

苏宁云商 (002024)

公司研究/简评报告

子公司收购天天快递，深化物流领域布局

简评报告/商贸零售行业

2017 年 01 月 03 日

一、事件概述

公司全资子公司江苏苏宁物流以 29.75 亿元收购天天快递 70% 股份。在交割完成后 12 个月内，江苏苏宁物流或其设立的快递相关行业运营公司将以股权方式购买剩余 30% 股份，对应转让价款为 12.75 亿元。

二、分析与判断

➤ 天天快递发展迅速，网络资源丰富

公司本次收购的天天快递主业为物流配送、快件收派，业务规模发展迅速，2015 年营收同比增长 50.6%。天天快递采用自营+加盟的模式，截至 2016 年 6 月已拥有 721 家一级加盟商，快递网络覆盖全国 300 多个地级市和 2,800 多个县，拥有 61 个分拨中心，和超过 1 万个配送网点。天天快递还积极发展仓配一体业务和跨境业务，在全国节点城市建立电商仓和专业仓，并在 8 个国家建立国际仓、在国内建立 3 家跨境仓。

➤ 收购天天快递，深化布局物流领域

本次股权收购全部完成后，江苏苏宁物流及其运营公司将合计持有天天快递 100% 股权，未来双方将整合在仓储、干线、末端等方面的资源。随着线上业务的高速发展，公司配送单量增长较快，天天快递完善的快递网络和成熟的物流能力有望助力公司强化最后一公里配送能力，并提高规模效应。公司并购天天快递后还将推进重点网点的直营化，并提高其加盟商的服务能力。此外，本次收购后苏宁物流社会化业务占比将大幅提高，天天快递不断成长的盈利能力也将助力公司提升利润水平。

➤ 定增引入阿里，强强联合提升竞争力

公司定增 292.33 亿元已于 2016 年完成，定增价为 15.17 元，当前股价为 11.45 元，提供投资安全边际。阿里巴巴出资 282.33 亿元入股成为第二大股东（持股 20%），充分彰显对公司发展前景的信心。我们认为公司未来将不断深化与阿里的合作，持续强化在电商领域的竞争力。

三、盈利预测与投资建议

本次收购天天快递将对公司的物流业务起到协同效应，同时贡献业绩。伴随与阿里的合作持续深化，公司长期竞争力有望进一步提升。预计 2016-2018 年 EPS 为 -0.03/0.01/0.05 元，维持“强烈推荐”评级。

四、风险提示

天天快递业务发展不及预期，与阿里巴巴合作效果低于预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	135,548	153,446	181,167	208,302
增长率（%）	24.4%	13.2%	18.1%	15.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	873	-254	109	460
增长率（%）	0.6%	-129.2%	142.9%	321.2%
每股收益（元）	0.12	-0.03	0.01	0.05
PE（现价）	96.9	-418.9	976.0	231.7

强烈推荐

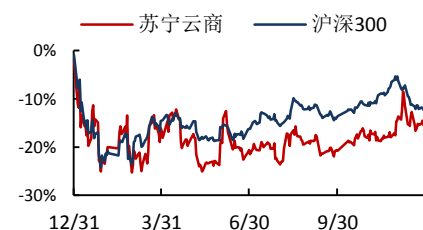
维持评级

合理估值：14.9 – 17.2 元

交易数据 (2016-12-30)

收盘价（元）	11.45
近 12 个月最高/最低	13.56/10.04
总股本（百万股）	9310.04
流通股本（百万股）	5017.81
流通股比例%	53.90%
总市值（亿元）	1066.00
流通市值（亿元）	574.54

该股与沪深 300 走势比较



分析师：马科

执业证号：S0100513070001

电话：010-85127661

邮箱：make@mszq.com

研究助理：赵令伊

一般执业编号：S0100115070039

电话：010-85127661

邮箱：zhaolingyi@mszq.com

研究助理：李奇琦

一般执业编号：S0100116060013

电话：010-85127661

邮箱：liqiqi@mszq.com

相关研究

- 1.《苏宁云商(002024)三季报点评：物流、金融业务发展迅速，携手阿里提升竞争力》20161031
- 2.《苏宁云商(002024)中报点评：线上业务增长迅速，携手阿里助力长期发展》20160831

