

苏宁云商 (002024.SZ)

精彩延续，前景可期

评级: 买入 **前次:** 买入
目标价(元): 17.8-17.8
分析师: 胡彦超 **联系人:** 彭毅
 S0740512070001
 021-20315176 18516129253
 huyc@r.qlzq.com.cn pengyi@r.qlzq.com.cn
 2015年7月30日

基本状况

总股本(百万股)	7383.04
流通股本(百万股)	7068.81
市价(元)	14.53
市值(百万元)	107275.62
流通市值(百万元)	102709.87

业绩预测

指标	2013A	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)	17.33	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	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

- 2015年上半年，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630.8亿元，同比增长23.3%，其中，线上自营收入146.1亿元（含税），同比增长76.3%，开放平台商品交易规模为35.62亿元（含税），2015年上半年实现线上平台实体商品交易总规模为181.7亿元（含税），同比增长104.7%。归属于上市公司股东的净利润3.45亿元，同比增长145.73%；
- 苏宁生态圈转型成果凸显，精彩延续可期：**线上业绩方面，苏宁易购GMV同比增长104.65%，开放平台实现交易规模35.62亿元，环比增长102.6%，转型的成果逐步凸显；线上运营方面，苏宁生态圈SKU数量达到1220万，相比于2014年年末增长了54.2%，开放平台商户数增长至15000家，相比于2014年年末增长36.4%，移动端订单数量占比接近56%，线上运营指标逐步好转；会员方面，截止2015年6月末，公司零售体系会员总数达到1.98亿，其中，PPTV视频体系月度实现覆盖用户数3.7亿，未来，PPTV将在在线视频、家庭互联网、PP云业务和PP体育四个板块逐次发力，加大自制内容投入，上市PPTV操作系统PPOS和智能硬件产品，打造“硬件+内容+服务+电商”的商业模式。
- 虚实结合，门店持续优化，发力渠道下沉建设：**公司持续推进O2O发展，在南京、上海首次开设线上线下一深度融合的“云店”，七月，在深圳、北京推进苏宁云店2.0版本，同时，红孩子、超市店面业态网络布局深化，报告期内公司可比店面（指2014年1月1日及之前开设的店面）同比增长8.92%。；渠道下沉方面，上半年内公司完成287家苏宁易购直营服务站开设。在此基础上，公司还将拓展加盟、合作网点与代理的方式加速易购服务站开设，完成年度1500家易购服务站的既定目标。

- **物流、金融业务加速发展：**物流方面，报告期内，公司位于上海、沈阳的自动化拣选中心投入使用，拥有 2,721 家快递点（兼具自提功能），此外公司完成了广州、杭州、苏州等地保税仓建设，搭建跨境物流体系。金融方面，支付+理财+供应链金融+消费信贷等业务快速推进，未来有望在苏宁整体 GMV 上升，B 端、C 端用户放量的背景下，迎来加速增长。
- **苏宁线上线下估值重构，转型过程中温和亏损可以接受，目前股价极其具有吸引力。**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，2015 年苏宁云商生态圈实现销售收入保守估计 1200 亿元以上，2015/2016/2017 年 EPS 分别为 0.13/0.03/0.14，参照市场目前对零售企业的估值以及苏宁云商“线上+线下+金融+物流”生态圈商业模式的先进性，给予苏宁云商 1.1XPS，2015 年合理市值 1320 亿元，对应目标价 17.8 元，重申“买入”评级。

内容目录

2015 年上半年，苏宁云商业绩基本符合我们的预期:	- 4 -
苏宁生态圈转型成果凸显，精彩延续可期:	- 5 -
虚实结合，门店持续优化，发力渠道下沉建设	- 6 -
物流、金融业务加速发展设	- 6 -
“线上+线下+金融+物流”生态圈估值重构	- 6 -
风险提示	- 7 -

