

苏宁云商 (002024.SZ)

经营持续向好，重回盈利轨道的新零售龙头

● 单季营收增长 17.4%，全渠道发力，稳健增长可持续

苏宁云商发布 1Q2017 季报，单季全渠道商品销售规模同比增长 19.1% 至 473.8 亿，营收同比增长 17.4% 至 373.8 亿，归属净利润 0.78 亿，同比扭亏；扣非后亏损 0.78 亿，同比大幅收窄（1Q16 扣非亏损 3.33 亿）。

1) 单季线上 GMV 同比增长 55.2% 至 219.1 亿（网购整体 25.8%），线上 GMV/收入占比达到 46%/40%，判断主要由于品类扩张及天猫旗舰店增长；2) 单季线下 GMV 约 255 亿，同比微降 0.7%（剔除香港和日本，内地市场预计已恢复增长）；可比门店单季销售增长 3.22%，且存量低效门店关闭调整已接近尾声，未来体验式的大型云店+服务型的小型服务店+创新母婴+超市店的门店组合将更具竞争力；3) 判断公司整体规模稳健增长可持续，预计未来三年主业收入端有望达到保持 20% 左右增长。

● 毛利率升+费用率降，规模效应凸显，持续盈利改善可期

1Q17 综合毛利率 16.08%，同比上升 0.17pp，接近 13 年以来最高水平，商品供应链建设、物流及金融拓展已足够覆盖因线上扩张带来的毛利率下滑，预计综合毛利率低点已过，趋势性上升可期；2) 1Q17 单季销售+管理费用率为 15.15%，同比下降 1.33pp，延续 4Q15 以来下降趋势。在线上平台逐步具备规模效应下，与阿里等外部资源、集团内部文体资源以及线上线下全渠道联动，营销推广投入更加量化可控，预计费用率下降仍有空间；3) 1Q17 单季扣非后亏损 0.78 亿，同比大幅收窄（1Q16 扣非亏损 3.33 亿），扣非净利润率-0.21%，环比 4Q2016（-0.32%）进一步收窄，已处于高度可控区间。

● 主业重回盈利轨道，隐性资产丰厚，建议积极关注

我们认为公司正处基本面拐点，外部受益行业格局稳定下，价格竞争趋缓，龙头抢占份额的集中度提升红利；内部与阿里系全面融合，线下门店调整基本到位，零售+物流+金融体系化完善布局，规模化盈利可期（公司预告 1H17 净利润 1.78-2.78 亿）。

预计公司 17-19 年营收分别为 1790/2114/2516 亿，归属净利润分别为 4.4/10.7/23.2 亿，目前股价对应 17 年 P/GMV/PS 分别为 0.42X 和 0.53X，对标京东已具备估值优势，“买入”评级，建议积极关注。

● 风险提示：电商投入扩大；门店经营恶化；物流&金融等布局不达预期

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	135,548	148,585	179,030	211,428	251,646
增长率(%)	24.44%	9.62%	20.49%	18.10%	19.02%
EBITDA(百万元)	619.08	1,162.48	1,973.14	2,653.05	4,276.06
净利润(百万元)	872.50	704.41	437.50	1,072.73	2,317.08
增长率(%)	0.64%	-19.27%	-37.89%	145.20%	116.00%
EPS(元/股)	0.118	0.076	0.047	0.115	0.249
市盈率(P/E)	113.81	151.33	215.36	87.83	40.66
市净率(P/B)	3.26	1.69	1.50	1.49	1.46
EV/EBITDA	135.53	80.61	37.51	25.51	13.63

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

当前价格 10.12 元

前次评级 买入

报告日期 2017-05-01

相对市场表现



分析师：洪涛 S0260514050005



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

相关研究：

苏宁云商(002024.SZ)：盈利改善可期，零售+金融+物流体系布局完善 2017-03-02

苏宁云商(002024.SZ)：收购天天加码配送，零售+金融+物流布局完善 2017-01-03

苏宁云商(002024.SZ)：三季度扭转颓势，开放+创新助全渠道转型 2014-10-31

联系人：林伟强 021-60750607

linweiqiang@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

单季营收增长 17.4%，全渠道发力，稳健增长可持续

苏宁云商发布1Q2017季报，单季全渠道商品销售规模达到473.8亿，同比增长19.1%（其中内地市场同比增长21.95%）；营业收入373.8亿，同比增长17.38%（其中内地市场同比增长20.92%）；归属净利润0.78亿，同比扭亏；扣非后亏损0.78亿，同比大幅收窄（1Q16扣非亏损3.33亿）。

