

# 苏宁云商 (002024)

证券研究报告

2017年11月14日

## 设立物流基金深化布局，双十一 163%增长期待盈利持续回升

全资子公司苏宁物流和深创投不动产拟联合发起设立物流地产基金，用于收购和投资高标准仓储物流设施。本次拟成立的物流地产基金首期基金目标募集资金规模为 50 亿，其中苏宁物流或苏宁下属控股子公司认缴 51%，深创投不动产认缴 49%，主要用于收购苏宁建成的成熟仓储设施、市场化收购及投资开发符合条件的高标准仓储物流设施。未来计划在首期基金基础上，设立后续物流地产基金，投资公司拟建、在建及已建成高标准仓储物流设施，并寻求并购其他市场主体拟建、在建及已建成的高标准仓储物流设施。基金期限为 3+2+1+1 年，3 年投资期+2 年退出期+1 年续期+1 年续期，基金退出渠道包括 REITs 上市、转让项目公司股权、资产证券化等方式。基金目标总规模（含首期基金）为 300 亿元，同时通过在具体层面匹配相应的融资安排，实现管理仓储规模达到 1200-1500 万平米。

**本次合作方：为深创投不动产，专业运作能力突出。**深创投不动产实际控制人系深圳国资委，股东背景雄厚，主营不动产基金投资和受托资产管理等，主要涉及物流、产业园、科技地产、租赁型公寓和商业地产等持有型不动产投资和股权投资，善于搭建并管理产业地产基金、科技地产基金、REITs 及证券化基金等各类不动产基金。多年来深创投不动产聚焦不动产基金投资，此前曾与多地政府和大型房地产企业合作，在项目管理和退出机制上具有丰富经验。此次合作中，江苏苏宁物流和深创投不动产将共同投资设立苏宁深创投作为基金管理人，其中江苏苏宁物流、深创投不动产和管理团队分别持有 51%、40%和 9%股份，专业化管理团队为物流地产基金的成功运营保驾护航。

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。公司线下已步入稳定盈利期，净开店数量保持增长，三四线城市加大布局将带来流量与收入双增长；线上内生流量提升+阿里多维支持，增速环比持续上行，MAU\DAU 数据持续改善，亏损逐季减少。此外，未来第三方平台、金融、物流作为零售衍生业务提高综合毛利。维持盈利预测，预计 2017-19 年净利润分别为 9.85/15.22/30.37/亿，EPS 分别为 0.11/0.16/0.33 元，对应 PE 分别为 125/81/41 倍，维持买入评级。

**风险提示：**社会消费或陷入低迷，线上增长或低于预期，竞争对手或启动价格战

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	209,249.94	266,099.49	331,439.32
增长率(%)	24.44	9.62	40.83	27.17	24.55
EBITDA(百万元)	1,443.25	1,650.59	1,067.75	1,653.05	3,188.24
净利润(百万元)	872.50	704.41	985.46	1,521.52	3,036.83
增长率(%)	0.64	(19.27)	39.90	54.40	99.59
EPS(元/股)	0.09	0.08	0.11	0.16	0.33
市盈率(P/E)	141.17	174.86	124.99	80.95	40.56
市净率(P/B)	4.04	1.87	1.94	1.93	1.90
市销率(P/S)	0.91	0.83	0.59	0.46	0.37
EV/EBITDA	52.92	37.44	47.74	34.73	13.44

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	13.23 元
目标价格	15.27 元
上次目标价	16.91 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)	4,986.56
A 股总市值(百万元)	123,171.82
流通 A 股市值(百万元)	65,972.25
每股净资产(元)	8.60
资产负债率(%)	45.79
一年内最高/最低(元)	15.05/9.90

### 作者

**刘章明** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

**张璐芳** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517020001  
zhanglufang@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:17Q3:线上自营 GMV+73%YoY, 探索不止成长不息》 2017-10-31
- 2 《苏宁云商-半年报点评:线下盈利恢复+线上规模效应凸显致 1H17 归母净利润+341%, 经营改善进入稳健上升期!》 2017-08-31
- 3 《苏宁云商-公司点评: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》 2017-07-31

