

## 苏宁云商 (002024. SZ)

### 转型进入快车道, 供应链金融爆发性增长

评级: **买入** 前次: **买入**  
 目标价(元): **17.47—17.47**  
 联系人: 分析师  
 彭毅 胡彦超  
 互联网零售团队 S0740512070001  
 021-20315010 021-20315176  
 pengyi@r.qlzq.com.cn huyc@r.qlzq.com.cn  
 2016年05月01日

#### 基本状况

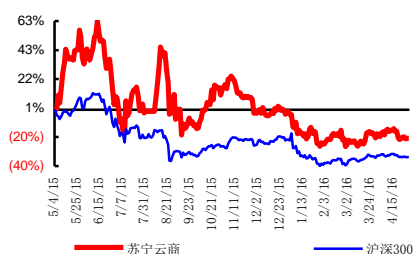
总股本(百万股)	7,383
流通股本(百万股)	5,018
市价(元)	11.1
市值(百万元)	81,952
流通市值(百万元)	55,698

#### 业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	108,925	135,547	162,762	196,131	234,893
营业收入增速	3.45%	24.44%	20.08%	20.50%	19.76%
净利润率	133.19	0.64%	-96.42%	818.99	80.50%
摊薄每股收益(元)	0.12	0.12	0.00	0.03	0.06
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)	76.65	113.81	3,437.8	374.09	207.25
PEG	0.58	176.54	—	0.46	2.57
每股净资产(元)	3.98	4.38	3.41	3.44	3.50
每股现金流量	-0.19	0.23	0.44	0.63	0.89
净资产收益率	2.95%	2.70%	0.10%	0.90%	1.59%
市净率	2.26	3.07	3.38	3.35	3.30
总股本(百万股)	7,383.0	7,383.0	9,309.8	9,309.8	9,309.8

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

- **2016年1季度, 苏宁云商业绩符合我们的预期:** 报告期内公司实现营业收入318.4亿元, 同比增加8.1%。其中, 线上自营收入107.1亿元(含税), 同比增长81.6%, 归属于上市公司股东的净利润-3.0亿元, 扣除非经常性损益后的净利润约为-3.3亿元, 同比增长17.4%, 亏损有所收窄。

苏宁云商2016年1季度毛利率约为15.9%, 相比去年同期下滑0.1pct, 主因公司通过实施积极的价格竞争策略实现了快速增长, 我们预计, 未来随着公司全渠道运营、商品供应链能力的加强, 以及物流、IT、金融、广告等服务推广应用, 公司毛利率将显著改善。

随着公司运营效率的稳步提升, 运营费用率较去年同期下降: 其中, 销售费用率约为12.9%, 同比减少0.4pct; 管理费用率约为3.6%, 同比减少0.3pct, 管理费用率和销售费用率合计较去年同期减少0.7pct。

- **线上业绩持续向好, “阿苏”合作成果初显:** 2016年1季度, 实现线上平台实体商品交易总规模为141.21亿元(含税), 同比增长99.62%; 其中自营商品销售收入107.07亿元(含税), 同比增长81.6%; 开放平台实现商品交易规模为34.14亿元(含税), 同比增长高达190.1%, 线上业务的高增长成果逐步凸显; 另, 线上运营方面, 移动端上线社交功能, 持续强化用户体验, 2016年3月移动端订单数量占线上整体比例提升至62%; “阿苏”合作之后, 线上线下业态全面整合效果初显, 在虚实融合的背景下, 苏宁云商回归零售CPU本质, 我们预计苏宁云商与阿里的对接仍将进一步深化, 供应链服务能力有望进一步提升。

### ■ 线下稳扎稳打,苏宁云店转型效果初显,渠道下沉加速

公司持续优化店面结构,新开苏宁易购云店 13 家,红孩子母婴店以及超市店也进行相应的迭代升级,不断完善运营模式,其中苏宁易购云店,由于实施互联网化改造,深化 O2O 运营,强化客户体验提升,该类门店的经营能力保持稳步提升,表现较好的苏宁易购云店销售同比增长为 15%-20%。同店方面,受外部景气度较弱的影响,可比店面销售收入较去年同期下降 4.67%。渠道下沉方面,公司以自营、加盟、合作网点及代理的方式加快三四级市场苏宁易购服务站的开设,快速推进农村市场网络布局,报告期末苏宁易购直营服务站 1,201 家,苏宁易购加盟服务站数量 1,686 家,环比增速分别高达 19%,18%;我们认为,农村电商的发展离不开线下,苏宁易购服务站的快速推进,将成为苏宁云商抢占农村电商市场最有力的据点。

### ■ 增值服务日趋完善,全面对外开放:

物流服务能力全面提升:截至 2015 年末,公司拥有物流仓储及相关配套总面积达到 455 万平方米,与菜鸟网络对接,承接整个阿苏生态系内的物流服务,拥有 6051 个快递点(兼具自提功能)。在全国 327 个城市,1993 个区县实现“次日达”,同时公司积极利用 O2O 优势,近 200 个城市、2000 条街道实现“急速达”;

