

# 苏宁云商 (002024)

证券研究报告

2017年02月28日

## 16Q4 主业扭亏为盈，企业发展迎来新拐点

### 四季度主业扭亏为盈

公司发布业绩快报，16年营收1486.83亿，+9.69%YoY（Q1-4增速分别为8.13%/9.77%/15.12%/6.77%），若剔除15年同期物业销售收入影响，全年营收同比增长10.82%；归母净利7.02亿，-19.52%YoY（Q1-4增速分别为10.79%/-74.28%/38.21%/22.83%）。其中，Q4单季度归母净利10.06亿元，若剔除出售京朝苏宁电器公司100%股权影响（预计增加净利润9.94亿元），实现扭亏为盈，苏宁互联网零售转型盈利模式得以实践。

### 零售业务：规模效应显现，经营效益改善。

①线下：截至16年末，大陆市场拥有各类店面1510家（云店141家+常规店1303家+县镇店34家+红孩子店26家+超市店6家），可比店面收入逐季提升，Q4旺季积极开展O2O促销推广，同店增长4.29%。全年来看，可比店面收入同比下降1.32%，但坪效同比提升19.49%，店面经营质量已有较大改善。此外，持续推进易购服务站建设，截至16年末，拥有直营店1902家+经销店1927家，其中直营店（15年开设）年销售额同比增17.25%，81.06%的直营店实现16年12月单月盈利。②线上：报告期内线上GMV为805.10亿（含税），同比增长60.14%，继续保持快速增长，其中自营商品收入618.70亿，开放平台规模186.40亿。零售体系会员总数达2.8亿，苏宁易购APP日新增下载用户数、活跃用户数显著提升，移动端订单量占比升至83%，SKU数量超4400万，商品丰富度进一步提升。

### 金融+物流：主业带动下，呈规模快速提升、利润稳步增长良性发展势头。

①物流：仓储资源深厚，截至16年末，投入运营7个自动化拣选中心+32个区域配送中心，3个自动化拣选中心+15个区域配送中心在建。社会化物流以服务供应商、菜鸟业务为重点，目前已有超1000家企业介入苏宁物流云系统，报告期内社会化物流收入同比增321.67%。收购天天快递后，将充分整合仓储、干线、末端资源，加强小件配送与物流社会化服务能力，逐步从企业物流转型物流企业。②金融：报告期内苏宁银行获批筹建，进一步丰富牌照资源。全年金融业务（支付+供应链金融+投资理财等）交易规模同比增长157.21%，发展步入快车道。其中，苏宁易付宝支付直连银行超70家；苏宁小贷累计为近万家合作伙伴提供570+亿贷款；苏宁众筹累计筹款近15亿，稳居行业前三；苏宁零钱宝为近800万用户提供理财服务；任性付为全国用户节省近2亿。

### 盈利预测与估值

预计17年主业有望扭亏为盈，16-18年EPS分别为0.08/0.05/0.07元，17年合理市值1742亿，对应目标价18.71元。同时，当前股价较员工持股及阿里战投股价（15元）仍存在较大幅度折价，上调至“买入”评级。

### 风险提示：电商竞争加剧、物流资产整合未达预期等

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	108,925.30	135,547.63	148,682.20	164,757.48	194,700.01
增长率(%)	3.45	24.44	9.69	10.81	18.17
EBITDA(百万元)	(153.15)	1,443.25	470.43	544.92	877.07
净利润(百万元)	866.92	872.50	702.07	435.94	633.18
增长率(%)	133.19	0.64	(19.53)	(37.91)	45.25
EPS(元/股)	0.09	0.09	0.08	0.05	0.07
市盈率(P/E)	121.68	120.90	150.25	241.97	166.59
市净率(P/B)	3.60	3.46	3.22	3.19	3.16
市销率(P/S)	0.97	0.78	0.71	0.64	0.54
EV/EBITDA	(296.62)	52.92	144.14	124.89	66.08

