

苏宁云商 (002024.SZ)

收入增长提速，经营持续改善

● 3Q17 单季营收增长 37%，收入端增长如期提速

苏宁云商发布三季报，1-3Q17 累计营收 1319 亿元 (yoy+27%)，归属净利润 6.7 亿元。3Q17 单季 GMV/营收同比增速提升至 36%/37%，分渠道看，线上总 GMV 提速至 60.6%，其中自营部分 yoy+72.9%，易购主站约 yoy+61%，天猫旗舰店约 yoy+140%。线下 3Q17 单季大店同店 yoy+3.59% (累计 yoy+4.39%)，且前三季度累计新开/关闭 105/94 家门店，期末门店数较 16 年末净增 11 家至 1521 家。期末直营易购服务站 2141 家，同店 yoy+35.3%。考虑苏宁线上仍处于用户增速远高于 GMV 增速的用户红利期 (3Q17 易购主站日活 yoy+83%)，且有阿里流量加持，线下门店数重回增长且同店转正，预计苏宁未来两年收入端增速有望提升至 30% 左右。

● 利润端继续改善，全年维度经营现金流改善可期

公司前三季度综合毛利率下降 0.56pp 至 14.1%，判断线上线下各自毛利率平稳，下降主要由于线上占比提升；同时规模效应带来三项费用下降 1.99pp 至 13.32% (运营费用下降 1.54pp)，整体运营减亏趋势明显。加上金融&物流贡献，1-3Q17 累计净利润 6.7 亿，全年利润指引 8.7-9.7 亿元。判断未来三年苏宁仍将以规模增长优先，利润端随规模自然增长，假设 19 年净利润率回到 1%，即对应约 30 亿元利润体量。

1-3Q17 累计经营现金净流出 87 亿，判断主要由于 1) 供应链贷款规模增加 49 亿；2) 合并天天&天猫商城致应收款增加 14 亿；3) 四季度旺季备货增加。全年维度考虑公司当前存货周转天数已降至 30-35 天，应付账款+票据周转天数降至 90-95 天，收入端规模增长将自然带来经营现金流持续改善。

● 基本面持续改善，维持买入评级

我们认为当前时点苏宁依然处于收入端加速增长、净利率稳步提升持的基本面持续向上周期。预计 2017-2019 年收入分别 1922/2508/3209 亿元，对应 29.4%/30.5%/28.0% 增长，归属净利润 9.5/17.1/31.0 亿元，维持“买入评级”。

● 风险提示

线上竞争加剧；家电销售增速回落；天天快递整合不达预期

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	135,547.6	148,585.3	192,227.2	250,754.4	320,901.6
增长率 (%)	24.44%	9.62%	29.37%	30.45%	27.97%
EBITDA (百万元)	619.08	1,162.48	1,765.77	3,029.06	5,177.16
净利润 (百万元)	872.50	704.41	953.95	1,711.09	3,099.87
增长率 (%)	0.64%	-19.27%	35.43%	79.37%	81.16%
EPS (元/股)	0.118	0.076	0.102	0.184	0.333
市盈率 (P/E)	113.81	151.33	143.17	79.82	44.06
市净率 (P/B)	3.26	1.69	2.16	2.13	2.06
EV/EBITDA	135.53	80.61	65.21	35.05	17.97

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格

14.67 元

前次评级

买入

报告日期

2017-10-31

相对市场表现



分析师：洪涛 S0260514050005

021-60750633

hongtao@gf.com.cn

分析师：林伟强 S0260517090003

021-60750607

linweiqiang@gf.com.cn

相关研究:

苏宁云商 (002024.SZ)：收入利润双增长，经营持续改善 2017-08-31

苏宁云商 (002024.SZ)：转型守得云开，巨头重新起航 2017-08-11

苏宁云商 (002024.SZ)：规模快速增长，基本面持续向好 2017-07-31

请务必阅读末页的免责声明

3Q17 单季营收增长 37%，收入端增长如期提速

苏宁云商发布三季报，1-3Q17累计营收1319亿元（yoy+27%），归属净利润6.7亿元。3Q17单季GMV/营收同比增速提升至36%/37%，分渠道看，线上总GMV提速至60.6%，其中自营部分yoy+72.9%，易购主站约yoy+61%，天猫旗舰店约yoy+140%。

