流”的掌控能力，互联网、移动互联网的发展拓宽了“人货场”的概念，从传统零售企业内部来看，信息化带来的不仅仅是电商渠道的增加，更将是企业组织架构、运营方向、业态形式、盈利模式的全方位重构。

传统百货

传统百货受线上冲击影响较大，在闭店增效、打通线上渠道、门店数字化运营、控制布局节奏的前提下，传统百货按照生活场景重构卖场，向购物中心和体验式业态转型，同时由单一业态向多业态发展，在便利店等领域深化布局。

体验类业态具有聚客能力强、消费滞留时间长及互动性强等特点，对其他业态的消费带动作用明显，并能有效缩短新项目的市场培育期，同时，餐饮、文化娱乐等服务型消费占比提升也是居民消费升级的重要方向。随着我国人均可支配收入的提高及消费结构的升级，便利店市场进入高增长时代，城镇化的进程加快以及人口老龄化的特征让便利店发展具备了良好的外部环境，未来发展空间较大，多业态并举可提高传统百货单一业态的抗风险能力。

代表企业：王府井向购物中心及奥特莱斯转型，同时与 7-11 和爱便利深入合作，构建便利店网络体系；天虹股份向不同类型的购物中心主题街区转型（如天虹 Discovery、CCmall、Kids republic），同时在无人便利店（WELL GO）方面不断探索。

超市

商超品类以自营为主，具有快消、低价、高频的特点，线上渗透率低，受电商冲击相对百货较小，成熟的零售渠道网络及供应链物流体系，使其具备一定区域消费者覆盖面，线下价值凸显。商超企业除了区域扩张及线上 O2O 布局之外，不断进行供应链升级，优化原采，闭亏提效。

2017 年以来阿里、腾讯、京东在商超领域布局连连，“新零售”格局初显，其中阿里先后参股联华超市、新华都、高鑫零售等线下超市龙头，腾讯参股永辉超市、家乐福中国、步步高等，京东推广线下超市布局，进行品牌输出，线上巨头利用其流量及技术优势为线下超市完成引流、数据分析及精准营销，传统超市在“新零售”格局之下不断进行创新业态探索。其中典型代表为盒马鲜生、超级物种；生鲜+餐饮为主的模式使其构建较强的消费场景，同时承担一部分前置仓储的功能，线上的数据可以为线下门店选品、促销提供支持，提升门店的坪效，拓展门店覆盖半径。新零售背景下超市完成全渠道融合及模式重构，领跑者加速扩张，跟随者不断进行创新探索。

表 2　商超新业态转型尝试情况

业态名称	业态概况
超级物种	永辉超市推出的“高端超市+生鲜餐饮”新业态，依靠永辉超市的供应链及线下店运营能力与腾讯的线上流量及技术赋能，链接线上消费与线下体验。可通过永辉生活 APP 下单，配送范围 3 公里。
盒马鲜生	阿里巴巴对线下超市完全重构的新零售业态，依托阿里流量入口与电商运营能力，数据赋能；支持线下购买与盒马 APP 下单。门店附近 3 公里范围内，30 分钟免费送货上门。
步步高鲜食演义	步步高打造的新零售业态，将借助腾讯强大的线上用户进行数据驱动；与步步高超市门店捆绑发展，无独立门店；打造线上线下全时段的立体消费模式，线下为超市版实体厨房，新鲜食材现场加工；线上通过云猴精选 APP 点单，实现周边 3 公里 90 分钟送货上门，致力于满足社区生活对食物的升级需求。
天虹 Sp@ce	天虹股份在国内首创的“都会生活超市”。商品结构聚焦国际化、年轻化及有机健康，进口商品和有机食品比例达到 60%，并将餐厅搬入超市卖场；依托天虹官方 APP 进行线上线下商品全渠道展销；线上选购商品 2 小时内门店直送；线下支持手机自助买单，手机扫描商品即可完成在线支付。
大润发优鲜	大润发打造的生鲜 O2O 项目，依托大润发线下门店，打造线上线下一体化模式，门店 3 公里内商品 1 小时内配送上门。
百联 RISO	百联集团旗下全渠道概念店，打造“鲜食+美食+乐食”为主题的特色餐饮，同时融合“超市+餐饮+书籍+音乐”四种业态，提供无违和的生活与社交空间；店内任何一个带有独特标识的员工皆可提供收银服务，无需去收银台排队，线上下单 60 分钟内送达。
新华都海物会	新华都和福建餐饮品牌揽季合资组建，打造“以餐饮为主，售卖食材为辅”的“餐饮＋超市”业态，是一个以场景体验打造的社交平台；偏向正统餐饮企业，规划就餐区约占到整个经营面积的七成以上，同时通过场景打造提升就餐体验。
京东超市	渠道下沉至三、四线城市，所售卖货物主要来自京东，充分保证货源，无中间商，由京东物流全程监管送货，价格透明。主营品类以生活消费品为主，其它如 3C、家电、服饰、家居等品类可以支持部分摆样和代下单付佣模式。

