



2013年9月17日

张露

[zhanglu@e-capital.com.cn](mailto:zhanglu@e-capital.com.cn)

目标价(元) 10

**公司基本资讯**

产业别	商业贸易
A 股价(2013/9/17)	10.65
深证成指(2013/9/17)	8493.78
股价 12 个月高/低	10.65/4.94
总发行股数(百万)	7383.04
A 股数(百万)	4946.33
A 市值(亿元)	786.29
主要股东	张近东 (26.44%)
每股净值(元)	3.90
股价/账面净值	2.73
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	55.9 114.7 53.4

**近期评等**

出刊日期	前日收盘	评等
2012-4-26	10.42	持有
2013-2-28	6.5	持有
2013-7-31	5.58	中性

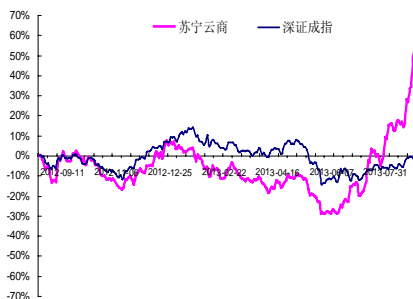
**产品组合**

零售	98.48%
安装维修	0.97%

**机构投资者占流通 A 股比例**

基金	14.6%
一般法人	20.5%

**股价相对大盘走势**



**苏宁云商(002024.SZ)**

Neutral (中性)

**大规模开放平台, 客户体验决定成败**

**结论与建议:**

公司大规模开放平台战略, 显示了加快电商转型的决心, 方向和思路正确, 但长期仍要继续观察易购平台的改善进度, 短期公司利润仍然受到双线同价的影响, 面临毛利下降的风险, 维持中性的投资建议。

■ **开放平台内容:** 苏宁云商布了开放平台战略, 12日正式上线, 已经签约的第一批 300 家商户已投入经营。新的平台的 4 个核心特点是: 双线开放、统一承诺、精选优选和免费政策。即实行全品类招商, 日用百货类商品平台年费、技术服务费、佣金全免, 同时加强商户甄选和管理。首批入驻商户 5000 家, 计画 2013-2015 年分别达到 1 万、5 万和 10 万家。

■ **苏宁平台的优势和劣势:** 优势: 1) 低廉的上线费用有利于吸引更多商家, 迅速增加 SKU, 进而带动网站流量。2) 公司仓储和物流建设相对完善, 年内 24 个物流基地将投入使用, 2014 年将完成全部 60 个物流基地的建设, 给予商户的存储和配送更多选择。3) 全国 1614 家实体店可以配合网店进行配送、提货和体验服务。劣势: 平台建设滞后, 消费者体验方面欠缺, 主要缘于公司网购业务起步较晚, 外包给 IBM 建设也难以快速实现消费者回馈和平台改善的良性互动。

■ **总结:** 苏宁易购平台业务日用百货商品佣金全免策略有利于迅速提高网站 SKU, 进而带动苏宁易购的客流量, 提高商品的销售额, 改变公司电商业务集中在大家电造成的客户重复购买率较低问题。但是购物网站能否留住消费者, 除了商品的丰富程度外, 购物、付款和物流的便利程度更是消费者要考虑的主要问题, 也是公司在同类企业中的短板。此次公司大规模开放平台招商的方向和思路正确, 但后续的平台建设, 包括大规模的客户和商品资料的收集, 以及用户体验的改善仍然在未来一段时间决定公司电商业务的成败, 否则难免体验不过关带来的客户流失风险, 仍然需要投资者积极跟踪。

■ **盈利预测:** 由于平台业务基本不收取佣金, 所以短期对公司的利润没有明显的影响, 但是如果能够实质稳定的提高网站流量, 长期在广告和物流等方面仍然有希望给公司带来新的利润增长点。我们暂不调整未来两年的盈利预测, 短期公司利润仍然受到双线同价的影响, 面临毛利下降的风险。预计 2013 和 2014 年将实现净利润 10.8 和 6.6 亿元, 分别同比减少 59.7%和 38.8%, EPS 为 0.146 和 0.089 元, 对应的 PE 为 72.9 和 119 倍, 短期公司受各种消息影响累计了较大涨幅, 维持中性的投资建议。

