

宏源证券  
HONGYUAN SECURITIES

证券研究报告/苏宁云商(002024)/公司动态跟踪报告

2013年08月23日

## 也谈关于苏宁估值的思考

中性 维持

## 报告摘要:

- **苏宁估值体系转变, 由“净利+PE”重构为“平台价值+PS”**: **线下门店+苏宁易购, 两者加总, 两者合计 400-480 亿元**。在市场对苏宁估值体系纠结和分歧的过程中, 苏宁估值逐步又“净利+PE”重构为“平台价值+PS”。(1) **线下部分估值 230 亿元**: 13 年预计线下收入 1000-1200 亿元, 我们按照可比企业百思买 0.23X PS 估值, **给予苏宁线下业务 230 亿-270 元市值**; (2) **线上业务部分 (苏宁易购) 估值 150 亿元**, 预计 13 年线上业务收入可接近 300 亿, 按照市场占有率角度看, **京东预计 13 年销售规模 1000 亿元, 苏宁规模不到京东 1/3**。按照京东最后一次融资, 对应估值约 500-620 亿元人民币, 则规模仅占京东 1/3 的苏宁易购业务估值约为 170-210 亿元。**线上线上两者加总, 两者合计 400-480 亿元**。
- **平台电商, 正所谓“大流量、大平台、大效果”。而电商平台的竞争也是异常惨烈, 赢家通吃, 流量规模为王**。对于电商来说, 客户体验至关重要。我们认为流量越大的平台, 能够吸引更多商品品类的加入, 从而增加商品品类带来更好的客户体验。因此, 在平台电商领域, 流量规模为王。从流量方面, 京东是苏宁的 10 倍, 天猫是苏宁的 20 倍, 苏宁与行业领头羊的差距巨大, 难以形成良好的客户体验。
- **“或有 X 业务”到底值多少?** 苏宁近期快速进军金融领域, 继苏宁小贷、易付宝之后, 苏宁云商的金融布局开始瞄准商业银行。我们认为苏宁布局金融将助力公司商业业务发展, 但目前仍处于起步阶段, 苏宁在金融领域的竞争力尚未明确显现, 估值难以判断。**苏宁目前市值 550 亿元, 扣除线下线上商业业务 400-480 亿估值后, 金融业务估值或者我们成为的 X 业务估值已经达到 70-150 亿元!** 我们提示投资者有必要保持谨慎。
- **投资建议**。苏宁云商的销售规模, 公司的团队凝聚力、经营实力、供应商合作能力, 算是国内零售商里面的领军者。世界上最难的不是什么都做, 而是会放弃和取舍。不论是腾讯、小米、奇虎 360, 我们都看到专注的力量。而什么都做的往往也是跌得最惨的。我们也真诚的希望苏宁能走得更远, 每步走得更加踏实有一个更加真实的未来!

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	93889	98357	117,460	139,662	169,312
增长率(%)	24%	5%	19%	19%	22%
归母净利润(百万)	4821	2676	182.33	967.15	1,692.98
增长率(%)	20%	-44%	-93%	431%	75%
每股收益	0.65	0.36	0.02	0.13	0.229
市盈率	8.58	15.5	279	42.92	24.37

## 消费服务研究组

## 分析师:

陈炫如 (S1180511080001)

电话: 010-8808 5961

Email: [chenxu@hysec.com](mailto:chenxu@hysec.com)

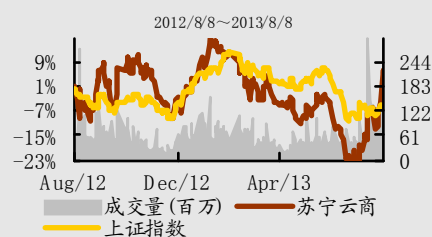
## 研究助理:

姜天骄

电话: 010-88013525

Email: [jiangtianjiao@hysec.com](mailto:jiangtianjiao@hysec.com)

## 市场表现



## 相关研究

公司动态跟踪报告-苏宁云商-双线同价  
心有余而力不足

2012-05-16

不惊喜, 不悲观

2012-10-30

痛苦但仍需坚持的渠道转型

2012-08-30

线下加速下沉, 线上继续发力

2012-04-04

**公司近期公告：****(1) 基金业务**

公司认为基金支付业务与基金代理业务是公司金融业务发展的一个重要方向，近期与多家基金公司就基金创新业务进行了深入探讨，并计划近期推出相应的基金支付产品与基金电商平台，但基金业务开展要求企业具备一定的业务资格，并需取得相关业务许可。目前公司已在积极开展申报备案工作，尚待审核通过。