线下3Q17单季大店同店yoy+3.59%（累计yoy+4.39%），且前三季度累计新开/关闭105/94家门店，期末门店数较16年末净增11家至1521家。期末直营易购服务站2141家，同店yoy+35.3%。考虑苏宁线上仍处于用户增速远高于GMV增速的用户红利期（3Q17易购主站日活yoy+83%），且有阿里流量加持，线下门店数重回增长且同店转正，预计苏宁未来两年收入端增速有望提升至30%左右。

图 1：苏宁云商季度 GMV

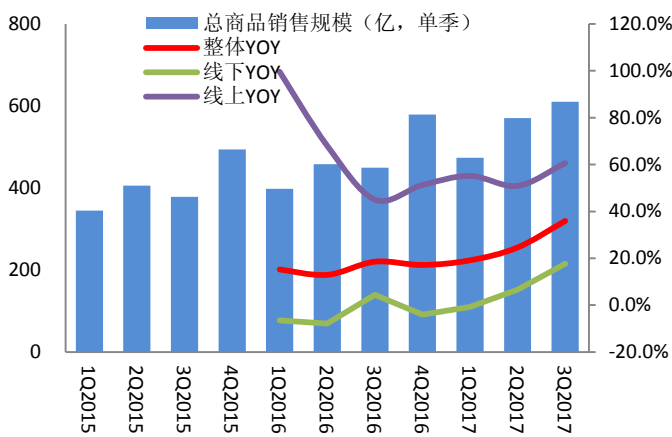
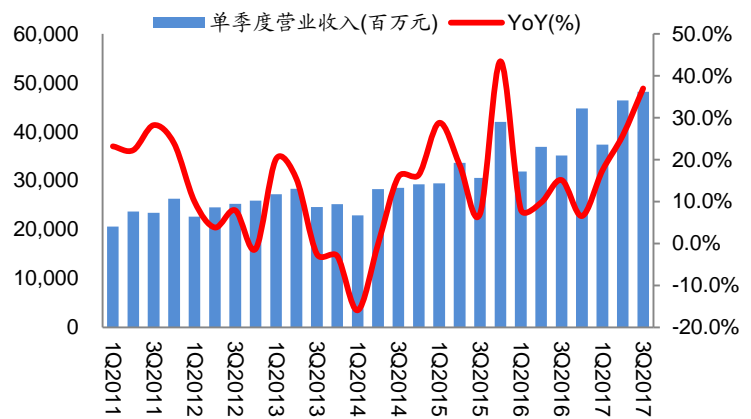


图 2：苏宁云商季度营收



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 3：苏宁云商线下门店数恢复增长（家）

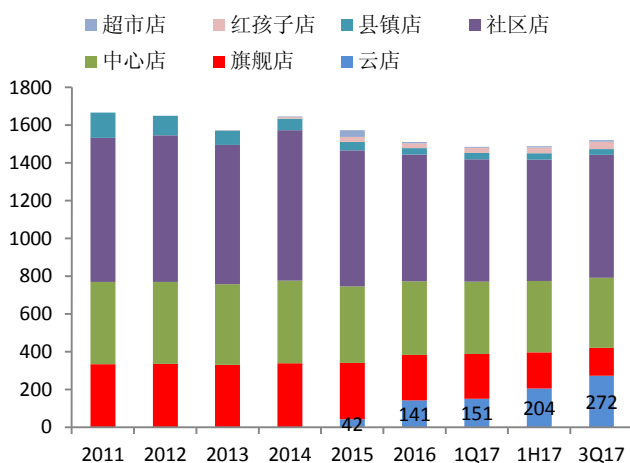
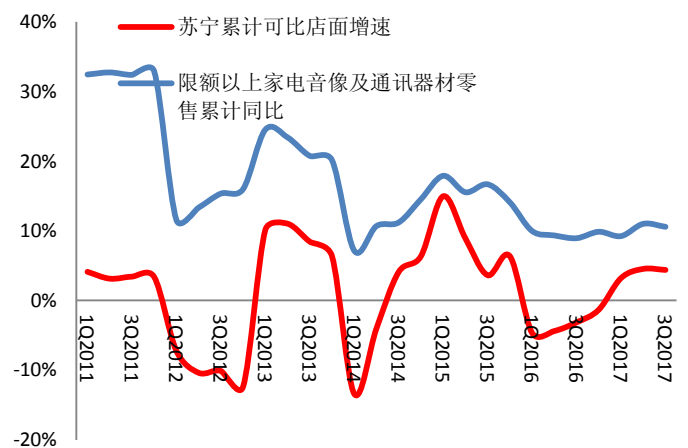


