

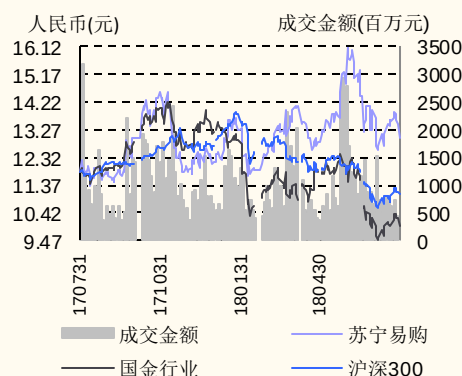
苏宁易购 (002024.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 12.98 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	5,846.75
总市值(百万元)	120,844.31
年内股价最高最低(元)	16.14/11.35
沪深 300 指数	3515.08
中小板综	9362.70



相关报告

- 1.《苏宁易购深度报告-苏宁易购智慧零售生态解析一：从零售云看公...》，2018.6.12
- 2.《苏宁易购深度报告-王者归来：智慧零售释能，线上线下共舞》，2018.6.3

智慧零售持续释能，构建无限渠道场景
-1H18 业绩快报点评

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.130	0.452	0.774	0.347	0.546
每股净资产(元)	7.06	8.48	9.51	9.76	10.21
每股经营性现金流(元)	0.35	-0.76	1.68	1.18	1.58
市盈率(倍)	88.36	27.16	18.93	42.18	26.85
净利润增长率(%)	38.27%	249.18%	71.06%	-55.13%	57.08%
净资产收益率(%)	1.84%	5.34%	7.89%	3.45%	5.18%
总股本(百万股)	9,310.04	9,310.04	9,310.04	9,310.04	9,310.04

来源：公司年报、国金证券研究所

事件概述

- 2018 年 1-6 月公司实现营业收入 1107.86 亿元，同比增长 32.29%。实现商品销售规模 1513.19 亿元，同比增长 44.63%。实现线上平台商品交易规模 883.22 亿元，同比增长 76.51%，其中自营商品销售规模 634.53 亿元，同比增长 53.40%；开放平台商品交易规模 248.69 亿元，同比增长 186.71%。

经营分析

- **智慧零售战略持续释能，公司进入高速增长阶段。**在消费增速下滑的大背景下，公司 2018 年营业收入增速连续两个季度突破 30%，上半年营收增速达 32.29%，归母净利润增速达 1957.38%（剔除出售阿里股份影响增速为 35.85%），证明了智慧零售战略的优越性。我们认为，未来智慧零售将持续发力，为公司带来增长动力。
- **线下业务：加快“二大、一小、多专”门店布局。**2018 年上半年公司大力推进既定门店布局，深耕低线城市及社区市场。截至 6 月 30 日公司合计拥有各类自营店面 4813 家，自营店面面积 538.20 万平方米。苏宁小店达 732 家，苏宁易购零售云 765 家，苏宁易购直营店 2392 家。
- **线上业务：线上与线下深度融合，继续保持高速增长。**报告期内公司进一步丰富家居生活、超市百货等类目商品，加强经营与广告宣传，增加新用户获取，提高用户转化率和复购率。2018 年上半年公司线上平台继续保持快速增长，商品交易总规模同比增长 76.51%，开放平台商品交易规模增速达 186.71%。

投资建议

- 我们认为苏宁易购智慧零售战略加速释能，公司迎来新一轮成长周期：（1）线上业务高速增长，第三方平台有望爆发；（2）线下业务升级成功，实现全渠道、全品类购物场景；（3）物流和金融业务完善生态闭环，提升整体服务能力。我们预计 2018-2020 年公司营业收入分别为 2443.48 亿元、3211.82 亿元、4207.83 亿元，同比增长分别为 30.0%、31.4%、31.0%，对应 PS 分别为 0.60、0.46、0.35。以京东为可比公司，我们给予公司 2018 年 0.82 倍 PS，测算公司未来 6-12 个月 21.5 元目标价，给予公司“买入”评级。

风险提示

- 消费需求不及预期、行业竞争加剧、线下门店扩张不及预期

赵令伊 分析师 SAC 执业编号：S1130517090001
zhaolingyi@gjzq.com.cn

内容目录

一、智慧零售释能，双线融合优势显著.....	3
二、线下构筑全品类、全渠道购物场景.....	4
三、线上业务保持高速增长，会员体系不断扩大.....	4
四、投资建议.....	5
五、风险提示.....	5

