

公司研究/季报点评

2017年05月01日

商业贸易/零售 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 10.12
合理价格区间(元): 12-15

许世刚 执业证书编号: S0570512080004
研究员 025-83387508
xushigang@htsc.com

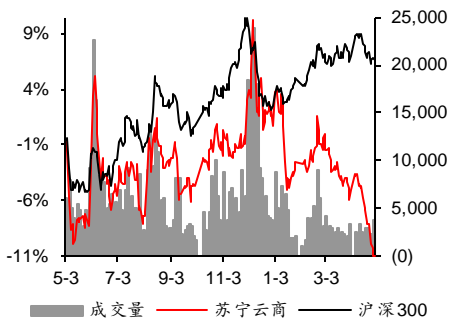
张坚 0755 82364269
联系人 zhang_jian@htsc.com

丁浙川 021-28972086
联系人 dingzhechuan@htsc.com

相关研究

- 1 《苏宁云商(002024,增持): 四季度主业盈利, 公司迎接新拐点》2017.03
- 2 《苏宁云商(002024): 单季度持续减亏, 物流、金融高速发展》2016.10
- 3 《苏宁云商(002024): 线上业务高速增长, 物流金融协同发展》2016.08

股价走势图



资料来源: Wind

Q1 净利增 126.43%, 盈利继续改善

苏宁云商(002024)

苏宁云商发布 2017 年一季报

苏宁云商发布 2017 年一季报, 2017 年一季度公司共实现营业收入 373.77 亿元, 较上年同期增长 17.38%; 实现归属于上市公司股东的净利润 0.78 亿元, 较上年同期大幅增长 126.43%; 扣非后净利润为 0.66 亿元, 同比减亏 76.64%。同时公司预计公司 2017 年 1-6 月归母净利润为 1.78-2.78 亿元, 同比扭亏为盈。业绩基本符合预期。

线下门店持续优化, 可比同店销售同比增长 3.22%

报告期内公司继续对线下门店进行升级改造与优化, 新开及改造云店 10 家, 新开旗舰店 1 家、社区店 3 家、中心店 3 家, 母婴红孩子店 1 家, 截止 2017 年 3 月 31 日在大陆市场进入地级以上城市 297 个, 拥有连锁店面 1,486 家, 一季度可比门店(云店及常规店)销售同比增加 3.22%。同时公司加快苏宁易购服务站直营店的开设, 报告期内新开苏宁易购服务站直营店 111 家, 截至 2017 年 3 月 31 日共拥有直营易购服务站 1,991 家, 授权服务网点 1,467 家。

线上 GMV 继续保持快速增长, 3 月移动端年占比达 83.2%

一季度公司线上平台 GMV 同比增速超过 55%, 其中自营商品实现销售规模 173.44 亿元(含税), 同比增长 61.99%, 增速继续优于主要竞争对手。此外公司继续强化移动端发展, 2017 年 3 月移动端订单数量占线上整体比例达 83.2%。GMV 持续高速增长体现了公司线上平台强大的竞争力, 市场份额有望进一步扩大。

物流金融业务发展迅速, 天天快递收购已完成股权交割

公司物流与金融业务继续得到快速发展。报告期内苏宁物流社会化物流收入同比增长 192.21%, 此外一季报发布同日公司公告完成对天天快递的股权收购, 天天快递一季度完成票量同比增长 32%, 收购完成后苏宁物流与天天快递将在仓储、干线、末端等多方面形成强大的协同效应。金融业务方面, 一季度苏宁金融业务(支付业务、供应链金融等业务)总体交易规模同比增长 152.10%, 在“任性付”、“任性贷”等明星产品带动下与零售业务的协同效应进一步增强。

市值存在严重低估, 维持“增持”评级

2016Q4 以来公司单季度主业持续实现盈利, 公司线上线下相结合的发展模式得到了持续验证, 公司发展已进入新阶段。2017 年随着公司线上亏损额逐步得到控制、线下门店结构继续优化、金融物流进一步贡献利润, 公司盈利能力将进一步加强。公司目前股价已经超跌, 市值较账面净资产仅溢价 200 亿左右, 而苏宁易购 2017 年估计 1000 亿以上 GMV+约 400 万方自有物业增值+金融板块等合计估值应远高于 200 亿元。维持公司“增持”评级, 建议投资者积极增持。

