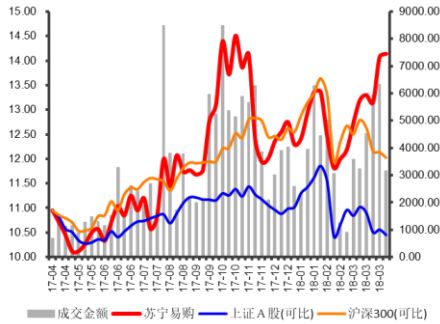


## 商贸零售

报告原因：年报点评

2018年4月3日

公司近一年市场表现



### 市场数据：2018年4月3日

|              |             |
|--------------|-------------|
| 收盘价(元)：      | 14.14       |
| 年内最高/最低(元)：  | 15.05/9.83  |
| 流通A股/总股本(亿)： | 50.49/93.10 |
| 流通A股市值(亿)：   | 714         |
| 总市值(亿)：      | 1316        |

### 基础数据：2017年12月31日

|            |       |
|------------|-------|
| 基本每股收益：    | 0.45  |
| 每股净资产(元)：  | 8.48  |
| 每股资本公积(元)： | 3.86  |
| 净资产收益率：    | 5.82% |

分析师：张旭

执业证书编号：S0760511010001

E-mail: zhangxu@sxzq.com

研究助理：谷茜

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

## 苏宁易购 (002024.SZ)

智慧零售多业态融合，打造全渠道消费场景

维持

增持

公司研究/年报点评

### 事件描述

公司于3月31日发布2017年年报，公司实现营业收入1,879.28亿元，同比增长26.48%；实现利润总额43.32亿元，同比增长380.86%；归属于上市公司股东的净利润42.13亿元，同比增长498.02%。

### 事件点评

➢ **用户体验与行业效率并存，智慧零售持续发力。**2017年包括通讯器材、体育用品和化妆品品类在内的消费升级类产品均保持超过10%的较快增长，消费升级态势愈发明显。公司以覆盖国内297个城市的3867家线下自营门店为基础，形成了不同场景的店面经营业态；线上持续发挥苏宁易购的品牌优势，通过丰富产品、优化体验，成为紧随淘宝、京东其后的第三大综合类购物平台。在互联网技术的支持下，公司已经打通商品服务与会员体系的线上线下一体化协同，公司推出的超级会员“SUPER VIP”更进一步增强了客户黏性；通过大数据的应用，公司深入挖掘消费者需求，实现精准营销，提高了线上客流转率，同时提高了供应商的品牌形象，更好的引导生产，提高经营效率，实现了共赢。2017年，苏宁的智慧零售模式已经取得了良好的经营表现，通过结合商品和顾客的属性，实现了对“人货场”的全面构建，形成用户体验与行业效率并存的互联网渠道。

➢ **全渠道布局，多业态并行。**2017年以来，公司各零售业态快速成长，苏宁易购直营店、苏宁小店、苏宁红孩子店、苏宁零售云加盟店都进入了快速复制阶段。苏宁已经形成了“一大、两小、多专”的业态产品族群，“一大”是指15个苏宁易购广场，面积约为3-8万平方米的商业综合体，依托自有O2O生态圈资源，打造智慧零售极致体验；“两小”是指23家苏宁小店与2215家苏宁易购直营店，小店面积为80-200平方米，是公司布局社区、城市CBD、交通站点的便民服务店，易购店则是公司下沉县域乡镇市场的智慧零售端口，面积为200-700平方米；“多专”是指专注于垂直类目经营的，如家电3C、母婴、超市、家居生活等业态店面，在不同区域拥有不同标准，包括云店323家，常规店1144家和县镇店32家。除此之外，苏宁红孩子（53家）运营逐步成熟，是公司重要的家庭体验式消费场景，其丰富的业态功能对客流量和客单价的提升有较大的动力；公司还将打造以“生鲜+餐饮+超市”为消费方式的复合业态精品超市“苏鲜生”（9家）。公司以涵盖购物中心、直营加盟店、超市便利店的各类实体零售业态，完全打通线上流量与线下资源，构成了公司的全渠道消费场景，为多业态融合与升级迭代提供了基础条件。