图表目录

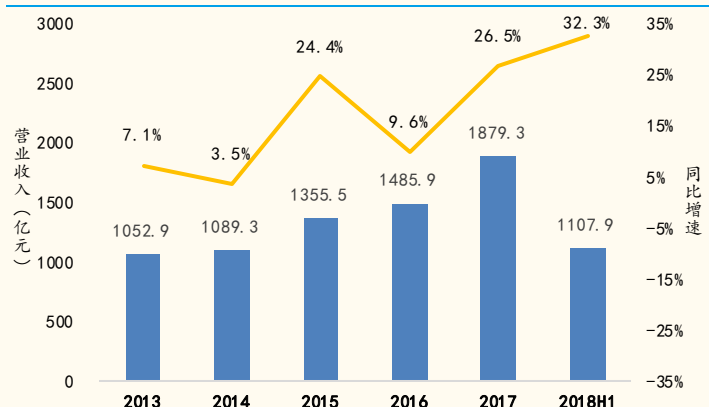
图表 1：公司 2018 年上半年营收增速达 32.3%.....	3
图表 2：公司 2018 年上半年归母净利润增速达 19.57 倍.....	3
图表 3：2018 年上半年公司费用率为 13.79%.....	3
图表 4：公司拥有自营店面 4813 家，苏宁易购广场 15 个，苏宁易购零售云 765 家.....	4

一、智慧零售释能，双线融合优势显著

2018 年上半年，公司商品销售规模为 1513.19 亿元，同比增长 44.63%。线上平台商品交易规模为 883.22 亿元，同比增长 76.51%，其中自营商品销售规模 634.53 亿元，同比增长 53.40%；开放平台商品交易规模 248.69 亿元，同比增长 186.71%。

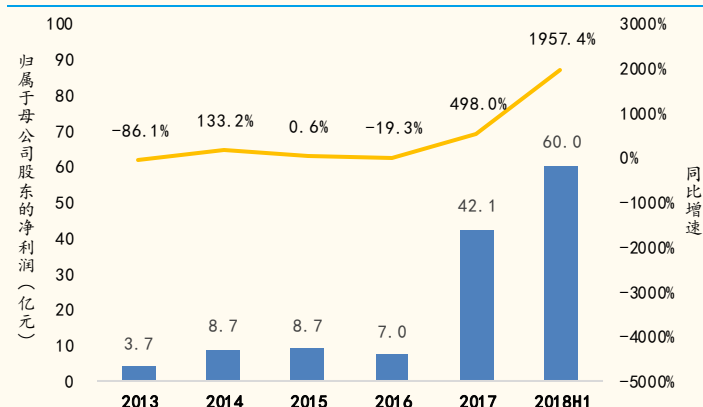
2018 年上半年，公司实现营业收入为 1107.86 亿元，同比增长 32.29%。实现利润总额为 59.15 亿元，同比增长 1816.78%。实现归属于上市公司股东的净利润为 59.97 亿元，同比增长 1957.38%。公司基于整体发展战略安排出售了部分阿里巴巴股份，实现净利润约 56.01 亿元（财务影响的具体情况最终将以公司经审计的财务报告为准）。若不考虑出售阿里巴巴股份出售带来的利润影响，公司实现归属于上市公司股东的净利润约为 3.96 亿元，同比增长 35.85%。