风险提示: 行业竞争加剧; 线上业务发展低于预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	9,310
流通 A 股(百万股)	5,018
52 周内股价区间(元)	10.12-12.52
总市值(百万元)	94,218
总资产(百万元)	138,767
每股净资产(元)	7.48

资料来源: 公司公告

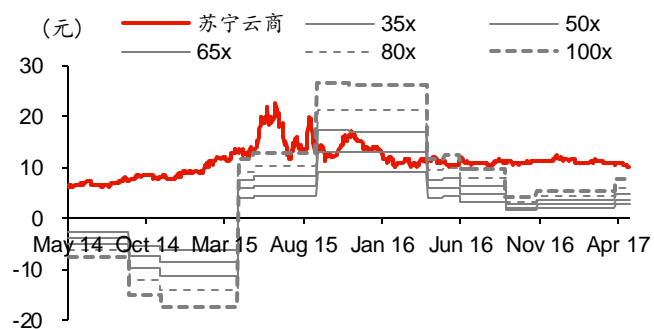
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	135,548	148,585	169,822	192,028	211,801
+/-%	24.44	9.62	14.29	13.08	10.30
归属母公司净利润(百万元)	872.50	704.41	439.52	1,096	1,771
+/-%	0.64	(19.27)	(37.60)	149.34	61.64
EPS(元, 最新摊薄)	0.09	0.08	0.05	0.12	0.19
PE(倍)	114.07	141.29	226.44	90.81	56.18

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

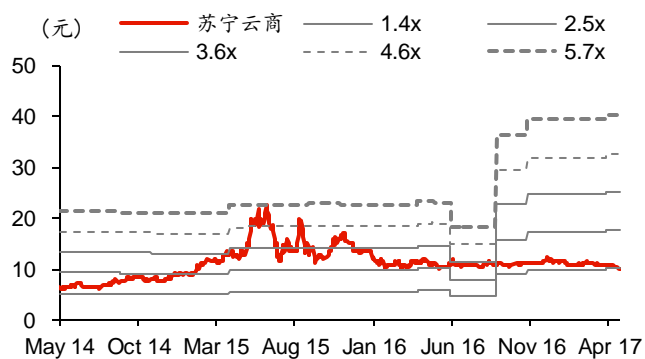
PE/PB-Bands

图表1: 苏宁云商历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 苏宁云商历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	56,752	82,384	89,343	91,490	94,973
现金	27,116	27,209	40,023	35,578	35,595
应收账款	705.62	1,104	1,058	1,237	1,383
其他应收账款	2,405	4,095	3,836	4,498	5,048
预付账款	6,707	9,751	9,334	10,968	12,142
存货	14,005	14,392	16,688	18,605	20,514
其他流动资产	5,815	25,833	18,405	20,605	20,291
非流动资产	31,324	54,784	58,560	63,135	67,392
长期投资	219.80	417.05	506.26	428.78	452.65
固定资产投资	13,254	12,813	17,333	21,934	26,424
无形资产	7,144	5,685	5,382	5,083	4,783
其他非流动资产	10,707	35,869	35,338	35,690	35,733
资产总计	88,076	137,167	147,903	154,625	162,365
流动负债	45,735	61,455	61,690	67,045	72,515
短期借款	3,226	6,160	3,000	3,000	3,000
应付账款	9,059	12,498	13,067	14,787	16,417
其他流动负债	33,450	42,798	45,623	49,258	53,098
非流动负债	10,416	5,790	15,770	15,807	15,931
长期借款	357.92	18.00	8,018	8,318	8,618
其他非流动负债	10,058	5,772	7,752	7,489	7,313
负债合计	56,151	67,245	77,460	82,852	88,446
少数股东权益	1,443	4,212	4,281	4,604	5,185
股本	7,383	9,310	9,310	9,310	9,310
资本公积	5,238	35,835	35,835	35,835	35,835
留存公积	17,772	17,930	21,004	21,994	23,541
归属母公司股	30,483	65,710	66,162	67,169	68,734
负债和股东权益	88,076	137,167	147,903	154,625	162,365