线上方面，1Q17整体商品销售规模同比增长55.2%至219.1亿，增速继续大幅领先行业（统计局数据显示，1Q17网上实物零售同比增长25.8%）且移动端订单占比已达83.2%（3M2017）；其中自营销售同比增长62%至173.4亿，开放平台销售同比增长33.8%至45.7亿。我们判断线上自营部分高速增长一方面源自品类扩张（16年底开始发力商超和母婴品类），另一方面源自易购天猫旗舰店高速增长（依据我们监测，1Q17易购天猫旗舰店规模过30亿）。考虑一季度是既是电商又是家电3C消费淡季，预计后续旺季到来后，苏宁阿里全渠道联合营销下，线上高速增长仍能保持；

线下方面，1Q17线下整体商品销售规模约255亿，同比微降0.7%（剔除香港及日本下滑影响，内地线下市场同比已恢复增长）。我们认为苏宁线下销售恢复增长同样具备延续性：1）从同店来看，1Q17线下同店（云店及常规电器店）销售同比增长3.22%，延续3Q16增长趋势。且不同于2015年前同店销售增长随行业整体波动，自1Q2016以来行业增速（限额以上家电音像及通讯器材销售）维持在9%左右低位水平，苏宁同店销售改善更多依赖自身门店优化及供应链强化下的龙头效应提升；2）从门店调整扩张来看，1Q17期末苏宁连锁门店1486家（不含服务站），单季关店35家，自2012年以来累计关店916家，存量低效门店关闭调整已接近尾声，未来体验式的大型云店（1Q17新开10家至151家）+服务型的小型服务店（1Q17新开直营服务站111家至1991家；苏宁小店13家）+创新母婴&超市店（1Q17期末母婴店27家，超市店6家）的门店组合将更具竞争力。

从结构占比来看，苏宁1Q17线上商品销售规模占比约46%，收入占比约40%。线上持续高速增长，线下门店持续调整优化，以云店&服务站为核心的创新门店拓展，我们判断公司整体规模稳健增长可持续，预计未来三年主业收入端有望达到保持20%左右增长。

图 1：苏宁 1Q2017 营收同比增长 17.4%

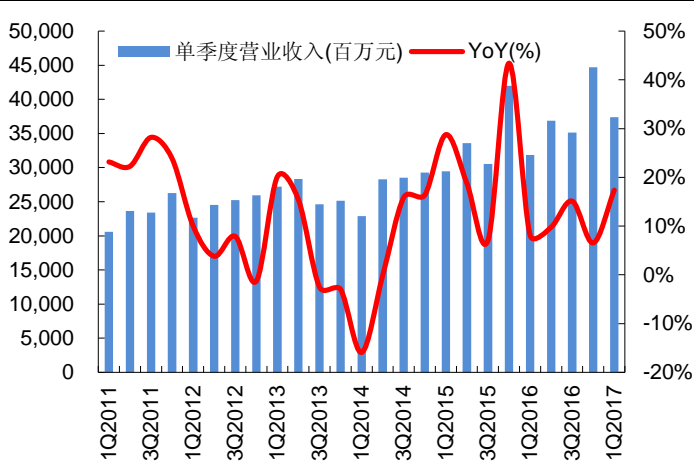
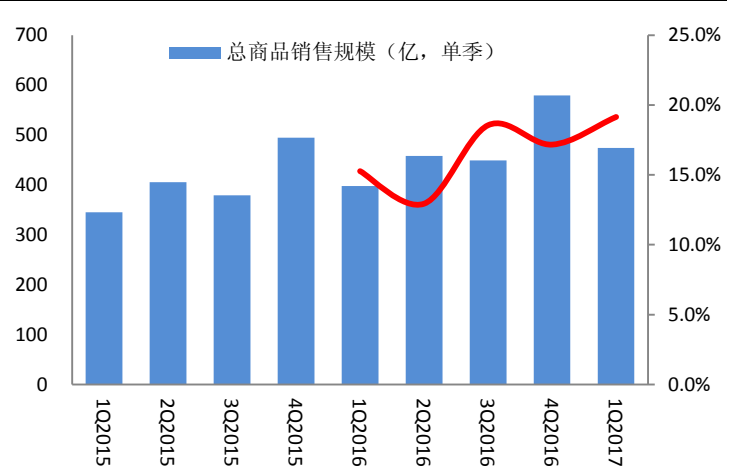


