

证券研究报告—动态报告/公司快评
商业贸易
苏宁云商 (002024)
买入
零售
重大事件快评

(调高评级)

2015年08月11日

苏宁牵手阿里，开启互联网+零售新篇章

证券分析师：朱元 021-60933162 zhuyuan2@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编号：S0980513070005
联系人：郭陈杰 021-60875168 guoqj@guosen.com.cn

事项：

公司8月10日发布公告：1) 拟以15.23元/股非公开发行股票19.27亿股募资293.43亿元，其中淘宝(中国)软件投入283.43亿元认购18.61亿股(占发行后总股本19.99%)，苏宁2号员工持股计划出资10亿元认购6566万股，锁定期3年，另外，公司以不超过140亿元人民币等值的美元，按照81.51美元/股认购阿里巴巴不超过2780万股(占阿里发行后总股本1.09%)；2) 公司与阿里巴巴签署《业务合作框架协议》，拟在电商、物流、售后服务等若干业务上进行合作。

评论：

■ 商业零售巨头强强联手，募集资金加码苏宁主业

阿里与苏宁此次强强联手，无论从双方市场地位、实力或业务规模等方面，在商业零售行业中史无前例，投资规模亦创下新高。阿里投资283.43亿元获得苏宁19.99%股权，成为苏宁第二大股东(提名2名非独立董事)，苏宁则以140亿元获得阿里巴巴1.09%股权。非公开发行后，张近东及其独资公司仍持有苏宁24.29%股权，实际控制人地位不变。另外，苏宁推出第二期员工持股计划，募资10亿元认购公司0.71%股权，其中孙为民、金明、任峻、孟祥胜等核心董监高成员认购不超过1.5亿元，体现对未来发展前景充分信心。

对于苏宁而言，此次募资共计293.43亿元，资本实力将显著提升，未来公司将重点推进线下门店网络布局、物流与IT体系建设以及互联网金融发展等方面，其中易购云店与物流平台建设项目将分别投入115亿与95亿元，旨在加码主营业务发展，强化互联网转型支撑能力，持续提升核心竞争优势。

表 1：公司非公开发行募集资金主要投向

项目名称	具体项目	项目投资总额(亿元)	募集资金拟投入额(亿元)	主要投资目的
物流平台建设项目	自动化拣选中心建设项目、区域配送中心建设项目、物流运营业务发展项目	95.44	87.33	持续完善物流仓储布局，提升物流配送能力，进一步夯实物流能力这一核心竞争力
苏宁易购云店发展项目	租赁店项目、改造店项目、购置店项目、苏宁易购云店品牌推广项目	115.1	100.62	进一步扩充和升级线下门店网络，作为O2O生态体系的重要落脚点，提升客户体验和服务
互联网金融项目	补充金融公司资本金项目(苏宁小贷与苏宁保理)、补充易购付宝资本金项目	33.5	33.5	增强面向合作伙伴与消费者的金融服务能力，提升平台粘性与资金使用效率
IT项目	云计算项目、大数据项目、智能家居项目	16.98	16.98	增强为用户提供IT核心价值服务的能力，为互联网转型提供强有力的IT技术保障

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

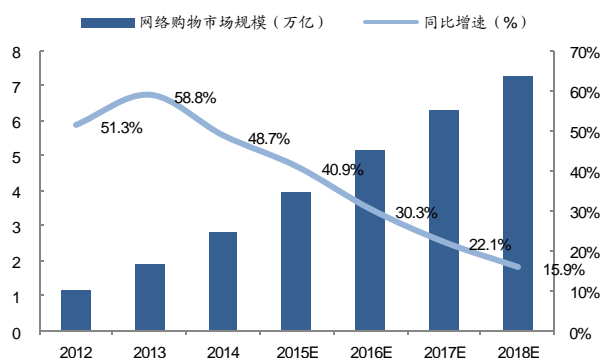
■ 站在十字路口的抉择，开启互联网+零售新篇章

作为国内最大的电商平台与线下零售实体，阿里与苏宁“化敌为友”，具有不同寻常的意义。在实体零售经营承压、线上市场整体增速放缓背景下，线上线下融合已成为大势所趋。远有 2013 年下半年掀起的传统零售 O2O 转型浪潮，以及阿里入股银泰、沃尔玛入股一号店的线上线下战略合作，近有京东战略投资永辉超市，商业巨头们均在通过各种形式加快转型步伐，并积极寻找战略盟友，力求把握住中国商业社会变革的历史性机遇。

过去两年来看，借助 O2O 成功转型的企业并不多，归根究底，主要在于线下实体对于互联网的理解并不到位，电商经营经验的缺乏，以及转型决心的不足，制约线下实体的转型步伐。对于此次的阿里与苏宁，一个从线上在往线下积极弥补线下缺口，相继入股银泰、美团、成立菜鸟网络等，一个在坚定不移的拥抱互联网转型，自我革命的同时，积极布局物流、互联网金融、苏宁超市等，站在长期发展的十字路口，双方在积极探索新商业模式上均抱有强烈决心与开放心态，这是合作的内在推动力，而双方战略方向的契合则是长期合作的基础。

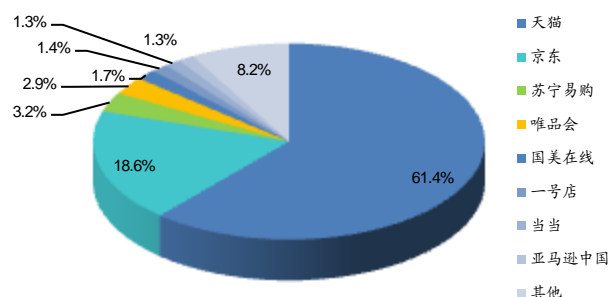
根据战略合作协议，阿里与苏宁未来将重点围绕新商业模式探索与 O2O 融合开展全方位合作，包括采购、物流、售后、支付、大数据等环节，前期主要合作方向包括：①苏宁将在阿里平台上开设苏宁易购频道，包括在天猫、淘宝以及电器城首页(PC+移动端)获得全面资源支持(以流量为核心)；②苏宁线下 1600 多家门店将为阿里中小商家提供产品展示，并向阿里用户开放物流、售后及支付服务，苏宁物流将成为菜鸟网络的物流服务商；③双方将利用大数据、物联网、移动应用、金融支付等方面共同创新 O2O 运营模式。

图 1：中国网络购物市场交易规模及预测



资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

图 2：中国 B2C 市场购物网站市场份额（2014 年）



资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

在当前 B2C 市场中，虽然天猫与苏宁易购存在竞争，但双方规模差距较大，天猫依然占据绝对优势，因此这必须放大到整合格局来看，合作的意义将远大于竞争。双方能够发挥协同价值，并各取所需。

对苏宁而言，进一步补强互联网能力：一方面，苏宁易购需要借助新的力量实现发力，阿里提供的海量流量资源将是最好的契机，通过开设苏宁易购天猫旗舰店并作为双方 O2O 合作的共同载体，易购天猫旗舰店将发挥自身品类经营优势，成为苏宁线上业务增长提速的关键点；另一方面，也是更为关键的点在于大数据，阿里云将为双方合作提供云计算支持与大数据挖掘服务，将交易数据转化为可挖掘的用户数据，一直是传统零售企业转型的瓶颈，苏宁同样面临这样的问题，阿里将在相关方面为苏宁提供强有力的支持，并为双方合作带来巨大想象空间。

对阿里而言，解决物流瓶颈，补强自营能力：物流是线上线下融合的关键环节，甚至可成为企业竞争实力的决定因素，物流一直是阿里生态圈中的短板，菜鸟网络“天网”+“地网”设想仍处于实施阶段，短期内难以实现从量变到质变，这与京东目前国内最大的自建物流体系差距较大。相比之下，对于苏宁的自建物流体系，在仓储物流网络布局的密集程度与纵深程度上较为完善与成熟（452 万平方米物流仓储面积+12 个自动化分拣中心+60 个区域物流中心+300 个城市分拨中心+5000 个社区配送站），开放苏宁物流将有助于完善阿里一体化战略布局，提升用户消费体验，苏宁物流的社会化价值及运营效率也将获得提升。另外，利用苏宁的优势品类及门店、售后服务支持，将显著提升阿里平台在电器品类的竞争优势与服务提供，补强平台自营能力。

长期而言，阿里与苏宁的合作想象空间将远不止电商与物流，未来双方或有机会在互联网金融（支付宝、易付宝）、跨境

电商（天猫国际、苏宁海外购）以及娱乐（优酷土豆、PPTV）等方面展开深入整合。苏宁在金融领域（消费金融+供应链金融）始终坚持高投入，依托苏宁小贷+苏宁保理两大平台，旨在实现更高效的资金流模式，在这方面，阿里强大的金融基础能够提供有力支持。另外，双方均已在国际市场布局多年，未来在全球化商品采购、海外资源对接上想象空间巨大。

■ 引发行业整合新浪潮，深度融合将成为关键

对于阿里与苏宁两大巨头合作，对于产业各方面的发展影响深远，同时也在为其他企业提供借鉴，或将引发行业整合新浪潮，线下资源有望引来价值重估。一方面，企业间合作将在规模化采购上发挥巨大优势，通过降低成本提升运营效率，在这方面，阿里与苏宁合作，与京东+永辉、永辉+中百的逻辑有异曲同工之处；另一方面，线上线下合作能实现更合理的资源分配，通过优势互补，重点围绕用户体验，打造高效率的 O2O 融合模式，在这方面，京东与永辉的战略合作更具有很强代表性，京东的线上资源与物流能力，永辉的生鲜经营优势，双方能够充分发挥协同价值。

对于互联网+零售合作模式，深度融合将非常关键，尤其在团队、企业理念等方面，未来阿里与苏宁的全方位合作能否带来显著成效，依然需要双方团队的持续融合与共同探索，通过此次交叉持股以及战略合作的决心，我们认为双方未来的整合将值得期待。

■ 风险提示

终端零售环境持续低迷；线上业务发展低于预期，与阿里合作进展不及预期。

■ 互联网零售生态成型，步入战略发展新阶段，调高评级至买入

公司作为传统商业巨头，积极拥护互联网转型，以 O2O 为核心的互联网零售生态逐步成型。线上业务发展势头良好，商品及服务优化有望带来持续动力，线下网络布局不断完善，苏宁云店与易购服务站加快开拓，同时强化物流与金融服务能力，提升核心竞争优势，连续推出两期员工持股计划彰显发展信心。此次与阿里强强联手意义重大，将有力推动公司互联网转型战略，通过全方位的战略合作完善布局与能力建设，有望步入战略发展新阶段。我们给予公司 15-17 年 EPS 0.08/0.04/0.06 元（暂不考虑此次定增因素），调高评级至买入。

附：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	22274	25527	26447	28481
应收款项	2449	2164	2417	2549
存货净额	16039	21113	22546	23107
其他流动资产	7240	6521	7002	7754
流动资产合计	50647	55325	58413	61892
固定资产	15401	18444	21107	23491
无形资产及其他	7015	6840	6665	6489
投资性房地产	7783	7783	7783	7783
长期股权投资	1347	1347	1347	1347
资产总计	82194	89738	95314	101002
短期借款及交易性金融负债	2054	1200	1200	1200
应付款项	30870	40490	45093	49769
其他流动负债	9194	7829	8725	9618
流动负债合计	42117	49519	55018	60588
长期借款及应付债券	8875	8875	8875	8875
其他长期负债	1665	1665	1665	1665
长期负债合计	10540	10540	10540	10540
负债合计	52657	60059	65558	71128
少数股东权益	255	255	255	255
股东权益	29282	29424	29502	29620
负债和股东权益总计	82194	89738	95314	101002

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	0.12	0.08	0.04	0.06
每股红利	0.07	0.06	0.03	0.05
每股净资产	3.97	3.99	4.00	4.01
ROIC	-2%	-3%	-3%	-2%
ROE	3%	2%	1%	2%
毛利率	15%	15%	15%	16%
EBIT Margin	-1%	-1%	-1%	-1%
EBITDA Margin	0%	0%	0%	0%
收入增长	3%	15%	12%	11%
净利润增长率	133%	-34%	-46%	52%
资产负债率	64%	67%	69%	71%
息率	1%	0%	0%	0%
P/E	117.4	178.6	328.7	215.9
P/B	3.5	3.5	3.5	3.4
EV/EBITDA	2,532.9	-552.2	-6,794.0	258.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	108925	125396	140044	155083
营业成本	92285	106068	118340	130752
营业税金及附加	357	439	420	465
销售费用	14105	16301	18066	19773
管理费用	3357	4000	4615	5060
财务费用	67	(65)	(115)	(140)
投资收益	(30)	(20)	(5)	5
资产减值及公允价值变动	(184)	(188)	(140)	(155)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	(1459)	(1556)	(1426)	(977)
营业外净收支	2432	2200	1700	1500
利润总额	973	644	274	523
所得税费用	149	174	74	141
少数股东损益	(43)	(100)	(110)	(90)
归属于母公司净利润	867	570	310	472

现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	867	570	310	472
资产减值准备	(45)	(175)	0	0
折旧摊销	1239	1120	1372	1636
公允价值变动损失	184	188	140	155
财务费用	67	(65)	(115)	(140)
营运资本变动	(4621)	4011	3330	4125
其它	28	175	0	0
经营活动现金流	(2347)	5889	5152	6388
资本开支	(1409)	(4000)	(4000)	(4000)
其它投资现金流	217	2645	0	0
投资活动现金流	(431)	(1355)	(4000)	(4000)
权益性融资	12	0	0	0
负债净变化	320	0	0	0
支付股利、利息	(525)	(428)	(232)	(354)
其它融资现金流	644	(854)	0	0
融资活动现金流	246	(1281)	(232)	(354)
现金净变动	(2532)	3253	920	2035
货币资金的期初余额	24806	22274	25527	26447
货币资金的期末余额	22274	25527	26447	28481
企业自由现金流	(5964)	100	(317)	1055
权益自由现金流	(5000)	(707)	(233)	1158

相关研究报告:

- 《苏宁云商-002024-2012 年年报点评: 盈利下滑 45%, 阵痛延续》 —— 2013-04-01
- 《苏宁电器-002024-重大事件快评: 战略转型的阵痛可能持续》 —— 2013-03-18
- 《苏宁电器-002024-重大事件快评: 苏宁收购红孩子, 收购战略或启动》 —— 2012-09-26
- 《苏宁电器-002024-盈利能力提升, 业绩符合预期》 —— 2011-08-31
- 《苏宁电器-002024-做大易购, 再起新征程》 —— 2011-04-17

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行为。