

苏宁云商 (002024.SZ)

互联网零售的王者—O2O 转型成效初显

 评级: **买入** 前次: 买入

目标价(元): -

分析师

胡彦超

S0740512070001

021-20315176

huyc@r.qizq.com.cn

2015年4月30日

基本状况

总股本(百万股)	7383.04
流通股本(百万股)	6970.05
市价(元)	12.93
市值(百万元)	95462.75
流通市值(百万元)	90122.73

业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	105,29	108,92	119,750	129,61	151,52
营业收入增速	7.05%	3.45%	9.94%	8.24%	16.91%
净利润增长率	-86.11	133.19	17.87%	-78.52	386.72
摊薄每股收益(元)	0.05	0.12	0.14	0.03	0.14
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	179.33	76.65	92.99	432.88	88.94
PEG	—	0.58	5.20	—	0.23
每股净资产(元)	3.86	3.98	4.06	4.09	4.24
每股现金流量	0.30	-0.19	0.43	0.47	0.96
净资产收益率	1.30%	2.95%	3.41%	0.73%	3.41%
市净率	2.34	2.26	3.17	3.14	3.04
总股本(百万股)	7,383.0	7,383.0	7,383.0	7,383.0	7,383.0

股价与行业-市场走势对比



投资要点

- 2015年1季度苏宁云商业绩基本符合我们的预期:** 报告期内,苏宁云商全渠道实现销售收入**294.5亿元**,同比增长**28.8%**,其中,一季度线上自营收入**58.97亿元**(含税),同比增长**78.7%**,开放平台商品交易规模为**11.77亿元**(含税),一季度实现线上平台实体商品交易总规模为**70.74亿元**(含税),同比增长**101.54%**。归属于上市公司股东的净利润亏损**3.3亿元**,同比收窄**23.4%**;公司预计二季度商品销售规模将继续保持较快增长,同比增长约**30%**,归属于上市公司股东的净利润亏损额预计为**2.5亿至3.5亿**。
- 积极推进云店模式,扩充多种经营业态,关闭低效门店, O2O 转型成效初显:** 公司积极探索云店模式,2015年4月28日,上海苏宁云店开业当天,通过苏宁易购客户端、苏宁易付宝参加“一元购”活动的用户数超过**7000人**,南京苏宁云店客流量接近**5万**。报告期内,公司经营业态逐步扩充,先后开设超市店面**1家**,红孩子店面**2家**,截止2015年1季度,苏宁拥有红孩子店**10家**,超市店**5家**。常规店经营方面,2015年1季度,公司新开常规店**15家**,调整/关闭各类低效店面**40家**,目前在大陆地区拥有连锁店店面合计**1628家**,香港、澳门地区合计拥有**28家**店面,日本市场合计拥有**18家**店面,合计拥有店面**1674家**。O2O转型成效逐步显现,一季度,公司可比店面销售收入增长较快,同比增加**15.0%**。
- 苏宁线上线下估值重构,转型过程中温和亏损可以接受,目前股价极其具备安全边际。** 苏宁作为产业内率先推行互联网零售模式的公司,在行业发展趋势中积累了丰富的运营实践经验,率先卡位,且苏宁的物流、金融方面均已经全面布局,我们给予苏宁“线上+线下+金融+物流”生态圈一定的估值溢价,2015年市值**1320亿元**,其中,线上收入保守估计**317亿元**,给予**2.3XPS**,对应市值**682亿元**;线下收入预计**863亿元**,给予**0.6XPS**,对应市值**518元**,2015/2016/2017年EPS分别为**-0.09**(如门店资产证券化则2015年EPS为**0.14**)/**0.03/0.14**,2015年第一阶段目标价为**17.8元**,重申“买入”评级。