图表 1：公司 2018 年上半年营收增速达 32.3%



来源：Wind，国金证券研究所

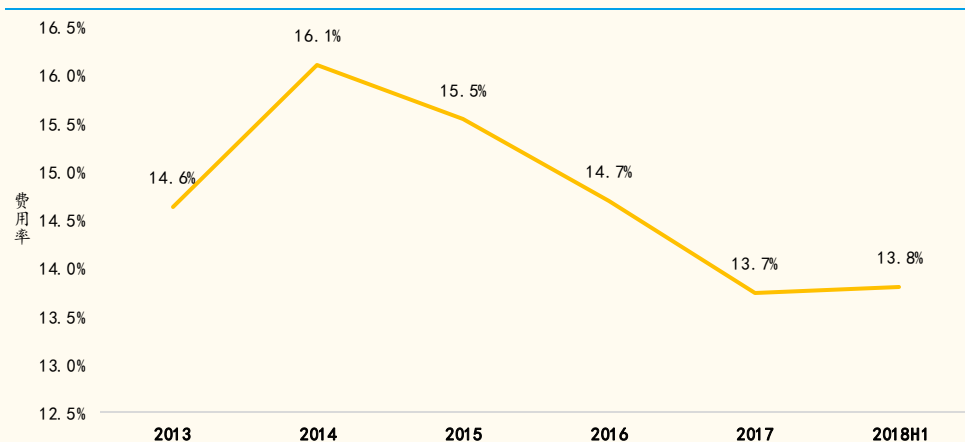
图表 2：公司 2018 年上半年归母净利润增速达 19.57 倍



来源：Wind，国金证券研究所

2018 年上半年，公司费用率约为 13.79%，同比下降 0.06%，较 2017 年全年上涨 0.1%。上半年公司加强费用管控，注重投入产出：（1）运营费用率同比下降了 0.11%。由于公司全渠道经营模式较强的规模效应，在收入较快增长的同时，租金、装修、水电、折旧等固定费用率下降较快，运营费用率下降；（2）人员费用率阶段性有所上升。公司加强了在 IT、开发以及新品类运营等方面的人员储备；（3）为拉动销售，广告促销投入加大；（4）公司子公司短期借款规模增加，利息支出有所增加；（5）随着线上销售规模快速提升，手续费增加较快，财务费用率同比略有提升。

图表 3：2018 年上半年公司费用率为 13.79%



来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

二、线下构筑全品类、全渠道购物场景

2018 年上半年，公司加快“二大、一小、多专”门店布局。截至 6 月 30 日，公司合计拥有各类自营店面 4813 家，其中苏宁小店 732 家，苏宁易购直营店 2392 家，家电 3C 家居生活专业店 1536 家，苏宁红孩子店 77 家，苏鲜生超市 10 家，海外门店 66 家。自营店面面积 538.20 万平方米。拥有苏宁易购广场 15 个，苏宁易购零售云 765 家

随着公司经营模式的逐渐成熟，经营管理能力的持续提升，商品结构的进一步优化，互联网化运营能力逐步提升，公司经营质量稳步提增。2018 年上半年，公司家电 3C 家居生活专业店可比门店销售收入同比增长 5.26%，苏宁易购直营店可比门店销售收入同比增长 24.74%，苏宁红孩子店可比门店销售收入同比增长 49.08%。

图表 4：公司拥有自营店面 4813 家，苏宁易购广场 15 个，苏宁易购零售云 765 家

门店类型	2018 年上半年主要业绩	截止 6 月 30 日门店数量
苏宁易购广场	● 签约 4 个苏宁易购广场项目； ● 与恒大地产共同投资成立深圳市恒宁商业发展有限公司	15 个
苏宁小店	● 加快选址开发及储备 ● 围绕供应链、互联网运营、团队建设等工作进行持续的优化	新开 709 家（不含拟收购的上海迪亚天天店面 308 家） 共计 732 家
苏宁易购直营店	● 进一步丰富直营店经营品类，引进母婴、生活家居等商品	新开 349 家 升级置换/关闭直营店 172 家 共计 2392 家
苏宁易购零售云	● 进一步完善零售云体系在商品供应链、物流、IT、金融服务等方面的建设，以更好的赋能加盟商及运营输出	新开 726 家， 储备近 700 家加盟店资源 共计 765 家
家电 3C 家居生活专业店	● 加强空白商圈的布局 ● 不断升级优化店面，提升店面经营绩效 ● 探索与家装建材、商超等业态的合作，创新店业态及模式。	新开常规店（旗舰店、中心店、社区店）47 家 新开苏宁易购云店 21 家，升级改造 19 家，置换/关闭 31 家 共计门店 1536 家，其中常规店 1144 家（旗舰店 100 家 中心店 376 家、社区店 668 家）、云店 363 家、县镇店 29 家
苏宁红孩子店	● 继续探索店面模型，完善选址、开发建设标准及流程	新开 25 家、关闭 1 家 共计 77 家
苏鲜生超市		新开 1 家 共计 10 家
海外市场		香港地区：新开 4 家，关闭 3 家，共计 26 家 日本市场：关闭 3 家，共计 40 家

