

苏宁云商 (002024. SZ)

经营边际改善初显，物流、金融等服务收入高

速成长

评级: **买入** 前次: **买入**

目标价 (元): **14.53—14.53**

分析师 联系人

彭毅

S0740515100001

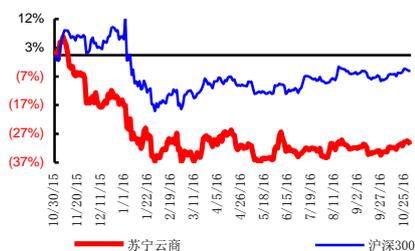
pengyi@r.qlzq.com.cn

2016年10月30日

基本状况

总股本(百万股)	9,310
流通股本(百万股)	5,018
市价(元)	11.25
市值(百万元)	104,738
流通市值(百万元)	56,450

股价与行业-市场走势对比



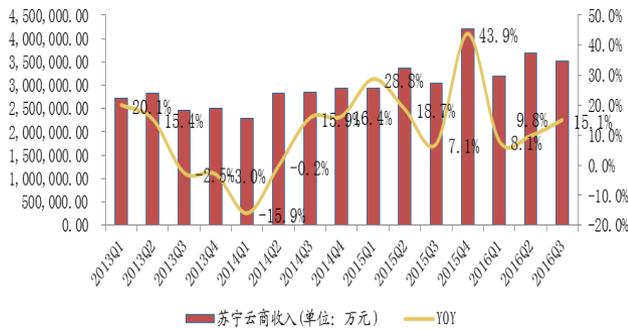
业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	108,925	135,547	159,900	193,269	232,031
营业收入增速	3.45%	24.44%	17.97%	20.87%	20.06%
净利润 增长率	133.19	0.64%	-86.18%	46.21%	131.17
摊 每股收益 (元)	0.12	0.12	0.01	0.02	0.04
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	854.60	584.50	252.84
PEG	0.58	176.54	—	12.65	1.93
每股净资产 (元)	3.98	4.38	3.42	3.44	3.49
每股现金流量	-0.19	0.23	0.39	0.62	0.87
净资产收益率	2.95%	2.70%	0.38%	0.55%	1.26%
市净率	2.26	3.07	3.23	3.22	3.18
总 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

投资要点

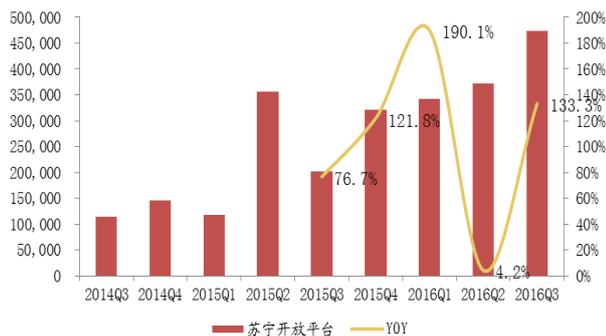
- 2016年1-9月份，苏宁云商的业绩基本符合我们的预期：**报告期内，公司实现营业收入1,038.63亿元，同比增长11%，实现归属于上市公司股东净利润-3亿元，同比-672.42%。公司整体商品销售规模(含税)为1,304.95亿元，同比增长15.53%。另，公司预计受益于零售业务的发展，金融、物流业务将在四季度实现较快的发展，同时，公司内部进一步加强费用管控，注重人效提升，提高运营效率，**预计公司四季度归属于上市公司股东的净利润为0-5,000万元，2013年3季度以来季度首次实现盈亏平衡。**
- 毛利率环比向好，三费率环比持平：**2016年1-9月份，线上自营业务增长迅速，占营业总收入比重由同期的27.2%提升至38.5%，致使主营业务毛利率下降1.34pct至14.46%。随着公司运营效率的稳步提升，运营费用率较去年同期有所下降。其中，销售费用率约为12.02%，同比减少1.38pct；管理费用率约为3.03%，同比减少0.34pct，管理费用率和销售费用率合计较去年同期减少1.72pct。
- 线上自营维持中高速增长，开放平台增长恢复：**2016年1-9月，公司实现线上平台实体商品交易总规模为518.65亿元，同比增长65.49%，其中自营商品销售收入400.11亿元，同比增长57.1%，开放平台实现商品交易规模为118.54亿元，同比增长约为75.2%。分季度来看，三季度，实现线上平台实体商品交易总规模为191.08亿元，yoy48.2%；其中自营商品销售收入143.8亿元，yoy32%；开放平台实现商品交易规模为47.28亿元，yoy133.3%；线上自营业务维持中高速增长，开放平台在调整之后下半年恢复增长；另，线上运营方面，加强数据化运营，移动端上线社交功能，2016年9月移动端订单数量占线上整体比例提升至73%。公司自营与平台商品SKU数量近3000万，开放平台商户近30000家，商品丰富程度及用户体验渐入佳境。