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	商业贸易/专业零售
6个月评级	买入（调高评级）
当前价格	11.20元
目标价格	18.71元
上次目标价	13.85元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	9,310.04
流通A股股本(百万股)	5,017.81
A股总市值(百万元)	104,272.44
流通A股市值(百万元)	56,199.53
每股净资产(元)	6.90
资产负债率(%)	50.79
一年内最高/最低(元)	12.76/10.04

### 作者

刘章明 分析师  
SAC执业证书编号：S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

张璐芳 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517020001  
zhanglufang@tfzq.com

### 股价走势



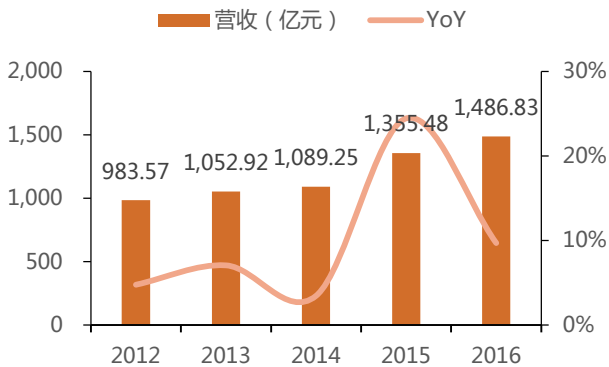
资料来源：贝格数据

### 相关报告

1 《苏宁云商-季报点评:线上线下联动营收规模持续增长，新零售为核心，不断深化金融+物流!》 2016-11-06

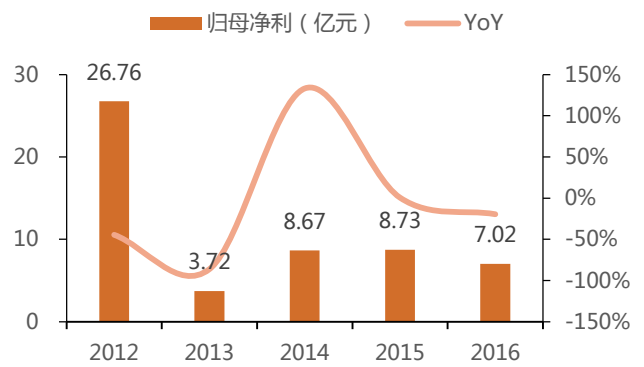
**四季度主业盈利改善。**公司发布业绩快报，16 年营收 1486.83 亿，+9.69%YoY (Q1-4 增速分别为 8.13%/9.77%/15.12%/6.77%)，若剔除 15 年同期物业销售收入影响，全年营收同比增长 10.82%；归母净利润 7.02 亿，-19.52%YoY (Q1-4 增速分别为 10.79%/-74.28%/38.21%/22.83%)。其中，Q4 单季度归母净利润 10.06 亿元，若剔除出售京朝苏宁电器公司 100%股权影响 (预计增加净利润 9.94 亿元)，实现扭亏为盈，苏宁互联网零售转型盈利模式得以实践。

图 1：2012-2016 年公司营收及增长率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：2012-2016 年公司归母净利润及增长率



