

2015年04月30日

苏宁云商 (002024.SZ)

## 线上业务快速增长，O2O 战略持续推进，金融布局逐步深入

收、业绩同比改善，线上业务快速增长。公司 15Q1 实现营收 294.5 亿元，同比增加 28.77%，(14Q1-Q4 增速分别为-15.9%、-0.2%、15.9%、16.3%)；受益于品类的丰富和特色营销的推广，线上 GMV 为 70.74 亿元(自营 58.97 亿，开放平台 11.77 亿)，同比增长 101.54%(14Q1-Q4 增速分别为-26.67%、-18.51%、31.62%、26.9%)；线上线下 GMV 为 345 亿，同比增长 31.50%。归母净利润-3.32 亿元，同比增长 23.44%，(14Q1-Q4 增速分别为-45.45%、-55.62%、-43.62%、-2.60%)；扣非后归母净利润-4.04 亿元，同比增加 16.59%；EPS-0.04 元。加权平均 ROE 为-1.14%，同比增加 0.40 个百分点。

“云店”实践 O2O 战略，探索未来增长新模式。4 月 28 日，两家苏宁易购云店分别在南京和上海开业，作为公司 O2O 战略核心和新的引流端口，“云店”经营业态新颖，业务功能丰富，集销售、检验、服务、本地化营销四大功能于一体，打造一站式生活服务平台。

金融布局稳步推进，拓展支付场景，挖掘服务需求。公司依托深度合作的供应链企业、丰富商品品类、海量门店资源及牌照优势，服务消费者及企业，实现支付+理财+保险+信贷多维度布局。

维持盈利预测，维持买入-A 评级。公司基本面持续改善，门店调整优化有效推进，线上线下融合不断完善，全渠道体系加快建设，全国性物流网络雏形已现，未来叠加苏宁互联、互联网金融等新业务贡献业绩增量，经营状况将进一步改善。预期 15Q2 销售收入将同比增长 30%左右，预计 15H1 归母净利润亏损为 5.82 亿元 6.82 亿元之间，同比增长 13%-23%。我们预计 15-17 年 EPS 为 0.13 元、0.16 元、0.20 元，对应 PE 为 101 倍、82 倍、66 倍。维持买入-A 评级。

■风险提示：线上发展不达预期。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	105,292.2	108,925.3	127,596.0	148,523.0	164,797.0
净利润	371.8	866.9	965.6	1,207.0	1,477.5
每股收益(元)	0.05	0.12	0.13	0.16	0.20
每股净资产(元)	3.84	3.97	4.29	4.46	4.67
盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	262.6	109.4	101.0	82.1	65.7
市净率(倍)	3.4	3.3	3.1	2.9	2.8
净利润率	0.4%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%
净资产收益率	0.4%	2.8%	2.4%	3.2%	3.7%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	5.2%	-19.6%	-12.0%	209.2%	-24.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

连锁

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价

17.70 元

股价 (2015-04-29)

13.13 元

交易数据

总市值 (百万元)	96,939.36
流通市值 (百万元)	64,871.58
总股本 (百万股)	7,383.04
流通股本 (百万股)	4,940.71
12 个月价格区间	6.19/14.16 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-20.51	-16.66	-17.31
绝对收益	-0.30	20.46	103.88

张龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030  
zhanglong@essence.com.cn  
021-68766113

报告联系人

张璐芳

021-68766135

zhanglf2@essence.com.cn

相关报告

苏宁众筹正式上线，O2O 转型进入加速期	2015-04-24
季度环比改善，静候 2015 年资产价值重估	2015-04-02
牵手舜天足球 力拓足球产业	2015-03-04

**营收、业绩同比改善,线上业务快速增长。**公司 15Q1 实现营收 294.5 亿元,同比增加 28.77%,(14Q1-Q4 增速分别为-15.9%、-0.2%、15.9%、16.3%);受益于品类的丰富和特色营销的推广,线上 GMV 为 70.74 亿元(自营 58.97 亿,开放平台 11.77 亿),同比增长 101.54%(14Q1-Q4 增速分别为-26.67%、-18.51%、31.62%、26.9%);线上线下 GMV 为 345 亿,同比增长 31.50%。归母净利润-3.32 亿元,同比增长 23.44%,(14Q1-Q4 增速分别为-45.45%、-55.62%、-43.62%、-2.60%);扣非后归母净利润-4.04 亿元,同比增加 16.59%;EPS-0.04 元。加权平均 ROE 为-1.14%,同比增加 0.40 个百分点。

