

公司研究/季报点评

2017年10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): 14.67
合理价格区间(元): 16.95-19.46

许世刚 执业证书编号: S0570512080004
研究员 025-83387508
xushigang@htsc.com

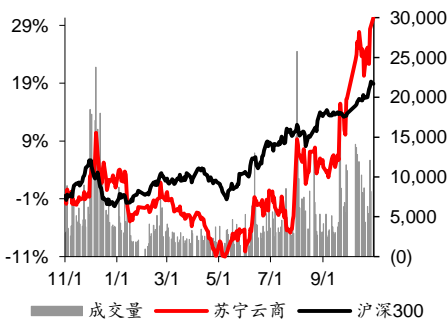
张坚 执业证书编号: S0570517090001
研究员 0755 82364269
zhang_jian@htsc.com

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

相关研究

- 1《苏宁云商(002024,增持): 强劲的可持续复苏, 更可期的未来》2017.08
- 2《苏宁云商(002024,增持): 亮眼的不仅是中报业绩超预期》2017.07
- 3《苏宁云商(002024,增持): Q1 净利增126.43%, 盈利继续改善》2017.05

股价走势图



资料来源: Wind

规模快速扩张, 模式优势不再潜行

苏宁云商(002024)

苏宁云商发布 2017 年三季报, 公司三季度营收同比增长 36.95%

公司前三季度实现营收 1318.82 亿元, 同比增长 26.98%, 实现归母净利润 6.72 亿元, 同比增长 321.23%。其中第三季度实现营收 481.36 亿元, 同比增长 36.95%, 实现归母净利润 3.80 亿元, 同比增长 308.41%。公司三季度营收超市场预期。同时公司预计 2017 年归母净利润变动区间为 8.72-9.72 亿元, 同比增长 23.75%至 37.95%。

连锁门店/易购直营店经营良好, 并推出零售云平台/苏宁小店等新业态

公司三季度新开、改造云店 68 家, 报告期内连锁门店可比店面销售同比增长 4.39%。苏宁易购直营店经营效益稳步提升, 可比店面收入同比增长 35.27%。此外报告期内公司拓展新业态, 通过零售云平台向小 B 商户输出供应链能力和商品零售能力, 截至 9 月 30 日公司零售云平台加盟店 4 家; 同时推进建设服务社区的苏宁小店, 截止 9 月 30 日共有苏宁小店 16 家。

实施积极市场竞争策略并优化服务体验, 三季度线上 GMV 增速超 60%

三季度公司继续实施积极的价格竞争策略抢占市场, 同时优化服务体验, 带动线上 GMV 及用户数快速增长。报告期内公司线上平台实体商品交易总规模为 807.25 亿元 (含税, 下同), 同比增长 55.64%, 其中三季度为 306.86 亿元, 同比增长 60.58%; 线上平台自营商品收入为 662.33 亿元, 同比增长 65.54%, 其中三季度为 248.68 亿元, 同比增长 72.94%。活跃用户数方面, 三季度苏宁易购 APP 日均活跃用户数同比增长 83.2%。

金融物流业务快速发展, 天天快递重点拓展高附加值业务及新服务产品

报告期内公司金融与物流业务保持快速发展, 苏宁金融总体交易规模实现同比增长 174%; 苏宁物流社会化业务营业收入 (不含天天快递) 同比增长 144.83%。同时公司持续推进天天快递整合, 重点围绕高附加值业务以及新服务产品进行拓展, 推进逆向物流如接入菜鸟裹裹、同城配送等业务, 有效结合苏宁、菜鸟的资源优势以形成差异化服务能力。

运营费用率同比下降 1.54%, O2O 规模效应逐步体现

由于公司营收保持快速增长, 同时受益于租金、人员等费用相对固定、O2O 模式下物流运营效率提升、人效提高等因素, 报告期内公司运营费用率同比下降 1.54%, 公司 O2O 模式的规模效应得到进一步体现。

公司基本面环比改善趋势得到再确认, 继续推荐

三季度的靓丽业绩进一步验证了公司强劲的复苏趋势, 我们根据公司三季度表现微调盈利预测 (此前 2017-2019 年为 8.78/22.40/32.13 亿元)。线上零售业务参照京东 (2017 年约 1 倍 PS) 给予一定折价即 0.5-0.8 倍 PS (2017 年, 下同); 线下零售业务参照 15%-20%业绩增速给予 15 倍 PE; 金融业务参照苏宁金服上轮融资估值给予 21 倍 PS; 物流业务按仓储价值估算约 180 亿元; 叠加公司持有阿里巴巴股权市值 (2017.10.30) 约 308 亿元, 合计市值约 1578-1812 亿元, 目前市值仍存在较大低估, 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)	4,987
52 周内股价区间 (元)	10.10-14.67
总市值 (百万元)	136,578
总资产 (百万元)	156,026
每股净资产 (元)	8.60

