

# 苏宁云商 (002024) \ 商业贸易

## ——自我变革，开放带来新增长

### 事件：

12月19日，苏宁在南京发布“智慧零售大开发战略”，万达、恒大、融创等地产巨头以及国内300多家房地产企业与会。苏宁控股集团董事长张近东宣布，将与众多房地产企业合作，未来3年门店数量达2万家，新增实体商业面积2000多万平方米。

### 投资要点：

#### ➤ 超市看腾讯，百货看阿里，零售大风起

近日，零售行业风起云涌，腾讯入股永辉超市5%股份并参股永辉子公司云创15%股份；阿里要约收购高鑫零售、子公司银泰百货与中央商场签订合作协议。我们认为，目前零售行业新格局可以总结为超市看腾讯、百货看阿里。目前永辉超市的创新项目超级物种可以认为已经跑出可持续盈利的模型，而其无法获得线上导流的短板在与腾讯合作后也将补齐，未来或将继续高速发展。而银泰百货也在百货新零售方面跑出了自己的成功模型。银泰通过在人货场的重构，极大地提高了传统百货经营效率，同时通过与中央商场托管的合作模式也解决了之前百货行业重资产、区域化严重的行业痛点，百货出现实现规模化路径，这或将进一步激发行业发展。

#### ➤ “+互联网”打开品类、渠道天花板

经历了从2009年开始互联网转型探索，苏宁已经将销售产品、线下资源线上化，并进行数据化运营。在这过程中公司通过产品触网打开品类和渠道的天花板。这使得公司原有业务从家电3C扩充到母婴、超市、百货、家居、生鲜、汽车等全品类，产品SKU从几十万扩充到四千万。而通过物流、供应链以及网店，公司打破了传统零售商在线下地域上、时空上的限制，实现了全国全覆盖。通过“+互联网”，公司成功从下线零售商转变为同时拥有线上线下资源的全品类零售商。

#### ➤ “互联网+”助力公司服务“千店千面”

在完成了“+互联网”布局后，公司通过更深层次的“互联网+”，将目前已有资源通过大数据挖掘分析进行重新组合优化，形成各种模块化服务，向线下进行嫁接。目前，公司结合线下不同场景，已经打造出苏宁云店、红孩子母婴店、苏鲜生超市、汽车超市等多种品类专业店。而公司已完成了地产、金融、文创、体育、投资等多种基础产品全覆盖，未来可根据线下场景需求实现千店千面。

#### ➤ 强强联合，新零售迎来新局面

苏宁此次大开发战略将实现苏宁全产业资源集合开放。公司目前已经与万

投资建议：**推荐**  
 首次覆盖  
 当前价格：12.77元  
 目标价格：元

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	9,310/4,987
流通A股市值 (百万元)	63,678
每股净资产 (元)	8.60
资产负债率 (%)	45.79
一年内最高/最低 (元)	15.05/9.83

### 一年内股价相对走势



钱建 分析师  
 执业证书编号：S05905101240001  
 电话：0510-85613752  
 邮箱：qj@glsc.com.cn

邢瀚文研究助理  
 电话：0510-85613752  
 邮箱：xinghw@glsc.com.cn

### 相关报告

达集团建立针对商业业态的互联网化发展计划；与恒大集团建立的面向高端社区的深层次、全方位的智慧零售发展计划；以及与融创、万科、碧桂园等企业建立的各种差异化的智慧零售合作关系。我们认为，目前零售行业痛点仍在于时空上的错配，苏宁通过开放自身全部资源，与房地产企业强强联合，将店铺与住宅相结合更贴近目标人群。运用大数据等手段，通过对周边人群的数据挖掘，为客户提供更精准的服务。同时，苏宁也可以在金融方面为小微商户提供供应链融资以及为用户提供消费信贷产品。这在进一步提高苏宁各业务的效率的同时，也将有利的促进苏宁三年开15000店铺的智慧零售大开发战略完成。

#### ► 盈利预测

我们预计公司2017-2019年每股EPS分别为0.1元、0.14元以及0.22元，对应目前股价PE为128.81/88.84以及56.90，首次覆盖给予推荐评级。

