



2017年04月11日

增持(首次评级)

当前价: 10.83元

商贸零售行业研究组

分析师: 王凤华

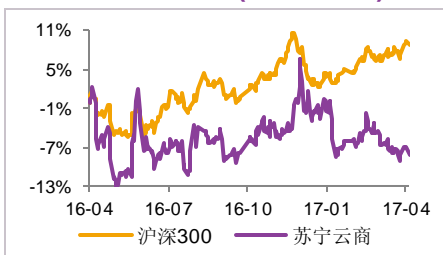
执业编号: S0300516060001

研究助理: 谢海音

电话: 010-64408703

邮箱: xiehaiyin@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

亿元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	1485.9	1830.0	2226.6	2627.3
(+/-)	9.62%	23.16	21.67	18.00
净利润	4.93	3.91	17.55	23.86
(+/-)	-34.91	-20.72	348.93	35.90
EPS(元)	0.08	0.06	0.27	0.37
P/E	144.86	182.71	40.70	29.95

资料来源: 联讯证券研究院

苏宁云商(002024.SZ)

【联讯商贸公司点评】苏宁云商:互联网零售转型顺利, 共享电子商务盛宴

投资要点

◇ 事件

公司发布 2016 年年度报告, 报告期内公司实现营收 1,485.85 亿元, 同比增长 9.62%; 实现归母净利润 7.04 亿元, 同比下滑 19.27%; EPS 为 0.08 元, 同比减少 33.33%。权益分派方案: 以 2016 年 12 月 31 日总股本 9,310,039,655 股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 0.70 元。

◇ 点评

成本增加快于收入增速、致毛利与利润下滑。收入: 线上收入带动收入高增长, 通讯产品、小家电产品、数码及 IT 产品和空调器产品收入增长迅速, 分别实现 342.15 亿元/256.82 亿元/241.38 亿元/158.99 亿元, 同比增加 26.53%/12.00%/9.30%/21.99%。彩电、音像、碟机产品、安装维修业务和其他业务收入下滑, 分别实现 214.80 亿元/10.45 亿元/17.84 亿元, 同比下降 7.39%/7.27%/37.02%。毛利: 2016 年公司毛利率为 13.39%, 同比减少 0.31PCT。通讯产品/小家电产品/数码及 IT 产品/冰箱洗衣机/彩电、音像、碟机产品/空调器产品毛利率分别为 7.04%/18.22%/3.97%/17.72%/16.91%/15.98%, 分别下降 0.85PCT /0.26PCT /0.75PCT /0.21PCT /0.83PCT /0.41PCT。

改造线下、做大线上, 线上线下融合高速发展。线下方面: 截至 2016 年年底, 公司合计拥有店面 3,491 家。2016 年公司加大了对店面的调整, 大力发展云店建设, 增加云店 99 家至 141 家; 同时减少其他传统门店数量。线上方面, 2016 年线上平台实现 805.10 亿元(含税)销售收入, 同比增长 60.14%。其中自营平台实现 618.70 亿元, 第三方平台实现 186.40 亿元。3 月 30 日, 公司在南京召开发布会, 宣布启动 2017 年 418 狂欢节。在 418 狂欢节上除了新品、折扣外还将加入直播、体育营销, 以及联合天猫发布行业 MAX 榜等。我们预期 2017 年公司通过和天猫商城的合作将能带来更多的线上资源, 线上平台仍可维持至少 60% 的增长率。公司依托线下门店, 天猫等线上资源, 未来高速增长仍可期。

收购天天物流 70% 股权、打造全新物流配送体系。2016 年 12 月, 公司以 29.75 亿元收购天天快递 70% 股权, 并以 12.75 亿元价格锁定剩余 30% 股权, 未来将持有后者 100% 股权。天天快递承诺 2016 年税后净利润不低于人民币 8,400 万元, 我们保守估计天天快递自身 2017 年为公司带来的直接收益至少可以维持 2016 年水平。天天快递是国内前十大快递公司, 拥有物流仓储及配套总面积 583 万平方米, 网点 1.7 万个, 覆盖全国 352 个地级城市、2,805 个区县城。通过收购天天快递, 将公司原有物流业务融合, 实现在仓储、干线、末端等方面全面整合, 不仅可以提高配送效率, 降低运营成本; 更能有效地提高客户体验满意度、增加用户粘性。