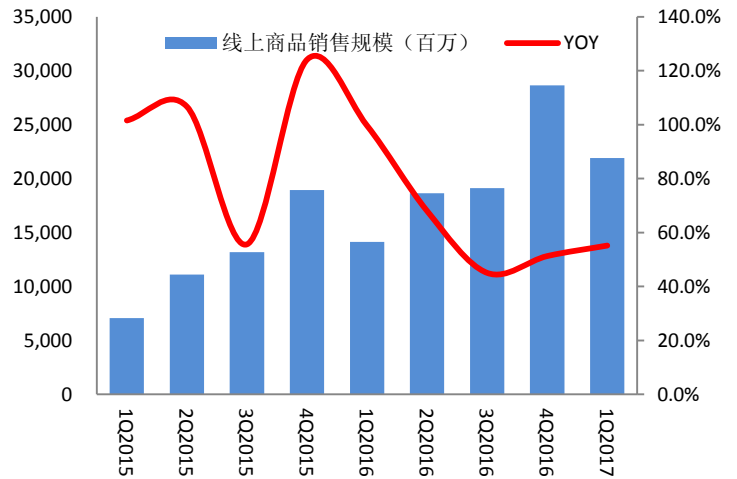
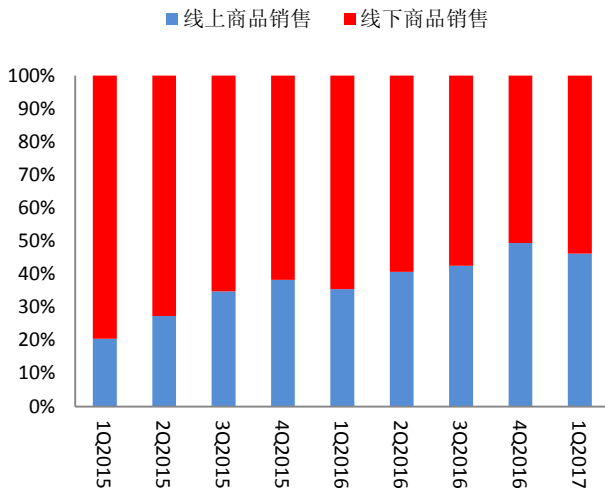
图 2：苏宁 1Q2017 总商品销售规模同比增长 19.1%



