

专业连锁  
署名人: 樊俊豪

S0960512060001  
0755-82026909  
fanjunhao@china-invs.cn

**6-12个月目标价:** 8.00元

当前股价: 5.88元

评级调整: 维持

#### 基本资料

|          |         |
|----------|---------|
| 上证综合指数   | 2199.31 |
| 总股本(百万)  | 7383    |
| 流通股本(百万) | 5442    |
| 流通市值(亿)  | 320     |
| EPS      | 0.36    |
| 每股净资产(元) | 3.85    |
| 资产负债率    | 61.8%   |

#### 股价表现



#### 相关报告

- 苏宁电器\_持续转型中, 2013年基本面有望看到改善迹象 2013-04-02
- 苏宁电器\_变革即将发生, 大象开始发力 2013-02-20
- 苏宁电器\_苏宁易购2013年将迎来毛利率向上拐点 2013-01-17
- 苏宁电器\_借力品牌+渠道优势, 苏宁有望首批获得虚拟运营商牌照 2013-01-15
- 苏宁电器\_苏宁并购红孩子: 优势互补, 结局双赢 2012-09-26
- 苏宁电器\_易购加速扩张是公司毛利率下降、费用率上升主因 2012-10-31

请务必阅读正文之后的免责条款部分

苏宁云商

002024

强烈推荐

**Q1 苏宁基本面已现改善迹象, 看好公司云商模式能转型成功**

**苏宁公告 2013 年一季报:** 1、Q1 新开门店 11 家, 关店 71 家, 实现营收 272 亿元, 同比增长 20.14%, 实现归属净利润 4.93 亿元, 同比下降 48.19%, EPS 0.0667 元;  
2、Q1 公司线下门店同店增速 10.15%, 电商业务营收 44.99 亿元(含税), 同比增长 134%, “红孩子”、开放平台及虚拟产品代售业务 8 亿元(未纳入苏宁利润表);  
3、苏宁预告 2013 年上半年业绩同比下滑 40% - 60%。

#### 公告点评:

- **一季度业绩下滑在市场预期之内, 是苏宁为转型必须付出的代价。**为应对行业变革, 苏宁一方面加大促销推广力度以提高市场竞争力, 另一方面低毛利率的线上业务收入占比快速提升, 使得公司整体毛利率较 2012 年 Q1 大幅下降 3.04 个百分点, 至 16.33%。**毛利率的超预期下滑是苏宁业绩下降幅度超预期的主因。**
- **Q1 苏宁基本面已在一些方面看到好转迹象:**
  - ①收入增速同比、环比持续改善。Q1 公司销售收入 272 亿元, 同比增长 20.14%, 环比亦增长 4.92%, 显示公司的一系列调整、优化举措效应开始显现, 其中线下同店增速 10.15% (2012 年 Q1 同店增速 -7.2%, 2012 年全年同店增速 -12.4%), 苏宁易购销售规模 44.99 亿元, 增速 134% (2013 年 Q1 的销售规模仅次于 2012 年 Q4 的 56.6 亿元, 高于 2012 年的前 3 个季度);
  - ②归属净利润环比明显改善。Q1 公司实现净利润 4.93 亿元, 环比增长 52.03%;
  - ③运营费用率较去年同期下降 0.21 个百分点, 显示公司针对人效、坪效的一系列优化措施效应逐渐显现 (2012 年公司关店 178 家, 减员约 1 万人);
  - ④毛利率、净利率较 2012 年 Q4 均有所提升。2013 年 Q1, 公司综合毛利率约 16.33%, 相比 2012 年 Q4 的毛利率有约 0.42 个百分点的提升 (这是在苏宁低毛利率的线上业务占比进一步提升的背景下实现的), 净利率亦提升 0.56 个百分点, 由 2012 年 Q4 的 1.25% 提升到 2013 年 Q1 的 1.81%。
- **我们认同苏宁本次的线上线下全面同价, 以及开放平台免费战略, 看好其线上线下全面融合的云商模式能转型成功,**未来如果苏宁能以此形成明确的盈利模式, 则公司的投资机会真正到来, 只是我们认为这需要时间:
- **①线上线下全面同价, 市场担心的“左手互博问题”有望真正解决。**线上线下同价是苏宁云商模式成功的关键, 只有做到线上线下同价格、同促销、同运营, 才能真正实现消费者的认同以及协同效应。我们认为苏宁此次执行线上线下同价的决心不容怀疑, 尽管开始可能面临较大的盈利压力 (主要由毛利率下降带来), 但一旦线上线下同价, 苏宁的线下业务将迎来巨大的发展机会, 收入的快速增长将使得费用率相应下降 (苏宁线下的租金、人工、水电等费用均为固定费用, 收入的快速增长可摊薄费用), 公司的净利润率有望在 1% - 1.5% 之间。

