

**公司调研点评**
**苏宁云商 (002024)**
**商业贸易 | 专业零售**
**O2O 新零售领跑者，全渠道布局值得期待**

2017年09月26日

**评级 推荐**

评级变动 首次

**合理区间 16.43-18.37 元**
**交易数据**

当前价格 (元)	12.49
52 周价格区间 (元)	9.90-13.19
总市值 (百万)	119168.51
流通市值 (百万)	63828.03
总股本 (万股)	931003.97
流通股 (万股)	498656.46

**涨跌幅比较**


%	1M	3M	12M
苏宁云商	9.03	17.97	18.01
专业零售	4.76	7.21	7.92

**许正**
**分析师**

 执业证书编号: S0530517080002  
 xuzheng@cfzq.com

0731-84779589

**相关报告**

预测指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入 (亿元)	1355.48	1485.85	1812.74	2139.03	2459.89
净利润 (亿元)	8.73	7.04	9.15	11.25	13.84
每股收益 (元)	0.09	0.07	0.10	0.12	0.15
每股净资产 (元)	3.27	7.06	7.20	7.42	7.58
P/E	142.01	182.57	124.91	104.08	83.27
P/B	3.91	1.81	1.78	1.72	1.69

资料来源: 贝格数据, 财富证券

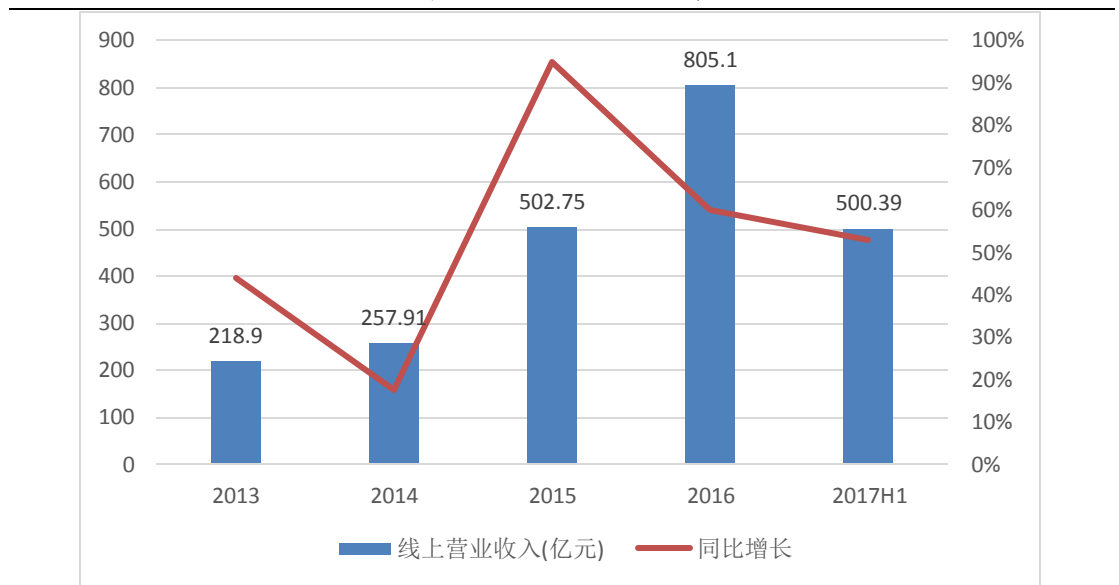
**投资要点:**

- 营收提速，不同单品毛利率有升有降：**2017年中报显示，营业收入为837.46亿元，同比增长21.87%，归母净利润为2.91亿元，同比增长340.53%，考虑运营资金收益后的扣非的归母净利润为1.29亿元，同比增长119.85%。分产品来看，通讯产品销量同比增长36.42%，而毛利率仅为4.72%，主要原因系公司为抢占市场，加强了该品类的促销力度。小家电的销量同比增长了24.17%，毛利率为19.37%，毛利率提高的主要原因为公司加强了C2B反向定制产品的销售。
- 线上保持高速增长，线下同店效率保持稳定：**公司强化店面经营效益考核，加快新业态的探索，使得各类门店总数保持在1500家左右，而同店可比销售保持了4%以上的增长。苏宁易购APP日均活跃用户数同比增长80%，移动端订单数量占线上整体比例达到83.66%。公司8月份和9月份线上的销售收入同比增长69%和43%，预计2018年能保持40%以上的增长。
- 物流仓储面积储备充足，全牌照金融服务平台开始发力：**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，预计至2020年，公司的仓储面积会达到1000万平方米。公司旗下拥有的金融业务包括：支付业务，供应链金融，消费金融，投资理财，保险业务，众筹业务，融资租赁以及苏宁银行。上半年苏宁金融业务（支付业务、供应链金融等业务）总体交易规模实现同比增长172%，预计到2019年能够贡献50亿左右的营收以及12亿左右的营业利润。
- 盈利预测与评级：**公司已经成功进行了转型，成为O2O零售的领跑者以及全产业链布局的先驱。我们对公司进行分布估值。1.公司持有阿里巴巴1.09%的股权价值约300亿；2.零售业务线上的估值约400~450亿；3.零售业务线下的估值约400~480亿；4.物流价值约250~280亿；5.苏宁金融价值在180~200亿，合计总市值在1530亿~1710亿，对应2018年股价为16.43元~18.37元，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**新门店开展不及预期；线上增速放缓；零售行业恢复不及预期

