

苏宁云商 (002024.SZ)

盈利改善可期，零售+金融+物流体系布局完善

● 业绩符合预期，经营持续改善

苏宁云商发布业绩快报，2016年营收1487亿(+9.7%)，归属净利润7亿(-19.5%)，利润主要来自仓储物业证券化及转让北京京朝苏宁分别增加3.94亿和9.94亿净利。业绩符合预计，关注几个亮点：

1) 公司整体步入可持续发展：4Q16单季营业利润约12.5亿，剔除京朝苏宁转让带来约13亿投资收益，单季线下/金融/物流等盈部门基本覆盖电商规模扩张所需；2) 线下门店经营持续改善：可比门店收入逐季改善，3Q16基本转正、4Q16增长4.29%（全年-1.32%），12-16年累计调整/置换门店881家（期末门店1510家），81%的直营易购服务站在12月单月盈利，预计门店置换调整接近尾声，17年线下门店盈利情况将大概率持续改善；3) 电商整体GMV达到805.1亿(+60.1%)，其中自营部分618.7亿(+53.6%)、开放平台186.4亿(+86.7%)，未来两年线上业务仍将保持50%以上复合增速，预计17年线下盈利将基本覆盖线上投入，18年电商业务有望持续减亏至盈亏平衡；4) 社会化物流收入同比增长322%，金融业务整体交易规模同比增长157%，金融业务全牌照，收购天天快递70%股权等，金融&物流等生态体系布局日趋完善。

● 盈利改善可期，零售+金融+物流布局完善

我们判断公司17年将迎来盈利改善期：1) 线上规模效应+与阿里系融合，投入可控；2) 线下门店调整接近尾声；3) 金融及第三方物流服务贡献业绩。预计16-18年EPS为0.10/0.02/0.14元（16年盈利主要由于一次性物业出售收益），目前股价对应16年PS/PGMV约为0.71X和0.53X（PE约120X），较员工持股及阿里战略入股价（15.17元/股）折让约25%，市值约为京东1/3。我们认为公司是极具探索精神的新零售龙头公司，考虑公司互联网零售+金融+物流完善布局及自有仓储资产增值，维持“买入”评级。

● 风险提示：电商投入扩大；门店经营恶化；物流&金融等布局不达预期

盈利预测：

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	108,925	135,548	148,680	191,838	232,294
增长率(%)	3.45%	24.44%	9.69%	29.03%	21.09%
EBITDA(百万元)	547.76	619.08	1,013.54	2,031.56	3,100.52
净利润(百万元)	866.92	872.50	702.46	121.78	1,032.36
增长率(%)	133.19%	0.64%	-19.49%	-82.66%	747.74%
EPS(元/股)	0.117	0.118	0.095	0.016	0.140
市盈率(P/E)	76.65	113.81	120.34	694.17	81.89
市净率(P/B)	2.26	3.26	2.72	2.71	2.62
EV/EBITDA	100.85	135.53	81.46	38.04	22.39

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

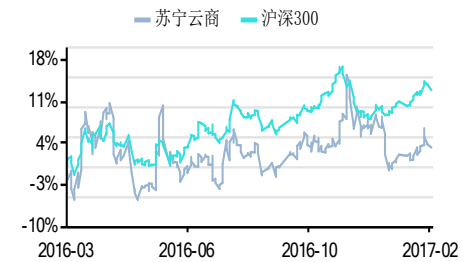
公司评级

当前价格 11.33元

前次评级 买入

报告日期 2017-03-02

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)：收 2017-01-03
购天天加码配送，零售+金融+
物流布局完善