收购苏宁金服、筹建苏宁银行，打造 OTO 互联网金融平台。2016 年初，苏宁金服引入投资战略者苏宁金控，估值约为 167 亿元。苏宁云商将持有苏宁金服 60%股份，苏宁金控将持有苏宁金服 35%股份，员工持股合伙企业将持有苏宁金服 5%股份。2016 年末，苏宁银行获批筹建，公司出资 12 亿元持有苏宁银行 30%股权。公司全年金融业务（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，苏宁金融持续强化以 O2O 为特色的金融科技企业的品牌定位，稳居国内一流的互联网金融集团之列。

布局视频、直播、电竞及体育产业，打造业务新增长极。公司 2013 年以 2.5 亿美元收购视频播放媒介 PPTV44%的股权，后者过亿的注册用户量和 3,000 万日均活跃客户。2016 年借助 PPTV 斥资 10 亿元收购龙珠直播公司 100%股权和电竞公司 25%股权，全面布局视频、直播及电竞等领域。同时开拓苏宁体育产业，将实现体育、泛娱乐电竞等新的经营模式，吸纳了更多的潜在客户群体。

◇ 盈利预测与估值

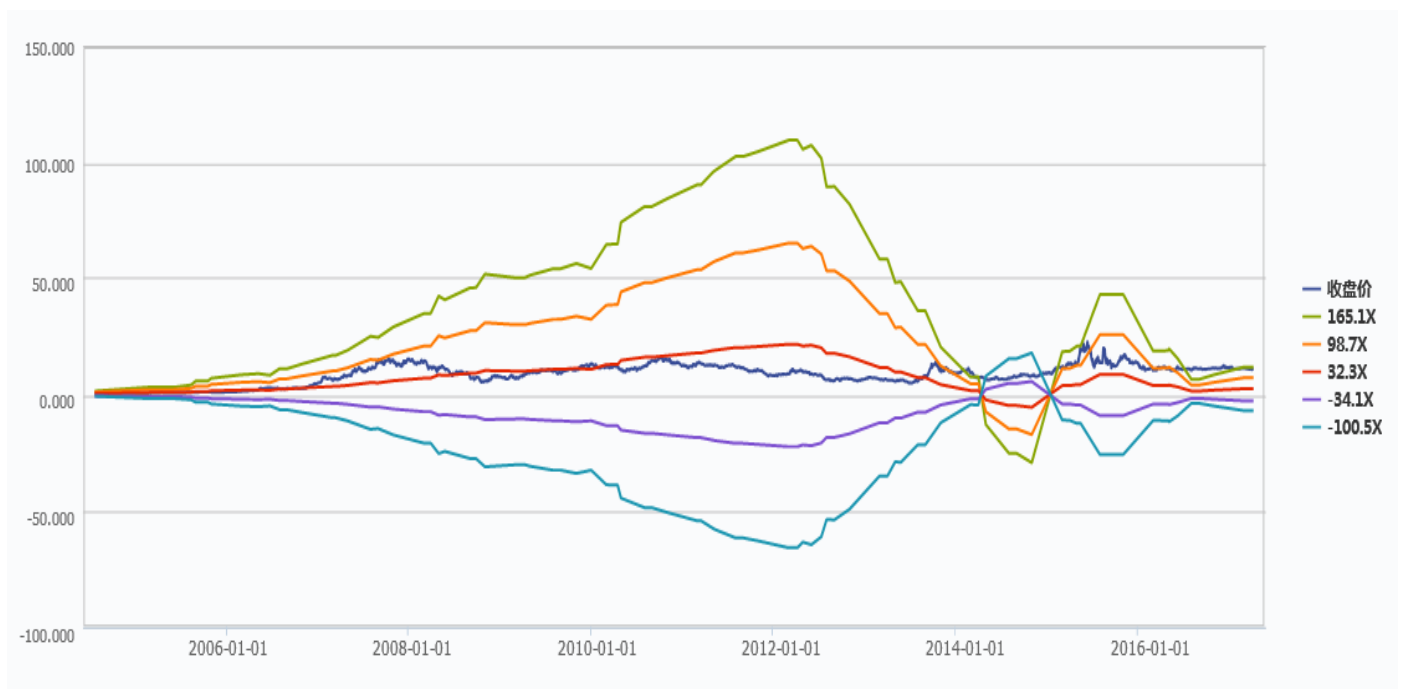
假设：1、线上收入 2017E/2018E/2019E 增速分别为 60%/40%/30%；2、线下门店数量 2017E/2018E/2019E 分别为家 2,793/2,670 家/2,369 家；3、2017E/2018E/2019E 单店营业收入分别为 0.15 亿元/0.13 亿元/0.10 亿元，我们预计 2017E/2018E/2019E 营业收入分别为 1,829.98 亿元/2,226.53 亿元/2,627.31 亿元。归母净利润将分别为 3.91 亿元/17.55 亿元/23.86 亿元，对应的 EPS 为 0.06 元/0.27 元/0.37 元。同时，考虑到公司互联网零售转型进展开展，已经完成对物流、金融及娱乐等布局，未来具备较大的成长空间，首次覆盖，给予公司投资评级“增持”。

