

评级：买入（维持）

市场价格：11.86

目标价格：19.61

分析师：彭毅

执业证书编号：S0740515100001

电话：

Email: pengyi@r.qlzq.com.cn

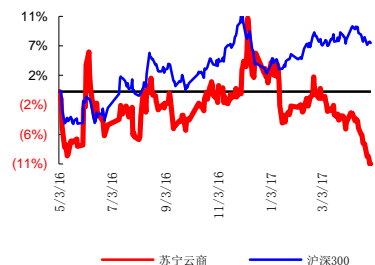
联系人：宁净洁

电话：

Email: ningj@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	9,310
流通股本(百万股)	4,987
市价(元)	11.86
市值(百万元)	110,417
流通市值(百万元)	59,141

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 业绩略超预期，服务型收入放量增长，“买入”评级
- 2 如期扭亏，零售向好，服务性收入放量增长
- 3 竞争格局向好，零售脱底向上，物流+金融持续发力

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	135,547.6	148,585.3	184,523.	226,396.	284,615.
增长率 yoy%	24.44%	9.62%	24.19%	22.69%	25.72%
净利润	872.50	704.41	1052.62	1947.74	4530.94
增长率 yoy%	0.64%	-19.27%	49.43%	85.04%	132.63%
每股收益(元)	0.12	0.08	0.09	0.17	0.40
每股现金流量	0.23	0.41	-0.12	0.60	1.06
净资产收益率	2.86%	1.08%	1.61%	2.90%	6.32%
P/E	113.81	151.33	114.12	61.67	26.51
PEG	176.54	—	2.31	0.73	0.20
P/B	3.26	1.64	1.84	1.79	1.67