内容目录

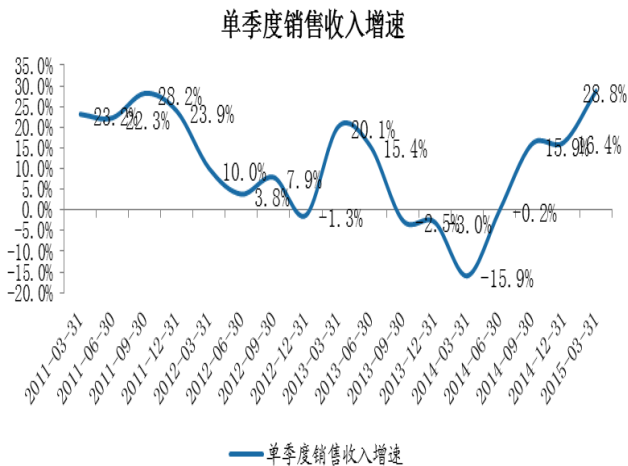
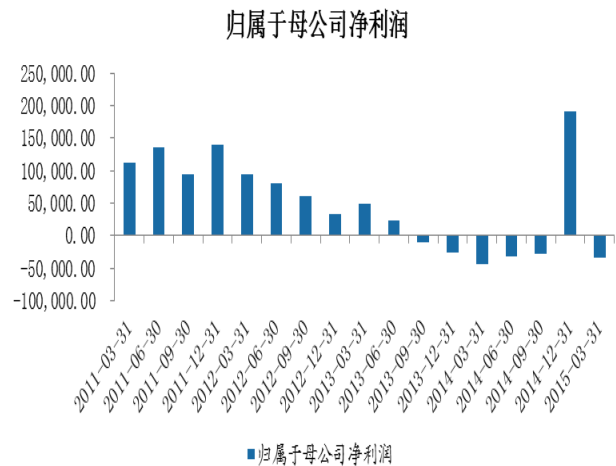
2015 年 1 季度，苏宁云商业绩基本符合我们的预期:	- 3 -
苏宁易购增长提速，全年业绩有望超市场预期:	- 4 -
线上线下估值重构，门店价值日益凸显	- 5 -
风险提示	- 5 -

图表目录

图表 1: 苏宁云商单季度销售收入增速	- 3 -
图表 2: 苏宁云商归属于母公司的净利润情况	- 3 -
图表 3: 苏宁云商单季度管理费用率及其增速	- 4 -
图表 4: 苏宁云商单季度销售费用率及其增速	- 4 -
图表 5: 苏宁易购自营销售收入及其增速	- 4 -

2015 年 1 季度，苏宁云商业绩基本符合我们的预期：

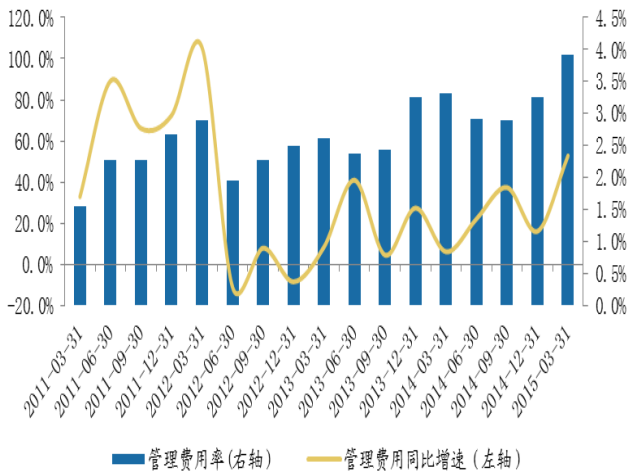
- 报告期内，苏宁云商全渠道实现销售收入 294.5 亿元，同比增长 28.8%，整体收入状况稳步提升；归属于上市公司股东的净利润亏损 3.3 亿元，同比收窄 23.4%；公司预计二季度商品销售规模将继续保持较快增长，同比增长约 30%，归属于上市公司股东的净利润亏损额预计为 25,000 万元至 35,000 万元。

