苏宁云商(002024.SZ)

【联讯商贸公司点评】苏宁云商（002024）：零售、物流、金融三大业务持续发力，业绩超预期

2017 年 11 月 01 日

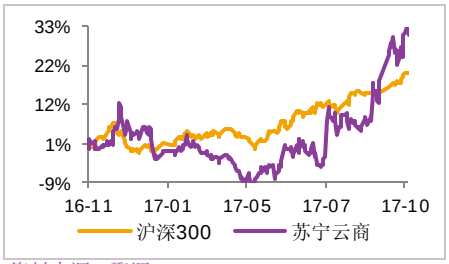
买入

当前价： 14.44 元

分析师：王凤华
执业编号：S0300516060001
邮箱：wangfenghua@lxsec.com

研究助理：谢海音
电话：13718772768
邮箱：xiehaiyin@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

盈利预测

亿元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,485.	1,829.	2,326.	3,227.
（+/-）	9.6%	23.2%	27.1%	38.7%
归母净利	7.04	9.85	13.38	25.60
（+/-）	-34.9	52.6%	42.2%	109.2
EPS(元)	0.05	0.08	0.11	0.24
P/E	216	179	126	60

资料来源：联讯证券研究院

相关研究

《【联讯商贸公司点评】苏宁云商:互联网零售转型顺利，共享电子商务盛宴》2017-04-11

《【联讯商贸公司点评】苏宁云商（002024）：零售、物流、金融三线融合，业绩符合预期》2017-09-01

投资要点

✧ 事件

10 月 31 日，公司发布 2017 年第三季度报告：2017 年前三季度，公司实现营收 1,318.82 亿元，同比增长 26.98%；实现归母净利润 6.72 亿元，同比增长 321.23%，EPS 为 0.07 元/股，同比增长 275%。其中，第三季度公司实现营收 481.36 亿元，同比增长 36.95%；实现归母净利润 3.80 亿元，同比增长 308.41%。

✧ 点评

零售、物流与金融三方面齐发力，公司业绩大幅增长。前三季度，公司进一步巩固零售、物流与金融三大业务板块的竞争能力，深化互联网零售模式，较快速地提高了盈利水平。1-9 月公司实现营业收入 1,318.82 亿元，同比增长 26.98%；实现归母净利润 6.72 亿元，同比增长 321.23%。

费用有效控制，但营业成本增长致毛利率持续下滑。2017 年前三季度，公司销售毛利率为 13.91%，较上年同期下降 0.55Pct。公司费用率为 13.69%，较上年同期减少了 1.52%；销售费用率为 10.82%，较上年同期减少了 1.20Pct；管理费用率为 2.71%，较上年同期减少 0.22Pct；财务费用率为 0.16%，较上年同期没有变化。

零售业务，公司线上线下齐发展，随着供应链体系的进一步加强，客户粘性进一步提升，促进销售的良性循环。

线上：公司强化数据运营，提升苏宁易购平台精细化经营能力。三季度苏宁易购 APP 日均活跃用户数同比增长 83.2%，2017 年 9 月移动端订单数量占线上整体比例 86.63%。报告期内，公司线上平台实体商品交易总规模为 807.25 亿元，同比增长 55.64%，其中线上平台自营商品销售收入 662.33 亿元（含税），同比增长 65.54%，开放平台商品交易规模为 144.92 亿元。

线下：公司持续升级店面业态，提升店面经营质量。云店及常规店建设方面，三季度加速互联网化门店升级，新开、改造云店达到 68 家，常规店面继续覆盖空白区域，并加强经营质量管控，不达标店面予以调整或关闭。2017 年前三季度，公司可比店面（云店及常规店、县镇店）销售同比增加 4.39%。致力于三四级市场发展的苏宁易购直营店有序推进网络布局，并强化经营绩效管控，经营效益稳步提升，可比店面销售收入同比增长 35.27%。超市、红孩子母婴店探索不同的店面业态布局，持续进行迭代升级以满足消费需求，店面模型逐步清晰，开店速度也在加快。

物流方面，自有物流储备丰富，整合天天快递后，提升物流能力。报告期公司持续加强物流能力建设，公司持续推进与天天快递的整合。根据公司公开信息，天天快递已将总部搬至公司总部江苏省，共同推进物流业务。此外，