资料来源：公开资料，联合评级整理

家电连锁

从 2012 年开始，传统家电零售在京东快速发展的剧烈冲击下经营状况开始下行，家电零售在布局 O2O 的全渠道经营及线上线下的开放平台的基础上，充分对其门店进行体验式升级改造，加入互联网思维及科技元素，打造集商品销售和生活体验于一体的创新型门店形式，充分发挥线下零售体验式优势；同时融合业态创新发展，积极布局物流板块，零售渠道充分下沉。

代表企业：苏宁围绕全渠道零售变革进行重大的组织构架调整，在门店改造、品类扩容

等方面进行升级改造，常规门店中，主力大店向智慧云店升级换代，中型门店大力控亏，并以互联网思维进行 O2O 重塑，同时打造红孩子等新型业态；物流方面，收购天天快递，在物流方面重点布局，培育三级配送网络，开设易购服务站，渠道下沉至三、四线城市农村。

过去几年是实体零售转型的探索期，普遍存在 O2O 模式不成熟、对线上线下融合的本质理解不深、同质化严重等问题，转型效果难以区分梯队。如今，在新一轮消费复苏和全渠道融合驱动下，内生经营效率高、创新意识强、转型超前的龙头零售企业将脱颖而出；苏宁云商和国美电器作为家电连锁市场龙头企业，转型起点较早，战略渗透较高，模式具有代表性，在目前线上冲击减缓的背景下，其产品、品牌、体验全面升级，转型价值日益凸显。

二、实体零售转型具体过程——以苏宁和国美为例

本文主要探究实体零售企业转型对其信用水平的影响，而苏宁和国美作为积极探索转型路径并取得了一定成果的大型实体零售企业，其转型过程中信用水平的变化具有一定的行业代表性。

商业连锁企业的最初成长依赖于低成本的高速扩张。通过规模化扩张路径，苏宁与国美分别从南京和北京起家，在 21 世纪初期成长为家电连锁巨头，此后展开了激烈的竞争。随着电商兴起，线上线下融合趋势逐渐显现。在“新零售”风口到来之前，苏宁与国美均已进行了较长时间的转型准备，但开始转型的时间、转型的方式、转型的力度和转型的成效均有较大不同。

苏宁：率先转型并取得突出成效，已完成线上转型，目前重点拓展新零售业态，以实现线上线下 O2O 融合运营为发展目标。苏宁在线上转型的加速阶段，受投资增加影响，债务负担有所上升，盈利能力有一定下滑；线上转型成功后，引入阿里战略投资，债务负担又大幅回落，盈利能力改善，同时线上和线下的市场地位也得到巩固。

苏宁是最早开始尝试电商的实体零售企业之一，转型时间早，转型力度大，在连锁企业中率先取得突出的转型成效。2009 年，随着电脑普及、智能手机和移动终端出现，苏宁察觉到电商时代的来临，果断提出战略转型。2013 年，苏宁提出“一体两翼”的互联网发展路线，即以互联网零售为主体，打造 O2O 的全渠道经营模式和线上线下的开放平台，实现线上线下资源融合。2015 年，苏宁在内部会议上宣布转型已经成功，线上业务增速连续超越竞争对手，零售、地产、文创、金融、投资五大产业均取得较好成绩。2016 年，苏宁与阿里互相认购对方定增股份，开展“联姻”，双方开放用户资源、流量资源和大数据资源，首次打破线上线下平台隔阂，达成我国零售业实体业态和电商业态最大一次合作。2017 年，在已成功实现线上的转型后，苏宁将发展重点再次转回线下，打造了一系列实体店新业态，为用户提供智能家居完整解决方案和应用，构建家庭购物场景。2018 年，“苏宁云商”更名为“苏宁易购”，未来苏宁将进一步把线上整合的资源带到线下，发展各种线下业态，最终实现线上线下的 O2O 融合运营。