图表 1：苏宁云商单季度销售收入增速

图表 2：苏宁云商归属于母公司的净利润情况


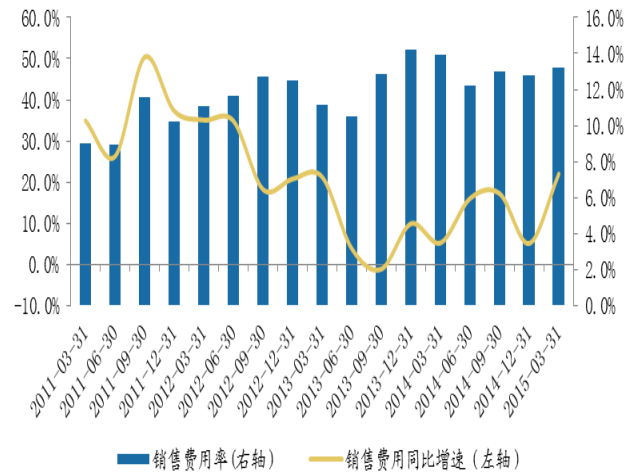
来源：公司公告 齐鲁证券研究所

来源：公司公告 齐鲁证券研究所

- 报告期内，公司综合毛利率水平保持相对稳定，一季度综合毛利率为 16.19%。费用方面，公司的品牌营销方面支出加大，为有效提升品牌认知度，公司持续加大在品牌宣传、营销推广等方面的投入，2015 年 1 季度，销售费用率为 13.2%，销售费用同比增长 22%；报告期内，公司加强人员薪酬激励、继续引进高素质专业人员；同时基于长远发展公司在物流资产、IT 技术方面不遗余力的持续超前投入，管理费用率为 3.9%，管理费用同比增长 52.87%。此外上年为收购 PPTV 股权，公司新增并购贷款，报告期内计提利息增加，由此带来财务费用同比增加 433.92%。报告期内公司三项费用率合计为 17.40%。

图表 3: 苏宁云商单季度管理费用率及其增速


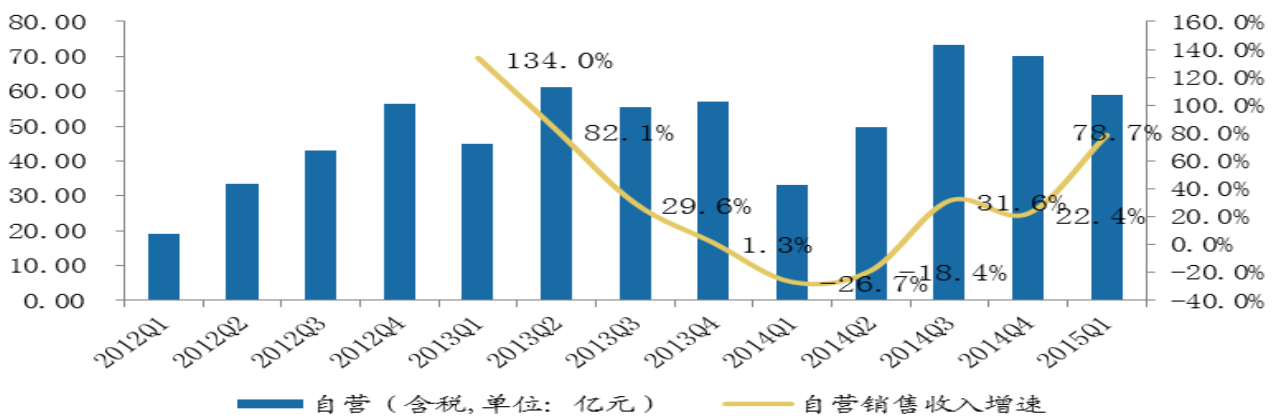
来源: 公司公告 齐鲁证券研究所

图表 4: 苏宁云商单季度销售费用率及其增速


来源: 公司公告 齐鲁证券研究所

苏宁易购增长提速，全年业绩有望超市场预期：

一季度苏宁线上业务实现自营商品销售收入 58.97 亿元(含税)，开放平台实现商品交易规模(指已完成收款及配送服务的订单金额，并剔除了退货影响)为 11.77 亿元(含税)，一季度实现线上平台实体商品交易总规模为 70.74 亿元(含税)，同比增长 101.54%。我们预计 2015 年 1 季度为苏宁线上业绩全年的最低点，2015 年销售收入突破 300 亿元是大概率事件，在线上线下边界日益模糊的背景下，叠加苏宁云店对于苏宁线上的引流及提高转化率的效应，苏宁云商线上销售收入有望给予市场一定的惊喜。

