

评级: 买入(维持)

市场价格: 19.61 元

目标价格: 10.82 元

分析师: 彭毅

执业证书编号: S0740515100001

电话:

Email: pengyi@r.qizq.com.cn

联系人: 宁浮洁

电话:

Email: ningfj@r.qizq.com.cn

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

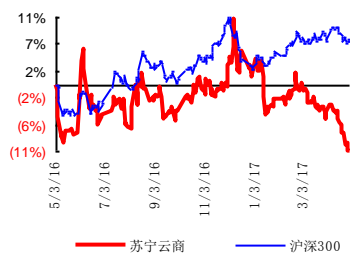
备注:

投资要点

- 2017年7月30日,苏宁云商发布2017H1业绩预告,2017年H1公司实现营业收入835.88亿元,同比21.64%+,实现利润总额3.27亿元,同比251.58%+,归母净利润2.92亿元,同比+340.71%;2017Q1公司预告净利润1.78-2.78亿元,业绩略超市场预期,主要系收入带动,对此我们点评如下:**
- 零售业务:线下经营向上,线上继续高增长。**线下调整结束后恢复性增长,2017H1同店增长4.54%+,上半年公司实现线上平台实体商品交易规模为500.39亿元,自营销售收入413.65亿元,同比61.39%+,开放平台商品交易规模为86.74亿元(含税),其中2017年Q2公司整体实现营业收入462.11亿元,同比增长25.3%,线上自营收入240.20亿元,同比增长61%,开放平台实现GMV41亿,同比增长10%。报告期内,公司运营费用率下降1.59%,三项费用率下降1.55%。费用端持续优化提升公司整体盈利水平,同时在门店经营当中,以毛利率为考核指标,门店整体毛利率有望从2016年的18-19%提升至20%以上。
- 服务站数量继续增加,门店继续优化。**新开云店13家,升级改造云店50家,新开常规店24家,新开母婴红孩子店面6家,超市1家,关闭店面65家;公司拥有连锁店1489家,其中云店204家,常规店1214家,县镇店34家,母婴红孩子店30家,超市店7家。直营服务站约为256家,2017H1公司拥有苏宁易购服务站直营店2079家,苏宁易购服务站直营店2079家,苏宁易购授权服务网点833家。
- 服务型收入:2017H1苏宁物流及天天快递拥有仓储及相关配套总面积614万平方米,拥有快递网点18769个,公司物流网络覆盖区域达到352个地级城市,2810个区县城市(2017年5月天天快递纳入苏宁云商报表),物流社会化收入同比152.67%(不含天天快递)。金融业绩,苏宁上线消费金融、供应链金融等创新产品,2017H1银行牌照获批完善苏宁金融生态圈,消费金融、支付、供应链金融等业务快速发展,金融交易规模同比增长172%+。**
- 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。**阿里巴巴、京东、苏宁三大平台型巨头牢牢占据前三位置,线上整体竞争在趋缓,特别是京东毛利率开始上行,电商的盈利水平在逐步回升,苏宁云商线上受益于竞争趋缓,整体亏损收窄,我们预计2017年苏宁线上亏损额40亿元左右;服务型收入,金融以及物流放量增长,在仓储、配送等方面渐入佳境,将持续贡献净利润。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:线上线下融合不及预期;与阿里巴巴合作进展不及预期;线下继续恶化;**

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

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

图表 1: 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
销货净收入	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%
销货成本	-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	2,711,566	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	-95.459%	-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。