## 1 2017H1 营收提速，不同品类毛利率有升有降

2017 年中报显示，营业收入为 837.46 亿元，同比增长 21.87%，营业利润为 2.64 亿元，同比 128.96%，利润总额为 3.09 亿元，同比增长 242.96%，归母净利润为 2.91 亿元，同比增长 340.53%，扣非后归母净利润为-1.96 亿元，若考虑运营资金收益，扣非后的归母净利润为 1.29 亿元，同比增长 119.85%。收入增的主要原因有：1.公司线上平台实体商品交易总规模为 500.39 亿元，同比增长 52.76%，其中线上平台自营商品销售收入 413.65 亿元，同比增长 61.39%，开放平台商品交易规模为 86.74 亿元。2.苏宁物流社会化营业收入（不含天天快递）同比增长 152.67%。3.苏宁金融业务（支付业务、供应链金融等业务）总体交易规模实现同比增长 172%。

图 1：线上营收及增长率



资料来源：财富证券，公司公告

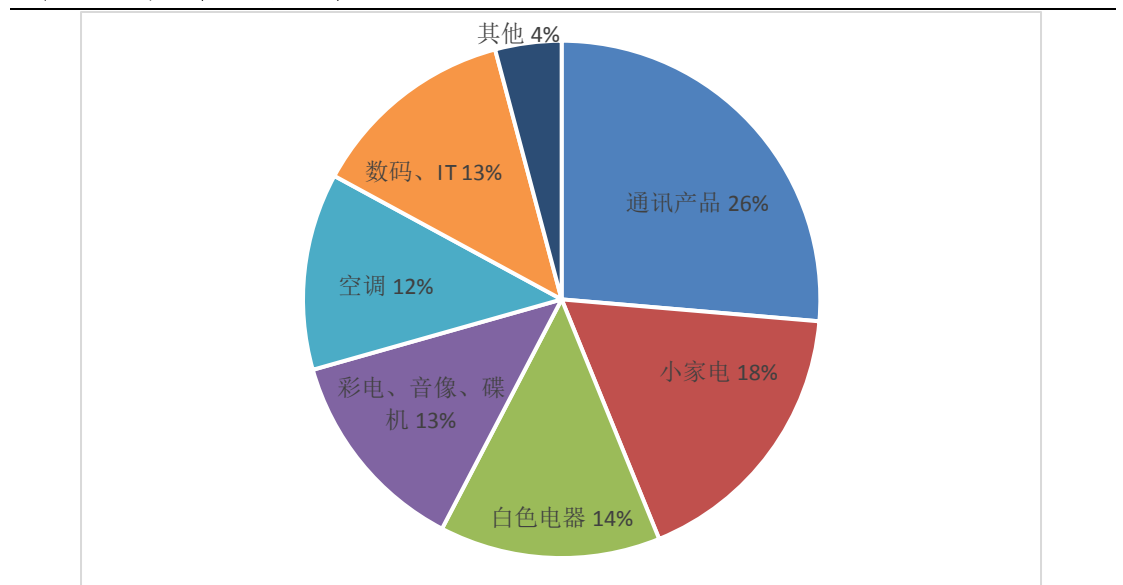
分产品来看，通讯产品的销售额增长最快，同比增长 36.42%，销售额也是各品类中最高的，高达 220.69 亿，而毛利率仅为 4.72%，同比下降了 2.46 个 pct.，主要原因主要为公司通过打造爆款等商品运营方式，加强了该品类市场竞争力，同时加强了线下渠道的建设，推进互联网品牌的线下发展，加快下沉三四级市场，带来了该品类的快速增长，但由于该类商品价格敏感度较高，市场竞争较为激烈，规模增长的同时毛利率水平有所下降。小家电的销量为 146.52 亿，同比增长了 24.17%，毛利率为 19.37%，同比增长了 0.97 个 pct.，毛利率提高的主要原因为公司充分发挥苏宁的服务优势，进行差异化经营，同时加强了毛利较高的 C2B 反向定制产品的销售。而公司的传统优势项目白色电器和空调的毛利率和上期持平，销量分别为 115.62 亿元和 103.05 亿元，同比增长了 12.08% 和 7.51%。