PB	2.8	3.5	3.5	3.5
----	-----	-----	-----	-----

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	135,548	153,446	181,167	208,302
营业成本	115,981	131,460	154,420	177,161
营业税金及附加	586	663	783	900
销售费用	16,645	19,139	22,624	25,930
管理费用	4,291	4,695	5,707	6,666
EBIT	(1,955)	(2,512)	(2,366)	(2,354)
财务费用	104	(211)	(351)	(637)
资产减值损失	198	0	0	0
投资收益	1,655	562	628	689
营业利润	(610)	(1,761)	(1,388)	(1,029)
营业外收支	1,499	907	0	0
利润总额	889	(262)	111	470
所得税	131	(39)	16	69
净利润	758	(223)	95	401
归属于母公司净利润	873	(254)	109	460
EBITDA	619	(746)	(500)	(426)

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	27116	33409	39050	39571
应收账款及票据	711	873	961	1108
预付款项	6707	6641	7951	9252
存货	14005	21010	23789	26908
其他流动资产	5131	5131	5131	5131
流动资产合计	56752	69901	80232	85714
长期股权投资	220	312	412	512
固定资产	13254	14633	15923	17211
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	31324	30634	29519	28325
资产合计	88076	100535	109751	114039
短期借款	3226	3226	3226	3226
应付账款及票据	32949	42420	48300	55070
其他流动负债	851	851	851	851
流动负债合计	45735	56847	64652	73040
长期借款	358	1929	6744	6744
其他长期负债	10058	10058	6558	2058
非流动负债合计	10416	11987	13302	8802
负债合计	56151	68834	77954	81842
股本	7383	9310	9310	9310
少数股东权益	1443	1474	1459	1400
股东权益合计	31925	31702	31796	32197
负债和股东权益合计	88076	100535	109751	114039

资料来源：公司公告，民生证券研究院

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入增长率	24.4%	13.2%	18.1%	15.0%
EBIT 增长率	-66.0%	28.4%	-5.8%	-0.5%
净利润增长率	0.6%	-129.2%	-142.9%	321.2%
盈利能力				
毛利率	14.4%	14.3%	14.8%	14.9%
净利率	0.6%	-0.2%	0.1%	0.2%
总资产收益率 ROA	1.0%	-0.3%	0.1%	0.4%
净资产收益率 ROE	2.9%	-0.8%	0.4%	1.5%
偿债能力				
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.9	0.9	0.9	0.8
现金比率	0.6	0.6	0.6	0.6
资产负债率	0.6	0.7	0.7	0.7
经营效率				
应收账款周转天数	1.7	2.1	1.9	1.9
存货周转天数	47.3	58.3	56.2	55.4
总资产周转率	1.6	1.6	1.7	1.9
每股指标 (元)				
每股收益	0.12	(0.03)	0.01	0.05
每股净资产	4.1	3.2	3.3	3.3
每股经营现金流	0.2	0.5	0.4	0.5
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	96.9	(418.9)	976.0	231.7
PB	2.8	3.5	3.5	3.5
EV/EBITDA	147.3	(115.9)	(164.2)	(181.2)
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	758	(223)	95	401
折旧和摊销	2,773	1,765	1,866	1,929
营运资金变动	1,439	4,256	3,116	3,427
经营活动现金流	1,733	4,497	3,769	4,298
资本开支	2,944	(515)	(848)	(864)
投资	2,364	(92)	(100)	(100)
投资活动现金流	(286)	963	1,376	1,452
股权募资	1,500	0	0	0
债务募资	2,403	1,571	1,315	(4,500)
筹资活动现金流	2,896	833	496	(5,229)
现金净流量	4,344	6,293	5,641	521

分析师与研究助理简介

马科，家电行业分析师，原民生证券策略分析师。

赵令伊，商贸零售、纺织服装组组长。英国帝国理工学院风险管理与金融工程学硕士，伦敦国王学院工程与商业管理学学士，2015年加入民生证券。

李奇琦，中国农业大学金融学学士，美国克拉克大学金融学硕士。2016年加入民生证券，主要负责商贸零售、纺织服装领域研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101；200122

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28层；525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。