

苏宁云商(002024)/专业零售

竞争格局向好, 零售脱底向上, 物流+金融持续发力

评级: 买入(维持)

市场价格: 10.69

目标价格: 19.61

分析师: 彭毅

执业证书编号: S0740515100001

电话:

Email: pengyi@r.qizq.com.cn

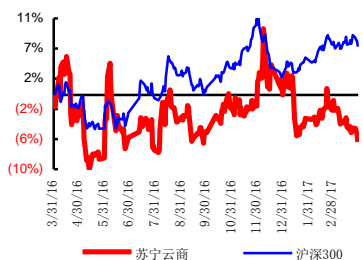
联系人: 宁浮洁

电话:

Email: ningfj@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	9,310
流通股本(百万股)	5,018
市价(元)	10.69
市值(百万元)	99,524
流通市值(百万元)	53,640

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 零售业务重归正轨, 服务型收入放量增长, 维持“买入”评级
- 2 预告经营扭亏为盈, 持续推进全渠道转型, 服务性收入加速放量成看点
- 3 并购天天快递, 完善新零售物流生态体系, “1+1 大于 2”效果凸显

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	135,547.6	148,585.3	185,134.	226,884.	285,348.
增长率 yoy%	24.44%	9.62%	24.60%	22.55%	25.77%
净利润	872.50	704.41	706.09	1908.79	3929.26
增长率 yoy%	0.64%	-19.27%	0.24%	170.33%	105.85%
每股收益(元)	0.12	0.08	0.06	0.17	0.35
每股现金流量	0.23	0.41	-0.10	0.64	1.05
净资产收益率	2.86%	1.08%	1.09%	2.86%	5.55%
P/E	113.81	151.33	170.12	62.93	30.57
PEG	176.54	—	715.47	0.37	0.29
P/B	4.13	6.98	5.78	5.95	6.30

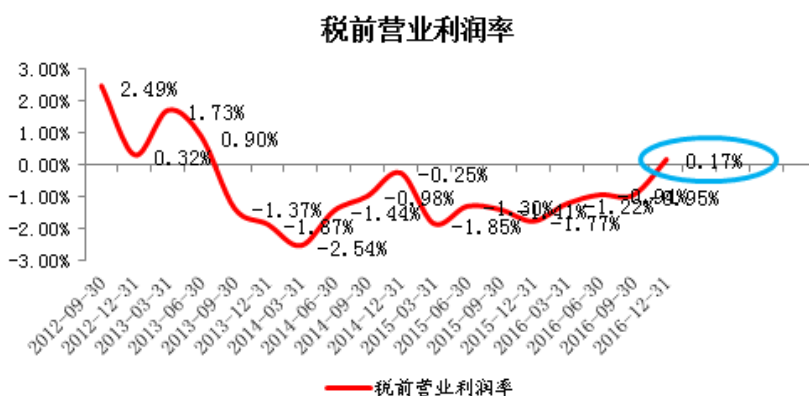
备注:

