

业绩符合预期，门店结构持续优化

公司简报

◆公司公布 2016 年年报，归母净利润同比下降 19.27%

3月30日晚，公司公布2016年年报：全年实现营业收入1485.85亿元，同比上升9.62%；实现归母净利润7.04亿元，折合EPS 0.08元，同比下降19.27%；实现扣非归母净利润-11.08亿元，业绩符合预期。

公司营收分业态来看，通讯/小家电/数码、IT/白色家电/彩电等收入分别为342.15/256.82/241.38/222.10/214.80亿元，同比变动26.53%/12%/9.3%/2.58%/-7.39%。

单季度拆分看，公司4Q2016实现营业收入447.22元，同比上升6.54%，增幅大于3Q2016增长的15.12%；实现归母净利润10.08亿元，同比上升23.01%。

◆综合毛利率下降 0.07 个百分点，期间费用率下降 0.84 个百分点

报告期内公司综合毛利率为14.36%，较上年同期下降0.07个百分点，其中通讯/小家电/数码、IT/白色家电/彩电业务毛利率分别为7.04%/18.22%/3.97%/17.72%/16.91%，较上年同期分别下降0.85/0.26/0.75/0.21/0.83个百分点。

报告期内公司期间费用率为14.68%，较上年同期下降0.84个百分点。其中销售/管理/财务费用率分别为11.75%/2.66%/0.28%，较上年同期分别变动-0.53/-0.51/0.20个百分点。

◆门店结构持续优化，多主业协同提升未来盈利能力

报告期内公司继续推进门店改造，置换/关闭各类门店195家，新开/改造云店99家，力图优化门店运营模式，公司同时持续推进苏宁易购服务站建设以抢占三四线市场，并在南京试点提供社区便利服务苏宁小店，从多维度出发建设线下门店网络。公司改进零售主业的同时，物流联手天天快递，金融生态布局加快脚步，三大业务的共同发展有助于盈利能力在未来的持续提升。

◆维持盈利预测，调整未来 6 个月目标价至 14 元，维持买入评级

我们维持对公司2017-2019年全面摊薄EPS的预测分别为0.05/0.05/0.03元的预测，考虑到未来地产行业景气度下降对地产相关下游家用电器销售的负面影响，我们调整未来六个月的目标价至14元，维持买入评级。

◆风险提示：

宏观经济增速未达预期，居民消费需求的增速未达预期。

买入（维持）

当前价/目标价：10.69/14.00元

目标期限：6个月

分析师

唐佳睿 CFA CAIA FRM

(执业证书编号：S0930516050001)

021-22169161

tangjiarui@ebsecn.com

联系人

孙路

021-22169117

sunlu@ebsecn.com

程璐

021-22169328

chenglu@ebsecn.com

市场数据

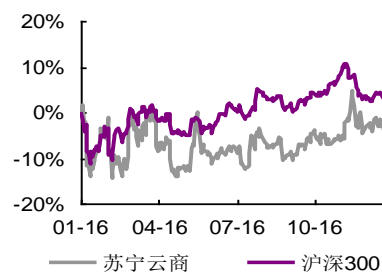
总股本(亿股)：93.10

总市值(亿元)：995.24

一年最低/最高(元)：10.16/12.76

近3月换手率：20.11%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.28	-12.14	-13.13
绝对	-4.55	-7.92	-3.52

相关研报

业绩符合预期，三大业务齐头并进

.....2017-02-27

推行轻资产化路线，改善全年业绩

.....2017-01-10

收购天天快递，强化物流配送能力

.....2017-01-02

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	135,548	148,585	160,472	172,508	184,583
营业收入增长率	24.44%	9.62%	8.00%	7.50%	7.00%
净利润 (百万元)	873	704	516	541	312
净利润增长率	0.64%	-19.27%	-26.74%	4.74%	-42.28%
EPS (元)	0.08	0.06	0.05	0.05	0.03
ROE (归属母公司) (摊薄)	2.86%	1.07%	0.54%	0.56%	0.33%
P/E	138	171	233	222	385
P/B	4	2	1	1	1

