

苏宁云商 (002024.SZ)

规模快速增长，基本面持续向好

● 线上线下齐发力，营收快速增长

苏宁云商发布业绩快报，1H17 营收同比增长 21.8% 至 835.9 亿，归属净利润 2.9 亿，同比扭亏；其中 2Q17 单季营收同比增长 25.3%，增长加速。

线下方面，1H17 线下 GMV 同比增长 5.3% 至 631 亿，其中 2Q17 单季增长 7.1%；可比门店销售增速由 1Q17 的 3.22% 进一步上升至 5.54%。半年新开&升级云店 63 家，关店 65 家常规店，期末总门店 1489 家（环比 1Q17 净增 1 家），其中云店+旗舰店 396 家，占比提升至 26.6%。线下门店结构持续优化，且预计全年维度门店数有望重回增长，门店“量”、“质”齐升；另外，H17 直营易购服务站净增 177 家至 2079 家，可比门店销售同比增长 33.5%，易购服务站模式日趋成熟，提供低级别市场新增量；线上方面，1H17 线上 GMV 同比增长 52.8% 至 500 亿，其中自营 GMV 同比增长 61.4 至 414 亿，占苏宁整体 GMV 约 39.6%。估算易购天猫旗舰店贡献约 80 亿，剔除后易购主站同比增长 40% 以上，天猫旗舰店&易购主站均保持高速增长。且整体易购线上规模向京东 14 年体量靠近，步入快速减亏期。

● 规模效应+服务增利，规模化盈利可期

1H17 营业利润 0.81 亿，同比扭亏（VS 去年同期-9.1 亿）。一方面规模效应和管理精细化带动费用率持续下行（1H17 运营费用率下降 1.59pp），另一方面社会化物流（1H17 增长 153%）及金融服务（1H17 交易规模增长 172%）放量增长弥补线上业务占比提升带来的商品毛利率下滑，综合毛利率基本平稳。考虑下半年天天快递融合并表、苏宁银行开业和线上规模进一步放量，规模化盈利可期。

暂维持公司 17-19 年营收 1790/2114/2516 亿、归属净利润 4.4/10.7/23.2 亿预测，对应 2017 年 PGMV/PS 分别约为 0.44X 和 0.56X，目前估值位于公司历史底部区域，维持“买入”评级。

● 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)	135,547.6	148,585.3	179,030.4	211,428.4	251,646.3
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	230.25	93.91	43.47
市净率(P/B)	3.26	1.69	1.60	1.59	1.56
EV/EBITDA	135.53	80.61	40.81	27.97	15.16

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

买入

当前价格

10.82 元

前次评级

买入

报告日期

2017-07-31

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)：经营持续向好，重回盈利轨道的新零售龙头 2017-05-01

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

联系人： 林伟强 021-60750607

linweiqiang@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

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

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

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
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	230.3	93.9	43.5
P/B	3.3	1.7	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA	135.5	80.6	40.8	28.0	15.2

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层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
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（以下简称“广发证券”）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，只有接收客户才可以使使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

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。