投资要点

- **事件: 苏宁云商发布 2016 年年报: 2016 年公司实现营业收入 1485.85 亿元, 同比+9.62%, 实现归属母公司净利润为 7.04 亿元, 同比-19.27%; 扣非归母净利润为-11.07 亿元, 同比减少 24.39%; 经营活动产生的现金流量净额为 38.39 亿元, 同比+121.49%; 基本每股收益为 0.08 元/股, 同比-33.33%; 2016 年 Q4 不考虑出售项目股权, 归母净利润转正。业绩符合预期, 对此我们点评如下:**
- **管理费用率及销售费用率总和下降约 1%, 毛利率略有下降。2016 年苏宁毛利率为 14.36%, 相较同期下降 0.08%, 线上占比持续提升拉低总体毛利率水平 (2016VS2015: 14.44%: 14.36%), 但整体降幅收窄; 销售费用率及管理费用率各下降约 0.5%, 公司积极调整亏损门店, 关闭及减少低坪效经营面积, 提升经营效率, 人员费用、水电费用等略有下降, 租赁费用增幅显著低于营收增速, 致管理费用率及销售费用率同比下降。**
- **线下调整单店经营面积致营收下降, 线上维持高增长。2016 年公司加强门店面积优化, 实施招商、降租、退租方式, 店面坪效提高, 线下同店可比经营面积减少, 致线下营收下降, 线下营收端下降约 9%; 2016 年公司实现平台线上平台实体商品交易总规模为 805.10 亿元, 同比增长 60.14%, 其中自营商品销售收入 618.70 亿元, 同比增长 53.6%, 开放平台实现商品交易规模为 186.40 亿元, 同比增长 86.7%。2016 年 12 月移动端订单数量占线上整体比例提升至 83%。阿苏合作后, 借助阿里平台优势, 公司线上引流更具多样化, 天猫苏宁旗舰店开设, 实现商品、服务方面与苏宁易购的全面打通, 销售增长较快, 预计后期将逐步发力; 另外, 公司与阿里巴巴合资成立猫宁电商, 公司占比 51% 的股权, 结合阿里平台流量优势及公司供应链优势, 重点发展多品类综合超市, 符合我们之前对二者合作将逐步深入的判断。**
- **持续优化线下门店, 提升经营效率, 未来重点发力易购直营服务站。原有店面持续改造及优化, 公司持续优化店面结构, 2016 年公司继续对门店进行互联网化升级改造, 新开及改造云店 99 家, 云店数量达到 141 家; 拓展二三级市场空白商圈, 新开常规店 54 家; 通过招商、退租、转租等方式, 优化店内布局, 提升店面坪效; 新兴业态方面, 公司继续尝试红孩子专业店, 新开红孩子店 19 家, 总数量 26 家。农村服务站方面, 继续布局三四线农村市场, 苏宁易购服务站直营店达到 1902 家, 苏宁易购授权服务网点 1972 家, 预计农村直营服务站将重点作为公司发力对象, 2017 年农村服务站或将达到 5000 家。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。苏宁易购服务站的快速推进, 将成为苏宁云商抢占农村电商市场最有力的据点。**
- **收购天天快递, 打通快递末端, 提升物流地产利用效率, 社会化物流收入放量增长。2016 年底公司现金收购天天快递, 二者将在仓储、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。2016 年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 1.7 万个, 公司物流网络覆盖全国 352 个地级城市、2805 个区县城, 二者融合加速将有利于提升苏宁快递体验; 同时背靠阿里, 借助阿里体系内订单, 实现苏宁与天天快递的协同效应, 2016 年公司实现社会化物流收入同比增加 320.33%, 预计体量将稳步提升。**

- 引入战略投资者，苏宁金服投后估值 167 亿元，借助零售闭环及雄厚资金，金融业务快速增长。2016 年 4 月，苏宁金服引入战略投资者苏宁金控，投后估值约为 167 亿元，2016 年苏宁金融业务（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 年发放贷款及垫款金额较同期增长 123.64%。苏宁易购支付直连银行超过 70 家，通过整合直连支付通道开发“跨行通”产品，为企业客户提供银行间支付解决方案；针对苏宁售后服务商群体，推出“乐业贷”融资产品，苏宁金融推出新产品。2016 年底公司账上现金约 270 亿元，借助零售闭环及线上业务，金融业务有望迎来快速放量。
- 2016 年苏宁集团增持苏宁云商市值总额约 80 亿元，彰显大股东对公司未来发展信心。大股东增持 80 亿元，股东结构上，苏宁电器集团继续增持公司股票，其中在 2016 年 Q4 增持上市公司，增持市值约为 30 亿元，均价我们预计在 11.50 左右，2016 年全年，苏宁电器集团增持公司总市值约为 80 亿元，充分表明公司的管理层极其看好自身未来的发展。开始进入盈利通道，经历三年的战略性转型亏损，2017 年开始进入经营性盈利通道，2016 年四季度公司实现经营性扭亏为盈，预计净利润区间在 2 千万至 1 个亿；今年我们预计 5 个亿左右的净利润，明年预计达到 20 亿左右的净利润。

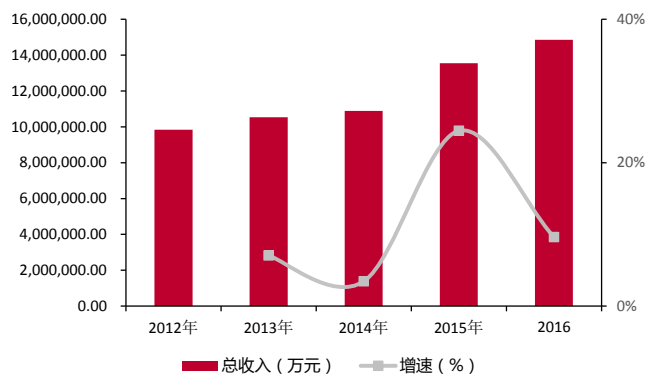
图表 1：2016 年 Q4 公司税前营业利润出现扭亏为盈



来源：公司公告 中泰证券研究所

- 投资建议：零售扭亏为盈，盈利或环比提升，背靠阿里，金融业务迎放量增长，目标价 19.61 元，维持“买入”评级。线上格局逐步向好（2016 年京东已实现盈利，且毛利率与苏宁相当，价格战转向服务引流），且背靠阿里保证前端流量，线上费用率有望收窄。线下，苏宁转型前期关闭亏损门店，后期逐步深度提升门店坪效，牺牲营收提升整体经营效率及盈利能力，有助于零售主业恢复及并保证现金流。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。苏宁与天天快递优质物流资源，与阿里对接之后，全面开放，将贡献显著收入，同时，集团在金融全面布局，交易额将加速成长。我们预计 2017-2019 年公司实现营业收入 1851.34/2260.79/2853.49 亿元，同比增长 24.60%/22.55%/25.77%；归属母公司净利润为 7.06、19.09、39.29 亿元，同比增长 0.24%/170.33%/105.85%。
- 风险提示：与阿里合作不及预期；线上运营不及预期，导致现金流吃紧；金融业务信用风险；