公司并入天天快递后充实了自己的物流储备。截至 2017 年 9 月末苏宁物流及天天快递拥有仓储及相关配套总面积 628 万平方米，拥有快递网点近 2 万个，公司物流网络覆盖全国 352 个地级城市、2,810 个区县城市。报告期内，苏宁物流加快对外开放速度，苏宁物流社会化业务营业收入（不含天天快递）同比增长 144.83%。

金融业务，公司围绕供应链金融、消费金融、支付、产品销售等四大核心业务开展，迅速实现盈利。公司围绕客户体验，业务能力迅速提升，苏宁易付宝业务接近 100%的成功率；供应链金融投放额增长超过 190%。宁金融 APP 提供一站式金融服务，涵盖了较全面的基本功能。另公司将生物特征识别、大数据风控、金融 AI、区块链、金融云等五大技术运用于苏宁金融。前三季度总体交易规模实现同比增长 174%。

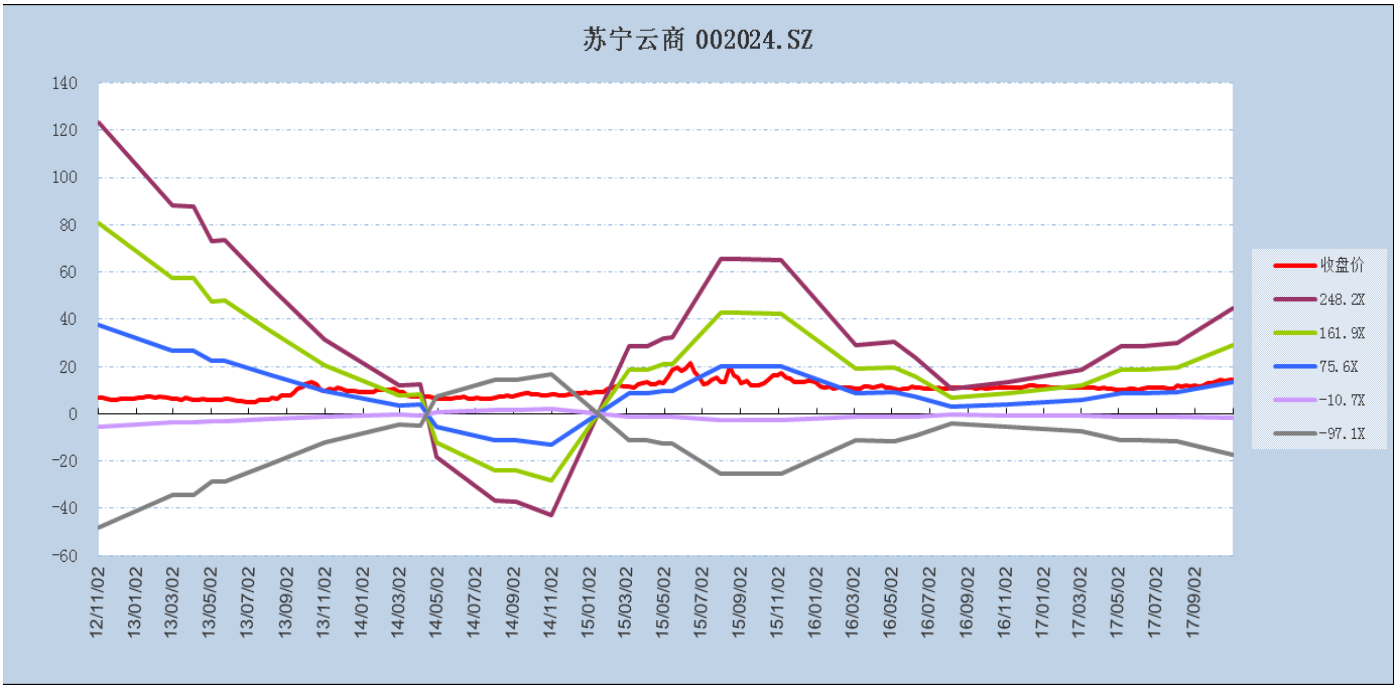
✧ 盈利预测与估值

假设：1、线上收入 2017E/2018E/2019E 增速分别为 60%/50%/40%；2、线下门店数量 2017E/2018E/2019E 分别为家 2,793/2,670 家/2,369 家；3、2017E/2018E/2019E 单店营业收入分别为 0.15 亿元/0.13 亿元/0.10 亿元。我们预计 2017E/2018E/2019E 营业收入分别为 1,829.98 亿元/2,326.53 亿元/3,227.31 亿元。归母净利润将分别为 9.85 亿元/13.38 亿元/25.60 亿元，对应的 EPS 为 0.08 元/0.11 元/0.24 元。考虑到公司业绩的良性发展，超出预期，上调公司投资评级为“买入”。

