

## 苏宁云商 (002024)

# 易购仍在调整，物流布局已现规模

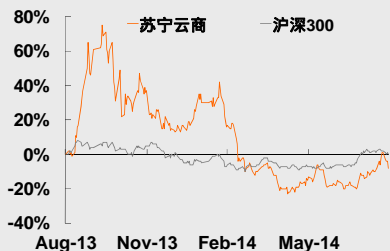
中性 (维持)

现价：7.4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	张近东/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)	546.35
流通 A 股市值(亿元)	365.61
每股净资产(元)	3.74
资产负债率(%)	65.6

### 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

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年中报,实现营业收入总收入511.52亿元, YoY=-7.89%; 归属母公司净利润-7.55亿元, YoY=-202.93%; 扣非后净利润-8.21亿元, YoY=-214.92%, 低于市场预期。公司预计前3Q利润区间-9.6亿至-10.6亿。

### 平安观点:

#### ■ 易购增速低于预期，预计市场份额继续下降

易购1H含税收入82.82亿元, 同比下滑22%, 其中1Q/2Q分别为33/50亿元。根据艾瑞数据, 1H中国B2C总体增长72%至5137亿元, 据此测算易购市占率进一步下滑至1.7% (12/13年分别为4.0%/3.1%)。如今网购格局已进入“猫狗称霸”时代, 市场集中度不断提升, 12/13/1H14 天猫+京东市占率分别为70.6%/74.1%/78.1%。易购倚重的家电/3C/母婴品类, 其市场份额在不断被天猫&京东吞并, 若无更多的差异化竞争策略, 前景不容乐观。

#### ■ 战略转型成效初现，营收恢复亏损收缩

公司战略转型开始有一定效果: 1Q剔除易购后线下收入同比下降14.2% (同店下降13.4%), 而2Q线下收入同比增长4.0% (环比增长19.8%), 同店降幅也收窄至4.0%; 1Q/2Q的净利率分别是-1.9%/-1.1%, 2Q亏损幅度降低。公司继续推进二三四级市场空白区域的布局, 1Q/2Q分别新开12/50家门店 (同时各关闭32家门店)。截止1H2014, 公司1583家门店中二三级市场占比已达62.7%。

除了门店网络的重整, 公司内部组织架构完成了物流、金融、红孩子母婴、超市、移动互联网等八大独立公司专业化运营布局。家电、3C、母婴三大品类确定为公司核心SKU, 并辅以金融、视频传媒等业态。不过值得注意的是, 去年9月公司收购46.8%的PPTV 1H亏损1.73亿元, 导致权益亏损8115万元。我们认为公司以电商为核心的多元化业务方向确定, 但实施路径和成效仍待观察。

#### ■ 经营现金流有所改善，资金压力仍需关注

1H公司占款同比增加27.7亿, 经营性现金流从1Q的-21.8亿元转正为2Q的30.2亿元, 扭转了连续两个季度现金流大幅为负 (4Q13为-27亿)。目前公司手持现金238亿, 资产负债率为65.6%。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, 公司未来资金端压力仍然值得关注。

	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入(百万元)	105,292	97,606	92,530	93,456
YoY(%)	7.1	-7.3	-5.2	1.0
净利润(百万元)	372	-1,454	-2,270	-2,508
YoY(%)	-86.1	-491.2	56.1	10.5
毛利率(%)	15.2	14.3	13.8	13.5
净利率(%)	0.4	-1.5	-2.5	-2.7
ROE(%)	1.3	-5.4	-9.2	-11.3
EPS(摊薄/元)	0.05	-0.20	-0.31	-0.34
P/E(倍)	12.6	-37.6	-24.1	-21.8
P/B(倍)	1.9	2.0	2.2	2.5

### ■ 物流仓储网络铸就核心竞争力

物流对供应链的支撑将越来越成为未来几年电商之间竞争的根本，京东以 180 万平的总物流仓储面积遥遥领先，当当/唯品会/1 号店/聚美优品分别拥有约 40/40/11/8 万平的物流设施。根据公告，苏宁从 2011 年至今共投入 47 亿资金建设物流基地，其中已经完成建设的物流基地共耗资 35 亿，另有 12 亿在建；我们根据行业平均的投入做了假设，测算对应 47 亿资金投入的物流基地总面积在 167 万平左右，其中已经完成建设的物流面积约 125 万平，从投入和面积来说苏宁在物流方面的投入都居国内领先地位。