图表 2: 2016 年公司营业收入同比增长 9.62%



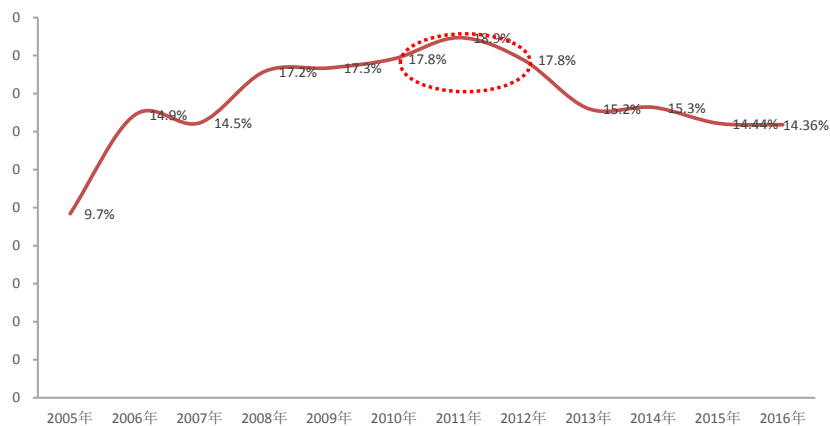
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 3: 2016 年人员费用及水电费用同比下降

项目	2015年	2016年
人员费用	14.8%	-4.1%
租赁费用	12.7%	5.9%
其他费用	17.0%	-7.9%
广告促销费	43.5%	10.5%
运杂费	45.4%	28.3%
水电费	4.2%	-6.1%
装潢费	35.9%	0.0%
合计 (同比)	19.9%	2.2%

来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 4: 苏宁云商毛利率水平基本保持平稳



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 5: 苏宁云商盈利预测三张表

损益表 (人民币万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售净收入	10,892,530	13,554,763	14,858,533	18,513,439	22,688,475	28,534,889
增长率	3.45%	24.4%	9.6%	24.6%	22.6%	25.8%
销售成本	-9,055,878	-11,340,660	-12,544,171	-15,502,550	-18,985,334	-23,905,040
%收入	83.1%	83.7%	84.4%	83.7%	83.7%	83.8%
毛利	1,836,652	2,214,103	2,314,362	3,010,889	3,703,140	4,629,849
%收入	16.9%	16.3%	15.6%	16.3%	16.3%	16.2%
销售及行政费用	-1,781,876	-2,152,195	-2,198,115	-2,876,988	-3,355,625	-4,049,101
%收入	16.4%	15.9%	14.8%	15.5%	14.8%	14.2%
EBITDA	54,776	61,908	116,248	133,901	347,515	580,748
%收入	0.5%	0.5%	0.8%	0.7%	1.5%	2.0%
折旧与摊销	-172,579	-257,458	-180,583	-137,843	-123,278	-115,979
%收入	1.6%	1.9%	1.2%	0.7%	0.5%	0.4%
EBIT	-117,803	-195,550	-64,336	-3,942	224,237	464,769
%收入	-1.1%	-1.4%	-0.4%	0.0%	1.0%	1.6%
利息费用	-6,677	-10,428	-41,583	0	0	0
投资收益	-2,985	165,476	144,542	-1,000	1,000	1,000
税前经营收益	-127,465	-40,501	38,624	-4,942	225,237	465,769
%收入	-1.2%	-0.3%	0.3%	0.0%	1.0%	1.6%
其他非经营收益	224,726	129,397	51,465	89,000	2,000	2,000
税前利润	97,261	88,896	90,089	84,058	227,237	467,769
%收入	0.9%	0.7%	0.6%	0.5%	1.0%	1.6%
所得税	-14,858	-13,123	-40,766	-13,449	-36,358	-74,843
所得税率	15.3%	14.8%	45.3%	16.0%	16.0%	16.0%
少数股东损益	-4,288	-11,477	-21,118	0	0	0
归属于普通股股东净利润	86,691	87,250	70,441	70,609	190,879	392,926
净利率	0.8%	0.6%	0.5%	0.4%	0.8%	1.4%