图表 1: 公司 4Q2016 净利润同比增长 23.01%

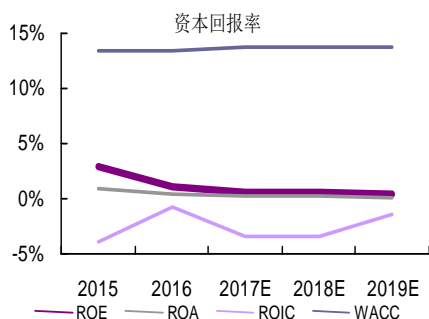
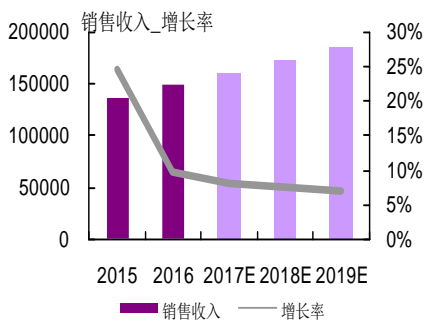
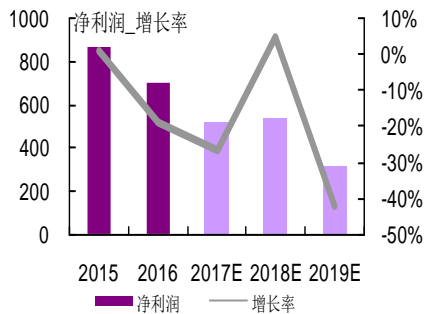
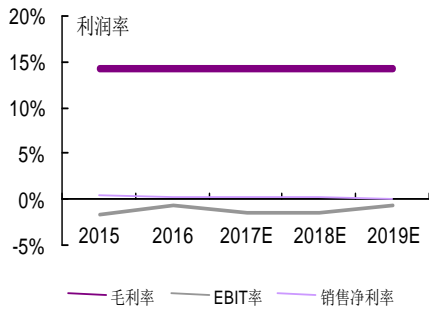
季度	营业收入 (万元)	营收增速 (%)	营业成本 (万元)	毛利率 (%)	归母净利润 (万元)	归母净利润增速 (%)
1Q2014	2286910.20	-15.93	1930267.00	15.59	-43354.90	NA
2Q2014	2828297.20	-0.17	2426419.90	14.21	-32173.40	NA
3Q2014	2852247.60	15.90	2411869.90	15.44	-28596.90	NA
4Q2014	2925074.60	16.30	2459900.40	15.90	190816.70	852.06
1Q2015	2944774.30	28.77	2473179.70	16.01	-33192.30	NA
2Q2015	3358967.00	18.76	2866639.20	14.66	68023.00	311.43
3Q2015	3053211.00	7.05	2538270.10	16.87	-29526.40	NA
4Q2015	4197811.00	43.51	3720029.20	11.38	81946.10	-57.06
1Q2016	3184306.80	8.13	2677700.40	15.91	-29611.80	NA
2Q2016	3687169.10	9.77	3197831.50	13.27	17492.70	-74.28
3Q2016	3514818.20	15.12	3008578.80	14.40	-18243.60	NA
4Q2016	4472239.00	6.54	3840643.40	14.12	100804.10	23.01

资料来源: 公司公告

图表 2: 公司 4Q2016 期间费用率较上年同期上升了 0.81 个百分点

季度	期间费用 (万元)	期间费用率 (%)	销售费用 (万元)	销售费用率 (%)	管理费用 (万元)	管理费用率 (%)	财务费用 (万元)	财务费用率 (%)
1Q2014	394224.80	17.24	319159.80	13.96	75632.80	3.31	-567.80	-0.02
2Q2014	431527.10	15.26	344747.20	12.19	82387.60	2.91	4392.30	0.16
3Q2014	461711.30	16.19	371679.80	13.03	82274.20	2.88	7757.30	0.27
4Q2014	465373.30	15.91	374915.70	12.82	95362.40	3.26	-4904.80	-0.17
1Q2015	506878.30	17.21	389373.50	13.22	115608.80	3.93	1896.00	0.06
2Q2015	528498.30	15.73	424268.50	12.63	98336.20	2.93	5893.60	0.18
3Q2015	538230.00	17.63	439624.70	14.40	101816.40	3.33	-3211.10	-0.11
4Q2015	530436.70	12.64	411200.90	9.80	113386.10	2.70	5849.70	0.14
1Q2016	531992.50	16.71	409884.50	12.87	114947.10	3.61	7160.90	0.22
2Q2016	523703.80	14.20	421199.50	11.42	95541.90	2.59	6962.40	0.19
3Q2016	524336.10	14.92	417036.30	11.87	104565.80	2.97	2734.00	0.08
4Q2016	601319.40	13.45	497021.30	11.11	79572.60	1.78	24725.50	0.55

