

苏宁云商 (002024)

“平台、商品、服务”战略再明晰，提速全力奔跑

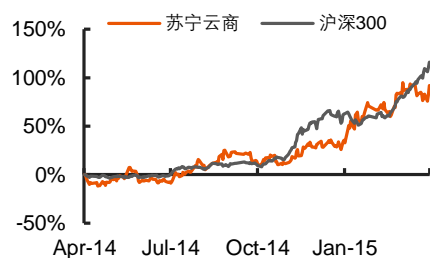
推荐 (维持)

现价: 14.16 元

主要数据

行业	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)	5,442
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	994.50
流通 A 股市值(亿元)	733.05
每股净资产(元)	3.97
资产负债率(%)	64.10

行情走势图



证券分析师

徐问
 投资资格编号
 S1060513050003
 0755-22622625
 XUWEN007@pingan.com.cn

研究助理

王晴
 一般从业资格编号
 S1060114080032
 021-20667498
 WANGQING944@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:

我们近期参加了苏宁云商投资者交流会，对公司 15 年的发展战略进行了进一步跟踪。

平安观点:

- **1Q15 公司线上销售同比增长 90%，移动端贡献比例接近 50%。**我们预计 15 年移动端交易将会成为线上消费最主要的来源。截止 14 年底，公司线上 SKU 达到 800 万以上，同比增长 4 倍之多。4Q14 线上活跃用户同比上升 100%，达到 2700 万人。母婴品类销售上升 200%，超市品类上升 400%。物流方面，次日达覆盖率达 90%，1000 多种商品实现 2 小时极速达，妥投率高达 99%。15 年公司经营目标设定为用户 2 亿以上，合作伙伴 6 万以上，商品 SKU1500 万以上。
- **战略进一步明晰，沿“平台、商品、服务”主线展开：**公司已经形成云店+PC 端+移动端+TV 端的全渠道布局，将伸向消费者服务触角全面打通。15 年将继续丰富超市与母婴品类的 SKU，带动家电产品复购率，预计 15 年底线上平台商户将达 30000 名。公司将服务提升到零售核心的战略高度。未来将自营的物流、资金流、信息流转化成社会化产品对外开放。
- **线下开店计划着眼渠道下沉，聚焦流量融合：**15 年公司计划新开易购服务站 1500 家+标准店 50 家+云店 5 家。易购服务站抢占乡镇市场，线上 800 万商品以虚拟方式导入，可复制性高扩展迅速，着力于培育线上消费习惯。标准店向低线城市下沉，实现线上线下流量共享。5 家云店旨在进一步提升客户体验。
- **金融业务带来利润惊喜，PPTV 网罗客厅流量：**金融业务集成支付、理财、消费信贷、供应链金融为一体，预计 15 年将贡献 5 亿左右利润。入股的 PPTV 处于管理磨合期，利用自有电视+PPTV 的内容打造全产业链，网罗客厅入口流量。采用自有电视硬件销售(成本售价)+内容消费的盈利模式，加入 TV 广告营销，帮助线上中小商户走进银幕。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	105292	108925	118696	135206	154974
YoY(%)	7.1	3.5	9.0	13.9	14.6
净利润(百万元)	289	876	-224	334	1016
YoY(%)	-86.1	133.2	-125.8	-249.5	203.7
毛利率(%)	15.2	15.3	16.2	16.5	16.8
净利率(%)	0.4	0.8	-0.2	0.2	0.7
ROE(%)	1.3	3.0	-0.8	1.1	3.3
EPS(摊薄/元)	0.04	0.12	-0.03	0.05	0.14
P/E(倍)	362.0	119.3	-467.4	312.7	102.9
P/B(倍)	3.7	3.6	3.6	3.6	3.4

- 预计 15-17 年 EPS 为-0.03/0.05/0.14 元，对应当前股价 PE=-476.4/312.7/102.9。考虑到线上渠道竞争加剧，继续维持“推荐”评级。
- 风险提示：线上销售不达预期；引流成本过高。

1Q15 公司线上销售同比增长 90%，移动端贡献比例接近 50%。我们预计 15 年，移动端流量交易将会成为线上消费最主要的来源。

截止 14 年底，公司线上 SKU 达到 800 万以上，同比增长 4 倍之多。4Q14 线上活跃用户同比上升 100%，达到 2700 万人。母婴品类销售上升 200%，超市品类上升 400%。物流方面，次日达覆盖率达 90%，1000 多种商品实现 2 小时极速达，妥投率 99%，是 15 年第一季度行业物流投诉率最低的企业。