图 4：苏宁云商同店持续为正



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

利润端继续改善，全年维度经营现金流改善可期

公司前三季度综合毛利率下降0.56pp至14.1%，判断线上线下各自毛利率平稳，下降主要由于线上占比提升；同时规模效应带来三项费用下降1.99pp至13.32%（运营费用下降1.54pp），整体运营减亏趋势明显。加上金融&物流贡献，1-3Q17累计净利润6.7亿，全年利润指引8.7-9.7亿元。判断未来三年苏宁仍将以规模增长优先，利润端随规模自然增长，假设19年净利润率回到1%，即对应约30亿元利润体量。

1-3Q17累计经营现金净流出87亿，判断主要由于1) 供应链贷款规模增加49亿；2) 合并天天&天猫商城致应收款增加14亿；3) 四季度旺季备货增加。全年维度考虑公司当前存货周转天数已降至30-35天，应付账款+票据周转天数降至90-95天，收入端规模增长将自然带来经营现金流持续改善。

图 5：苏宁云商季度毛利率

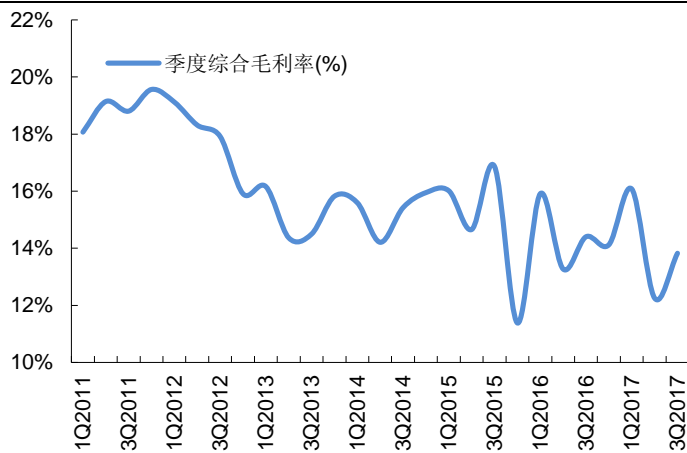
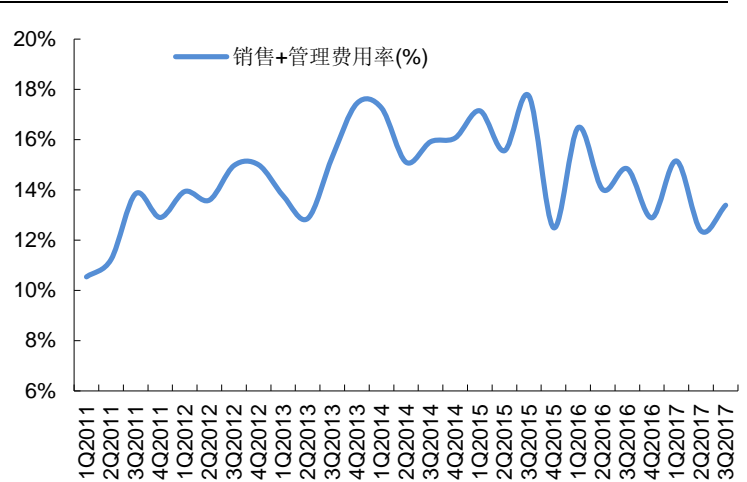


