

## 公司事项点评

2013年9月13日

## 证券研究报告

平安批发和零售贸易

中性 (维持)

## 证券分析师

耿邦昊

投资咨询资格编号 S1060512070001  
电话 0755-22625433  
邮箱 gengbanghao458@pingan.com.cn

洪涛

投资咨询资格编号 S1060512070006  
电话 0755-22627541  
邮箱 hongtao908@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

## 苏宁云商(002024)

## 双线开放+免费政策，打造平台电商新模式

**事项:**苏宁云商于9月12日晚在北京水立方举办“苏宁开放平台战略通报暨联盟大会”，正式发布苏宁开放平台3.0，并计划于9月15-26日分别在南京、上海、广州、成都、杭州、西安、沈阳等10个重点城市举办开放平台招商大会。目前全国报名商户数量超过5000家，首批300家入驻商户如周生生、耐克、阿迪等已经上线运营。

**平安观点:**去年以来公司致力于打造云商模式，一方面布局流量入口，发挥O2O融合全渠道优势；另一方面打造开放平台业务，以双线开放、免费政策等差异化战略吸引供应商，构建以物流、金融、数据为核心的新盈利模式。从战略上看，公司转型决心和方向明确，但能否达到预期成效仍待观察。从市场情绪上看，自6月底以来融资余额从13亿上升到21亿，显示融资资金的强烈看多情绪。

## ■ 差异化战略：双线开放、免费政策、精选优选

苏宁云台以打造全开放生态系统为目标，不仅向供应商提供类目规划、店面设计装修、基础流量导入、基础数据服务、即时通讯服务、苏宁认证商品质检服务、第三方交易担保和支付工具等公共服务，还将提供“店面云”、“金融云”、“IT云”、“物流云”、“广告云”、“运营云”、“知识云”等一系列增值服务。

相比天猫、京东、亚马逊等电商平台，我们认为苏宁云台的差异化战略主要体现在以下三方面。1) **双线开放:** 优质供应商在进入线上平台的同时，也可以同步在实体店进行实物展示，并提供门店自提、仓储和即时配送等服务，预计四季度首批核心门店将对供应商开放；2) **免费政策:** 实行三免政策，即免除平台使用费、技术使用费及佣金，仅收取少量保证金和0.1%的服务基金，同时在账期方面采取T+1到账；3) **精选优选:** 同区域单个商品限五家商户，在把控商户质量的同时，也避免恶性竞争。预计今年招商1万家，2014年招商5万家，2015年招商10万家，并向海外供应商开放。

## ■ 物流、金融、数据成平台盈利点

苏宁云台打破目前传统电商平台主要以平台使用费、佣金等构成的收费模式，更多强调为供应商提供物流、金融、数据等增值服务而获得盈利。1) **物流云:** 项目建成后将拥有12个自动化拣选中心、60个物流基地、5000辆干线运输、5000个配送点及2万名快递员；2) **金融云:** 构建涵盖互联网支付、供应链融资、保险代理、余额理财等在内的完整金融产品服务；3) **数据云:** 依托公司IT研发及大数据处理能力，提供包括云存储、云计算、云应用、商户IT定制服务等云技术服务。

	2011A	2012A	2013E	2014E
主营收入(百万元)	93,889	98,357	114,261	136,519
YoY(%)	24.3	4.8	16.2	19.5
净利润(百万元)	4,821	2,676	372	296
YoY(%)	20.2	-44.5	-86.1	-20.4
毛利率(%)	18.9	17.8	13.6	12.9
净利率(%)	5.1	2.7	0.3	0.2
ROE(%)	21.6	9.4	1.3	1.0
EPS(摊薄/元)	0.69	0.36	0.05	0.04
P/E(倍)	12.6	12.6	184.1	231.2
P/B(倍)	2.9	2.4	2.4	2.3

### ■关注点：核心品类打造，后台供应链建设

我们认为云商模式的转型成功，一方面依赖于是否具备核心品类为公司带来流量和黏性用户的快速增长，另一方面依赖于后台供应链系统的持续改善（本质上是科技实力的不断提升）。这也是我们建议投资者关注并跟踪的关键要素。维持公司 13-14 年 EPS 预测为 0.05、0.04 元，“中性”评级不变！

