

公司研究/公告点评

2017年07月31日

商业贸易/零售 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 10.82
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

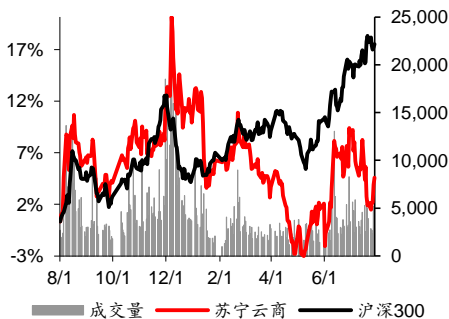
张坚 0755 82364269
联系人 zhang_jian@htsc.com

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

相关研究

- 1 《苏宁云商(002024,增持): Q1 净利增126.43%, 盈利继续改善》2017.05
- 2 《苏宁云商(002024,增持): 四季度主业盈利, 公司迎接新拐点》2017.03
- 3 《苏宁云商(002024):单季度持续减亏, 物流、金融高速发展》2016.10

股价走势图



资料来源: Wind

亮眼的不仅是中报业绩超预期

苏宁云商(002024)

苏宁云商发布 2017 半年度业绩快报, 公司收入与业绩均超预期

苏宁云商发布 2017 年半年度业绩快报, 2017 年上半年公司实现营业收入 835.88 亿元, 同比增长 21.64%; 实现归母净利润 2.92 亿元, 同比扭亏为盈。公司收入与业绩均超一季报预告及市场预期。

线下渠道升级效果显著, 连锁门店/易购服务站同店均大幅增长

报告期内公司持续推进互联网化门店建设, 新开云店 13 家, 升级改造云店 50 家, 新开常规店 24 家, 母婴红孩子店 6 家, 超市店 1 家, 同时关闭店面 65 家。公司聚焦门店升级与精细化管理, 报告期内可比店面销售收入同比增长 4.54%, 其中二季度可比店面销售收入同比增长 5.54%。此外公司继续加快三四级市场苏宁易购服务站直营店的开设与优化, 新开苏宁易购服务站直营店 256 家, 调整关闭苏宁易购服务站直营店 79 家, 并对授权服务网点进行梳理及调整。随着易购服务站运营日趋成熟, 其经营效益逐步体现, 报告期内易购服务站直营店可比店面销售收入同比增长 33.51%。

线上 GMV 保持快速增长, 毛利率亦具备提升空间

报告期内公司线上 GMV 总规模为 500.39 亿元(含税), 同比增长 52.76%, 其中线上平台自营商品销售收入 413.65 亿元(含税), 同比增长 61.39%; 开放平台商品交易规模为 86.74 亿元(含税)。苏宁与阿里达成合作之后天猫在官网与 APP 均给予苏宁易购一级入口, 为苏宁易购提供了强大的流量支持。此外随着公司线上主要竞争对手产品毛利率逐渐提升, 公司线上竞争环境得以改善。因此我们认为公司线上 GMV 仍将保持快速增长趋势, 毛利率亦具备较大提升空间。

金融物流业务快速发展, 竞争力持续增强

报告期内公司金融与物流业务保持快速增长, 苏宁金融业务(支付业务、供应链金融等业务)总体交易规模实现同比增长 172%。苏宁金融业务具备金融牌照众多、消费场景&客户资源丰富、融资成本低廉三大优势, 今年 6 月苏宁银行的开业则将进一步加强苏宁金融业务的综合实力。物流方面, 公司今年 4 月完成对天天快递 70% 的股权收购, 2C 端物流服务能力获得大幅提升, 从而有助于加速苏宁物流社会化运作。报告期内苏宁物流社会化营业收入(不含天天快递)同比增长 152.67%。

公司基本面环比改善趋势得到再确认, 继续推荐

今年二季度是公司自去年四季度以来第 3 个季度主业盈利, 公司基本面环比改善趋势得到再确认, 我们认为这是更亮眼的超市场预期所在, 我们根据公司盈利改善情况上调未来三年盈利预测。公司目前股价已经超跌, 市值较账面净资产仅溢价 250 亿元, 而从资产重估角度估值计算, 苏宁易购 2017 年预计 1200 亿以上 GMV+约 500 万方自有物业+金融板块等合计估值应远高于 250 亿元。目前公司对应 2017 年 PS 仅 0.55 倍, 远低于京东(约 1.23 倍), 市值存在严重低估。继续推荐。

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)	10.10-12.52
总市值(百万元)	100,735
总资产(百万元)	138,767
每股净资产(元)	7.48

资料来源: 公司公告

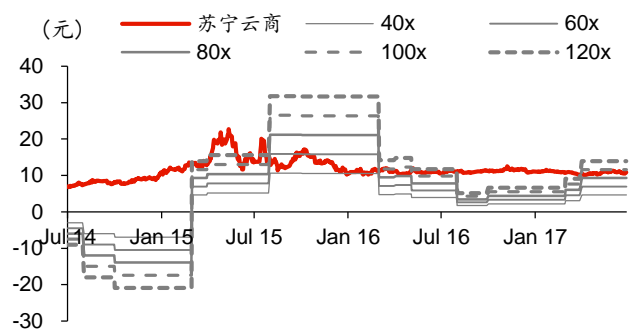
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	135,548	148,585	183,560	219,608	260,190
+/-%	24.44	9.62	23.54	19.64	18.48
归属母公司净利润(百万元)	872.50	704.41	727.66	2,063	2,999
+/-%	0.64	(19.27)	3.30	183.45	45.39
EPS(元, 最新摊薄)	0.09	0.08	0.08	0.22	0.32
PE(倍)	116.52	144.33	139.72	49.29	33.90

