

Q4迎业绩拐点 零售+金融+物流布局完善

2017年04月05日

强烈推荐/首次

苏宁云商

财报点评

——苏宁云商（002024）2016年度财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号：S1480514070003	
	xuhao@dxzq.net.cn	010-66554017	
史琨	联系人		
	shikun@dxzq.net.cn	010-66554063	

事件：

苏宁云商 2016 年实现营业收入 1485.85 亿元，同比增长 9.62%；归属上市公司股东净利润 7.04 亿元，同比下降 19.27%，扣非后归属净利润为-11.08 亿元，同比减少亏损 24.39%；每股收益 0.08 元/股，分红预案为每 10 股派发现金红利 0.70 元（含税）。

公司分季度财务指标

指标	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入（百万元）	33589.67	30532.11	41978.11	31843.07	36871.69	35148.18	44722.39
增长率（%）	18.76%	7.05%	43.51%	8.13%	9.77%	15.12%	6.54%
毛利率（%）	14.66%	16.87%	11.38%	15.91%	13.27%	14.40%	14.12%
期间费用率（%）	15.73%	17.63%	12.64%	16.71%	14.20%	14.92%	13.45%
营业利润率（%）	-1.29%	-1.30%	1.61%	-1.43%	-1.25%	-0.90%	2.75%
净利润（百万元）	690.96	-301.71	738.64	-359.62	173.05	-211.44	891.24
增长率（%）	-304.32%	03.95%	-61.20%	-02.85%	-74.96%	-29.92%	20.66%
每股盈利（季度，元）	0.09	-0.04	0.11	-0.04	0.02	-0.02	0.11
资产负债率（%）	64.46%	65.20%	63.75%	65.82%	51.61%	50.79%	49.02%
净资产收益率（%）	2.22%	-0.98%	2.31%	-1.15%	0.28%	-0.32%	1.27%
总资产收益率（%）	0.79%	-0.34%	0.84%	-0.39%	0.14%	-0.16%	0.65%

观点：

- 公司业绩符合预期，线上持续快速增长。** 2016年，公司实现营业收入1485.85亿元，同比增长9.62%；归属上市公司股东净利润7.04亿元，同比下降19.27%；扣非后归属净利润为-11.08亿元，同比减亏3.6亿元，业绩符合预期。分产品来看，通讯、小家电、数码及IT产品、冰箱与洗衣机、空调器产品收入分别为342.15、256.82、241.38、222.10、15.90亿元，同比增加26.53%、12%、9.3%、2.58%、21.99，彩电实现收入214.80亿元，同比下降7.39%。从线下来看，公司大陆地区2016年同店下降1.33%，但云店同店增长3.67%；Q1-Q4同店分别为-4.67%、-4.09%、-0.72%和4.28%，整体来看下半年有所改善。与此同时，81.06%的直营易购服务站在12月单月盈利。从线上来看，2016年线上平台GMV合计为805.10亿元（含税），同比增长60.14%，移动端订单数量占比83%。其中自营商品销售收入618.70亿元（含税），

