

## 苏宁云商 (002024.SZ)

### 三重奏 (基本面扎实+安全边际+互联网零售风口), 大象起舞

评级: **买入**

前次: 买入

目标价(元):

**17.8**

分析师

联系人

胡彦超

彭毅

S0740512070001

021-20315176

huyc@r.qlzq.com.cn

pengyi@r.qlzq.com.cn

2015年5月6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)	15.41
市值(百万元)	113772.65
流通市值(百万元)	107408.47

#### 业绩预测

指标	2013	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	105,29	108,92	120,44	129,61	151,52
营业收入增速	7.05%	3.45%	10.58%	7.61%	16.91%
净利润增长率	-86.11	133.19	13.98%	-77.79	386.72
摊薄每股收益(元)	0.05	0.12	0.13	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	96.16	432.88	88.94
PEG	—	0.58	6.88	—	0.23
每股净资产(元)	3.86	3.98	4.06	4.09	4.23
每股现金流量	0.30	-0.19	0.44	0.46	0.96
净资产收益率	1.30%	2.95%	3.30%	0.73%	3.42%
市净率	2.34	2.26	3.17	3.15	3.04
总股本(百万股)	7,383.0	7,383.0	7,383.0	7,383.0	7,383.0

备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 投资要点

苏宁云商今日涨停,我们的点评如下:

##### ■ 产业高度看苏宁云商:

传统零售企业转型互联网零售无成功的模式可参照,探索期所付出的代价不可避免,但长期来看,转型期间所形成的有效商业模式,积累的运营经验以及重塑的组织架构、企业文化将成为企业深厚的护城河。

##### ■ 基本面扎实,业绩稳健增长:

根据我们的预测,2015年,苏宁云商线上收入保守估计317亿以上,线下相比去年持平或者略微改善,经过两年多的调整,苏宁云商线上线下融合运营通畅之后,公司GMV持续稳健增长是大概率事件。

##### ■ 安全边际较大,未来市值向上空间巨大:

目前,苏宁易购进入快速增长轨道,用户体验、自有流量快速提升,品类结构改善,SKU逐步丰富,给予苏宁易购部分PS2.0,保守估值650亿。线下部分,苏宁推出互联网实体产品——苏宁云店,具备社交价值、渠道价值、媒体价值、场景体验价值、仓储服务价值等,苏宁云店有望引起苏宁线下价值的重构,若仅以传统价值估值,参照国美/百思买,给予线下PS0.35左右,保守估计300亿元左右。考虑在互联网零售发展趋势下,零售的线上线下边界日益模糊,苏宁作为传统零售转型互联网零售的先行者,拥有产业发展的最大资源禀赋,在人员方面,大股东具备绝对控制权,管理层调整优化,员工具备狼性执行力,给予苏宁”线上+线下+金融+物流“生态圈一定的估值溢价,苏宁云商市值保守估计1100亿元左右,合理市值1320亿元,对应目标价17.8元,重申”买入“评级。