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

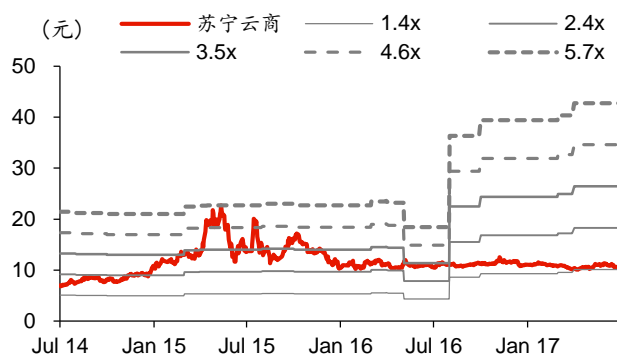
PE/PB - Bands

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	93,399	99,903	108,773
现金	27,116	27,209	41,215	38,335	39,659
应收账款	705.62	1,104	1,148	1,419	1,705
其他应收账款	2,405	4,095	4,151	5,149	6,206
预付账款	6,707	9,751	10,187	12,714	15,182
存货	14,005	14,392	18,291	21,677	25,723
其他流动资产	5,815	25,833	18,407	20,608	20,298
非流动资产	31,324	54,784	58,009	61,822	65,183
长期投资	219.80	417.05	506.26	428.78	452.65
固定投资	13,254	12,813	17,022	21,202	25,159
无形资产	7,144	5,685	5,386	5,086	4,787
其他非流动资产	10,707	35,869	35,094	35,105	34,786
资产总计	88,076	137,167	151,408	161,725	173,956
流动负债	45,735	61,455	65,809	75,035	86,392
短期借款	3,226	6,160	3,000	3,000	3,000
应付账款	9,059	12,498	14,263	17,141	20,528
其他流动负债	33,450	42,798	48,546	54,894	62,864
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	81,580	90,843	102,323
少数股东权益	1,443	4,212	4,063	3,589	2,901
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	20,640	22,191	23,655
归属母公司股	30,483	65,710	65,765	67,293	68,733
负债和股东权益	88,076	137,167	151,408	161,725	173,956

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	3,839	14,528	4,712	9,926
净利润	757.73	493.23	578.34	1,589	2,310
折旧摊销	2,575	1,806	2,460	2,850	3,247
财务费用	104.28	415.83	503.36	427.98	467.03
投资损失	(1,655)	(1,445)	(500.00)	(500.00)	(500.00)
营运资金变动	1,447	2,886	10,659	360.71	4,440
其他经营现金	(1,495)	(316.46)	826.42	(15.00)	(38.52)
投资活动现金	(286.19)	(39,613)	(6,447)	(6,574)	(6,715)
资本支出	6,437	2,424	6,000	6,000	6,000
长期投资	60.77	40,034	337.13	23.80	42.70
其他投资现金	6,211	2,845	(109.79)	(550.54)	(672.51)
筹资活动现金	2,896	36,758	5,925	(1,018)	(1,886)
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	1,639	1,084	(1,318)	(2,186)
现金净增加额	4,521	1,084	14,006	(2,880)	1,324

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	135,548	148,585	183,560	219,608	260,190
营业成本	115,981	127,248	157,836	188,493	223,226
营业税金及附加	585.80	583.46	720.79	862.34	1,022
营业费用	16,645	17,451	19,872	22,557	26,039
管理费用	4,291	3,946	4,773	5,710	6,765
财务费用	104.28	415.83	503.36	427.98	467.03
资产减值损失	198.09	350.50	270.44	285.07	291.10
公允价值变动收益	(6.92)	(33.69)	(20.70)	(22.73)	(23.88)
投资净收益	1,655	1,445	500.00	500.00	500.00
营业利润	(610.02)	2.05	63.80	1,750	2,856
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	890.95	2,582	3,688
所得税	131.23	407.66	312.61	993.57	1,377
净利润	757.73	493.23	578.34	1,589	2,310
少数股东损益	(114.77)	(211.18)	(149.32)	(473.74)	(688.32)
归属母公司净利润	872.50	704.41	727.66	2,063	2,999
EBITDA	2,069	2,224	3,028	5,028	6,570
EPS (元)	0.12	0.08	0.08	0.22	0.32

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	23.54	19.64	18.48
营业利润	58.19	100.34	3,009	2,644	63.18
归属母公司净利润	0.64	(19.27)	3.30	183.45	45.39
获利能力 (%)					
毛利率	14.44	14.36	14.01	14.17	14.21
净利率	0.64	0.47	0.40	0.94	1.15
ROE	2.86	1.07	1.11	3.07	4.36
ROIC	(3.47)	0.90	1.97	6.16	10.24
偿债能力					
资产负债率 (%)	63.75	49.02	53.88	56.17	58.82
净负债比率 (%)	6.64	16.02	19.14	17.52	15.85
流动比率	1.24	1.34	1.42	1.33	1.26
速动比率	0.93	1.10	1.13	1.04	0.95
营运能力					
总资产周转率	1.59	1.32	1.27	1.40	1.55
应收账款周转率	200.03	152.51	152.26	158.82	154.87
应付账款周转率	13.27	11.81	11.80	12.00	11.85
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.08	0.08	0.22	0.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.19	0.41	1.56	0.51	1.07
每股净资产(最新摊薄)	3.27	7.06	7.06	7.23	7.38
估值比率					
PE (倍)	116.52	144.33	139.72	49.29	33.90
PB (倍)	3.34	1.55	1.55	1.51	1.48
EV_EBITDA (倍)	29.88	27.80	20.42	12.30	9.41

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

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：A0K809

©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 10 63211166/传真：86 10 63211275

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