

苏宁云商 (002024)

单季首度亏损，收入低于预期

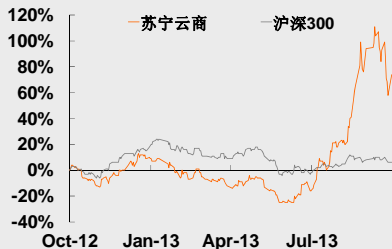
中性 (维持)

现价: 11.89 元

主要数据

行业	平安批发和零售贸易
公司网址	www.cnsuning.com
大股东/持股	张近东/26.44%
实际控制人/持股	张近东/34.18%
总股本(百万股)	7,383
流通 A 股(百万股)	4,946
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	877.8
流通 A 股市值(亿元)	588.1
每股净资产(元)	3.9
资产负债率(%)	61.7

行情走势图



证券分析师

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

洪涛 投资咨询资格编号
S1060512070006
0755-22627541
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

投资要点

事项: 苏宁云商今日发布 2013 年三季报, 1-9 月实现收入 801 亿元, 同比增长 10.6% (单季收入下降 2.5%); 扣非后净利润 6.1 亿元或 EPS=0.08 元, 同比下降 73.7% (单季首次亏损 1.08 亿元), 符合预期。同时公司预计 2013 全年净利润同比下降 70%-90%, 即 EPS 在 0.04-0.11 元间。按此测算, 4Q 单季 EPS 范围在-0.05 元至+0.02 元, 我们预计继续亏损概率较大。

平安观点:

如果说单季首次出现亏损仍在预期之内, 那么线上线下同价战略推进下的单季收入下滑, 则是市场所未料及的。线上线下两条供应链效率和成本不同, 以及线下利益联盟的阻碍, 使得同货同价的推行无论是主观还是客观上看, 都有较大难度。公司今年以来积极抢占流量入口, 全面开放电商平台, 以云商模式实现向互联网零售新模式的转型。在不断加快业务布局的同时, 我们建议投资者关注公司核心品类的打造以及后台供应链实力的提升。

■ 易购增速低于预期, 品类拓展刻不容缓

易购业务 1-9 月实现含税收入 161.7 亿元, 同比增长 69.2%, 另有红孩子母婴、化妆品、开放平台及虚拟商品等含税销售额约 28 亿元。3Q 单季实现含税收入 55.6 亿元, 同比增长 30%, 环比下降 9.1%, 增速低于行业平均 (从易观国际最新披露的 3 季度电商核心数据来看, 国内 B2C 规模 1624 亿元, 同比增长 49.3%, 环比增长 3.3%)。从竞争格局来看, 易购以 4.7% 的市场份额位列第四 (天猫、京东及腾讯系分别以 49.2%、18.3% 和 5.5% 位列前三)。

■ 同货同价推进缓慢, 利益再平衡是核心

今年以来公司线上线下同货同价战略明确, 以短期利润的牺牲来保持绝对规模的增长, 抢占市场份额。但从三季报来看, 公司的这一战略执行情况并不乐观: 3Q 单季整体收入下降 2.5%, 剔除易购业务后线下收入同比下降 8%, 即便考虑关店、节假日等不可比因素仍然同比下降。而单季毛利率则环比上升 0.13 个百分点至 14.5%, 并未出现预期中由于线下降价带来的毛利率进一步下滑。我们认为同价战略推进缓慢一方面由于两条供应链效率和成本不同, 客观上不具同价基础; 另一方面同价对传统渠道价格体系冲击巨大, 受到线下利益联盟阻碍。

	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入 (百万元)	98,357	110,480	132,286	153,452
YoY(%)	4.8	12.3	19.7	16.0
净利润 (百万元)	2,676	365	294	11
YoY(%)	-44.5	-86.4	-19.3	-96.1
毛利率(%)	17.8	14.3	12.9	13.5
净利率(%)	2.7	0.3	0.2	0.0
ROE(%)	9.4	1.3	1.0	0.0
EPS(摊薄/元)	0.36	0.05	0.04	0.00
P/E(倍)	12.6	240.6	298.3	7747.2
P/B(倍)	3.1	3.0	3.0	3.0

■ 存货周转放缓，应付占款增加

无论是线上，还是线下，抑或是线上线下融合，供应链技术能力的提升都是不可或缺的核心环节。截至三季度末，公司在 16 个城市的物流基地和北京、南京、广州的自动化分拣仓库项目已建成并投入使用。同时美国硅谷研究院预计 11 月启用，汇集来自搜索、支付等核心环节的技术人才。3Q 公司资本开支 11.5 亿元（累计 40 亿元），经营性净现金流 22 亿元（累计 49 亿元），现金流状况仍在可控范围内，但主要依靠占款增加支撑。

