

强烈推荐-A (维持)

苏宁云商 002024.SZ

目标估值: 17.50 元

当前股价: 14.51 元

2017 年 10 月 30 日

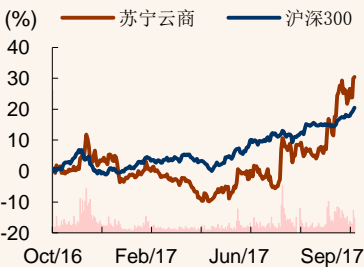
厚积薄发，线上线下全面提速

基础数据

上证综指	3417
总股本(万股)	931004
已上市流通股(万股)	498656
总市值(亿元)	1351
流通市值(亿元)	724
每股净资产(MRQ)	8.0
ROE(TTM)	1.5
资产负债率	46.2%
主要股东	张近东
主要股东持股比例	20.96%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	16	43	27
相对表现	11	27	7



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 《电商系列专题一-从京东对比看苏宁的潜力》2017-09-27
- 《苏宁云商(002024)——基本面拐点确认，零售巨头再次归来》2017-08-31

许荣聪

021-68407349  
xurc@cmschina.com.cn  
S1090514090002

邹恒超

021-68407543  
zouhc@cmschina.com.cn  
S1090515040001

苏宁云商公布 2017 年三季报: 2017 年前三季度公司实现营业收入 1319 亿, 同比增长 27%, 实现归母净利润 6.7 亿, 同比增长 321%, 公司同时预计 2017 年全年净利润 8.7-9.7 亿, 同比增长 23.7%-37.9%。

- 线上线下全面爆发，明年仍将保持高增长。公司今年 1-3 季度营收同比增速分别为 17.4%、25.8%、37.0%，逐季加速。随着公司线下门店升级改造（3 季度新开、改造 68 家，3 季度末云店数量达到 272 家，占比 18%），以及苏宁易购平台逐渐深入人心（苏宁 818 线上增长 260%），公司 3 季度单季线下 GMV 增长 17%，线上 GMV 增长 60%，较上半年线下 3%、线上 53% 的水平再次提速。我们预计公司明年线下增长将不低于 15%，线上增长超过行业平均一倍仍将维持在 60% 以上，全渠道 GMV 明年预计不低于 40%。
- 今年全年线上 GMV 将超千亿，流量变现即将从量变迎来质变。公司 3 季度末线上 GMV 达到 800 亿，全年将超过 1000 亿，对比京东可发现当线上 GMV 达到 1000 亿量级后开放平台（目前苏宁开放平台占比仅 18%）、广告收入都会迎来质变。我们认为公司目前战略仍然是规模放在第一位，随着规模做大后流量变现自然会水到渠成。
- 物流、金融板块成长势头良好。1) 前 3 季度苏宁物流社会化业务收入（不含天天快递）同比增长 145%，随着天天快递整合深入，未来对接菜鸟业务后苏宁物流利用率还有很大的提升空间；2) 前 3 季度苏宁金融交易规模同比增长 174%，苏宁金融牌照优势明显，未来依托苏宁打造的生态闭环仍将保持高速增长。
- 我们认为苏宁的潜力在于线上更快的 GMV 增速和潜在毛利空间，同时物流和金融业务已经进入向上的盈利通道，预计公司 2017-2019 年净利润分别为 9.2 亿、14.0 亿、20.9 亿，维持“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示：线上销售增速放缓，毛利率回升不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	135548	148585	193382	269006	349138
同比增长	24%	10%	30%	39%	30%
营业利润(百万元)	-619	2	1085	1941	2964
同比增长	-58%	-100%	52792%	79%	53%
净利润(百万元)	873	704	924	1400	2091
同比增长	1%	-19%	31%	52%	49%
每股收益(元)	0.12	0.08	0.10	0.15	0.22
PE	124.1	193.9	147.8	97.5	65.3
PB	3.6	2.1	2.2	2.2	2.1

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 公司 17Q3 业绩同比和环比情况

(百万元)	16Q3	17Q2	17Q3	同比	环比
营业收入	35,148	46,369	48,136	36.95%	3.81%
营业毛利	5,062	5,681	6,655	31.45%	17.13%
销售费用	4,170	4,535	5,236	25.56%	15.46%
管理费用	1,046	1,201	1,210	15.76%	0.82%
财务费用	27	82	9	-67.08%	-89.02%
营业利润	-317	194	351	-210.80%	80.89%
归属于母公司所有者的净利润	-182	213	380	-308.41%	78.31%
EPS (元)	-0.02	0.02	0.04		