✧ 风险提示

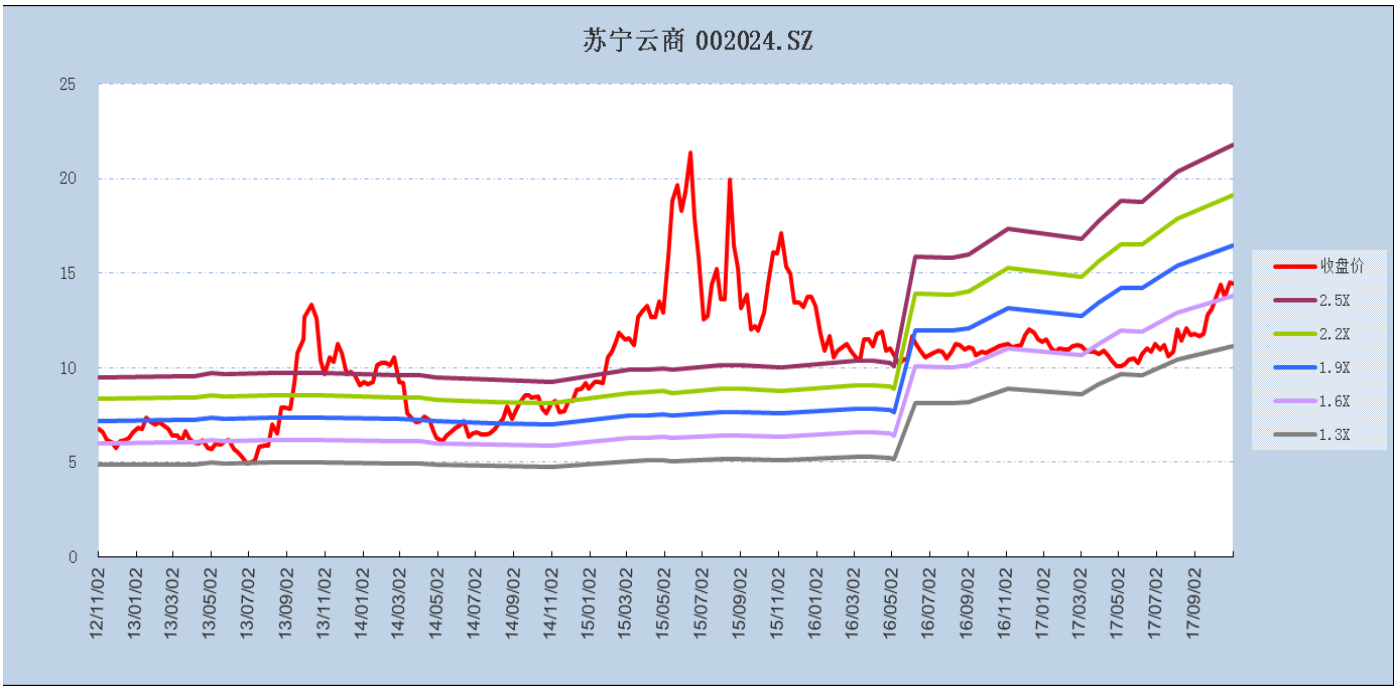
线上销售规模增长不及预期、线下竞争持续加剧风险、业务融合与协同性不及预期

图表1： PE-Bands



资料来源:Wind、联讯证券

图表2： PB-Bands



资料来源:Wind、联讯证券

附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	82,383.64	181,244.00	163,119.60	181,062.75
货币资金	27,209.23	-168,541.89	-372,341.60	-584,343.56
应收账款	1,103.53	4,800.36	2,400.18	1,200.09
其它应收款	4,095.22	4,914.27	5,897.12	7,076.54
预付账款	9,750.55	17,550.98	18,428.53	19,349.96
存货	14,392.30	15,111.91	15,867.51	16,660.88
其他	25,832.81	307,408.36	492,867.86	721,118.84
非流动资产	54,783.61	65,740.33	77,573.59	89,209.62
长期股权投资	417.05	500.46	600.55	720.66
固定资产	12,813.17	15,375.80	18,143.45	20,864.96
无形资产	5,684.76	6,821.71	8,049.62	9,257.06
其他	35,868.63	43,042.36	50,779.97	58,366.94
资产总计	137,167.24	246,984.32	240,693.18	270,272.38
流动负债	61,455.03	73,746.03	87,020.32	100,073.36
短期借款	6,159.52	7,391.42	8,869.70	10,643.65
应付账款	12,497.99	14,997.59	17,997.10	21,596.52
其他	42,797.52	51,357.02	60,153.51	67,833.19
非流动负债	5,790.24	6,948.28	8,337.94	10,005.53
长期借款	18.00	21.60	25.92	31.10
其他	5,772.24	6,926.68	8,312.02	9,974.43
负债合计	67,245.26	80,694.32	95,358.26	110,078.89
少数股东权益	4,212.30	5,054.76	5,964.61	6,859.31
归属母公司股东权益	65,709.68	161,235.25	139,370.31	153,334.18
负债和股东权益	137,167.24	246,984.32	240,693.18	270,272.38

利润表	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	148,585.33	182,997.69	232,653.29	322,730.89
营业成本	127,247.54	154,548.00	196,312.85	271,093.95
营业税金及附加	583.46	612.63	643.26	675.42
销售费用	17,451.42	21,959.72	27,918.39	38,727.71
管理费用	3,946.27	5,050.74	6,211.84	8,616.91
财务费用	415.83	366.00	465.31	645.46
资产减值损失	350.50	368.02	386.43	405.75
公允价值变动收益	-33.69	-35.37	-37.14	-39.00
投资净收益	1,445.42	1,589.96	1,748.96	1,923.85
营业利润	2.05	1,647.18	2,427.03	4,450.55
营业外收入	1,060.16	1,113.16	1,168.82	1,227.26
营业外支出	161.32	177.45	198.75	210.67
利润总额	900.89	2,582.89	3,397.11	5,467.14