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

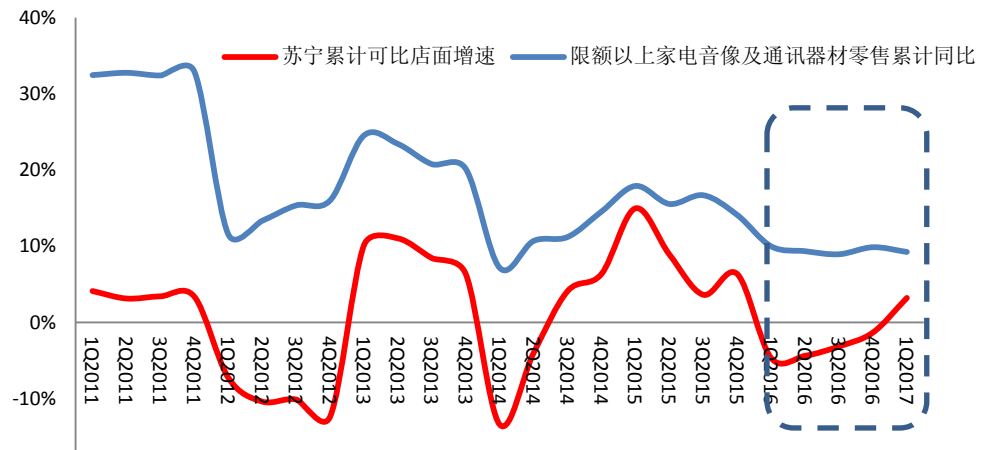
图 3: 苏宁 1Q2017 线上商品销售占比达到 46%

图 4: 苏宁 1Q2017 线上商品销售同比增长 55.2%



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

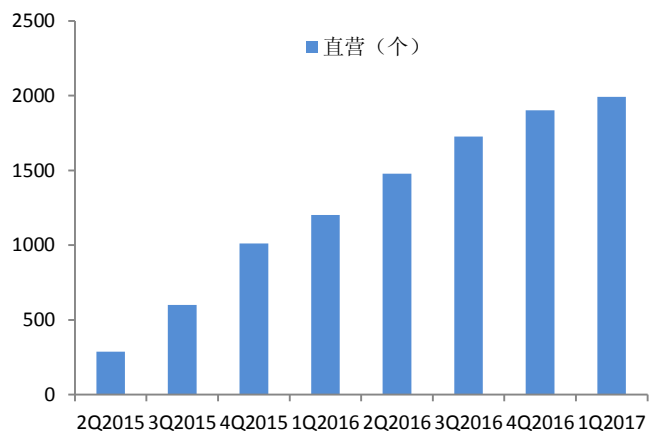
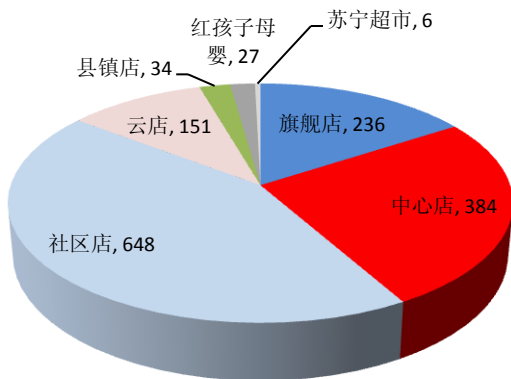
图 5: 苏宁线下可比门店销售领先行业恢复增长



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 6: 苏宁连锁门店数量 (1Q2017, 家)

图 7: 苏宁直营易购服务站数量



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

毛利率升+费用率降，规模效应凸显，持续盈利改善可期

1Q2017单季综合毛利率（总收入口径）为16.08%，同比上升0.17pp（主营收口径综合毛利率为16.3%，同比上升0.15pp），接近2013年以来最高水平。综合毛利率上升意味着商品供应链建设、物流及金融衍生服务拓展已足够覆盖因线上扩张带来的毛利率下滑，且考虑目前线上商品线上销售规模/收入占比已经达到46%/40%的高占比，预计综合毛利率低点已过，趋势性上升可期。

1Q2017单季销售+管理费用率为15.15%，同比下降1.33pp，延续4Q2015以来下降趋势。低效门店关闭调整、可比门店收入上升，人工、物流、租金等固定费用因规模效应分摊改善；且在线上平台逐步具备规模效应下，与阿里等外部资源、集团内部文体资源以及线上线下全渠道联动，营销推广投入更加量化可控，预计费用率下降仍有空间。

1Q2017单季归属净利润0.78亿，同比扭亏；扣非后亏损0.78亿，同比大幅收窄（1Q16扣非亏损3.33亿），扣非净利润率-0.21%，环比4Q2016（-0.32%）扣非净亏损进一步收窄，已处于高度可控区间。

