

苏宁易购 (002024)

证券研究报告

2018年07月08日

18H1 业绩预增：上修至 59.62-60.62 亿元，合纵连横加速发展

■**业绩预增，18H1 业绩区间为 59.62-60.62 亿元。**公司发布业绩预增公告，上调 18H1 业绩区间至 59.62-60.62 亿元，比上年同期上升 1945.39%-1979.70%，主要系减持阿里股权所致；其中，剔除减持阿里获利后预计 18Q2 实现归母净利润区间为 2.5-3.5 亿元，符合预期。

■**猫宁电商快速增长，物流基金成立夯实基础。**此外，公司公告，同意公司为猫宁电商向金融机构融资提供最高额度为 10 亿元的担保。猫宁电商作为苏宁与阿里合作的最重要平台之一，2017 年、2018 年 1-5 月分别实现营业收入 143.29 亿元、136.29 亿元，净利润分别-1.7 亿元、-0.5 亿元，保持快速增长。

■**合纵连横，线上线下同步快速发展。**近年来苏宁围绕线上线下融合的生态探索与众多地产公司展开密切合作：1) 今年 1 月出资 95 亿元认购**万达商业** 3.91% 股份，在 2015 年与万达签署战略合作协议的基础上，进一步推进商业物业、智慧零售合作；2) 4 月与**碧桂园**展开战略合作，预计年内将有 600 家苏宁小店、直营店等业态入驻碧桂园物业；3) 5 月与**金科集团**签署战略合作协议，将展开超过 200 个包括小店、直营店及其他业态的项目开发合作；4) 6 月再联手**恒大集团**剑指苏宁易购广场建设，且未来运营成熟后将考虑通过 reits 盘活活资金，充分解决资金占用问题，使得公司在线下布局和扩张占领强烈战略优势和先机。

■**维持盈利预测，维持买入评级。**公司线下已步入稳定盈利期，本次合作后苏宁易购广场将与新业态“零售云加盟店”与“苏宁小店”共同进入加速发展阶段，促进线下快速占领市场；而线上方面，内生多维流量提升+阿里支持，增速环比持续上行，MAU/DAU 数据持续改善，Q2 延续强增长趋势，618 增速+121%显著领先整体电商行业，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。且从下半年来看，一方面，Q3 的 818 和 Q4 的双 11 两个大促销季将继续为公司全年 GMV 增长提供有效保证。我们预计公司 2018-20 年净利润分别为 77/37/44 亿，当前股价对应 PE 分别为 15/32/27 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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	148,585.33	187,927.76	263,405.26	355,470.50	416,520.39
增长率(%)	9.62	26.48	40.16	34.95	17.17
EBITDA(百万元)	1,650.59	5,609.88	10,981.25	5,941.06	6,706.15
净利润(百万元)	704.41	4,212.52	7,733.36	3,729.53	4,417.39
增长率(%)	-19.27	498.02	83.58	-51.77	18.44
EPS(元/股)	0.08	0.45	0.83	0.40	0.47
市盈率(P/E)	168.12	28.11	15.31	31.75	26.81
市净率(P/B)	1.80	1.50	1.64	1.59	1.52
市销率(P/S)	0.80	0.63	0.45	0.33	0.28
EV/EBITDA	37.44	9.87	4.62	7.33	5.19

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	12.72 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)	5,049.07
A 股总市值(百万元)	118,423.70
流通 A 股市值(百万元)	64,224.11
每股净资产(元)	8.48
资产负债率(%)	48.27
一年内最高/最低(元)	16.35/10.22

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
张璐芳	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020001	
zhanglufang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《苏宁易购-季报点评:18Q1: 收入高速增长, 新业态“零售云+小店”共成长》2018-05-01
- 2 《苏宁易购-公司点评:全年收入符合预期, 开放平台 GMV 加速增长》2018-02-28
- 3 《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



■**业绩预增，18H1 业绩区间为 59.62-60.62 亿元。**公司发布业绩预增公告，上调 18H1 业绩区间至 59.62-60.62 亿元，比上年同期上升 1945.39%-1979.70%，主要系减持阿里股权所致；其中，剔除减持阿里获利后预计 18Q2 实现归母净利润区间为 2.5-3.5 亿元，符合预期。5 月 31 日，公司完成出售阿里股权合计 15.04 亿美金(766 万股，占比 0.3%)，预计可实现净利润约 RMB56.01 亿元。本次出售后公司仍持有阿里巴巴股权 1316.47 万股 (0.51%)，按当前股价约合 25.3 亿美金。

