

苏宁云商 (002024)

推荐

行业：专业连锁

二季度收入环比上升，未来持续关注转型效果

— 2014年中报业绩点评

2014年上半年，公司实现营业收入511.52亿元，同比下滑7.89%；归属上市公司净亏损为7.55亿元，同比下滑202.93%；扣非后净亏损8.21亿元，同比下滑214.92%；基本每股收益-0.10元。

投资要点：

✦ **线下可比店面收入降幅收窄，加速开拓二三线市场**：1、受2013年上半年高基数的影响，可比店面收入同比下滑8.57%，二三级市场表现优于一级市场。线下门店销售持续改善中，二季度门店收入同比降幅从一季度的13.4%收窄至4%。2、2014年上半年，公司新开店62家，其中，二三级市场新开店52家，关闭低效、无效的各类店面64家。二三线市场门店占全部门店比重达到62.67%，公司将重点推进二三线市场社区店和四线市场县镇店的优化调整。

✦ **互联网业务环比增长50.97%，持续优化用户体验**：1、2014年上半年，苏宁易购实现商品销售收入82.82亿元，其中二季度49.82亿元，环比增长50.97%。上半年易购收入同比下滑22%，而同期全国网上零售额同比增长48.3%，二季度易购市占率3.5%，低于2013年的4.9%。2、截至2014年6月，苏宁会员总数达到了1.31亿，上半年新增1,858万。公司互联网业务发展的重心聚焦在用户体验，持续优化页面设计、购物流程，同时独立物流公司。

✦ **后台服务能力提升，战略转型持续推进**：1、福州、中山物流基地投入使用，南宁、苏州、乌鲁木齐、昆明等15个城市物流基地在建。物流仓储及相关配套总面积达352万平方米，物流网络已经实现对全国90%区县的覆盖。2、公司成立线上线下融合的运营总部，推进全渠道融合，同时在物流、金融、红孩子母婴、超市、移动互联等业务成立八大独立公司运营，实现专业化运作。公司转型进入关键阶段，短期内费用压力较大，未来仍具有较强的竞争力。

✦ **给予“推荐”评级**：公司处于转型的关键阶段，业绩承压。需持续关注公司转型效果，包括全渠道运营体系融合、商品供应链体系调整、IT平台升级等方面。预计2014-16年营业收入增速为0.7%、8.3%和9.2%，EPS分别为-0.17、-0.12和0.01元，2014年市销率0.55倍，对应目标价7.96元。

✦ **风险提示**：电商竞争加剧，易购增速缓慢；转型执行力度不达预期。

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	105292	106028	114827	125378
收入同比(%)	7%	1%	8%	9%
归属母公司净利润	372	-1242	-875	62
净利润同比(%)	-86%	-434%	-170%	-93%
毛利率(%)	15.2%	14.2%	14.6%	15.0%
ROE(%)	1.3%	-4.6%	-3.3%	0.2%
每股收益(元)	0.05	-0.17	-0.12	0.01
P/E	146.96	N/A	N/A	882.95
P/B	1.93	2.00	2.05	2.03
EV/EBITDA	20	-43	226	17

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

作者

署名：徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@china-invs.cn

6-12个月目标价：7.96

当前股价：7.61

评级调整：下调

基本资料

总股本(百万股)	7,383
流通股本(百万股)	4,941
总市值(亿元)	562
流通市值(亿元)	376
成交量(百万股)	122.85
成交额(百万元)	926.68

股价表现



相关报告

《苏宁云商：确定战略，明确布局，不为短期业绩悲喜-2013年3季报点评暨电话会议纪要》2013-10-31

1. 二季度营业收入环比改善，可比门店降幅收窄

2014 年上半年，公司实现营业收入 511.52 亿元，同比下滑 7.89%。其中，一季度实现收入 228.69 亿元，环比下滑 9.08%，二季度实现收入 282.83 亿元，环比增长 23.67%。为了实现战略落地，公司在一季度进行了组织人员调整，二季度营业收入环比改善反映出公司正在逐渐走上正轨。

受 2013 年上半年高基数的影响，2014 年上半年，可比店面收入同比下滑 8.57%。二季度以来，公司采取了一系列提升门店引流、丰富门店功能的措施，同时进一步加强促销推广，线下门店销售持续改善，二季度门店收入同比降幅从一季度的 13.4% 收窄至 4%。

图 1 各季度营业收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 2 可比店面销售收入同比增速



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2. 门店网络逐步下沉，加速开拓二三线市场

2014 年上半年，公司可比店面销售收入同比下降 8.57%，其中二三线市场可比店面降幅小于一、四级市场，而公司门店网络下沉，开店的重点也正是二三线市场。

表 1 门店经营质量情况

市场级别	一级市场	二级市场	三级市场	四级市场
可比店面	-9.15%	-8.61%	-5.59%	-12.92%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