图 8：综合毛利同比上升 0.17pp 至 16.08%

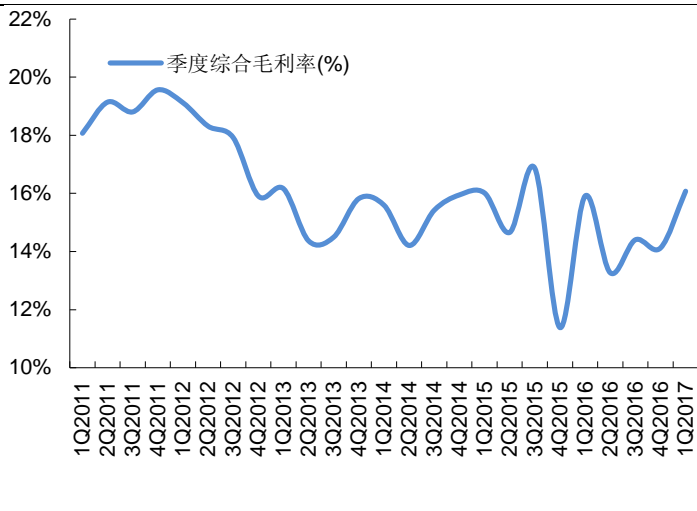
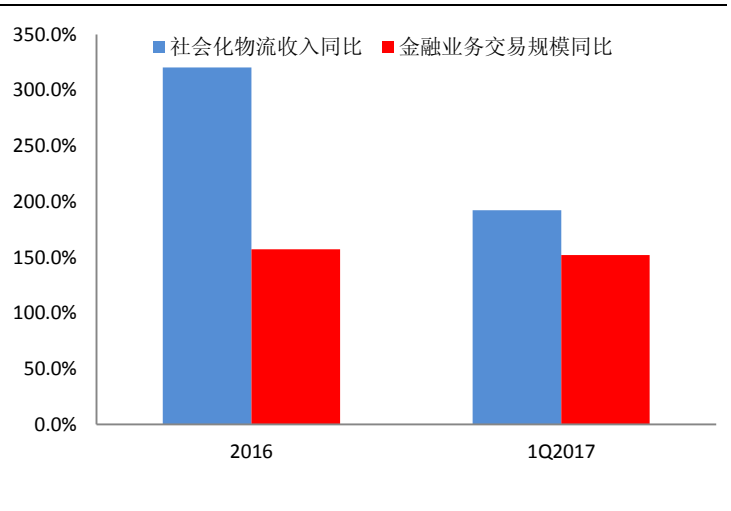


图 9：社会化物流及金融收入高速增长



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 10：销售+管理费用率下降 1.33pp 至 15.15%

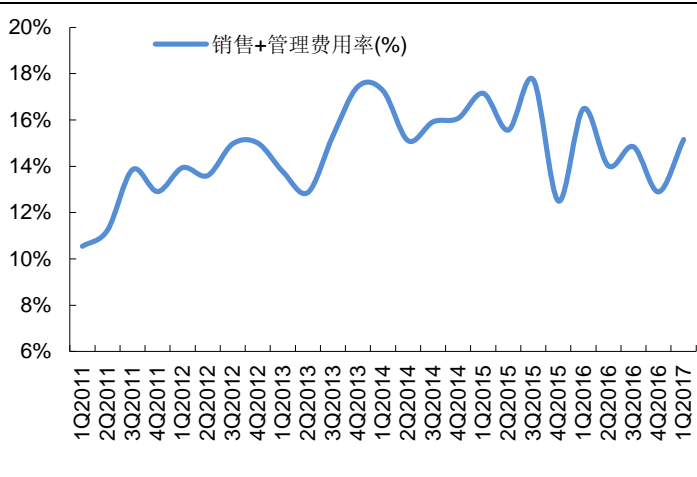
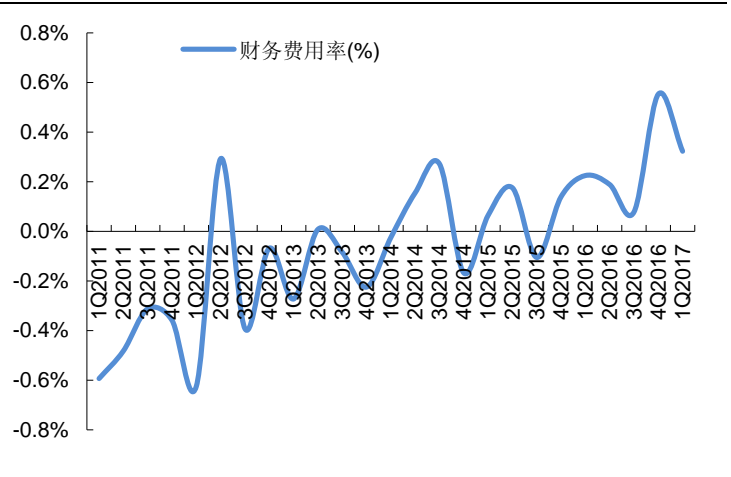


