天风证券 TF SECURITIES

苏宁云商（002024）

证券研究报告
2017 年 07 月 31 日

规模效应驱动盈利提升致 1H17 业绩达 2.92 亿超预期，经营进入稳健上升期

营收增长 21.64%，归母净利增长 340.71%。公司披露业绩快报，1H17 实现营收 836 亿，yoy+21.64%（Q1、Q2 分别为 374 亿，yoy+17.38%、462 亿，yoy+25.33%），归属净利润 2.92 亿，去年同期-1.21 亿，yoy+340.71%（Q1、Q2 分别为 0.78 亿，yoy+126.43%、2.14 亿，yoy+22.29%）。综合来看，随着互联网零售转型的深入，零售、物流、金融三大业务单元核心能力更加凸显，公司盈利能力进一步增强。

报告期内零售、物流、金融三大业务单元核心竞争力进一步凸显：①零售业务：规模发展效果显著，经营质量稳步提升。线下：报告期内新开及改造云店 63 家，加速互联网化升级，同时调整效益较差门店，合计关店 65 家。**线上：**报告期内公司聚焦用户体验及平台运营能力提升，打通零售、金融、文创、体育等会员系统，实现苏宁生态会员的一账通；大力发展移动端，提升用户活跃度及转化率。**②金融+物流：聚焦效率和用户体验的提升，收入规模和盈利稳健快速发展。物流：**17 年 4 月公司完成对天天快递 70%股权收购，5 月开始并表。**金融：**聚焦消费金融、支付、供应链融资等，交易规模同比增长 172%，收入和经营效益稳步提升。

维持盈利预测，维持“买入”评级。作为 A 股零售龙头，公司互联网零售转型深入，零售+物流+金融三大板块核心能力进一步凸显。公司持续践行规模化发展的盈利模式，在收入较快增长，盈利凸显的良性发展轨道上稳步前行。报告期内盈利结构按照规划方向稳步向前：线下稳步提升销售规模，贡献利润，线上进一步获取用户，规模快速提升，金融、物流作为零售衍生业务提高盈利能力。此外，当前股价较员工持股及阿里战投股价（15 元）仍存在折价，值得关注！预计 17-19 年 EPS 分别为 0.05/0.07/0.08 元，对应 PE 分别为 224/153/128 倍，维持“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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	135,547.63	148,585.33	164,650.14	194,573.16	223,062.19
增长率(%)	24.44	9.62	10.81	18.17	14.64
EBITDA(百万元)	1,443.25	1,650.59	405.16	671.50	815.68
净利润(百万元)	872.50	704.41	448.67	659.23	785.76
增长率(%)	0.64	(19.27)	(36.31)	46.93	19.19
EPS(元/股)	0.09	0.08	0.05	0.07	0.08
市盈率(P/E)	115.45	143.00	224.52	152.81	128.20
市净率(P/B)	3.30	1.53	1.59	1.59	1.58
市销率(P/S)	0.74	0.68	0.61	0.52	0.45
EV/EBITDA	52.92	37.44	99.35	61.73	48.95

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（维持评级）
当前价格	10.82 元
目标价格	18.71 元
上次目标价	18.71 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)	100,734.63
流通 A 股市值(百万元)	54,292.76
每股净资产(元)	7.48
资产负债率(%)	46.28
一年内最高/最低(元)	12.76/9.90

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com
吴晓楠 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517050001
wuxiaonan@tfzq.com