所得税	407.66	1,829.98	2,326.53	3,227.31
净利润	493.23	752.91	1,070.58	2,239.83
少数股东损益	-211.18	-232.30	-267.15	-320.57
归属母公司净利润	704.41	985.21	1,337.72	2,560.40
EBITDA	880.91	3,814.17	5,027.43	7,310.98

现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	3,839.24	4,991.01	5,989.21	7,187.05
净利润	493.23	752.91	1,070.58	2,239.83
折旧摊销	1,805.83	2,167.00	2,600.40	2,860.43
财务费用	415.83	366.00	465.31	645.46
投资损失	-1,445.42	-1,589.96	-1,669.46	-1,752.93
营运资金变动	9,911.40	86,569.36	-31,398.69	4,890.11
其它	-7,341.64	-83,274.29	34,921.07	-1,695.85
投资活动现金流	-39,612.52	19,806.26	21,786.89	23,965.58
资本支出	2,423.79	2,908.54	3,432.08	3,946.89
长期投资	417.05	500.46	600.55	720.66
其他	-36,771.69	23,215.26	25,819.52	28,633.13
筹资活动现金流	36,758.06	-220,548.38	-231,575.80	-243,154.59
短期借款	6,159.52	7,391.42	8,869.70	10,643.65
长期借款	18.00	21.60	25.92	31.10
其他	30,580.55	-227,961.40	-240,471.43	-253,829.34
现金净增加额	984.78	-195,751.12	-203,799.71	-212,001.97

主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	9.62%	23.16%	27.13%	38.72%
营业利润	-100.34%	80171.71%	47.35%	83.37%
归属母公司净利	-19.27%	39.86%	35.78%	91.40%
获利能力				
毛利率	14.36%	15.55%	15.62%	16.00%
净利率	0.47%	0.54%	0.57%	0.79%
ROE	0.97%	0.64%	0.69%	1.47%
偿债能力				
资产负债率	49.02%	32.67%	39.62%	40.73%
流动比率	134.06%	245.77%	187.45%	180.93%
速动比率	110.64%	225.28%	169.22%	164.28%
营运能力				
总资产周转率	1.32	0.95	0.95	1.26
应收帐款周转率	164.26	61.99	64.62	179.28
应付帐款周转率	11.81	11.24	11.90	13.69
每股指标(元)				
每股收益	0.05	0.08	0.11	0.24
每股经营现金	0.41	0.54	0.64	0.77
每股净资产	7.51	17.86	15.61	17.21
估值比率				
P/E	216.13	178.56	125.57	60.02
P/B	1.52	0.81	0.93	0.84
EV/EBITDA	166.46	100.59	119.77	113.37

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院

分析师简介

王凤华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，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，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com