

2015年01月26日

苏宁云商 (002024.SZ)

苏宁云商——中长期经营拐点已至， 挖掘 PPTV 体育赛事运营

■ **线下门店调整、线上丰富品类，提升易购会员转化率。** 第一、加强盈利考核，社区服务站模式试运营；第二、丰富线上商品品类，提升会员转化率；第三、优化商品结构，抵御风险波动。

■ **新增超市拓展新品类，平台运营趋向良性化。** 第一、新增超市丰富品类，8大区域经营中心引导消费本地化；第二、云台推行差异化收费，运营趋向良性化。

■ **加强物流配送体系建设、提升综合金融服务能力。** 第一、建设云物流体系改善用户体验；第二、打造综合金融体系提升服务能力。

■ **优先布局校园及 B2B 市场，抢占市场份额。** 第一、优先布局强化营销力度；第二、校园分期、直接信贷成校园市场重点产品；第三、B2B 业务持续拓展。

■ **PPTV 投入再倾斜，强化平台战略意识。** 第一、扩充栏目版图；第二、增强赛事运营能力；第三、打造品牌化实体产品。

投资风险:消费疲软或将影响未来公司业绩拓展；平台收费或将降低商户运营积极性。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	98,357.2	105,292.2	96,442.0	99,725.0	104,329.0
净利润	2,676.1	371.8	136.0	211.0	484.5
每股收益(元)	0.36	0.05	0.02	0.03	0.07
每股净资产(元)	3.85	3.84	4.24	4.27	4.35
盈利和估值					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	26.3	189.6	474.0	316.0	135.4
市净率(倍)	2.5	2.5	2.2	2.2	2.2
净利润率	2.7%	0.4%	0.1%	0.2%	0.5%
净资产收益率	8.6%	0.4%	0.0%	0.7%	1.6%
股息收益率	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-496.3%	5.2%	-7.7%	-0.8%	6.8%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司快报

证券研究报告

连锁

投资评级

增持-A

维持评级

6个月目标价

14.80元

股价(2015-01-26)

10.26元

交易数据

总市值(百万元)	75,750.02
流通市值(百万元)	50,691.73
总股本(百万股)	7,383.04
流通股本(百万股)	4,940.71
12个月价格区间	6.19/11.37元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	5.61	-17.33	-60.66
绝对收益	10.32	33.59	

张龙

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020030
zhanglong@essence.com.cn
021-68766113

相关报告

经营持续改善, 深港通助推	2015-01-08
公司市值成长	
经营拐点如期而至	2014-10-31
经营环比改善, 静待好转趋势更明确	2014-09-01

线下门店调整、线上丰富品类，提升易购会员转化率。第一、加强盈利考核，社区服务站模式试运营，14Q1-Q3 线下门店实现营收 195.7 亿、233.1 亿、200.6 亿，同比增长-13.8%、4.9%、5.3%，持续关注单店收入状况，门店盈利成为考核重要指标，一二线市场门店亏损、业绩下滑即考虑调整，三四线为开店主战场，县镇级低销售额市场主推自营社区服务站模式，产品样机、虚拟样品双陈列强化品类展示，预期 15 年新开 1500 家社区服务站，抢占低购买力消费者市场空间；第二、丰富线上商品品类，提升会员转化率。14 年 7 月苏宁易购上线“Laox 旗舰店”，率先启动日本直邮业务，为国内消费者提供日本免税商品；截止 14 年底易购会员规模近 1.7 亿，页面浏览量 1000 万/天，PC 段转化率较低，超市转化率 7%，移动端转化率维持 10-20%，提升转化率成未来重点；第三、优化商品结构，抵御风险波动。公司提出“超电器化”战略，12 年 9 月收购红孩子，实现母婴用品拓展，14 年 5 月上线超市频道，借助线下门店网络、易购线上引流，切入快销市场；彩电、音响、碟机的收入占比从 10 年的 26%降至 14 年上半年 19%，公司传统 3C 家电类产品受经济周期影响显著，优化商品结构利于抵御波动。

新增超市拓展新品类，平台运营趋向良性化。第一、新增超市丰富品类，8 大区域经营中心引导消费本地化。公司在电器店、expo 店等开辟超市专区，提供体验性、随机性、便捷性产品投放试运营，重点布局线上端，宣传策略由提升品牌认知度向超市品类丰富转变，未来规划建设 8 个区域经营中心，分区域部署平行仓库并独立招商，引导本地化消费者购物习惯培养，15 年初超市维持日均 8-10 倍增速；第二、云台推行差异化收费，运营趋向良性化。13 年 9 月苏宁云台上线，公司同步推出“双线开放”、“免费政策”等四大举措，吸引海量商家入驻。截止 14 年底，已有万余商户入驻云台，实现销售 30 多亿，我们预计 15 年底商户规模或达 1.5 万，销售或超百亿。15 年起云台施行分品类差别收费制，总收费水平与淘宝接近。未来将持续推进纯数据性用户识别技术，精准营销推动消费。我们判断，公司 14Q4 线上同比增长约 35%左右，处于底部回升阶段，长期存在持续改善空间。

