

2018年05月14日

苏宁易购 (002024.SZ)

## 员工持股激励程度空前，发力零售+物流+金融三大板块

■事件：公司拟以3月9日至4月4日期间回购的7307.09万股股票实行第三期员工持股计划，持股对象主要为公司董事、高管与零售、物流、金融三大业务体系中高层人员及业务骨干，购买回购股票的价格为6.84元/股。本次员工持股计划附业绩考核指标，即公司2018年度营业收入较2017年度营业收入的增长幅度不低于30%。本计划锁定期为12个月，若业绩指标达成，则在锁定期满后12/24/36个月内，可累计出售初始持股总数的40%/70%/100%。本计划尚需5月30日公司第四次临时股东大会通过。

■本次持股认购价格较低，业绩承诺有望推动公司业绩增长。①本次员工持股计划购买回购股票的价格为6.84元/股，为董事会决议公告日前1个交易日股票交易均价的50.18%。比较历次公司员工持股计划，前两次持股计划价格分别为7.68(收盘价)、15.23(前20日均价的90%)，本次员工持股计划激励程度更大。②本次员工持股计划首次加入了业绩承诺，即公司2018年度营业收入较2017年度营业收入的增长幅度不低于30% (2017年公司营收增速为26.48%)，加入业绩承诺有助于进一步激发员工积极性，同时30%的增速指标相对2017年增速(26.48)是一个相对可实现的合理增速指标。

■对比之前员工持股计划，公司业绩与研发力度在持股计划后一般会迎来较大增长。2014年公司第一期员工持股计划实施后，2015年公司营收增速达到24.44%/+20.99pct，研发费用率0.74%/+0.67pct。2016年第二期员工持股计划完成后，2017年公司营收增速为26.48%/+16.86pct，研发费用率为0.97%/+0.12pct。预计随着本次第三期员工持股计划的推行，2018年公司将迎来业绩的进一步释放。

■公司将持续围绕零售、物流、金融三大业务板块进一步巩固核心能力，深化互联网零售模式，提高市场竞争力。本员工持股计划的对象主要为公司零售、物流、金融三大业务体系的中高层人员及业务骨干，体现出公司布局三大板块的决心。①零售方面持续推进全渠道发展、全品类经营。渠道发展方面，线下持续优化、创新店面业态，多样化业态店面加速落地，形成了覆盖不同市场、满足不同消费群体的线下连锁网络。公司注重门店经营质量提升，依托店面互联网化、数据工具的应用，有效挖掘消费需求，精准营销，报告期内公司在大陆地区家电3C店可比店面收入同比增长4.17%。线上平台聚焦流量经营、

公司快报

证券研究报告

连锁

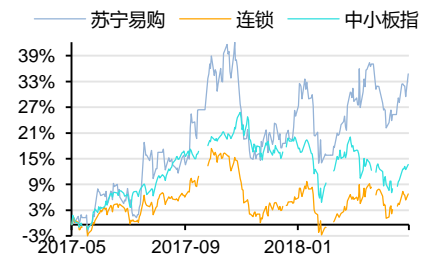
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价：**16.76元**  
股价(2018-05-14) **13.96元**

### 交易数据

总市值(百万元)	129,968.15
流通市值(百万元)	70,484.95
总股本(百万股)	9,310.04
流通股本(百万股)	5,049.07
12个月价格区间	10.20/14.72元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.96	11.94	21.83
绝对收益	2.95	16.33	36.85

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024  
huangsh@essence.com.cn  
021-35082092

### 相关报告

苏宁易购：2017年年报点评/杜一帆 2018-04-01

商品经营及会员营销，不断丰富商品类别，增强用户粘性，拉动平台交易规模增长。截至 2017 年底，苏宁易购 APP 月活跃用户数较年初增长 105.73%。商品经营方面，继续巩固公司在家电、3C 品类的优势，并通过加强定制包销及单品运作提升商品毛利；生活电器、母婴及超市等新品类不断优化仓储布局，提升用户购物体验；基于公司线上平台用户特点，优化平台商户结构，增加家装、建材、百货、体育等品类商户的引进。②物流方面围绕用户服务时效，持续加强物流基础网络建设，丰富物流服务产品进，提升服务体验。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。③金融方面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%。