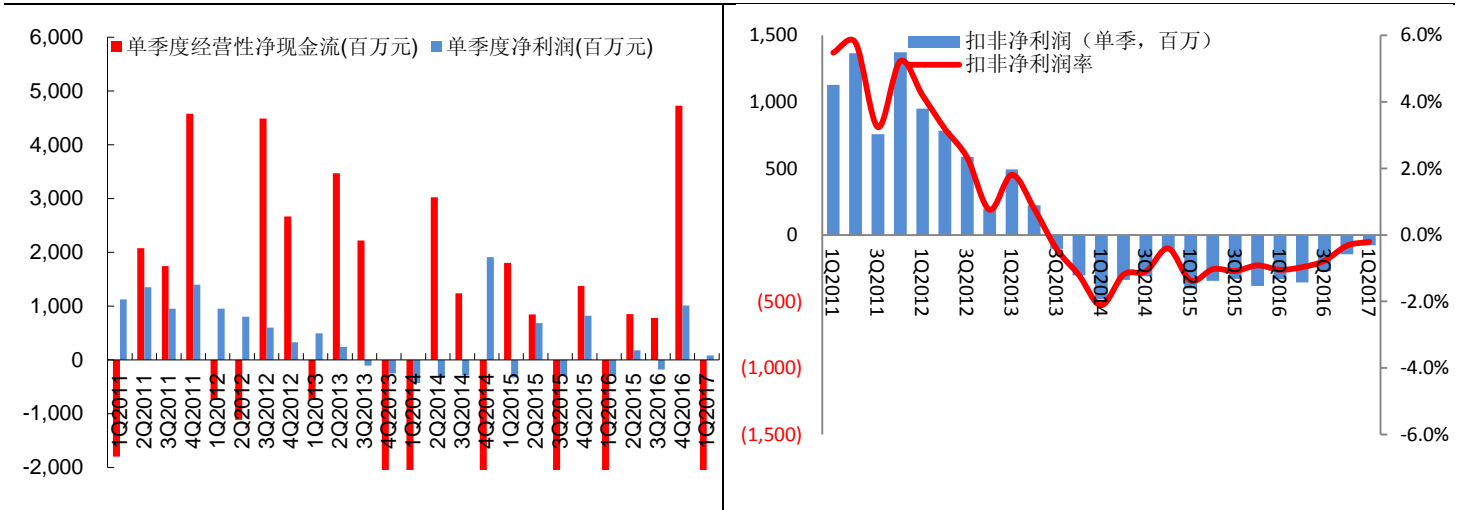
图 11：财务费用率略有上升



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

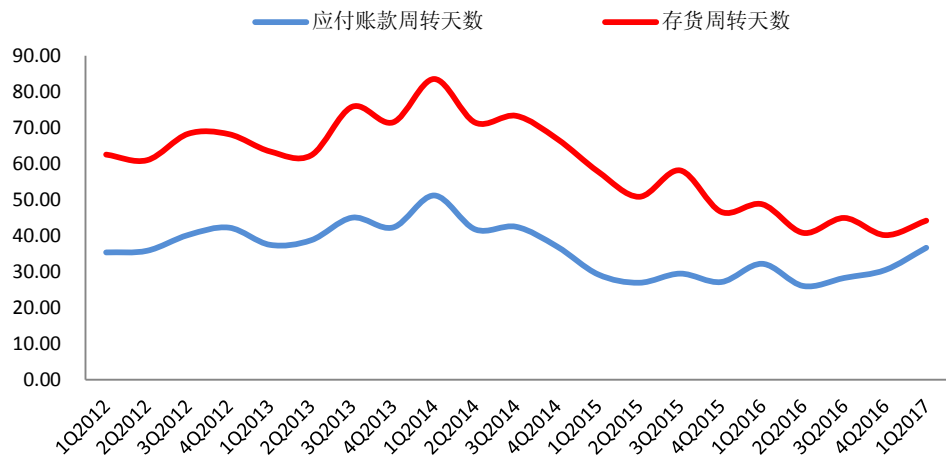
图 12: 苏宁云商净利润及现金流

图 13: 苏宁 1Q17 单季扣非处于盈亏平衡附近



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 14: 存货周转位于低位, 运营效率提升明显



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

主业重回盈利轨道, 隐性资产丰厚, 建议积极关注

我们认为公司目前时点正处于外部竞争和内部运营持续改善的拐点: 1) 从外部环境来看, 电器零售行业整体受益高端化消费升级趋势和地产后周期红利, 行业过万亿 (仅限额以上2016年已达1.3万亿) 的年销售规模足够支持龙头公司继续扩张; 纯电商流量红利逐步褪去后格局基本稳定, 价格层面竞争趋势性缓解, 且线下国美在历经整体上市后面临存量门店优化调整压力; 3) 对苏宁自身来说, 线上规模效应+与阿里系融合, 线下门店历经5年多调整已近尾声, 存量可比门店恢复增长, 云店+服务站+母婴及超市门店仍具备扩张空间。加之零售+物流+金融体系化完善布局, 规模化盈利可期 (公司预告1H17净利润1.78-2.78亿)。

预计公司2017-2019年营收分别为1790/2114/2516亿, 归属净利润分别为4.4/10.7/23.2亿, 目前股价对应2017年P/GMV和PS分别为0.42X和0.53X, 相比京东已具备估值优势 (苏宁与京东GMV口径不同, 前者更为谨慎)。我们认为公司是极

具探索精神的新零售龙头公司，考虑公司互联网零售+金融+物流完善布局、自有仓储资产和金融资产增值（期末可供出售金融资产257亿，单季报表其他综合收益37.5亿，主要为阿里巴巴和江苏银行股权增值），维持“买入”评级，建议积极关注！

表 1：苏宁与京东估值对比（亿人民币）

	市值	GMV		营收		PGMV		PS	
		2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E
苏宁	942	1,884	2,261	1,486	1,783	0.50	0.42	0.63	0.53
京东	3,424	6,388	8,624	2,602	3,512	0.54	0.40	1.32	0.97