来源：公司公告，国金证券研究所

三、线上业务保持高速增长，会员体系不断扩大

公司线上业务与线下业务形成协同效应，进一步丰富家居生活、超市百货等类目商品，加强经营与广告宣传，增加新用户获取，提高用户转化率和复购率。2018 年上半年，线上业务继续保持高速增长，商品交易总规模为 883.22 亿元，同比增长 76.51%，其中自营实体商品销售规模 634.53 亿元，同比增长 53.40%，开放平台商品交易规模为 248.69 亿元，同比增长 186.71%。

截至 6 月 30 日，公司零售体系注册会员数量 3.57 亿。2018 年 6 月苏宁易购 APP 月度活跃用户数同比增长 64.34%。2018 年 618 大促期间苏宁易购移动端订单数量占线上整体比例达到 92.86%。

四、投资建议

我们认为苏宁易购智慧零售战略加速释能，公司迎来新一轮成长周期：(1) 线上业务高速增长，第三方平台有望爆发；(2) 线下业务升级成功，实现全渠道、全品类购物场景；(3) 物流和金融业务完善生态闭环，提升整体服务能力。我们预计 2018-2020 年公司营业收入分别为 2443.48 亿元、3211.82 亿元、4207.83 亿元，同比增长分别为 30.0%、31.4%、31.0%，对应 PS 分别为 0.60、0.46、0.35。以京东为可比公司，我们给予公司 2018 年 0.82 倍 PS，测算公司未来 6-12 个月 21.5 元目标价，给予公司“买入”评级。

五、风险提示

- **消费需求不及预期：**宏观经济发展减速，居民可支配收入降低，消费终端需求增长与预判相差过大。
- **家电 3C 行业竞争加剧：**家电 3C 行业竞争加剧，同业其它企业的扩张可能会对公司市场规模和毛利率产生影响。
- **线下门店扩张不及预期：**新扩门店资金需求不足、新门店业绩不佳等因素可能导致线下门店扩张速度放缓。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	135,548	148,585	187,928	244,348	321,182	420,783
增长率		9.6%	26.5%	30.0%	31.4%	31.0%
主营业务成本	-115,981	-127,248	-161,432	-209,999	-275,725	-360,818
%销售收入	85.6%	85.6%	85.9%	85.9%	85.8%	85.7%
毛利	19,566	21,338	26,496	34,349	45,457	59,965
%销售收入	14.4%	14.4%	14.1%	14.1%	14.2%	14.3%
营业税金及附加	-586	-583	-729	-948	-1,246	-1,633
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-16,645	-17,451	-20,636	-26,145	-34,045	-44,182
%销售收入	12.3%	11.7%	11.0%	10.7%	10.6%	10.5%
管理费用	-4,291	-3,946	-4,864	-5,864	-7,387	-9,257
%销售收入	3.2%	2.7%	2.6%	2.4%	2.3%	2.2%
息税前利润 (EBIT)	-1,955	-643	267	1,391	2,778	4,893
%销售收入	-1.4%	-0.4%	0.1%	0.6%	0.9%	1.2%
财务费用	-104	-416	-306	-178	-143	-299
%销售收入	0.1%	0.3%	0.2%	0.1%	0.0%	0.1%
资产减值损失	-198	-350	-513	-381	-429	-480
公允价值变动收益	-7	-34	19	20	30	50
投资收益	1,655	1,445	4,300	6,501	900	1,000
%税前利润	186.1%	103.0%	99.3%	84.9%	26.2%	18.3%
营业利润	-610	504	4,076	7,353	3,137	5,164
营业利润率	-0.5%	0.3%	2.2%	3.0%	1.0%	1.2%
营业外收支	1,499	899	256	300	300	300
税前利润	889	1,403	4,332	7,653	3,437	5,464
利润率	0.7%	0.9%	2.3%	3.1%	1.1%	1.3%
所得税	-131	-408	-283	-497	-223	-355
所得税率	14.8%	29.1%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
净利润	758	995	4,050	7,156	3,214	5,109
少数股东损益	-115	-211	-163	-50	-20	30
归属于母公司的净利润	873	1,206	4,213	7,206	3,234	5,079
净利率	0.6%	0.8%	2.2%	2.9%	1.0%	1.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	758	493	4,050	7,156	3,214	5,109
少数股东损益	-115	-211	-163	-50	-20	30
非现金支出	2,147	1,583	2,049	1,631	1,736	1,851
非经营收益	-3,236	-1,665	-4,187	-5,879	-905	-1,194
营运资金变动	1,447	2,886	-9,002	2,644	4,143	8,873
经营活动现金净流	1,115	3,297	-7,090	5,551	8,187	14,638
资本开支	-2,944	-636	-2,335	-809	-3,814	-4,411
投资	2,176	-39,275	11,374	0	-300	-500
其他	481	299	4,399	6,521	930	1,050
投资活动现金净流	-286	-39,613	13,437	5,712	-3,184	-3,861
股权募资	1,500	35,416	836	0	0	0
债权募资	2,403	2,440	-482	184	2,500	1,521
其他	-829	-1,000	-1,533	-303	-748	-744
筹资活动现金净流	3,073	36,857	-1,179	-118	1,752	777
现金净流量	3,903	542	5,169	11,144	6,755	11,554

