

## 商业贸易

2017年05月02日

## 苏宁云商 (002024)

——一季度营业收入 373.77 亿，规模效应降低运营费率，主业依旧承压，维持“中性”评级

报告原因：有业绩公布需要点评

中性（维持）

市场数据：2017年04月28日

收盘价(元)	10.12
一年内最高/最低(元)	12.76/9.9
市净率	1.4
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	50780
上证指数/深证成指	3154.66 / 10234.65

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年03月31日

每股净资产(元)	7.48
资产负债率%	46.28
总股本/流通A股(百万)	9310/5018
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《苏宁云商(002024)点评：2016年净利润7.04亿元高于预期，物流与金融业务提供利润增长点》2017/03/31

《苏宁云商(002024)点评：收购天天快递补齐短板，效益释放尚需时间验证》2017/01/03

## 证券分析师

王俊杰 A0230515030002  
wangjj@swsresearch.com

## 联系人

王昊哲  
(8621)23297818×7480  
wanghz@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

公司发布 2017 年一季报：

- **2017 年一季度营收增长 17.38%，归母净利润增长 124.43%，低于预期。**2017 年一季度，公司实现营业收入 373.77 亿元，同比增长 17.38%；实现归母净利润 0.78 亿元，与上年同期相比增长 126.43%，低于我们 0.97 亿元的预期，扣非净利润-0.78 亿元；基本每股收益 0.01 元，同比上升 125%。营收增长系公司线下渠道经营效率提升和物流、金融业务收入增加，其中主营业务同比增加 17.49%。公司强化商品供应链建设带动毛利率上升，但线上业务受价格竞争策略影响毛利率水平相对降低，一季度综合毛利率 16.30%，同比增加 0.15%。一季度经营活动产生现金流量净额同比下降 100.27%系金融业务发放贷款规模增加；投资活动产生现金流量净额同比增加 206.06%源于公司投资理财规模增加；公司提前偿还部分银行借款致筹资活动产生现金流量净额同比减少 76.74%。
- **线上线下积极调整，规模效应降低运营费率。**线下优化门店布局，公司一季度新开及改造云店 10 家，新开旗舰店 1 家、社区店 3 家、中心店 3 家、红孩子店 1 家，关闭效益较差门店 35 家；同时在消费升级大趋势下，优化经营面积、提升坪效，可比门店销售收入同比增长 3.22%。线上持续发力移动端，3 月移动端订单数量占线上整体 83.2%；运用大数据进行精准营销，发挥 O2O 融合优势，一季度线上业务自营销售规模为 173.44 亿元（含税），同比增长达 61.99%。公司可比门店收入增加，固定费用规模效应显现，广告促销费用强化投入比，运营费率同比下降 1.37%。财务费用率增加 0.10%系公司计提专项贷款利息，一季度三项费用率为 15.69%，同比下降 1.27%。
- **持续发力物流与金融，业务规模不断扩大。**在物流业务方面，公司持续完善物流基础建设，打造“送装一体”等特色服务，物流社会化业务进入快速增长，一季度苏宁物流社会化物流收入同比增长 192.21%。收购天天快递 70%股权已完成交割，天天快递一季度完成票件量同比增长 32%，在资源全面整合后将提升公司物流业务的服务和盈利能力。在金融服务方面，公司定位普惠金融和 O2O 金融，聚焦盈利模式清晰的核心业务，不断优化服务体验，一季度金融业务总体交易规模同比增长 152.10%。物流和金融业务快速发展，为与门店服务协同贡献业绩。
- **上调盈利预测，维持“中性”评级。**我们认为公司物流与金融服务效益释放仍需时间，公司未来主业依然承压，预计 2017-2019 年公司实现营业收入 1634/1847/2124 亿元，假设销售费用率未来三年小幅持续改善且公司营业外收入未来三年维持在 8 亿元水准（此前假设为 0 元），因此上调年盈利预测，预测归母净利润分别为 2.46/5.39/7.68 亿元，预计增幅分别为 209%/201%/125%，对应 EPS 分别为 0.03/0.06/0.08 元，对应 PE 分别为 347/173/130 倍。上调盈利预测，维持“中性”评级。

## 财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	148,585	37,377	163,444	184,692	212,395
同比增长率(%)	9.62	17.38	10.00	13.00	15.00
净利润(百万元)	704	78	246	539	768
同比增长率(%)	-19.27	-	-65.08	119.11	42.49
每股收益(元/股)	0.08	0.01	0.03	0.06	0.08
毛利率(%)	14.4	16.1	14.6	14.6	14.6
ROE(%)	1.1	0.1	1.0	0.5	0.5
市盈率	137		347	173	130

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	108,925	135,548	148,585	163,444	184,692	212,395
营业收入同比增长率 (yoy)	3.45%	24.44%	9.62%	10.00%	13.00%	15.00%
减: 营业成本	92,285	115,981	127,248	139,581	157,727	181,386
毛利率 (%)	15.28%	14.44%	14.36%	14.60%	14.60%	14.60%
减: 营业税金及附加	357	586	583	674	781	914
主营业务利润	16,284	18,981	20,754	23,189	26,184	30,095
主营业务利润率 (%)	14.95%	14.00%	13.97%	14.20%	14.20%	14.20%
减: 销售费用	14,105	16,645	17,451	19,286	21,240	24,001
减: 管理费用	3,357	4,291	3,946	4,676	5,425	6,347
减: 财务费用	67	104	416	300	300	300
经营性利润	-1,245	-2,060	-1,059	-1,074	-781	-552
经营性利润同比增长率 (yoy)	-533.83%	65.47%	-48.58%	1.40%	-27.30%	-29.30%
经营性利润率 (%)	-1.14%	-1.52%	-0.71%	-0.70%	-0.40%	-0.30%
减: 资产减值损失	175	198	350	200	200	200
加: 投资收益及其他	-30	1,655	1,445	720	720	720
营业利润	-1,459	-610	2	-554	-261	-32
加: 营业外净收入	2,432	1,499	899	800	800	800
利润总额	973	889	901	246	539	768
减: 所得税	149	131	408	100	100	100
净利润	824	758	493	146	439	668
少数股东损益	-43	-115	-211	-100	-100	-100
归属于母公司所有者的净利润	867	873	704	246	539	768
净利润同比增长率 (yoy)	133.19%	0.64%	-19.27%	-65.00%	118.90%	42.40%
全面摊薄总股本	7,383	7,383	9,310	9,310	9,310	9,310
每股收益 (元)	0.12	0.12	0.08	0.03	0.06	0.08
归属母公司所有者净利润率 (%)	0.80%	0.64%	0.47%	0.20%	0.30%	0.40%
ROE	2.96%	2.86%	1.07%	1.00%	0.50%	0.50%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计 (当年期末值)

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。