同比增长53.55%；开放平台实现商品交易规模为186.40亿元（含税），同比增长86.74%。

- ▶ **效率持续改善，17年有望实现经营盈利。**2016年度公司综合毛利率为14.57%，同比减少0.04%，降幅收窄主要系公司保持积极的市场价格竞争策略，以及线上商品促销等。2016年期间费用率同比减少0.83%至14.89%，费用管控良好。其中销售费用率同比减少0.51%至11.92%，主要是门店结构调整、物流配送效率提高等；管理费用率同比减少0.52%至2.69%，主要由于公司加强绩效考核导致效率提高；财务费用率同比增加0.2%至0.28%，主要受利率下行带来利息收入下降以及公司计提专项贷款的利息影响。此外报告期内公司完成以部分仓储物业为标的资产开展的相关创新型资产运作，以及公司子公司完成北京京朝苏宁电器有限公司100%股权转让。2016年实现归属于上市公司股东的净利润7.04亿元，同比下降19.27%。其中单四季度实现归属净利润10.08亿元，同比增长23.08%。公司预计2017年一季度将实现归属净利润2000-10000万元，同比扭亏为盈。
- ▶ **持续完善“零售+金融+物流”业务布局：**
 - ◆ **线下优化门店结构，规模效应进一步凸显：**2016年，公司新开/改造云店99家、新开常规店54家、红孩子子店19家和超市店1家，大陆地区净关67家。截至2016年底，公司门店总数1576家，其中大陆地区1510家（包括云店141家、常规店1303家、红孩子店26家、超市店6家），香港和澳门地区合计拥有店面24家，日本拥有店面42家。此外，为抢占农村消费市场，2016年底苏宁易购服务站直营店达1902家，苏宁易购授权服务网点共1927家。为强化对社区和校园市场的服务提供，在南京推进苏宁小店网络，已开设13家店面。截至2016年末，公司零售体系会员总数2.8亿。
 - ◆ **收购天天快递，物流仓储布局持续完善：**截至2016年底，公司合计投入运营7个自动化拣选中心、32个区域配送中心，另有3个自动化拣选中心、15个区域配送中心在建。同时，2016年12月末，苏宁物流与天天快递有限公司的有关股东签署协议以收购天天快递有限公司70%的股份，公司及天天快递拥有物流仓储及相关配套总面积达583万平方米，拥有的快递网点达到17000个，公司物流网络覆盖全国352个地级城市、2805个区县城城市。双方将在仓储、干线、末端等方面整合资源，提高配送效率，降低运营成本，增强苏宁物流的规模效应。此外，公司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长 321.67%。
 - ◆ **完善金融布局，推动金融和零售融合发展：**2016年，苏宁金服按照既定规划，陆续完成对旗下第三方支付、供应链金融、理财、保险销售、基金销售、众筹、预付卡等金融业务进行整合。2016年苏宁金融业务（支付业务、供应链金融等业务）总体交易规模同比增长157.21%。苏宁金融专注于苏宁上游供应商和下游用户在支付结算、融资、保险等金融服务方面的需求，持续优化产品布局，提升苏宁生态圈内金融服务渗透率；生态圈外拓上，着重发展企业端支付业务和供应链金融业务，目前苏宁易付宝支付直连银行超过70家。2017年1月，苏宁金服引入战略投资者及员工持股合伙企业事宜已全部完成。报告期末，苏宁银行获批筹建，苏宁金融生态布局将更为完善。伴随着各项基础设施的布局成熟，苏宁金融各项金融产品的规模与效益将不断突显，发展步入快车道。

结论：

作为国内领先的互联网零售平台，苏宁与阿里的全方位战略合作助力线上业务快速增长，线下渠道、仓储资源价值丰厚，物流与金融业务布局逐步完善，有望带来新盈利增长点。我们预计公司2017-2019年的EPS

分别为 0.07 元、0.11 元、0.18 元，对线上、线下、金融、物流业务分部估值，公司合理市值在 1700 亿，目标价 18.3 元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

