

2015年11月02日

苏宁云商 (002024.SZ)

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

18.50元

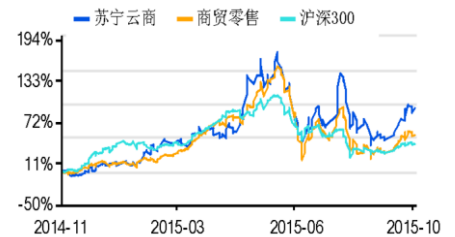
股价 (2015-11-2)

16.46元

交易数据

总市值 (百万元)	120,048.28
流通市值 (百万元)	81,589.67
总股本 (百万股)	7,383.04
流通股本 (百万股)	5,017.81
12个月价格区间	7.74/22.80元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	23.82	26.75	59.35
绝对收益	34.16	19.38	102.49

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号: S1450515050001
liuzm@essence.com.cn
021-68765076

报告联系人

张璐芳

021-68766135

zhanglf2@essence.com.cn

相关报告

牵手万达积极拥抱线下,互联网零售更进一步	2015-09-07
营收增长、利润亏损收窄, 联姻阿里创共赢	2015-08-31
金麟岂是池中物, 携手阿里共化龙。O2O 战风云起, 多点合作创未来!	2015-08-11

出售 PPTV 将增厚年报业绩, 联手阿里备战双十一或促 Q4 线上增速超预期

■营收同比增长 17.44%, 净利大幅增长 105.09%。1-9 月公司实现营收 935.7 亿元, +17.44% YoY; 归母净利 0.53 亿, +105.09% YoY, EPS 0.01 元; 扣非后归母净利 -10.8 亿, +4.66% YoY。其中 Q3 营收 305.32 亿, +7.05% YoY; Q3 归母净利 -2.95 亿, -3.25% YoY。REITs 贡献税后净利润约 10.22 亿元带动本期盈利, 此外, 公司拟向苏宁文化出售 PPTV 68.08% 股权, 转让价格为 25.88 亿元, 预计年内将完成 PPTV 剥离从而增厚当期投资收益 10.4 亿元。

■Q3 线上运营增速减弱, 活跃用户快速增长。15 年 1-9 月线上 GMV 为 313.40 亿元, 同比增 80.63%, 其中自营商品实现 245.74 亿元, 同比增长 57.54%, 开放平台实现 67.66 亿元, 同比增长 288.34%。线上运营数据表现优于财务数据, 活跃用户快速提升, 或极大推动双十一销售规模提升: ①移动端运营能力提升; ②零售体系会员数大增; ③商品丰富度得到提高。

■积极推进线下门店建设, 加速农村市场网络布局。第一, 连锁发展市场, 15Q3 公司新开连锁店 73 家, 截至 15 年 9 月底, 公司线下共有店面 1681 家; 第二, 农村电商市场, 截至 15 年 9 月底, 苏宁易购直营服务站数量 599 家, 苏宁易购加盟服务站数量 782 家。

■毛利率同比增加 0.77 个百分点, 期间费用率小幅上升。报告期内公司毛利率 15.80%, 同比增加 0.77 个百分点, 主要系公司不断深化 O2O 运营模式, 线上线下产品定价调整、差异化运营所致; 期间费用率 16.82%, 同比增加 0.66 个百分点, 主要系公司开展促销推广, 提升品牌知名度以及新品类用户认知所致。

■天猫苏宁频道+苏宁易购双管齐下备战双十一, 天猫导流或促 Q4 线上收入增长超预期。双十一期间, 天猫苏宁频道方面: 预期天猫导予苏宁的流量或将超过千万级, 苏宁双十一当日 GMV 增长或突破 300%-500%, Q4 线上收入增长或超预期; 苏宁易购方面: 21 日, 苏宁宣布联合百度、腾讯、360 等 500 家企业一起派送 20 亿红包亮剑双十一, 同时“低至 5 折的主会场”也将于 11 月 6 日至 12 日提前引爆双十一。

