

苏宁云商(002024)/专业零售

如期扭亏, 零售向好, 服务性收入放量增长

评级: 买入(维持)

市场价格: 10.12

目标价格: 19.61

分析师: 彭毅

执业证书编号: S0740515100001

电话:

Email: pengyi@r.qlzq.com.cn

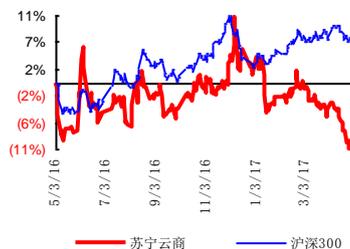
联系人: 宁浮洁

电话:

Email: ningfj@r.qlzq.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)	10.12
市值(百万元)	94,218
流通市值(百万元)	50,780

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 竞争格局向好, 零售脱底向上, 物流+金融持续发力
- 2 零售业务重归正轨, 服务型收入放量增长, 维持“买入”评级
- 3 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

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:

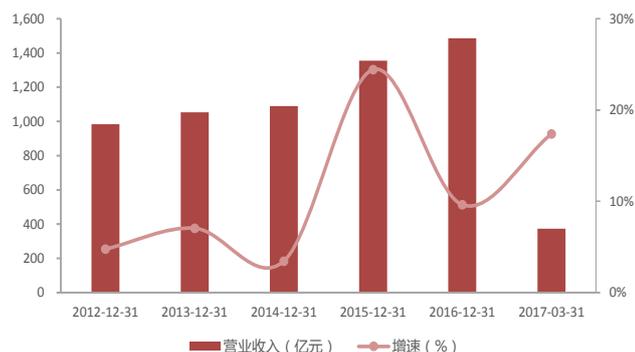
投资要点

- **事件: 2017年4月29日, 苏宁云商发布17Q1报告, 报告期间公司实现营业收入373.77亿元, 同比17.38%+; 归属于母公司净利润0.78亿元, 同比126.43%+; 归属于母公司扣非后净利润亏损0.79亿元, 同比76.64%+, 业绩符合预期, 对此点评如下:**
- **线下同店实现正增长, 线上GMV同比55.2%+。**2017Q1实现营业收入373.77亿元, 同比17.53%+, 大陆地区实现营业收入同比20.92%+, 海外系当地消费市场文化影响, 同比略有下降; 线下可比店面同比3.22%+ (2016Q1:-4.67%), 门店结构性调整效果彰显。线上平台GMV219.13亿元, 同比55.18%; 其中自营173.44亿元, 同比61.99%+, 开放平台GMV45.69亿元, 同比33.83%+ (2016Q1: 190.06%); 开放平台增速下降主要系优化商户质量, 控制流量投入, 将部分优质商户转化为联营, 报表中算入自营所致。
- **改造门店数量收窄, 重点发力苏宁直营易购服务站。**2017年Q1公司新开及改造门店10家, 新开旗舰店1家, 社区店3家, 中心店3家, 母婴孩子店1家, Q1合计关闭店面35家, 门店关闭收窄(去年同期50家); 17年Q1新开直营服务站111家, 关闭直营服务站22家, 同时梳理加盟、合作及代理网点, 2017年Q1苏宁易购服务站直营店1991家, 苏宁易购授权服务网点1467家。2017年规划直营服务站开设500家。
- **毛利率略有提升, 三项费用率水平下降。**报告期间公司积极调整供应链, 毛利率水平略有提升, 线上占比提升, 拖累整体毛利率水平, 预计线上毛利率水平6%左右。线下实体毛利率约为18%左右。公司积极发展物流、金融等高毛利服务性收入, 经营效益稳步提升, 报告期间公司毛利率水平16.30%, 较同期提升约0.15%, 对冲线上占比提升带来的毛利率降低。公司可比同店增长, 受规模效应影响, 广告等投入产出比提升; 同时公司加强费用管控, 运营费率同比下降1.37%; 若不考虑税金及附加列示, 运营费用率同比下降1.12%。Q1期间专项贷款利息导致财务费用增加, 财务费用率水平同比0.1%。三项费用率水平为15.69%, 同比下降1.27%。
- **盈利能力提升, 预告17H1归属母公司净利润1.78-2.78亿元, 环比持续改善。**17年Q1公司实现归属母公司净利润0.78亿元, 主要系经营性亏损大幅收窄, 同时公司利用闲置资金开展投资理财带来投资收益, 符合之前的判断。预告17H1归属母公司净利润1.78-2.78亿元, 线上投入减少, 线下门店结构调整基本完毕, 线上线下打平, 服务型收入如物流、金融等放量增长, 经营效率改善并持续向好。
- **服务性收入物流、金融等继续放量增长。**17Q1并购天天快递通过商务部反垄断审核, 结合苏宁优质的仓储设施, 双方将在仓储、干线、末端等方面开展业务整合。17Q1天天快递完成票件量同比增长32%; 报告期间苏宁社会化物流收入同比192.21%+, 预计随着天天股权交割完成, 二者将实现经营业务协同, 实现快速放量增长。金融方面, 苏宁金融业务总体交易规模同比152.10%+, 其中主要系贷款利息差和理财产品贡献利润; 们预计2017年有望苏宁金融服务有望实现营业收入18-20亿元, 贡献净利润约为4.5亿元。物流与金融业务有望成为苏宁两大盈利双翼。
- **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%。

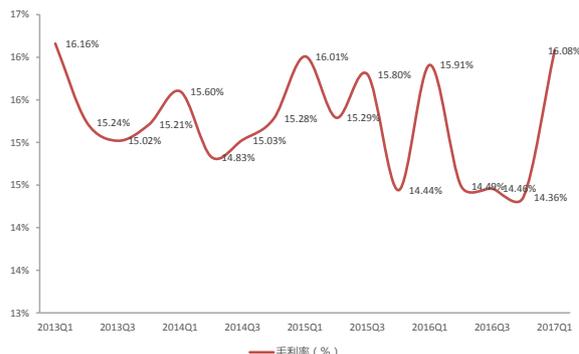
■ 风险提示：与阿里合作不及预期；线上运营不及预期，导致现金流吃紧；金融业务信用风险；

图表 1: 2017Q1 营业收入同比增长 17.38%



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 2: 2017Q1 毛利率较 16Q1 提升约 0.15%



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表3：苏宁云商财务预测三张表

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。