我们将苏宁 2016 年及之前的转型分为转型准备阶段（进行电商布局）、加速转型阶段（电商快速发展）和初步完成阶段（宣布向线上的转型基本完成）。从数据来看，苏宁在 2008~2010 年转型准备阶段，资产负债率维持在 57%左右，销售毛利率维持在 17%左右，净利润规模较大，在 20~40 亿元左右。在 2011~2014 年加速转型时期，在投资增加但转型效果尚未凸显的情况下，苏宁资产负债率逐渐上升至 64%左右，销售毛利率逐渐下降至 15%左右，净利润规模下降至个位数，2013 年达到最低点 1.04 亿元。2015 年以来，苏宁由线下向线上的转

型基本完成，在引入阿里投资的情况下，资产负债率下降至 50%以下，销售毛利率稳定在 14%左右，但净利润仍在个位数波动。2017 年，苏宁资产负债率进一步下降，若不扣除运营资金产生的投资理财收益，2017 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 5.32 亿元，同比增长 156.06%，盈利能力显著增强。在经济增速放缓、电商对实体零售造成强劲冲击的情况下，苏宁不仅在电商领域取得了较大发展，也同时在线上保持了领先的市场地位。

表 3　苏宁转型路径

时间	事件	意义
1999 年	开始进行电商研究	敏锐察觉未来趋势
2005 年	组建 B2C 部门	开始试水电商
2009 年	内部提出加快转型的战略	正式开始互联网转型
	收购 Laox 股权	进行国际化布局，队伍营销转型，产品更加细分和多元化
2010 年	“苏宁易购”正式发布	电商平台上线
2012 年	并购“红孩子”、“缤购”	电商品类从电器拓展到母婴、化妆品
2013 年	正式更名为“苏宁云商”	“云商”模式落地，开始 O2O 布局，实行线上线下同价
	成立硅谷研究院	聚焦“互联网+”领域的前沿技术研究
2014 年	苏宁 Expo 超级店开业	拓展线下体验店新业态
	电商下乡	拓展农村网购市场
2016 年	阿里以 282.33 亿元入股苏宁，苏宁以 21.46 亿美元入股阿里	苏宁与阿里开展深度合作，双方开放用户资源、流量资源、大数据资源
2017 年	提出“智慧零售”，打造无人店、零售云门店、苏宁小店、苏宁广场、苏宁极物店、优趣店等新业态	智慧零售模式从概念进入落地实施并快速发展的阶段
2018 年	由“苏宁云商”更名为“苏宁易购”	智慧零售品牌升级

资料来源：联合评级搜集整理

国美：因控制权之争错过线上业务第一轮发展机遇，近年来加速布局，线上线下融合初步完成，未来将以家庭生活消费为战略发展方向。国美目前正处于加速转型阶段，和苏宁处于加速转型阶段时期的财务表现相似，债务负担升高，盈利能力下降，甚至于 2017 年出现亏损。

国美同样在 21 世纪初期开始试水电子商务。2003 年，国美网上商城试运营，受“非典”影响，当年网上销售收入达 2,100 万元，远超原定 250 万元的销售目标，但此后数年国美网上商城发展不温不火。2008 年，国美将其电子商务业务独立成一级部门，打算将电商列为战略发展重点之一。然而，此后国美原实际控制人黄光裕入狱，国美内部对控制权展开数年激烈的争夺，导致国美电商发展未有较大起色。尽管国美在五年规划中将电商提升到战略高度，但国美被传统行业的经营思维所束缚，仍旧以线下业务为主，导致国美错过市场机遇，3C 市场已几乎被京东、苏宁、天猫占领，而京东与腾讯、苏宁与阿里的强强联合使得国美处境更加艰难。

2015 年，国美的第二大股东清仓离场，国美的控制权重新回归黄氏家族手上，国美电商业务开始加速发展，提出线上线下融合战略。2016 年，国美线下门店开始启动改造，为打通线上线下渠道做准备工作。2017 年，国美发布“家·生活”战略，从传统的家电零售商向以“家”为核心的整体解决方案提供商和服务商转型，为消费者提供涵盖家电、家装、家居和家服务的商品和服务，并继续力推线上线下深度融合。2018 年，国美提出互联赋能

共享零售，以 GOME APP 为流量主入口，建立“线上交易、线下体验”、“社交+商务+利益共享”的共享零售模式。

国美在 2016 年加速转型阶段之前，均处于转型准备阶段。从数据来看，2016 年国美加速转型之前，资产负债率维持在 60%左右，期间国美将重点放在线下，销售毛利率由 12%左右提升至 15%左右，在 2013 年扭亏为盈后，2014~2015 年净利润均达 12 亿元左右。2016 年国美提出新零售战略并加速转型，随着投资增加、门店改造，资产负债率上升至 66%，销售毛利率小幅下滑，净利润大幅减少至 3 亿元。2017 年，国美资产负债率进一步上升至 72%的较高水平，发生亏损 4.50 亿元。在国美未大刀阔斧进行转型、仍以传统的实体零售经营模式为主的时期，其经营状况基本保持平稳；在开始全面转型后，财务表现恶化，但转型的出发点主要在于对未来零售行业发展趋势的判断，通过本轮布局迎接下一阶段新零售的竞争。