#### ► 风险提示

线上销售增速放缓，公司战略进程不及预期

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	135,547.63	148,585.33	193,160.93	260,767.26	338,997.43
增长率（%）	24.44%	9.62%	30.00%	35.00%	30.00%
EBITDA（百万元）	3,155.21	2,724.58	3,798.82	4,383.98	5,125.93
净利润（百万元）	872.50	704.41	894.79	1,297.42	2,025.60
增长率（%）	0.64%	-19.27%	27.03%	45.00%	56.13%
EPS（元/股）	0.09	0.08	0.10	0.14	0.22
市盈率（P/E）	132.10	163.62	128.81	88.84	56.90
市净率（P/B）	3.78	1.75	1.74	1.71	1.68
EV/EBITDA	31.35	36.58	26.32	23.90	21.24

数据来源：公司公告，国联证券研究所

**图表 1: 财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	26,030.1	25,924.84	32,837.36	44,330.43	57,629.56	营业收入	135,547.6	148,885.3	193,160.9	260,767.2	338,997.4
应收账款+票据	3,115.37	5,231.34	3,354.63	8,236.42	6,831.94	营业成本	115,981.1	127,247.5	165,345.7	222,695.2	289,503.8
预付账款	6,706.52	9,750.55	6,624.87	15,430.29	13,241.41	营业税金及附加	585.80	583.46	758.49	1,023.96	1,331.15
存货	14,004.8	14,392.30	30,570.27	29,987.37	48,737.56	营业费用	16,644.68	17,451.42	20,764.80	28,032.48	36,442.22
其他	5,036.42	23,436.00	23,436.00	23,436.00	23,436.00	管理费用	4,291.48	3,946.27	4,635.86	6,519.18	8,474.94
<b>流动资产合计</b>	<b>55,572.1</b>	<b>80,963.66</b>	<b>99,051.76</b>	<b>123,649.1</b>	<b>152,105.1</b>	财务费用	104.28	415.83	423.09	539.96	110.96
长期股权投资	219.80	417.05	417.05	417.05	417.05	资产减值损失	198.09	350.50	240.00	260.00	285.00
固定资产	13,253.6	12,813.17	12,779.13	11,133.87	11,309.76	公允价值变动收益	-6.92	-33.69	46.00	46.00	47.00
在建工程	1,953.19	1,591.22	1,000.00	2,000.00	1,000.00	投资净收益	-41.38	-109.19	0.00	0.00	0.00
无形资产	7,143.68	5,684.76	5,411.36	5,134.99	4,858.62	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	6,560.08	32,018.73	31,226.39	30,437.03	30,188.20	<b>营业利润</b>	<b>-2,306.17</b>	<b>-1,552.56</b>	<b>1,038.93</b>	<b>1,742.44</b>	<b>2,896.35</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>29,130.3</b>	<b>52,524.92</b>	<b>50,833.92</b>	<b>49,122.93</b>	<b>47,773.63</b>	营业外净收益	3,195.12	2,453.44	272.12	172.12	122.12
<b>资产总计</b>	<b>84,702.4</b>	<b>133,488.5</b>	<b>149,885.6</b>	<b>172,772.0</b>	<b>199,878.7</b>	<b>利润总额</b>	<b>888.96</b>	<b>900.89</b>	<b>1,311.05</b>	<b>1,914.56</b>	<b>3,018.47</b>
短期借款	3,225.64	6,159.52	5,694.72	10,370.01	14,191.86	所得税	131.23	407.66	316.26	467.14	742.87
应付账款+票据	32,948.9	38,301.26	54,281.38	70,413.16	91,689.75	<b>净利润</b>	<b>757.73</b>	<b>493.23</b>	<b>994.79</b>	<b>1,447.42</b>	<b>2,275.60</b>
其他	8,184.02	15,491.30	15,646.72	16,667.87	17,008.18	少数股东损益	-114.77	-211.18	100.00	150.00	250.00
<b>流动负债合计</b>	<b>44,358.5</b>	<b>59,952.08</b>	<b>75,622.83</b>	<b>97,461.04</b>	<b>122,889.7</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>872.50</b>	<b>704.41</b>	<b>894.79</b>	<b>1,297.42</b>	<b>2,025.60</b>
长期带息负债	8,335.01	3,518.02	3,518.02	3,518.02	3,518.02						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	62.96	71.37	71.37	71.37	71.37						
<b>非流动负债合计</b>	<b>8,397.97</b>	<b>3,589.39</b>	<b>3,589.39</b>	<b>3,589.39</b>	<b>3,589.39</b>						
<b>负债合计</b>	<b>52,756.5</b>	<b>63,541.48</b>	<b>79,212.22</b>	<b>101,040.4</b>	<b>126,479.1</b>						
少数股东权益	1,442.51	4,212.30	4,312.30	4,462.30	4,712.30						
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	17,861.7	20,564.28	21,190.64	22,098.83	23,516.75						
<b>股东权益合计</b>	<b>31,925.0</b>	<b>69,921.98</b>	<b>70,648.33</b>	<b>71,706.52</b>	<b>73,374.45</b>						
<b>负债和股东权益总</b>	<b>84,702.4</b>	<b>133,488.5</b>	<b>149,885.6</b>	<b>172,772.0</b>	<b>199,878.7</b>						