图表 1：苏宁云商单季度收入及其增速


来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 2：苏宁云商线上收入及其增速


来源：公司公告 中泰证券研究所

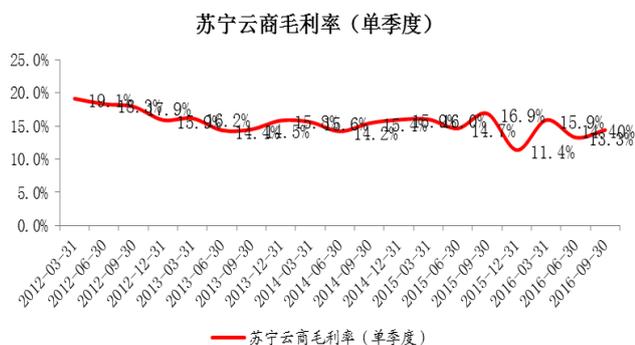
图表 3：苏宁云商开放平台的 GMV 及其增速


来源：中泰证券研究所

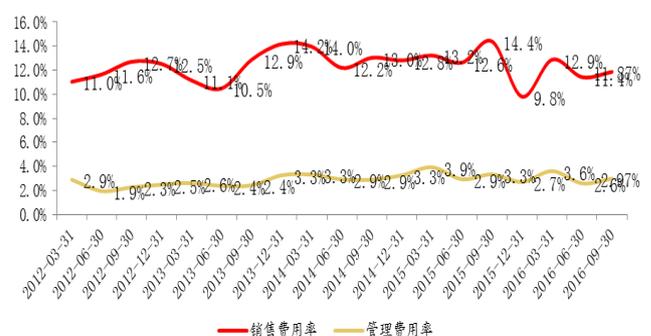
图表 4：苏宁云商线上部分运营指标

	2014年	2015年	2015H1	2015H2	2016H1	2016Q1-Q3
开放平台商户数量	11000	26000			30000	30000
YOY		136.4%				
SKU (单位: 万)	791	2000	1220	2000	2100	3000
YOY		152.8%				
移动端订单数量占比			56%	60%	72%	73%