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心（数据截至 2017.4.29，按 1 美元=6.89 人民币换算）

风险提示

- 1、电商投入扩大；
- 2、门店经营恶化；
- 3、物流&金融等布局不达预期

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	56752	82384	65376	77677	93591
货币资金	27116	27209	29881	36207	45601
应收及预付	9822	14982	15312	18596	21860
存货	14005	14392	17953	20643	23900
其他流动资产	5810	25800	2230	2230	2230
非流动资产	31324	54784	74228	73037	71336
长期股权投资	220	417	717	1217	1517
固定资产	13292	12818	12438	12029	11587
在建工程	1915	1587	1487	1287	1087
无形资产	8887	7196	5907	4510	3309
其他长期资产	7010	32767	53679	53994	53837
资产总计	87993	134639	136876	147806	161869
流动负债	45735	61455	64062	74549	86967
短期借款	3226	6160	6160	6160	6160
应付及预收	41499	49531	56912	67329	79782
其他流动负债	1010	5765	991	1061	1026
非流动负债	10395	5765	5560	5556	5558
长期借款	358	18	18	18	18
应付债券	7977	3500	3500	3500	3500
其他非流动负债	2060	2247	2042	2038	2040
负债合计	56130	67220	69622	80105	92525
股本	7383	9310	9310	9310	9310
资本公积	5238	35835	35835	35835	35835
留存收益	17772	17930	17716	18044	19430
归属母公司股东权	30421	63207	62993	63320	64707
少数股东权益	1443	4212	4261	4380	4638
负债和股东权益	87993	134639	136876	147806	161869