全资子公司苏宁物流和深创投不动产拟联合发起设立物流地产基金，用于收购和投资高标准仓储物流设施。本次拟成立的物流地产基金首期基金目标募集资金规模为 50 亿，其中苏宁物流或苏宁下属控股子公司认缴 51%，深创投不动产认缴 49%，主要用于收购苏宁建成的成熟仓储设施、市场化收购及投资开发符合条件的高标准仓储物流设施。未来计划在首期基金基础上，设立后续物流地产基金，投资公司拟建、在建及已建成高标准仓储物流设施，并寻求并购其他市场主体拟建、在建及已建成的高标准仓储物流设施。基金期限为 3+2+1+1 年，3 年投资期+2 年退出期+1 年续期+1 年续期，基金退出渠道包括 REITs 上市、转让项目公司股权、资产证券化等方式。基金目标总规模（含首期基金）为 300 亿元，同时通过在具体层面匹配相应的融资安排，实现管理仓储规模达到 1200-1500 万平米。

**本次合作方：为深创投不动产，专业运作能力突出。**深创投不动产实际控制人系深圳国资委，股东背景雄厚，主营不动产基金投资和受托资产管理等，主要涉及物流、产业园、科技地产、租赁型公寓和商业地产等持有型不动产投资和股权投资，善于搭建并管理产业地产基金、科技地产基金、REITs 及证券化基金等各类不动产基金。多年来深创投不动产聚焦不动产基金投资，此前曾与多地政府和大型房地产企业合作，在项目管理和退出机制上具有丰富经验。此次合作中，江苏苏宁物流和深创投不动产将共同投资设立苏宁深创投作为基金管理人，其中江苏苏宁物流、深创投不动产和管理团队分别持有 51%、40%和 9%股份，专业化管理团队为物流地产基金的成功运营保驾护航。

**公司设计建立“开发-运营-基金运作”的良性资产运营模式充分挖掘仓储物流设施价值，为物流布局加码添力。**为充分挖掘公司高标准仓储物流设施的价值，加速物流仓储资源的获取，建立中国零售业最大的物流基础设施网和服务网，公司参考行业标杆企业的运营模式，设计建立“开发-运营-基金运作”的良性资产运营模式，有效利用金融资本加快产业发展：**一方面**，成立物流基金投资收购公司已有的仓储物业，可有效盘活资产、回笼资金，并进行再投资，持续获得新的仓储资源；**另一方面**，该物流基金还将市场化投资并购成熟物业、开发建设新的物业，由公司输出物流仓储及运营管理能力，实现轻资产发展模式，持续提升苏宁物流能力，为智慧零售提供更强大的物流支撑。此外，**从战略层面来讲，当前苏宁物流围绕基础设施网络建设、物流运营效率提升以及社会化开放运作不断强化核心竞争力。**

截至 2017 年 9 月苏宁物流+天天物流拥有仓储及相关配套总面积 628 万方，快递网店近 2 万个。**在社会化开放运作方面**，公司注重服务质量及对外开放程度，社会化收入（不含天天）同比增长 144.83%。继续增加物流物业布局，三季度新开工项目 6 个；8 月推出准时达，目前已在 8 个城市上线。未来社会化物流将进一步增加，以消化冗余资源成本问题，降低整体履约成本占比。**本次成立物流地产基金符合苏宁物流加强基础设施建设的战略规划，未来将进一步优化公司的利润结构。**通过发挥过往在物流物业建设方面的优势，充分受益未来 3-5 年内国内高端物流地产紧缺的行业发展空间，提升公司物流板块的收入及利润水平。对于公司长期盈利能力意义影响深远。