#### 主要财务指标

| 单位: 百万元   | 2012  | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|-----------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 98357 | 125504 | 157633 | 195937 |
| 收入同比(%)   | 5%    | 28%    | 26%    | 24%    |
| 归属母公司净利润  | 2676  | 1554   | 1960   | 2711   |
| 净利润同比(%)  | -44%  | -42%   | 26%    | 38%    |
| 毛利率(%)    | 17.8% | 16.1%  | 16.2%  | 16.4%  |
| ROE(%)    | 9.4%  | 5.2%   | 6.1%   | 7.8%   |
| 每股收益(元)   | 0.36  | 0.21   | 0.27   | 0.37   |
| P/E       | 17.19 | 29.59  | 23.47  | 16.97  |
| P/B       | 1.62  | 1.53   | 1.44   | 1.33   |
| EV/EBITDA | 5     | 7      | 6      | 5      |

## ➤ ②开放平台免费：

引流量的利器，通过开放平台免费，苏宁一方面能吸引更多的供应商来丰富自身SKU数量，使得价格更具优势，从而吸引流量，实现正反馈；另一方面也能打击竞争对手的盈利模式。我们认为此举将极大利好苏宁未来的开放平台发展。

➤ 苏宁未来的盈利模式，我们认为是自营能力+流量变现。①建立线上线下同价基础上的商品自营能力，通过客户研究与数据分析，销售能发挥规模效应的商品来获利；②建立在开放平台基础上的流量变现，在有足够的流量后，苏宁的线上业务可通过广告、排名、金融、物流等方式来变现。

➤ 盈利预测及投资建议：考虑到线上线下同价对公司利润所可能带来的压力，我们下调公司13-15年EPS至0.21、0.27、0.37元，我们认为①短期内苏宁的投资机会不在于业绩（2013年业绩下滑，市场已充分预期），而在于苏宁盈利模式的形式以及电商格局能否出现利于苏宁的变化；②尽管短期业绩承压，但公司基本面有望逐渐看到改善迹象；③我们认同公司的转型战略，看好其线上线下融合发展的云商模式能够成功。给予线下12倍PE，线上1.2倍PS的估值，目标价8元，维持“强烈推荐”评级。

➤ 风险提示：线下利润增速继续下降，线上增长缓慢，宏观经济衰退

**附：财务预测表****资产负债表**

| 会计年度           | 2012  | 2013E | 2014E | 2015E  |
|----------------|-------|-------|-------|--------|
| <b>流动资产</b>    |       |       |       |        |
| 现金             | 53427 | 72023 | 62899 | 78626  |
| 应收账款           | 30067 | 38000 | 24426 | 30000  |
| 其它应收款          | 1271  | 1971  | 2096  | 2738   |
| 预付账款           | 426   | 878   | 807   | 1072   |
| 存货             | 3105  | 3974  | 4704  | 6102   |
| 其他             | 17222 | 26185 | 29715 | 37492  |
| <b>非流动资产</b>   |       |       |       |        |
| 长期投资           | 1336  | 1016  | 1151  | 1221   |
| 固定资产           | 574   | 641   | 590   | 602    |
| 无形资产           | 8579  | 9336  | 9389  | 9103   |
| 其他             | 6040  | 7648  | 9648  | 11346  |
| <b>资产总计</b>    | 76162 | 94383 | 87101 | 103966 |
| <b>流动负债</b>    |       |       |       |        |
| 短期借款           | 41245 | 62792 | 53444 | 67684  |
| 应付账款           | 1752  | 17908 | 1555  | 1652   |
| 其他             | 10458 | 12337 | 15789 | 19987  |
| <b>非流动负债</b>   |       |       |       |        |
| 长期借款           | 29035 | 32547 | 36100 | 46045  |
| 其他             | 5805  | 940   | 1141  | 1161   |
| <b>负债合计</b>    | 47050 | 63732 | 54584 | 68845  |
| 少数股东权益         | 5805  | 940   | 1141  | 1161   |
| 股本             | 652   | 610   | 519   | 419    |
| 资本公积           | 7383  | 7383  | 7383  | 7383   |
| 留存收益           | 4679  | 4679  | 4679  | 4679   |
| 归属母公司股东权益      | 16427 | 17981 | 19942 | 22653  |
| <b>负债和股东权益</b> | 28459 | 30041 | 31998 | 34702  |
|                | 76162 | 94383 | 87101 | 103966 |

**现金流量表**

| 会计年度           | 2012  | 2013E | 2014E  | 2015E |
|----------------|-------|-------|--------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> |       |       |        |       |
| 净利润            | 5299  | -2095 | 5515   | 7374  |
| 折旧摊销           | 2505  | 1512  | 1869   | 2611  |
| 财务费用           | 1418  | 1320  | 1389   | 1420  |
| 投资损失           | -186  | -283  | -206   | -693  |
| 营运资金变动         | -13   | 0     | 0      | 0     |
| 其它             | 125   | 437   | -223   | 108   |
| <b>投资活动现金流</b> |       |       |        |       |
| 资本支出           | -6136 | -1980 | -2923  | -2600 |
| 长期投资           | 6012  | 22    | 22     | 22    |
| 其他             | -194  | -424  | 80     | 87    |
| <b>筹资活动现金流</b> |       |       |        |       |
| 短期借款           | 318   | -2382 | -2820  | -2490 |
| 长期借款           | 8167  | 12008 | -16165 | 799   |
| 普通股增加          | 87    | 16155 | -16353 | 97    |
| 资本公积增加         | 0     | 0     | 0      | 0     |
| 其他             | 387   | 0     | 0      | 0     |
| <b>现金净增加额</b>  | 3531  | -4147 | 188    | 702   |
|                | 7295  | 7933  | -13574 | 5574  |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