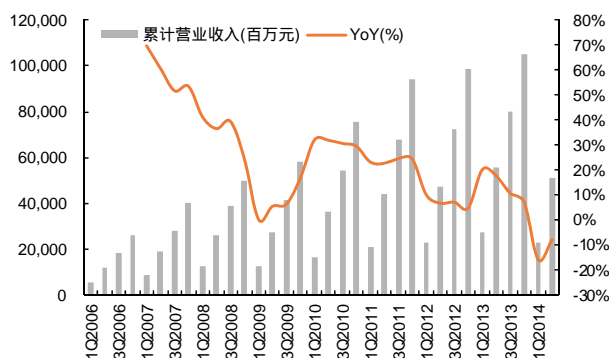
公司目前已完成在 21 个城市的物流基地布局，并在 15 个城市物流项目在建，且在 23 个城市完成土地储备，同时在北京、南京、广州等 12 个核心城市的小件商品自动化分拣中心陆续投入使用或开工建设，形成了覆盖全国 90% 区县的物流网络。考虑到物流拿地存在一定壁垒以及投入产出的时效性，公司在物流方面的积累可以成为业绩再次起飞的基础，及估值的强大安全边际。

### ■ 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！

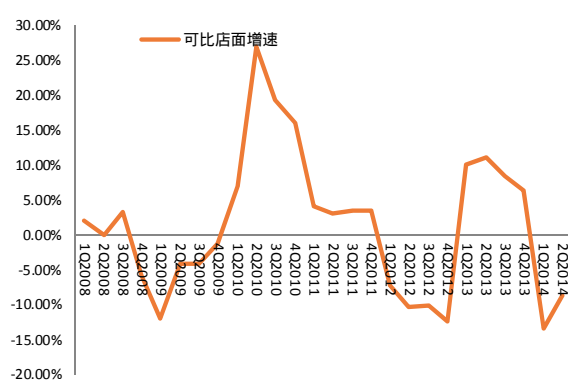
■ **风险提示**：消费复苏低于预期；网购对传统实体门店冲击加速；后台供应链建设滞缓；传统供需关系变化，可能导致公司现金流紧张。

图表1 公司累计收入增速



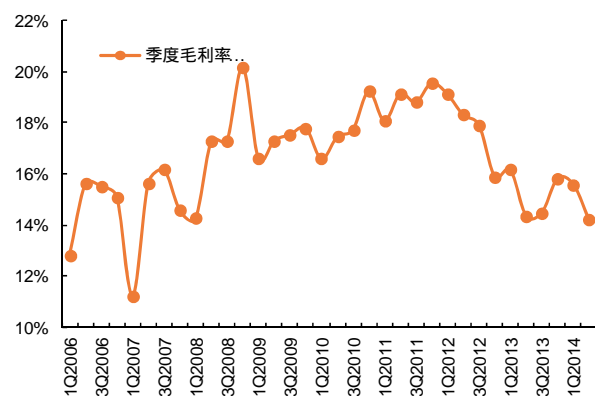
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 公司季度累计同店增长



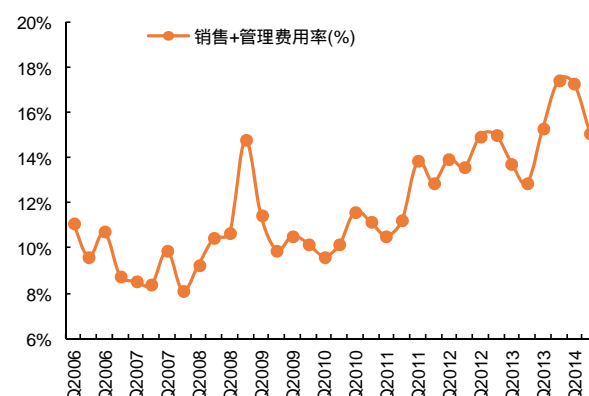
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 公司季度毛利率



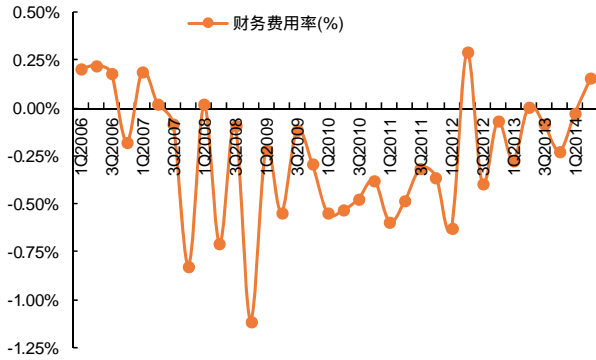
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 公司季度销售+管理费用率



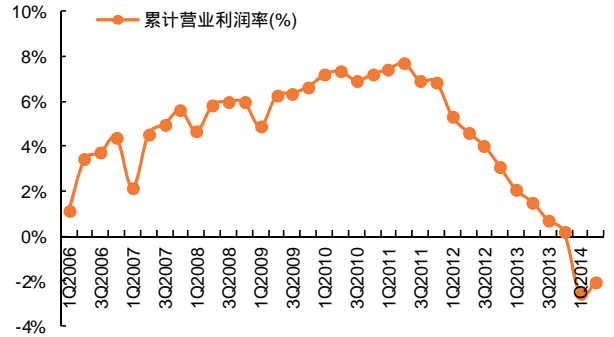
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 公司季度财务费用率