股价走势

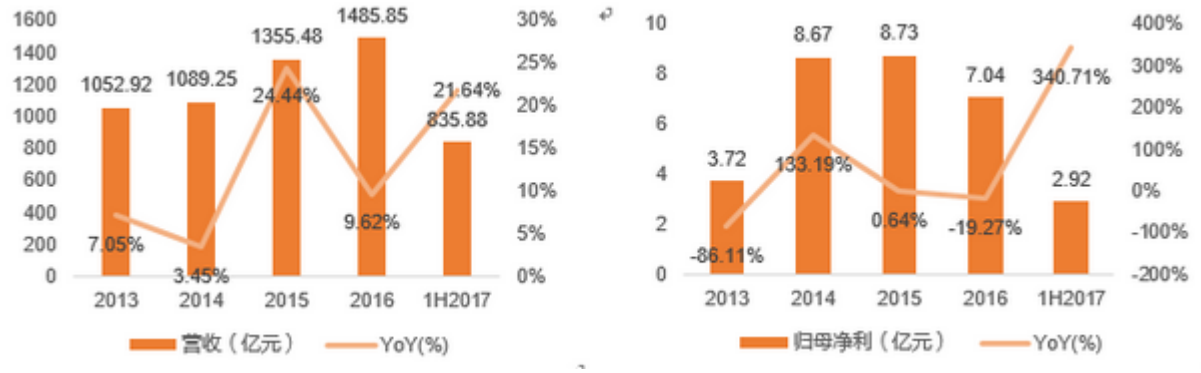
资料来源：贝格数据

相关报告

1《苏宁云商-公司点评:16Q4 主业扭亏为盈，企业发展迎来新拐点》2017-02-28
2《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

营收增长 21.64%，归母净利增长 340.71%。公司披露业绩快报，1H17 实现营收 836 亿，yoy+21.64%（Q1、Q2 分别为 374 亿，yoy+17.38%、462 亿，yoy+25.33%），其中大陆地区实现营收同比增长 26.88%；公司整体 GMV（含税，包括线上线下自营及开放平台以及售后服务）为 1044.69 亿，同比增长 22.07%（Q1、Q2 分别为 473.8 亿，yoy+19.14%、570.89 亿，yoy+24.62%）。归属净利润 2.92 亿，去年同期-1.21 亿，yoy+340.71%（Q1、Q2 分别为 0.78 亿，yoy+126.43%、2.14 亿，yoy+22.29%）。综合来看，随着互联网零售转型的深入，零售、物流、金融三大业务单元核心能力更加凸显，公司盈利能力进一步增强！