一级城市竞争加剧，同时二、三级城市居民收入不断提升，家庭月收入增幅明显高于一级市场，二者收入差距逐步缩小，二三级市场居民的消费能力快速提升，市场需求不断壮大。

2014 年上半年，公司新进地级市 3 个，新开各类店面 62 家，其中二三级市场新开各类店面共计 52 家，二三线市场门店占全部门店比重达到 62.67%。

表 2 门店分布情况

地区	数量	占比	占比变化
一级市场	498	31.46%	-0.72%
二级市场	457	28.87%	-0.27%
三级市场	535	33.80%	1.62%
四级市场	93	5.87%	-0.63%
合计	1583	100%	

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

截至 2014 年 6 月 30 日，公司在国内市场大陆地区已进入 280 个地级以上城市，共计拥有连锁店 1583 家，其中常规店 1505 家、县镇店 67 家、乐购仕店 7 家，红孩子店 4 家，连锁店面积合计 661.96 万平方米。同时公司拥有购置店 39 家、自行开发店面 5 家、与苏宁置业集团/苏宁电器集团合作长期租赁店面 11 家。在国际市场，公司在香港地区拥有连锁店 27 家，在日本市场拥有连锁店 13 家。

表 3 中国大陆地区门店情况

项目类型	2014H1	2013
旗舰店	333	330
中心店	428	428
社区店	744	737
县镇店	67	76
乐购仕店	7	12
红孩子店	4	2
合计	1583	1585

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 4 国际市场新开店面情况

项目类型	新开门店	关闭门店	门店数
香港地区	2	4	27
日本地区	3	2	13

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

3. 线上业务环比大幅改善，市占率回升至 3.5%

2014 年上半年，苏宁易购实现商品销售收入 82.82 亿元，其中一季度 33 亿元，二季度 49.82 亿元，二季度环比增长 50.97%，业绩较一季度大幅改善。2014 年二季度，苏宁易购市占率为 3.5%，较一季度的 2% 有所提升，但低于 2013 年的市占率。2013Q1-Q4 单季度的市占率分别为：4.5%、5%、4.4%和 3.54%。

图 3 苏宁易购销售收入及增速（亿元）

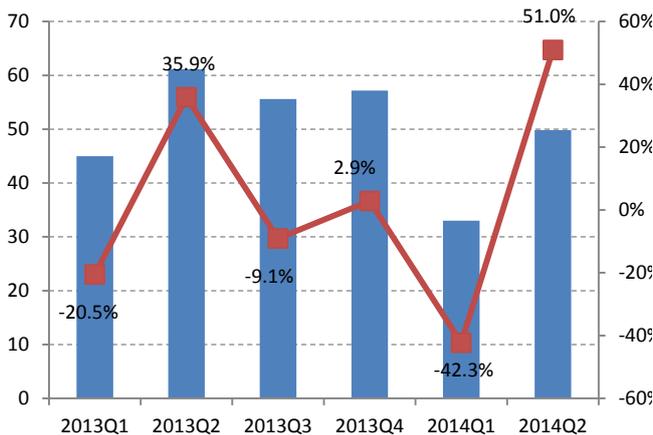
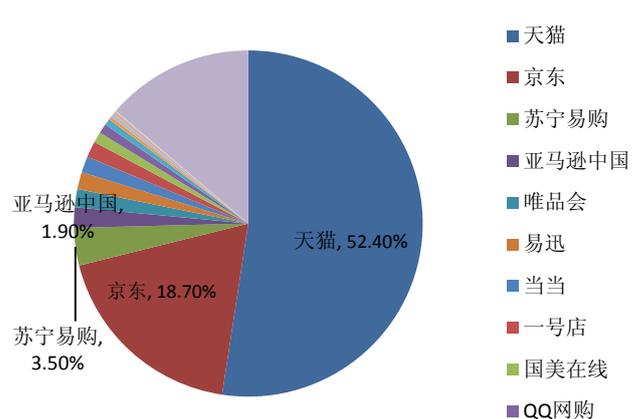


图 4 2014 年 2 季度 B2C 交易份额



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

资料来源：易观智库、中国中投证券研究总部

在用户体验方面，一方面，苏宁持续优化页面设计、购物流程，加大力度完善线上线下客服效率，提升专业化水平；另一方面，独立物流公司，以社会化标准进行体系重构，发挥苏宁全国性物流网络的优势。6 月份苏宁物流公司的妥投率达到了 99.02%，同时一日三送、半日达、2 小时急速达等配送服务产品持续推出，有效改善用户体验。