表 1：主要产品销售收入及毛利率变化情况

年份	2017H1	2016	2015	2014	2013
<b>通讯产品</b>	220.69	342.15	270.42	178.77	174.23
毛利率(%)	4.72	7.04	7.89	9.21	9.91
销售同比(%)	36.43	26.53	51.27	2.61	5.14
<b>小家电</b>	146.52	256.82	229.30	172.85	147.11
毛利率(%)	19.37	18.22	18.48	18.49	17.85
销售同比(%)	24.17	12.00	32.66	17.50	11.82
<b>白色电器</b>	115.62	222.10	216.51	192.44	178.10
毛利率(%)	18.25	17.72	17.93	17.98	17.72
销售同比(%)	12.08	2.58	12.51	8.05	14.85
<b>数码、IT</b>	108.35	241.38	220.83	175.93	180.47
毛利率(%)	2.43	3.97	4.72	5.32	7.18
销售同比(%)	0.50	9.31	25.52	-2.52	-2.18
<b>空调</b>	103.05	158.99	130.33	128.06	127.06
毛利率(%)	16.56	15.98	16.39	16.46	17.06
销售同比(%)	27.51	21.99	1.77	0.79	16.58

资料来源：财富证券，公司公告

图 2：主要品种收入占比情况



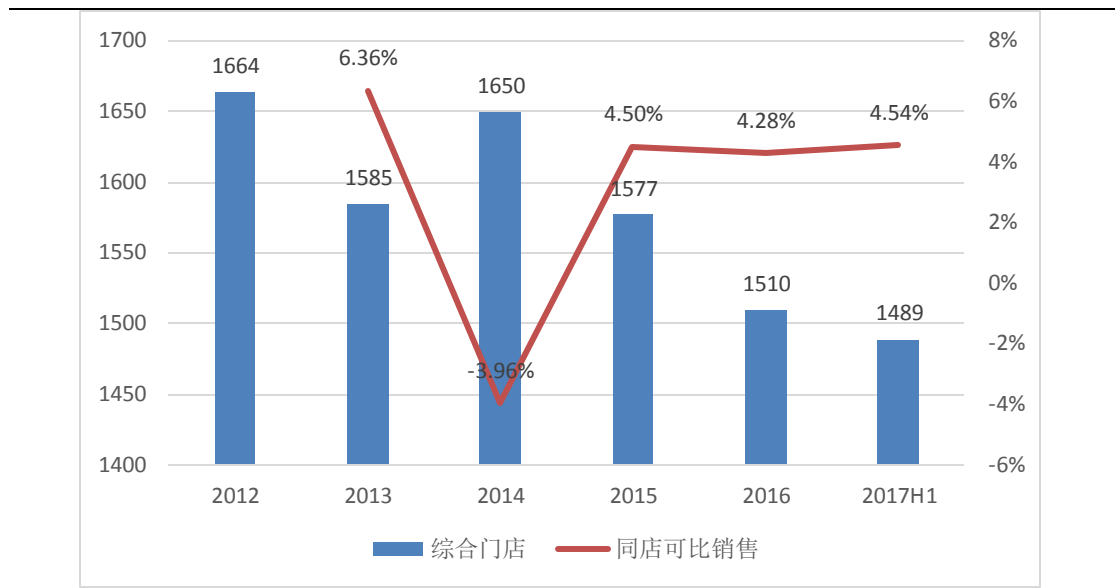
资料来源：财富证券，公司公告

## 2 零售：线上保持高速增长，线下同店效率保持稳定

公司的主体业务为零售，零售分为线下和线上两部分。最近几年，公司强化店面经营效益考核，主动调整优化店面，新开店和关闭店面并举，同时加快店面布局以及新业态的探索，使得各类门店总数保持在 1500 家左右，而同店可比销售保持了 4% 以上的增长。此外，公司加快推进三四级市场苏宁易购服务站直营店的开设，截止 2017 年 6 月 30