◇ 风险提示

金融发展不及预期、线下同业竞争风险

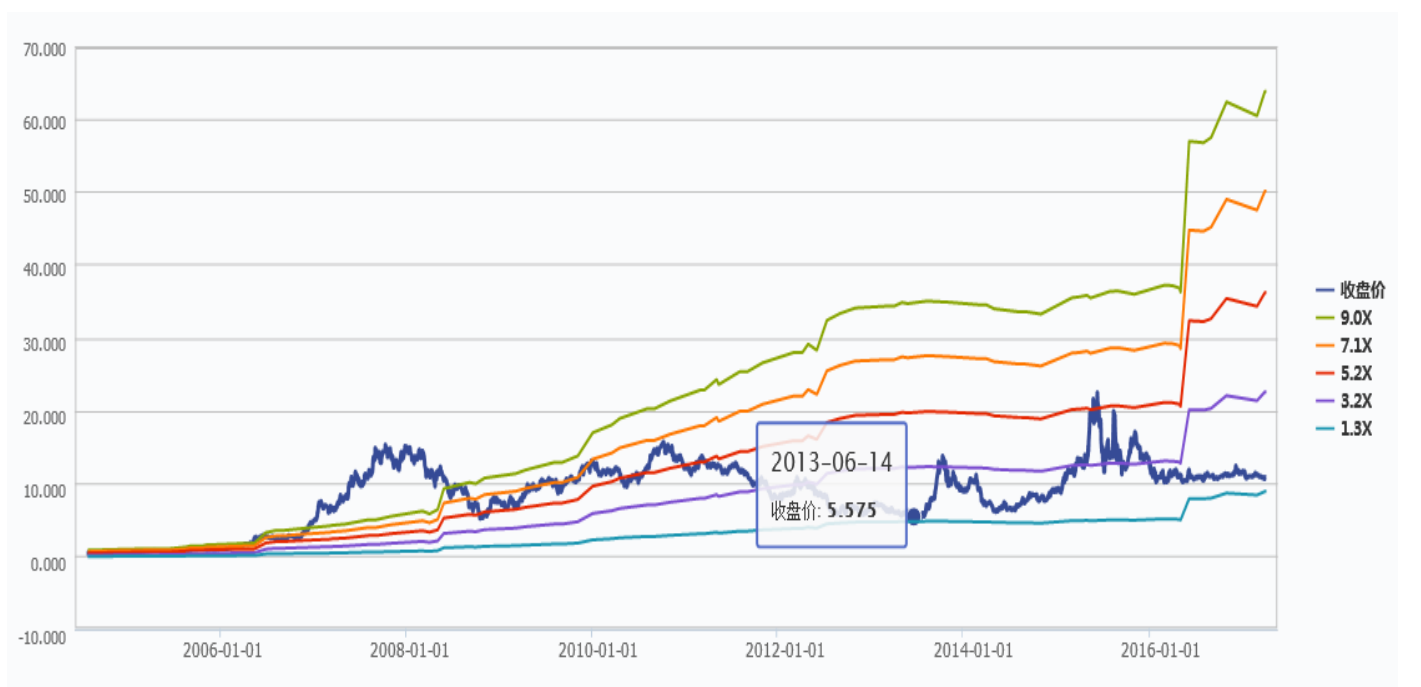


图表1: PE-Band



资料来源:Wind、联讯证券

图表2: PB-Band



资料来源:Wind、联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	80963.66	94831.75	102462.24	124582.25	经营活动现金流	4237.20	11529.84	-759.86	12772.51
货币资金	25924.85	32751.27	33736.65	48429.85	净利润	-1420.79	-816.30	548.12	1178.37
应收账款	1136.12	828.33	1561.81	1258.55	折旧摊销	1805.83	2763.76	2763.76	2223.21
其他应收款	4095.22	2074.54	5432.21	3425.76	资产减值	350.50	0.00	0.00	0.00
预付账款	9750.55	5641.84	12933.92	8923.03	财务费用	415.83	-293.93	-545.35	-721.74
存货	14392.30	27871.14	23133.01	36880.42	投资损失	-1445.42	0.00	0.00	0.00
其他	23436.01	23436.01	23436.01	23436.01	营运资金变动	2886.22	9876.32	-3526.39	10092.66
非流动资产	52524.92	49761.16	46997.40	44774.19	其他经营现金	-285.15	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	417.05	417.05	417.05	417.05	投资活动现金流	-39612.52	1168.69	1207.34	1207.34
固定资产	12813.17	13203.83	12003.27	10802.71	资本支出	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	5684.76	4913.89	4140.06	3366.23	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	946.50	946.50	946.50	946.50	其他投资现金	0.00	1235.22	1235.22	1235.22
资产总计	133488.58	144592.91	149459.65	169356.44	筹资活动现金流	36758.06	-5872.10	537.90	713.36
流动负债	59952.08	70671.90	73790.62	91310.08	短期借款	0.00	-6159.52	0.00	0.00
短期借款	6159.52	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	38301.26	55171.77	57632.90	75097.38	现金净增加额	1481.50	6826.42	985.38	14693.21
其他	15491.31	15500.13	16157.72	16212.71					
非流动负债	3589.39	3589.39	3589.39	3589.39	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
长期借款	3518.02	3518.02	3518.02	3518.02	成长能力				
其他	71.37	71.37	71.37	71.37	营业收入增长率	9.62%	23.16%	21.67%	18.00%