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1733	3839	27933	7004	9641
净利润	758	493	486	1192	2575
折旧摊销	2575	1806	1312	1173	1105
营运资金变动	1439	2855	26269	4419	5711
其它	-3038	-1315	-133	219	250
投资活动现金流	-286	-39613	-20328	337	842
资本支出	-2944	-636	1213	537	942
投资变动	2658	-38977	-21542	-200	-100
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	3073	36857	-4933	-1015	-1088
银行借款	4922	13477	0	0	0
债券融资	-2518	-11036	-4624	-5	2
股权融资	1500	35416	0	0	0
其他	-829	-1000	-309	-1010	-1091
现金净增加额	4521	1084	2672	6326	9394
期初现金余额	22274	27116	27209	29881	36207
期末现金余额	26795	28199	29881	36207	45601

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	24.4	9.6	20.5	18.1	19.0
营业利润增长	58.2	100.3	23,177.	191.3	120.3
归属母公司净利润增长	0.6	-19.3	-37.9	145.2	116.0
获利能力(%)					
毛利率	14.4	14.4	14.9	15.1	15.5
净利率	0.6	0.3	0.3	0.6	1.0
ROE	2.9	1.1	0.7	1.7	3.6
ROIC	-14.3	-1.5	-9.9	-10.2	-13.1
偿债能力					
资产负债率(%)	63.8	49.9	50.9	54.2	57.2
净负债比率	-0.5	-0.2	-0.3	-0.4	-0.6
流动比率	1.24	1.34	1.02	1.04	1.08
速动比率	0.79	0.95	0.57	0.59	0.63
营运能力					
总资产周转率	1.59	1.32	1.29	1.46	1.59
应收账款周转率	218.41	164.26	179.06	173.84	175.54
存货周转率	7.72	8.96	8.49	8.69	8.90
每股指标(元)					
每股收益	0.12	0.08	0.05	0.12	0.25
每股经营现金流	0.23	0.41	3.00	0.75	1.04
每股净资产	4.12	6.79	6.77	6.80	6.95
估值比率					
P/E	113.8	151.3	215.4	87.8	40.7
P/B	3.3	1.7	1.5	1.5	1.5
EV/EBITDA	135.5	80.6	37.5	25.5	13.6

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	135548	148585	179030	211428	251646
营业成本	115981	127248	152392	179397	212766
营业税金及附加	586	583	734	846	981
销售费用	16645	17451	20768	24526	28939
管理费用	4291	3946	4476	5180	5788
财务费用	104	416	284	209	157
资产减值损失	198	350	200	180	150
公允价值变动收益	-7	-34	0	0	0
投资净收益	1655	1445	300	300	200
营业利润	-610	2	478	1391	3064
营业外收入	1665	1060	258	200	200
营业外支出	166	161	164	164	163
利润总额	889	901	572	1427	3102
所得税	131	408	86	236	527
净利润	758	493	486	1192	2575
少数股东损益	-115	-211	49	119	257
归属母公司净利润	873	704	437	1073	2317
EBITDA	619	1162	1973	2653	4276
EPS(元)	0.12	0.08	0.05	0.12	0.25

广发零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年进入广发证券发展研究中心。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名，新财富批零行业第四名，水晶球最佳分析师第三名，金牛分析师第四名；2015年新财富批零行业第四名，水晶球分析师第四名，金牛分析师第四名，第一财经分析师第三名；2014年新财富批零行业第三名，水晶球分析师第二名，金牛分析师第三名。
- 叶群：分析师，上海财经大学经济学硕士，2014年进入证券行业，2016年加入广发证券发展研究中心，曾就职于光大证券。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名（团队），新财富批零行业第四名（团队），水晶球最佳分析师第三名（团队），金牛分析师第四名（团队）。
- 林伟强：研究助理，上海财经大学金融硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名（团队），新财富批零行业第四名（团队），水晶球最佳分析师第三名（团队），金牛分析师第四名（团队）。
- 黄靖凯：研究助理，上海复旦大学经济学硕士，2015年进入证券行业，2017年加入广发证券发展研究中心，曾就职于中银国际证券。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。