2015 年,苏宁金融集团独立运营,支付/保理/消费金融/供应链金融/众筹/理财等业务如火如荼,2016 年 4 月完成融资,投后估值约为 167 亿元,我们预计随着国家金融牌照逐步放宽,苏宁在国家发放保险牌照/民营银行牌照等方面将具备强大竞争力。

### ■ 再次强调,供应链金融爆发性增长,未来有望成为苏宁云商重要业绩支撑点:苏宁与阿里合作,阿里生态圈的 B 端用户将逐步接入苏宁物流、苏宁云店之中,同时,苏宁将其线下资源(物流、云店)向全社会开放,我们预计大量的 B 端用户将成为苏宁生态圈的用户,苏宁供应链金融有望实现快速放量。2016 年 1 季度,由于小贷及保理业务放款规模增加,苏宁云商发放贷款及垫款 24.01 亿元,相比 2015 年年末提升 83.1%,相比于去年同期增长 303.3%,呈现爆发性增长态势。

### ■ 战略清晰,回归零售本质,开放服务,2016 年业绩将迎来反转。零售业务上,苏宁云商将通过线下差异化的产品/高品质的服务提升毛利率水平,线上加强运营,强化与竞争对手相似品类的价格优势,利用阿苏合作之后的供应链资源/资金优势,以求追赶竞争对手。另外,苏宁作为产业内率先推行互联网零售模式的公司,物流领先,全面开放,金融全面布局,考虑到苏宁与阿里合作将为苏宁各个方面带来巨大的增量,我们预计 2016 年苏宁云商将迎来业绩的反转,2016/2017/2018 年销售收入为 1627 亿、1961 亿、2349 亿元。未来,随着线上收入占比的提升(线上业务毛利率低于线下业务),参照市场目前对零售企业的估值以及苏宁云商“苏宁易购+线下门店+供应链金融+苏宁物流+阿里系资源对接”商业模式的先进性,A 股互联网零售标的的稀缺性,我们给予苏宁云商 2016 年 1XPS,市值 1627 亿元,对应目标价 17.47 元(计算股本 93.10 亿),给予“买入”评级。

### ■ 风险提示:1,与阿里合作不顺畅,不能够在线上线下全面对接;2,线上运营巨额亏损,现金流吃紧;3,金融业务管理风险;

损益表 (人民币万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	10,529,223	10,892,530	13,554,763	16,276,231	19,613,114	23,489,322
增长率	7.05%	3.5%	24.4%	20.1%	20.5%	19.8%
营业成本	-8,927,906	-9,228,457	-11,598,118	-13,744,201	-16,563,955	-19,815,215
%销售收入	84.8%	84.7%	85.6%	84.4%	84.5%	84.4%
毛利	1,601,317	1,664,072	1,956,645	2,532,030	3,049,159	3,674,106
%销售收入	15.2%	15.3%	14.4%	15.6%	15.5%	15.6%
营业税金及附加	-32,994	-35,716	-58,580	-61,461	-76,003	-91,997
%销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-1,273,971	-1,410,503	-1,664,468	-1,977,562	-2,353,574	-2,818,719
%销售收入	12.1%	12.9%	12.3%	12.2%	12.0%	12.0%
管理费用	-280,567	-335,657	-429,148	-488,287	-588,393	-704,680
%销售收入	2.7%	3.1%	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	13,785	-117,803	-195,550	4,720	31,189	58,711
%销售收入	0.1%	-1.1%	-1.4%	0.0%	0.2%	0.2%
财务费用	14,909	-6,677	-10,428	0	0	0
%销售收入	-0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-21,994	-17,496	-19,809	0	0	0
公允价值变动收益	8,299	-933	-692	0	0	0
投资收益	3,392	-2,985	165,476	-1,000	1,000	1,000
%税前利润	23.5%	—	186.1%	—	2.9%	1.6%
营业利润	18,390	-145,893	-61,002	3,720	32,189	59,711
营业利润率	0.2%	-1.3%	-0.5%	0.0%	0.2%	0.3%
营业外收支	-3,952	243,155	149,898	0	2,000	2,000
税前利润	14,439	97,261	88,896	3,720	34,189	61,711
利润率	0.1%	0.9%	0.7%	0.0%	0.2%	0.3%
所得税	-4,008	-14,858	-13,123	-595	-5,470	-9,874
所得税率	27.8%	15.3%	14.8%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	10,430	82,404	75,773	3,125	28,719	51,838
少数股东损益	-26,747	-4,288	-11,477	0	0	0
归属于母公司的净利润	37,177	86,691	87,250	3,125	28,719	51,838
净利率	0.4%	0.8%	0.6%	0.0%	0.1%	0.2%