备注：

投资要点

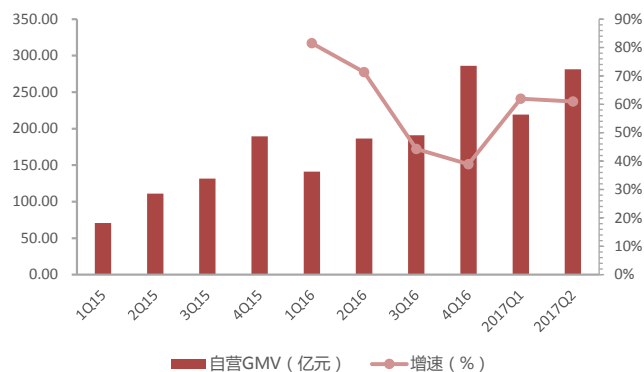
- **事件：2017H1 公司实现营业收入 837.46 亿元，同比+21.87%，归属于母公司净利润为 2.91 亿元，同比+340.53%；归属于上市公司股东扣非净利润为-1.96 亿元；不考虑扣除运营资金收益，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 1.29 亿元，同比+119.85%。公司预计三季度公司将实现归属于上市公司股东的净利润 3.00-4.00 亿元。则 2017 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润预计为 5.91-6.91 亿元，超出市场预期。**
- **线下：同店增长 4.54%+，净利润率水平约 4-5%，费用率基本与去年同期保持持平，但毛利率略有提升。**2017H1 公司可比店面（指 2016 年 1 月 1 日及之前开设的云店、常规店和县镇店）销售收入同比增长 4.54%；二季度公司紧抓促销旺季销售，可比店面销售收入同比+5.54%。苏宁易购服务站直营店经营日趋成熟，效益逐步体现，H1 可比店面销售收入同比增长 3.51%。其中具体业态，云店门店销售同比 6.4%+，旗舰店同比 3.3%+，中心店 3.36%+，社区店 3.73%+，县镇店 5.43%+。H1 线下实现营业收入为 423.81 亿元，同比-1.67%，其中 Q2 单季度实现营业收入同比增长+1.75%，整体厨电以及大家电销售向好带动同店增长，且线上冲击线下的整体力度在放缓。毛利率方面，略有提升，预计线下毛利率为 18-19%，线下费用率方面，租金费用率为 6.72%（销售费用项目中租赁费用/线下营业收入），相较于去年提升约 0.15 个百分点。整体人员费用率水平 4.66%（薪酬/线下营业收入），整体薪酬费用率水平较去年提升约与去年同期保持 0.52%，考虑部分薪酬费用属于线上，我们认为整体线下费用率水平基本保持持平，线下的整体盈利能力随着规模提升，毛利率提高以及费用率下降而逐步提升，预计线下的净利率水平达到 4-5%，恢复到历史最高水平。
- **线上：双线模式的效应在提升，自营 GMV 增速 61.00%+，运输费用率相较去年同期下降，引流规模效应在提升，整体费用率水平下降。**报告期内公司线上平台实体商品交易总规模为 500.39 亿元（含税），同比+52.76%，其中线上平台自营商品销售收入 413.65 亿元（含税），同比增长 61.39%，Q2 单季度开放平台商品交易规模为 86.74 亿元（含税）。线上持续收窄在持续确认，线上毛利率基本保持稳定，预计在 6-7%，而线上的主要费用率为引流成本以及物流成本，引流成本方面，H1 上半年广告以及市场推广费用率为（广告费及市场推广费/线上自营收入）4.16%，相较去年同期下降约 0.67%；运输费用方面，公司上半年运输费用/线上自营收入为 2.5%，较去年下降 0.77 个百分点，我们假设自有仓储折旧费用全年为 5 亿元，半年度约为 2.5 亿元，仓储以及运输费用率约为 4.16%，相较去年同期下降约为 0.67%，且趋势在下降；横向对比京东履单费用率，2016 年为 6.85%，苏宁线下优势门店资源以及仓储拉低线上费用率的效应在提升，全渠道融合的优势在彰显。
- **财务数据分析：线上占比提升拉低整体毛利率水平，三项费用率持续下降，存货周转率向好，平台规模效应在提升。**2017H1 线上销售占比约为 42.22%，相较于同期占比提升约为 10.34%，线上占比提升拉低公司整体毛利率水平，2017H1 毛利率为 14.16%，相较同期下降约 0.53%；主营毛利率方面，公司 2017H1 为 13.04%，相较同期下降约 0.58%。费用率方面，因双线模式的效应在逐步显现，公司整体费用率水平下降，H1 销售费用率为 10.93%，费用率下降约 1.33%；管理费用率约为 2.87%，下降约 0.23%，三项费用率为 14.05%，下降约 1.52%，整体向好；其中 Q2 单季度，销售费用率下降约 1.64%，管理费用率基本与去年持平。公司存货周转，2017 上半年存货周转天数为 36.15，存货周转率连续三年向好。公司上游的议价能力提升，应付账款周转天数为 31.94，周转率为 5.63，应付账款周转