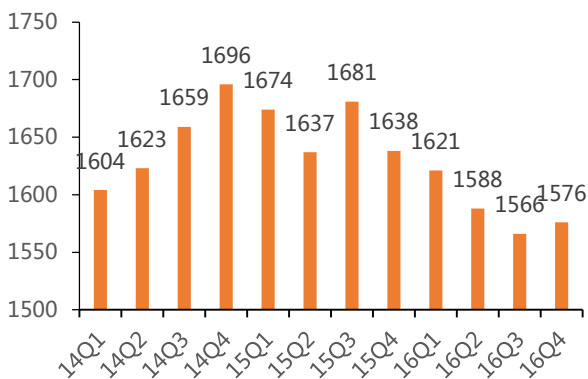
资料来源：wind，天风证券研究所

报告期内公司零售、物流、金融三大业务单元核心能力进一步凸显：

● **零售业务：规模效应显现，经营效益改善。**

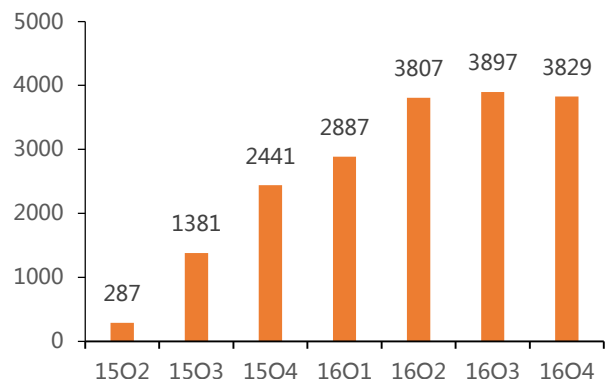
**线下：**截至 16 年末，大陆市场拥有各类店面 1510 家 (云店 141 家+常规店 1303 家+县镇店 34 家+红孩子店 26 家+超市店 6 家)，可比店面收入逐季提升，Q4 旺季积极开展 O2O 促销推广，同店增长 4.29%。全年来看，可比店面收入同比下降 1.32%，但坪效同比提升 19.49%，店面经营质量已有较大改善。此外，持续推进易购服务站建设，截至 16 年末，拥有直营店 1902 家+加盟店 1927 家，其中直营店 (15 年开设) 年销售额同比增 17.25%，81.06%的直营店实现 16 年 12 月单月盈利。

图 3：苏宁线下门店数量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：苏宁易购服务站 (直营+加盟) 数量

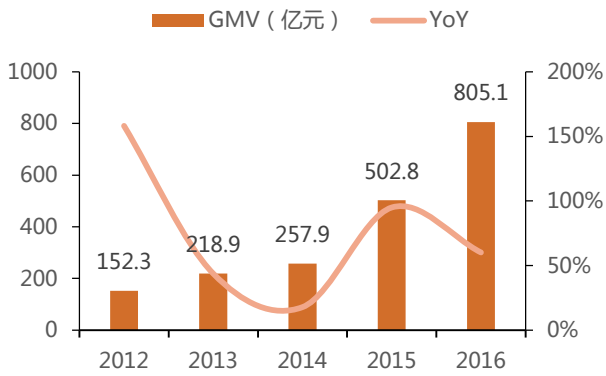


资料来源：公司公告，天风证券研究所

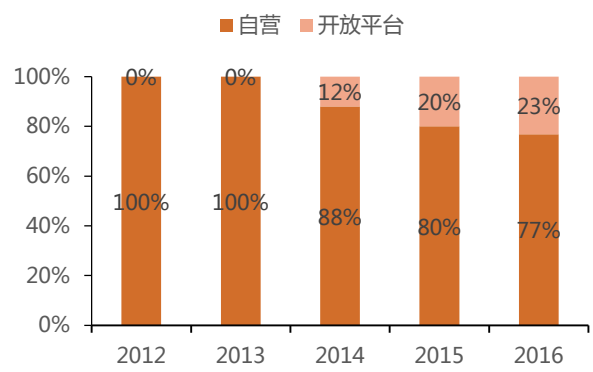
**线上：**报告期内线上 GMV 为 805.10 亿 (含税)，同比增长 60.14%，继续保持快速增长，其中自营商品收入 618.70 亿，开放平台规模 186.40 亿。零售体系会员总数达 2.8 亿，苏宁易购 APP 日新增下载用户数、活跃用户数显著提升，移动端订单量占比升至 83%，SKU 数量超 4400 万，商品丰富度进一步提升。