图 1：2013-2017H1 应收、归母净利及增长率



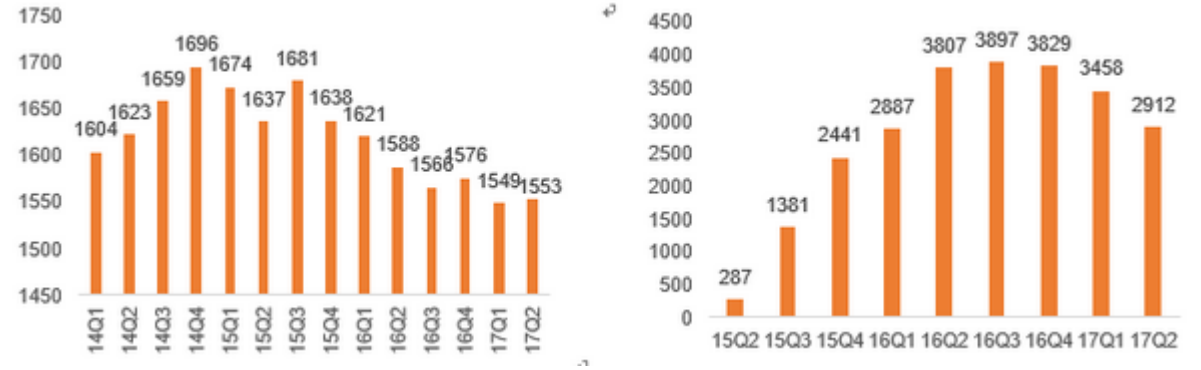
资料来源：wind，天风证券研究所

报告期内零售、物流、金融三大业务单元核心竞争力进一步凸显：

①零售业务：规模发展效果显著，经营质量稳步提升

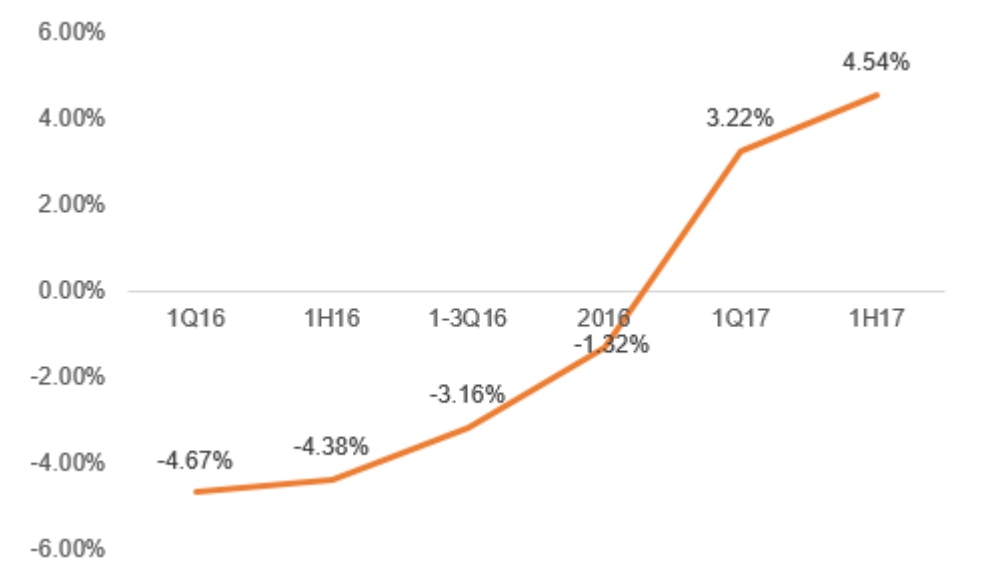
线下：报告期内新开及改造云店 63 家，加速互联网化升级，同时调整效益较差门店，合计关店 65 家。截至 6 月，大陆市场拥有连锁店 1489 家（云店 204 家+常规店 1214 家+县镇店 34 家+红孩子店 30 家+超市店 7 家），可比店收入同比增长 4.54%，门店经营质量稳步提升。此外，推进易购服务站建设，目前拥有直营店 2079 家+加盟店 833 家；创新推出苏宁小店，南京地区开设 13 家，下半年计划重点城市加快苏宁小店的推广。海外方面，港、澳门地区合计拥有 24 家店面，日本市场合计拥有 40 家店面。

图 2：苏宁线下门店数量及服务站（直营+加盟）数量



资料来源：wind，天风证券研究所

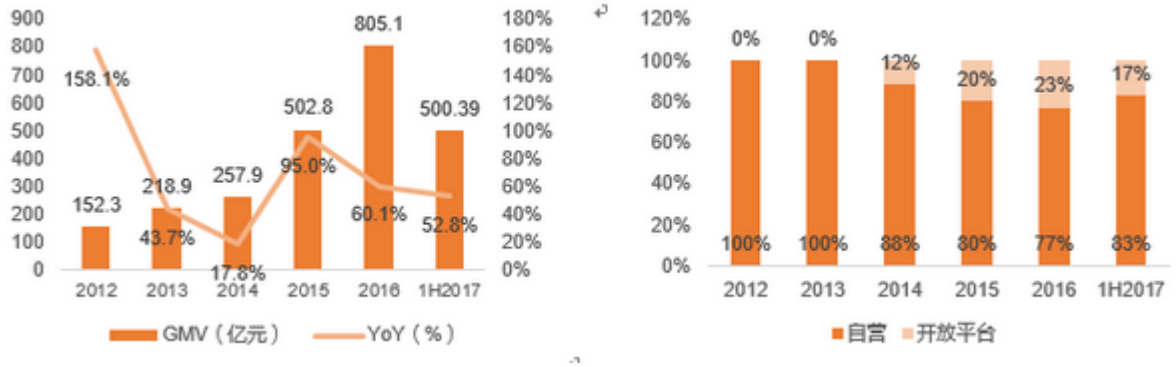
图 3：同店增速逐季改善



资料来源：wind，天风证券研究所

线上：报告期内公司聚焦用户体验及平台运营能力提升，打通零售、金融、文创、体育等会员系统，实现苏宁生态会员的一账通；大力发展移动端，提升用户活跃度及转化率，上半年苏宁易购 APP 日均活跃用户数同比增长 80%，2017 年 6 月移动端订单数量占线上整体比例 83.66%。综合来看，1H17 线上 GMV500.39 亿（含税），同比增长 52.76%，其中自营规模 413.65 亿（含税），yoy+61.39%；开放平台交易规模 86.74 亿（含税），线上销售占比进一步提升。

图 4：线上 GMV 保持快速增长，自营商品销售占比增加至 83%



资料来源：wind，天风证券研究所

②金融+物流：聚焦效率和用户体验的提升，收入规模和盈利稳健快速发展

物流：17 年 4 月公司完成对天天快递 70%股权收购，5 月开始并表。截至 2017 年 6 月苏宁物流及天天快递拥有仓储及相关配套总面积 614 万平，快递网点 18769 个，物流网络覆盖全国 352 个地级城市、2810 个区县城市。报告期内注重服务质量及对外开放程度，社会化收入（不含天天快递）同比增长 152.67%，