  

现金流量表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	-2,287.46	-1,420.79	744.70	1,272.33	2,137.01
折旧摊销	2,574.58	1,805.83	2,450.99	2,450.99	2,064.30
财务费用	372.16	502.63	36.77	18.42	43.16
存货减少	1,579.82	-662.65	-16,177.97	582.89	-18,750.19
营运资金变动	-133.04	3,548.87	21,137.93	3,465.70	25,210.25
其它	39.89	463.31	240.00	260.00	285.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,145.95</b>	<b>4,237.20</b>	<b>8,432.42</b>	<b>8,050.34</b>	<b>10,989.54</b>
资本支出	6,436.88	2,423.83	1,000.00	1,000.00	1,000.00
长期投资	65,074.94	163,145.66	0.00	0.00	0.00
其他	71,225.63	125,956.97	250.09	175.09	138.59
<b>投资活动现金流</b>	<b>-286.18</b>	<b>-39,612.52</b>	<b>-749.91</b>	<b>-824.91</b>	<b>-861.41</b>
债权融资	2,403.26	2,440.35	-464.80	4,675.29	3,821.84
股权融资	1,499.60	35,416.39	0.00	0.00	0.00
其他	-1,006.48	-1,098.67	-305.21	-407.65	-650.84
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,896.38</b>	<b>36,758.06</b>	<b>-770.00</b>	<b>4,267.64</b>	<b>3,171.00</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>4,933.21</b>	<b>1,481.50</b>	<b>6,912.51</b>	<b>11,493.08</b>	<b>13,299.13</b>

  

主要财务比率					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	24.44%	9.62%	30.00%	35.00%	30.00%
EBIT	-10.56%	58.23%	46.70%	43.42%	58.39%
EBITDA	32.85%	-13.65%	39.43%	15.40%	16.92%
归属于母公司净利	133.19%	-19.27%	27.03%	45.00%	56.13%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.44%	14.36%	14.40%	14.60%	14.60%
净利率	0.56%	0.33%	0.52%	0.56%	0.67%
ROE	2.86%	1.07%	1.35%	1.93%	2.95%
ROIC	-1.75%	-0.35%	1.54%	2.52%	3.82%
<b>偿债能力</b>					
资产负债	62.28%	47.60%	52.85%	58.48%	63.28%
流动比率	1.25	1.35	1.31	1.27	1.24
速动比率	0.82	0.72	0.60	0.72	0.65
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	190.77	130.78	206.05	140.06	190.75
存货周转率	8.28	8.84	5.41	7.43	5.94
总资产周转率	1.60	1.11	1.29	1.51	1.70
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.09	0.08	0.10	0.14	0.22
每股经营现金流	0.23	0.46	0.91	0.86	1.18
每股净资产	3.27	7.06	7.13	7.22	7.38
<b>估值比率</b>					
市盈率	132.10	163.62	128.81	88.84	56.90
市净率	3.78	1.75	1.74	1.71	1.68
EV/EBITDA	31.35	36.58	26.32	23.90	21.24
EV/EBIT	170.36	108.48	74.17	54.21	35.56

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

### 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。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

**分公司机构销售联系方式**

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064