### 投资建议

➢ 2017年公司全渠道经营模式拥有较强的规模效应，通过优化店面结构和强化现金管理实现了三项费用率同比0.94%的下调。我们看好公司坚守渠道的品牌经营能力和顾客服务的本质，及其打造苏宁自主IP智慧零售模式的领先水平，预计公司2018-2020年EPS分别为0.18/0.29/0.36，对应公司4月3日收盘价14.14元，2018-2020年PE分别为78.35X/48.25X/39.82X，给予“增持”评级。

### 存在风险

➢ 消费升级不达预期；市场竞争激烈，获客成本增高；门店复制不及预期。

| 资产负债表          |         |         |         |         | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|---------|---------|---------|---------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元         |         |         |         |         | 单位:百万元          |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2017    | 2018E   | 2019E   | 2020E   | 会计年度            | 2017        | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
| <b>流动资产</b>    | 87,830  | 128,299 | 185,509 | 219,394 | <b>营业收入</b>     | 187,928     | 237,447      | 298,803      | 353,275      |
| 现金             | 34,030  | 47,489  | 59,761  | 70,655  | 营业成本            | 161,432     | 204,489      | 256,463      | 301,803      |
| 应收账款           | 9,308   | 8,522   | 12,012  | 14,805  | 营业税金及附加         | 729         | 960          | 1,180        | 1,398        |
| 其他应收款          | 7,079   | 6,606   | 9,294   | 11,375  | 销售费用            | 20,636      | 26,404       | 33,018       | 38,825       |
| 预付账款           | 8,668   | 11,519  | 14,182  | 15,955  | 管理费用            | 4,864       | 5,889        | 7,321        | 8,549        |
| 存货             | 18,967  | 24,345  | 30,167  | 35,630  | 财务费用            | 306         | 521          | 1,750        | 2,895        |
| 其他流动资产         | 9,778   | 29,817  | 60,092  | 70,974  | 资产减值损失          | 513         | (10)         | 282          | 245          |
| <b>非流动资产</b>   | 69,447  | 29,084  | 28,069  | 26,635  | 公允价值变动收益        | 19          | (907)        | 413          | 27           |
| 长期投资           | 1,767   | 802     | 996     | 1,189   | 投资净收益           | 4,300       | 2,467        | 2,738        | 3,168        |
| 固定资产           | 14,445  | 13,530  | 12,616  | 11,701  | <b>营业利润</b>     | 4,076       | 754          | 1,940        | 2,754        |
| 无形资产           | 8,216   | 7,650   | 7,132   | 6,649   | 营业外收入           | 405         | 1,044        | 836          | 762          |
| 其他非流动资产        | 45,019  | 7,101   | 7,326   | 7,096   | 营业外支出           | 149         | 159          | 156          | 155          |
| <b>资产总计</b>    | 157,277 | 157,383 | 213,578 | 246,029 | <b>利润总额</b>     | 4,332       | 1,638        | 2,620        | 3,361        |
| <b>流动负债</b>    | 64,264  | 105,642 | 160,818 | 190,420 | 所得税             | 283         | 246          | 393          | 504          |
| 短期借款           | 8,686   | 29,778  | 65,546  | 82,543  | <b>净利润</b>      | 4,050       | 1,392        | 2,227        | 2,857        |
| 应付账款           | 13,095  | 17,548  | 22,667  | 25,685  | 少数股东损益          | (163)       | (288)        | (501)        | (449)        |
| 其他流动负债         | 42,482  | 58,316  | 72,604  | 82,192  | <b>归属母公司净利润</b> | 4,213       | 1,680        | 2,728        | 3,306        |
| <b>非流动负债</b>   | 9,385   | 11,078  | 10,761  | 11,499  | EBITDA          | 5,610       | 2,738        | 5,116        | 7,040        |
| 长期借款           | 2,854   | 2,854   | 2,854   | 2,854   | EPS (元)         | 0.45        | 0.18         | 0.29         | 0.36         |
| 其他非流动负债        | 6,532   | 8,224   | 7,907   | 8,645   |                 |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 73,649  | 116,720 | 171,578 | 201,919 | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 4,669   | 4,382   | 3,880   | 3,431   | <b>会计年度</b>     | <b>2017</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> |
| 股本             | 9,310   | 9,310   | 9,310   | 9,310   | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积           | 35,980  | 4,518   | 4,518   | 4,518   | 营业收入            | 26.48%      | 26.35%       | 25.84%       | 18.23%       |
| 留存收益           | 21,363  | 22,367  | 24,017  | 26,274  | 营业利润            | 198540.16%  | -81.51%      | 157.47%      | 41.92%       |
| 归属母公司股东权益      | 78,958  | 36,195  | 37,845  | 40,102  | 归属于母公司净利润       | 498.02%     | -60.11%      | 62.38%       | 21.17%       |
| <b>负债和股东权益</b> | 157,277 | 157,296 | 213,304 | 245,452 | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
|                |         |         |         |         | 毛利率(%)          | 14.10%      | 13.88%       | 14.17%       | 14.57%       |
|                |         |         |         |         | 净利率(%)          | 2.24%       | 0.71%        | 0.91%        | 0.94%        |
|                |         |         |         |         | ROE(%)          | 4.84%       | 3.43%        | 5.34%        | 6.56%        |
|                |         |         |         |         | ROIC(%)         | 18.80%      | 8.17%        | 5.04%        | 4.85%        |
|                |         |         |         |         | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
|                |         |         |         |         | 资产负债率(%)        | 46.83%      | 74.20%       | 80.44%       | 82.26%       |
|                |         |         |         |         | 净负债比率(%)        | 22.65%      | 26.85%       | 42.37%       | 60.57%       |
|                |         |         |         |         | 流动比率            | 1.37        | 1.21         | 1.15         | 1.15         |
|                |         |         |         |         | 速动比率            | 1.07        | 0.98         | 0.97         | 0.97         |
|                |         |         |         |         | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
|                |         |         |         |         | 总资产周转率          | 1.28        | 1.51         | 1.61         | 1.54         |
|                |         |         |         |         | 应收账款周转率         | 97.99       | 97.70        | 112.36       | 99.41        |
|                |         |         |         |         | 应付账款周转率         | 14.69       | 15.50        | 14.86        | 14.61        |
|                |         |         |         |         | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
|                |         |         |         |         | 每股收益(最新摊薄)      | 0.45        | 0.18         | 0.29         | 0.36         |
|                |         |         |         |         | 每股经营现金流(最新摊薄)   | (0.71)      | (0.91)       | (2.35)       | (0.50)       |
|                |         |         |         |         | 每股净资产(最新摊薄)     | 8.48        | 3.89         | 4.06         | 4.31         |
|                |         |         |         |         | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
|                |         |         |         |         | P/E             | 31.3        | 78.3         | 48.3         | 39.8         |
|                |         |         |         |         | P/B             | 1.7         | 3.6          | 3.5          | 3.3          |
|                |         |         |         |         | EV/EBITDA       | 10.33       | 61.79        | 39.75        | 31.18        |