■风险提示：消费复苏低于预期；网购对传统实体门店冲击加速；后台供应链建设滞缓；传统供零关系变化，可能导致公司现金流紧张。

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	43,425	53,427	55,446	66,221
现金	22,740	30,067	28,565	34,130
应收账款	1,842	1,271	2,262	2,703
其它应收款	382	426	1,662	1,986
预付账款	3,643	3,105	3,949	4,757
存货	13,427	17,222	17,761	21,398
其他	1,391	1,336	1,246	1,246
<b>非流动资产</b>	16,361	22,734	26,997	30,917
长期投资	555	574	574	574
固定资产	7,347	8,579	11,603	15,429
无形资产	4,462	6,082	6,373	6,614
其他	3,997	7,499	8,447	8,300
<b>资产总计</b>	59,786	76,161	82,443	97,137
<b>流动负债</b>	35,739	41,308	51,814	66,362
短期借款	1,666	1,752	5,926	12,448
应付账款	8,526	10,458	11,847	13,678
其他	25,548	29,098	34,041	40,236
<b>非流动负债</b>	1,017	5,742	1,276	1,276
长期借款	0	0	0	0
其他	1,017	5,742	1,276	1,276
<b>负债合计</b>	36,756	47,050	53,090	67,638
少数股东权益	702	652	492	341
股本	6,996	7,383	7,383	7,383
资本公积	517	4,679	4,679	4,679
留存收益	14,800	16,427	16,799	17,096
<b>归属母公司股东权益</b>	23,031	29,112	29,354	29,499
<b>负债和股东权益</b>	59,786	76,161	82,443	97,137

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	6,589	5,299	4,258	4,861
净利润	0	2,505	372	296
折旧摊销	0	2,505	372	296
财务费用	0	93	84	394
投资损失	0	-13	0	0
营运资金变动	0	-4,395	2,785	2,800
其它	6,589	4,603	646	1,074
<b>投资活动现金流</b>	-5,990	-6,136	-5,385	-5,424
资本支出	0	-7,000	-5,285	-5,324
长期投资减少	0	-586	-100	-100
其他	-5,990	-13,723	-10,770	-10,848
<b>筹资活动现金流</b>	679	8,167	-376	6,127
短期借款增加	0	87	4,174	6,522
长期借款增加	0	0	0	0
普通股增加	0	387	0	0
资本公积增加	0	4,162	0	0
其他	679	3,531	-4,549	-394
<b>现金净增加额</b>	1,277	7,330	-1,502	5,564

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	93,889	98,357	114,261	136,519
营业成本	76,105	80,885	98,722	118,935
营业税金及附加	370	313	457	546
营业费用	9,367	11,811	12,112	13,652
管理费用	2,089	2,350	2,457	2,799
财务费用	-403	-186	84	394
资产减值损失	70	180	26	16
公允价值变动收益	0	-4	0	0
投资净收益	152	13	0	0
<b>营业利润</b>	6,444	3,017	405	176
营业外收入	118	354	0	0
营业外支出	88	126	0	0
<b>利润总额</b>	6,473	3,242	405	176
所得税	1,587	736	93	41
<b>净利润</b>	4,886	2,509	312	136
少数股东损益	65	-171	-161	-151
<b>归属于母公司净利润</b>	4,821	2,676	372	296
<b>EBITDA</b>	7,011	4,323	2,394	2,631
<b>EPS (元)</b>	0.69	0.36	0.05	0.04

## 主要财务比率

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	24.3	4.8	16.2	19.5
营业利润(%)	18.6	-53.2	-86.6	-56.4
净利润(%)	20.2	-44.5	-86.1	-20.4
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	18.9	17.8	13.6	12.9
净利率(%)	5.1	2.7	0.3	0.2
ROE(%)	21.6	9.4	1.3	1.0
ROIC(%)	-	-	-	-
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	61.5	61.8	64.4	69.6
净负债比率(%)	4.86	3.82	11.25	18.47
流动比率	1.2	1.3	1.1	1.0
速动比率	0.8	0.9	0.7	0.7
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.81	1.45	1.44	1.52
应收账款周转率	63.73	63.21	64.68	54.99
应付账款周转率	9.91	8.52	8.85	9.32
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.69	0.36	0.05	0.04
每股经营现金流	0.94	0.72	0.58	0.66
每股净资产	3.19	3.85	3.91	3.95
<b>估值比率</b>				
P/E	12.6	12.6	184.1	231.2
P/B	2.9	2.4	2.4	2.3
EV/EBITDA	9.9	17.4	34.5	34.8

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）

推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257