

苏宁云商（002024）三季度报点评： O2O 规模效应凸显，业绩保持高速增长

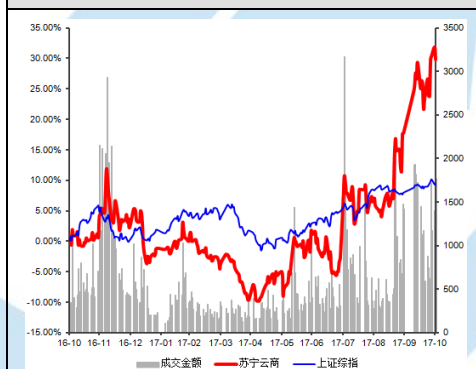
行业分类：商贸零售

2017年10月31日

公司投资评级	买入
当前股价（17.10.31）	14.44

基础数据	
上证指数	3393.34
总股本（亿）	93.10
流通 A 股（亿）	49.87
流通 B 股（亿）	0
流通 A 股市值（亿）	720
每股净资产（元）	8.60
ROE（2017Q3）	0.84%
资产负债率（2017Q3）	45.79%
动态市盈率	173.14
市净率	1.52

近一年公司指数与上证综指走势对比



资料来源：wind

事件回顾：

苏宁云商发布公司三季度报，2017年1-9月公司实现营收1318.82亿元，同比增长26.98%；归母净利润6.72亿元，同比增长321.23%；扣非后归母净利润为-1.85亿元，同比增长80.79%。

17Q3单季，实现营收481.36亿元，同比增长36.95%；归母净利润3.80亿元，同比增长308.41%；扣非后归母净利润为0.11亿元，同比增长104.10%。

投资要点：

➤ 紧抓818旺销，零售业务保持高速增长

公司进一步深化互联网零售模式，线上销售进入商品丰富、流量增加、粘性提升、销售增加的良性循环，三季度苏宁易购APP日均活跃用户数同比增长83.2%。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。公司紧抓818旺销，实现了三季度收入规模的较快增长，线下店面经营质量不断提升。7-9月公司新开各类店面61家，其中新开云店18家、改造云店50家，新开常规店30家（中心店5家、社区店25家），红孩子店12家、超市店1家。主动关闭调整各类店面29家。三季度加速互联网化门店升级，并加强经营质量管控，报告期内，公司可比店面（云店及常规店、县镇店）销售同比增加4.39%。

➤ 金融服务与科技围绕体验消费蓬勃发展

金融业务聚焦核心业务发展，报告期内苏宁金融聚焦供应链金融、消费金融、支付、产品销售等四大核心业务，前三季度总体交易规模实现同比增长174%。专注客户体验改善，有效提升业务经营能力，苏宁易付宝支付业务成功率达到99%；供应链金融业务投放额同比增长超过190%，并成功对外输出供应链金融服务能力。苏宁金融APP新增定期转账、教育缴费、娱乐充值、停车缴费、公交付款、指纹支付等功能，一站式金融服务功能基本完备。生物特征识别、大数据风控、金融AI、区块链、金融云等五大金融科技逐渐落地，为新零售业务拓展与创新提供有效技术保障。

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

➤ **规模效应显现，费用率下降明显**

O2O 模式具备较强规模效应，推进公司经营效益的持续改善。报告期内，公司三项费用率水平同比下降 1.54%。由于可比店面收入持续增长以及线上规模保持快速增长，租金、人员等固定费用规模效应显现；公司加强费用管控，合理仓储部署，提升物流运营效率，加强绩效考核，注重投入产出。报告期内运营费用率同比下降 1.54%，财务费率保持持平。相关资金收益由于会计核算要求，不在财务收入中列示而计入投资收益中，若将该部分收益考虑为财务收入，则公司财务费用率仅为-0.40%，同比下降 0.45%，公司三项费用率为 13.32%，同比下降 1.99%。

➤ **投资建议**

预计公司 2017—2019 年营收分别为 1785.65 亿元, 2186.46 亿元与 2698.54 亿元, 分别同比增长 20.18%, 22.45%与 23.42%; EPS 分别为 0.094, 0.189 和 0.286, 给予“买入”评级。