日，拥有 2079 家苏宁易购服务站直营店。

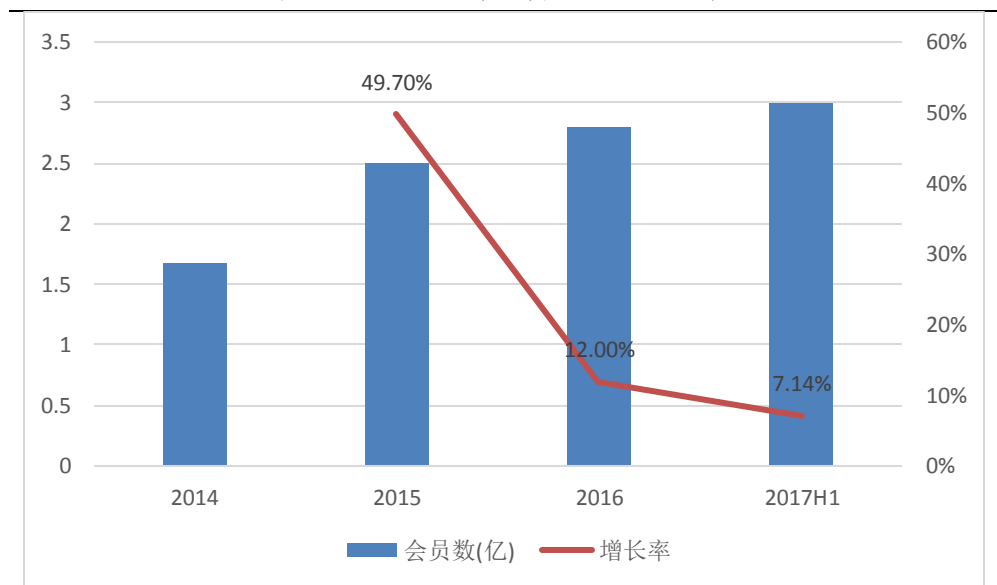
图 3：线下门店数量及同店销售情况



资料来源：财富证券，公司公告

线上平台以苏宁易购 APP 为主，公司聚焦用户体验提升和平台运营能力提升，不断提升苏宁易购平台的运营效率，上线“乐拼购”、“特卖”等特色营销产品，截至 2017 年 6 月苏宁零售体系会员总数 3 亿，公司大力发展移动端，加大推广力度，提升了用户活跃度和转化率，上半年苏宁易购 APP 日均活跃用户数同比增长 80%，移动端订单数量占线上整体比例达到 83.66%。公司 8 月份和 9 月份线上的销售收入同比增长 69% 和 43%，预计 2018 年能保持 40% 以上的增长。

图 4：2014-2017 年会员人数的变化情况



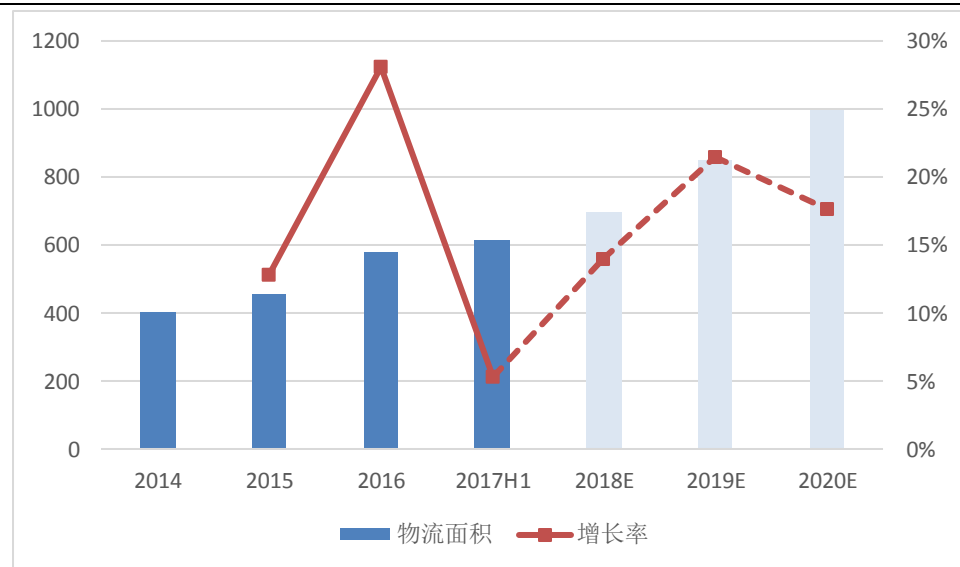
资料来源：财富证券，公司公告

### 3 物流：仓储面积储备充足，和天天快递整合加速

公司物流社会化业务进入快速增长阶段，加强与菜鸟等外部合作伙伴的合作，新开拓保健食品、运动健康等领域的全链路物流业务，上半年苏宁物流社会化营业收入（不含天天快递）同比增长 152.67%。