图表 5: 苏宁易购自营销售收入及其增速


来源: 公司公告 齐鲁证券研究所

线上线下载值重构，门店价值日益凸显

在互联网零售发展的趋势下，有别于市场的观点，我们认为苏宁线下门店并非苏宁的包袱，而是苏宁区别于其他竞争对手最重要的资源。苏宁作为产业内率先推行互联网零售模式的公司，在行业发展趋势中积累了丰富的运营实践经验，率先卡位，且苏宁的物流、金融方面均已经全面布局，我们给予苏宁“线上+线下+金融+物流”生态圈一定的估值溢价，2015年市值1320亿元，其中，线上收入保守估计317亿元，给予2.3XPS，对应市值682亿元；线下收入预计863亿元，给予0.6XPS，对应市值518元，2015/2016/2017年EPS分别为-0.09（如门店资产证券化则2015年EPS为0.18）/0.03/0.14，2015年第一阶段目标价为17.8元，重申“买入”评级。

风险提示

- 1，线上业务发展低于预期。
- 2，“零售云”、“物流云”等关键系统上线低于预期：“物流云”、“零售云”作为苏宁互联网零售生态圈的重要基础设施，上线较晚将影响苏宁运营效率以及增值服务收入。
- 3，门店互联网化，短期内影响公司线下的经营业绩。

损益表 (人民币万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	9,835,716	10,529,223	10,892,530	11,975,046	12,961,404	15,152,885
增长率	4.76%	7.1%	3.5%	9.9%	8.2%	16.9%
营业成本	-8,088,465	-8,927,906	-9,228,457	-10,046,583	-10,860,559	-12,693,636
%销售收入	82.2%	84.8%	84.7%	83.9%	83.8%	83.8%
毛利	1,747,252	1,601,317	1,664,072	1,928,464	2,100,845	2,459,249
%销售收入	17.8%	15.2%	15.3%	16.1%	16.2%	16.2%
营业税金及附加	-31,308	-32,994	-35,716	-39,518	-42,773	-50,005
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-1,181,094	-1,273,971	-1,410,503	-1,559,151	-1,620,175	-1,818,346
%销售收入	12.0%	12.1%	12.9%	13.0%	12.5%	12.0%
管理费用	-235,011	-280,567	-335,657	-407,152	-414,765	-466,709
%销售收入	2.4%	2.7%	3.1%	3.4%	3.2%	3.1%
息税前利润 (EBIT)	299,839	13,785	-117,803	-77,356	23,132	124,189
%销售收入	3.0%	0.1%	-1.1%	-0.6%	0.2%	0.8%
财务费用	18,608	14,909	-6,677	0	0	0
%销售收入	-0.2%	-0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-17,955	-21,994	-17,496	0	0	0
公允价值变动收益	-383	8,299	-933	0	0	0
投资收益	1,251	3,392	-2,985	-1,000	1,000	1,000
%税前利润	0.4%	23.5%	—	—	3.8%	0.8%
营业利润	301,360	18,390	-145,893	-78,356	24,132	125,189
营业利润率	3.1%	0.2%	-1.3%	-0.7%	0.2%	0.8%
营业外收支	22,800	-3,952	243,155	200,000	2,000	2,000
税前利润	324,160	14,439	97,261	121,644	26,132	127,189
利润率	3.3%	0.1%	0.9%	1.0%	0.2%	0.8%
所得税	-73,614	-4,008	-14,858	-19,463	-4,181	-20,350
所得税率	22.7%	27.8%	15.3%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	250,546	10,430	82,404	102,181	21,951	106,839
少数股东损益	-17,066	-26,747	-4,288	0	0	0
归属于母公司的净利润	267,612	37,177	86,691	102,181	21,951	106,839
净利率	2.7%	0.4%	0.8%	0.9%	0.2%	0.7%

现金流量表 (人民币万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	250,546	10,430	82,404	102,181	21,951	106,839
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	159,745	183,600	190,075	137,256	151,415	165,615
非经营收益	-25,340	-24,381	-280,649	-199,000	-3,000	-3,000
营运资金变动	144,992	54,199	-129,971	277,768	179,727	439,820
经营活动现金净流	529,944	223,848	-138,142	318,204	350,093	709,274
资本开支	585,574	472,298	-16,737	44,445	239,756	219,881
投资	-29,323	-539,032	-256,744	0	0	0
其他	1,251	6,487	39,303	-1,000	1,000	1,000
投资活动现金净流	-613,646	-1,004,843	-200,705	-45,445	-238,756	-218,881
股权募资	474,810	3,206	1,159	0	0	0
债权募资	458,681	349,492	114,209	-197,373	0	0
其他	-120,333	-84,266	-58,573	0	-36,915	0
筹资活动现金净流	813,158	268,432	56,795	-197,373	-36,915	0
现金净流量	729,456	-512,563	-282,052	75,387	74,422	490,393