■投资建议：员工持股计划进行到第三期，激励程度相比前两期更强。同时 30%的营收增速业绩承诺有利于 2018 年公司业绩释放。我们预计公司 2018 年-2020 年的收入增速分别为 30.8%、22.8%、21.7%，净利润增速分别为-77.2%、127.8%、5.7%，EPS 分别为 0.10、0.24、0.25，PE 为 130.0x56.8x53.4x,成长性突出；买入-A 投资评级，6 个月目标价 16.76 元。

■风险提示：业绩承诺未达成、金融风险

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	148,585.3	187,927.8	245,781.1	301,769.9	367,123.8
净利润	704.4	4,212.5	960.2	2,187.5	2,312.3
每股收益(元)	0.08	0.45	0.10	0.24	0.25
每股净资产(元)	7.06	8.48	5.93	6.72	6.93

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	177.2	29.6	130.0	56.8	53.4
市净率(倍)	1.9	1.6	2.3	2.0	1.9
净利润率	0.5%	2.2%	0.4%	0.7%	0.6%
净资产收益率	1.1%	5.3%	1.7%	3.5%	3.6%
股息收益率	0.5%	0.0%	0.4%	0.8%	0.6%
ROIC	3.0%	19.6%	7.0%	-96.0%	29.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

事件:公司拟以3月9日至4月4日期间回购的7307.09万股股票实行第三期员工持股计划。本次员工持股计划附业绩考核指标,即公司2018年度营业收入较2017年度营业收入的增长幅度不低于30%。

点评:

1) 本次持股认购价格较低,业绩承诺有望推动公司业绩增长。①本次员工持股计划购买回购股票的价格为6.84元/股,为董事会决议公告日前1个交易日股票交易均价的50.18%。比较历次公司员工持股计划,前两次持股计划价格分别为7.68(收盘价)、15.23(前20日均价的90%),本次员工持股计划激励程度更大,更有助于发挥公司员工积极性。②本次员工持股计划首次加入了业绩承诺,即公司2018年度营业收入较2017年度营业收入的增长幅度不低于30%(2017年公司营收增速为26.48%),若业绩考核指标未达成,员工在锁定期届满后出售其持有的全部标的股票所获得的资金归属于公司,公司应以该资金额为限返还持有人原始出资及利息,加入业绩承诺有助于进一步激发员工积极性,同时30%的增速指标相对2017年增速是一个相对可实现的合理增速指标。