| 现金流量表          |         |          |          |         |
|----------------|---------|----------|----------|---------|
| 单位:百万元         |         |          |          |         |
| 会计年度           | 2017    | 2018E    | 2019E    | 2020E   |
| <b>经营活动现金流</b> | (6,605) | (8,477)  | (21,855) | (4,628) |
| 净利润            | 4,050   | 1,680    | 2,728    | 3,306   |
| 折旧摊销           | 2,100   | 1,463    | 1,425    | 1,391   |
| 财务费用           | 399     | 521      | 1,750    | 2,895   |
| 投资损失           | (4,300) | (2,467)  | (2,738)  | (3,168) |
| 营运资金变动         | 931     | (8,470)  | (25,216) | (8,875) |
| 其他经营现金流        | (9,785) | (1,205)  | 195      | (177)   |
| <b>投资活动现金流</b> | 13,437  | 35,773   | 2,143    | 2,950   |
| 资本支出           | 0       | 0        | 0        | 0       |
| 长期投资           | (1,355) | 969      | (194)    | (193)   |
| 其他投资现金流        | 14,792  | 34,804   | 2,337    | 3,143   |
| <b>筹资活动现金流</b> | (911)   | (8,647)  | 32,449   | 12,406  |
| 短期借款           | 2,527   | 21,092   | 35,768   | 16,997  |
| 长期借款           | 2,836   | 0        | 0        | 0       |
| 普通股增加          | 0       | 0        | 0        | 0       |
| 资本公积增加         | 145     | (31,463) | 0        | 0       |
| 其他筹资现金流        | (6,418) | 1,724    | (3,320)  | (4,591) |
| <b>现金净增加额</b>  | 5,922   | 18,649   | 12,737   | 10,727  |

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。