叠加双十一数据看待，苏宁双十一期间（1-11 日）全渠道同比增长 163%。根据星图数据显示，苏宁易购主站在双十一市场份额已由去年的 2.2%提高至今年的 4.34%，增加 2.14pcts。线上线下收入端增长情况进入良性区间。从成本费用角度看待，目前据推测线上自营毛利水平约为 7%，未来综合毛利的改善将通过第三方平台业务、金融业务和物流业务的持续改善。线上线下结合，物流、供应链、数据打通的新零售已经基本确立为零售行业的未来，公司在新零售方面具备最大优势，阿里免费流量和自有文体导入流量为线上增速形成强有力支撑，而线下盈利能力回升为互联网平台和研发投入提供保障。线下二三线城市仓储布局+前置仓模式将有利于长期物流成本的降低和体验的提升。

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。公司线下已步入稳定盈利期，净开店数量保持增长，三四线城市加大布局将带来流量与收入双增长；线上内生流量提升+阿里多维支持，

增速环比持续上行，MAU\DAU 数据持续改善，亏损逐季减少。此外，未来第三方平台、金融、物流作为零售衍生业务提高综合毛利。维持盈利预测，预计 2017-19 年净利润分别为 9.86/15.22/30.37/亿，EPS 分别为 0.11/0.16/0.33 元，对应 PE 分别为 125/81/41 倍，维持买入评级。

图 1：物流地产基金基本情况

基金名称	苏宁深创投仓储物流设施一期基金
基金规模	首期目标募集 50 亿，总规模目标募集 300 亿
基金目的	首期拟用于投资公司拟建、在建或已建成高标准仓储物流设施，同时积极寻求并购其他高标准仓储物流设施
认缴比例	苏宁物流认缴 51%；深创投认缴 49%
出资方式	人民币
存续期限	3 年投资期+2 年退出期+1 年续期+1 年续期
推出机制	REITs 上市、转让项目公司股权、资产证券化等

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 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	55,758.79	48,965.97	62,272.97
应收账款	3,110.45	5,198.75	4,343.50	8,299.97	8,165.75
预付账款	6,706.52	9,750.55	8,582.06	15,933.54	16,137.73
存货	14,004.80	14,392.30	36,634.88	21,634.71	57,467.74
其他	5,814.54	25,832.81	12,980.40	15,475.82	18,194.50
<b>流动资产合计</b>	<b>56,751.87</b>	<b>82,383.64</b>	<b>118,299.63</b>	<b>110,310.01</b>	<b>162,238.68</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>31,323.81</b>	<b>53,494.65</b>	<b>51,750.91</b>	<b>50,331.90</b>	<b>49,350.19</b>
<b>资产总计</b>	<b>88,075.67</b>	<b>137,167.24</b>	<b>170,480.19</b>	<b>161,214.78</b>	<b>212,352.70</b>
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	30,239.15	31,925.36	47,449.89
其他	27,216.24	34,621.42	58,404.60	47,970.77	84,456.58
<b>流动负债合计</b>	<b>45,734.66</b>	<b>61,455.03</b>	<b>88,643.75</b>	<b>79,896.12</b>	<b>131,906.47</b>
长期借款	357.92	18.00	5,860.00	5,559.00	5,259.00
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>10,415.95</b>	<b>5,790.24</b>	<b>14,345.36</b>	<b>13,664.21</b>	<b>12,713.27</b>
<b>负债合计</b>	<b>56,150.61</b>	<b>67,245.26</b>	<b>102,989.10</b>	<b>93,560.33</b>	<b>144,619.74</b>
少数股东权益	1,442.51	4,212.30	4,040.89	3,723.69	3,021.62
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	54,140.15	54,620.72	55,401.30
其他	(5,148.04)	(33,200.97)	(35,835.36)	(35,835.36)	(35,835.36)
<b>股东权益合计</b>	<b>31,925.07</b>	<b>69,921.98</b>	<b>67,491.09</b>	<b>67,654.45</b>	<b>67,732.96</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>88,075.67</b>	<b>137,167.24</b>	<b>170,480.19</b>	<b>161,214.78</b>	<b>212,352.70</b>

  