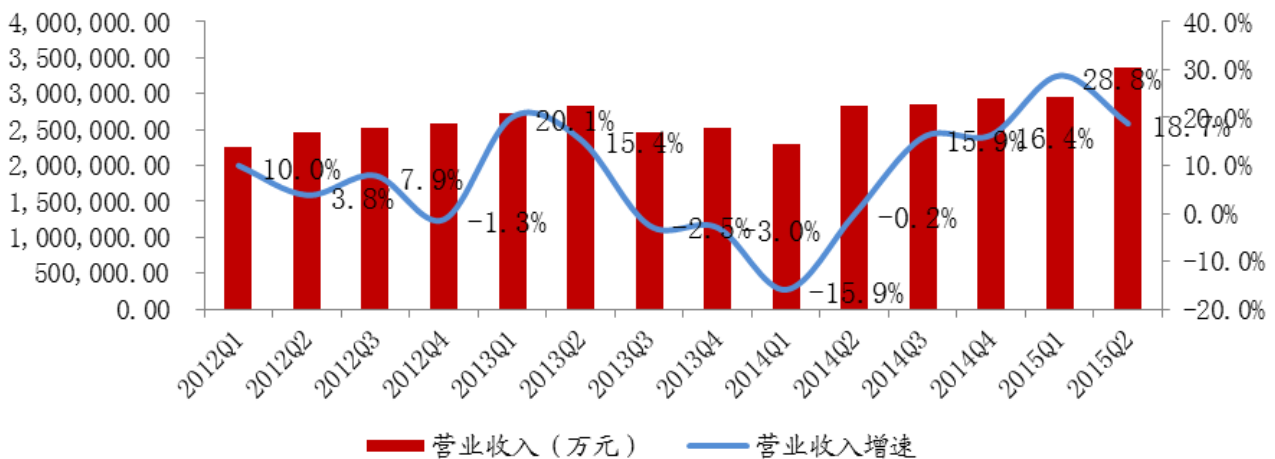
图表目录

图表 1: 苏宁云商单季度营业收入及其增速	- 4 -
图表 2: 苏宁云商单季度期间费用率	- 5 -
图表 3: 苏宁云商单季度线上销售收入及其增速	- 5 -
图表 4: 苏宁云商单季度线下收入及其增速	- 5 -
图表 5: 苏宁云商运营指标	- 6 -

2015 年上半年，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 630.8 亿元，同比增长 23.3%，其中，线上自营收入 146.1 亿元（含税），同比增长 76.3%，开放平台商品交易规模为 35.62 亿元（含税），2015 年上半年实现线上平台实体商品交易总规模为 181.7 亿元（含税），同比增长 104.7%。归属于上市公司股东的净利润 3.45 亿元，同比增长 145.73%；

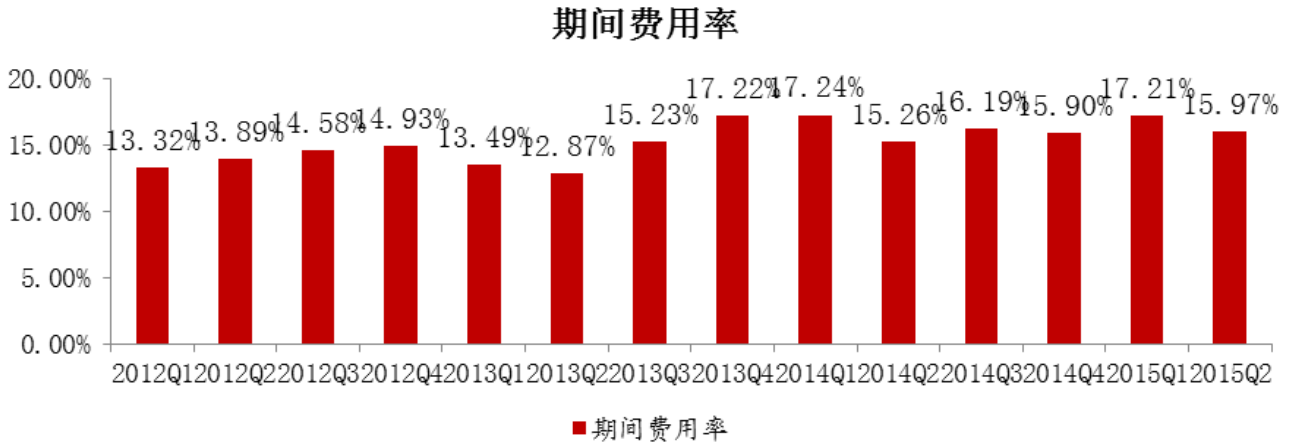
图表 1：苏宁云商单季度营业收入及其增速



来源：公司公告 齐鲁证券研究所

毛利率方面：报告期内，公司继续实施富有竞争力的价格竞争策略，综合毛利率保持相对稳定。

费用方面：报告期内公司为提升品牌认知度加大品牌宣传、市场推广投入；提升员工薪酬待遇，加强在超市、母婴、IT、物流、金融等领域的人才引进。报告期内公司三项费用率合计为 16.55%，其中二季度费用率为 15.97%。