天数相较去年同期上升。

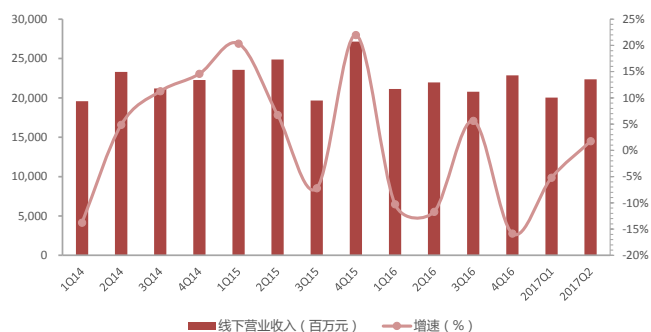
- **仓储以及物流资产社会化开放，同时提升整体自身规模内的效益，拉低整体费用率水平。**物流社会化收入（不含天天快递）同比增长 152.67%；2017 年 4 月，公司完成对天天快递 70% 的股权收购，自 2017 年 5 月，天天快递纳入公司合并报表。截至 2017H1 苏宁物流及天天快递拥有仓储及相关配套总面积 614 万平方米，拥有快递网点 1.88 万个，公司物流网络覆盖全国 352 个地级城市、2810 个区县级城市。物流仓储能力建设，报告期内公司内江、常州物流区域配送中心、武汉自动化拣选中心投入运营，新开工建设大连、温州二期、乌鲁木齐二期物流区域配送中心，西安二期、杭州绍兴二期自动化拣选中心。截至 2017H1，公司合计投入运营 8 个自动化拣选中心、34 个区域配送中心，另外有 3 个自动化拣选中心在建，17 个区域配送中心在建。在家电和 3C 领域，公司物流体验效果提升，在全国 200 多个城市可以实现当日达以及次日达，在 2017Q2 国家邮政局公布的物流投诉率，苏宁自营物流投诉率最低，彰显体验以及效率。2017H1 天天快递实现营业收入为 3.66 亿元，净利润为-1.31 亿元，考虑股权占比为 70%，实现归属母公司净利润为-0.92 亿元。
- **金融业务牌照齐全，上半年实现归母净利润为 1.50 亿元。**金融业务聚焦消费金融、支付、供应链融资等业务加快发展，交易规模同比增长 172%，带来收入和经营效益稳步实现。公司目前金融自有牌照为 12 个，可以开展保险、理财、银行以及消费金融等业务，在支付方面引入支付宝，解决平台支付的痛点，提升整体平台体验效果。报告期内公司苏宁易购开放平台相关收入、金融业务收入以及物流社会化收入（不含天天）较去年同期增长 114.83%。2017H1 苏宁金服实现营业收入 4.16 亿元，净利润为 2.50 亿元，其中苏宁云商股权占比为 60%，归属于母公司净利润为 1.50 亿元。
- **与阿里合作渐入佳境，苏宁天猫旗舰店预计全年实现 GMV 约为 200-300 亿元，苏宁电商上半年实现净利润为 0.49 亿元。**苏宁与阿里巴巴成立猫宁电商，实现供应链采购以及平台流量双重合作，H1 实现营业收入为 0.13 亿元，实现净利润为 0.049 亿元，考虑苏宁股权占比为 49%，公司实现并表投资收益为 0.024 亿元。在引流方面，苏宁易购天猫旗舰店整体销量向好，预计全年实现 GMV 为 200-300 亿元，占苏宁云商线上比例为 25% 左右，二者合作渐入佳境。
- **投资建议：零售扭亏为盈，盈利或环比提升，背靠阿里，金融业务迎放量增长，目标价 19.61 元，维持“买入”评级。**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。苏宁与天天快递优质物流资源，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。预计 2017-2019 年公司实现营业收入 1845.23/2263.96/2846.15 亿元，同比增长 24.19%/22.69%/25.72%；归属母公司净利润为 10.53、19.48、45.31 亿元，同比增长 49.43%/85.04%/132.63%。
- **风险提示：线上线下融合不及预期；与阿里合作不顺畅全面对接；**

图表 1: 苏宁云商销售与管理费用率之和下降

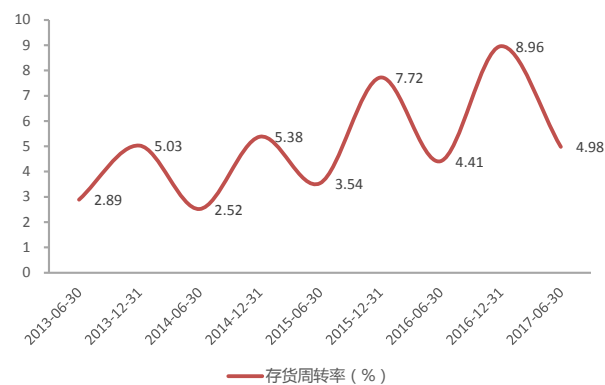

来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 2: 2017Q2 单季度 GMV 增速为 61%


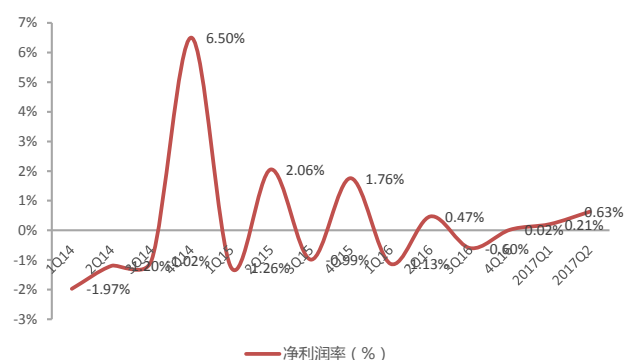
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 3: 2017 年 Q2 线下营业收入同比增长为 1.75%


