苏宁易购（002024）

证券研究报告
2018 年 02 月 28 日

全年收入符合预期，开放平台 GMV 加速增长

公司发布业绩快报：

收入：全年实现营业收入 1879.10 亿元，+26.47%YoY，测算 Q1-Q4 单季增速分别为 17.38%、25.76%、36.95%、25.28%，符合预期；

GMV：线上下整体 GMV（含税，下同）为 2432.03 亿，+29.08%YoY；线上平台 GMV 合计 1266.96 亿，+57.37%YoY，其中，自营 GMV974.6 亿，+57.52%YOY；线下 GMV 为 1165.07 亿，+7.98%YoY；

利润：实现归母净利润为 42.10 亿元，同比+497.66%；运营费用率同比-0.87pcts，三费用率同比下降约 1pcts。剔除出售阿里股权影响，归母净利 9.25 亿元。相对此前指引，基本符合预期。

其中，4Q17 单季度看，平台 GMV 增长显著，+117.27%。具体看，

收入：实现营收 560.28 亿元，+25.28%YoY，Q1、Q2、Q3 分别为 374 亿，+17.38%YoY；464 亿，+25.76%YoY；481.36 亿元，+36.95%YoY。

GMV：Q4 为 776.82 亿元，+34.13%YoY。Q1、Q2、Q3 分别为 473.8 亿，+19.14%YoY；572.44 亿，+24.96%YoY；608.97 亿，+35.58%YoY。

·线上：GMV 为 459.71 亿，+60.49%YoY，其中，自营 GMV312.27 亿，+42.86%YOY（增速较 Q3 放缓），平台 GMV147.44 亿元，+117.27%YOY。

·线下：GMV 为 317.11 亿，+8.34%YoY。

上调盈利预测，维持买入评级。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。根据业绩快报，上调盈利预测，预计 2017-19 年净利润分别由 9.85/15.22/30.37/亿上调至 42.10/22.97/34.21/亿，EPS 分别由 0.11/0.16/0.33 元上调至 0.45/0.25/0.37 元，对应 PE 分别由 117/76/38 倍调至 28/51/34 倍，维持买入评级。

风险提示：电商增速或低于预期，家电消费或放缓。

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	187,909.65	251,270.46	313,728.80
增长率(%)	24.44	9.62	26.47	33.72	24.86
EBITDA(百万元)	1,443.25	1,650.59	5,440.09	3,620.79	4,876.44
净利润(百万元)	872.50	704.41	4,209.95	2,297.00	3,421.32
增长率(%)	0.64	(19.27)	497.65	(45.44)	48.95
EPS(元/股)	0.09	0.08	0.45	0.25	0.37
市盈率(P/E)	133.38	165.21	27.64	50.66	34.01
市净率(P/B)	3.82	1.77	1.80	1.78	1.76
市销率(P/S)	0.86	0.78	0.62	0.46	0.37
EV/EBITDA	52.92	37.44	8.91	13.07	8.29

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	12.48 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)	116,189.29
流通 A 股市值(百万元)	62,232.33
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

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《苏宁云商-公司点评:金服引入战投，投后估值 323 亿，增长与业绩持续优化》2017-12-26

2 《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

3 《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

公司发布业绩快报：

收入：全年实现营业收入 1879.10 亿元，+26.47%YoY，测算 Q1-Q4 单季增速分别为 17.38%、25.76%、36.95%、25.28%，符合预期；

GMV：线上下整体 GMV（含税，下同）为 2432.03 亿，+29.08%YoY；线上平台 GMV 合计 1266.96 亿，+57.37%YoY，其中，自营 GMV974.6 亿，+57.52%YOY；线下 GMV 为 1165.07 亿，+7.98%YoY；

利润：实现归母净利润为 42.10 亿元，同比+497.66%；运营费用率同比-0.87pcts，三费用率同比下降约 1pcts。剔除出售阿里股权影响，归母净利 9.25 亿元。相对此前指引，基本符合预期。