来源：公司公告 中泰证券研究所

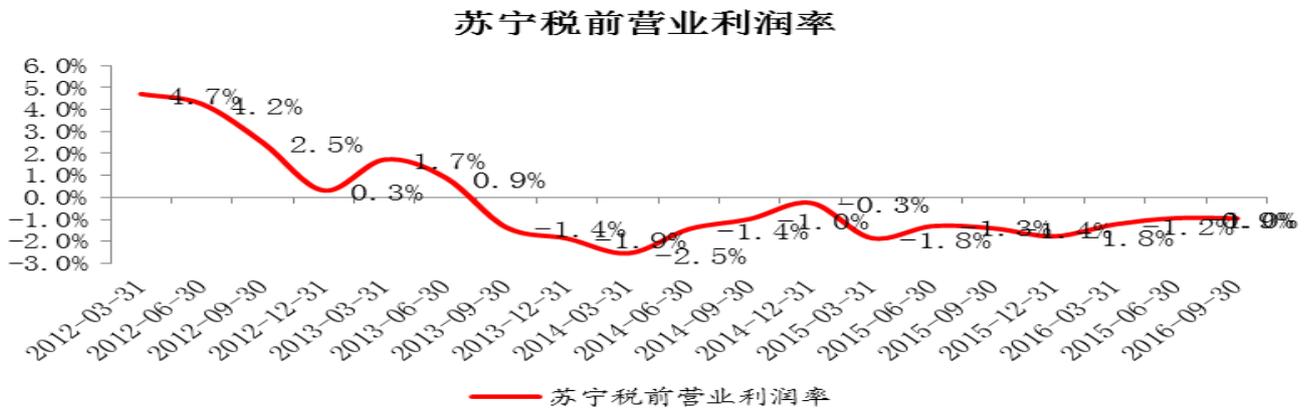
图表 5：苏宁云商毛利率


来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 6：苏宁云商期间费用率


来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 7: 苏宁云商营业利润率亏损收窄



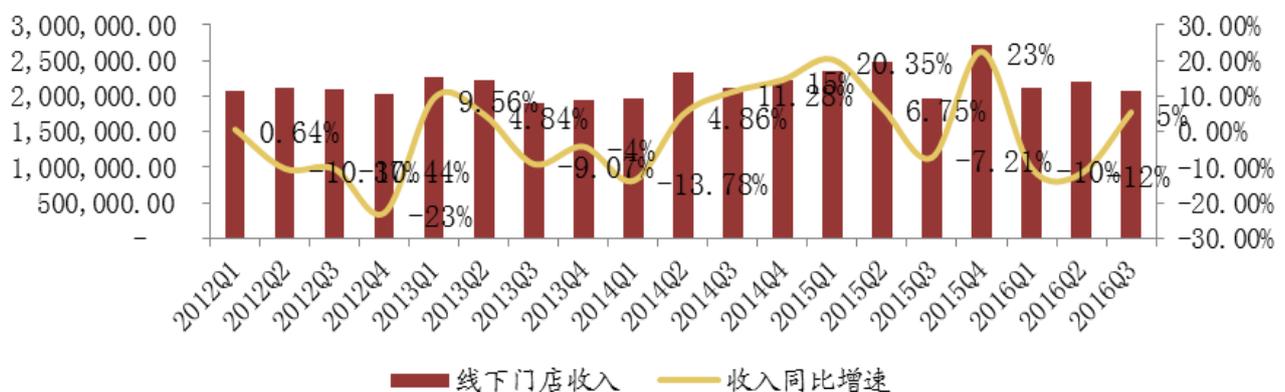
来源: 公司公告 中泰证券研究所

■ 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,三季度内,公司持续对门店进行互联网化升级改造,新开云店 15 家,云店数量达到 115 家;拓展二三级市场空白商圈,新开常规店 15 家;通过严控店面经营质量,加大店面调整力度,关闭常规店 27 家;新业态方面,公司加快红孩子专业店布局,新开红孩子店 5 家,达到 20 家,三年目标新开 150 家店。农村服务站方面,苏宁易购服务站直营店达到了 1727 家,苏宁易购授权服务网点 2170 家。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。

经营方面,由于空调旺销以及 O2O 促销推广的深化推进,三季度公司可比店面同比增长环比改善,已基本转正,苏宁易购服务站直营店的开设标准、经营模式、物流服务流程、运营逐步成熟,经营效益已经得到凸显。2015 年开设的苏宁易购服务站在 2016 年 1-9 月内的单店年化销售额较 2015 年同比提升 16.72%,占比 74.62%的易购服务站在 2016 年 9 月已经实现了单月盈利。