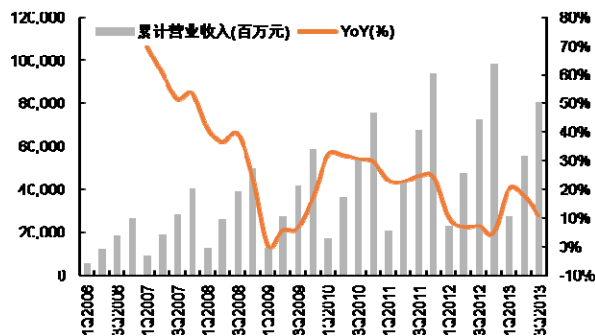
3Q 整体存货周转天数 75.8 天，同比增加 7.5 天；应付账款周转天数 145.9 天（含应付票据和应付账款），同比增加 12 天。在整体收入规模增长放缓的情况下，我们担心依靠占款增加获得的正现金流并非长久之计。

■ 盈利预测及投资建议

公司今年以来积极抢占流量入口，全面开放电商平台，以云商模式实现向互联网零售新模式的转型。陆续公告的银行、保险、基金、小贷等多类型金融服务的筹建，以及物流、信息系统方面的建设加速，充分体现了公司整合信息流、物流、资金流的战略布局。在不断加快业务布局的同时，我们建议投资者关注公司核心品类的打造以及后台供应链实力的提升，这也是我们认为公司能否转型成功的关键基础。我们给予公司 13-15 年 EPS 预测至 0.05、0.04 和 0.00 元，维持“中性”评级！

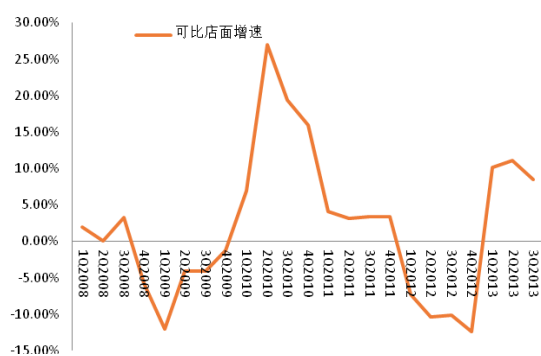
■ **风险提示：**消费复苏低于预期；网购对传统实体门店冲击加速；后台供应链建设滞缓；传统供零关系变化，可能导致公司现金流紧张。

图表1 公司季度累计收入增速



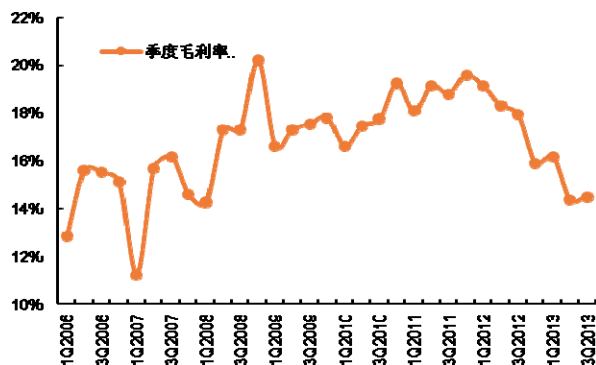
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 公司季度累计同店增长



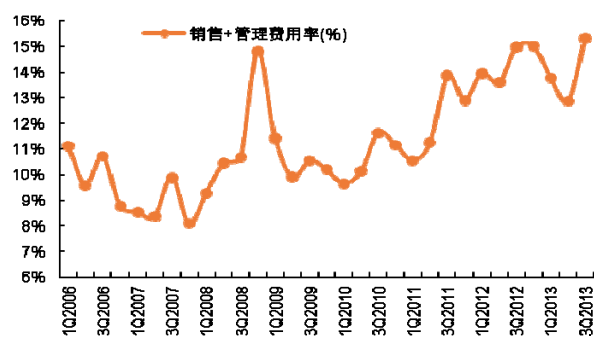
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 公司季度毛利率



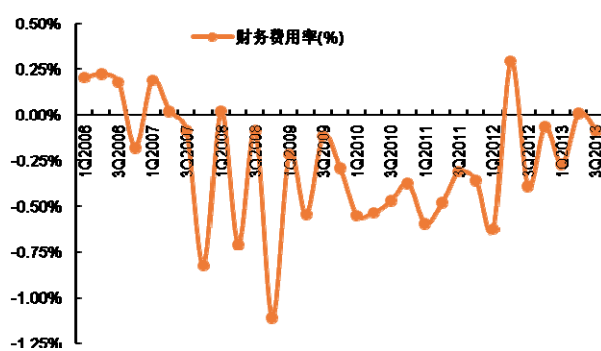
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 公司季度销售+管理费用率



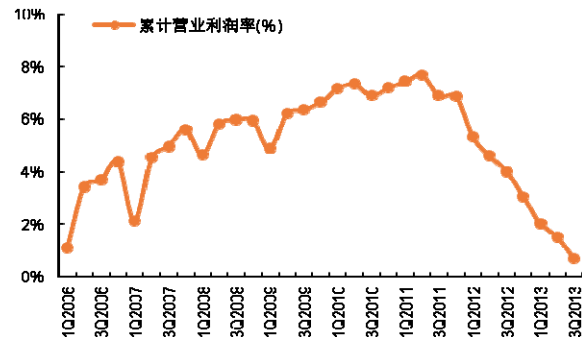
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 公司季度财务费用率



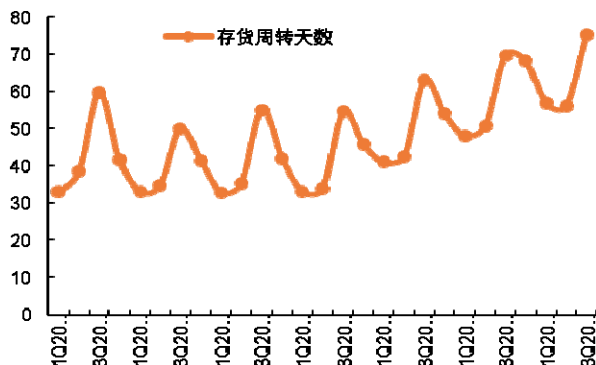
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 公司季度累计营业利润率



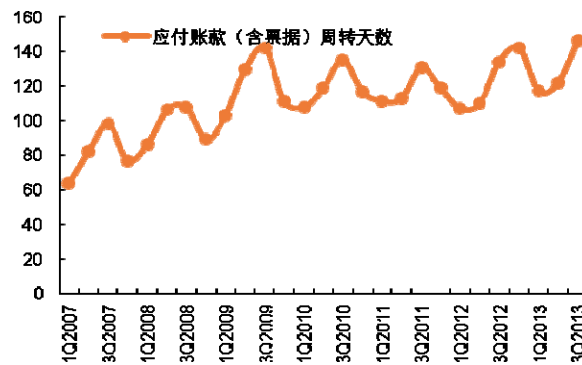
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 公司季度存货周转天数



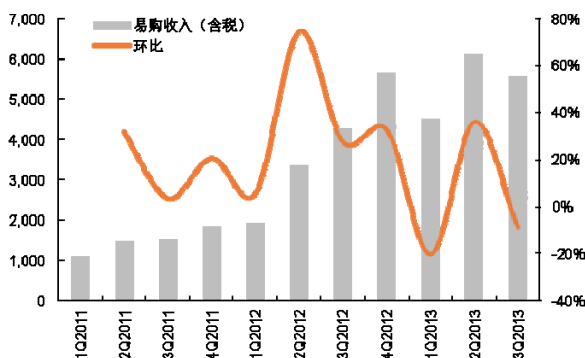
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 公司季度应付账款周转天数（含票据）



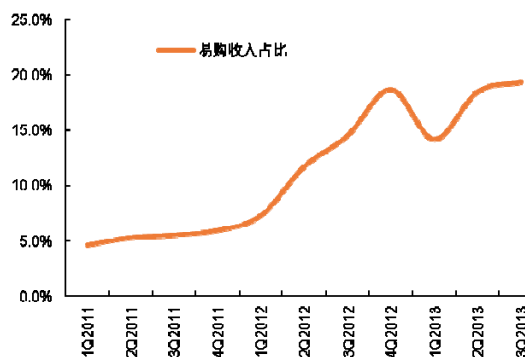
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表9 公司季度易购含税收入及增速



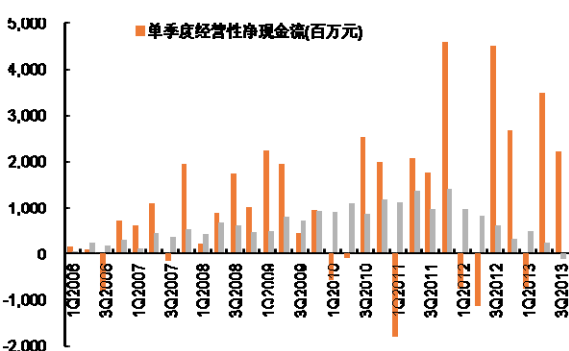
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表10 公司易购收入占总收入比



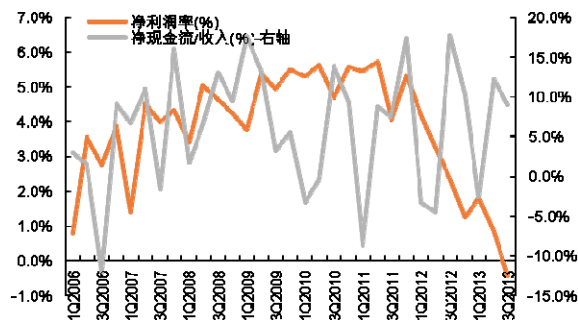
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表11 公司季度经营性现金流与净利润