■**苏宁电商快速增长，物流基金成立夯实基础。**此外，公司公告，同意公司为苏宁电商向金融机构融资提供最高额度为 10 亿元的担保。苏宁电商作为苏宁与阿里合作的最重要平台之一，2017 年、2018 年 1-5 月分别实现营业收入 143.29 亿元、136.29 亿元，净利润分别-1.7 亿元、-0.5 亿元，保持快速增长，预计今年将为公司全渠道增长夯实基础，且两个财务期间其净亏损率为-1.21%和-0.37%，或将有望实现盈亏平衡。其次，公司与深创投合作设立的苏宁深创投-云享仓储物流设施一期基金已募资完成，其中苏宁认缴出资 25.50 亿元，深创投不动产代表其管理的私募投资基金认缴出资 24.50 亿元，为公司未来物流地产布局提供强大的支持，并将带来正收益和其他协同的积极影响。

■**合纵连横，线上线下同步快速发展。**近年来苏宁围绕线上线下融合的生态探索与众多地产公司展开密切合作：1) 今年 1 月出资 95 亿元认购**万达商业** 3.91%股份，在 2015 年与万达签署战略合作协议的基础上，进一步推进商业物业、智慧零售合作；2) 4 月与**碧桂园**展开战略合作，预计年内将有 600 家苏宁小店、直营店等业态入驻碧桂园物业；3) 5 月与金科集团签署战略合作协议，将展开超过 200 个包括小店、直营店及其他业态的项目开发合作；4) 6 月再联手**恒大集团**剑指苏宁易购广场建设，且未来运营成熟后将考虑通过 reits 盘活资金，充分解决资金占用问题，使得公司在线下布局和扩张占领强烈战略优势和先机。此外，与**大润发**签署战略合作备忘录，将围绕中国大陆地区所有大润发门店的家电 3C 专区，采用联营模式深入合作经营。不排除未来将该模式复制至阿里系其他公司，相互促进以实现多方共赢，将长期上提升苏宁的网点布局、收入规模及盈利能力。线上方面，公司 18Q1 中国大陆区域 GMV 同比增长 47.45%，其中，线上 GMV+81.5%YoY，线下+16.07%YoY；**618 数据显示，期间整体销售额同比增长 121%**，我们认为苏宁成长的趋势已至，未来将继续探索提高 MAU 与消费频次，保持领先增长实现弯道超车。

■**维持盈利预测，维持买入评级。**公司线下已步入稳定盈利期，本次合作后苏宁易购广场将与新业态“零售云加盟店”与“苏宁小店”共同进入加速发展阶段，促进线下快速占领市场；而线上方面，内生多维流量提升+阿里支持，增速环比持续上行，MAU\DAU 数据持续改善，Q2 延续强增长趋势，618 增速+121%显著领先整体电商行业，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。且从下半年来看，一方面，Q3 的 818 和 Q4 的双 11 两个大促销季将继续为公司全年 GMV 增长提供有效保证。我们预计公司 2018-20 年净利润分别为 77/37/44 亿，当前股价对应 PE 分别为 15/32/27 倍，维持买入评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	27,209.23	34,029.68	47,412.95	49,765.87	58,312.86
应收账款	5,198.75	9,308.37	9,861.68	14,534.85	15,816.24
预付账款	9,750.55	8,667.71	17,106.49	18,314.36	22,606.73
存货	14,392.30	18,551.49	29,118.28	34,807.94	39,873.34
其他	25,832.81	17,272.43	17,264.66	17,382.89	17,429.69
流动资产合计	82,383.64	87,829.68	120,764.07	134,805.92	154,038.86
长期股权投资	417.05	1,767.20	1,767.20	1,767.20	1,767.20
固定资产	12,813.17	14,373.07	14,851.35	14,992.66	15,011.78
在建工程	1,586.52	499.78	335.87	249.52	179.71
无形资产	5,687.73	8,216.94	7,639.22	7,061.51	6,483.79
其他	32,990.18	41,657.70	41,227.74	40,754.26	40,687.24
非流动资产合计	53,494.65	66,514.70	65,821.39	64,825.15	64,129.73
资产总计	137,167.24	157,276.69	190,085.46	203,631.07	223,168.59
短期借款	6,159.52	8,686.33	14,287.24	8,562.29	9,732.52
应付账款	20,674.09	23,397.90	37,191.42	46,269.50	50,571.65
其他	34,621.42	32,179.42	53,732.38	61,673.74	72,697.47
流动负债合计	61,455.03	64,263.66	105,211.04	116,505.54	133,001.64
长期借款	18.00	2,853.67	2,880.00	2,880.00	3,300.00
应付债券	3,500.02	3,500.00	3,500.00	3,500.00	3,500.00
其他	2,272.22	3,031.71	2,461.62	2,588.52	2,693.95
非流动负债合计	5,790.24	9,385.38	8,841.62	8,968.52	9,493.95
负债合计	67,245.26	73,649.03	114,052.66	125,474.06	142,495.59
少数股东权益	4,212.30	4,669.25	3,966.21	3,479.75	2,903.57
股本	9,310.04	9,310.04	9,310.04	9,310.04	9,310.04
资本公积	35,835.36	35,980.49	35,980.49	35,980.49	35,980.49
留存收益	53,765.25	57,343.19	62,756.55	65,367.22	68,459.39
其他	-33,200.97	-23,675.31	-35,980.49	-35,980.49	-35,980.49
股东权益合计	69,921.98	83,627.66	76,032.80	78,157.01	80,673.00
负债和股东权益总	137,167.24	157,276.69	190,085.46	203,631.07	223,168.59