图表 8: 线下门店收入及其增速



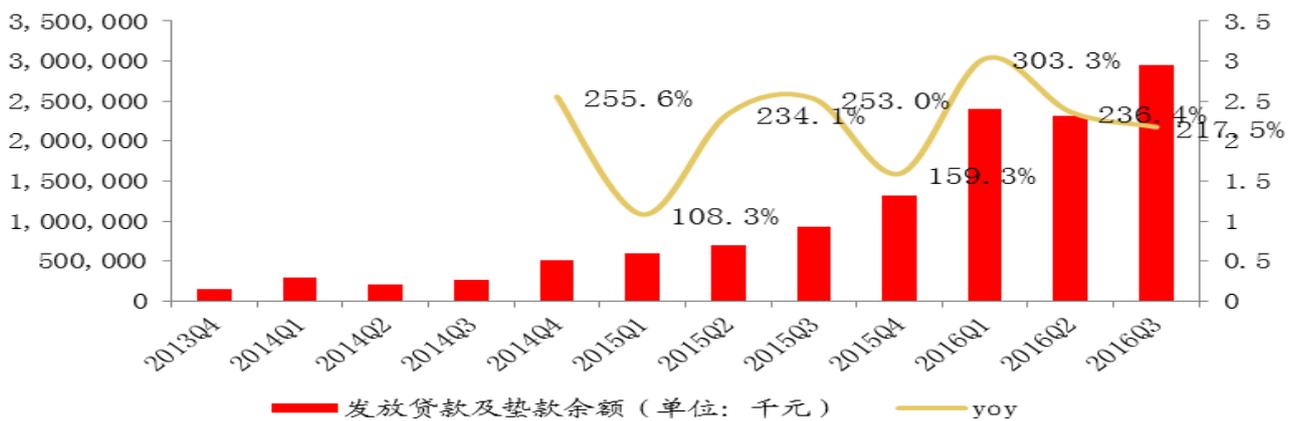
来源：公司公告 中泰证券研究所

■ **物流、金融等增值服务开始放量，进入高速增长轨道：**

截至 2016 年 6 月末，苏宁拥有物流仓储及相关配套总面积 500 万平方米左右，覆盖区域广，资产优质，在全国都属于龙头。在社会化运作方面，苏宁物流具备全产业链的运营能力，能够为客户提供涵盖仓储、公路运输、包裹快递、大件同城配送、送装一体等多种服务产品，并兼具对标行业的服务时效承诺。报告期内，公司加快物流社会化运作，以服务供应商、菜鸟业务为重点，实现社会化物流收入同比增长 411.11%。

2015 年，苏宁金融集团独立运营，2016 年 4 月完成融资，投后估值约为 167 亿元，实现全员持股，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。经营方面，截至 2016 年 9 月，金融业务（支付业务、供应链融资业务、理财业务）总体交易规模同比增长 135%，规模的快速增长带动了金融资产的货币化能力。