**损益表 (人民币万元)**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业总收入</b>	<b>9,835,716</b>	<b>10,529,223</b>	<b>10,892,530</b>	<b>12,044,746</b>	<b>12,961,404</b>	<b>15,152,885</b>
增长率	4.76%	7.1%	3.5%	10.6%	7.6%	16.9%
<b>营业成本</b>	<b>-8,088,465</b>	<b>-8,927,906</b>	<b>-9,228,457</b>	<b>-10,108,616</b>	<b>-10,860,559</b>	<b>-12,693,636</b>
%销售收入	82.2%	84.8%	84.7%	83.9%	83.8%	83.8%
<b>毛利</b>	<b>1,747,252</b>	<b>1,601,317</b>	<b>1,664,072</b>	<b>1,936,131</b>	<b>2,100,845</b>	<b>2,459,249</b>
%销售收入	17.8%	15.2%	15.3%	16.1%	16.2%	16.2%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-31,308</b>	<b>-32,994</b>	<b>-35,716</b>	<b>-39,748</b>	<b>-42,773</b>	<b>-50,005</b>
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>营业费用</b>	<b>-1,181,094</b>	<b>-1,273,971</b>	<b>-1,410,503</b>	<b>-1,568,226</b>	<b>-1,620,175</b>	<b>-1,818,346</b>
%销售收入	12.0%	12.1%	12.9%	13.0%	12.5%	12.0%
<b>管理费用</b>	<b>-235,011</b>	<b>-280,567</b>	<b>-335,657</b>	<b>-409,521</b>	<b>-414,765</b>	<b>-466,709</b>
%销售收入	2.4%	2.7%	3.1%	3.4%	3.2%	3.1%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>299,839</b>	<b>13,785</b>	<b>-117,803</b>	<b>-81,364</b>	<b>23,132</b>	<b>124,189</b>
%销售收入	3.0%	0.1%	-1.1%	-0.7%	0.2%	0.8%
<b>财务费用</b>	<b>18,608</b>	<b>14,909</b>	<b>-6,677</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%销售收入	-0.2%	-0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>资产减值损失</b>	<b>-17,955</b>	<b>-21,994</b>	<b>-17,496</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-383</b>	<b>8,299</b>	<b>-933</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>1,251</b>	<b>3,392</b>	<b>-2,985</b>	<b>-1,000</b>	<b>1,000</b>	<b>1,000</b>
%税前利润	0.4%	23.5%	—	—	3.8%	0.8%
<b>营业利润</b>	<b>301,360</b>	<b>18,390</b>	<b>-145,893</b>	<b>-82,364</b>	<b>24,132</b>	<b>125,189</b>
营业利润率	3.1%	0.2%	-1.3%	-0.7%	0.2%	0.8%
<b>营业外收支</b>	<b>22,800</b>	<b>-3,952</b>	<b>243,155</b>	<b>200,000</b>	<b>2,000</b>	<b>2,000</b>
<b>税前利润</b>	<b>324,160</b>	<b>14,439</b>	<b>97,261</b>	<b>117,636</b>	<b>26,132</b>	<b>127,189</b>
利润率	3.3%	0.1%	0.9%	1.0%	0.2%	0.8%
<b>所得税</b>	<b>-73,614</b>	<b>-4,008</b>	<b>-14,858</b>	<b>-18,822</b>	<b>-4,181</b>	<b>-20,350</b>
所得税率	22.7%	27.8%	15.3%	16.0%	16.0%	16.0%
<b>净利润</b>	<b>250,546</b>	<b>10,430</b>	<b>82,404</b>	<b>98,814</b>	<b>21,951</b>	<b>106,839</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>-17,066</b>	<b>-26,747</b>	<b>-4,288</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>267,612</b>	<b>37,177</b>	<b>86,691</b>	<b>98,814</b>	<b>21,951</b>	<b>106,839</b>
净利率	2.7%	0.4%	0.8%	0.8%	0.2%	0.7%

**现金流量表 (人民币万元)**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>净利润</b>	<b>250,546</b>	<b>10,430</b>	<b>82,404</b>	<b>98,814</b>	<b>21,951</b>	<b>106,839</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>159,745</b>	<b>183,600</b>	<b>190,075</b>	<b>137,256</b>	<b>151,415</b>	<b>165,615</b>
<b>非经营收益</b>	<b>-25,340</b>	<b>-24,381</b>	<b>-280,649</b>	<b>-199,000</b>	<b>-3,000</b>	<b>-3,000</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>144,992</b>	<b>54,199</b>	<b>-129,971</b>	<b>289,848</b>	<b>167,647</b>	<b>439,820</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>529,944</b>	<b>223,848</b>	<b>-138,142</b>	<b>326,918</b>	<b>338,013</b>	<b>709,274</b>
<b>资本开支</b>	<b>585,574</b>	<b>472,298</b>	<b>-16,737</b>	<b>44,445</b>	<b>239,756</b>	<b>219,881</b>
<b>投资</b>	<b>-29,323</b>	<b>-539,032</b>	<b>-256,744</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>1,251</b>	<b>6,487</b>	<b>39,303</b>	<b>-1,000</b>	<b>1,000</b>	<b>1,000</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-613,646</b>	<b>-1,004,843</b>	<b>-200,705</b>	<b>-45,445</b>	<b>-238,756</b>	<b>-218,881</b>
<b>股权募资</b>	<b>474,810</b>	<b>3,206</b>	<b>1,159</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>458,681</b>	<b>349,492</b>	<b>114,209</b>	<b>-197,373</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>-120,333</b>	<b>-84,266</b>	<b>-58,573</b>	<b>0</b>	<b>-36,915</b>	<b>0</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>813,158</b>	<b>268,432</b>	<b>56,795</b>	<b>-197,373</b>	<b>-36,915</b>	<b>0</b>
<b>现金净流量</b>	<b>729,456</b>	<b>-512,563</b>	<b>-282,052</b>	<b>84,101</b>	<b>62,341</b>	<b>490,393</b>