线上线下不同商业模式、行业竞争加剧、物流&金融布局不及预期

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	56752	82384	80099	88827	96819	营业收入	135548	148585	166676	182469	195876
货币资金	27116	27209	40002	43793	47010	营业成本	115981	127248	142924	156558	168159
应收账款	706	1104	1370	1500	1610	营业税金及附加	586	583	617	657	686
其他应收款	2405	4095	4594	5029	5399	营业费用	16645	17451	19251	20911	22134
预付款项	6707	9751	12609	15740	19103	管理费用	4291	3946	4250	4434	4564
存货	14005	14392	14488	15441	16125	财务费用	104	416	429	344	370
其他流动资产	3725	20504	4000	4000	4000	资产减值损失	198.09	350.50	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	31324	54784	47193	46883	40465	公允价值变动收益	-6.92	-33.69	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	220	417	417	417	417	投资净收益	1654.76	1445.4	500.00	500.00	600.00
固定资产	13253.6	12813.1	17451.6	21250.0	24628.4	营业利润	-610	2	-295	64	563
无形资产	7144	5685	5116	4548	3979	营业外收入	1665.22	1060.1	1000.00	1000.00	1000.00
其他非流动资产	763	947	1000	1000	1000	营业外支出	166.25	161.32	182.72	170.10	171.38
资产总计	88076	137167	127292	135710	137284	利润总额	889	901	522	894	1392
流动负债合计	45735	61455	54587	60937	63910	所得税	131	408	78	134	209
短期借款	3226	6160	3000	3000	3000	净利润	758	493	444	760	1183
应付账款	9059	12498	14488	15870	17046	少数股东损益	-115	-211	-177	-304	-473
预收款项	983	1603	1603	1603	1603	归属母公司净利润	873	704	621	1064	1656
一年内到期的非流	144	4595	100	100	100	EBITDA	7525	6975	3063	4179	5123
非流动负债合计	10416	5790	5065	8033	8033	BPS (元)	0.12	0.08	0.07	0.11	0.18
长期借款	358	18	18	18	18	主要财务比率					
应付债券	7977	3500	5000	8000	8000		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	56151	67245	59652	68970	71943	成长能力					
少数股东权益	1443	4212	4035	3731	3258	营业收入增长	24.44%	9.62%	12.17%	9.48%	7.35%
实收资本(或股本)	7383	9310	9310	9310	9310	营业利润增长	-58.19%	-100.3	-14498.	-121.78	775.13%
资本公积	5238	35835	36713	36713	36713	归属于母公司净利润	-11.85%	71.37%	-11.85%	71.37%	55.62%
未分配利润	16611	16643	15161	12621	8669	获利能力					
归属母公司股东权	30483	65710	63606	63010	62083	毛利率(%)	14.44%	14.36%	14.25%	14.20%	14.15%
负债和所有者权	88076	137167	127292	135710	137284	净利率(%)	0.56%	0.33%	0.27%	0.42%	0.60%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2.86%	1.07%	0.98%	1.69%	2.67%	
经营活动现金流	1733	3839	6720	6039	3615	偿债能力					
净利润	758	493	444	760	1183	资产负债率(%)	64%	49%	47%	51%	51%
折旧摊销	8030.66	6557.25	4654.32	3770.04	4190.04	流动比率	1.24	1.34	1.47	1.46	1.51
财务费用	104	416	429	344	370	速动比率	0.93	1.11	1.20	1.20	1.26
应收账款减少	0	0	-266	-130	-110	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.59	1.32	1.26	1.39	1.44
投资活动现金流	-286	-39613	3173	3243	2585	应收账款周转率	218	164	135	127	126
公允价值变动收益	-7	-34	0	0	0	应付账款周转率	15.50	13.79	12.35	12.02	11.90
长期股权投资减少	0	0	10335	3540	9229	每股指标(元)					
投资收益	1655	1445	500	500	600	每股收益(最新摊薄)	0.12	0.08	0.07	0.11	0.18
筹资活动现金流	2896	36758	-9790	-2006	-5983	每股净现金流(最新)	0.59	0.11	1.09	0.08	0.02
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.13	7.06	6.83	6.77	6.67
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	1927	0	0	0	P/E	90.00	135.00	161.92	94.49	60.72
资本公积增加	558	30598	0	0	0	P/B	2.62	1.53	1.58	1.60	1.62
现金净增加额	4344	985	1010	790	218	EV/EBITDA	8.55	12.56	22.41	16.24	12.62

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，8 年食品饮料行业研究经验。2016 年进入中小市值研究领域。

联系人简介

史琨

投资银行与金融学硕士，2015 年加入东兴证券从事商贸零售行业研究，获 2015 年度“今日投资”商贸零售行业最佳选股分析师第三名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。