图 6：苏宁云商季度费用率



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 7：苏宁云商季度净利润

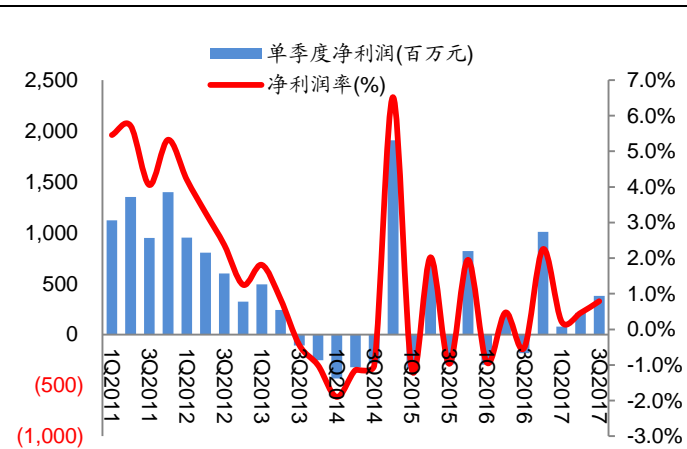
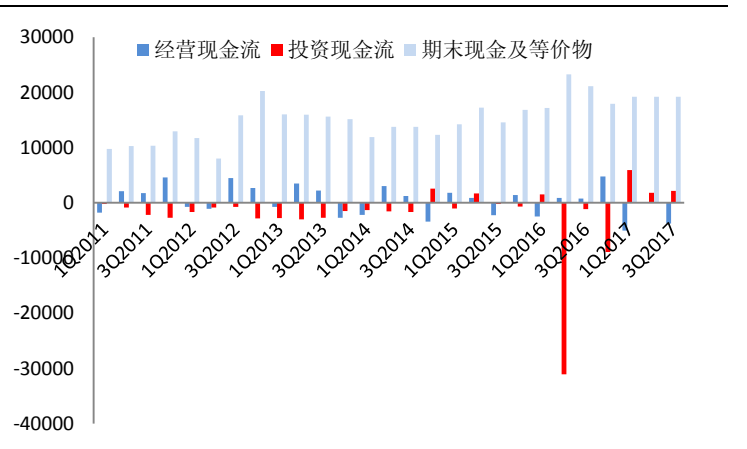


图 8：苏宁云商季度现金流 (百万)



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

基本面持续改善，维持买入评级

物流方面，3Q2017公司新增石家庄区域配送中心投入使用，新开工项目6个，截至9月末公司物流基地投入运营8个自动化拣选中心、35个区域配送中心，在建4个自动化拣选中心，21个区域配送中心。截至期末苏宁物流及天天快递拥有仓储及相关配套总面积628万平方米，拥有快递网点近20,000个，覆盖全国352个地级城市、2,810个区座城市。1-3Q17苏宁物流社会化业务营业收入（不含天天快递）同比增长144.83%。金融方面，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，1-3Q17总体交易规模实现同比增长174%。

我们认为当前苏宁正处于基本面持续向上改善的经营周期，外部受益行业格局稳定下，价格竞争趋缓、龙头抢占份额的集中度提升红利；内部与阿里系全面融合、线下门店调整基本到位，零售+物流+金融体系化布局完善。未来三年将进入线上逐步减亏、线下二次扩张、物流&金融贡献规模化盈利的可持续发展阶段预计2017-2019年收入分别1922/2508/3209亿元，对应29.4%/30.5%/28.0%增长，归属净利润9.5/17.1/31.0亿元，维持“买入评级”。

风险提示

- 1、家电消费回落；
- 2、线上竞争加剧；
- 3、天天快递整合不达预期

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	56752	82384	68342	87942	112907
货币资金	27116	27209	31106	40099	53204
应收及预付	9822	14982	16989	22645	28807
存货	14005	14392	18016	22968	28666
其他流动资产	5810	25800	2230	2230	2230
非流动资产	31324	54784	76226	76803	76589
长期股权投资	220	417	917	1417	1717
固定资产	13292	12818	12438	12029	11587
在建工程	1915	1587	1487	1287	1087
无形资产	8887	7196	7205	7176	7162
其他长期资产	7010	32767	54179	54894	55037
资产总计	87993	134639	141840	161836	186438
流动负债	45735	61455	68732	87763	109849
短期借款	3226	6160	6160	6160	6160
应付及预收	41499	49531	61582	80542	102664
其他流动负债	1010	5765	991	1061	1026
非流动负债	10395	5765	5560	5556	5558
长期借款	358	18	18	18	18
应付债券	7977	3500	3500	3500	3500
其他非流动负债	2060	2247	2042	2038	2040
负债合计	56130	67220	74292	93318	115406
股本	7383	9310	9310	9310	9310
资本公积	5238	35835	35835	35835	35835
留存收益	17772	17930	17953	18733	20902
归属母公司股东权益	30421	63207	63230	64010	66179
少数股东权益	1443	4212	4318	4508	4853
负债和股东权益	87993	134639	141840	161836	186438