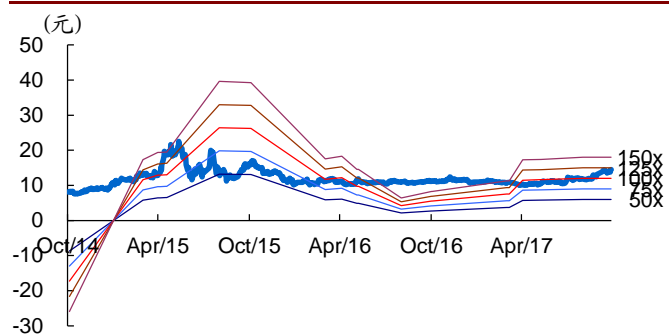
数据来源: 公司公告、招商证券

表 2: 公司季度利润指标

(百万元)	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3
营业总收入	30,532	41,978	31,843	36,872	35,148	44,722	37,377	46,369	48,136
营业毛利	5,149	4,778	5,066	4,893	5,062	6,316	6,009	5,681	6,655
销售费用	4,396	4,112	4,099	4,212	4,170	4,970	4,494	4,535	5,236
管理费用	1,018	1,134	1,149	955	1,046	796	1,169	1,201	1,210
财务费用	-32	59	72	70	27	247	121	82	9
营业利润	-395	678	-454	-459	-317	1,232	71	194	351
归属母公司所有者净利润	-295	819	-296	175	-182	1,008	78	213	380
EPS (元)	-0.04	0.11	-0.04	0.02	-0.02	0.11	0.01	0.02	0.04
<b>主要比率</b>									
毛利率	16.9%	11.4%	15.9%	13.3%	14.4%	14.1%	16.1%	12.3%	13.8%
销售费用率	14.4%	9.8%	12.9%	11.4%	11.9%	11.1%	12.0%	9.8%	10.9%
管理费用率	3.3%	2.7%	3.6%	2.6%	3.0%	1.8%	3.1%	2.6%	2.5%
财务费用率	-0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.6%	0.3%	0.2%	0.0%
营业利润率	-1.3%	1.6%	-1.4%	-1.2%	-0.9%	2.8%	0.2%	0.4%	0.7%
有效税率	11.7%	3.9%	16.2%	-9.6%	14.4%	39.2%	94.7%	11.0%	27.0%
净利率	-1.0%	2.0%	-0.9%	0.5%	-0.5%	2.3%	0.2%	0.5%	0.8%
<b>YoY</b>									
收入	7.0%	43.5%	8.1%	9.8%	15.1%	6.5%	17.4%	25.8%	37.0%
归属母公司净利润	3.2%	-57%	-10.8%	-74.3%	-38%	23.0%	-126%	21.9%	-308%

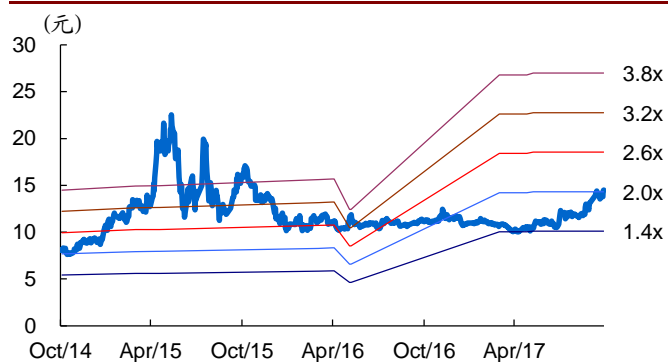
数据来源: 公司公告、招商证券

图 1: 苏宁云商历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 苏宁云商历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《电商系列专题一-从京东对比看苏宁的潜力》2017/09/27
- 2、《苏宁云商（002024）—基本面拐点确认，零售巨头再次归来》2017/08/31

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	56752	82384	87116	120157	160858
现金	27116	27209	16033	22264	34627
交易性投资	679	2229	2229	2229	2229
应收票据	5	33	42	59	77
应收款项	706	1104	1411	1963	2547
其它应收款	2405	4095	5330	7414	9623
存货	14005	14392	18710	25958	33595
其他	11837	33322	43361	60271	78160
<b>非流动资产</b>	31324	54784	53574	52492	51523
长期股权投资	220	417	417	417	417
固定资产	13254	12813	12388	11991	11621
无形资产	7144	5685	5116	4605	4144
其他	10707	35869	35652	35479	35341
<b>资产总计</b>	<b>88076</b>	<b>137167</b>	<b>140690</b>	<b>172649</b>	<b>212382</b>
<b>流动负债</b>	45735	61455	68606	99287	137116
短期借款	3226	6160	5554	15539	31559
应付账款	9059	12498	16257	22554	29190
预收账款	983	1603	2085	2893	3744
其他	32467	41194	44711	58301	72623
<b>长期负债</b>	10416	5790	5790	5790	5790
长期借款	358	18	18	18	18
其他	10058	5772	5772	5772	5772
<b>负债合计</b>	<b>56151</b>	<b>67245</b>	<b>74396</b>	<b>105077</b>	<b>142907</b>
股本	7383	9310	9310	9310	9310
资本公积金	5300	38338	38338	38338	38338
留存收益	17800	18061	14330	15453	17124
少数股东权益	1443	4212	4315	4471	4703
归属于母公司所有者权益	30481	65708	61977	63100	64770
<b>负债及权益合计</b>	<b>88076</b>	<b>137167</b>	<b>140690</b>	<b>172649</b>	<b>212382</b>