**可比门店销售收入显著增长,重点布局云店+易购服务站。**截至 15 年 1 季度末,公司拥有连锁店 1674 家。其中新开门店 20 家(常规店 15 家,超市店 1 家,红孩子 2 家,日本 2 家),调整关闭门店 42 家。其中,在大陆地区,现已进入 290 个地级以上城市,合计拥有连锁店 1628 家(常规店 1552 家+县镇店 58 家+红孩子 10 家+超市店 5 家+乐购仕店 3 家);国际市场方面,在香港、澳门地区连锁店 28 家,日本门店 18 家。门店质量上,随着公司一季度 O2O 转型、加强门店引流和运营推广的初步成效显现,公司可比门店销售收入较去年同期增长 14.97%(14H1 为-8.57%、14 年全年为-3.96%)。15 年公司线下门店的发展重点在于一级市场云店的改造和农村易购服务站的渠道下沉。预期 15 年将开业约 50 家云店(原则上以旧店改造为主,不新设门店)和 1500 家农村易购服务站,实现门店业态的优化,同时解决农村 SKU 共享及物流最后一公里问题。

**毛利率回升,宣传推广致期间费用率增加。**15Q1 公司综合毛利率为 16.19%,同比增加 0.59 个百分点,期间费用率为 17.40%,同比增加 0.16 个百分点,增加主要系公司仍处在 O2O 模式转型的投入期,公司持续加大在品牌宣传、营销推广等方面的投入,以及在物流资产、IT 技术方面的持续超前投入。其中销售费用率 13.22%,同比下降 0.73 个百分点;管理费用率 3.93%,同比增加 0.62 个百分点,原因在于引进高素质专业人才并加强薪酬激励所带来的人工成本的上涨;财务费用率 0.06%,同比增加 0.09 个百分点,主要系公司上年为收购 PPTV,新增贷款增加利息所致。公司 15Q1 年净利率-1.26%,同比增加 0.72 个百分点。

**“云店”实践 O2O 战略,探索未来增长新模式。**4 月 28 日,两家苏宁易购云店分别在南京和上海开业,作为公司 O2O 战略核心和新的引流端口,“云店”经营业态新颖,业务功能丰富,集销售、检验、服务、本地化营销四大功能于一体,打造一站式生活服务平台。公司计划通过原有店面升级改造,上半年新开 5 家,全年新开 50 家。面积划分方面,云店面积约 1 万平方,其中电器销售面积大幅减少(约 5-6000 平),新增儿童商品体验区(即红孩子,约 1500 平)和超市简餐区(约 1500 平)和服务检测区(提供真假检测、服务、维修等服务,约 1500 平)。“云店”通过融入红孩子和简餐商超,不断提升顾客购物体验,增加消费粘度,丰富盈利模式;原有电器销售区域将摒弃原有的单纯销售模式,更加侧重与用户的互动体验。此外,云店也将通过提供少量样品+屏幕虚拟展示的方式,链接开放平台的部分品牌,顾客可以通过手机扫描二维码实现网上购买。云店作为易购业务落地的重要突破口和公司互联网转型战略的核心产品,未来将不断改造升级带动公司业绩增长。

**金融布局稳步推进,拓展支付场景,挖掘服务需求。**公司依托深度合作的供应链企业、丰富商品品类、海量门店资源及牌照优势,服务消费者及企业,实现支付+理财+保险+信贷多维度布局。截至 4 月 21 日,易付宝用户数 9860.25 万(14 年底 8420 万,3 个半月左右增长近 1440 万),近一年支付笔数 4316.62 万笔,近一年对企业信贷总额为 127.21 亿元,对个人 30.42 亿元。消费者金融方面,今年的重点在于拓展支付场景,如近期宣布登陆永辉等,公司争取在上半年在中国前 100 零售企业中实现 60%的渗透率。并在支付基