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1733	3839	30101	10976	14482
净利润	758	493	1060	1901	3444
折旧摊销	2575	1806	1443	1412	1465
营运资金变动	1439	2855	28918	8423	10226
其它	-3038	-1315	-1321	-761	-653
投资活动现金流	-286	-39613	-21271	-689	-102
资本支出	-2944	-636	321	-739	-452
投资变动	2658	-38977	-21842	-200	100
其他	0	0	250	250	250
筹资活动现金流	3073	36857	-4933	-1294	-1275
银行借款	4922	13477	0	0	0
股权融资	1500	35416	0	0	0
其他	-829	-1000	-309	-1289	-1277
现金净增加额	4521	1084	3897	8993	13105
期初现金余额	22274	27116	27209	31106	40099
期末现金余额	26795	28199	31106	40099	53204

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	24.4	9.6	29.4	30.4	28.0
营业利润增长	58.2	100.3	29,890.	206.1	110.2
归属母公司净利润增长	0.6	-19.3	35.4	79.4	81.2
获利能力(%)					
毛利率	14.4	14.4	14.5	14.3	14.2
净利率	0.6	0.3	0.6	0.8	1.1
ROE	2.9	1.1	1.5	2.7	4.7
偿债能力					
资产负债率(%)	63.8	49.9	52.4	57.7	61.9
净负债比率	-0.5	-0.2	-0.4	-0.5	-0.6
流动比率	1.24	1.34	0.99	1.00	1.03
速动比率	0.79	0.95	0.56	0.56	0.59
营运能力					
总资产周转率	1.59	1.32	1.36	1.62	1.81
应收账款周转率	218.41	164.26	179.06	173.84	175.54
存货周转率	7.72	8.96	9.13	9.36	9.61
每股指标(元)					
每股收益	0.12	0.08	0.10	0.18	0.33
每股经营现金流	0.23	0.41	3.23	1.18	1.56
每股净资产	4.12	6.79	6.79	6.88	7.11
估值比率					
P/E	113.8	151.3	143.2	79.8	44.1
P/B	3.3	1.7	2.2	2.1	2.1
EV/EBITDA	135.5	80.6	65.2	35.0	18.0

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	135548	148585	192227	250754	320902
营业成本	115981	127248	164397	214960	275344
营业税金及附加	586	583	788	1003	1252
销售费用	16645	17451	21722	27583	35299
管理费用	4291	3946	4998	5592	5295
财务费用	104	416	457	503	553
资产减值损失	198	350	200	180	150
公允价值变动收益	-7	-34	250	250	250
投资净收益	1655	1445	700	700	700
营业利润	-610	2	615	1884	3959
营业外收入	1665	1060	795	530	353
营业外支出	166	161	164	164	163
利润总额	889	901	1247	2250	4150
所得税	131	408	187	349	705
净利润	758	493	1060	1901	3444
少数股东损益	-115	-211	106	190	344
归属母公司净利润	873	704	954	1711	3100
EBITDA	619	1162	1766	3029	5177
EPS(元)	0.12	0.08	0.10	0.18	0.33

广发零售行业研究小组

- 洪涛:** 首席分析师, 浙江大学金融学硕士, 2010年开始从事商贸零售行业研究, 2014年进入广发证券发展研究中心。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名, 新财富批零行业第四名, 水晶球最佳分析师第三名, 金牛分析师第四名; 2015年新财富批零行业第四名, 水晶球分析师第四名, 金牛分析师第四名, 第一财经分析师第三名; 2014年新财富批零行业第三名, 水晶球分析师第二名, 金牛分析师第三名。
- 叶群:** 分析师, 上海财经大学经济学硕士, 2014年进入证券行业, 2016年加入广发证券发展研究中心, 曾就职于光大证券。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名(团队), 新财富批零行业第四名(团队), 水晶球最佳分析师第三名(团队), 金牛分析师第四名(团队)。
- 林伟强:** 分析师, 上海财经大学金融硕士, 2015年进入广发证券发展研究中心。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名(团队), 新财富批零行业第四名(团队), 水晶球最佳分析师第三名(团队), 金牛分析师第四名(团队)。
- 黄靖凯:** 研究助理, 上海复旦大学经济学硕士, 2015年进入证券行业, 2017年加入广发证券发展研究中心, 曾就职于中银国际证券。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入:** 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘10%以上。
- 持有:** 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出:** 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入:** 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持:** 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有:** 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出:** 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司(以下简称“广发证券”)具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户,不对外公开发布,只有接收客户才可以使使用,且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠,但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考,报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任,除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法,并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断,可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可,任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用,否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。