表 4　国美转型路径

时间	事件	意义
2003 年	国美网上商城试运营	开始电商业务
2008 年	将电商业务独立成一级部门	计划将电商作为发展重点之一
2010 年	4,800 万元收购 3C 电商平台库巴网 80%股权	拓展电商业务
2012 年	1,200 万元收购库巴网剩余 20%股权，将库巴网与国美网上商城整合，改名“国美在线”	整合电商平台
	国美上市以来首次出现亏损，全年亏损的 5.97 亿元中约 5 亿来自电商	进军电商失利，国美选择将重点放回线下
2013 年	成立安迅物流	物流板块独立
2014 年	成立国美金控，谋划布局互联网金融	真正从互联网角度开始进行电商布局
2015 年	提出线上线下融合的全渠道战略	线上业务加速发展，线下业务改造
2016 年	提出“6+1”新零售战略	计划打造集互联网、物联网、务联网为一体的新零售生态体
	线下门店改造	为线上线下融合做准备
2017 年	发布“家·生活”战略	从传统家电零售向以“家”为核心的整体解决方案提供商和服务商转型
2018 年	提出共享零售模式	以 GOME APP 为流量主入口，打造合作生态平台

资料来源：联合评级搜集整理

总体看，苏宁与国美均选择了线上线下融合、探索新零售业态的转型路径。昔日两大家电连锁巨头不再局限于 3C 产品零售，而是利用线下门店及供应链优势，借助融合的线上平台，拓展更大的消费市场空间。

三、实体零售转型对其信用水平的影响——以苏宁和国美为例

转型影响一：苏宁 2015 年完成线上转型，线上线下双线融合；国美 2014 年线上转型开始发力，目前仍在推进线上线下深度融合。2015~2017 年，苏宁和国美维持线下连锁百强前二的行业龙头地位；线上市场份额均波动增长，苏宁维持线上第 4 的排名，国美于 2017 年被拼多多超越、位居第 6 名。领先完成线上线下融合的苏宁规模优势持续增强，尚在转型阶段的国美规模有所下滑。

我们选取苏宁和国美 2015~2017 年的数据进行分析。在这个时期，苏宁已进行了多年转

型努力，并于 2015 年宣布线上的转型已经成功，在全渠道布局基本完善后已开始进行多种店面新业态的尝试，除传统家电产品以外，母婴产品、超市生鲜产品的经营规模持续扩大，业态丰富；国美早在 21 世纪初期也进行了线上转型探索，但真正线上业务发力开始于 2014 年，自此便加速线上线下的全渠道布局，2017 年仍在力推由传统零售商向家居、家装、家服务的整体方案提供商和服务商转型以及线上线下的加深融合。由于两家企业两者所处转型阶段不同，信用风险的表现也存在差异。

根据中国电子商务研究中心数据，2015 年中国 B2C 网络零售市场中，苏宁易购的排名被唯品会超越，由上年的第 3 名下降至第 4 名，国美在线保持第 5 名，两者的市场份额分别为 3.0%和 1.6%。2016 年，苏宁易购与国美在线维持 4、5 排名，市场份额分别为 3.3%和 1.8%。2017 年，苏宁易购维持第 4 名的排名，国美在线的排名被拼多多超越，下降至第 6 名，苏宁易购与国美在线的市场份额均有小幅下滑。

表 5　苏宁、国美 B2C 网络零售市场地位（单位：名、%）

电商平台	2015 年		2016 年		2017 年	
	排名	份额	排名	份额	排名	份额
苏宁易购	4	3.0	4	3.3	4	3.2
国美在线	5	1.6	5	1.8	6	1.7

资料来源：中国电子商务研究中心

2014 年初苏宁成立线上线下融合的运营总部、推进全渠道融合，2015 年随着云店规模增加和 O2O 运营的成熟，以及线上线下联动促销，苏宁可比门店销售收入增速大幅回升。2016 年，苏宁进行线下优化店面结构，下沉渠道建设，丰富多业态店面布局，形成了覆盖不同市场、不同消费群体的实体网络平台，通过店面精细化管理，店面经营效益逐季提升。同时苏宁与阿里也开展深度合作，共享数据资源，收入规模持续上升。2017 年，苏宁继续通过租、建、并、购、联的方式获取门店物业，提升母婴、超市、社区便利以及苏宁易购直营店的经营面积，进一步丰富线下经营业态，探索母婴业态渠道下沉，加快一二线市场社区便利店的网络建设。2015~2017 年，苏宁销售额从 1,586 亿元增长至 2,433 亿元，门店总数从 1,577 家波动增长至 3,799 家，2017 年苏宁着重布局线下门店，销售额和门店数量大幅增长。