资产负债表 (人民币万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	3,006,737	2,480,628	2,227,447	2,302,834	2,377,255	2,867,649
应收账款	169,922	173,137	244,945	183,783	209,194	248,110
存货	1,722,248	1,825,836	1,603,852	1,789,117	1,874,562	2,156,179
其他流动资产	443,806	951,617	988,498	1,031,841	1,069,594	1,144,584
流动资产	5,342,713	5,431,218	5,064,741	5,307,575	5,530,605	6,416,522
%总资产	70.1%	65.4%	61.6%	61.9%	62.3%	65.3%
长期投资	234,518	385,459	441,320	441,320	441,320	441,320
固定资产	1,106,513	1,469,999	1,540,107	1,634,223	1,699,863	1,738,439
%总资产	14.5%	17.7%	18.7%	19.1%	19.1%	17.7%
无形资产	710,648	830,385	877,840	890,913	915,615	933,304
非流动资产	2,273,437	2,873,147	3,154,632	3,261,821	3,352,162	3,408,427
%总资产	29.9%	34.6%	38.4%	38.1%	37.7%	34.7%
资产总计	7,616,150	8,304,366	8,219,373	8,569,396	8,882,767	9,824,949
短期借款	179,736	116,416	205,372	21,719	21,719	21,719
应付款项	3,857,675	4,120,620	3,776,330	4,221,115	4,539,134	5,348,559
其他流动负债	87,115	185,374	229,990	253,615	227,017	252,935
流动负债	4,124,526	4,422,410	4,211,691	4,496,448	4,787,869	5,623,213
长期贷款	0	59,384	91,421	91,421	91,421	91,421
其他长期负债	580,471	954,054	962,580	962,580	962,580	962,580
负债	4,704,997	5,435,848	5,265,693	5,550,450	5,841,871	6,677,214
普通股股东权益	2,845,913	2,848,817	2,934,888	3,000,153	3,022,104	3,128,943
少数股东权益	65,241	33,365	25,495	25,495	25,495	25,495
负债股东权益合计	7,616,150	8,318,030	8,226,075	8,576,098	8,889,469	9,831,652

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益(元)	0.362	0.050	0.117	0.138	0.030	0.145
每股净资产(元)	3.855	3.859	3.975	4.064	4.093	4.238
每股经营现金净流(元)	0.718	0.303	-0.187	0.431	0.474	0.961
每股股利(元)	0.000	0.000	0.050	0.050	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	9.40%	1.30%	2.95%	3.41%	0.73%	3.41%
总资产收益率	3.51%	0.45%	1.05%	1.19%	0.25%	1.09%
投入资本收益率	74.16%	1.39%	-8.79%	-6.90%	2.18%	20.61%
增长率						
营业总收入增长率	4.76%	7.05%	3.45%	9.94%	8.24%	16.91%
EBIT增长率	-49.68%	-95.40%	-95.59%	34.33%	129.90%	436.88%
净利润增长率	-44.49%	-86.11%	133.19%	17.87%	-78.52%	386.72%
总资产增长率	27.39%	9.22%	-1.11%	4.26%	3.66%	10.61%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.8	3.4	2.0	2.0	2.0	2.0
存货周转天数	69.2	72.5	67.8	65.0	63.0	62.0
应付账款周转天数	42.8	42.9	37.5	35.0	35.0	36.0
固定资产周转天数	29.6	33.5	38.4	38.0	36.6	32.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-81.77%	-62.02%	-46.79%	-54.80%	-56.85%	-70.47%
EBIT利息保障倍数	-16.1	-0.9	-17.6	—	—	—
资产负债率	61.78%	65.35%	64.01%	64.72%	65.72%	67.92%

投资评级说明

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%+5%

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。