加强物流配送体系建设、提升综合金融服务能力。第一、建设云物流体系改善用户体验。公司大物流体系构架有序推进，截止 14Q3 已有 23 个物流基地投入运营，13 个物流基地在建，24 个物流基地落实选址并完成土地签约储备，拥有北京、上海、广州、重庆、南京 5 个小件自动化拣选仓，三季度推出“急速达”、“半日达”、“一日三送”等特色化服务，可实现 67 个城市大家电商品半日达，9 月份物流服务妥投率达 99.7%，未来将持续推进物流开放，为开放平台商家提供专业物流服务，我们预计物流整体升级改造将于 16 年底完成，物流云战略有序开展。第二、打造综合金融体系提升服务能力。公司推进金融全产业链覆盖，11 年成立易付宝公司，次年获得第三方支付牌照，目前拥有 8000 万注册用户，1200 万活跃用户；同年成立重庆小额贷款公司，主要客户为苏宁线上平台供应商；13 年成立商业保理公司，提供综合授信、票据贴现等多项金融服务，有效实现供应商资金回笼；公司金融服务未来重点在信用产品、票据理财等，将分期支付和尾品销售结合，通过票据理财为商家提供资金贴现、为消费者提供无风险投资机会，盘活存量资金。

优先布局校园及 B2B 市场，抢占市场份额。第一、优先布局强化营销力度，借助校园招聘已同部分学校建立紧密联系，借助 PPTV 承办第二届足球联赛进行体育校园推广，借助好耶数字化营销平台（14Q4 收购获得），叠加依托苏宁易购、pptv、广告联盟海量资源，实现营销力度再提升；第二、校园分期、直接信贷成校园市场重点产品，借助牌照优势（电子商务牌照）、政府政策优势（不允许银行向学生发放信用卡），公司积极推进面向校园产品投放，3 月份向江苏银监局提报申请，预计 4 月份项目将会投放；第三、B2B 业务持续拓展，目前公司除了既有的政府采购招标业务，又成国家互联网定点单位，15 年

将倾力打造面向中小企业主的服务平台。

PPTV 投入再倾斜，强化平台战略意识。13 年 10 月联合弘毅投资收购 PPTV（占 44% 股权），战略布局家庭互联网入口，虽持续亏损，公司 15 年将加大 PPTV 投入。**第一、扩充栏目版图**，PPTV 目前拥有中超、英超版权，未来将考虑非足球赛事版权（NBA），3 月份或将上线 PP 影业，现已签约多部电视剧，多种类节目拓展，提升观众认可度；**第二、增强赛事运营能力**，未来或将承办校园足球联赛、国际足球比赛，运营多城市群众性马拉松比赛，倾力打造赛事 O2O 互动运营新模式；**第三、打造品牌化实体产品**，未来或将推出 PPTV 品牌性电视、手机，借助付费节目免费使用加快产品前期推广。PPTV 与传统 CCTV5 的强版权、单种类（体育类）节目播放不同，优势在于全时段经营、轻内容限制。我们预计 15 年 PPTV 会依然持续亏损，加大对 PPTV 投入更应关注家庭互联网的流量入口价值及赛事运营的品牌广告效应。