其中，4Q17 单季度看，平台 GMV 增长显著，+117.27%。具体看；

收入：实现营收 560.28 亿元，+25.28%YoY，Q1、Q2、Q3 分别为 374 亿，+17.38%YoY；464 亿，+25.76%YoY；481.36 亿元，+36.95%YoY。

GMV：Q4 为 776.82 亿元，+34.13%YoY。Q1、Q2、Q3 分别为 473.8 亿，+19.14%YoY；572.44 亿，+24.96%YoY；608.97 亿，+35.58%YoY。

线上：GMV 为 459.71 亿，+60.49%YoY，其中，自营 GMV312.27 亿，+42.86%YOY（增速较 Q3 放缓），平台 GMV147.44 亿元，+117.27%YOY。线下：GMV 为 317.11 亿，+8.34%YoY。

表 1：苏宁线上下 GMV 分季度情况（单位：百万元%）

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
线上								
GMV	14121	18636	19108	28645	21913	28126	30686	45971
yoy	99.62%	68.00%	45.05%	51.28%	55.18%	50.92%	60.59%	60.49%
自营	10707	14924	14380	21859	17344	24021	24868	31227
yoy	81.57%	71.38%	44.25%	39.06%	61.99%	60.96%	72.93%	42.86%
开放平台	3414	3712	4728	6786	4569	4105	5818	14744
yoy	190.06%	55.64%	47.01%	111.01%	33.83%	10.59%	23.05%	117.27%
线下								
GMV	25646	27175	25809	29269	25467	29118	30211	31711
yoy	-6.49%	-7.79%	4.43%	-4.02%	-0.70%	7.15%	17.06%	8.34%
GMV 合计	39767	45811	44917	57914	47380	57244	60897	77682
yoy	15.27%	12.94%	18.55%	17.17%	19.14%	24.96%	35.58%	34.13%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

截至 17 年末，大陆市场拥有连锁店 1561 家（云店 323 家+常规店 1144 家+县镇店 32 家+红孩子店 53 家+超市店 9 家），全年可比店收入同比增长 4.17%（Q1\Q2\Q3 分别为 3.22%、5.54%、3.59%）。此外，继续强化三四线城市易购服务站建设，目前拥有直营店 2215 家（全年净新开直营店 313 家）。苏宁易购服务直营店经调整后，效益逐步提升，实现可比店面收入同比增长 34.90%（17H1 为 33.51%）。此外，苏宁小店合计 23 家，零售云平台加盟店 39 家（Q4 新增 35 家）。海外方面，港、澳门地区合计拥有 25 家，日本市场 43 家。综上，截至年末公司合计拥有各类自营门店 3867 家，店面自营面积 509.3 万方。2018 年，公司将加快苏宁小店和零售云平台加盟店布点，且投资万达商业将加快万达广场方面开店进展，进一步丰富零售场景。

表 2：苏宁线下自营门店数量达到 3867 家

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
常规店	1,532	1,546	1,495	1,574	1,467	1,444	1467
县镇店	134	104	76	61	43	34	32
其他店	18	14	14	15	67	32	62
苏宁小店						13	23
港澳		30	29	29	28	24	25
日本		11	12	17	33	42	43
易购服务站-直营					1,011	1,902	2215
自营门店合计					2,649	3,491	3867

资料来源：wind、天风研究所

线上：2017 年苏宁易购 APP 月活跃用户数同比增长 105.73%；移动端订单数量在线上整体占比提升至 89%。此前 Questmobile 数据显示 818 期间 APP 端 MAU 为 4169 万，未来 MAU 有望继续保持超行业增速成长。而线上数据中，我们认为较为重要的在于开放平台 GMV 的增长，Q4 开放平台 GMV 为 147.44 亿元，+117.27%YOY，较前三季度增速显著上行，Q1-Q3 增速分别为 33.83%、10.59%、23.05%。**开放平台销售规模的上升的背后，预示着未来公司三方平台收入将显著提高，且由于三方平台业务毛利高，将有效提升线上毛利水平，从而减少线上亏损，保证公司整体长期盈利。**