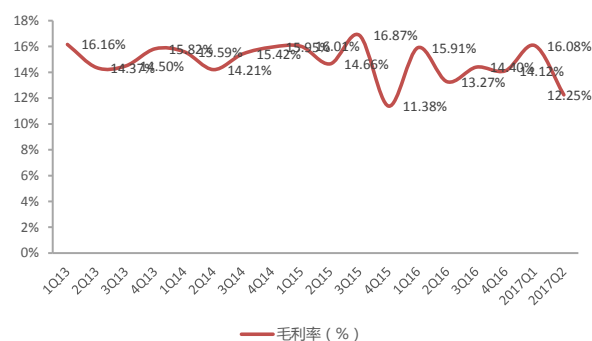
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 4: 苏宁云商存货周转率持续向好


来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 5: 公司净利率水平持续提升


来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 6: 公司单季度毛利率水平持续下降


来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 7: 苏宁云商财务预测三张表

损益表 (人民币万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售净收入	10,892,530	13,554,763	14,858,533	18,452,349	22,639,603	28,461,581
增长率	3.45%	24.4%	9.6%	24.2%	22.7%	25.7%
销售成本	-9,055,878	-11,340,660	-12,544,171	-15,729,806	-19,269,728	-24,161,044
%收入	83.1%	83.7%	84.4%	85.2%	85.1%	84.9%
毛利	1,836,652	2,214,103	2,314,362	2,722,543	3,369,874	4,300,536
%收入	16.9%	16.3%	15.6%	14.8%	14.9%	15.1%
销售及行政费用	-1,781,876	-2,152,195	-2,198,115	-2,618,388	-3,076,722	-3,697,159
%收入	16.4%	15.9%	14.8%	14.2%	13.6%	13.0%
EBITDA	54,776	61,908	116,248	104,155	293,152	603,377
%收入	0.5%	0.5%	0.8%	0.6%	1.3%	2.1%
折旧与摊销	-172,579	-257,458	-180,583	-137,843	-123,278	-115,979
%收入	-1.6%	-1.9%	-1.2%	-0.7%	-0.5%	-0.4%
EBIT	-117,803	-195,550	-64,336	-33,688	169,874	487,398
%收入	-1.1%	-1.4%	-0.4%	-0.2%	0.8%	1.7%
利息费用	-6,677	-10,428	-41,583	0	0	0
投资收益	-2,985	165,476	144,542	70,000	60,000	50,000
税前经营收益	-127,465	-40,501	38,624	36,312	229,874	537,398
%收入	-1.2%	-0.3%	0.3%	0.2%	1.0%	1.9%
其他非经营收益	224,726	129,397	51,465	89,000	2,000	2,000
税前利润	97,261	88,896	90,089	125,312	231,874	539,398
%收入	0.9%	0.7%	0.6%	0.7%	1.0%	1.9%
所得税	-14,858	-13,123	-40,766	-20,050	-37,100	-86,304
所得税率	15.3%	14.8%	45.3%	16.0%	16.0%	16.0%
少数股东损益	-4,288	-11,477	-21,118	0	0	0
归属于普通股股东净利润	86,691	87,250	70,441	105,262	194,774	453,094
净利率	0.8%	0.6%	0.5%	0.6%	0.9%	1.6%