近年来，国美重点对门店进行场景化体验式改造，以家庭生活场景为核心进行门店的布局和产品展示，从实体的家电产品零售商正式向为客户家庭生活提供系统解决方案的提供商转变。2016 年国美大规模进行门店停业改造，门店数量缩减，但销售规模稳步提升。2017 年，国美大力推进线上线下融合，优化线下网络布局，门店数量进一步减少，虽然可比门店销售收入有所增长，但零售连锁企业销售收入的下降和门店数量的减少意味着规模优势开始弱化。2015~2017 年，国美销售额增长后回落至原有水平，门店总数持续减少。

表 6　苏宁、国美销售规模与门店数量（单位：亿元、家）

企业	2015 年		2016 年		2017 年	
	销售规模	门店总数	销售规模	门店总数	销售规模	门店总数
苏宁	1,586	1,577	1,735	1,510	2,433	3,799
国美	1,537	1,932	1,647	1,628	1,537	1,604

资料来源：中国连锁经营协会

转型影响二：新运营体系成熟、用户体验改善等效果都需要一定时间才能有效显现。苏宁在转型培育期门店经营状况出现下滑，2016 年同样未见明显改善，但 2017 年转型效果开始明朗，主要店面业态的坪效和可比门店销售收入显著提升。国美仍处于转型培育阶段，2016 年经历了门店销售状况下滑，且 2017 年未见明显改善。

从门店经营情况来看，苏宁由于新运营体系成熟、用户体验改善等效果都需要一定时间才能有效显现，2014 年时期可比门店销售收入增速曾出现较大的下降（当年可比门店销售同比下降 3.96%），2015 年随着云店规模增加和 O2O 运营的成熟，苏宁可比门店销售收入增速回升。2016 年，苏宁线下可比门店销售收入未实现明显增长，但 2017 年主要店面业态的坪效和可比门店销售收入均显著提升，转型效果开始明朗。

国美由于线下门店数字化改造时间不长，目前仍在从实体的家电产品零售商正式向为客户家庭生活提供系统解决方案的提供商转变，由于改造效果需要一段时间才能显现，2016 年国美线下门店经营坪效和可比门店销售收入下滑，2017 年可比门店销售收入小幅回升，但仍处于转型的培育阶段。

表 7　苏宁、国美门店经营状况（单位：元/平方米、%）

企业	2015 年		2016 年		2017 年	
	坪效	可比门店销售同比	坪效	可比门店销售同比	坪效	可比门店销售同比
苏宁	--	4.50	--	1.33	--	--
国美	16,542	2.32	15,214	-9.42	--	2.33

资料来源：苏宁易购年报、国美零售年报
注：1、2017 年，苏宁家电 3C 店、母婴店和苏宁易购直营店坪效分别同比增长 9.19%、42.15%和 34.18%，可比店面销售收入分别同比增长 4.17%、42.15%和 34.90%。2、2017 年国美年报未披露坪效。

转型影响三：苏宁通过收购天天快递，网点数量大幅增长，强化了小件产品物流领域的优势；苏宁物流体系建设、组织流程优化、店面管理能力提升等带来了销售业绩的提升，规模效应逐步显现，带动期间费用率持续下降。国美对自身物流体系进行持续优化和拓展，但由于线上线下尚在融合中，传统实体零售企业面临的租金和人工成本上涨的问题同样对国美造成较大困扰，同时利用债权融资来进行转型升级的投资，也导致利息支出大幅增长。

作为老牌实体零售巨头，苏宁与国美均有自己的物流体系并发展较成熟。2014 年，苏宁将物流体系独立出来，进行公司化运作，持续完善网络布局；2015 年，苏宁继续推进物流基地建设，业务类型从仓配一体扩展至全套供应链物流服务，苏宁物流云平台上线，成为国家十大“物流信息服务平台”之一；2016 年，苏宁物流收购天天快递 70%股份，双方在仓储、干线、末端等方面资源整合，苏宁物流服务能力大幅提升；2017 年，苏宁物流通过与天天快递在 IT 系统、作业流程及数据体系等方面的整合统一，天天快递已全面整合纳入苏宁物流体系。