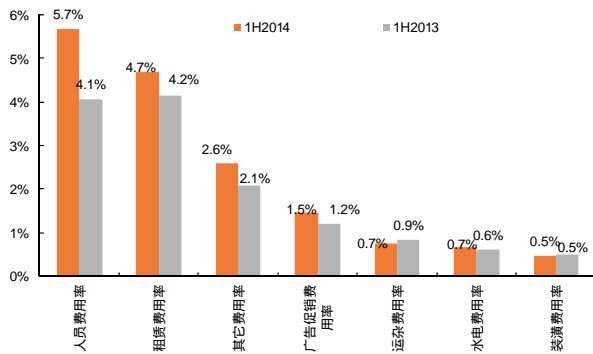
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 公司季度累计营业利润率



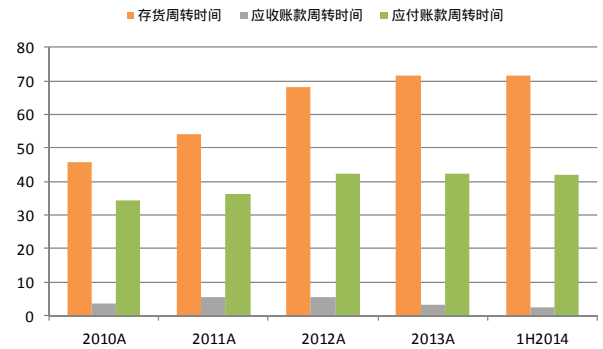
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 公司销售+管理费用率分拆情况



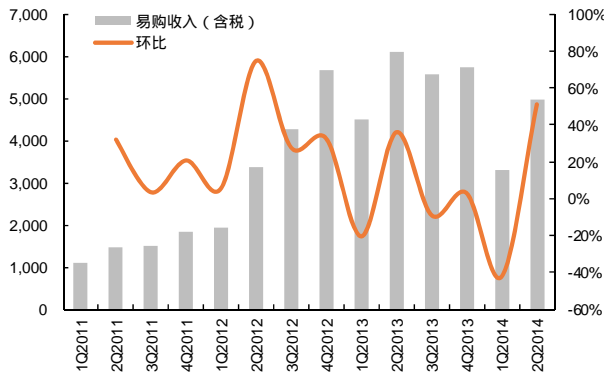
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 公司年度周转数据



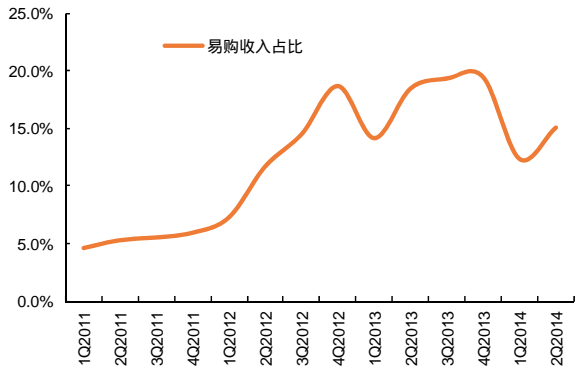
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表9 公司季度易购含税收入及增速



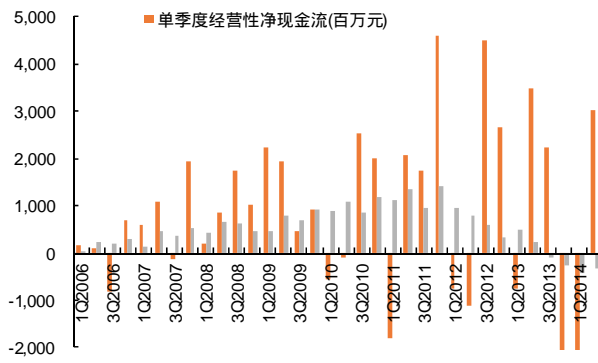
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表10 公司易购收入占总收入比