**利润表**

| 会计年度            | 2012  | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|
| <b>营业收入</b>     | 98357 | 125504 | 157633 | 195937 |
| 营业成本            | 80885 | 105279 | 132126 | 163836 |
| 营业税金及附加         | 313   | 481    | 599    | 823    |
| 营业费用            | 11811 | 15060  | 18995  | 23904  |
| 管理费用            | 2350  | 2987   | 3681   | 4644   |
| 财务费用            | -186  | -283   | -206   | -693   |
| 资产减值损失          | 180   | 108    | 119    | 136    |
| 公允价值变动收益        | -4    | 0      | 0      | 0      |
| 投资净收益           | 13    | 0      | 0      | 0      |
| <b>营业利润</b>     | 3014  | 1871   | 2319   | 3288   |
| 营业外收入           | 354   | 228    | 252    | 261    |
| 营业外支出           | 126   | 110    | 112    | 114    |
| <b>利润总额</b>     | 3242  | 1989   | 2460   | 3436   |
| 所得税             | 736   | 477    | 590    | 825    |
| <b>净利润</b>      | 2505  | 1512   | 1869   | 2611   |
| 少数股东损益          | -171  | -42    | -91    | -100   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 2676  | 1554   | 1960   | 2711   |
| EBITDA          | 4245  | 2908   | 3503   | 4014   |
| <b>EPS (元)</b>  | 0.36  | 0.21   | 0.27   | 0.37   |

**主要财务比率**

| 会计年度           | 2012   | 2013E  | 2014E | 2015E |
|----------------|--------|--------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |       |       |
| 营业收入           | 4.8%   | 27.6%  | 25.6% | 24.3% |
| 营业利润           | -53.2% | -37.9% | 24.0% | 41.8% |
| 归属于母公司净利润      | -44.5% | -41.9% | 26.1% | 38.3% |
| <b>盈利能力</b>    |        |        |       |       |
| 毛利率            | 17.8%  | 16.1%  | 16.2% | 16.4% |
| 净利率            | 2.7%   | 1.2%   | 1.2%  | 1.4%  |
| <b>ROE</b>     | 9.4%   | 5.2%   | 6.1%  | 7.8%  |
| ROIC           | 68.0%  | 13.0%  | 20.4% | 40.4% |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |       |       |
| 资产负债率          | 61.8%  | 67.5%  | 62.7% | 66.2% |
| 净负债比率          | 3.82%  | 28.23% | 2.96% | 2.51% |
| 流动比率           | 1.30   | 1.15   | 1.18  | 1.16  |
| 速动比率           | 0.88   | 0.73   | 0.62  | 0.60  |
| <b>营运能力</b>    |        |        |       |       |
| 总资产周转率         | 1.45   | 1.47   | 1.74  | 2.05  |
| 应收账款周转率        | 62     | 76     | 76    | 79    |
| 应付账款周转率        | 8.52   | 9.24   | 9.40  | 9.16  |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.36   | 0.21   | 0.27  | 0.37  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.72   | -0.28  | 0.75  | 1.00  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 3.85   | 4.07   | 4.33  | 4.70  |
| <b>估值比率</b>    |        |        |       |       |
| P/E            | 17.19  | 29.59  | 23.47 | 16.97 |
| P/B            | 1.62   | 1.53   | 1.44  | 1.33  |
| EV/EBITDA      | 5      | 7      | 6     | 5     |

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

**樊俊豪：**连锁零售、文娱轻工行业分析师，中山大学金融学硕士，通过 CFA 二级考试，1 年基金行业从业经验，曾任职于广发基金金融工程部，2011 年加盟中投证券。**2012 年“水晶球”奖最佳分析师入围。**

**重点覆盖公司：**海宁皮城、永辉超市、苏宁电器、文峰股份、海印股份、大连友谊、小商品城、友谊股份、农产品、华联综超、吉峰农机、红旗连锁、轻纺城、华联股份、物产中大、新华都、天音控股、中顺洁柔等。

张镭，中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。

徐晓芳，百货零售行业分析师，中山大学岭南学院西方经济学硕士。2007 年加盟中投证券研究所，3 年机构销售从业经验，1 年行业研究经验。

## 免责条款

本报告由中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务  
中心 A 座 19 楼  
邮编：518000  
传真：(0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际  
大厦 15 层  
邮编：100032  
传真：(010) 63222939

### 上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编：200041  
传真：(021) 62171434