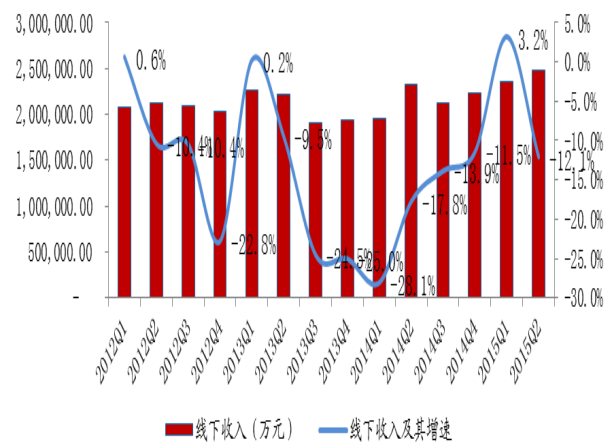
图表 2: 苏宁云商单季度期间费用率


来源: 齐鲁证券研究所

苏宁生态圈转型成果凸显, 精彩延续可期:

线上业绩方面, 苏宁易购 GMV 同比增长 104.65%, 开放平台实现交易规模 35.62, 环比增长 102.6%, 转型的成果逐步凸显; 线上运营方面, 苏宁生态圈 SKU 数量达到 1220 万, 相比于 2014 年年末增长了 54.2%, 开放平台商户数增长至 15000 家, 相比于 2014 年年末增长 36.4%, 移动端订单数量占比接近 56%, 线上运营指标逐步好转; 会员方面, 截止 2015 年 6 月末, 公司零售体系会员总数达到 1.98 亿, 其中, PPTV 视频体系月度实现覆盖用户数 3.7 亿, 未来, PPTV 将在在线视频、家庭互联网, PP 云业务和 PP 体育四个板块逐次发力, 加大自制内容投入, 上市 PPTV 操作系统 PPOS 和智能硬件产品, 打造“硬件+内容+服务+电商”的商业模式。

图表 3: 苏宁云商单季度线上销售收入及其增速

图表 4: 苏宁云商单季度线下收入及其增速


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

图表 5：苏宁云商运营指标

	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2
移动端订单数量占比		20%	24%	32%	56%
开放平台商户数量	8076.00		11000.00		15000.00
SKU (单位：万)	400.00		791.00		1220.00
会员规模 (单位：亿)	1.31	1.55			1.98

来源：公司公告 齐鲁证券研究所

虚实结合，门店持续优化，发力渠道下沉建设

公司持续推进 O2O 发展，在南京、上海首次开设线上线下深度融合的“云店”，七月，在深圳、北京推进苏宁云店 2.0 版本，同时，红孩子、超市店面业态网络布局深化，报告期内公司可比店面（指 2014 年 1 月 1 日及之前开设的店面）同比增长 8.92%。；渠道下沉方面，上半年内公司完成 287 家苏宁易购直营服务站开设，在此基础上，公司还将拓展加盟、合作网点与代理的方式加速易购服务站开设，完成年度 1500 家易购服务站的既定目标。

物流、金融业务加速发展设

物流方面，报告期内，公司位于上海、沈阳的自动化拣选中心投入使用，拥有 2,721 家快递点（兼具自提功能），此外公司完成了广州、杭州、苏州等地保税仓建设，搭建跨境物流体系。金融方面，支付+理财+供应链金融+消费信贷等业务快速推进，未来有望在苏宁整体 GMV 上升，B 端、C 端用户放量的背景下，迎来加速增长。

“线上+线下+金融+物流”生态圈估值重构

苏宁线上线下估值重构，转型过程中温和亏损可以接受，目前股价极具其具有吸引力。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，2015 年苏宁云商生态圈实现销售收入保守估计 1200 亿元以上，2015/2016/2017 年 EPS 分别为 0.13/0.03/0.14，参照市场目前对零售企业的估值以及苏宁云商“线上+线下+金融+物流”生态圈商业模式的先进性，给予苏宁云商 1.1XPS，2015 年合理市值 1320