国美早在 2013 年便将物流体系独立出来，成立安迅物流。2014 年，国美重点优化面向全渠道销售及全供应链的物流服务平台，实现线上线下全品类商品的仓储共享和配送共享；2015 年，国美进一步对物流网络进行了拓展；2016 年，国美通过自主开发的新物流管理系统，物流服务效率得到较大改善，将“送装同步”一体化服务推广至全品类，着力于提供一站式物流服务生态平台；2017 年，国美持续打造多个大件中心仓，彩电品类全品牌实现“送装一体化”。

表 8　截至 2017 年底苏宁、国美物流体系情况（单位：个）

苏宁		国美	
网点数量	20,871	“当日达”覆盖城市和乡镇	2,536 个
覆盖地级市数量	352	“送装一体化”覆盖城市和区县	193 个城市
覆盖区县城市数量	2,908		1,588 个区县

资料来源：苏宁易购年报、国美零售年报

2015~2017 年，管理费用方面，苏宁在云店升级、用户体验优化、薪酬提升和专业性人才储备等方面持续大量投入，管理费用增加；但由于公司加强绩效考核，持续优化组织流程，人效提高，同时可比店面销售收入的逐步改善，店面相关费用率水平有所下降带动管理费用率下降，管理费用率分别为 3.21%、2.69%和 2.63%，持续下降。与之相反，国美的管理费用率呈持续上升态势，由于国美加大了研究开发方面的费用支出来提升大数据的应用、客户的体验以及提高信息化系统的管理水平，另一方面国美的销售规模下滑，管理费用对利润的侵蚀加大，近三年管理费用率分别为 2.45%、2.58%和 3.24%

销售费用方面，随着全渠道经营模式带来的规模效应增强，苏宁销售费用率持续下降，分别为 12.43%、11.92%和 11.15%，随着苏宁销售业绩的大幅提升，规模效应得到体现，销售费用率也在逐步降低。国美的营销费用率近年来呈现持续上升态势，分别为 12.06%、12.32%和 13.41%，一方面收入增长平稳，另一方面主要是租金上涨等费用支出对利润的侵蚀加大。全渠道融合有利于零售企业控制销售费用，仍以传统实体零售为主的企业则需持续面临租金和人工成本上涨的威胁。

财务费用方面，苏宁近年来保持很低的财务费用率，三年分别为 0.08%、0.28%和 0.17%。国美的利息支出则大幅增长，从 2015 年的利息净流入变为 2017 年的利息净支出 3.97 亿元，占营业总收入的 0.54%。大规模利用债权融资进行转型投资，使得国美债务负担持续走高、财务费用压力加大。

表 9　苏宁、国美期间费用状况（单位：%）

企业	2015 年		2016 年		2017 年	
	苏宁	国美	苏宁	国美	苏宁	国美
管理费用率	3.21	2.45	2.69	2.58	2.63	3.24
销售费用率	12.43	12.06	11.92	12.32	11.15	13.41
财务费用率	0.08	-0.32	0.28	0.00	0.17	0.54
合计	**15.72**	**14.19**	**14.89**	**14.90**	**13.95**	**17.19**

资料来源：苏宁易购年报、国美零售年报

转型影响四：由于线上业务毛利率低、竞争激烈，转型使得零售企业面临毛利率下降的风险，加之转型期间各项费用支出的增长，苏宁与国美在加速转型期均呈扣非净亏损状态。2017 年，若将运营资产产生的投资理财收益计入经常性损益，苏宁近年来首次实现扣非净盈利 5.32 亿元，转型效果更加明朗，开始体现出盈利能力的提升。

毛利率方面，2015~2017 年，苏宁持续实施积极的竞争策略，聚焦抢占家电、3C 份额，大力扩大新品类规模，在品牌推广及促销投入等方面投入较大，线上业务保持较低毛利率水平且线上销售占比持续提升，使得综合毛利率水平三年内下降了 0.76 个百分点。另一方面，国美的综合毛利率则呈波动上升态势，且高于苏宁的综合毛利率水平，与国美线上业务占比低于苏宁有关，2017 年国美线上自营销售收入下滑，导致国美收入规模下降，但毛利率水平被拉高。

利润方面，线上线下融合阶段，苏宁与国美的扣非净利润均为亏损状态。作为零售企业，经营周期性较强，现金流阶段性波动较大，为提高运营资金收益积极开展投资理财一直是大型零售企业的重要工作。若不考虑运营资金产生的投资理财收益，苏宁扣非净利润仍为亏损，但亏损额逐年减少；若将上述投资理财收益计入经常性损益，2017 年苏宁扣非净利润已首次实现盈利。国美在加速转型的 2016 年出现扣非净亏损，并在 2017 年加大亏损规模。考虑到国美仍在重点推进线上线下融合、线上业务占比预计将提升，竞争对手采取积极的竞争策略，以及费用控制能力的弱化，预计短期内国美盈利状况难以改善。