金融：聚焦消费金融、支付、供应链融资等，交易规模同比增长 172%，收入和经营效益稳步提升。17 年 6 月苏宁银行开业，以“科技驱动的 O2O 银行”为定位，打造线上线下高度融合发展的新型互联网科技银行模式；此外，加强与政府、第三方等在数据资源方面合作，夯实苏宁金融科技发展基础，金融精准营销和数据风控能力明显提升。

■维持盈利预测，维持“买入”评级。作为 A 股零售龙头，公司互联网零售转型深入，零售+物流+金融三大板块核心能力进一步凸显。公司持续践行规模化发展的盈利模式，在收入较快增长，盈利凸显的良性发展轨道上稳步前行。报告期内盈利结构按照规划方向稳步向前：线下稳步提升销售规模，贡献利润，线上进一步获取用户，规模快速提升，金融、

物流作为零售衍生业务提高盈利能力。此外，当前股价较员工持股及阿里战投股价（15 元）仍存在折价，值得关注！预计 17-19 年 EPS 分别为 0.05/0.07/0.08 元，对应 PE 分别为 216/155/135 倍，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	27,115.56	27,209.23	38,275.05	37,200.08	38,284.09
应收账款	3,110.45	5,198.75	2,309.65	6,935.31	4,146.29
预付账款	6,706.52	9,750.55	4,661.15	13,208.27	8,313.00
存货	14,004.80	14,392.30	25,721.39	16,751.32	36,329.99
其他	5,814.54	25,832.81	12,978.21	15,468.78	18,184.21
流动资产合计	**56,751.87**	**82,383.64**	**83,945.46**	**89,563.75**	**105,257.59**
长期股权投资	219.80	417.05	417.05	417.05	417.05
固定资产	13,253.60	12,813.17	12,777.95	12,489.12	12,035.13
在建工程	1,915.10	1,586.52	987.91	640.75	414.45
无形资产	7,152.74	5,687.73	5,368.61	5,049.50	4,730.39
其他	8,782.56	32,990.18	32,199.38	31,735.48	31,753.18
非流动资产合计	**31,323.81**	**53,494.65**	**51,750.91**	**50,331.90**	**49,350.19**
资产总计	**88,075.67**	**137,167.24**	**136,126.02**	**140,468.52**	**155,371.61**
短期借款	3,225.64	6,159.52	0.00	0.00	0.00
应付账款	15,292.78	20,674.09	19,350.03	25,961.68	27,302.69
其他	27,216.24	34,621.42	40,910.40	38,950.61	53,143.32
流动负债合计	**45,734.66**	**61,455.03**	**60,260.43**	**64,912.29**	**80,446.01**
长期借款	357.92	18.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	7,977.10	3,500.02	6,479.43	5,985.52	5,321.66
其他	2,080.93	2,272.22	2,005.92	2,119.69	2,132.61
非流动负债合计	**10,415.95**	**5,790.24**	**8,485.36**	**8,105.21**	**7,454.27**
负债合计	**56,150.61**	**67,245.26**	**68,745.78**	**73,017.50**	**87,900.28**
少数股东权益	1,442.51	4,212.30	4,134.26	3,996.82	3,815.17
股本	7,383.04	9,310.04	9,310.04	9,310.04	9,310.04
资本公积	5,237.74	35,835.36	35,835.36	35,835.36	35,835.36
留存收益	23,009.82	53,765.25	53,935.94	54,144.15	54,346.12
其他	(5,148.04)	(33,200.97)	(35,835.36)	(35,835.36)	(35,835.36)
股东权益合计	**31,925.07**	**69,921.98**	**67,380.24**	**67,451.02**	**67,471.33**
负债和股东权益总	**88,075.67**	**137,167.24**	**136,126.02**	**140,468.52**	**155,371.61**