金融+物流：

物流：截至 2017 年末苏宁物流及天天快递拥有仓储及相关配套总面积 686 万方，快递网点 20,871 个，物流网络覆盖全国 352 个地级城市、2908 个区县城市。社会化收入（不含天天快递）同比增长 135.76%。预计未来将与品牌商、平台商户、菜鸟网络商户丰富合作，从而增加社会化物流规模。此外，公司与深创投不动产基金联合发起总规模 300 亿元物流地产基金，未来将进一步提高物流业务收入及业绩。

金融：全年交易规模同比增长 129.71%。苏宁金融本轮引入战投，募资 53.35 亿元，投后估值达 323.33 亿元，上市公司持股为 50.10%。未来将继续围绕消费金融、支付、供应链金融、产品销售等四大核心业务丰富场景布局和应用落地。

上调盈利预测，维持买入评级。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。根据业绩快报，上调盈利预测，预计 2017-19 年净利润分别由 9.85/15.22/30.37/亿上调至 42.06/22.97/34.21/亿，EPS 分别由 0.11/0.16/0.33 元上调至 0.45/0.25/0.37 元，对应 PE 分别由 117/76/38 倍调至 28/51/34 倍，维持买入评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	27,115.56	27,209.23	50,683.74	51,496.24	57,388.17
应收账款	3,110.45	5,198.75	3,370.34	8,568.55	7,017.33
预付账款	6,706.52	9,750.55	6,697.04	16,406.43	13,880.18
存货	14,004.80	14,392.30	31,388.10	23,525.09	51,175.56
其他	5,814.54	25,832.81	12,979.35	15,474.95	18,192.53
流动资产合计	**56,751.87**	**82,383.64**	**105,118.57**	**115,471.25**	**147,653.77**
长期股权投资	219.80	417.05	417.05	417.05	417.05
固定资产	13,253.60	12,813.17	12,777.95	12,489.12	12,035.13
在建工程	1,915.10	1,586.52	987.91	640.75	414.45
无形资产	7,152.74	5,687.73	5,368.61	5,049.50	4,730.39
其他	8,782.56	32,990.18	32,199.38	31,735.48	31,753.18
非流动资产合计	**31,323.81**	**53,494.65**	**51,750.91**	**50,331.90**	**49,350.19**
资产总计	**88,075.67**	**137,167.24**	**157,299.13**	**166,376.02**	**197,767.79**
短期借款	3,225.64	6,159.52	0.00	0.00	0.00
应付账款	15,292.78	20,674.09	25,004.09	33,579.67	41,378.60
其他	27,216.24	34,621.42	49,995.88	50,752.45	74,863.07
流动负债合计	**45,734.66**	**61,455.03**	**74,999.97**	**84,332.12**	**116,241.68**
长期借款	357.92	18.00	5,860.00	5,559.00	5,259.00
应付债券	7,977.10	3,500.02	6,479.43	5,985.52	5,321.66
其他	2,080.93	2,272.22	2,005.92	2,119.69	2,132.61
非流动负债合计	**10,415.95**	**5,790.24**	**14,345.36**	**13,664.21**	**12,713.27**
负债合计	**56,150.61**	**67,245.26**	**89,345.33**	**97,996.32**	**128,954.94**
少数股东权益	1,442.51	4,212.30	3,276.92	2,977.31	2,531.05
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	23,009.82	53,765.25	55,366.85	56,092.35	56,971.76
其他	(5,148.04)	(33,200.97)	(35,835.36)	(35,835.36)	(35,835.36)
股东权益合计	**31,925.07**	**69,921.98**	**67,953.80**	**68,379.70**	**68,812.85**
负债和股东权益总	**88,075.67**	**137,167.24**	**157,299.13**	**166,376.02**	**197,767.79**