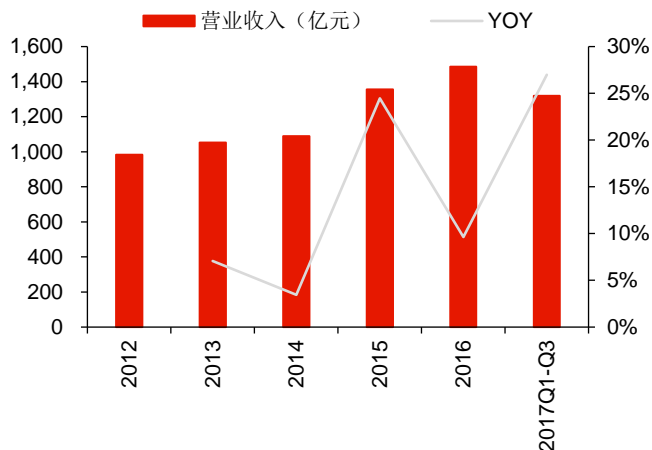
资料来源: 公司公告

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	188,287	242,749	294,322
+/-	24.44	9.62	26.72	28.92	21.25
归属母公司净利润 (百万元)	872.50	704.41	947.57	2,096	3,074
+/-	0.64	(19.27)	34.52	121.24	46.61
EPS (元, 最新摊薄)	0.09	0.08	0.10	0.23	0.33
PE (倍)	126.55	156.75	116.53	52.67	35.92

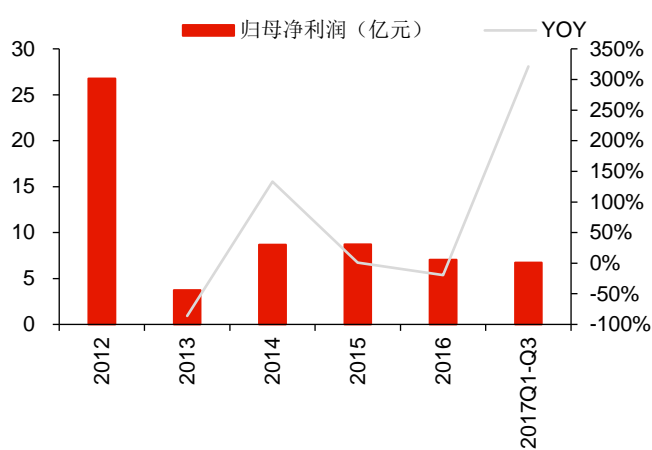
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 公司营业收入及增速 (2012-2017Q1-Q3)



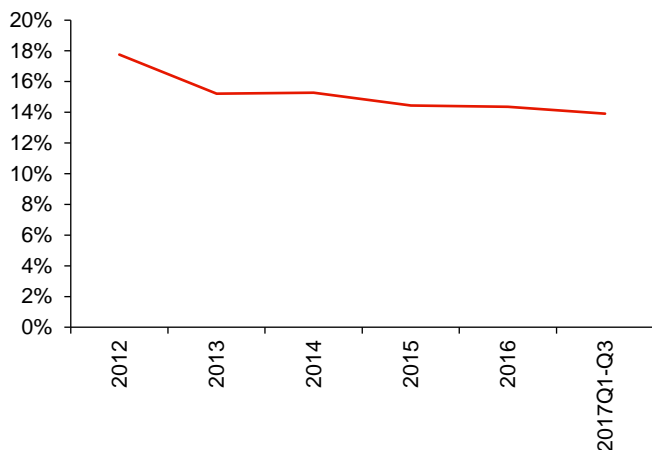
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 公司归母净利润及增速 (2012-2017Q1-Q3)



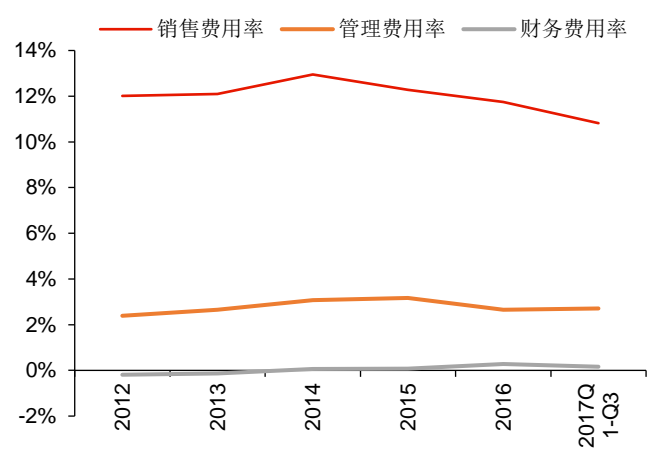
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 公司毛利率变化 (2012-2017Q1-Q3)



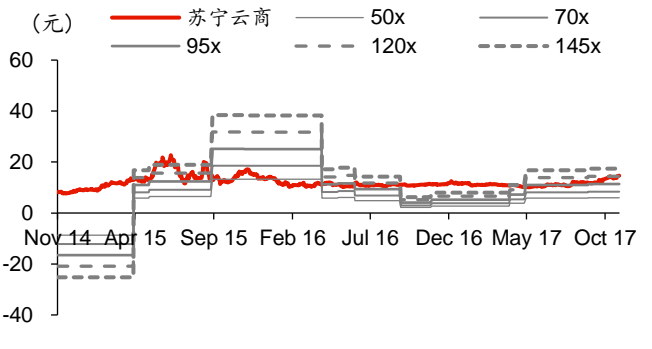
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表4: 公司期间费用率变化 (2012-2017Q1-Q3)