**资产负债表 (人民币万元)**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>货币资金</b>	<b>3,006,737</b>	<b>2,480,628</b>	<b>2,227,447</b>	<b>2,311,547</b>	<b>2,373,889</b>	<b>2,864,282</b>
<b>应收款项</b>	<b>169,922</b>	<b>173,137</b>	<b>244,945</b>	<b>184,852</b>	<b>209,194</b>	<b>248,110</b>
<b>存货</b>	<b>1,722,248</b>	<b>1,825,836</b>	<b>1,603,852</b>	<b>1,800,164</b>	<b>1,874,562</b>	<b>2,156,179</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>443,806</b>	<b>951,617</b>	<b>988,498</b>	<b>1,034,487</b>	<b>1,069,594</b>	<b>1,144,584</b>
<b>流动资产</b>	<b>5,342,713</b>	<b>5,431,218</b>	<b>5,064,741</b>	<b>5,331,051</b>	<b>5,527,239</b>	<b>6,413,155</b>
%总资产	70.1%	65.4%	61.6%	62.0%	62.2%	65.3%
<b>长期投资</b>	<b>234,518</b>	<b>385,459</b>	<b>441,320</b>	<b>441,320</b>	<b>441,320</b>	<b>441,320</b>
<b>固定资产</b>	<b>1,106,513</b>	<b>1,469,999</b>	<b>1,540,107</b>	<b>1,634,223</b>	<b>1,699,863</b>	<b>1,738,439</b>
%总资产	14.5%	17.7%	18.7%	19.0%	19.1%	17.7%
<b>无形资产</b>	<b>710,648</b>	<b>830,385</b>	<b>877,840</b>	<b>890,913</b>	<b>915,615</b>	<b>933,304</b>
<b>非流动资产</b>	<b>2,273,437</b>	<b>2,873,147</b>	<b>3,154,632</b>	<b>3,261,821</b>	<b>3,352,162</b>	<b>3,408,427</b>
%总资产	29.9%	34.6%	38.4%	38.0%	37.8%	34.7%
<b>资产总计</b>	<b>7,616,150</b>	<b>8,304,366</b>	<b>8,219,373</b>	<b>8,592,872</b>	<b>8,879,400</b>	<b>9,821,583</b>
<b>短期借款</b>	<b>179,736</b>	<b>116,416</b>	<b>205,372</b>	<b>21,719</b>	<b>21,719</b>	<b>21,719</b>
<b>应付款项</b>	<b>3,857,675</b>	<b>4,120,620</b>	<b>3,776,330</b>	<b>4,247,101</b>	<b>4,539,134</b>	<b>5,348,559</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>87,115</b>	<b>185,374</b>	<b>229,990</b>	<b>254,471</b>	<b>227,017</b>	<b>252,935</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,124,526</b>	<b>4,422,410</b>	<b>4,211,691</b>	<b>4,523,291</b>	<b>4,787,869</b>	<b>5,623,213</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>59,384</b>	<b>91,421</b>	<b>91,421</b>	<b>91,421</b>	<b>91,421</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>580,471</b>	<b>954,054</b>	<b>962,580</b>	<b>962,580</b>	<b>962,580</b>	<b>962,580</b>
<b>负债</b>	<b>4,704,997</b>	<b>5,435,848</b>	<b>5,265,693</b>	<b>5,577,293</b>	<b>5,841,871</b>	<b>6,677,214</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>2,845,913</b>	<b>2,848,817</b>	<b>2,934,888</b>	<b>2,996,787</b>	<b>3,018,737</b>	<b>3,125,576</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>65,241</b>	<b>33,365</b>	<b>25,495</b>	<b>25,495</b>	<b>25,495</b>	<b>25,495</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>7,616,150</b>	<b>8,318,030</b>	<b>8,226,075</b>	<b>8,599,574</b>	<b>8,886,103</b>	<b>9,828,285</b>

**比率分析**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>每股指标</b>						
每股收益(元)	0.362	0.050	0.117	0.134	0.030	0.145
每股净资产(元)	3.855	3.859	3.975	4.059	4.089	4.233
每股经营现金净流(元)	0.718	0.303	-0.187	0.443	0.458	0.961
每股股利(元)	0.000	0.000	0.050	0.050	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	9.40%	1.30%	2.95%	3.30%	0.73%	3.42%
总资产收益率	3.51%	0.45%	1.05%	1.15%	0.25%	1.09%
投入资本收益率	74.16%	1.39%	-8.79%	-7.35%	2.18%	20.61%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	4.76%	7.05%	3.45%	10.58%	7.61%	16.91%
EBIT增长率	-49.68%	-95.40%	-954.59%	30.93%	128.43%	436.88%
净利润增长率	-44.49%	-86.11%	133.19%	13.98%	-77.79%	386.72%
总资产增长率	27.39%	9.22%	-1.11%	4.54%	3.33%	10.61%
<b>资产管理能力</b>						
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	37.8	36.6	32.3
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-81.77%	-62.02%	-46.79%	-55.15%	-56.80%	-70.44%
EBIT利息保障倍数	-16.1	-0.9	-17.6	—	—	—
资产负债率	61.78%	65.35%	64.01%	64.86%	65.74%	67.94%

#### 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。