

# 苏宁云商 (002024)

证券研究报告

2017年12月26日

## 金服引入战投，投后估值 323 亿，增长与业绩持续优化

公司公告，苏宁金服本轮投前估值 270 亿元，本次增资包含原股东在内的十五方机构参与，以增资方式进入合计取得苏宁金服 16.5% 股权，本轮投后估值 323.35 亿元，相比年初 1 月 24 日第一轮融资后 166.67 亿估值近翻倍。本次引入战投包括：云峰投资、上海国际集团，中金资本、光大控股、华润深国投，深创投，新华联，金融四十人论坛等。

苏宁金服：截至 17Q3 末，苏宁金服总资产 196.84 亿元，总负债 114.05 亿元，净资产 82.79 亿元，应收账款 58.67 亿元。2017 年 1-9 月，营业收入 15.91 亿元，其中来自金融 11.52 亿元，营业利润 4.84 亿元，净利润 3.71 亿元，其中来自金融业务净利润为 3.56 亿元；经营活动产生的净现金流为 68.22 亿元。2016 年公司收入 18.25 亿元，其中来自金融 7.55 亿元，营业利润 1.62 亿元，净利润 1.34 亿元，其中来自金融业务净利润 1.35 亿元；经营活动产生的净现金流为 47.32 亿元。根据此前三季报披露，公司 1-9 月交易规模同比增长 174%，供应链金融投放同比增 190%。发放贷款及垫款余额为 91.31 亿元，较年初增加 49.1 亿元。

苏宁金融板块聚焦消费金融、支付、供应链金融、产品销售等四大核心业务，共获得包括第三方支付、消费金融、小贷公司、商业保理、基金支付、基金销售、私募基金、保险销售、企业征信、预付卡、海外支付、融资租赁以及民营银行在内的 13 张金融牌照。本次增资有利于公司提升资本实力的同时，丰富场景资源以提高用户粘性，增强员工积极性，从而提高未来盈利能力。

本次增资后，上市公司对苏宁金服持股比例由 60% 下降至 50.1%，持有股权估值由 100 亿增加至 162 亿元。未来金融将与零售业务更好结合，从而形成相互促进协同发展的良好生态。对公司的长期增值价值显著。建议关注公司 2018 年与阿里在流量和联采等方面的新推进，新零售线上线下结合的持续优化，同时关注消费升级对于公司渠道下沉的积极影响，预计公司线上未来 3 年保持 50% 增长，实现全渠道 40% 增长。

维持盈利预测，给予买入评级。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 117/76/38 倍，维持买入评级。

**风险提示：**金融服务业务拓展或不达预期，零售业务协同效应或不达预期

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)	132.10	163.62	116.96	75.75	37.95
市净率(P/B)	3.78	1.75	1.82	1.80	1.78
市销率(P/S)	0.85	0.78	0.55	0.43	0.35
EV/EBITDA	52.92	37.44	40.33	29.94	10.95

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	12.38 元
目标价格	15.48 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)	115,258.29
流通 A 股市值(百万元)	61,733.67
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
孙海洋	联系人
sunhaiyang@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《苏宁云商-公司点评:设立物流基金深化布局，双十一 163% 增长期待盈利持续回升》 2017-11-14
- 《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
- 《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

公司公告，苏宁金服本轮投前估值 270 亿元，本次增资包含原股东在内的十五方机构参与，以增资方式进入合计取得苏宁金服 16.5% 股权，本轮投后估值 323.35 亿元，相比年初 1 月 24 日第一轮融资后 166.67 亿估值近翻倍。本次引入战投包括：云峰投资、上海国际集团，中金资本、光大控股、华润深国投，深创投，新华联，金融四十人论坛等。

本次参与方包括：苏宁金控，员工持股计划，云峰新创投资，上海金浦投资，璞致资管投资，中金置达投资，光际资本，红土和鼎基金，江苏红软投资，深创投集团，佳事莱投资，英才元投资，新华联控股，四十人投资管理，兴和豪康基金。本次投资前后股权变化如下：

表 1：苏宁金服本次投资前后股权变化：

股东名称	增资前持股比例	增资后持股比例
苏宁云商	60.00%	50.10%
苏宁金控（含其控制的有限合伙企业南京润煜及指定主体）	35.00%	37.97%
南京泽鼎（员工持股合伙企业（第一期））	5.00%	4.18%
员工持股合伙企业（第二期）	-	0.83%
云峰新创投资	-	3.09%
上海金浦投资	-	1.86%
璞致资管	-	0.40%
中金置达投资	-	0.31%
光际资本	-	0.31%
红土和鼎基金（深创投集团管理的投资基金）	-	0.12%
江苏红软投资（深创投集团管理的投资企业）	-	0.12%
深创投集团	-	0.06%
佳事莱投资	-	0.16%
英才元投资	-	0.16%
新华联控股	-	0.16%
四十人投资管理	-	0.09%
兴和豪康基金	-	0.09%
合计	100.00%	100.00%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

苏宁金服：截至 17Q3 末，苏宁金服总资产 196.84 亿元，总负债 114.05 亿元，净资产 82.79 亿元，应收账款 58.67 亿元。2017 年 1-9 月，营业收入 15.91 亿元，其中来自金融 11.52 亿元，营业利润 4.84 亿元，净利润 3.71 亿元，其中来自金融业务净利润为 3.56 亿元；经营活动产生的净现金流为 68.22 亿元。2016 年公司收入 18.25 亿元，其中来自金融 7.55 亿元，营业利润 1.62 亿元，净利润 1.34 亿元，其中来自金融业务净利润 1.35 亿元；经营活动产生的净现金流为 47.32 亿元。根据此前三季报披露，公司 1-9 月交易规模同比增长 174%，供应链金融投放同比增 190%。发放贷款及垫款余额为 91.31 亿元，较年初增加 49.1 亿元。