15 年公司经营目标设定为用户 2 亿以上，合作伙伴 6 万以上，商品 SKU1500 万以上。

一、 战略进一步明晰，沿“平台、商品、服务”主线展开

公司定位零售商，提出互联网+时代零售三大要素的融合共生——成本、专业、保障。具体来说，公司战略随平台、商品、服务三条主线展开。

1.1 平台——连接所有消费场景

公司已经形成云店+PC 端+移动端+TV 端的全渠道布局，借助 PPTV 深入客厅。将伸向消费者服务触角全面打通。

举措一：利用云店，实现销售、体验、服务、本地化营销四大功能协同。

举措二：移动端全力在用户、频次、规模上迅速突破。

举措三：在门店、PC、移动端、TV 全面打通苏宁易购品牌，并在 4、5 线城市、农村、校园建立更多的接触点。

1.2 商品——海量 SKU 共建一站式购物

公司已经建立电器、超市、母婴、百货、金融、文化等不同消费特性产品的全面组合。并继续致力于持续提升 SKU 丰富度，以母婴、超市为突破口，利用其高频购买率带动电器销售。据公司统计，超市商品购买用户中购买小家电的比例达到 36%，购买 3C 比例达到 20%。

公司电器销售的口碑已经深入人心，预计 15 年将投入更多资源与精力在线上超市的推广方面，引入合作商户 30000 家，力争将超市、母婴的销售规模冲进行业前三。

举措一：超市、母婴作为自营突破的重点，打造行业前三的规模与供应链能力。

举措二：通过开放平台实现品类迅速扩充。

举措三：将 C2B 固化，实现消费与生产研发制造无缝衔接。

举措四：以商品经营的变革带动整个供应链的变革，赢得合作伙伴的认同。

1.3 服务——核心能力产品化

将服务提升到零售核心的战略高度。未来将自营的物流、资金流、信息流转化成社会化产品对外开放。物流云、数据云、金融云已经具备对外服务能力，业务上以产品化经营，意识上以独立公司运营。

二、 线下开店计划着眼渠道下沉， 聚焦流量融合

■ 云店——门店互联网化落地的载体

15 年将升级 5 家已有门店至云店，线上线下全面打通。云店经营面积 10000 平米，多业态提供消费者不同的消费体验。业态安排上，5000-5500 平米家电销售与体验，1500 平米儿童教育娱乐休闲，1500 平米美食街，1500 平米提供产品增值服务（维修、护理、商品品质检测）。

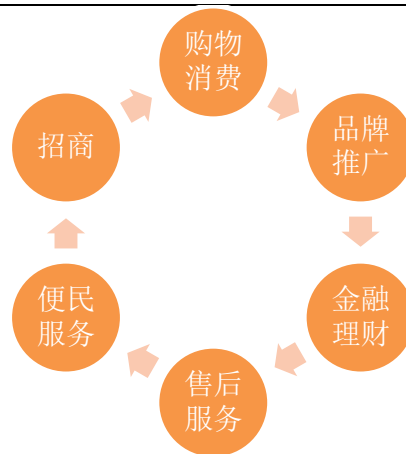
■ 易购服务站——迅速复制占领乡镇市场

15 年，公司计划开设 1500 家苏宁服务站，通过轻资产模式迅速覆盖乡镇市场，可复制性高，更多的商品以虚拟方式导入，将线上 800 万个 SKU 与消费者共享。易购服务站融合教育消费者上线消费、最后一公里物流、支付、理财、招商等多重功能。

标准化复制服务站，面积 80-100 平米为主，采用虚拟出样方式，我们预计公司前期的扩张速度较慢，下半年模式成熟后再进行快速布点。易购服务站不只是承载销售功能，更侧重给顾客更多体验，成为乡镇市场的引流入口。服务站辐射地区的消费情况归集入服务站业绩，员工的推广动力较强。

同时，依靠易购服务站，发展和培育镇一级代理，形成更加密集流量入口。物流配送由易购服务站提供，施行串点配送提升效率；在较偏远的地区和当地社会物流资源合作。

图表1 苏宁易购服务站 6 大功能



资料来源:公司网站，平安证券研究所

■ 标准店——渠道下沉，享受低线城市市场空间

15 年，公司计划开业标准店 50 家。地域分布上，以低线城市为主。一线城市新开店很少，填补空白商圈；二线城市将开一家以上的门店，多数是在新城区。目前公司已经进入 300 个城市，保守测算仍需 200 家以上的门店布点；县级门店主要采用实物出样的方式，目前已经覆盖 600-700 个县。以前成熟的标准门店以 3000 平米为主，未来新开店将面积控制在 1500-1800 平米，承担用户导入、发展会员的职能。

三、 金融业务带来利润惊喜

■ 支付

拓展支付的应用场景，目前易支付的会员还停留在线上。公司计划 6 月 18 日之前，易支付在百强企业渗透率达到 60%。预计 15 年末易支付将与 20000 家线下商铺的进行支付合作。目前零钱包余额规模在 40 个亿左右。

■ 理财

理财服务投资标的多样，包括零钱宝、票据、基金以及 REITS 等。预计 15 年达到 250 亿规模（流量），公司从中收取 1.5 个点。

■ 消费信贷

信贷服务能够有效拉动消费，任性付已经在内部员工试运行，预计到 5 月消费金融公司上线后可以推广，填补校园内学生群体的消费信贷空白。公司具有资金成本优势，通过吸收洋河酒厂、南京银行等股东存款，资金成本较低。预计消费金融的规模达 50 亿元，借款利率较银行信用卡更优惠。