苏宁云商(002024.SZ)：三 2014-10-31
季度扭转颓势，开放+创新助
全渠道转型

苏宁云商(002024.SZ)：经 2014-08-31
营环比改善，投入初见成效

联系人：林伟强 021-60750607

linweiqiang@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	50647	56752	42340	55235	70736
货币资金	22274	27116	13529	18807	26685
应收及预付	6301	9822	9586	12713	15217
存货	16039	14005	18545	23034	28153
其他流动资产	6033	5810	681	681	681
非流动资产	31546	31324	52391	51662	50901
长期股权投资	1347	220	220	220	220
固定资产	12170	13292	13481	13562	13588
在建工程	3231	1915	2015	1815	1615
无形资产	8778	8887	8245	7574	7018
其他长期资产	6020	7010	28429	28491	28460
资产总计	82254	87993	94648	106814	121554
流动负债	42117	45735	51867	63893	77552
短期借款	1837	3226	3226	3226	3226
应付及预收	39199	41499	48641	60667	74326
其他流动负债	1081	1010	0	0	0
非流动负债	10523	10395	10185	10196	10190
长期借款	914	358	358	358	358
应付债券	7961	7977	7977	7977	7977
其他非流动负债	1647	2060	1850	1861	1855
负债合计	52640	56130	62051	74089	87742
股本	7383	7383	7383	7383	7383
资本公积	4680	5238	5238	5238	5238
留存收益	17286	17772	18475	18596	19629
归属母公司股东权益	29359	30421	31123	31245	32277
少数股东权益	255	1443	1474	1480	1535
负债和股东权益	82254	87993	94648	106814	121554

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	108925	135548	148680	191838	232294
营业成本	92285	115981	125065	162180	195351
营业税金及附加	357	586	565	779	913
销售费用	14105	16645	18689	23021	27875
管理费用	3357	4291	5204	5755	6969
财务费用	67	104	64	110	77
资产减值损失	175	198	0	0	0
公允价值变动收益	-9	-7	0	0	0
投资净收益	-30	1655	917	50	50
营业利润	-1459	-610	11	44	1158
营业外收入	2652	1665	1046	300	300
营业外支出	221	166	193	193	180
利润总额	973	889	864	151	1278
所得税	149	131	130	23	192
净利润	824	758	734	128	1087
少数股东损益	-43	-115	32	6	54
归属母公司净利润	867	873	702	122	1032
EBITDA	548	619	1014	2032	3101
EPS (元)	0.12	0.12	0.10	0.02	0.14

现金流量表

单位: 百万元

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-1381	1733	8074	6482	9091
净利润	824	758	734	128	1087
折旧摊销	1726	2575	1856	1928	1915
营运资金变动	-1300	1439	7116	4409	6037
其它	-2632	-3038	-1631	17	53
投资活动现金流	-2007	-286	-21229	-1004	-1003
资本支出	167	-2944	-605	-1054	-1053
投资变动	-2174	2658	-20625	50	50
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	568	3073	-432	-201	-209
银行借款	3114	4922	0	0	0
债券融资	-1971	-2518	-181	11	-5
股权融资	12	1500	0	0	0
其他	-586	-829	-251	-211	-204
现金净增加额	-2821	4521	-13587	5278	7878
期初现金余额	24806	22274	27116	13529	18807
期末现金余额	21986	26795	13529	18807	26685

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	3.5	24.4	9.7	29.0	21.1
营业利润增长	-893.3	58.2	101.8	303.0	2,518.5
归属母公司净利润增长	133.2	0.6	-19.5	-82.7	747.7
获利能力(%)					
毛利率	15.3	14.4	15.9	15.5	15.9
净利率	0.8	0.6	0.5	0.1	0.5
ROE	3.0	2.9	2.3	0.4	3.2
偿债能力					
资产负债率(%)	64.0	63.8	65.6	69.4	72.2
净负债比率	-0.5	-0.5	-0.1	-0.2	-0.5
流动比率	1.20	1.24	0.82	0.86	0.91
速动比率	0.73	0.79	0.33	0.37	0.41
营运能力					
总资产周转率	1.32	1.59	1.63	1.90	2.03
应收账款周转率	180.54	218.41	204.14	208.69	207.15
存货周转率	5.38	7.72	6.74	7.04	6.94
每股指标(元)					
每股收益	0.12	0.12	0.10	0.02	0.14
每股经营现金流	-0.19	0.23	1.09	0.88	1.23
每股净资产	3.98	4.12	4.22	4.23	4.37
估值比率					
P/E	76.6	113.8	120.3	694.2	81.9
P/B	2.3	3.3	2.7	2.7	2.6
EV/EBITDA	100.8	135.5	81.5	38.0	22.4

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。
- 倪华:** 分析师, 北京大学金融学、香港中文大学经济学双硕士, 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(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); 2015年度新财富批零行业第四名(团队), 水晶球分析师第四名(团队), 金牛分析师第四名(团队), 第一财经分析师第三名(团队); 2014年度新财富批零行业第三名(团队), 水晶球分析师第二名(团队)、金牛分析师第三名(团队)。
- 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。

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	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
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。

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。