图 5：线上 GMV 保持快速增长

图 6：开放平台占比稳定提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

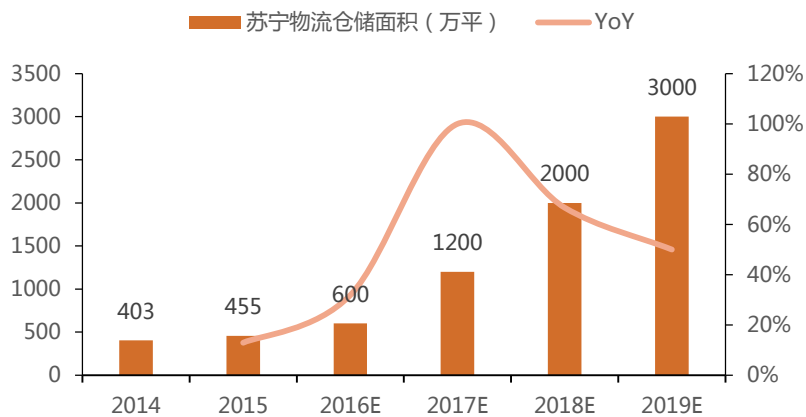


资料来源：公司公告，天风证券研究所

● **金融+物流：主业带动下，呈规模快速提升、利润稳步增长良性发展势头**

**物流：**仓储资源深厚，截至 16 年末，投入运营 7 个自动化拣选中心+32 个区域配送中心，3 个自动化拣选中心+15 个区域配送中心在建。社会化物流以服务供应商、菜鸟业务为重点，目前已有超 1000 家企业介入苏宁物流云系统，报告期内社会化物流收入同比增 321.67%。**收购天天快递后，将充分整合仓储、干线、末端资源，加强小件配送与物流社会化服务能力，逐步从企业物流转型物流企业。**

图 7：苏宁仓储资源深厚



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**金融：**报告期内苏宁银行获批筹建，进一步丰富牌照资源。**全年金融业务（支付+供应链金融+投资理财等）交易规模同比增长 157.21%**，发展步入快车道。其中，苏宁易付宝支付直连银行超 70 家；苏宁小贷累计为近万家合作伙伴提供 570+亿贷款；苏宁众筹累计筹款近 15 亿，稳居行业前三；苏宁零钱宝为近 800 万用户提供理财服务；任性付为全国用户节省近 2 亿。

表 1：苏宁金融牌照及备案资质一览

牌照	产品或公司	获批时间
第三方支付	苏宁易付宝	2012 年 7 月
小额贷款公司	重庆苏宁小额贷款公司	2012 年 12 月
消费金融	苏宁消费金融有限公司	2015 年 5 月
商业保理	苏宁商业保理有限公司	2013 年 10 月
企业征信	江苏苏宁征信服务有限公司	2016 年 1 月
基金销售	苏宁保险销售有限公司	2014 年 2 月
基金支付	南京苏宁基金销售有限公司	2016 年 3 月
私募基金	-	-
保险销售	苏宁保险销售有限公司	2014 年 2 月

预付卡	*收购安徽华夏通而得	2011 年
海外支付	-	-
融资租赁	苏宁租赁有限公司	2016 年 9 月
民营银行	江苏苏宁银行股份有限公司	2016 年 12 月