现金流量表 (人民币万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	82,404	75,773	49,323	105,262	194,774	453,094
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	190,075	277,267	215,633	137,843	123,278	115,979
非经营收益	-280,649	-323,618	-166,524	-159,000	-62,000	-52,000
营运资金变动	-129,971	143,912	285,491	-218,703	413,779	673,737
经营活动现金净额	-138,142	173,334	383,924	-134,598	669,831	1,190,810
资本开支	-16,737	294,379	63,572	-174,934	-128,799	-135,053
投资	-256,744	217,623	-3,927,543	0	0	0
其他	39,303	48,137	29,863	70,000	60,000	50,000
投资活动现金净额	-200,705	-28,619	-3,961,252	244,934	188,799	185,053
股权募资	1,159	149,960	3,541,639	0	0	0
债权募资	114,209	240,326	244,035	-619,817	0	0
其他	-58,573	-82,942	-99,990	0	-78,658	0
筹资活动现金净额	56,795	307,344	3,685,683	-619,817	-78,658	0
现金净流量	-282,052	452,059	108,354	-509,481	779,973	1,375,863

资产负债表 (人民币万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,227,447	2,711,556	2,720,923	2,211,442	2,991,415	4,367,278
应收款项	244,945	311,537	523,134	445,124	562,061	712,949
存货	1,603,852	1,400,480	1,439,230	2,825,746	3,347,286	4,123,768
其他流动资产	988,498	1,251,614	3,555,077	3,604,191	3,888,116	4,231,147
流动资产合计	5,064,741	5,675,187	8,238,364	9,086,503	10,788,878	13,435,142
%总资产	61.6%	64.4%	60.1%	63.4%	68.3%	73.9%
长期投资	441,320	427,377	2,868,956	2,868,956	2,868,956	2,868,956
固定资产	1,540,107	1,520,679	1,440,438	1,314,835	1,176,531	1,035,777
无形资产	877,840	888,702	719,551	621,378	509,605	401,326
非流动资产合计	3,154,632	3,132,381	5,478,361	5,254,584	5,004,507	4,755,475
%总资产	38.4%	35.6%	39.9%	36.6%	31.7%	26.1%
资产总计	8,219,373	8,807,567	13,716,724	14,341,087	15,793,384	18,190,616
短期借款	205,372	337,003	1,075,496	459,544	459,544	459,544
应付款项	3,776,330	4,016,560	4,808,046	5,871,530	7,182,667	9,063,053
其他流动负债	229,990	219,902	261,961	412,186	358,573	422,324
流动负债	4,211,691	4,573,466	6,145,503	6,743,261	8,000,784	9,944,921
长期贷款	91,421	35,792	1,800	1,800	1,800	1,800
其他长期负债	962,580	823,154	649,044	649,044	649,044	649,044
负债	5,265,693	5,432,411	6,796,346	7,394,104	8,651,627	10,595,765
普通股股东权益	2,928,186	2,836,926	6,499,148	6,525,753	6,720,527	7,173,621
少数股东权益	25,495	144,251	421,230	421,230	421,230	421,230
负债股东权益合计	8,219,373	8,413,588	13,716,724	14,341,087	15,793,384	18,190,616

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.117	0.118	0.076	0.094	0.173	0.403
每股净资产(元)	3.966	4.129	6.981	5.807	5.981	6.384
每股经营现金净额(元)	-0.187	0.235	0.412	-0.120	0.596	1.060
每股股利(元)	0.000	0.000	0.070	0.070	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	2.96%	2.86%	1.08%	1.61%	2.90%	6.32%
总资产收益率	1.05%	0.10%	0.51%	0.73%	1.23%	2.49%
投入资本收益率	-8.84%	-0.56%	-1.38%	-1.14%	7.54%	42.26%
增长率						
主营业务收入增长率	3.45%	24.44%	9.62%	24.19%	22.69%	25.72%
EBIT增长率	-95.59%	-66.00%	67.10%	47.64%	604.26%	186.92%
净利润增长率	133.19%	0.64%	-19.27%	49.43%	85.04%	132.63%
总资产增长率	0.44%	971.56%	-84.43%	4.55%	10.13%	15.18%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.0	1.7	2.2	2.0	2.0	2.0
存货周转天数	67.8	47.3	40.7	65.0	63.0	62.0
应付账款周转天数	37.5	27.5	30.9	35.0	35.0	36.0
固定资产周转天数	38.4	34.2	32.0	24.8	19.2	14.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-46.90%	-5.04%	-21.86%	-23.36%	-33.65%	-49.75%
EBIT利息保障倍数	8.2	5.9	2.8	—	—	—

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。