表 2：苏宁金服财务状况（单位：万元）

项目	2017 年 1-9 月	2016 年	2015 年
一、营业收入	159,114.08	182,696.10	160,332.98
二、营业利润	48,443.49	16,338.35	7,205.53
三、利润总额	48,188.97	17,056.84	48,734.46
减：所得税费用	11,044.05	3,531.91	11,994.34
四、净利润	37,144.92	13,524.93	36,740.13
五、归母净利	37,009.79	13,279.78	36,558.58

资料来源：公司公告，天风证券研究所

苏宁金融板块聚焦消费金融、支付、供应链金融、产品销售等四大核心业务，共获得包括第三方支付、消费金融、小贷公司、商业保理、基金支付、基金销售、私募基金、保险销售、企业征信、预付卡、海外支付、融资租赁以及民营银行在内的 13 张金融牌照。本次增资有利于公司提升资本实力的同时，丰富场景资源以提高用户粘性，增强员工积极性，从而提高未来盈利能力。

本次增资后，上市公司对苏宁金服持股比例由 60%下降至 50.1%，持有股权估值由 100 亿增加至 162 亿元。未来金融将与零售业务更好结合，从而形成相互促进协同发展的良好生态。对公司的长期增值价值显著。建议关注公司 2018 年与阿里在流量和联采等方面的新推进，新零售线上线下结合的持续优化，同时关注消费升级对于公司渠道下沉的积极影响，预计公司线上未来 3 年保持 50%增长，实现全渠道 40%增长。

维持盈利预测，给予买入评级。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 117/76/38 倍，维持买入评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	27,115.56	27,209.23	55,758.79	48,965.97	62,272.97	营业收入	135,547.63	148,585.33	209,249.94	266,099.49	331,439.32
应收账款	3,110.45	5,198.75	4,343.50	8,299.97	8,165.75	营业成本	115,981.18	127,247.54	179,285.35	227,967.43	283,712.06
预付账款	6,706.52	9,750.55	8,582.06	15,933.54	16,137.73	营业税金及附加	585.80	583.46	804.03	1,072.46	1,303.60
存货	14,004.80	14,392.30	36,634.88	21,634.71	57,467.74	营业费用	16,644.68	17,451.42	23,818.92	30,122.46	36,690.33
其他	5,814.54	25,832.81	12,980.40	15,475.82	18,194.50	管理费用	4,291.48	3,946.27	5,294.02	6,253.34	7,457.38
<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>	财务费用	104.28	415.83	334.80	266.10	198.86
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	241.18	263.26	284.98
固定资产	13,253.60	12,813.17	12,777.95	12,489.12	12,035.13	公允价值变动收益	(6.92)	(33.69)	46.51	46.28	47.20
在建工程	1,915.10	1,586.52	987.91	640.75	414.45	投资净收益	1,654.76	1,445.42	200.00	150.00	100.00
无形资产	7,152.74	5,687.73	5,368.61	5,049.50	4,730.39	其他	(3,295.69)	(2,823.47)	(493.01)	(392.55)	(294.40)
其他	8,782.56	32,990.18	32,199.38	31,735.48	31,753.18	<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>
<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>	营业外收入	1,665.22	1,060.16	1,550.00	1,425.13	1,345.09
<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>	营业外支出	166.25	161.32	182.72	170.10	171.38
短期借款	3,225.64	6,159.52	0.00	0.00	0.00	<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>
应付账款	15,292.78	20,674.09	30,239.15	31,925.36	47,449.89	所得税	131.23	407.66	271.35	401.44	778.25
其他	27,216.24	34,621.42	58,404.60	47,970.77	84,456.58	<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>
<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>	少数股东损益	(114.77)	(211.18)	(171.40)	(317.21)	(702.07)
长期借款	357.92	18.00	5,860.00	5,559.00	5,259.00	<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>
应付债券	7,977.10	3,500.02	6,479.43	5,985.52	5,321.66	每股收益(元)	0.09	0.08	0.11	0.16	0.33
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	<b>主要财务比率</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
股本	7,383.04	9,310.04	9,310.04	9,310.04	9,310.04	<b>成长能力</b>					
资本公积	5,237.74	35,835.36	35,835.36	35,835.36	35,835.36	营业收入	24.44%	9.62%	40.83%	27.17%	24.55%
留存收益	23,009.82	53,765.25	54,140.15	54,620.72	55,401.30	营业利润	-58.19%	-100.34%	-13835.97%	-224.43%	452.95%
其他	(5,148.04)	(33,200.97)	(35,835.36)	(35,835.36)	(35,835.36)	归属于母公司净利润	0.64%	-19.27%	39.90%	54.40%	99.59%
<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>获利能力</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>	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	132.10	163.62	116.96	75.75	37.95
						市净率	3.78	1.75	1.82	1.80	1.78
						EV/EBITDA	52.92	37.44	40.33	29.94	10.95
						EV/EBIT	-151.02	147.89	813.40	80.24	16.33

  

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

### 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