维持盈利预测，维持评级。我们认为，线上线下同价负面效果日益消除，社区服务站模式有序落地，扁平化门店体系稳步推进，经营状况持续改善；PPTV 战略性布局确定性强，或将推出实物产品，流量入口价值、品牌广告价值逐渐彰显；超市业务拓展、云台收费实施、金融服务结构化搭建完善，未来改善可期。我们预计 14-16 年 EPS 为 0.02 元、0.03 元、0.07 元，对应 PE 为 513 倍、342 倍、147 倍。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年01月26日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	98,357.2	105,292.2	96,442.0	99,725.0	104,329.0	成长性					
减:营业成本	80,884.6	89,279.1	81,879.0	84,567.0	88,262.0	营业收入增长率	4.8%	7.1%	-8.4%	3.4%	4.6%
营业税费	313.1	329.9	302.0	194.0	327.0	营业利润增长率	-53.2%	-93.9%	-364.8%	105.5%	1,725.9
销售费用	11,810.9	12,739.7	12,730.0	12,865.0	13,354.0	净利润增长率	-44.5%	-86.1%	-63.4%	55.1%	129.6%
管理费用	2,350.1	2,805.7	2,411.0	2,294.0	2,087.0	EBITDA 增长率	-45.2%	-69.2%	-63.7%	119.9%	54.7%
财务费用	-186.1	-149.1	-120.0	-150.0	-130.0	EBIT 增长率	-53.2%	-98.8%	-1,844.3	-79.7%	-395.1%
资产减值损失	179.5	219.9	-204.0	3.0	5.0	NOPLAT 增长率	-52.1%	-98.9%	-1,938.6	-78.6%	-331.6%
加:公允价值变动收益	-3.8	83.0	26.0	35.0	48.0	投资资本增长率	-208.8%	1,158.2	93.6%	-71.1%	193.2%
投资和汇兑收益	12.5	33.9	43.0	40.0	21.0	净资产增长率	26.4%	-1.4%	9.7%	0.9%	1.8%
营业利润	3,013.6	183.9	-487.0	27.0	493.0	利润率					
加:营业外净收支	227.9	-39.5	499.0	256.0	238.0	毛利率	17.8%	15.2%	15.1%	15.2%	15.4%
利润总额	3,241.6	144.4	12.0	283.0	731.0	营业利润率	3.1%	0.2%	-0.5%	0.0%	0.5%
减:所得税	736.1	40.1	-	71.0	221.0	净利润率	2.7%	0.4%	0.1%	0.2%	0.5%
净利润	2,676.1	371.8	136.0	211.0	484.5	EBITDA/营业收入	3.7%	1.1%	0.4%	0.9%	1.3%
						EBIT/营业收入	2.9%	0.0%	-0.6%	-0.1%	0.3%
						运营效率					
						固定资产周转天数	29	33	39	35	31
						流动营业资本周转天数	-54	-56	-51	-54	-53
						流动资产周转天数	177	183	179	177	176
						应收账款周转天数	7	6	7	7	7
						存货周转天数	56	61	55	58	58
						总资产周转天数	248	271	288	288	279
						投资资本周转天数	0	11	33	27	23
						投资回报率					
						ROE	8.6%	0.4%	0.0%	0.7%	1.6%
						ROA	3.3%	0.1%	0.0%	0.2%	0.7%
						ROIC	-496.3%	5.2%	-7.7%	-0.8%	6.8%
						费用率					
						销售费用率	12.0%	12.1%	13.2%	12.9%	12.8%
						管理费用率	2.4%	2.7%	2.5%	2.3%	2.0%
						财务费用率	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.1%
						三费/营业收入	14.2%	14.6%	15.6%	15.1%	14.7%
						偿债能力					
						资产负债率	61.8%	65.1%	56.7%	63.2%	57.3%
						负债权益比	161.6%	186.6%	130.8%	171.6%	134.1%
						流动比率	1.30	1.23	1.21	1.18	1.29
						速动比率	0.88	0.81	0.89	0.74	0.94
						利息保障倍数	-15.19	-0.23	5.06	0.82	-2.79
						分红指标					
						DPS(元)	0.05	-	-	-	-
						分红比率	13.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	2,505.5	104.3	136.0	211.0	484.5	EPS(元)	0.36	0.05	0.02	0.03	0.07
加:折旧和摊销	1,417.9	1,616.1	1,010.8	1,010.8	1,010.8	BVPS(元)	3.85	3.84	4.24	4.27	4.35
资产减值准备	179.5	219.9	-	-	-	PE(X)	26.3	189.6	474.0	316.0	135.4
公允价值变动损失	-	-83.0	26.0	35.0	48.0	PB(X)	2.5	2.5	2.2	2.2	2.2
财务费用	92.9	201.9	-120.0	-150.0	-130.0	P/FCF	11.3	-39.5	-20.2	29.6	-94.8
投资损失	-12.5	-33.9	-43.0	-40.0	-21.0	P/S	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
少数股东损益	-170.7	-267.5	-124.0	1.0	25.5	EV/EBITDA	5.9	39.9	124.8	47.1	34.8
营运资金的变动	-750.3	1,014.0	-4,790.6	8,329.5	-6,956.7	CAGR(%)	-56.1%	69.7%	-86.5%	-56.1%	69.7%
经营活动产生现金流量	5,299.4	2,238.5	-3,904.8	9,397.3	-5,538.9	PEG	-0.5	2.7	-5.5	-5.6	1.9
投资活动产生现金流量	-6,136.5	-10,048.4	-3,613.4	-1,036.3	-607.4	ROIC/WACC	-49.9	0.5	-0.8	-0.1	0.7
融资活动产生现金流量	8,167.1	2,874.2	4,893.6	-5,924.2	5,523.5	REP	-0.9	13.9	-5.6	-154.8	7.1

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张龙声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