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	27,116	27,209	34,030	46,618	45,335	44,265
应收款项	3,115	5,231	9,327	11,246	13,728	16,832
存货	14,005	14,392	18,551	21,863	25,684	31,633
其他流动资产	12,516	35,551	25,125	31,491	32,150	33,402
流动资产	56,752	82,383	87,034	111,217	116,896	126,132
%总资产	64.4%	60.1%	55.3%	61.0%	61.2%	61.9%
长期投资	4,274	28,690	37,126	37,127	37,126	37,126
固定资产	15,207	15,693	17,863	18,134	20,427	23,247
%总资产	17.3%	11.4%	11.4%	9.9%	10.7%	11.4%
无形资产	8,887	7,196	11,674	11,726	12,041	12,361
非流动资产	31,324	54,784	70,243	71,086	74,093	77,733
%总资产	35.6%	39.9%	44.7%	39.0%	38.8%	38.1%
资产总计	88,076	137,167	157,277	182,303	190,989	203,865
短期借款	3,370	10,755	8,913	9,186	11,186	13,186
应付款项	40,166	48,080	52,247	63,997	67,227	73,162
其他流动负债	2,199	2,620	3,104	3,203	3,784	4,615
流动负债	45,735	61,455	64,264	76,386	82,198	90,964
长期贷款	358	18	2,854	2,854	2,854	2,855
其他长期负债	10,058	5,772	6,532	7,088	7,517	7,287
负债	56,151	67,245	73,649	86,328	92,569	101,105
普通股股东权益	30,483	65,710	78,958	91,356	93,821	98,131
少数股东权益	1,443	4,212	4,669	4,619	4,599	4,629
负债股东权益合计	88,076	137,167	157,277	182,303	190,989	203,865

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.118	0.130	0.452	0.774	0.347	0.546
每股净资产	4.129	7.058	8.481	9.506	9.763	10.211
每股经营现金净流	0.151	0.354	-0.762	1.684	1.179	1.582
每股股利	0.084	0.450	0.171	0.080	0.080	0.080
回报率						
净资产收益率	2.86%	1.84%	5.34%	7.89%	3.45%	5.18%
总资产收益率	0.99%	0.88%	2.68%	3.95%	1.69%	2.49%
投入资本收益率	-3.80%	-0.54%	0.25%	1.16%	2.23%	3.72%
增长率						
主营业务收入增长率	24.44%	9.62%	26.48%	30.02%	31.44%	31.01%
EBIT增长率	66.00%	-67.10%	-141.48%	421.39%	99.69%	76.11%
净利润增长率	0.64%	38.27%	249.18%	71.06%	-55.13%	57.08%
总资产增长率	7.16%	55.74%	14.66%	10.64%	4.76%	6.74%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.7	2.2	3.4	3.8	3.6	3.6
存货周转天数	47.3	40.7	37.2	38.0	34.0	32.0
应付账款周转天数	27.5	30.9	28.9	30.0	28.0	26.0
固定资产周转天数	35.7	31.5	27.9	20.5	15.7	12.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-54.51%	-21.69%	-25.77%	-35.39%	-31.48%	-27.65%
EBIT利息保障倍数	-18.8	-1.5	0.9	7.8	19.5	16.4
资产负债率	63.75%	49.02%	46.83%	47.35%	48.47%	49.59%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	2
增持	0	0	0	0	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.60

来源：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-06-03	买入	15.83	21.60~23.00
2	2018-06-13	买入	15.28	20.00~22.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH