

苏宁云商 (002024)

转型之路维艰，是否应重新定义战略方向？

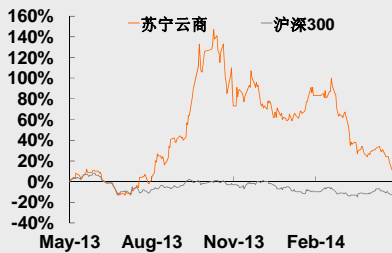
中性 (维持)

现价：6.44 元

主要数据

行业	平安商贸零售
公司网址	www.cnsuning.com
大股东/持股	苏宁电器集团有限公司 /26.44%
实际控制人/持股	张近东/36.50%
总股本(百万股)	7,383
流通 A 股(百万股)	4,941
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	475.47
流通 A 股市值(亿元)	318.18
每股净资产(元)	3.84
资产负债率(%)	65.1

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

研究助理

林浩然 一般从业资格编号
S1060112080041
0755-22627559
linhaoran074@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：苏宁云商发布 2014 年一季报，实现收入 228.7 亿，YoY=-15.9%；归属
母公司净利润-4.3 亿或 EPS=-0.06 元，YoY=-188%；扣非后净利润-4.8 亿元，
YoY=-198%，**低于市场预期**。公司同时预计 1H 利润区间（-6.8 亿至-7.8 亿）。

平安观点：虽然之前市场对于公司的经营压力有一定预期，但相信此份一季报
仍然足够让投资者震惊。易购收入的下滑、整体亏损、现金流转负甚至是净资
产下降，从某个角度说明多年来的转型基本失效，我们担忧的是如果维持这一
成长模式，公司对资源&资金的消耗能否为继。

对于早已明确转型的苏宁来说，现在的当务之急，可能是再一次思考转型方向。
与 IBM 的失败合作导致供应链技术落后、除大家电以外核心品类缺失、电商客
户群基本固化及在移动端的落后，是否意味着转型平台型电商在战略和战术上
都已经错过了黄金时点？

过去几年在垂直品类领域屡有突围者，如我们看来更偏模式创新的唯品会、在
品牌经营和品类选择极其成功的聚美优品等，公司是否能够转而在部分品类上
借助采购、营销、管理的优势凤凰涅槃？公司遍布全国的城际干线网、城市支
线网和门店资源，是否能转型成线下的供应链运营企业、利用强大的物流配送
能力与线上电商错位发展？

■ 易购增速低于预期，市场份额预计继续下降

易购 1Q 实现含税收入 33 亿元，同比下降 26.7%、环比下降 42.3%。根据商务
部数据测算，1Q 网络零售销售额增速约 30%，据此测算易购 1Q 市场份额将
下滑至 3%左右（12/13 年分别是 5.5%/4.3%）。我们认为“线上线下同价”背
景下净利润下滑仍可接受，但线上收入大幅下降、市场份额快速流失仍超出市
场预期。综合毛利率同比下降 0.57 个百分点至 15.6%，为连续第 8 个季度下滑。

■ 供应链效率差异造成同价战略效果不达预期

公司线上线下同价本意是以短期业绩换取市场份额，但目前来看效果并不乐观：
1Q 公司剔除易购业务后线下收入同比下降 14.2%（可比门店同店下降 13.4%），
降幅环比增加 3.8 个百分点。线上线下两条供应链效率和成本构成存在明显差
异，而以大家电为核心品类缺乏足够的粘性客群，这或许是导致同价战略效果
不佳的根本原因。

■ 经营性现金流恶化，资金压力仍须关注

	2012A	2013A	2014E	2015E
主营收入(百万元)	98,357	105,292	97,793	103,270
YoY(%)	4.8	7.1	-7.1	5.6
净利润(百万元)	2,676	372	-1,474	-2,264
YoY(%)	-44.5	-86.1	-496.5	53.5
毛利率(%)	17.8	15.2	13.9	12.5
净利率(%)	2.7	0.4	-1.5	-2.2
ROE(%)	9.4	1.3	-5.5	-9.1
EPS(摊薄/元)	0.36	0.05	-0.2	-0.31
P/E(倍)	17.8	127.9	-32.3	-21
P/B(倍)	1.7	1.7	1.8	1.9

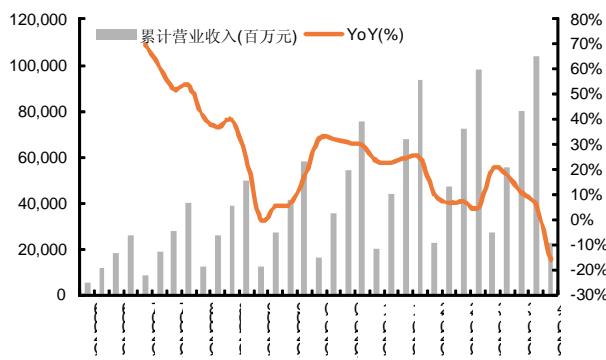
1Q 公司占款同比增加 28.9 亿，但经营性现金流仅-21.8 亿（4Q13 为-27 亿），连续两个季度现金流大幅转负较为罕见。目前公司手持现金 208 亿，资产负债率约 63.8%。考虑到公司过去两年资本开支超过 100 亿，未来仍将在实体店拓展、物流中心建设、云计算平台搭建等方面大量投入，我们预计 14-16 年均资本开支在 50-60 亿元，公司未来资金端压力仍然值得关注。

■ 盈利预测及投资建议

公司今年来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，以及物流信息系统建设加速，充分体现公司整合信息流、物流、资金流的战略布局，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。鉴于转型进展低于预期，下调公司 14-15 年 EPS 预测至-0.2 和-0.31 元，维持“中性”评级！

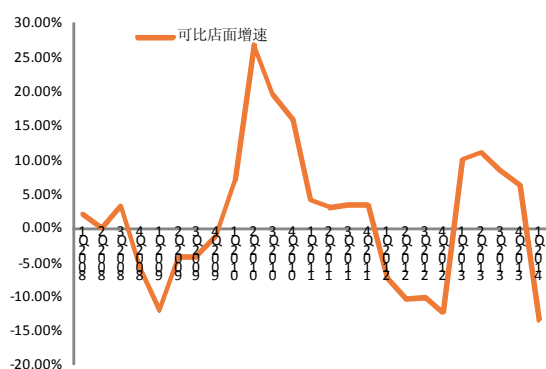
■ 风险提示：消费复苏低于预期；网购对传统实体店冲击加速；后台供应链建设滞缓；传统供需关系变化，可能导致公司现金流紧张。

图表1 公司季度累计收入增速



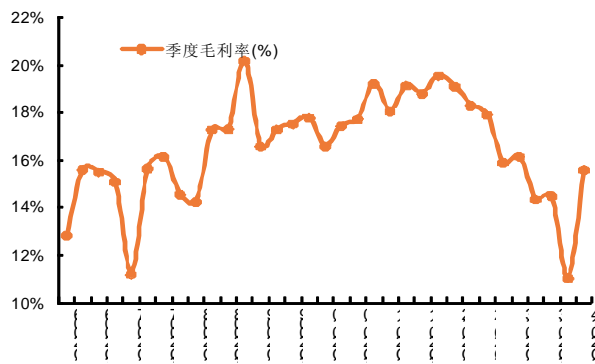
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 公司季度累计同店增长



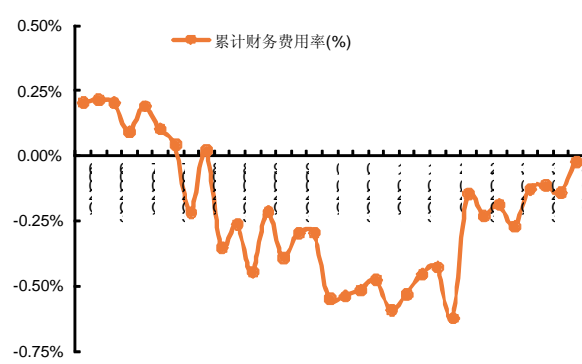
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 公司季度毛利率



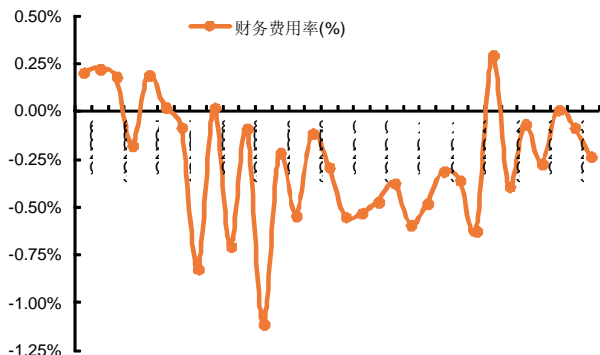
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 公司季度销售+管理费用率



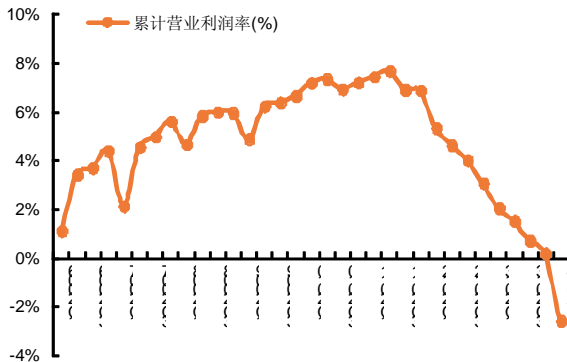
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 公司季度财务费用率



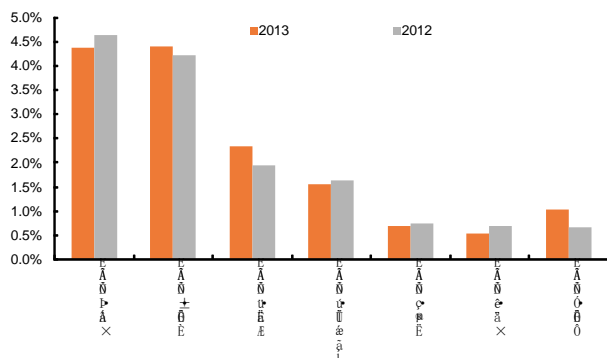
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 公司季度累计营业利润率



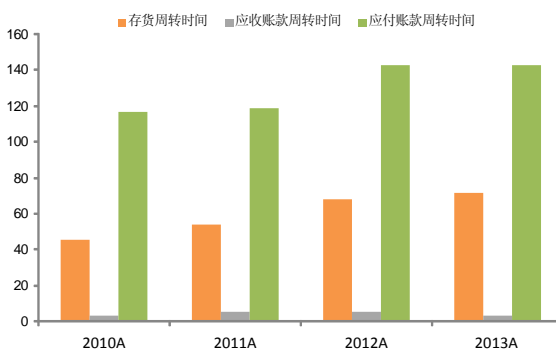
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 公司销售+管理费用率分拆情况



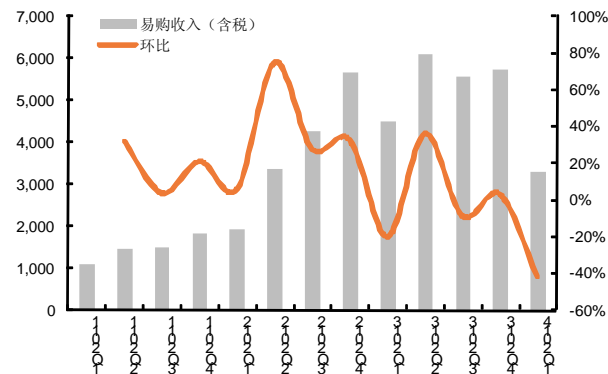
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 公司年度周转数据



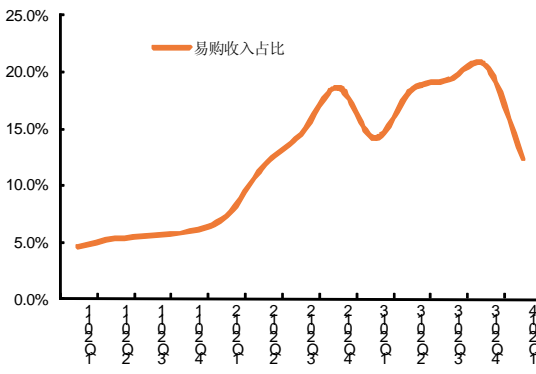
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表9 公司季度易购含税收入及增速



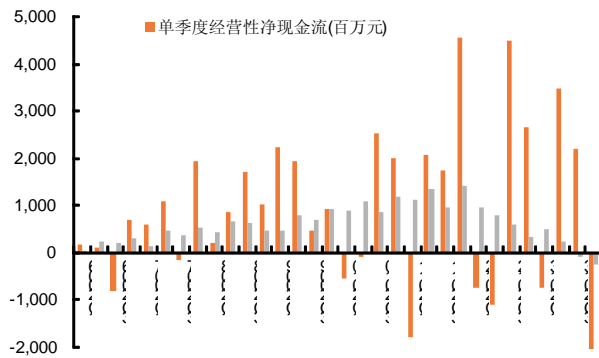
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表10 公司易购收入占总收入比



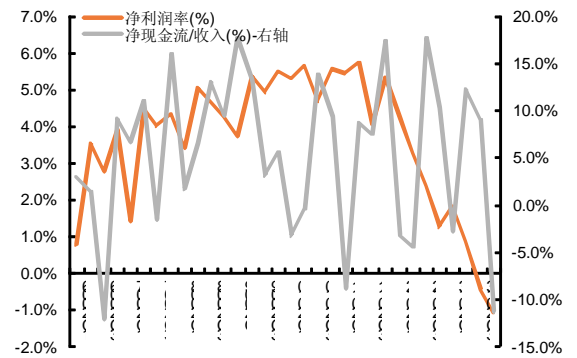
资料来源：公司公告，平安证券研究所

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	2013A	2014E	2015E
流动资产	53,427	53,502	50,599	49,463
现金	30,067	24,806	24,358	21,687
应收账款	1,271	671	1,936	2,045
其它应收款	426	1,222	1,423	1,503
预付账款	3,105	4,121	3,370	3,614
存货	17,222	18,258	15,155	16,257
其他	1,336	4,424	4,357	4,357
非流动资产	22,734	28,749	33,212	37,331
长期投资	574	2,107	2,107	2,107
固定资产	8,579	10,750	13,773	17,599
无形资产	6,082	6,812	7,103	7,343
其他	7,499	9,081	10,229	10,282
资产总计	76,161	82,252	83,811	86,794
流动负债	41,308	43,471	54,583	60,077
短期借款	1,752	1,110	14,926	18,463
应付账款	10,458	10,531	10,109	10,391
其他	29,098	31,829	29,549	31,222
非流动负债	5,742	10,078	2,132	2,132
长期借款	0	594	594	594
其他	5,742	9,484	1,538	1,538
负债合计	47,050	53,549	56,716	62,209
少数股东权益	652	334	76	-171
股本	7,383	7,383	7,383	7,383
资本公积	4,679	4,681	4,681	4,681
留存收益	16,427	16,426	14,951	12,688
归属母公司股东权益	29,112	28,703	27,096	24,585
负债和股东权益	76,161	82,252	83,811	86,794

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
经营活动现金流	5,299	2,238	-546	141
净利润	2,505	104	-1,474	-2,264
折旧摊销	1,418	1,616	1,122	1,504
财务费用	93	202	397	926
投资损失	-13	-34	0	0
营运资金变动	-4,395	2,094	-229	418
其它	5,691	-1,744	-362	-443
投资活动现金流	-6,136	-10,048	-5,285	-5,424
资本支出	0	-7,000	-5,285	-5,324
长期投资减少	0	-1,762	-100	-100
其他	-6,136	-18,810	-10,670	-10,848
筹资活动现金流	8,167	2,874	5,473	2,612
短期借款增加	0	-643	13,816	3,537
长期借款增加	0	594	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	1	0	0
其他	8,167	2,921	-8,343	-926
现金净增加额	7,330	-4,936	-358	-2,671

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	98,357	105,292	97,793	103,270
营业成本	80,885	89,279	84,239	90,361
营业税金及附加	313	330	391	413
营业费用	11,811	12,740	12,126	12,754
管理费用	2,350	2,806	2,787	2,086
财务费用	-186	-149	397	926
资产减值损失	180	220	71	4
公允价值变动收益	-4	83	100	0
投资净收益	13	34	0	0
营业利润	3,017	101	-2,219	-3,274
营业外收入	354	161	0	0
营业外支出	126	201	0	0
利润总额	3,242	144	-2,119	-3,274
所得税	736	40	-487	-753
净利润	2,509	21	-1,732	-2,521
少数股东损益	-171	-267	-257	-247
归属于母公司净利润	2,676	372	-1,474	-2,264
EBITDA	3,941	1,422	84	-288
EPS (元)	0.36	0.05	-0.20	-0.31

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
成长能力				
营业收入%	4.8	7.1	-7.1	5.6
营业利润%	-53.2	-96.7	-2299	47.5
净利润%	-44.5	-86.1	-496.5	53.5
获利能力				
毛利率%	17.8	15.2	13.9	12.5
净利率%	2.7	0.4	-1.5	-2.2
ROE%	9.4	1.3	-5.5	-9.1
ROIC				
偿债能力				
资产负债率%	61.8	65.1	67.7	71.7
净负债比率%	3.82	3.28	27.46	30.72
流动比率	1.3	1.2	0.9	0.8
速动比率	0.9	0.8	0.6	0.6
营运能力				
总资产周转率	1.45	1.33	1.18	1.21
应收账款周转率	63.21	108.46	75.01	51.88
应付账款周转率	8.52	8.51	8.16	8.82
每股指标 (元)				
每股收益	0.36	0.05	-0.2	-0.31
每股经营现金流	0.72	0.30	-0.07	0.02
每股净资产	3.85	3.84	3.66	3.35
估值比率				
P/E	17.8	127.9	-32.3	-21
P/B	1.7	1.7	1.8	1.9
EV/EBITDA	16.5	53.9	948.0	-305.3

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 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	