**(2) 银行业务**

为积极响应国务院发布《关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》中关于“尝试由民间资本发起设立自担风险的民营银行”，以及银监会发布的“关于鼓励和引导民间资本进入银行业的实施意见”等政策，公司积极开展银行业务的相关申报工作。目前公司已向相关部门递交初步的设立意向方案，但由于民营银行设立配套的法规制度需进一步明确，公司上报方案也需根据后续出台的相关细则进一步优化和完善，银行设立事项尚需国家相关部门的具体指导与审批。公司将关注政策、法规动向，并与相关部门保持密切联系，积极推进设立申报工作。

**1、苏宁估值体系转变，由“净利+PE”重构为“平台价值+PS”：线下门店+苏宁易购，两者加总，两者合计 380 亿元。**在市场对苏宁估值体系纠结和分歧的过程中，苏宁估值逐步又“净利+PE”重构为“平台价值+PS”。我们一直以来对苏宁采用了“平台价值+PS”的估值方法，在 6 月 7 日发布《双线同价心有余而力不足》、7 月 30 日的中报解读和 8 月 8 日《转型瓶颈依然存在》中均以“平台价值+PS”对苏宁进行估值。

**(1) 线下部分估值 230 亿元：**2013 年预计线下收入 1000-1200 亿元，我们按照可比企业百思买 0.23X PS 估值，给予苏宁线下业务 230 亿-270 元市值；**(2) 线上业务部分（苏宁易购）估值 150 亿元，**预计 2013 年线上业务收入可接近 300 亿，按照市场占有率角度看，京东预计 2013 年销售规模 1000 亿元，苏宁规模不到京东 1/3。按照京东最后一次融资，对应估值约 450 亿元人民币，则规模仅占京东 1/3 的苏宁易购业务估值约为 150 亿元。**线上线下的两者加总，两者合计 380 亿元。**

**表 1：电商指标对比**

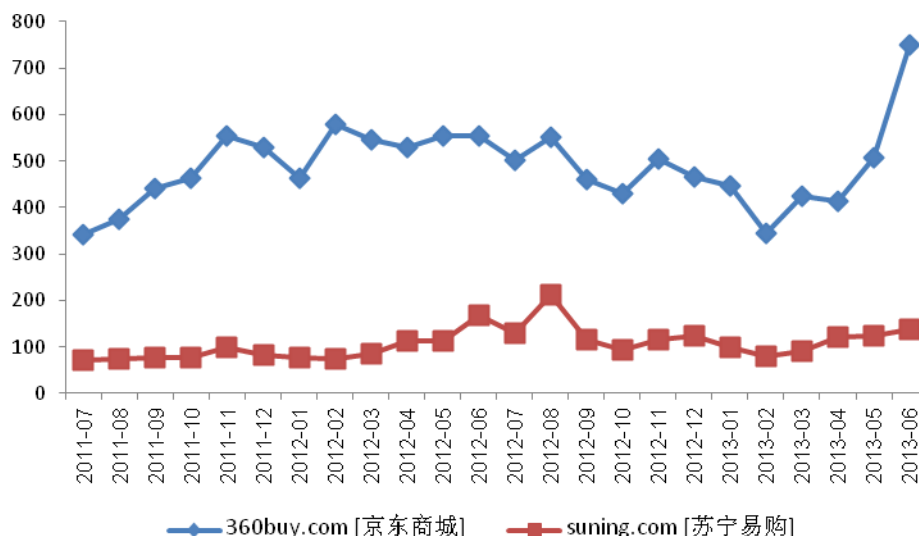
财务指标	当当	唯品	苏宁易购	京东	阿里（天猫）	1 号店
客户定位	一二线城市白领	三四线地区客户	无明确客户定位	无明确客户定位	追求较高服务、较好产品质量、能够接受适当高价格客户	大都市的高学历的年轻白领阶层
流量指数	9690	10580	6635	69321	131587	9456
物流	自主仓储，第三方物流	自建+第三方	自建仓储物流	自建仓储物流	第三方物流	自有（70%）+第三方
优势	图书品类具有绝对优势，占在线图书销售 50%	专业买手团队，专业尾货清库存平台	家电 3C 优势，线下渠道优势	家电 3C 优势，自建物流优势	规模优势，SKU 最多优势	食品等方面具有优势
销售规模（GMV，亿元）	74.5	54.4	167+16.2	660	2072	45
用户覆盖数	2790	1061	1540	10370	19720	1840

(万人)						
移动电子商务覆盖人数	541	192	344	1625	1549	282
市值	53.692	162.0	498	446.4	4650	

资料来源: 公开资料, 宏源证券

2、平台电商, 正所谓“大流量、大平台、大效果”。而电商平台的竞争也是异常惨烈, 赢家通吃, 流量规模为王。如果不是前一二, 仅是小三, 那么只能是在夹缝中生存的命。对于电商来说, 客户体验至关重要。我们认为流量越大的平台, 能够吸引更多商品品类的加入, 从而增加商品品类带来更好的客户体验。因此, 在平台电商领域, 流量规模为王。从流量方面, 京东是苏宁的 10 倍, 天猫是苏宁的 20 倍, 苏宁与行业领头羊的差距巨大, 难以形成良好的客户体验。