基础上挖掘理财及信贷需求。14 年底公司推出零钱贷，现已在员工中试推广任性付，随着 5 月消费金融公司的开业，未来将进一步拓展包括校园金融等在内的金融业务。企业金融方面，继续深入探索需求，提供针对供应链的综合授信模式，针对开放平台商户的云台贷，未来将对小微商户进行广场贷等。预期今年完成理财规模 250 亿元，供应链融资 80 亿元，消费者信贷 50 亿元。

**维持盈利预测，维持买入-A 评级。**公司基本面持续改善，门店调整优化有效推进，线上线下融合不断完善，全渠道体系加快建设，全国性物流网络雏形已现，未来叠加苏宁互联、互联网金融等新业务贡献业绩增量，经营状况将进一步改善。预期 15Q2 销售收入将同比增长 30%左右，预计 15H1 归母净利润亏损为 5.82 亿元 6.82 亿元之间，同比增长 13%-23%。我们预计 15-17 年 EPS 为 0.13 元、0.16 元、0.20 元，对应 PE 为 101 倍、82 倍、66 倍。维持买入-A 评级。

## 财务报表预测和估值数据汇总(2015年04月30日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>105,292.2</b>	<b>108,925.3</b>	<b>127,596.0</b>	<b>148,523.0</b>	<b>164,797.0</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	89,279.1	92,284.6	108,201.4	126,096.0	140,077.5	营业收入增长率	7.1%	3.5%	17.1%	16.4%	11.0%
营业税费	329.9	357.2	389.0	401.0	431.0	营业利润增长率	-93.9%	-893.3%	7.4%	24.3%	50.0%
销售费用	12,739.7	14,105.0	16,067.0	17,891.0	19,278.0	净利润增长率	-86.1%	133.2%	11.4%	25.0%	22.4%
管理费用	2,805.7	3,356.6	4,031.0	4,954.0	5,322.0	EBITDA 增长率	-69.2%	-113.8%	-65.8%	-786.6%	190.2%
财务费用	-149.1	66.8	70.0	72.0	82.0	EBIT 增长率	-98.8%	-4,100.6	-8.0%	-25.8%	-54.8%
资产减值损失	219.9	175.0	235.0	187.0	187.0	NOPLAT 增长率	-98.9%	-4,799.2	-16.0%	-18.7%	-27.8%
加:公允价值变动收益	83.0	-9.3	26.0	35.0	48.0	投资资本增长率	1,158.2	37.1%	-104.7%	-708.0%	-236.4%
投资和汇兑收益	33.9	-29.8	21.0	21.0	21.0	净资产增长率	-1.4%	2.9%	7.5%	3.5%	4.1%
<b>营业利润</b>	<b>183.9</b>	<b>-1,458.9</b>	<b>-1,350.4</b>	<b>-1,022.0</b>	<b>-511.5</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-39.5	2,431.6	2,381.0	2,521.0	2,513.0	毛利率	15.2%	15.3%	15.2%	15.1%	15.0%
<b>利润总额</b>	<b>144.4</b>	<b>972.6</b>	<b>1,030.6</b>	<b>1,499.0</b>	<b>2,001.5</b>	营业利润率	0.2%	-1.3%	-1.1%	-0.7%	-0.3%
减:所得税	40.1	148.6	254.0	431.0	723.0	净利润率	0.4%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%
<b>净利润</b>	<b>371.8</b>	<b>866.9</b>	<b>965.6</b>	<b>1,207.0</b>	<b>1,477.5</b>	EBITDA/营业收入	1.1%	-0.1%	0.0%	0.2%	0.6%
						EBIT/营业收入	0.0%	-1.3%	-1.0%	-0.6%	-0.3%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	固定资产周转天数	33	38	34	28	27
货币资金	24,806.3	22,274.5	29,882.9	34,160.3	37,903.3	流动营业资本周转天数	-56	-51	-53	-54	-53
交易性金融资产	2,862.1	2,644.7	2,697.6	2,751.5	2,806.6	流动资产周转天数	183	172	167	167	168
应收帐款	1,893.0	2,449.4	2,392.2	3,152.7	3,173.7	应收帐款周转天数	6	7	7	7	7
应收票据	0.6	-	7.1	1.2	8.0	存货周转天数	61	57	58	59	58
预付帐款	4,121.2	3,851.8	5,195.0	5,355.0	6,489.3	总资产周转天数	271	273	255	245	240
存货	18,258.4	16,038.5	25,366.6	23,040.3	30,103.5	投资资本周转天数	11	24	11	2	-1
其他流动资产	1,560.9	3,388.5	2,094.2	2,347.9	2,610.2	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	268.0	1,549.5	2,919.3	2,977.7	3,037.3	ROE	0.4%	2.8%	2.4%	3.2%	3.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.1%	1.0%	0.8%	1.0%	1.1%