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	1733	3839	(635)	(2630)	(1683)
净利润	873	704	924	1400	2091
折旧摊销	2575	1806	1642	1514	1402
财务费用	372	503	352	516	1221
投资收益	(1655)	(1445)	(100)	(100)	(100)
营运资金变动	247	2737	(3564)	(6129)	(6544)
其它	(678)	(465)	110	169	247
<b>投资活动现金流</b>	(286)	(39613)	(332)	(332)	(332)
资本支出	(6437)	(2424)	(432)	(432)	(432)
其他投资	6151	(37189)	100	100	100
<b>筹资活动现金流</b>	2896	36758	(10209)	9192	14379
借款变动	5597	10211	(5201)	9985	16020
普通股增加	0	1927	0	0	0
资本公积增加	695	33039	0	0	0
股利分配	(3692)	(3692)	(4655)	(277)	(420)
其他	296	(4727)	(352)	(516)	(1221)
<b>现金净增加额</b>	<b>4344</b>	<b>985</b>	<b>(11176)</b>	<b>6231</b>	<b>12364</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	135548	148585	193382	269006	349138
营业成本	115981	127248	165515	229630	297196
营业税金及附加	586	583	759	1056	1371
营业费用	16645	17451	21272	29591	38405
管理费用	4291	3946	4448	6322	8030
财务费用	104	416	352	516	1221
资产减值损失	198	350	50	50	50
公允价值变动收益	(7)	(34)	0	0	0
投资收益	1655	1445	100	100	100
<b>营业利润</b>	<b>(610)</b>	<b>2</b>	<b>1085</b>	<b>1941</b>	<b>2964</b>
营业外收入	1665	1060	300	200	200
营业外支出	166	161	50	100	100
<b>利润总额</b>	<b>889</b>	<b>901</b>	<b>1335</b>	<b>2041</b>	<b>3064</b>
所得税	131	408	309	485	741
<b>净利润</b>	<b>758</b>	<b>493</b>	<b>1027</b>	<b>1556</b>	<b>2323</b>
少数股东损益	(115)	(211)	103	156	232
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>873</b>	<b>704</b>	<b>924</b>	<b>1400</b>	<b>2091</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.12</b>	<b>0.08</b>	<b>0.10</b>	<b>0.15</b>	<b>0.22</b>

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	24%	10%	30%	39%	30%
营业利润	-58%	-100%	52792%	79%	53%
净利润	1%	-19%	31%	52%	49%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.4%	14.4%	14.4%	14.6%	14.9%
净利率	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%
ROE	2.9%	1.1%	1.5%	2.2%	3.2%
ROIC	-1.7%	0.9%	1.5%	2.2%	3.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	63.8%	49.0%	52.9%	60.9%	67.3%
净负债比率	4.2%	7.9%	4.0%	9.0%	14.9%
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.2	1.2
速动比率	0.9	1.1	1.0	0.9	0.9
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.5	1.1	1.4	1.6	1.6
存货周转率	7.7	9.0	10.0	10.3	10.0
应收帐款周转率	218.4	164.3	153.8	159.5	154.8
应付帐款周转率	13.3	11.8	11.5	11.8	11.5
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.12	0.08	0.10	0.15	0.22
每股经营现金	0.23	0.41	-0.07	-0.28	-0.18
每股净资产	4.13	7.06	6.66	6.78	6.96
每股股利	0.06	0.07	0.05	0.08	0.12
<b>估值比率</b>					
PE	124.1	193.9	147.8	97.5	65.3
PB	3.6	2.1	2.2	2.2	2.1
EV/EBITDA	501.0	148.0	63.3	49.1	34.9

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**许荣聪**，武汉大学经济学硕士，厦门大学经济学、数学与应用数学双学士，曾任职于长江证券和湘财证券，逻辑推理能力强，覆盖零售行业和新兴金融行业。

**邹恒超**，上海财经大学金融学硕士，厦门大学金融学学士，曾任职于国金证券和民生证券，覆盖零售行业和新兴金融行业。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。