

2018年04月03日

公司研究

评级：买入（首次覆盖）

研究所

证券分析师： 谭倩 S0350512090002

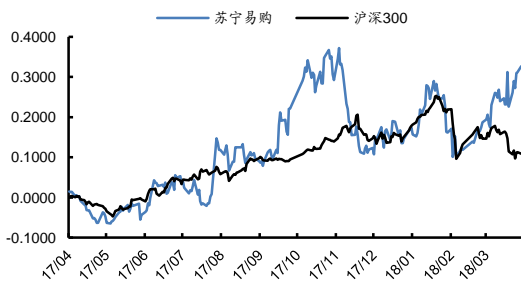
0755-83473923

联系人： 张媛 S0860117030021

线上线下双千亿目标兑现，智慧零售龙头起舞

——苏宁易购（002024）2017年报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
苏宁易购	11.8	13.7	32.6
沪深300	-3.2	-5.5	12.5

市场数据 2018-04-02

当前价格(元)	14.23
52周价格区间(元)	9.83 - 15.05
总市值(百万)	132481.86
流通市值(百万)	71848.20
总股本(万股)	931003.97
流通股(万股)	699637.85
日均成交额(百万)	661.84
近一月换手(%)	32.56

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

苏宁易购发布年报：2017年，公司实现营业收入1879.28亿元，同比增长26.48%；实现归属于母公司股东的净利润42.13亿元，同比增长498.02%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润-0.88亿元，同比增长92.02%，EPS0.45元。

投资要点：

- 线上线下销售规模突破双千亿。**2017年公司商品销售规模(含税)为2,433.43亿元，同比增长29.16%；线上平台实体商品交易规模为1,266.96亿元(含税)，同比增长57.37%，其中自营商品销售规模974.60亿元(含税)，同比增长57.52%；开放平台自四季度起发展较快，全年商品交易规模达到292.36亿元(含税)；线下所有门店经营面积合计3799万平，实现销售规模1166.47亿元，同比增长8.11%。截至2017年12月31日，苏宁易购零售注册用户数3.45亿，苏宁易购APP月活跃用户数较年初增长105.73%，2017年12月苏宁易购APP订单数量占线上整体比例提升至89%。
- 物流和金融服务持续翻倍增长。**2017年苏宁物流社会化业务稳步提升，物流社会化营业收入(不含天天快递)同比增长136.24%。伴随苏宁物流与天天快递整合完成，2018年苏宁物流服务能力将进一步提升。苏宁金融聚焦支付、供应链金融、消费金融、产品销售等四大核心业务，交易规模保持高速增长态势，金融产品不断丰富，金融科技能力全面提升，风险防控能力持续增强。2017年苏宁金融业务(支付业务、供应链金融等业务)总体交易规模同比增长129.71%。
- 综合毛利率基本保持稳定，期间费用率下降。**2017年公司一方面有效实施商品价格管控提升日常销售毛利，优化商品供应链，加强单品运作，改善毛利水平；另一方面，由于线上销售占主营业务收入比重提升至45.02%，且在重大促销节点实施积极的竞争策略，线上毛利保持较低水平，对整体毛利率有影响。此外，开放平台、物流、金融方面的增值服务收入增加，有助于毛利提升。综合来看，公司2017年综合毛利率14.33%，基本保持稳定。由于公司全渠道经营模式有较强的规模效应，随着收入规模的增加，租金、装修、水电费、折旧等固定费用率水平有所下降，由此带来运营费用率下降0.83%，2017年公司强化现金管理提高资金收益使得财务费用率同