负债合计	63541.48	74261.30	77380.01	94899.48	营业利润增长率	-100.34%	-39880.92%	-189.53%	114.98%
少数股东权益	4212.30	4044.87	3293.25	2271.79	归属母公司净利润增	-19.27%	-20.72%	348.93%	35.90%
归属母公司股东权益	65709.68	66261.62	68761.25	72160.05	获利能力				
负债和股东权益	133463.45	144567.79	149434.52	169331.31	毛利率	14.36%	15.07%	15.76%	16.00%
					净利率	0.33%	0.21%	0.79%	0.91%
利润表	2016A	2017E	2018E	2019E	总资产净利率	0.69%	0.35%	1.20%	1.45%
营业收入	148585.33	182997.69	222653.29	262730.89	ROE	1.07%	0.84%	3.65%	4.72%
营业成本	127247.54	155419.94	187563.13	220693.94	偿债能力				
营业税金及附加	583.46	703.16	855.54	1009.53	资产负债率	47.60%	51.36%	51.77%	56.04%
营业费用	17451.42	22553.79	27441.19	32380.61	投资资本/总资产	19.74%	9.72%	10.18%	1.95%
管理费用	3946.27	5431.04	6607.95	7797.38	流动比率	135.05%	134.19%	138.86%	136.44%
财务费用	415.83	-293.93	-545.35	-721.74	速动比率	71.95%	61.59%	75.75%	70.38%
资产减值损失	350.50	0.00	0.00	0.00	营运能力				
公允价值变动收益	-33.69	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	1.11	1.27	1.49	1.55
投资净收益	1445.42	0.00	0.00	0.00	固定资产周转率	11.60	13.86	18.55	24.32
营业利润	2.05	-816.30	730.83	1571.16	应收帐款周转率	130.78	220.92	142.56	208.76
其他非经营损益	898.84	1609.79	1609.79	1609.79	每股指标(元)				
利润总额	900.89	793.48	2340.62	3180.94	每股收益	0.08	0.06	0.27	0.37
所得税	407.66	402.45	585.15	795.24	每股经营现金	0.46	1.24	-0.08	1.37
净利润	493.23	391.04	1755.46	2385.71	每股净资产	7.06	7.12	7.39	7.75
少数股东损益	-211.18	-167.43	-751.62	-1021.46	估值比率				
归属母公司净利润	704.41	558.46	2507.08	3407.17	P/E	144.86	182.71	40.70	29.95
EBITDA	2724.58	3263.31	4559.02	4682.42	P/B	1.55	1.54	1.48	1.41
EPS（元）	0.08	0.06	0.27	0.37	EV/EBITDA	23.00	15.27	10.64	7.08

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层

传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com