图 1: 苏宁和京东日均覆盖人数对比 (万人)



资料来源: 宏源证券

表 1: 覆盖人数排名

序号	网站	2013 年 06 月日均覆盖人数 (万人)
1	taobao.com [淘宝网]	5,665.30
2	tmall.com [淘宝商城]	2,527.40
3	360buy.com [京东商城]	751
4	51buy.com [易迅网]	507.1
5	mbaobao.com [麦包包]	348.5
6	amazon.cn [亚马逊中国]	310.7
7	paipai.com [拍拍网]	294.1
8	meituan.com [美团网]	286.6
9	dangdang.com [当当网]	184.6

10	vipshop.com [唯品会]	171.3
11	nuomi.com [糯米网]	162.3
12	55tuan.com [窝窝团]	159.8
13	lashou.com [拉手网]	140.5
14	<b>suning.com [苏宁易购]</b>	<b>137.3</b>
15	vanc1.com [凡客诚品]	133.5
16	gome.com.cn [国美网站]	128.4
17	1mall.com [1号商城]	125.5
18	yihaodian.com [一号店]	125.2
19	jumei.com [聚美优品]	107.3
20	tuan800.com [团800]	103

为了不使得流量排名三的公司在上图看不到，图中我们没放入淘宝和天猫。这张京东和苏宁日均覆盖人数的对比图可以看到，B2C 老二京东从 2011 年的 300 多万人，2013 年上升得非常快，到 800 万人。而 B2C 的小三苏宁易购日均流量一直只能勉强维持在 100-150 万人。再次说明，电商平台的竞争也是异常惨烈，赢家通吃，流量规模为王。如果不是前一二，仅是小三，那么只能是在夹缝中生存的命。其次，从 11 年-13 年是电子商务翻倍增长阶段，而第二和第三名的增长都是低于行业水平，再次证明赢家通吃。京东预计 2013 年销售规模 1000 亿元，苏宁规模不到京东 1/3。按照京东最后一次融资，对应估值约 450 亿元人民币，则规模仅占京东 1/3 的苏宁易购业务估值约为 150 亿元。

**3、“或有 X 业务”到底值多少？真的值 170 亿元吗？奋力进军金融领域，或带来转机成，助力商业业务发展，但互联网金融还处于非常早期阶段，苏宁云商切入哪个方向仍前途未卜，估值难以判断。**苏宁近期快速进军金融领域，继苏宁小贷、易付宝之后，苏宁云商的金融布局开始瞄准商业银行。目前苏宁云商正在向有关部门申请设立“苏宁银行”。我们认为苏宁布局金融将助力公司商业业务发展，但目前仍处于起步阶段，苏宁在金融领域的竞争力尚未明确显现，估值难以判断。**苏宁目前市值 550 亿元，扣除线下线上商业业务 380 亿估值后，金融业务估值或者我们成为的 X 业务估值已经达到 170 亿元！**对于这 X 业务，吸引人的包括**拟涉足**银行的牌照、拟移动转售进入虚拟运营商、与乐视网合作互联网客厅、易付宝的余额理财。的确这些都是现在最热门的概念和领域。但是否能拿到牌照，还尚未知晓，这些热门概念前途如何还生死未卜，而市场目前就已经给予了 170 亿的高估值，我们只能提醒说，市场有风险入市需谨慎。

**4、苏宁云商 1000 多家门店、1000 多亿的销售规模，公司的团队凝聚力、经营实力、供应商合作能力，算是国内零售商里面的领军者。**从最近密集的拿牌照能力，我们也深深感觉苏宁有国家队支持的影子。世界上最难的不是什么都做，而是会放弃和取舍。有所为有所不为。不论是腾讯、小米、奇虎 360，我们都看到专注的力量。而什么都做的往往也是跌得最惨的。我们也真诚的希望苏宁能走得更远，每步走得更加踏实有一个更加真实的未来！

**作者简介:**

陈炫如: 商贸零售行业高级分析师, 消费服务组组长, 就读香港大学、中山大学、厦门大学, 金融学硕士, 5 年证券行业从业经验, 2010 年 8 月加盟宏源证券研究所。曾服务于中金公司投资银行部、华泰联合研究所。

姜天骄: 商贸零售行业分析师, 复旦大学经济学学士, 上海财经大学数量经济学硕士。2012 年加入宏源证券。

主要覆盖公司: 永辉超市、上海家化、友好集团、红旗连锁、苏宁云商、友阿股份、银座股份、新华百货、吉峰农机、王府井、东方金钰、友阿股份、大连友谊、飞亚达、老凤祥、昆百大 A、新华都、欧亚集团

**机构销售团队**

公 募	北京片区	李 倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗 云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚 曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴 蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵 越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周 迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机 构	上海保险/私募	赵 佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李 岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱 隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。