在移动端上，公司加快手机端、PAD 端、WAP 客户端的研发速度，加大移动端下载、激活使用的推广力度；注重内容运营，重点提升 3C 类及母婴、美妆、超市产品占比；运用多种营销手段提升客户端访问频次及深度，提高转化率。截至 2014 年 6 月份，苏宁移动端订单数量占比已达到 20%。

4. 全方位打造苏宁生态系统

(1) 物流能力是零售企业核心竞争力的关键要素，公司目前物流仓储及相关配套面积达到了 352 万平方米，拥有 8 个采购枢纽中心、57 个区域配送中心、352 个城市转配中心和 1583 个快递网点，物流网络已经实现对全国 90% 区县的覆盖。

其中，福州、中山物流基地投入使用，南宁、苏州、乌鲁木齐、昆明等 15 个城市物流基地在建，23 个城市物流基地完成土地签约。

(2) 作为苏宁发展互联网的重要入口，2014 年 6 月 PPTV 日均覆盖用户数达到 4264 万，日均 VV 达到约 2.8 亿。为了提升用户体验，公司加大了技术方面的投入，上半年 PPTV 亏损 17,339.4 万元，拖累净利润。未来随着

投入期的完成，PPTV 有望贡献正利润。

- (3) 门店是苏宁 O2O 模式重要一环,公司从三个方面进行推进互联网运营 1、优化展示、支付、物流、服务等基础流程环节,提升用户体验。2、优化员工激励授权体系,提升线上线下协同意识;3、培养员工掌握互联网工具的应用与相关知识。
- (4) 开设独立公司,运作金融业务:①加强易付宝基础功能建设,提升支付体验。②苏宁小贷、苏宁保理针对上游供应商提供供应链金融服务。③理财业务循序渐进,“零钱宝”、对公理财规模持续增加。

5. 收入下滑,费用率较去年同期上升 3.06%

2014 年上半年,公司费用率较 2013 年同期上升 3.06%,其中销售费用率增加 2.24%,管理费用率增加 0.61%,财务费用率增加 0.21%。其中,二季度的销售费用率和管理费用率较一季度均有所下降。

公司费用率较去年上升的主要原因在于:1、营业收入较去年同期有所下滑,而运营费用相对刚性。2、公司引进了互联网技术、金融、苏宁互联等新业务的专业人员,人员费用同比增长 1.61%。3、公司加大了电视、网络等媒体渠道的广告投放力度,广告促销费用大幅增长 12.63%。4、信息研发相关费用有所增加,其他费用率同比增加 0.51%。5、在物流业务上的大额投入带来折旧费用增加。6、计提公司债券利息增加。

图 5 2012Q1-2014Q2 销售费用率



图 6 2012Q1-2014Q2 管理费用率



资料来源:公司公告、中国中投证券研究总部

资料来源:公司公告、中国中投证券研究总部

6. 盈利预测

经济的疲软、家电刺激政策的退出、房地产市场的低迷,让线下业务对线上业务的“输血”日渐困难;阿里、京东美国上市以及京东与腾讯电商的联姻使得 B2C 市场双寡头格局渐成,不断挤压苏宁易购的生存空间,而最关键的则是苏宁亟需提升自身购物体验;PPTV、移动转售、互联网金融业务等苏宁生态圈各要素的整合还需持续推进。预计 2014、2015、2016 年 EPS 分别为-0.17、-0.12 和 0.01 元,2014 年市销率 0.55

倍，对应目标价 7.96 元。

7. 风险提示

- 1、 电商竞争加剧，易购增速缓慢，市占率进一步下降。
- 2、 转型执行力度不达预期。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	53502	55561	56496	60556
现金	24806	30611	30624	33576
应收账款	671	671	743	810
其它应收款	1222	1076	1163	1275
预付账款	4121	4550	4904	5327
存货	18258	16892	17250	17734
其他	4424	1760	1812	1833
非流动资产	28749	31202	33245	33876
长期投资	2107	1050	1039	1020
固定资产	10750	14708	17332	18337
无形资产	6723	7050	7362	7668
其他	9169	8394	7511	6851
资产总计	82252	86763	89740	94432
流动负债	43414	48589	51779	55654
短期借款	1110	1170	1158	1166
应付账款	10531	10921	11770	12784
其他	31773	36498	38851	41704
非流动负债	10134	10830	11445	12010
长期借款	594	1194	1794	2344
其他	9541	9637	9651	9666
负债合计	53549	59420	63224	67664
少数股东权益	334	90	-112	-98
股本	7383	7383	7383	7383
资本公积	4681	4681	4681	4681
留存收益	16426	15187	14561	14798
归属母公司股东权益	28369	27253	26628	26866
负债和股东权益	82252	86763	89740	94432