表 10　苏宁、国美毛利率及净利润状况（单位：%、亿元）

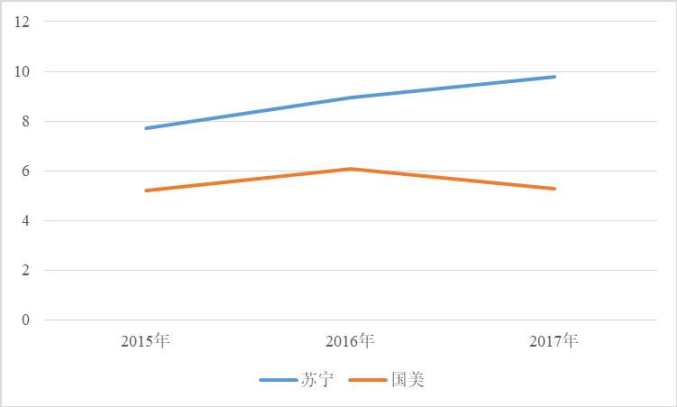
企业	2015 年		2016 年		2017 年	
	苏宁	国美	苏宁	国美	苏宁	国美
综合毛利率	13.70	17.81	13.39	16.09	12.19	18.26
净利润	7.58	12.08	4.93	3.25	40.50	-4.50
扣非净利润	-14.65	10.21	-11.08	-0.52	-8.84	-5.75

资料来源：苏宁易购年报、国美零售年报
注：1、若不考虑扣除运营资金产生的投资理财收益，2017 年苏宁归属于上市公司股东的扣非净利润 5.32 亿元，为近年来首次实现盈利。2、苏宁的扣非净利润为归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润，国美的扣非净利润为净利润-非经常项目损益。

转型影响五：对于规模持续扩张、线上业务发展良好的苏宁，存货周转率显著提升；2017 年国美线上销售额下降，存货周转率相应下滑，其经营效率与苏宁之间的差距在拉大。

2015~2017 年，苏宁存货周转率明显上升，从 2015 年的 7.72 次增长为 2017 年的 9.80 次，随着苏宁物流基础设施网络布局的扩大、物流运营效率的提升，苏宁物流体系在仓储自动化、智能化建设方面取得较大进展，运营效率优化。国美存货周转率则呈波动上升态势，2017 年随着销售规模的减少，经营效率有所回落，与苏宁存货周转率的差距拉大。

图 3　苏宁、国美存货周转率情况（单位：次）



资料来源：Wind

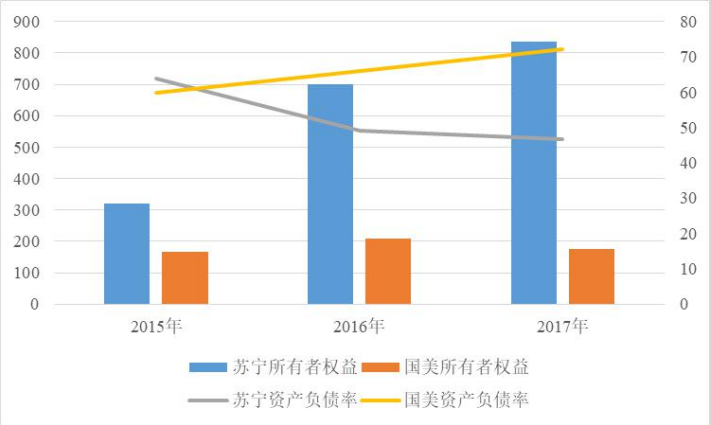
转型影响六：转型需要大量资金投入，若未能有效利用股权融资、主要依赖债权融资，杠杆率可能过快增长，限制继续融资的空间，从而可能导致转型期拖延较久，面临盈利能力未见改善和市场份额被先发竞争对手蚕食的状况。

苏宁和国美分别在 A 股和 H 股上市，近年来通过一系列资本运作，苏宁权益规模快速扩大，尤其 2016 年阿里以 282.33 亿元购买苏宁定增股票，截至 2017 年底，苏宁所有者权益达 836.28 亿元。国美权益规模增长相对平稳，未引入大型战略投资者，截至 2017 年底，

国美电器所有者权益规模 175.26 亿元。实体零售企业进行转型升级需要投入大量资金，利用股权融资、引入合作方有利于控制债务压力、加快转型速度，主要依赖债权融资则可能导致债务负担过快增长。