亿元，对应目标价 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	12,186,601	13,025,251	15,225,365
增长率	4.76%	7.1%	3.5%	11.9%	6.9%	16.9%
营业成本	-8,088,465	-8,927,906	-9,228,457	-10,216,128	-10,860,559	-12,693,636
%销售收入	82.2%	84.8%	84.7%	83.8%	83.4%	83.4%
毛利	1,747,252	1,601,317	1,664,072	1,970,474	2,164,692	2,531,729
%销售收入	17.8%	15.2%	15.3%	16.2%	16.6%	16.6%
营业税金及附加	-31,308	-32,994	-35,716	-39,174	-41,974	-49,166
%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	-1,614,725	-1,680,257	-1,895,558
%销售收入	12.0%	12.1%	12.9%	13.3%	12.9%	12.5%
管理费用	-235,011	-280,567	-335,657	-414,344	-416,808	-468,941
%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	-97,769	25,653	118,063
%销售收入	3.0%	0.1%	-1.1%	-0.8%	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%	—	—	3.5%	0.8%
营业利润	301,360	18,390	-145,893	-98,769	26,653	119,063
营业利润率	3.1%	0.2%	-1.3%	-0.8%	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	101,231	28,653	121,063
利润率	3.3%	0.1%	0.9%	0.8%	0.2%	0.8%
所得税	-73,614	-4,008	-14,858	-16,197	-4,584	-19,370
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	85,034	24,068	101,693
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	85,034	24,068	101,693
净利率	2.7%	0.4%	0.8%	0.7%	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	85,034	24,068	101,693
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	312,307	148,388	440,631
经营活动现金净流	529,944	223,848	-138,142	335,596	320,871	704,940
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	92,779	45,200	486,059

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	2,320,226	2,365,426	2,851,484
应收款项	169,922	173,137	244,945	187,030	210,224	249,297
存货	1,722,248	1,825,836	1,603,852	1,819,310	1,874,562	2,156,179
其他流动资产	443,806	951,617	988,498	1,039,073	1,069,594	1,144,584
流动资产	5,342,713	5,431,218	5,064,741	5,365,639	5,519,806	6,401,545
%总资产	70.1%	65.4%	61.6%	62.2%	62.2%	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%	18.9%	19.2%	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%	37.8%	37.8%	34.7%
资产总计	7,616,150	8,304,366	8,219,373	8,627,459	8,871,968	9,809,972
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	4,293,820	4,542,817	5,353,137
其他流动负债	87,115	185,374	229,990	256,120	227,563	253,554
流动负债	4,124,526	4,422,410	4,211,691	4,571,659	4,792,099	5,628,410
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	5,625,660	5,846,101	6,682,412
普通股股东权益	2,845,913	2,848,817	2,934,888	2,983,006	3,007,074	3,108,768
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	8,634,161	8,878,670	9,816,674

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	0.115	0.033	0.138
每股净资产(元)	3.855	3.859	3.975	4.040	4.073	4.211
每股经营现金净流(元)	0.718	0.303	-0.187	0.455	0.435	0.955
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%	2.85%	0.80%	3.27%
总资产收益率	3.51%	0.45%	1.05%	0.98%	0.27%	1.04%
投入资本收益率	74.16%	1.39%	-8.79%	-9.05%	2.43%	19.75%
增长率						
营业总收入增长率	4.76%	7.05%	3.45%	11.88%	6.88%	16.89%
EBIT增长率	-49.68%	-95.40%	-95.59%	17.01%	126.24%	360.24%
净利润增长率	-44.49%	-86.11%	133.19%	-1.91%	-71.70%	322.52%
总资产增长率	27.39%	9.22%	-1.11%	4.96%	2.83%	10.57%
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	37.3	36.4	32.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-81.77%	-62.02%	-46.79%	-55.69%	-56.74%	-70.41%
EBIT利息保障倍数	-16.1	-0.9	-17.6	—	—	—
资产负债率	61.78%	65.35%	64.01%	65.16%	65.84%	68.07%

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。