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	493.23	4,049.54	7,733.36	3,729.53	4,417.39
折旧摊销	1,805.83	2,100.10	1,527.10	1,605.01	1,679.75
财务费用	502.63	399.29	421.45	355.47	249.91
投资损失	-1,445.42	-4,300.36	-7,601.00	-2,000.00	-2,000.00
营运资金变动	-15,292.83	1,699.44	15,631.26	4,577.16	5,075.31
其它	17,775.79	-10,553.30	-644.69	-428.48	-517.04
经营活动现金流	3,839.24	-6,605.29	17,067.48	7,838.69	8,905.32
资本支出	-1,070.31	7,102.28	1,830.09	953.10	944.57
长期投资	197.25	1,350.16	0.00	0.00	0.00
其他	-38,739.46	4,985.04	3,831.63	-646.93	-1,110.67
投资活动现金流	-39,612.52	13,437.47	5,661.72	306.18	-166.10
债权融资	14,272.98	15,266.54	20,967.24	16,649.62	18,032.52
股权融资	34,653.48	9,509.45	-12,726.62	-355.47	-249.91
其他	-12,168.39	-25,686.50	-17,586.54	-22,086.10	-17,974.84
筹资活动现金流	36,758.06	-910.51	-9,345.93	-5,791.94	-192.24
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	984.78	5,921.67	13,383.26	2,352.92	8,546.98

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	148,585.33	187,927.76	263,405.26	355,470.50	416,520.39
营业成本	127,247.54	161,431.79	225,211.50	303,607.36	355,625.11
营业税金及附加	583.46	729.29	1,064.96	1,404.17	1,648.58
营业费用	17,451.42	20,635.78	28,237.04	38,675.19	45,234.11
管理费用	3,946.27	4,864.05	6,743.17	9,100.04	10,621.27
财务费用	415.83	306.47	421.45	355.47	249.91
资产减值损失	350.50	512.74	353.78	405.67	424.06
公允价值变动收益	-33.69	18.85	58.34	57.98	59.14
投资净收益	1,445.42	4,300.36	7,601.00	2,000.00	2,000.00
其他	-2,823.47	-8,947.66	-15,318.68	-4,115.96	-4,118.28
营业利润	2.05	4,076.10	9,032.70	3,980.58	4,776.48
营业外收入	1,060.16	405.15	500.00	500.00	500.00
营业外支出	161.32	149.21	158.93	156.49	154.87
利润总额	900.89	4,332.04	9,373.77	4,324.09	5,121.61
所得税	407.66	282.50	2,343.44	1,081.02	1,280.40
净利润	493.23	4,049.54	7,030.33	3,243.07	3,841.21
少数股东损益	-211.18	-162.98	-703.03	-486.46	-576.18
归属于母公司净利润	704.41	4,212.52	7,733.36	3,729.53	4,417.39
每股收益(元)	0.08	0.45	0.83	0.40	0.47

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	9.62%	26.48%	40.16%	34.95%	17.17%
营业利润	-100.34%	198540%	121.60%	-55.93%	19.99%
归属于母公司净利润	-19.27%	498.02%	83.58%	-51.77%	18.44%
获利能力					
毛利率	14.36%	14.10%	14.50%	14.59%	14.62%
净利率	0.47%	2.24%	2.94%	1.05%	1.06%
ROE	1.07%	5.34%	10.73%	4.99%	5.68%
ROIC	3.03%	19.59%	35.65%	73.67%	-1729.92%

偿债能力	2016	2017	2018E	2019E	2020E
资产负债率	49.02%	46.83%	60.00%	61.62%	63.85%
净负债率	24.78%	30.81%	32.03%	58.44%	73.21%
流动比率	1.34	1.37	1.15	1.16	1.16
速动比率	1.11	1.08	0.87	0.86	0.86
营运能力					
应收账款周转率	35.76	25.91	27.48	29.14	27.45
存货周转率	10.46	11.41	11.05	11.12	11.15
总资产周转率	1.32	1.28	1.52	1.81	1.95
每股指标(元)					
每股收益	0.08	0.45	0.83	0.40	0.47
每股经营现金流	0.41	-0.71	1.83	0.84	0.96
每股净资产	7.06	8.48	7.74	8.02	8.35
估值比率					
市盈率	168.12	28.11	15.31	31.75	26.81
市净率	1.80	1.50	1.64	1.59	1.52
EV/EBITDA	37.44	9.87	4.62	7.33	5.19
EV/EBIT	147.89	13.59	5.37	10.04	6.92

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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com