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**上调盈利预测，上调至“买入”评级。**作为 A 股零售龙头，苏宁通过零售+，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。线上阿里、线下万达，巨头联姻借力各方优势，协同效应 O2O 战略转型升级，引领国内零售变革提效。收购天天快递进一步强化物流服务能力，提升苏宁互联网零售的核心能力。我们预计 16-18 年 EPS 分别为 0.08/0.05/0.07 元，17 年主业有望扭亏为盈，合理市值 1742 亿，对应目标价 18.71 元。同时，当前股价较员工持股及阿里战投股价（15 元）仍存在较大幅度折价，上调至“买入”评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	22,274.47	27,115.56	39,460.37	39,483.87	49,386.88
应收账款	2,449.45	3,110.45	2,587.70	(1,303.17)	(1,540.01)
预付账款	3,851.80	6,706.52	4,248.07	8,120.05	6,524.94
存货	16,038.52	14,004.80	29,585.56	16,093.47	40,116.65
其他	6,033.17	5,814.54	4,054.39	4,667.86	4,874.25
<b>流动资产合计</b>	<b>50,647.41</b>	<b>56,751.87</b>	<b>79,936.09</b>	<b>67,062.07</b>	<b>99,362.71</b>
长期股权投资	1,346.85	219.80	219.80	219.80	219.80
固定资产	12,155.38	13,253.60	13,410.85	13,252.22	12,891.08
在建工程	3,230.83	1,915.10	1,185.06	759.04	485.42
无形资产	7,051.44	7,152.74	6,083.16	5,013.57	3,943.99
其他	7,761.81	8,782.56	7,687.69	7,311.90	7,270.52
<b>非流动资产合计</b>	<b>31,546.32</b>	<b>31,323.81</b>	<b>28,586.55</b>	<b>26,556.52</b>	<b>24,810.80</b>
<b>资产总计</b>	<b>82,193.73</b>	<b>88,075.67</b>	<b>108,522.64</b>	<b>93,618.60</b>	<b>124,173.51</b>
短期借款	1,836.53	3,225.64	0.00	0.00	0.00
应付账款	13,869.43	15,292.78	22,743.68	18,005.11	28,410.45
其他	26,410.95	27,216.24	41,658.45	31,287.93	51,205.53
<b>流动负债合计</b>	<b>42,116.91</b>	<b>45,734.66</b>	<b>64,402.13</b>	<b>49,293.04</b>	<b>79,615.99</b>
长期借款	914.21	357.92	0.00	0.00	0.00
应付债券	7,961.18	7,977.10	7,961.40	7,966.56	7,968.35
其他	1,664.62	2,080.93	1,780.06	1,841.87	1,900.95
<b>非流动负债合计</b>	<b>10,540.02</b>	<b>10,415.95</b>	<b>9,741.46</b>	<b>9,808.43</b>	<b>9,869.31</b>
<b>负债合计</b>	<b>52,656.93</b>	<b>56,150.61</b>	<b>74,143.59</b>	<b>59,101.47</b>	<b>89,485.29</b>
少数股东权益	254.95	1,442.51	1,575.60	1,458.60	1,256.92
股本	7,383.04	7,383.04	9,310.04	9,310.04	9,310.04
资本公积	4,679.57	5,237.74	5,237.74	5,237.74	5,237.74
留存收益	21,965.83	23,009.82	23,493.41	23,748.48	24,121.26
其他	(4,746.59)	(5,148.04)	(5,237.74)	(5,237.74)	(5,237.74)
<b>股东权益合计</b>	<b>29,536.80</b>	<b>31,925.07</b>	<b>34,379.05</b>	<b>34,517.12</b>	<b>34,688.22</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>82,193.73</b>	<b>88,075.67</b>	<b>108,522.64</b>	<b>93,618.60</b>	<b>124,173.51</b>