长期股权投资	2,107.3	1,346.9	1,346.9	1,346.9	1,346.9	ROIC	5.2%	-19.6%	-12.0%	209.2%	-24.8%
投资性房地产	1,014.7	1,014.1	1,014.1	1,014.1	1,014.1	<b>费用率</b>					
固定资产	10,749.6	12,155.4	11,734.8	11,732.4	12,566.3	销售费用率	12.1%	12.9%	12.6%	12.0%	11.7%
在建工程	3,939.9	3,230.8	4,157.2	5,083.6	5,546.8	管理费用率	2.7%	3.1%	3.2%	3.3%	3.2%
无形资产	6,811.7	7,051.4	6,744.0	6,436.6	6,129.2	财务费用率	-0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	14.6%	16.1%	15.8%	15.4%	15.0%
<b>资产总额</b>	<b>82,251.7</b>	<b>82,193.7</b>	<b>98,546.3</b>	<b>102,972.7</b>	<b>116,273.4</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	1,109.9	1,836.5	-	5,445.0	2,824.7	资产负债率	65.1%	64.1%	67.8%	68.1%	70.6%
应付帐款	15,462.7	13,869.4	20,598.7	19,927.2	24,796.4	负债权益比	186.6%	178.3%	210.4%	213.2%	239.8%
应付票据	25,235.8	22,442.1	36,173.0	31,603.6	42,909.8	流动比率	1.23	1.20	1.16	1.17	1.14
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.81	0.82	0.72	0.79	0.73
长期借款	593.8	914.2	-	327.7	-	利息保障倍数	-0.23	-20.84	-18.29	-13.19	-5.24
其他非流动负债	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>53,548.8</b>	<b>52,656.9</b>	<b>66,796.2</b>	<b>70,096.2</b>	<b>82,058.8</b>	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	333.6	254.9	65.9	-73.1	-272.1	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	7,383.0	7,383.0	7,383.0	7,383.0	7,383.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	21,106.4	21,965.8	24,301.2	25,566.6	27,103.7						
<b>股东权益</b>	<b>28,702.9</b>	<b>29,536.8</b>	<b>31,750.1</b>	<b>32,876.5</b>	<b>34,214.6</b>						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	104.3	824.0	965.6	1,207.0	1,477.5	EPS(元)	0.05	0.12	0.13	0.16	0.20
加:折旧和摊销	1,616.1	1,725.8	1,228.0	1,309.8	1,473.5	BVPS(元)	3.84	3.97	4.29	4.46	4.67
资产减值准备	219.9	175.0	-	-	-	PE(X)	262.6	109.4	101.0	82.1	65.7
公允价值变动损失	-83.0	9.3	26.0	35.0	48.0	PB(X)	3.4	3.3	3.1	2.9	2.8
财务费用	201.9	188.9	70.0	72.0	82.0	P/FCF	-54.7	-656.5	17.3	19.3	24.3
投资损失	-33.9	29.8	-21.0	-21.0	-21.0	P/S	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
少数股东损益	-267.5	-42.9	-189.0	-139.0	-199.0	EV/EBITDA	39.9	-296.5	-1,238.0	184.4	56.8
营运资金的变动	1,014.0	-2,949.2	11,042.1	-2,691.0	6,557.3	CAGR(%)	117.2%	15.8%	-32.3%	117.2%	15.8%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>2,238.5</b>	<b>-1,381.4</b>	<b>13,121.7</b>	<b>-227.2</b>	<b>9,418.3</b>	PEG	2.2	6.9	-3.1	0.7	4.2
投资活动产生现金流量	-10,048.4	-2,007.0	-2,847.2	-2,049.9	-2,601.9	ROIC/WACC	0.6	-2.4	-1.5	25.4	-3.0
融资活动产生现金流量	2,874.2	628.5	-2,666.1	6,554.5	-3,073.4	REP	11.5	-2.3	115.4	1.1	6.2

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测



## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

张龙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