➤ **风险提示**

线上零售竞争加剧，GMV 增速不及预期；线下门店推进不及预期。



AVIC

图：盈利预测表

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	108925.30	135547.63	148585.33	178565.23	218645.76	269854.46
增长率(%)	N/A	24.44%	9.62%	20.18%	22.45%	23.42%
归属母公司股东净利润	866.92	872.50	704.41	920.15	1650.66	3352.25
增长率(%)	N/A	0.64%	-19.27%	30.63%	79.39%	103.09%
每股收益(EPS)	0.093	0.094	0.076	0.094	0.189	0.286
每股股利(DPS)	0.000	0.040	0.048	0.035	0.062	0.126
每股经营现金流	-0.106	0.230	0.455	0.737	0.429	0.840
销售毛利率	15.28%	14.44%	14.36%	14.36%	14.36%	14.36%
销售净利率	0.76%	0.56%	0.33%	0.33%	0.33%	0.33%
净资产收益率(ROE)	2.96%	2.86%	1.07%	1.24%	1.23%	1.50%
投入资本回报率(ROIC)	#DIV/0!	-3.62%	-0.82%	-0.27%	-1.36%	-2.91%
市盈率(P/E)	155.08	154.08	190.85	169.52	102.56	70.58
市净率(P/B)	4.59	4.41	2.05	2.02	2.00	1.97
股息率(分红/股价)	0.000	0.003	0.003	0.002	0.004	0.009

报表预测						
利润表						
	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	108925.30	135547.63	148585.33	178565.23	218645.76	269854.46
减: 营业成本	92284.57	115981.18	127247.54	152922.14	187246.85	231101.66
营业税金及附加	357.16	585.80	583.46	701.18	858.56	1059.65
营业费用	14105.03	16644.68	17451.42	17856.52	21864.58	26985.45
管理费用	3356.57	4291.48	3946.27	4742.51	5807.01	7167.06
财务费用	66.77	104.28	415.83	787.51	981.50	1225.83
资产减值损失	174.96	198.09	350.50	241.18	241.18	241.18
加: 投资收益	-29.85	1654.76	1445.42	1500.00	1500.00	1500.00
公允价值变动损益	-9.33	-6.92	-33.69	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-1458.93	-610.02	2.05	2814.19	3146.08	3573.64
加: 其他非经营损益	2431.55	1498.98	898.84	0.00	0.00	0.00
利润总额	972.61	888.96	900.89	2814.19	3146.08	3573.64
减: 所得税	148.58	131.23	407.66	328.55	411.52	518.41
净利润	824.04	757.73	493.23	2485.64	2734.56	3055.23
减: 少数股东损益	-42.88	-114.77	-211.18	-1064.25	-1170.83	-1308.13
归属母公司股东净利润	866.92	872.50	704.41	920.15	1650.66	3352.25
资产负债表						
	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	20954.54	26030.14	25924.85	28178.53	34265.59	44058.47
应收和预付款项	6301.25	9821.89	14981.88	11057.43	20826.63	18524.95
存货	16038.52	14004.80	14392.30	22273.21	22622.19	32788.10
其他流动资产	5957.97	5715.29	25664.64	25664.64	25664.64	25664.64
长期股权投资	1346.85	219.80	417.05	417.05	417.05	417.05
投资性房地产	1014.06	1586.68	2229.51	1980.68	1731.86	1483.04
固定资产和在建工程	15401.07	15206.79	14404.38	12362.37	10320.35	8278.33
无形资产和开发支出	7513.29	7621.01	6114.43	5340.59	4566.76	3792.93
其他非流动资产	4606.69	4496.07	29359.55	28819.01	28278.47	28278.47
资产总计	79134.24	84702.46	133488.58	136093.51	148693.54	163285.97
短期借款	1836.53	3225.64	6159.52	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	37763.30	40165.60	48080.46	56307.55	67840.86	81554.34
长期借款	8875.39	8335.01	3518.02	3518.02	3518.02	3518.02
其他负债	1104.99	1030.29	5783.48	5744.83	5744.83	5744.83
负债合计	49580.21	52756.54	63541.48	65570.40	77103.71	90817.19
股本	7383.04	7383.04	9310.04	9310.04	9310.04	9310.04
资本公积	4679.57	5237.74	35835.36	35835.36	35835.36	35835.36
留存收益	17219.25	17861.77	20564.28	21161.78	22233.63	24410.40
归属母公司股东权益	29281.86	30482.56	65709.68	66307.18	67379.02	69555.79
少数股东权益	254.95	1442.51	4212.30	3148.05	1977.22	669.09
股东权益合计	29536.80	31925.07	69921.98	69455.22	69356.24	70224.89
负债和股东权益合计	79117.01	84681.61	133463.45	135025.62	146459.96	161042.07
现金流量表						
	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	-991.24	2145.95	4237.20	6861.50	3991.78	7822.95
投资性现金净流量	-2007.05	-286.18	-39612.52	1631.87	1593.22	1585.34
筹资性现金净流量	628.54	2896.38	36758.06	-6239.68	502.06	384.59
现金流量净额	-2430.34	4933.21	1481.50	2253.69	6087.06	9792.88

资料来源: wind、中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

蒋聪汝, SAC执业证书号: S0640517050001, 管理学硕士, 2015年4月加入中航证券金融研究所, 从事商贸零售、新消费行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。