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	757.73	493.23	4,209.95	2,297.00	3,421.32
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	300.66	251.27	188.24
投资损失	(1,654.76)	(1,445.42)	(3,650.80)	(1,000.00)	(1,000.00)
营运资金变动	12.03	(15,292.83)	23,952.40	(65.22)	4,996.96
其它	(328.40)	17,775.79	(888.88)	(253.33)	(399.06)
经营活动现金流	**1,733.34**	**3,839.24**	**24,938.15**	**2,265.95**	**8,257.54**
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)	4,034.67	719.62	629.22
投资活动现金流	**(286.19)**	**(39,612.52)**	**4,360.96**	**685.85**	**666.30**
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	(2,935.04)	(251.27)	(188.24)
其他	(9,419.28)	(12,168.39)	(16,881.34)	(15,563.27)	(16,217.15)
筹资活动现金流	**2,896.38**	**36,758.06**	**(5,824.61)**	**(2,139.30)**	**(3,031.90)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**4,343.53**	**984.78**	**23,474.51**	**812.51**	**5,891.93**

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**135,547.63**	**148,585.33**	**187,909.65**	**251,270.46**	**313,728.80**
营业成本	115,981.18	127,247.54	160,850.66	214,836.24	267,924.39
营业税金及附加	585.80	583.46	722.04	1,012.69	1,233.95
营业费用	16,644.68	17,451.42	20,331.82	26,936.19	33,286.63
管理费用	4,291.48	3,946.27	5,035.98	6,683.79	8,219.69
财务费用	104.28	415.83	300.66	251.27	188.24
资产减值损失	198.09	350.50	241.18	263.26	284.98
公允价值变动收益	(6.92)	(33.69)	46.51	46.28	47.20
投资净收益	1,654.76	1,445.42	3,650.80	1,000.00	1,000.00
其他	(3,295.69)	(2,823.47)	(7,394.61)	(2,092.55)	(2,094.40)
营业利润	**(610.02)**	**2.05**	**4,124.62**	**2,333.28**	**3,638.12**
营业外收入	1,665.22	1,060.16	424.20	500.00	500.00
营业外支出	166.25	161.32	182.72	170.10	171.38
利润总额	**888.96**	**900.89**	**4,366.10**	**2,663.19**	**3,966.74**
所得税	131.23	407.66	1,091.52	665.80	991.69
净利润	**757.73**	**493.23**	**3,274.57**	**1,997.39**	**2,975.06**
少数股东损益	(114.77)	(211.18)	(935.38)	(299.61)	(446.26)
归属于母公司净利润	**872.50**	**704.41**	**4,209.95**	**2,297.00**	**3,421.32**
每股收益（元）	0.09	0.08	0.45	0.25	0.37

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	24.44%	9.62%	26.47%	33.72%	24.86%
营业利润	-58.19%	-100.34%	200904.93%	-43.43%	55.92%
归属于母公司净利润	0.64%	-19.27%	497.65%	-45.44%	48.95%
获利能力					
毛利率	14.44%	14.36%	14.40%	14.50%	14.60%
净利率	0.64%	0.47%	2.24%	0.91%	1.09%
ROE	2.86%	1.07%	6.51%	3.51%	5.16%
ROIC	-5.22%	3.03%	15.87%	-60.37%	-78.84%
偿债能力					
资产负债率	63.75%	49.02%	56.80%	58.90%	65.21%
净负债率	60.93%	24.78%	37.91%	36.08%	47.70%
流动比率	1.24	1.34	1.40	1.37	1.27
速动比率	0.93	1.11	0.98	1.09	0.83
营运能力					
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	8.21	9.15	8.40
总资产周转率	1.59	1.32	1.28	1.55	1.72
每股指标（元）					
每股收益	0.09	0.08	0.45	0.25	0.37
每股经营现金流	0.19	0.41	2.68	0.24	0.89
每股净资产	3.27	7.06	6.95	7.02	7.12
估值比率					
市盈率	133.38	165.21	27.64	50.66	34.01
市净率	3.82	1.77	1.80	1.78	1.76
EV/EBITDA	52.92	37.44	8.91	13.07	8.29
EV/EBIT	-151.02	147.89	10.96	18.31	10.57

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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com