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表12 公司净利率与净现金流/收入



资料来源：公司公告，平安证券研究所

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	53,427	53,483	64,206	69,675
现金	30,067	27,620	33,071	35,294
应收账款	1,271	2,187	2,619	3,038
其它应收款	426	1,607	1,925	2,233
预付账款	3,105	3,787	4,610	5,309
存货	17,222	17,034	20,734	22,554
其他	1,336	1,246	1,246	1,246
非流动资产	22,734	26,997	30,917	34,769
长期投资	574	574	574	574
固定资产	8,579	11,603	15,429	18,955
无形资产	6,082	6,373	6,614	6,805
其他	7,499	8,447	8,300	8,435
资产总计	76,161	80,480	95,123	104,444
流动负债	41,308	49,857	64,357	73,809
短期借款	1,752	5,696	12,005	14,076
应付账款	10,458	11,362	13,253	15,265
其他	29,098	32,799	39,098	44,468
非流动负债	5,742	1,276	1,276	1,276
长期借款	0	0	0	0
其他	5,742	1,276	1,276	1,276
负债合计	47,050	51,134	65,633	75,085
少数股东权益	652	492	341	198
股本	7,383	7,383	7,383	7,383
资本公积	4,679	4,679	4,679	4,679
留存收益	16,427	16,792	17,086	17,097
归属母公司股东权益	29,112	29,346	29,490	29,358
负债和股东权益	76,161	80,480	95,123	104,444

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	5,299	3,538	4,946	6,521
净利润	2,505	365	294	11
折旧摊销	2,505	365	294	11
财务费用	93	79	379	612
投资损失	-13	0	0	0
营运资金变动	-4,395	2,079	2,903	4,121
其它	4,603	650	1,075	1,767
投资活动现金流	-6,136	-5,385	-5,424	-5,759
资本支出	-7,000	-5,285	-5,324	-5,659
长期投资减少	-586	-100	-100	-100
其他	-13,723	-10,770	-10,848	-11,517
筹资活动现金流	8,167	-601	5,929	1,460
短期借款增加	87	3,944	6,309	2,071
长期借款增加	0	0	0	0
普通股增加	387	0	0	0
资本公积增加	4,162	0	0	0
其他	3,531	-4,545	-379	-612
现金净增加额	7,330	-2,447	5,452	2,222

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	98,357	110,480	132,286	153,452
营业成本	80,885	94,681	115,247	132,736
营业税金及附加	313	442	529	614
营业费用	11,811	12,484	13,229	16,527
管理费用	2,350	2,375	2,712	3,146
财务费用	-186	79	379	612
资产减值损失	180	23	16	15
公允价值变动收益	-4	0	0	0
投资净收益	13	0	0	0
营业利润	3,017	395	173	-197
营业外收入	354	0	0	0
营业外支出	126	0	0	0
利润总额	3,242	395	173	-197
所得税	736	91	40	-45
净利润	2,509	304	134	-151
少数股东损益	-171	-161	-151	-143
归属于母公司净利润	2,676	365	294	11
EBITDA	4,323	2,380	2,613	2,835
EPS (元)	0.36	0.05	0.04	0.00

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	4.8%	12.3%	19.7%	16.0%
营业利润	-53.2%	-86.9%	-56.1%	-213.3%
净利润	-44.5%	-86.4%	-19.3%	-96.1%
获利能力				
毛利率	17.8%	14.3%	12.9%	13.5%
净利率	2.7%	0.3%	0.2%	0.0%
ROE	9.4%	1.3%	1.0%	0.0%
ROIC				
偿债能力				
资产负债率	61.8%	63.5%	69.0%	71.9%
净负债比率	3.82%	11.23%	18.36%	18.81%
流动比率	1.3	1.1	1.0	0.9
速动比率	0.9	0.7	0.7	0.6
营运能力				
总资产周转率	1.45	1.41	1.51	1.54
应收账款周转率	63.21	63.90	55.04	54.25
应付账款周转率	8.52	8.68	9.36	9.31
每股指标 (元)				
每股收益	0.36	0.05	0.04	0.00
每股经营现金流	0.72	0.48	0.67	0.88
每股净资产	3.85	3.91	3.95	3.95
估值比率				
P/E	32.8	240.6	298.3	7747.2
P/B	3.1	3.0	3.0	3.0
EV/EBITDA	24.4	47.0	46.2	45.1

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 $\pm 10\%$ 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：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（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。客户并不能仅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。



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