比略有下降，公司三项费用率同比下降 0.94%。

- **扣非归母净利润亏损幅度收窄至亿元以下，未来随着线上部分毛利的提升和线下门店结构优化，我们认为公司扣非净利润 2018 年大概率扭亏为盈。**从公司 2017 年收入结构来看，其中通讯产品、数码 IT 类产品毛利率下滑明显，比去年分别下降了 1.83 和 1.05 个百分点，均降到历史最低水平，根本原因在于公司为了进一步提高线上市场份额采取了积极的促销策略；从 2017 年底的线上市场占有率来看，公司在数码 3C 领域和京东规模体量相当，我们认为随着公司线上全品类规模的扩张以及线下实体店、物流与金融板块的协同效应，线上毛利率大概率回升。2017 年公司持续推进线下店面互联网化及数据化建设，所有经营业态坪效均显著提升，家电 3C 店、母婴店、苏宁易购直营店坪效分别提升 9%、42%和 34%。
- **盈利预测和投资评级：**预计公司 2018-2020 年销售收入为 2328.20 亿、2907.97 亿、3625.43 亿元，分别同比增长 24%、25%、25%；预计归属于上市公司股东净利润分别为 10.57 亿、18.57 亿和 25.34 亿，分别增长-75%（由于 2017 年公司出售阿里股权获得一次性投资收益 43 亿元基数大）、76%和 36%；预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.11 元、0.20 元和 0.27 元，对应当前股价 PE 分别为 125X、71X、52X。我们预计公司 2018 年收入 2328.2 亿元，考虑到京东下半年回归 A 股的预期以及公司业务包含线上线下的预期，参照京东 2018 年一致预期 PS0.75 的基础上下调，我们给予公司 2018 年 0.7 倍的 PS，目标市值 1629.74 亿元，目标价 17.51 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**线上交易增速下滑；新开店计划不达预期；房租、人工等主要成本上涨。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	187928	232820	290797	362543
增长率(%)	26%	24%	25%	25%
净利润（百万元）	4213	1057	1857	2534
增长率(%)	498%	-75%	76%	36%
摊薄每股收益（元）	0.45	0.11	0.20	0.27
ROE(%)	5.04%	1.25%	2.15%	2.85%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：苏宁易购盈利预测表

证券代码:	002024.SZ				股价:	14.23	投资评级:	买入	日期:	2018-04-02
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值		2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					每股指标					
ROE	5%	1%	2%	3%	EPS		0.45	0.11	0.20	0.27
毛利率	14%	14%	15%	15%	BVPS		8.48	8.59	8.79	9.07
期间费率	14%	14%	14%	14%	估值					
销售净利率	2%	0%	1%	1%	P/E		31.45	125.39	71.35	52.28
成长能力					P/B		1.68	1.66	1.62	1.57
收入增长率	26%	24%	25%	25%	P/S		0.70	0.57	0.46	0.37
利润增长率	498%	-75%	76%	36%	利润表 (百万元)					
营运能力					营业收入		187928	232820	290797	362543
总资产周转率	1.19	1.36	1.53	1.69	营业成本		161432	199396	248298	309189
应收账款周转率	20.15	18.25	17.38	15.87	营业税金及附加		729	904	1129	1407
存货周转率	8.70	8.70	8.70	8.70	销售费用		20636	25565	31932	39810
偿债能力					管理费用		4864	6026	7527	9384
资产负债率	47%	51%	55%	59%	财务费用		306	892	883	868
流动比	1.37	1.29	1.26	1.23	其他费用/(-收入)		3806	800	630	470
速动比	1.08	0.99	0.95	0.92	营业利润		4076	837	1659	2356
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业外净收支		256	250	250	250
现金及现金等价物	34030	35024	37155	39420	利润总额		4332	1087	1909	2606
应收款项	9327	12757	16731	22845	所得税费用		283	71	125	170
存货净额	18551	23018	28664	35693	净利润		4050	1016	1785	2436
其他流动资产	25921	31447	38583	47414	少数股东损益		(163)	(41)	(72)	(98)
流动资产合计	87830	99456	118343	142582	归属于母公司净利润		4213	1057	1857	2534
固定资产	14373	15656	16343	16141	现金流量表 (百万元)					
在建工程	500	900	200	500	经营活动现金流		(6605)	2320	3844	4189
无形资产及其他	8216	8216	7406	6596	净利润		4050	1016	1785	2436
长期股权投资	1767	2367	3067	3867	少数股东权益		(163)	(41)	(72)	(98)
资产总计	157277	171186	189950	214278	折旧摊销		1537	1927	2026	1998
短期借款	8686	8741	8861	8926	公允价值变动		19	0	0	0
应付款项	40452	52935	69335	90594	营运资金变动		(12047)	(26262)	(33616)	(43803)
预收帐款	1492	1848	2309	2878	投资活动现金流		13437	(2283)	(687)	(898)
其他流动负债	13633	13633	13633	13633	资本支出		(473)	(1683)	13	(98)
流动负债合计	64264	77159	94139	116032	长期投资		(1350)	(600)	(700)	(800)
长期借款及应付债券	6354	6354	6354	6354	其他		15261	0	0	0
其他长期负债	3032	3032	3032	3032	筹资活动现金流		(5838)	54	119	63
长期负债合计	9385	9385	9385	9385	债务融资		5362	55	120	65
负债合计	73649	86544	103524	125417	权益融资		836	0	0	0
股本	9310	9310	9310	9310	其它		(12037)	(1)	(1)	(2)
股东权益	83628	84643	86426	88861	现金净增加额		994	91	3276	3355
负债和股东权益总计	157277	171186	189950	214278						

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【商贸零售组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募基金榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。张媛，厦门大学管理学硕士，2 年证券研究经验，从事商贸零售行业研究。

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。