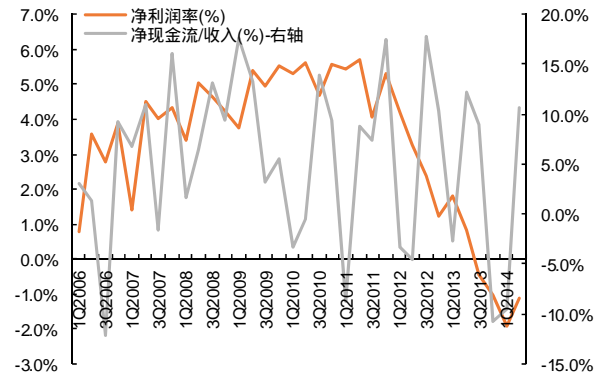
资料来源：公司公告，平安证券研究所

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	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	53,502	50,507	43,592	41,359
现金	24,806	24,401	18,506	16,822
应收账款	671	1,933	1,832	1,850
其它应收款	1,222	1,420	1,346	1,360
预付账款	4,121	3,346	3,192	3,234
存货	18,258	15,049	14,358	13,736
其他	4,424	4,357	4,357	4,357
<b>非流动资产</b>	28,749	33,012	36,931	40,784
长期投资	2,107	2,107	2,107	2,107
固定资产	10,750	13,773	17,599	21,125
无形资产	6,812	7,103	7,343	7,534
其他	9,081	10,029	9,882	10,017
<b>资产总计</b>	82,252	83,519	80,524	82,143
<b>流动负债</b>	43,471	54,090	53,485	57,744
短期借款	1,110	9,520	10,429	19,465
应付账款	10,531	10,874	10,774	9,701
其他	31,829	33,696	32,281	28,579
<b>非流动负债</b>	10,078	2,132	2,132	2,132
长期借款	594	594	594	594
其他	9,484	1,538	1,538	1,538
<b>负债合计</b>	53,549	56,222	55,617	59,876
少数股东权益	334	257	138	6
股本	7,383	7,383	7,383	7,383
资本公积	4,681	4,681	4,681	4,681
留存收益	16,430	14,975	12,705	10,197
<b>归属母公司股东权益</b>	28,703	27,297	24,907	22,267
<b>负债和股东权益</b>	82,252	83,519	80,524	82,143

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	2,238	4,811	-811	-4,073
净利润	2,505	-1,454	-2,270	-2,508
折旧摊销	2,505	-1,454	-2,270	-2,508
财务费用	93	235	530	848
投资损失	-13	0	0	0
营运资金变动	-4,395	4,834	-492	-4,227
其它	1,542	2,651	3,691	4,322
<b>投资活动现金流</b>	-10,048	-5,445	-5,464	-5,799
资本支出	-7,000	-5,285	-5,324	-5,659
长期投资减少	-1,762	-100	-100	-100
其他	-18,810	-10,830	-10,888	-11,557
<b>筹资活动现金流</b>	2,874	229	379	8,188
短期借款增加	87	8,410	909	9,035
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	-1,762	-8,181	-530	-848
<b>现金净增加额</b>	-4,936	-405	-5,895	-1,684

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	105,292	97,606	92,530	93,456
营业成本	89,279	83,648	79,807	80,839
营业税金及附加	330	390	370	374
营业费用	12,740	12,425	11,992	11,934
管理费用	2,806	2,645	2,637	2,570
财务费用	-149	235	530	848
资产减值损失	220	-33	-4	0
公允价值变动收益	83	-60	-40	-40
投资净收益	34	0	0	0
<b>营业利润</b>	101	-1,705	-2,803	-3,110
营业外收入	161	200	200	200
营业外支出	201	180	180	180
<b>利润总额</b>	144	-1,745	-2,823	-3,130
所得税	40	-314	-423	-469
<b>净利润</b>	21	-1,371	-2,360	-2,620
少数股东损益	-267	-77	-119	-132
<b>归属于母公司净利润</b>	372	-1,454	-2,270	-2,508
EBITDA	1,422	436	-212	158
EPS (元)	0.05	-0.20	-0.31	-0.34

主要财务比率

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
营业收入%	7.1	-7.3	-5.2	1.0
营业利润%	-96.7	-1789.3	64.4	10.9
净利润%	-86.1	-491.2	56.1	10.5
<b>获利能力</b>				
毛利率%	15.2	14.3	13.8	13.5
净利率%	0.4	-1.5	-2.5	-2.7
ROE%	1.3	-5.4	-9.2	-11.3
ROIC				
<b>偿债能力</b>				
资产负债率%	65.1	67.3	69.1	72.9
净负债比率%	3.28	18.09	19.92	33.59
流动比率	1.2	0.9	0.8	0.7
速动比率	0.8	0.7	0.5	0.5
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.33	1.18	1.13	1.15
应收账款周转率	108.46	74.98	49.16	50.76
应付账款周转率	8.51	7.82	7.37	7.90
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.05	-0.20	-0.31	-0.34
每股经营现金流	0.30	0.65	-0.11	-0.55
每股净资产	3.84	3.66	3.35	3.02
<b>估值比率</b>				
P/E	147.0	-37.6	-24.1	-21.8
P/B	1.9	2.0	2.2	2.5
EV/EBITDA	58.9	198.8	-433.0	616.4

## 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	