■维持盈利预测, 维持买入-A 评级。我们预计 15-17 年 EPS 分别为 0.07 元, 0.09 元, 0.19 元, 当前股价对应 PE 分别为 235 倍, 183 倍, 87 倍。维持买入-A 评级。

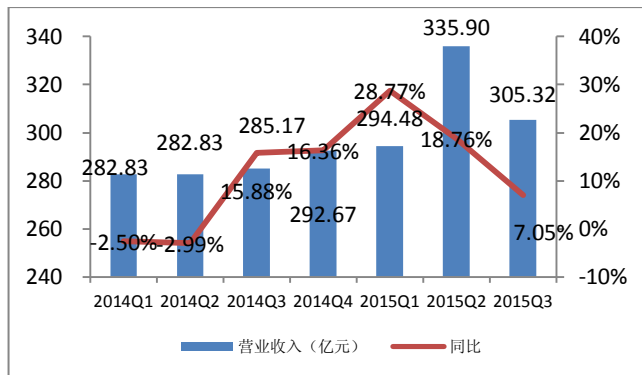
■风险提示: 整体消费环境低迷

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	105,292.2	108,925.3	139,517.6	183,736.7	241,025.4
净利润	371.8	866.9	512.1	862.7	1,762.0
每股收益(元)	0.05	0.12	0.07	0.09	0.19
每股净资产(元)	3.84	3.97	4.23	6.60	6.79
盈利和估值					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	329.2	137.2	235.1	182.9	86.6
市净率(倍)	4.3	4.2	3.9	2.5	2.4
净利润率	0.4%	0.8%	0.4%	0.5%	0.7%
净资产收益率	0.4%	2.8%	1.0%	1.2%	2.5%
股息收益率	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	5.2%	-19.6%	-17.8%	28.7%	1.8%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

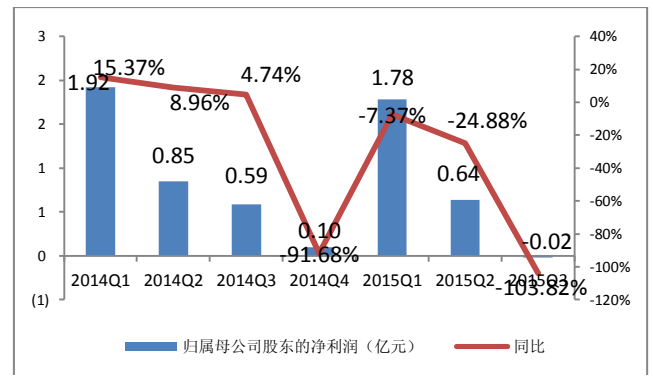
营收同比增长17.44%，净利大幅增长105.09%。1-9月公司实现营收935.7亿元，+17.44%YoY；归母净利0.53亿，+105.09% YoY，EPS 0.01元；扣非后归母净利-10.8亿，+4.66% YoY。其中Q3营收305.32亿，+7.05% YoY（Q1、Q2同比增速分别为+28.77%、+18.76%）；Q3归母净利-2.95亿，-3.25% YoY（Q1、Q2同比增速分别为+23.44%、+311.43%）。REITs贡献税后净利润约10.22亿元带动本期盈利，此外，公司拟向苏宁文化出售PPTV68.08%股权，转让价格为25.88亿元，预计年内将完成PPTV剥离从而增厚当期投资收益10.4亿元。