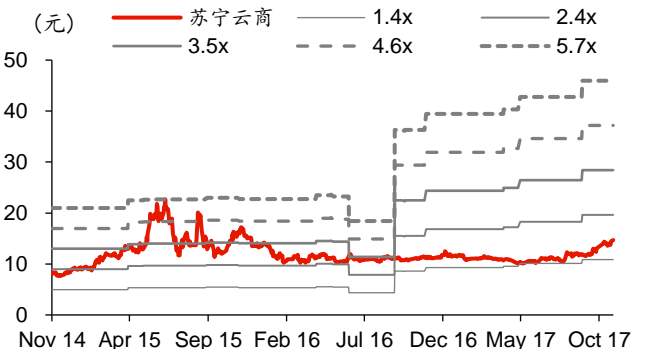
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表5: 苏宁云商历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 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	94,538	105,461	116,896
现金	27,116	27,209	41,667	39,835	41,668
应收账款	705.62	1,104	1,178	1,569	1,928
其他应收账款	2,405	4,095	4,258	5,692	7,020
预付账款	6,707	9,751	10,384	13,957	17,064
存货	14,005	14,392	18,644	23,797	28,912
其他流动资产	5,815	25,833	18,407	20,612	20,303
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	152,547	167,284	182,079
流动负债	45,735	61,455	66,773	80,758	95,026
短期借款	3,226	6,160	3,000	3,000	3,000
应付账款	9,059	12,498	14,538	18,818	23,073
其他流动负债	33,450	42,798	49,235	58,941	68,953
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	82,544	96,566	110,957
少数股东权益	1,443	4,212	4,018	3,536	2,831
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	20,860	22,080	23,214
归属母公司股	30,483	65,710	65,985	67,182	68,292
负债和股东权益	88,076	137,167	152,547	167,284	182,079

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	14,977	6,106	10,803
净利润	757.73	493.23	753.13	1,615	2,368
折旧摊销	2,575	1,806	2,460	2,850	3,247
财务费用	104.28	415.83	499.97	408.46	431.94
投资损失	(1,655)	(1,445)	(500.00)	(500.00)	(500.00)
营运资金变动	1,447	2,886	10,925	1,689	5,259
其他经营现金	(1,495)	(316.46)	838.48	43.71	(2.70)
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	5,928	(1,364)	(2,255)
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	1,088	(1,664)	(2,555)
现金净增加额	4,521	1,084	14,458	(1,833)	1,833

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	135,548	148,585	188,287	242,749	294,322
营业成本	115,981	127,248	160,883	206,925	250,903
营业税金及附加	585.80	583.46	739.35	953.21	1,156
营业费用	16,645	17,451	21,522	27,400	32,151
管理费用	4,291	3,946	4,519	5,462	6,917
财务费用	104.28	415.83	499.97	408.46	431.94
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	333.07	1,793	2,948
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	1,160	2,625	3,780
所得税	131.23	407.66	407.09	1,010	1,412
净利润	757.73	493.23	753.13	1,615	2,368
少数股东损益	(114.77)	(211.18)	(194.44)	(481.52)	(705.52)
归属母公司净利润	872.50	704.41	947.57	2,096	3,074
EBITDA	2,069	2,224	3,293	5,051	6,627
EPS (元)	0.12	0.08	0.10	0.23	0.33

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	26.72	28.92	21.25
营业利润	58.19	100.34	16,131	438.24	64.45
归属母公司净利润	0.64	(19.27)	34.52	121.24	46.61
获利能力 (%)					
毛利率	14.44	14.36	14.55	14.76	14.75
净利率	0.64	0.47	0.50	0.86	1.04
ROE	2.86	1.07	1.44	3.12	4.50
ROIC	(3.47)	0.90	2.93	6.74	11.88
偿债能力					
资产负债率 (%)	63.75	49.02	54.11	57.73	60.94
净负债比率 (%)	6.64	16.02	18.92	16.48	14.61
流动比率	1.24	1.34	1.42	1.31	1.23
速动比率	0.93	1.10	1.13	1.00	0.92
营运能力					
总资产周转率	1.59	1.32	1.30	1.52	1.68
应收账款周转率	200.03	152.51	154.14	164.11	156.49
应付账款周转率	13.27	11.81	11.90	12.41	11.98
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.08	0.10	0.23	0.33
每股经营现金流(最新摊薄)	0.19	0.41	1.61	0.66	1.16
每股净资产(最新摊薄)	3.27	7.06	7.09	7.22	7.34
估值比率					
PE (倍)	126.55	156.75	116.53	52.67	35.92
PB (倍)	3.62	1.68	1.67	1.64	1.62
EV_EBITDA (倍)	34.11	31.74	21.43	13.97	10.65

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