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2,890	4,012	4,821	2,676	1,078	660
同比增减	%	33.17%	38.82%	20.16%	-44.49%	-59.72%	-38.75%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.429	0.573	0.689	0.362	0.146	0.089
同比增减	%	33.17%	33.53%	20.16%	-47.39%	-59.72%	-38.75%
A 股市盈率(P/E)	X	24.80	18.57	15.46	29.38	72.94	119.09
股利 (DPS)	RMB 元	0.05	0.1	0.15	0.15	0.05	0.05
股息率 (Yield)	%	0.47%	0.94%	1.41%	1.41%	0.47%	0.47%



表、苏宁同天猫和京东开放平台方面对比

	平台商家数量	全网 2013 上半年销售额(亿元)	增速	保证金	技术服务年费	单笔交易佣金	平台收入占比
天猫	7 万家	1341	40%	5 万、10 万两档	3 万、6 万两档，有 50%和 100%返还条款	2%-5%之间，少量业务如充值和汽车交易 0.5%	全部为平台收入
京东	3 万家	454	70%	1-10 万	6000 元	2%-10%之间，部分商品达到一定的销售金额或增速有 1-2 个点的下浮	2012 年交易额 120 亿元，占网站总收入约 2 成
苏宁	首批 5000 家	106	101%	1、3、5 万三档	无	电器及奶粉佣金在 2%-5%之间，其他交易佣金全免	占比非常低（2011 曾引入百丽、乐蜂网、凡客）

资料来源：公司网站、艾瑞资讯、群益证券



预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

#### 附一: 合并损益表

百万元	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
营业额	58,300	75,505	93,889	98,357	116,932	146,165
经营成本	48,186	62,041	76,105	80,885	99,592	125,409
营业税金及附加	9,980	13,196	17,414	17,159	16,943	20,288
销售费用	5,192	6,809	9,367	11,811	12,821	16,078
管理费用	912	1,250	2,089	2,350	2,826	3,508
财务费用	-173	-145	-403	186	-92	-50
资产减值损失	32	76	70	180	190	10
营业利润	4,017	5,424	6,444	3,014	1,248	747
营业外收入	112	72	118	354	159	160
营业外支出	60	102	88	126	103	80
税前利润	3,926	5,402	6,473	3,242	1,314	832
所得税	938	1,297	1,587	736	324	166
少数股东权益	99	94	65	-171	-88	5
净利润	2,890	4,012	4,821	2,676	1,078	660

#### 附二: 合并资产负债表

百万元	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
货币资金	21,961	19,352	22,740	30,067	31,948	32,790
应收帐款净额	458	2,080	2,224	1,787	2,144	2,573
存货净额	6,327	9,474	13,427	17,222	20,667	24,800
流动资产合计	30,196	34,476	43,425	53,427	57,759	63,164
长期投资净额	686	924	1,031	1,845	2,121	2,439
固定资产	3,304	5,976	8,599	8,579	9,866	11,346
无形资产及其他资产合计	1,061	1,861	6,731	12,311	12,511	12,711
非流动资产合计	5,644	9,432	16,361	22,734	26,498	28,496
资产总计	35,840	43,907	59,786	76,162	84,257	91,660
流动负债合计	20,719	24,534	35,638	41,245	48,790	54,624
长期负债合计	196	528	1,118	5,805	6,385	7,662
负债合计	20,915	25,062	36,756	47,050	55,175	62,287
股东权益合计	14,540	18,338	22,328	29,112	29,082	29,373
负债和股东权益总计	35,840	43,907	59,786	76,162	84,257	91,660

#### 附三: 合并现金流量表

百万元	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
经营活动产生的现金流量净额	5,555	3,881	6,589	5,299	5,564	6,121
投资活动产生的现金流量净额	-1,897	-5,661	-5,990	-6,136	-4,909	-5,891
筹资活动产生的现金流量净额	2,774	123	679	8,167	1,225	613
现金及现金等价物净增加额	6,432	-1,656	1,277	7,295	1,880	842

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。