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	757.73	493.23	985.46	1,521.52	3,036.83
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	334.80	266.10	198.86
投资损失	(1,654.76)	(1,445.42)	(200.00)	(150.00)	(100.00)
营运资金变动	12.03	(15,292.83)	29,490.18	(7,408.01)	12,766.66
其它	(328.40)	17,775.79	(124.90)	(270.93)	(654.87)
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,733.34</b>	<b>3,839.24</b>	<b>31,500.36</b>	<b>(5,005.10)</b>	<b>16,297.56</b>
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)	583.87	(130.38)	(270.78)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(286.19)</b>	<b>(39,612.52)</b>	<b>910.16</b>	<b>(164.15)</b>	<b>(233.70)</b>
债权融资	11,705.05	14,272.98	13,991.77	13,675.24	13,373.49
股权融资	610.61	34,653.48	(2,969.19)	(266.10)	(198.86)
其他	(9,419.28)	(12,168.39)	(14,883.54)	(15,032.72)	(15,931.49)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,896.38</b>	<b>36,758.06</b>	<b>(3,860.96)</b>	<b>(1,623.58)</b>	<b>(2,756.86)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>4,343.53</b>	<b>984.78</b>	<b>28,549.56</b>	<b>(6,792.82)</b>	<b>13,306.99</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>135,547.63</b>	<b>148,585.33</b>	<b>209,249.94</b>	<b>266,099.49</b>	<b>331,439.32</b>
营业成本	115,981.18	127,247.54	179,285.35	227,967.43	283,712.06
营业税金及附加	585.80	583.46	804.03	1,072.46	1,303.60
营业费用	16,644.68	17,451.42	23,818.92	30,122.46	36,690.33
管理费用	4,291.48	3,946.27	5,294.02	6,253.34	7,457.38
财务费用	104.28	415.83	334.80	266.10	198.86
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	200.00	150.00	100.00
其他	(3,295.69)	(2,823.47)	(493.01)	(392.55)	(294.40)
<b>营业利润</b>	<b>(610.02)</b>	<b>2.05</b>	<b>(281.86)</b>	<b>350.72</b>	<b>1,939.30</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>888.96</b>	<b>900.89</b>	<b>1,085.41</b>	<b>1,605.75</b>	<b>3,113.01</b>
所得税	131.23	407.66	271.35	401.44	778.25
<b>净利润</b>	<b>757.73</b>	<b>493.23</b>	<b>814.06</b>	<b>1,204.31</b>	<b>2,334.76</b>
少数股东损益	(114.77)	(211.18)	(171.40)	(317.21)	(702.07)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>872.50</b>	<b>704.41</b>	<b>985.46</b>	<b>1,521.52</b>	<b>3,036.83</b>
每股收益(元)	0.09	0.08	0.11	0.16	0.33

  

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	24.44%	9.62%	40.83%	27.17%	24.55%
营业利润	-58.19%	-100.34%	-13835.97%	-224.43%	452.95%
归属于母公司净利润	0.64%	-19.27%	39.90%	54.40%	99.59%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.44%	14.36%	14.32%	14.33%	14.40%
净利率	0.64%	0.47%	0.47%	0.57%	0.92%
ROE	2.86%	1.07%	1.55%	2.38%	4.69%
ROIC	-5.22%	3.03%	0.19%	-5.29%	-87.39%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	63.75%	49.02%	60.41%	58.03%	68.10%
净负债率	60.93%	24.78%	38.17%	49.13%	45.65%
流动比率	1.24	1.34	1.33	1.38	1.23
速动比率	0.93	1.11	0.92	1.11	0.79
<b>营运能力</b>					
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	8.20	9.13	8.38
总资产周转率	1.59	1.32	1.36	1.60	1.77
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.09	0.08	0.11	0.16	0.33
每股经营现金流	0.19	0.41	3.38	-0.54	1.75
每股净资产	3.27	7.06	6.82	6.87	6.95
<b>估值比率</b>					
市盈率	141.17	174.86	124.99	80.95	40.56
市净率	4.04	1.87	1.94	1.93	1.90
EV/EBITDA	52.92	37.44	47.74	34.73	13.44
EV/EBIT	-151.02	147.89	962.88	93.07	20.04

### 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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com