资料来源: 公司公告



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	135,548	148,585	160,472	172,508	184,583
营业成本	115,981	127,248	137,525	147,839	158,188
折旧和摊销	0	0	290	586	889
营业税费	586	583	722	776	831
销售费用	16,645	17,451	19,257	20,701	21,227
管理费用	4,291	3,946	5,296	5,693	5,537
财务费用	104	416	-344	-1,185	-1,018
公允价值变动损益	-7	-34	80	80	80
投资收益	1,655	1,445	2,000	1,500	30
营业利润	-610	2	172	201	-68
利润总额	889	901	372	401	132
少数股东损益	-115	-211	-200	-200	-200
归属母公司净利润	872.50	704.41	516.08	540.52	312.00

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	88,076	137,167	180,095	185,422	190,391
流动资产	56,752	82,384	147,463	146,986	146,599
货币资金	27,116	27,209	95,081	91,479	88,718
交易型金融资产	679	2,229	0	80	160
应收帐款	706	1,104	1,605	1,725	1,846
应收票据	5	33	16	17	18
其他应收款	2,405	4,095	1,181	1,904	1,868
存货	14,005	14,392	20,329	21,876	23,428
可供出售投资	1,837	25,335	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	220	417	617	767	770
固定资产	13,254	12,813	18,186	23,361	28,325
无形资产	7,144	5,685	5,545	5,407	5,271
总负债	56,151	67,245	80,755	85,900	90,928
无息负债	44,446	52,972	68,617	73,762	78,790
有息负债	11,705	14,273	12,138	12,138	12,138
股东权益	31,925	69,922	99,339	99,522	99,463
股本	7,383	9,310	11,237	11,237	11,237
公积金	6,398	37,122	64,479	64,534	64,565
未分配利润	16,611	16,643	17,107	17,436	17,546
少数股东权益	1,443	4,212	4,012	3,812	3,612

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1,733	3,839	15,487	-220	2,123
净利润	873	704	516	541	312
折旧摊销	0	0	290	586	889
净营运资金增加	7,461	18,936	-13,156	1,150	526
其他	-6,600	-15,801	27,836	-2,497	396
投资活动产生现金流	-286	-39,613	24,838	-4,650	-5,973
净资本支出	2,944	636	6,047	6,000	6,000
长期投资变化	220	417	-200	-150	-3
其他资产变化	-3,450	-40,665	18,991	-10,500	-11,970
融资活动现金流	2,896	36,758	27,548	1,268	1,090
股本变化	0	1,927	1,927	0	0
债务净变化	776	2,568	-2,135	0	0
无息负债变化	2,718	8,527	15,645	5,145	5,028
净现金流	4,521	1,084	67,872	-3,602	-2,760

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	24.44%	9.62%	8.00%	7.50%	7.00%
净利润增长率	0.64%	-19.27%	-26.74%	4.74%	-42.28%
EBITDA/EBITDA 增长率	12.93%	92.87%	97.37%	0.83%	-84.42%
EBIT/EBIT 增长率	59.17%	-53.85%	126.58%	13.87%	-53.33%
估值指标					
PE	138	171	233	222	385
PB	4	2	1	1	1
EV/EBITDA	-45	-103	-43	-45	-309
EV/EBIT	-45	-103	-37	-35	-80
EV/NOPLAT	-52	-187	-44	-41	-94
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	2	2	2	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	14.44%	14.36%	14.30%	14.30%	14.30%
EBITDA 率	0.31%	0.55%	-1.22%	-1.15%	-0.17%
EBIT 率	-1.59%	-0.67%	-1.40%	-1.49%	-0.65%
税前净利润率	0.66%	0.61%	0.23%	0.23%	0.07%
税后净利润率 (归属母公司)	0.64%	0.47%	0.32%	0.31%	0.17%
ROA	0.86%	0.36%	0.18%	0.18%	0.06%
ROE (归属母公司) (摊薄)	2.86%	1.07%	0.54%	0.56%	0.33%
经营性 ROIC	-3.98%	-0.85%	-3.47%	-3.53%	-1.51%
偿债能力					
流动比率	1.24	1.34	2.22	2.06	1.93
速动比率	0.93	1.11	1.92	1.76	1.62
归属母公司权益/有息债务	2.60	4.60	7.85	7.89	7.90
有形资产/有息债务	6.58	8.95	14.19	14.64	15.07
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.08	0.06	0.05	0.05	0.03
每股红利	0.04	0.00	0.01	0.02	0.00
每股经营现金流	0.15	0.34	1.38	-0.02	0.19
每股自由现金流(FCFF)	-0.84	-1.60	0.48	-0.77	-0.59
每股净资产	2.71	5.85	8.48	8.52	8.53
每股销售收入	12.06	13.22	14.28	15.35	16.43