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	824.04	757.73	702.07	435.94	633.18
折旧摊销	1,725.79	2,574.58	1,717.62	1,743.38	1,759.83
财务费用	188.86	372.16	237.89	164.76	116.82
投资损失	29.85	(1,654.76)	(500.00)	(300.00)	(150.00)
营运资金变动	(2,949.20)	12.03	11,851.08	(1,797.69)	8,050.91
其它	(1,200.76)	(328.40)	154.41	(104.82)	(191.82)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(1,381.42)</b>	<b>1,733.34</b>	<b>14,163.07</b>	<b>141.57</b>	<b>10,218.92</b>
资本支出	1,391.42	319.07	360.88	18.19	(9.08)
长期投资	(760.50)	(1,127.06)	0.00	0.00	0.00
其他	(2,637.97)	521.81	51.97	174.12	80.83
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,007.05)</b>	<b>(286.19)</b>	<b>412.85</b>	<b>192.30</b>	<b>71.75</b>
债权融资	10,929.11	11,705.05	8,100.01	8,133.29	8,118.26
股权融资	(14.88)	610.61	1,599.41	(164.76)	(116.82)
其他	(10,285.68)	(9,419.28)	(11,930.52)	(8,278.90)	(8,389.11)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>628.54</b>	<b>2,896.38</b>	<b>(2,231.09)</b>	<b>(310.37)</b>	<b>(387.67)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(2,759.92)</b>	<b>4,343.53</b>	<b>12,344.82</b>	<b>23.50</b>	<b>9,903.01</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>108,925.30</b>	<b>135,547.63</b>	<b>148,682.20</b>	<b>164,757.48</b>	<b>194,700.01</b>
营业成本	92,284.57	115,981.18	127,197.62	140,785.26	165,787.05
营业税金及附加	357.16	585.80	532.00	613.93	754.53
营业费用	14,105.03	16,644.68	17,981.63	19,737.95	23,266.65
管理费用	3,356.57	4,291.48	4,534.81	4,942.72	5,743.65
财务费用	66.77	104.28	237.89	164.76	116.82
资产减值损失	174.96	198.09	197.66	190.23	195.33
公允价值变动收益	(9.33)	(6.92)	14.32	14.16	14.45
投资净收益	(29.85)	1,654.76	500.00	300.00	150.00
其他	78.35	(3,295.69)	(1,028.65)	(628.32)	(328.89)
<b>营业利润</b>	<b>(1,458.93)</b>	<b>(610.02)</b>	<b>(1,485.08)</b>	<b>(1,363.21)</b>	<b>(999.58)</b>
营业外收入	2,652.15	1,665.22	1,492.82	1,936.73	1,698.26
营业外支出	220.60	166.25	195.82	194.22	185.43
<b>利润总额</b>	<b>972.61</b>	<b>888.96</b>	<b>(188.08)</b>	<b>379.30</b>	<b>513.25</b>
所得税	148.58	131.23	(36.24)	62.34	86.33
<b>净利润</b>	<b>824.04</b>	<b>757.73</b>	<b>(151.84)</b>	<b>316.96</b>	<b>426.92</b>
少数股东损益	(42.88)	(114.77)	140.09	(118.98)	(206.26)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>866.92</b>	<b>872.50</b>	<b>702.07</b>	<b>435.94</b>	<b>633.18</b>
每股收益(元)	0.09	0.09	0.08	0.05	0.07

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>					
营业收入	3.45%	24.44%	9.69%	10.81%	18.17%
营业利润	-893.32%	-58.19%	143.45%	-8.21%	-26.67%
归属于母公司净利润	133.19%	0.64%	-19.53%	-37.91%	45.25%
<b>获利能力</b>					
毛利率	15.28%	14.44%	14.45%	14.55%	14.85%
净利率	0.80%	0.64%	0.47%	0.26%	0.33%
ROE	2.96%	2.86%	2.14%	1.32%	1.89%
ROIC	-19.57%	-5.22%	-0.17%	20.56%	16.80%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	64.06%	63.75%	68.32%	63.13%	72.06%
净负债率	64.46%	60.93%	50.41%	77.01%	33.11%
流动比率	1.20	1.24	1.24	1.36	1.25
速动比率	0.82	0.93	0.78	1.03	0.74
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	50.17	48.76	52.19	256.53	-136.96
存货周转率	6.35	9.02	6.82	7.21	6.93
总资产周转率	1.32	1.59	1.51	1.63	1.79
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.09	0.09	0.08	0.05	0.07
每股经营现金流	-0.15	0.19	1.52	0.02	1.10
每股净资产	3.15	3.27	3.52	3.55	3.59
<b>估值比率</b>					
市盈率	121.68	120.90	150.25	241.97	166.59
市净率	3.60	3.46	3.22	3.19	3.16
EV/EBITDA	-296.62	52.92	144.14	124.89	66.08
EV/EBIT	-32.63	-151.02	-54.37	-56.79	-65.65

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com