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	757.73	493.23	448.67	659.23	785.76
折旧摊销	2,574.58	1,805.83	1,014.82	1,036.23	1,050.08
财务费用	372.16	502.63	263.44	194.57	133.84
投资损失	(1,654.76)	(1,445.42)	(300.00)	(150.00)	(100.00)
营运资金变动	12.03	(15,292.83)	17,977.29	(1,898.58)	301.87
其它	(328.40)	17,775.79	(31.53)	(91.16)	(134.46)
经营活动现金流	**1,733.34**	**3,839.24**	**19,372.68**	**(249.71)**	**2,037.10**
资本支出	319.07	(1,070.31)	326.29	(33.77)	37.08
长期投资	(1,127.06)	197.25	0.00	0.00	0.00
其他	521.81	(38,739.46)	683.87	(130.38)	(270.78)
投资活动现金流	**(286.19)**	**(39,612.52)**	**1,010.16**	**(164.15)**	**(233.70)**
债权融资	11,705.05	14,272.98	8,131.77	8,116.24	8,114.49
股权融资	610.61	34,653.48	(2,897.83)	(194.57)	(133.84)
其他	(9,419.28)	(12,168.39)	(14,550.96)	(8,582.78)	(8,700.03)
筹资活动现金流	**2,896.38**	**36,758.06**	**(9,317.02)**	**(661.12)**	**(719.38)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**4,343.53**	**984.78**	**11,065.82**	**(1,074.97)**	**1,084.01**

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**135,547.63**	**148,585.33**	########	########	########
营业成本	115,981.18	127,247.54	########	########	########
营业税金及附加	585.80	583.46	632.66	784.19	877.34
营业费用	16,644.68	17,451.42	19,428.72	22,823.43	26,098.28
管理费用	4,291.48	3,946.27	4,363.23	5,097.82	5,799.62
财务费用	104.28	415.83	263.44	194.57	133.84
资产减值损失	198.09	350.50	241.18	263.26	284.98
公允价值变动收益	(6.92)	(33.69)	46.51	46.28	47.20
投资净收益	1,654.76	1,445.42	300.00	150.00	100.00
其他	(3,295.69)	(2,823.47)	(693.01)	(392.55)	(294.40)
营业利润	**(610.02)**	**2.05**	**(873.10)**	**(559.31)**	**(368.24)**
营业外收入	1,665.22	1,060.16	1,550.00	1,425.13	1,345.09
营业外支出	166.25	161.32	182.72	170.10	171.38
利润总额	**888.96**	**900.89**	**494.17**	**695.72**	**805.48**
所得税	131.23	407.66	123.54	173.93	201.37
净利润	**757.73**	**493.23**	**370.63**	**521.79**	**604.11**
少数股东损益	(114.77)	(211.18)	(78.04)	(137.44)	(181.66)
归属于母公司净利润	**872.50**	**704.41**	**448.67**	**659.23**	**785.76**
每股收益（元）	0.09	0.08	0.05	0.07	0.08

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	24.44%	9.62%	10.81%	18.17%	14.64%
营业利润	-58.19%	-100.34%	########	-35.94%	-34.16%
归属于母公司净利润	0.64%	-19.27%	-36.31%	46.93%	19.19%
获利能力					
毛利率	14.44%	14.36%	14.40%	14.60%	14.65%
净利率	0.64%	0.47%	0.27%	0.34%	0.35%
ROE	2.86%	1.07%	0.71%	1.04%	1.23%
ROIC	-5.22%	3.03%	-2.19%	-9.90%	-4.22%
偿债能力					
资产负债率	63.75%	49.02%	50.50%	51.98%	56.57%
净负债率	60.93%	24.78%	38.24%	33.12%	41.06%
流动比率	1.24	1.34	1.39	1.38	1.31
速动比率	0.93	1.11	0.97	1.12	0.86
营运能力					
应收账款周转率	48.76	35.76	43.86	42.09	40.26
存货周转率	9.02	10.46	8.21	9.16	8.40
总资产周转率	1.59	1.32	1.20	1.41	1.51
每股指标（元）					
每股收益	0.09	0.08	0.05	0.07	0.08
每股经营现金流	0.19	0.41	2.08	-0.03	0.22
每股净资产	3.27	7.06	6.79	6.82	6.84
估值比率					
市盈率	115.45	143.00	224.52	152.81	128.20
市净率	3.30	1.53	1.59	1.59	1.58
EV/EBITDA	52.92	37.44	99.35	61.73	48.95
EV/EBIT	-151.02	147.89	-66.02	-113.64	-170.33

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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 37 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