图表 9：发放贷款及垫款余额



来源：公司公告 中泰证券研究所

■ **战略清晰，回归零售本质，开放服务，亏损收窄。2017 年业绩将迎来向上拐点。**零售业务上，苏宁云商将通过线下苏宁云店/易购服务站等提高收入基数，利用差异化的产品/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，扩大线上经营的流水。另外，苏宁物流资源优质，与阿里对接之后，全面开放，将贡献显著收入，同时，集团在金融全面布局，交易额将加速成长。我们预计，苏宁云商 2016/2017/2018 年销售收入分别为 1599 亿、1933 亿、2320 亿元，参照市场目前对零售电商企业的估值以及苏宁云商“苏宁易购+线下资源+金融+苏宁物流+阿里系资源对接”商业模式的先进性，A 股互联网零售标的稀缺性，我们给予苏宁云商 2017 年 0.7XPS，市值 1353 亿元，对应目标价 14.53 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	15,990,083	19,326,966	23,203,174
增长率	7.05%	3.5%	24.4%	18.0%	20.9%	20.1%
营业成本	-8,927,906	-9,228,457	-11,598,118	-13,511,849	-16,335,036	-19,586,297
%销售收入	84.8%	84.7%	85.6%	84.5%	84.5%	84.4%
毛利	1,601,317	1,664,072	1,956,645	2,478,234	2,991,930	3,616,877
%销售收入	15.2%	15.3%	14.4%	15.5%	15.5%	15.6%
营业税金及附加	-32,994	-35,716	-58,580	-60,380	-74,894	-90,876
%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	-1,942,795	-2,319,236	-2,784,381
%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	-479,702	-579,809	-696,095
%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	-4,644	17,991	45,525
%销售收入	0.1%	-1.1%	-1.4%	0.0%	0.1%	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%	—	4.8%	2.1%
营业利润	18,390	-145,893	-61,002	-5,644	18,991	46,525
营业利润率	0.2%	-1.3%	-0.5%	0.0%	0.1%	0.2%
营业外收支	-3,952	243,155	149,898	20,000	2,000	2,000
税前利润	14,439	97,261	88,896	14,356	20,991	48,525
利润率	0.1%	0.9%	0.7%	0.1%	0.1%	0.2%
所得税	-4,008	-14,858	-13,123	-2,297	-3,359	-7,764
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	12,059	17,632	40,761
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	12,059	17,632	40,761
净利率	0.4%	0.8%	0.6%	0.1%	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	12,059	17,632	40,761
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	-19,000	-3,000	-3,000
营运资金变动	54,199	-129,971	143,912	182,351	364,706	577,847
经营活动现金净流	223,848	-138,142	173,334	364,272	578,291	812,992
资本开支	472,298	-16,737	294,379	78,370	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	-79,370	-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	-39,153	460,355	752,478

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	2,672,403	3,132,758	3,885,236
应收款项	173,137	244,945	311,537	306,839	385,218	462,594
存货	1,825,836	1,603,852	1,400,480	2,406,220	2,819,472	3,326,987
其他流动资产	951,617	988,498	1,251,614	1,263,558	1,422,058	1,603,796
流动资产	5,431,218	5,064,741	5,675,187	6,649,019	7,759,506	9,278,614
%总资产	65.4%	61.6%	64.4%	68.6%	72.7%	77.0%
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%	15.4%	13.3%	11.1%
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%	31.4%	27.3%	23.0%
资产总计	8,304,366	8,225,167	8,807,567	9,690,908	10,667,518	12,052,755
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	5,145,802	6,136,544	7,439,555
其他流动负债	185,374	229,990	219,902	340,365	308,600	350,066
流动负债	4,422,410	4,211,691	4,573,466	5,500,606	6,459,584	7,804,060
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	6,359,551	7,318,529	8,663,006
普通股股东权益	2,848,817	2,836,926	3,230,905	3,187,105	3,204,738	3,245,498
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	9,690,908	10,667,518	12,052,755

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	0.013	0.019	0.044
每股净资产 (元)	3.859	3.975	4.376	3.423	3.442	3.486
每股经营现金净流 (元)	0.303	-0.187	0.235	0.391	0.621	0.873
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%	0.38%	0.55%	1.26%
总资产收益率	0.45%	0.11%	0.99%	0.12%	0.17%	0.34%
投入资本收益率	1.39%	-0.36%	-12.27%	-0.38%	2.57%	-30.92%
增长率						
营业总收入增长率	7.05%	3.45%	24.44%	17.97%	20.87%	20.06%
EBIT增长率	-95.40%	-95.59%	-66.00%	97.63%	487.43%	153.05%
净利润增长率	-86.11%	133.19%	0.64%	-86.18%	46.21%	131.17%
总资产增长率	7.44%	904.44%	-89.28%	10.03%	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	30.6	25.8	21.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-62.02%	-4.69%	-47.63%	-56.80%	-70.25%	-91.61%
EBIT利息保障倍数	-0.9	-17.6	-18.8	—	—	—
资产负债率	64.78%	64.06%	61.68%	65.62%	68.61%	71.88%

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。