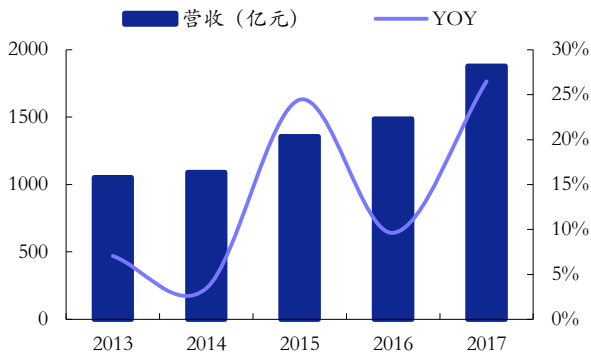
表1:三次员工持股计划比较

方式	业绩承诺	持股对象及目的	认购价格
第一期 二级市场 购买设立 定向资产 管理计划	无	线上线下运营管理、商品经营、物流、服务等业务体系中高层人员; 以及技术开发体系、职能管理体系的中高层人员。	2014年9月2日收盘价 7.68元
第二期 认购非公 开发行股 票	无	董事、监事和高管; 公司线上线下运营管理、商品供应链经营、物流服务等业务体系中高层人员; 技术开发体系骨干; 职能管理体系中高层人员及特殊贡献的其他员工	不低于定价基准日前二十个交易日公司股票交易均价的90%,15.23
第三期 公司回购 股票	公司2018年度营业收入较2017年度营业收入的增长幅度不低于30% 若业绩考核指标未达成,员工在锁定期届满后出售其持有的全部标的股票所获得的资金归属于公司,公司应以该资金额为限返还持有人原始出资及利息	董事、高级管理人员; 零售、物流、金融三大业务体系的中高层人员及业务骨干; 技术开发体系核心技术人员,职能管理体系的中高层人员; 以及对公司经营业绩和未来发展有直接影响的其他员工	董事会决议公告日前1个交易日股票交易均价的50.18%,6.48

资料来源:公司公告,安信证券研究中心

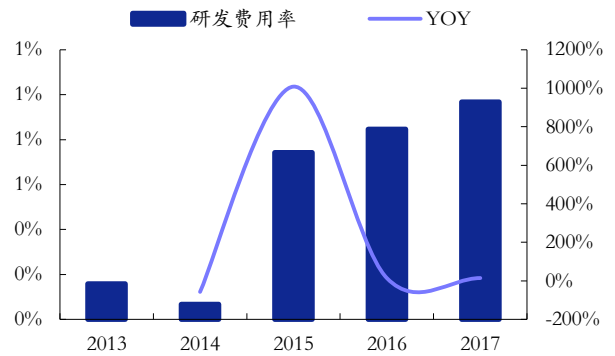
2) 对比之前员工持股计划,公司业绩与研发力度在持股计划后一般会迎来较大增长。2014年公司第一期员工持股计划实施后,2015年公司营收增速达到24.44%/+20.99pct,研发费用率0.74%/+0.67pct。2016年第二期员工持股计划完成后,2017年公司营收增速为26.48%/+16.86pct,研发费用率为0.97%/+0.12pct。预计随着本次第三期员工持股计划的推行,2018年公司将迎来业绩的进一步释放。

图 1：公司营收变化图



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 2：研发费用率变化图



资料来源：wind，安信证券研究中心

**3) 公司将持续围绕零售、物流、金融三大业务板块进一步巩固核心能力，深化互联网零售模式，提高市场竞争力。**本员工持股计划的对象涵盖公司董事、高级管理人员，公司零售、物流、金融三大业务体系的中高层人员及业务骨干，技术开发体系核心技术人员，职能管理体系的中高层人员以及公司认为对公司经营业绩和未来发展有直接影响的其他员工。参加本员工持股计划的员工总人数不超过 1,600 人，其中参与本员工持股计划的董事（不含独立董事）和高级管理人员共计 9 人。

**①零售方面持续推进全渠道发展、全品类经营。**渠道发展方面，线下持续优化、创新店面业态，多样化业态店面加速落地，形成了覆盖不同市场、满足不同消费群体的线下连锁网络。公司注重门店经营质量提升，依托店面互联网化、数据工具的应用，有效挖掘消费需求，精准营销，报告期内公司在大陆地区家电 3C 店可比店面收入同比增长 4.17%。线上平台聚焦流量经营、商品经营及会员营销，不断丰富商品类别，增强用户粘性，拉动平台交易规模增长。截至 2017 年 12 月，苏宁易购 APP 月活跃用户数较年初增长 105.73%。**商品经营方面，继续巩固公司在家电、3C 品类的优势，并通过加强定制包销及单品运作提升商品毛利；生活电器、母婴及超市等新品类不断优化仓储布局，提升用户购物体验；基于公司线上平台用户特点，优化平台商户结构，增加家装、建材、百货、体育等品类商户的引进。**

**②物流方面围绕用户服务时效，持续加强物流基础网络建设，物流服务产品进一步丰富，服务体验不断提升。**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。

**③金融方面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%。



## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

黄守宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn	
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn	
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
	高思雨	021-35082350	gaosy@essence.com.cn	
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
		范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
巢莫雯		0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

范洪群 胡珍 周蓉 姜雪 高思雨 李倩 张莹 王秋实 田星汉

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034