现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	1,733	0.00	12,407	2,447	7,018
净利润	757.73	493.23	290.69	1,129	2,042
折旧摊销	2,575	0.00	1,863	2,096	2,354
财务费用	104.28	415.83	512.30	467.47	535.24
投资损失	(1,655)	(1,445)	(500.00)	(500.00)	(500.00)
营运资金变动	1,447	0.00	8,940	(911.83)	2,417
其他经营现金	(1,495)	536.36	1,302	166.12	168.77
投资活动现金	(286.19)	0.00	(6,160)	(6,240)	(6,357)
资本支出	6,437	0.00	6,000	6,000	6,000
长期投资	60.77	0.00	337.13	23.80	42.70
其他投资现金	6,211	0.00	176.77	(216.21)	(314.31)
筹资活动现金	2,896	0.00	6,567	(652.15)	(643.26)
短期借款	1,389	2,934	(3,160)	0.00	0.00
长期借款	(556.30)	(339.92)	8,000	300.00	300.00
普通股增加	0.00	1,927	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	558.17	30,598	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	1,505	(35,119)	1,727	(952.15)	(943.26)
现金净增加额	4,521	0.00	12,814	(4,445)	17.56

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	135,548	148,585	169,822	192,028	211,801
营业成本	115,981	127,248	144,607	162,601	178,526
营业税金及附加	585.80	583.46	666.85	754.04	831.69
营业费用	16,645	17,451	19,866	22,188	24,098
管理费用	4,291	3,946	4,925	5,377	5,719
财务费用	104.28	415.83	512.30	467.47	535.24
资产减值损失	(198.09)	350.50	138.38	153.01	181.05
公允价值变动收益	(6.92)	33.69	12.98	16.57	18.22
投资净收益	1,655	1,445	500.00	500.00	500.00
营业利润	610.02	2.05	(379.34)	1,004	2,428
营业外收入	1,665	1,060	1,000	1,000	1,000
营业外支出	166.25	161.32	172.84	167.90	168.45
利润总额	888.96	900.89	447.82	1,836	3,259
所得税	131.23	407.66	157.13	706.33	1,217
净利润	757.73	493.23	290.69	1,129	2,042
少数股东损益	114.77	211.18	68.47	323.30	580.44
归属母公司净利润	872.50	704.41	439.52	1,096	1,771
EBITDA (倍)	3,289	417.88	1,996	3,567	5,317
EPS (元)	0.12	0.08	0.05	0.12	0.19

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	24.44	9.62	14.29	13.08	10.30
营业利润	141.81	(99.66)	(18,586)	364.60	141.87
归属母公司净利润	0.64	(19.27)	(37.60)	149.34	61.64
获利能力 (%)					
毛利率	14.44	14.36	14.85	15.32	15.71
净利率	0.64	0.47	0.26	0.57	0.84
ROE	2.86	1.07	0.66	1.63	2.58
ROIC	4.90	0.90	0.41	3.46	6.68
偿债能力					
资产负债率 (%)	63.75	49.02	52.37	53.58	54.47
净负债比率 (%)	6.64	16.02	20.16	19.21	18.33
流动比率	1.24	1.34	1.45	1.36	1.31
速动比率	0.93	1.11	1.18	1.08	1.02
营运能力					
总资产周转率	1.59	1.32	1.19	1.27	1.34
应收账款周转率	200.03	158.19	153.78	160.81	156.17
应付账款周转率	13.27	11.81	11.31	11.68	11.44
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.08	0.05	0.12	0.19
每股经营现金流(最新摊薄)	0.19	0.00	1.33	0.26	0.75
每股净资产(最新摊薄)	3.27	7.06	7.11	7.21	7.38
估值比率					
PE (倍)	114.07	141.29	226.44	90.81	56.18
PB (倍)	3.27	1.51	1.50	1.48	1.45
EV_EBITDA (倍)	18.15	142.82	29.91	16.73	11.22

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com