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	2238	6311	2828	4614
净利润	104	-1486	-1077	76
折旧摊销	1616	1356	1626	1818
财务费用	-149	-99	-8	-27
投资损失	-34	-43	-45	-46
营运资金变动	542	6294	2293	2758
其它	159	288	40	35
投资活动现金流	-10048	-1234	-3659	-2423
资本支出	4761	3542	2875	1651
长期投资	-5078	-340	-11	-19
其他	-10365	1968	-795	-791
筹资活动现金流	2874	727	844	760
短期借款	-643	60	-12	8
长期借款	594	600	600	550
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	1	0	0	0
其他	2921	67	256	202
现金净增加额	-5126	5804	14	2952

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016
营业收入	105292	106028	114827	12537
营业成本	89279	91009	98082	10653
营业税金及附加	330	339	367	401
营业费用	12740	13784	14583	15045
管理费用	2806	2969	3215	3260
财务费用	-149	-99	-8	-27
资产减值损失	220	104	106	104
公允价值变动收益	83	2	1	1
投资净收益	34	43	45	46
营业利润	184	-2032	-1472	107
营业外收入	161	154	150	148
营业外支出	201	156	154	151
利润总额	144	-2035	-1476	105
所得税	40	-549	-399	28
净利润	104	-1486	-1077	76
少数股东损益	-267	-243	-203	15
归属母公司净利润	372	-1242	-875	62
EBITDA	1651	-775	146	1898
EPS (元)	0.05	-0.17	-0.12	0.01

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016
成长能力				
营业收入	7.1%	0.7%	8.3%	9.2%
营业利润	-93.9%	-1205.2%	-172.4%	-92.7
归属于母公司净利润	-86.1%	-434.2%	-170.4%	-92.9
获利能力				
毛利率	15.2%	14.2%	14.6%	15.0%
净利率	0.4%	-1.2%	-0.8%	0.0%
ROE	1.3%	-4.6%	-3.3%	0.2%
ROIC	0.3%	-34.7%	-25.6%	2.8%
偿债能力				
资产负债率	65.1%	68.5%	70.5%	71.7%
净负债比率	3.28%	4.06%	4.75%	5.26%
流动比率	1.23	1.14	1.09	1.09
速动比率	0.81	0.79	0.75	0.77
营运能力				
总资产周转率	1.33	1.25	1.30	1.36
应收账款周转率	104	149	154	153
应付账款周转率	8.51	8.48	8.65	8.68
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.05	-0.17	-0.12	0.01
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.85	0.38	0.62
每股净资产(最新摊薄)	3.84	3.69	3.61	3.64
估值比率				
P/E	146.96	N/A	N/A	882.9
P/B	1.93	2.00	2.05	2.03
EV/EBITDA	20	-43	226	17

相关报告

报告日期	报告标题
2013-10-31	《苏宁云商：确定战略，明确布局，不为短期业绩悲喜-2013年3季报点评暨电话会议纪要》
2013-07-17	《苏宁云商-管理层连续增持，中长期看好公司云商模式能转型成功》
2013-06-28	《苏宁云商-集团再次增持显信心，线上线下同价得未来》
2013-04-27	《苏宁云商-Q1 苏宁基本面已现改善迹象，看好公司云商模式能转型成功》
2013-04-02	《苏宁云商-持续转型中，2013年基本面有望看到改善迹象》
2013-02-20	《苏宁电器-变革即将发生,"大象"开始发力》
2013-01-17	《苏宁电器-苏宁易购 2013年将迎来毛利率向上拐点》
2013-01-15	《苏宁电器-借力品牌+渠道优势，苏宁有望首批获得虚拟运营商牌照》
2012-12-28	《苏宁电器-携手苏宁置业，保证租赁物业的长期稳定性》
2012-07-08	《苏宁电器_定增尘埃落定，前景长期看好》
2010-04-28	《苏宁电器-业绩超预期、内生增长明显加速》
2010-03-15	《苏宁电器-三、四级市场拓展力度将逐步加大》
2009-03-01	《苏宁电器-行业处于寒冬、外延扩张将支撑增长》
2009-01-22	《苏宁电器-2008 第四季度业绩低于预期》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

徐晓芳：中投证券商贸零售、奢侈品分析师，中山大学岭南学院经济学硕士。重点覆盖公司：苏宁云商、新华都、农产品、欧亚集团、步步高、大商股份、友好集团、银座股份、重庆百货、友阿股份、天虹商场、广州友谊、新华百货、南京中商、通程控股以及潮宏基、东方金钰、飞亚达 A、千足珍珠等。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434