■ 供应链金融

为供应商与企业级商户提供服务，后期会将金融平台更进一步开放。预计 15 年，供应链金融规模可达 200-250 亿。

四、 硬件+内容，PPTV 网罗客厅流量

PPTV 处在管理磨合期，今年将借助苏宁的股东资源进入客厅大屏时代。推广方式多样：1) 公司 1 月、5 月、6 月、8 月均推出自有电视产品，8 月将推出 55 寸电视产品值得市场期待。售价较同行最低水平仍低 30%，从研发到销售缩短供应链，降低终端价格，为内容收费做铺垫；自有电视的操作系统由成熟的厂家开发，采取硬件+内容收费的盈利模式，在视频引入电视购物，进入客厅给平台商户与供应商做 TV 端推广。2) 和市场主流品牌合作；3) 补贴推广；4) 借助 PPTV 牌照商已经形成的资源。

内容：做定制化文化产品的消费。体育节目整合版权和独家的转播权，目前已经取得英超的版权。旅游节目主要电视台合作，并计算延伸产业链至旅游产品。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	53502	50647	54335	60995
现金	24806	22274	24272	27649
应收账款	671	536	584	665
其他应收款	4121	3852	4151	4715
预付账款	1222	1914	2086	2376
存货	18258	16039	17285	19633
其他流动资产	4424	6033	5958	5958
非流动资产	28749	31546	36806	40823
长期投资	2107	1347	1367	1367
固定资产	10750	12155	16712	20571
无形资产	6812	7051	7850	8624
其他非流动资产	9081	10993	10877	10262
资产总计	82252	82194	91141	101818
流动负债	43471	42195	51192	61397
短期借款	1110	1837	7552	11104
应付账款	10531	8427	11732	13326
其他流动负债	31829	31931	31908	36967
非流动负债	10078	10462	10662	10762
长期借款	594	914	1114	1214
其他非流动负债	9484	9547	9547	9547
负债合计	53549	52657	61853	72158
少数股东权益	334	255	230	267
股本	7383	7383	7383	7383
资本公积	4681	4602	4602	4602
留存收益	16430	17297	17073	17407
归属母公司股东权益	28494	29282	29058	29393
负债和股东权益	82252	82194	91141	101818

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	2238	-1381	2831	5363
净利润	104	824	-224	334
折旧摊销	1616	1726	760	983
财务费用	-149	67	591	639
投资损失	34	-30	0	0
营运资金变动	230	-2107	1727	3368
其他经营现金流	403	-1861	-24	39
投资活动现金流	-10048	-2007	-6157	-5000
资本支出	4761	3854	-6000	-5000
长期投资	-1533	760	-20	0
其他投资现金流	-13277	-6622	-137	0
筹资活动现金流	2874	629	5324	3013
短期借款	-643	727	5715	3552
长期借款	594	320	200	100
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	1	-79	0	0
其他筹资现金流	2921	-340	-591	-639
现金净增加额	-4936	-2760	1998	3376

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	105292	108925	118696	135206
营业成本	89279	92285	99455	112965
营业税金及附加	330	357	392	446
营业费用	12740	14105	14968	16603
管理费用	2806	3357	3620	4056
财务费用	-149	67	591	639
资产减值损失	220	175	1	2
公允价值变动收益	83	-9	0	0
投资净收益	34	-30	0	0
营业利润	101	-1450	-331	495
营业外收入	161	2652	0	0
营业外支出	201	221	0	0
利润总额	61	982	-331	495
所得税	40	149	-83	124
净利润	21	833	-249	372
少数股东损益	-267	-43	-25	37
归属母公司净利润	289	876	-224	334
EBITDA	678	-370	1439	2338
EPS (元)	0.05	0.12	-0.03	0.05

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	7.1	3.5	9.0	13.9
营业利润(%)	-96.7	-1536.5	-77.1	-249.5
归属于母公司净利润(%)	-86.1	133.2	-125.8	-249.5
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	15.2	15.3	16.2	16.5
净利率(%)	0.4	0.8	-0.2	0.2
ROE(%)	1.3	3.0	-0.8	1.1
ROIC(%)	0.2	-3.6	-0.6	0.9
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	65.1	64.1	67.9	70.9
净负债比率(%)	-80.3	-65.4	-52.5	-51.0
流动比率	1.23	1.20	1.06	0.99
速动比率	0.81	0.82	0.72	0.67
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	1.33	1.32	1.37	1.40
应收账款周转率	108.5	180.5	212.1	216.6
应付账款周转率	10.03	11.5	11.8	10.8
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.04	0.12	-0.03	0.05
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	-0.19	0.38	0.73
每股净资产(最新摊薄)	3.86	3.97	3.94	3.98
估值比率	-	-	-	-
P/E	362.0	119.3	-467.4	312.7
P/B	3.7	3.6	3.6	3.6
EV/EBITDA	197.0	-365.1	98.9	63.9

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±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±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替行使独立判断。

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 2015 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

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033