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

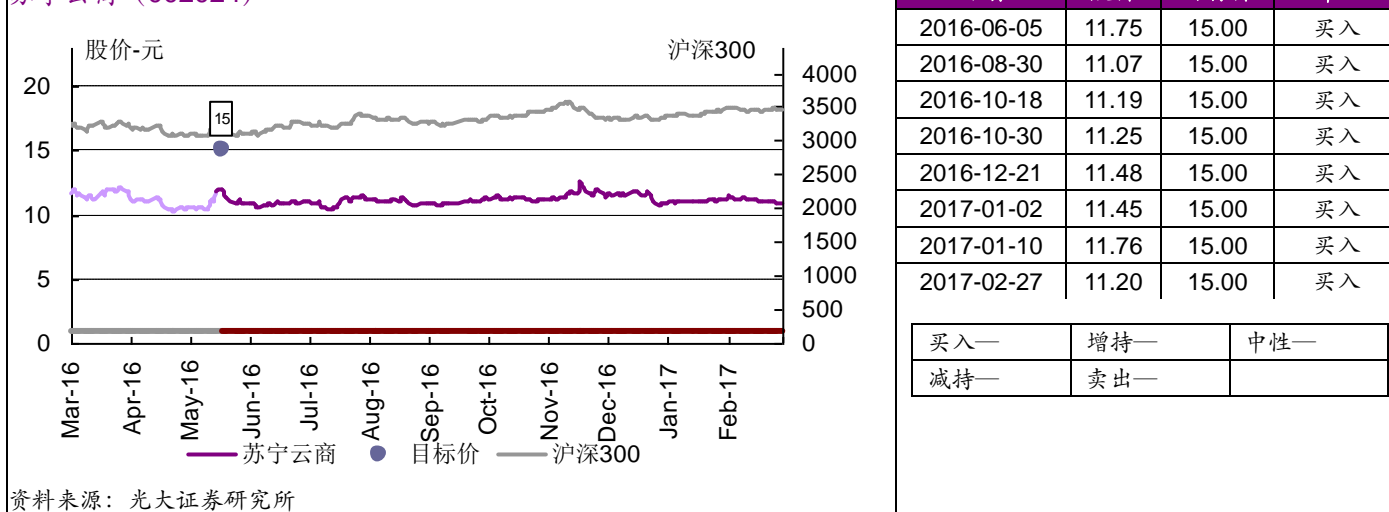
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

唐佳睿，德国波恩大学国民经济学硕士，同济大学高分子材料工学士，上海外国语大学英语系、日语系双本科、文学士，获得 CFA、CAIA、FRM 证书，现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中银国际证券、中信证券和海富通基金。2010-2016 年新财富最佳分析师零售行业第 10/6/5/5/6/6/6 名，2011-2015 年“水晶球奖”最佳分析师商贸零售行业第 6/1/4/4/5 名，2011 和 2012 年“金牛奖”第 5 名，2011 年证券通-中国金牌分析师排行榜商业零售第 1 名，2012 年证券市场周刊金手指奖零售行业第 1 名，2012/13 年第一财经最佳分析师零售行业第 3/4 名，2013/2015/2016 年“天眼”中国最佳证券分析师商业贸易行业盈利预测最准分析师第 1/3/2 名，2013 年 Starmine, A+H 股零售组最佳盈利预测第 1 名,2015 年 Wind 蚂蚁分析师第 4 名,2014-2016 慧眼识券商行业分析师零售组荐股能力第 1/3/3 名，并获得白金分析师荣誉称号。2016 年每市软件模拟组合零售行业绝对收益/相对收益均为行业第一。2016 东方财富最佳分析师零售行业第三名。2017 年福布斯中国最佳分析师 50 强，最佳预测盈利能力分析师。精通英日德三国语言。优势：专注基本面分析及客观研究，并从买方角度来研判。

投资建议历史表现图

苏宁云商 (002024)



行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	陈晨	021-22169150	15200608292	chenchen66@ebscn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com