公司在物流板块储备也是非常充足，公司围绕仓储能力建设、物流运营效率提升和社会化业务持续打造核心竞争力。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 万平方米，拥有快递网点 18,769 个，公司物流网络覆盖全国 352 个地级城市、2,810 个区县级城市。此外，正式运营的 8 个自动化拣选中心、34 个区域配送中心，以及有 3 个自动化拣选中心在建，17 个区域配送中心在建。预计至 2020 年，公司共会建成 1000 万平方米的仓储面积。截止 2017 年 3 月份，京东拥有的物流面积月 580 万平方米。

图 5：物流面积及增长率情况



资料来源：财富证券，公司公告

而在服务质量方面，根据国家邮政局数据显示，苏宁易购的申诉率保持多年最低，2017 年 8 月份的数据仅为百万分之 0.04，而排名倒数第二京东的申诉率为百万分之 0.96，是苏宁的 24 倍。同时公司的“半日达”、“次日达”配送服务时效产品占比持续提升，持续打造“送装一体”等特色服务产品，践行“准时达”、“如约送”、“送货入户”等服务承诺，不断改进服务品质。

公司于 2017 年 4 月完成对天天快递 70% 的股权收购。目前双方在团队建设、业务开展等方面进行融合，并致力于天天快递服务质量的提升。天天快递的整合主要分三步进行：第一步，降低扩张速度，之前天天快递以加盟为主，服务质量难以保证，接下来会逐步降低加盟比例；第二步，加强与菜鸟合作，目前菜鸟物流中的 3C 产品和家电产品全部由苏宁和天天配送；第三步，重新定位天天快递，加强天天快递在“逆向”物流中的作用，提高天天快递在生鲜、贵重品、化妆品等领域的专业性，做好“最后一公里”，形成自己独特的经营能力。

## 4 金融：全牌照金融服务平台，规模利润高速增长

伴随着各项基础设施的布局成熟，苏宁金融的各项金融产品的规模与效益突显。公司旗下拥有的金融业务包括：支付业务，供应链金融，消费金融，投资理财，保险业务，众筹业务，融资租赁以及苏宁银行。2017年上半年苏宁金融业务（支付业务、供应链金融等业务）总体交易规模实现同比增长172%。此外，苏宁金融围绕客户需求，上线了“任性贷”、“支付收款宝”、“小微贷速融”、“延保手机盗抢险”等创新产品，极大提高了用户体验。同时，2017年6月苏宁银行正式开业，以“科技驱动的O2O银行”为定位，致力于打造线上线下高度融合发展的新型互联网科技银行业务模式，为更多的企业、机构、个人提供高品质的金融服务。

苏宁金服的原则为诚信、审慎、稳健以及盈利，会在保持风险可控的前提下，实现更多的盈利。2017年的苏宁金服的交易金额会在1万亿左右，能够贡献15亿左右的营业收入以及5-6亿的营业利润。预计到2019年能够贡献50亿左右的营收以及12亿左右的营业利润。

## 5 盈利预测与评级

综合来看公司已经成功进行了转型，成为O2O零售的领跑者以及全产业链布局的先驱。我们对公司的各大板块分别进行估值。第一部分，公司持有阿里巴巴1.09%的股权，按照汇率（1美元=6.5人民币）计算价值约300亿。第二部分，零售业务线上的增速在40%左右，与京东持平，2017年年底1000亿的营收对应的估值约400~450亿。第三部分，零售业务线下2017年年底约800亿的营收，按照成熟零售行业XPS0.5~0.6倍估算价值约400~480亿。第四部分，物流价值按照顺丰控股及京东物流部分估算，价值约250~280亿。第五部分，苏宁金融按照京东金融及城商行进行估算价值在180~200亿。总市值在1530亿~1710亿，对应2018年的股价为16.43元~18.37元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 6 风险提示

新门店开展不及预期；线上增速放缓；零售行业恢复不及预期



## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：[www.cfzq.com](http://www.cfzq.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438