2014~2015 年，苏宁资产负债率分别为 64.06%和 63.75%，较转型前的资产负债率水平高出约 6 个百分点（2008~2011 年苏宁云商资产负债率在 57%~58%区间），主要系长短期债务增长所致；2016 年通过定增，资产负债率下降至 49.02%的较低水平，2017 年进一步下降至 46.83%，处于稳健水平。国美资产负债率水平波动较大，在其积极为线上线下融合进行各方面升级改造的 2016 年，年末资产负债率上升至 66.06%，较上年末增长 6.19 个百分点，主要系应付账款及票据、长期借款增长所致；2017 年国美进一步加大投资，年末资产负债率增至 72.28%，债务负担较重，在目前的资金环境下，继续融资的空间有限。转型期间零售企业盈利能力较弱，若因资金不足导致转型期拖延较久，加之后发劣势且市场份额争夺激烈，企业信用风险将大幅上升。

图 4　苏宁、国美所有者权益与资产负债率情况（单位：亿元、%）



资料来源：苏宁易购年报，国美零售年报

四、实体零售企业转型时期的信用风险分析

通过苏宁和国美的案例分析，我们观察到，实体零售企业在向“新零售”转型的时期，往往会出现债务负担加重、盈利能力下降甚至出现亏损等对企业信用水平不利的信号。对于一家正在进行线上线下融合转型的实体零售企业，在预测其转型效果从而判断信用风险时，我们总结了以下几个关键性因素。

（1）转型时机的选择直接影响到规模发展速度和行业地位

苏宁率先转型并取得突出成效，已完成线上转型，经过多年发展，线上和线下的市场地位也得到巩固。国美因控制权之争错过线上业务第一轮发展机遇，发展速度放缓。目前，线上电商业务已度过了人口红利期，业务竞争激烈，毛利率水平较低。而发展线上业务并打通线上线下需要很大的资金和时间投入，随着线上业务占比的扩大还会面临综合毛利率下降的状况。苏宁和国美在发展并融合线上业务期间，扣除非经常性损益均处于较大规模亏损的状态，影响零售企业是否能顺利完成转型、实现扭亏为盈的关键点之一在于规模发展速度。若规模优势增强，经营效率将提升，费用率将下降，未来盈利能力和偿债能力向好。反之，若销售规模缩减或增速低于行业水平，经营效率的放慢和费用侵蚀的加大将进一步加重转型期间的经营压力。

（2）转型期间需要大量的资金投入，资本支出规模增大，企业的承压能力不一

处于“新零售”转型期的企业，需要更多的资金投入到线上渠道建设、实体店升级、物流网络建设等。线上渠道建设需要大量的广告费支出、更为先进、成熟的信息技术投入，而实体店升级、自建物流仓储等属于重资产板块，需要的资金更多。因此企业转型期间很可能出现债务负担持续上升至很高水平，而且由于店面改造、广告投入、固定资产折旧等使得费用增加，部分企业会出现盈利能力下降甚至亏损，在资金环境趋紧的状况下，继续融资的空间可能小于企业预期，从而影响企业整体转型规划、拖延转型速度，加重企业经营压力，并形成恶性循环。

值得注意的是，面对转型过程中的资本支出压力，不同实体零售企业承压能力不同，由此也进一步影响到零售企业的信用状况。

首先，市场份额大、能快速形成规模效应的零售企业在面对重大资本支出时的承压能力要优于其他企业。苏宁自转型以来，在短短的几年时间内，快速实现了盈利。苏宁也曾在转型培育期面临门店经营业绩下滑的情况，2015~2016 年一直未见明显改善，但自 2017 年起转型效果开始明朗，主要店铺业态坪效和可比门店销售收入显著提升。这主要归功于苏宁持续实施积极的竞争策略，聚焦抢占家电、3C 份额，大力扩大新品类规模，在品牌推广及促销投入等方面投入较大，线上业务保持较低毛利率水平且线上销售占比持续提升，使得综合毛利率水平三年内下降了 0.76 个百分点。

其次，在转型期间能有效利用股权融资的企业抗压能力要比利用债权融资抗压能力强。实体零售企业进行转型升级需要投入大量资金，利用股权融资、引入合作方有利于控制债务压力、加快转型速度。2016 年，阿里以 282.33 亿元购买苏宁定增股票，而国美近年来未引入大型战略投资者，主要依赖债权融资，杠杆率增长较快，也限制继续融资的空间，从而导致转型期拖延较久，面临盈利能力未见改善和市场份额被先发竞争对手蚕食的状况。