图 1：2014Q1-2015Q3 公司营业收入及增长率



数据来源：wind 安信证券研究中心

图 2：2014Q1-2015Q3 公司归母净利及增长率

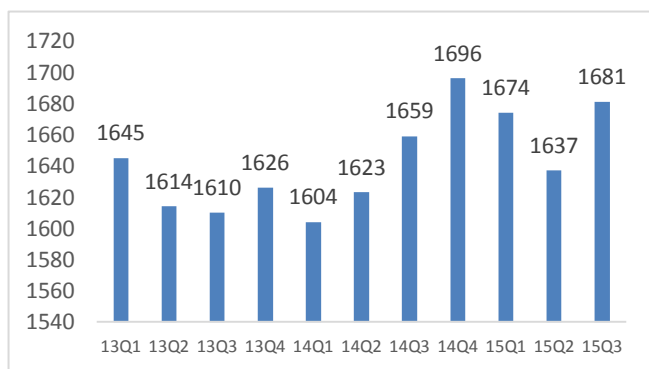


数据来源：wind 安信证券研究中心

Q3 线上运营增速减弱，活跃用户快速增长。15年1-9月线上GMV为313.40亿元，同比增80.63%（15Q1、Q2、Q3增速分别为101.54%、106.68%、55.64%），其中自营商品实现245.74亿元，同比增长57.54%（15Q1、Q2、Q3增速分别为78.70%、74.79%、36.24%），开放平台实现67.66亿元，同比增长288.34%（15Q1、Q2、Q3增速分别为460.55%、519.26%、179.34%）。线上运营数据表现优于财务数据，活跃用户快速提升，或极大推动双十一销售规模提升：①移动端运营能力提升：15年9月移动端订单数量占线上整体比例提升至58.54%（年初仅为32%）；②零售体系会员数大增：零售体系会员总数2.14亿（去年同期为1.55亿），年度活跃会员数增加到4500万（较年初增加1800万）；③商品丰富度得到提高：公司商品SKU数量达到1500万，开放平台商户数近2.3万家（年初1.1万家）。

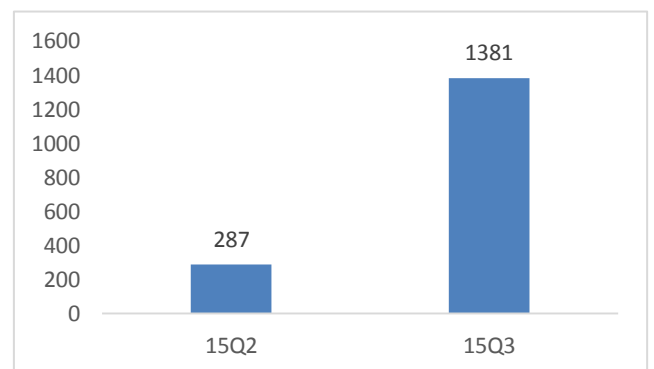
积极推进线下门店建设，加速农村市场网络布局。第一，连锁发展市场，15Q3公司新开连锁店73家，其中云店5家，常规店20家（中心店8家、社区店12家）、红孩子店18家，苏宁超市30家，另改造升级云店27家，调整/关闭连锁店32家。截至15年9月底，公司线下共有店面1681家（其中大陆市场1625家，香港26家，日本30家）。第二，农村电商市场，苏宁易购服务站作为推进农村市场的重要布局，公司一直予以坚定执行，截至15年9月底，苏宁易购直营服务站数量599家，苏宁易购加盟服务站数量782家。

图 3：苏宁门店数量



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

图 4：易购服务站数量

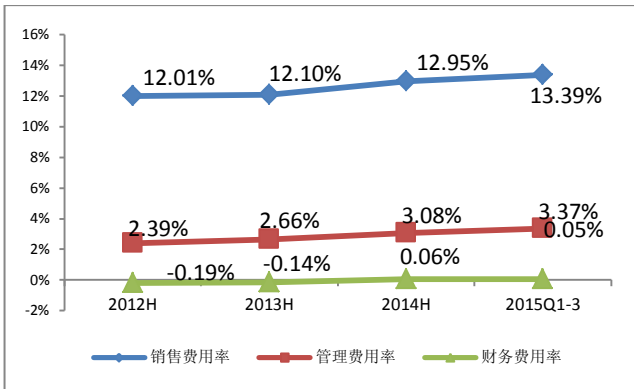


数据来源：公司公告 安信证券研究中心

毛利率同比增加0.77个百分点，期间费用率小幅上升。报告期内公司毛利率15.80%，同

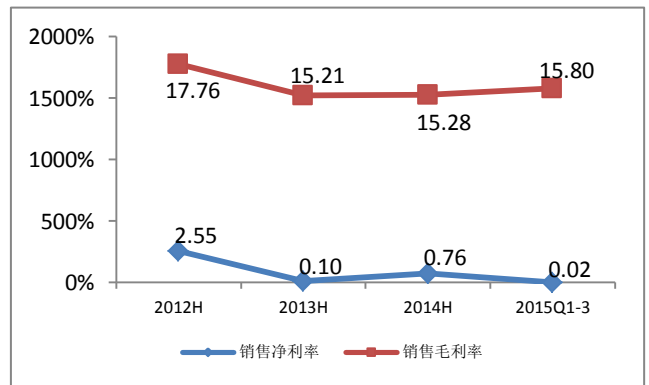
比增加 0.77 个百分点，主要系公司不断深化 O2O 运营模式，线上线下产品定价调整、差异化运营所致；期间费用率 16.82%，同比增加 0.66 个百分点，主要系公司积极开展促销推广，提升品牌知名度以及新品类用户认知所致；其中销售费用率 13.39%，同比增加 0.39 个百分点，系加大产品推广促销及加快云店升级改造所致；管理费用率 3.37%，同比增加 0.35 个百分点，系公司持续加大在 IT、物流、金融、超市等领域引进人才所致；财务费用率 0.05%，同比减少 0.10 个百分点，系报告期内人民币对港币、日元汇率波动，汇兑收益增加所致；受毛利率提升及 REITs 影响，公司净利率同比增加 1.38 个百分点至 0.02%。

图 5：2012-2015Q3 公司各项费用率



数据来源：wind 安信证券研究中心

图 6：2012-2015Q3 公司净利率、毛利率



数据来源：wind 安信证券研究中心

丰富经营品类，加大运营推广，提升物流建设，全面推进业务发展。第一，**品类经营方面**，公司重点围绕母婴、超市、百货品类丰富商品，通过自营、开放平台的方式拓展 SKU 规模。截至报告期末，公司商品 SKU 数量达到 1,500 万，开放平台商户数近 23,000 家；**第二，运营推广方面**，公司策略性地开展品类促销活动，有效提升新品类用户认知以及会员粘性，持续进行移动端的迭代升级。2015 年 9 月，移动端订单数量占比提升至 58.54%；加强精准营销，运用大数据分析，充分挖掘会员价值，截至 2015 年 9 月末，公司零售体系会员总数达到 2.14 亿，年度活跃会员数增加到 4,500 万；**第三，物流服务方面**，不断加强物流基础设施以及物流服务产品市场竞争力，9 月份物流服务妥投率 99.70%；截至 9 月末，公司 27 个城市的物流基地投入使用，在全国拥有 4,055 家快递点（兼具自提功能），“一日三送”、“次日达”、“半日达”、“极速达”配送服务覆盖城市数量进一步扩大；**第四，售后服务方面**，推出“送装一体”服务由黑电品类拓展至热水器品类，“以旧换新”服务已涵盖空调、黑电、冰洗三大品类并覆盖全国 100 个城市。

天猫苏宁频道+苏宁易购双管齐下备战双十一，天猫导流或促 Q4 线上收入增长超预期。自阿里宣告 283 亿元入股苏宁以来，双方在流量、门店、供应链、物流等方面的合作已达成全面共识。仅 818 当日天猫就给苏宁提供 700 万 UV，**双十一期间，天猫苏宁频道方面**：预期天猫导予苏宁的流量或将超过千万级，苏宁双十一当日 GMV 增长或突破 300%-500%，Q4 线上收入增长或超预期；**苏宁易购方面**：21 日，苏宁宣布联合百度、腾讯、360 等 500 家企业一起派送 20 亿红包亮剑双十一，用户可通过微信摇一摇摇取“大红包”，不仅可以自己领取，剩余红包也可分给朋友，和苏宁线下门店离得越近，领取大额红包的机会越大，最高可领取 1111 元的超级红包。同时“低至 5 折的主会场”也将于 11 月 6 日至 12 日提前引爆双十一。2015H1 天猫与苏宁合计占 B2C 市场份额达 61.1%，伴随着老大与老三的强势合作以及苏宁易购自身的加速发展，未来市场集中度或进一步提高，苏宁在供应链及物流等方面的积累将通过天猫的导流与广告加速变现，实现强者愈强。

维持盈利预测，维持买入-A 评级。苏宁联姻阿里，是中国领先零售与电商龙头的全面股权合作，开启实体零售与互联网渠道融合的大时代，引领中国零售变革提效。作为 A 股零售龙头，苏宁将通过零售+，加各种外部资源，透过渠道与服务拓展用户，增强粘性，

丰富品牌内涵。不考虑定增，我们预计 15-17 年 EPS 分别为 0.13 元，0.16 元，0.20 元，当前股价对应 PE 分别为 125 倍，102 倍，81 倍；定增后对应摊薄 EPS 分别为 0.07 元，0.09 元，0.19 元，当前股价对应 PE 分别为 232 倍，181 倍，86 倍。维持买入-A 评级。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年11月02日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	105,292.2	108,925.3	139,517.6	183,736.7	241,025.4	成长性					
减:营业成本	89,279.1	92,284.6	118,171.4	155,257.5	203,184.4	营业收入增长率	7.1%	3.5%	28.1%	31.7%	31.2%
营业税费	329.9	357.2	432.5	588.0	771.3	营业利润增长率	-93.9%	-893.3%	-25.6%	25.5%	128.8%
销售费用	12,739.7	14,105.0	18,276.8	23,885.8	30,369.2	净利润增长率	-86.1%	133.2%	-40.9%	68.5%	104.2%
管理费用	2,805.7	3,356.6	4,255.3	5,420.2	6,387.2	EBITDA 增长率	-69.2%	-113.8%	249.2%	-102.5%	14,251.9
财务费用	-149.1	66.8	70.0	70.0	70.0	EBIT 增长率	-98.8%	-4,100.6	26.6%	-26.5%	-135.8%
资产减值损失	219.9	175.0	191.5	195.5	187.3	NOPLAT 增长率	-98.9%	-4,799.2	24.4%	-21.5%	-114.7%
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%	-148.5%	-334.4%	-151.8%
投资和汇兑收益	33.9	-29.8	21.0	279.0	290.0	净资产增长率	-1.4%	2.9%	6.0%	96.1%	2.6%
营业利润	183.9	-1,458.9	-1,832.9	-1,366.3	394.0	利润率					
加:营业外净收支	-39.5	2,431.6	2,410.0	2,521.0	1,892.0	毛利率	15.2%	15.3%	15.3%	15.5%	15.7%
利润总额	144.4	972.6	577.1	1,154.7	2,286.0	营业利润率	0.2%	-1.3%	-1.3%	-0.7%	0.2%
减:所得税	40.1	148.6	254.0	431.0	723.0	净利润率	0.4%	0.8%	0.4%	0.5%	0.7%
净利润	371.8	866.9	512.1	862.7	1,762.0	EBITDA/营业收入	1.1%	-0.1%	-0.4%	0.0%	0.8%
						EBIT/营业收入	0.0%	-1.3%	-1.3%	-0.7%	0.2%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	33	38	31	23	18
货币资金	24,806.3	22,274.5	33,051.7	50,945.9	65,526.3	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	164	170	172
应收账款	1,893.0	2,449.4	2,844.5	4,015.0	5,237.7	应收账款周转天数	6	7	7	7	7
应收票据	0.6	-	7.8	2.4	11.0	存货周转天数	61	57	58	58	58
预付帐款	4,121.2	3,851.8	6,028.6	6,961.3	10,219.1	总资产周转天数	271	273	243	245	242
存货	18,258.4	16,038.5	29,181.8	30,419.8	46,666.1	投资资本周转天数	11	24	5	5	3
其他流动资产	1,560.9	3,388.5	2,094.2	2,347.9	2,610.2	投资回报率					
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%	1.0%	1.2%	2.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.1%	1.0%	0.3%	0.5%	0.9%
长期股权投资	2,107.3	1,346.9	1,346.9	15,346.9	15,346.9	ROIC	5.2%	-19.6%	-17.8%	28.7%	1.8%
投资性房地产	1,014.7	1,014.1	1,014.1	1,014.1	1,014.1	费用率					
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%	13.1%	13.0%	12.6%
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%	3.1%	2.9%	2.7%
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%	16.2%	16.0%	15.3%
资产总额	82,251.7	82,193.7	106,816.9	143,607.6	180,255.8	偿债能力					
短期债务	1,109.9	1,836.5	-	-	-	资产负债率	65.1%	64.1%	70.7%	57.3%	65.1%
应付帐款	15,462.7	13,869.4	23,774.8	26,123.2	38,749.1	负债权益比	186.6%	178.3%	241.3%	134.0%	186.2%
应付票据	25,235.8	22,442.1	41,574.0	41,876.9	66,205.9	流动比率	1.23	1.20	1.13	1.35	1.23
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.81	0.82	0.70	0.93	0.80
长期借款	593.8	914.2	-	1,125.4	-	利息保障倍数	-0.23	-20.84	-25.18	-18.52	6.63
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	53,548.8	52,656.9	75,520.3	82,244.6	117,270.2	DPS(元)	-	0.05	-	-	-
少数股东权益	333.6	254.9	65.9	-73.1	-272.1	分红比率	0.0%	42.6%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	7,383.0	7,383.0	7,383.0	9,310.0	9,310.0	股息收益率	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	21,106.4	21,965.8	23,847.7	52,126.1	53,947.7						
股东权益	28,702.9	29,536.8	31,296.6	61,363.0	62,985.6						

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	512.1	862.7	1,762.0	EPS(元)	0.05	0.12	0.07	0.09	0.19
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	4.23	6.60	6.79
资产减值准备	219.9	175.0	-	-	-	PE(X)	329.2	137.2	235.1	182.9	86.6
公允价值变动损失	-83.0	9.3	26.0	35.0	48.0	PB(X)	4.3	4.2	3.9	2.5	2.4
财务费用	201.9	188.9	70.0	70.0	70.0	P/FCF	-68.6	-823.0	14.0	-14.4	10.4
投资损失	-33.9	29.8	-21.0	-279.0	-290.0	P/S	1.2	1.1	0.9	0.8	0.6
少数股东损益	-267.5	-42.9	-189.0	-139.0	-199.0	EV/EBITDA	39.9	-296.5	-161.3	7,496.4	43.9
营运资金的变动	1,014.0	-2,949.2	14,664.4	633.1	15,287.6	CAGR(%)	90.7%	23.8%	-49.5%	90.7%	23.8%
经营活动产生现金流量	2,238.5	-1,381.4	16,290.5	2,492.6	18,152.1	PEG	3.6	5.8	-4.8	2.0	3.6
投资活动产生现金流量	-10,048.4	-2,007.0	-2,847.2	-15,791.9	-2,332.9	ROIC/WACC	0.5	-1.7	-1.6	2.5	0.2
融资活动产生现金流量	2,874.2	628.5	-2,666.1	31,193.5	-1,238.8	REP	16.0	-3.2	13.7	4.2	-109.2

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

刘章明声明, 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	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	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
	张青		zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣		dengxin@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