现金流量表 (人民币万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	82,404	75,773	49,323	70,609	190,879	392,926
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	190,075	277,267	215,633	137,843	123,278	115,979
非经营收益	-280,649	-323,618	-166,524	-88,000	-3,000	-3,000
营运资金变动	-129,971	143,912	285,491	-231,653	408,065	679,292
经营活动现金净流	-138,142	173,334	383,924	-111,201	719,222	1,185,197
资本开支	-16,737	294,379	63,572	-174,934	-128,799	-135,053
投资	-256,744	217,623	-3,927,543	0	0	0
其他	39,303	48,137	29,863	-1,000	1,000	1,000
投资活动现金净流	-200,705	-28,619	-3,961,252	173,934	129,799	136,053
股权募资	1,159	149,960	3,541,639	0	0	0
债权募资	114,209	240,326	244,035	-619,817	0	0
其他	-58,573	-82,942	-99,990	0	-78,658	0
筹资活动现金净流	56,795	307,344	3,685,683	-619,817	-78,658	0
现金净流量	-282,052	452,059	108,354	-557,084	770,363	1,321,249

资产负债表 (人民币万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,227,447	2,711,556	2,720,923	2,163,839	2,934,202	4,255,452
应收款项	244,945	311,537	523,134	446,598	563,275	714,785
存货	1,603,852	1,400,480	1,439,230	2,785,275	3,298,199	4,080,283
其他流动资产	988,498	1,251,614	3,555,077	3,589,523	3,868,933	4,213,735
流动资产合计	5,064,741	5,675,187	8,238,364	8,985,235	10,664,608	13,264,255
%总资产	61.6%	64.4%	60.1%	63.1%	68.1%	73.6%
长期投资	441,320	427,377	2,868,956	2,868,956	2,868,956	2,868,956
固定资产	1,540,107	1,520,679	1,440,438	1,314,835	1,176,531	1,035,777
无形资产	877,840	888,702	719,551	621,378	509,605	401,326
非流动资产合计	3,154,632	3,132,381	5,478,361	5,254,584	5,004,507	4,755,475
%总资产	38.4%	35.6%	39.9%	36.9%	31.9%	26.4%
资产总计	8,219,373	8,807,567	13,716,724	14,239,819	15,669,115	18,019,729
短期借款	205,372	337,003	1,075,496	459,544	459,544	459,544
应付款项	3,776,330	4,016,560	4,808,046	5,805,585	7,097,721	8,991,361
其他流动负债	229,990	219,902	261,961	411,517	357,798	421,847
流动负债	4,211,691	4,573,466	6,145,503	6,676,646	7,915,063	9,872,752
长期贷款	91,421	35,792	1,800	1,800	1,800	1,800
其他长期负债	962,580	823,154	649,044	649,044	649,044	649,044
负债	5,265,693	5,432,411	6,796,346	7,327,490	8,565,907	10,523,595
普通股股东权益	2,928,186	2,836,926	6,499,148	6,491,099	6,681,978	7,074,904
少数股东权益	25,495	144,251	421,230	421,230	421,230	421,230
负债股东权益合计	8,219,373	8,413,588	13,716,724	14,239,819	15,669,115	18,019,729

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.117	0.118	0.076	0.063	0.170	0.350
每股净资产(元)	3.966	4.129	6.981	5.777	5.947	6.296
每股经营现金净流(元)	-0.187	0.235	0.412	-0.099	0.640	1.055
每股股利(元)	0.000	0.000	0.070	0.070	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	2.96%	2.86%	1.08%	1.09%	2.86%	5.55%
总资产收益率	1.05%	0.10%	0.51%	0.50%	1.22%	2.18%
投入资本收益率	-8.84%	-0.56%	-1.38%	-0.13%	9.86%	39.76%
增长率						
主营业务收入增长率	3.45%	24.44%	9.62%	24.60%	22.55%	25.77%
EBIT增长率	-95.59%	-66.00%	67.10%	93.87%	5788.70%	107.27%
净利润增长率	133.19%	0.64%	-19.27%	0.24%	170.33%	105.85%
总资产增长率	0.44%	971.56%	-84.43%	3.81%	10.04%	15.00%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.0	1.7	2.2	2.0	2.0	2.0
存货周转天数	67.8	47.3	40.7	65.0	63.0	62.0
应付账款周转天数	37.5	27.5	30.9	35.0	35.0	36.0
固定资产周转天数	38.4	34.2	32.0	24.7	19.2	14.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-46.90%	-5.04%	-21.86%	-22.79%	-33.02%	-48.92%
EBIT利息保障倍数	8.2	5.9	2.8	—	—	—

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

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。