现金流量表 (人民币万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	10,430	82,404	75,773	3,125	28,719	51,838
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	183,600	190,075	277,267	188,862	198,953	197,384
非经营收益	-24,381	-280,649	-323,618	1,000	-3,000	-3,000
营运资金变动	54,199	-129,971	143,912	215,938	363,611	579,216
经营活动现金净流	223,848	-138,142	173,334	408,924	588,283	825,438
资本开支	472,298	-16,737	294,379	98,370	63,076	61,513
投资	-539,032	-256,744	217,623	0	0	0
其他	6,487	39,303	48,137	-1,000	1,000	1,000
投资活动现金净流	-1,004,843	-200,705	-28,619	-99,370	-62,076	-60,513
股权募资	3,206	1,159	149,960	0	0	0
债权募资	349,492	114,209	240,326	-324,055	0	0
其他	-84,266	-58,573	-82,942	0	-55,859	0
筹资活动现金净流	268,432	56,795	307,344	-324,055	-55,859	0
现金净流量	-512,563	-282,052	452,059	-14,501	470,348	764,925

资产负债表 (人民币万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	2,480,628	2,227,447	2,711,556	2,697,055	3,167,403	3,932,327
应收款项	173,137	244,945	311,537	312,330	390,921	468,299
存货	1,825,836	1,603,852	1,400,480	2,447,597	2,858,984	3,365,872
其他流动资产	951,617	988,498	1,251,614	1,275,296	1,433,845	1,615,751
流动资产	5,431,218	5,064,741	5,675,187	6,732,278	7,851,153	9,382,249
%总资产	65.4%	61.6%	64.4%	68.9%	73.0%	77.2%
长期投资	385,459	441,320	427,377	427,377	427,377	427,377
固定资产	1,469,999	1,540,107	1,520,679	1,488,882	1,415,949	1,334,616
%总资产	17.7%	18.7%	17.3%	15.2%	13.2%	11.0%
无形资产	830,385	877,840	888,702	830,007	769,064	716,525
非流动资产	2,873,147	3,154,632	3,132,381	3,041,889	2,908,012	2,774,141
%总资产	34.6%	38.4%	35.6%	31.1%	27.0%	22.8%
资产总计	8,304,366	8,225,167	8,807,567	9,774,167	10,759,165	12,156,390
短期借款	116,416	205,372	337,003	14,439	14,439	14,439
应付款项	4,120,620	3,776,330	4,016,560	5,234,473	6,222,781	7,526,743
其他流动负债	185,374	229,990	219,902	343,887	311,858	353,284
流动负债	4,422,410	4,211,691	4,573,466	5,592,799	6,549,078	7,894,466
长期贷款	59,384	91,421	35,792	35,792	35,792	35,792
其他长期负债	819,058	818,665	823,154	823,154	823,154	823,154
负债	5,300,852	5,354,876	5,432,411	6,451,745	7,408,024	8,753,411
普通股股东权益	2,848,817	2,836,926	3,230,905	3,178,171	3,206,890	3,258,728
少数股东权益	33,365	25,495	144,251	144,251	144,251	144,251
负债股东权益合计	8,183,034	8,225,167	8,807,567	9,774,167	10,759,165	12,156,390

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	0.050	0.117	0.118	0.003	0.031	0.056
每股净资产(元)	3.859	3.975	4.376	3.414	3.445	3.500
每股经营现金净流(元)	0.303	-0.187	0.235	0.439	0.632	0.887
每股股利(元)	0.000	0.000	0.060	0.060	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	1.30%	2.95%	2.70%	0.10%	0.90%	1.59%
总资产收益率	0.45%	0.11%	0.99%	0.03%	0.27%	0.43%
投入资本收益率	1.39%	-0.36%	-12.27%	0.40%	4.72%	-31.31%
增长率						
营业总收入增长率	7.05%	3.45%	24.44%	20.08%	20.50%	19.76%
EBIT增长率	-95.40%	-95.59%	-66.00%	102.41%	560.75%	88.24%
净利润增长率	-86.11%	133.19%	0.64%	-96.42%	818.99%	80.50%
总资产增长率	7.44%	90.44%	-89.28%	10.97%	10.08%	12.99%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.4	2.0	1.7	2.0	2.0	2.0
存货周转天数	72.5	67.8	47.3	65.0	63.0	62.0
应付账款周转天数	42.9	37.5	27.5	35.0	35.0	36.0
固定资产周转天数	33.5	38.4	34.2	30.1	25.4	21.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-62.02%	-4.69%	-47.63%	-57.70%	-71.24%	-92.63%
EBIT利息保障倍数	-0.9	-17.6	-18.8	—	—	—
资产负债率	64.78%	64.06%	61.68%	66.01%	68.85%	72.01%

**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:**

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。