

评级：买入（维持）

分析师：彭毅

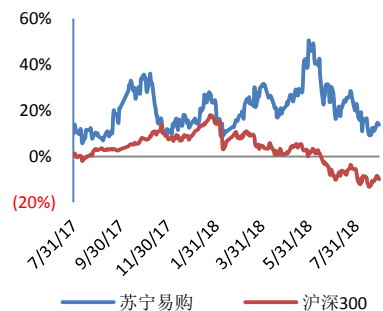
执业证书编号：S0740515100001

电话：

Email: pengyi@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	9,310
流通股本(百万股)	7,311
市价(元)	12.31
市值(百万元)	114,607
流通市值(百万元)	89,994

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 业绩略超预期，服务型收入放量增长，“买入”评级
- 2 如期扭亏，零售向好，服务性收入放量增长
- 3 竞争格局向好，零售脱底向上，物流+金融持续发力

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	148,585	187,928	247,052	317,391	396,415
营业收入增速	9.62%	26.48%	31.46%	28.47%	24.90%
归属于母公司的净利润	704	4,213	6,867	1,805	2,951
净利润增长率	-19.27%	498.02%	63.01%	-73.71%	63.48%
摊薄每股收益(元)	0.08	0.45	0.74	0.19	0.32
每股现金流量					
净资产收益率					
P/E	171.55	28.69	16.64	64.79	38.47
PEG	3.29	-2.56	0.17	1.29	-3.66
P/B	7.06	8.48	7.90	10.50	10.76

备注：

投资要点

■ **事件：2018年H1公司实现营业收入1,106.78亿元，同比+32.16%，归属于母公司净利润为60.03亿元，同比+1,959.41%，若不考虑出售阿里巴巴股份带来的利润影响，公司实现归属于上市公司股东的净利润约为4.02亿元，同比增长37.95%。公司经营活动产生的现金流量净额剔除金融业务影响后为-2.98亿元，同比增长84.90%。2018年上半年公司商品销售规模为1,512.39亿元，同比增长+44.55%。公司预计2018Q3归属于上市公司股东的净利润为1-2亿元。**

■ 报告期内，公司综合毛利率较去年同期增加0.49%，整体费用率水平同比下降0.16%，商业模式的优越性逐步凸显。其中物流费率同比下降0.15%，主要因为公司优化商品仓储布局，通过新设前行仓、平行仓等多种仓储设施，有效提升物流配送效率。租赁费用率同比下降0.82%，主要由于报告期内公司加强门店结构的优化升级，推进门店经营面积的调整，严格控制新开门店的租赁费用，且线下同店增速稳健，家电3C专业店/苏宁易购直营店/红孩子母婴店可比店面销售收入同比增长5.26%/24.74%/49.08%。

■ **线下：加快多业态落地，全方位满足消费者需求；同店增速稳健，线下盈利能力回升。**

报告期内公司进一步调整优化店面商品结构，丰富生活电器、家居生活等类目，提高到店客流；互联网化运营能力逐步提升，门店互动性增强，加强数据工具运用，有效开展精准营销；紧抓旺季促销，有效实施线上线下联动，家电3C专业店可比店面销售收入同比增长5.26%。苏宁易购直营店深耕三四级市场，丰富商品品类，提升经营管理能力，继续保持较快增长，报告期内可比门店销售收入同比增长24.74%。苏宁红孩子母婴店经营模式逐步探索成熟，经营质量稳步提升，报告期内可比门店销售收入同比增长49.08%。苏宁执行线上线下融合的智慧零售模式，打造“一大、两小、多专”的店面业态产品族群，截至6月30日公司合计拥有各类自营店面4,813家，苏宁易购零售云加盟店765家，覆盖中国大陆297个城市、香港地区及日本市场。规模效应凸显带来线下整体盈利能力提升，预计线下毛利率为18-19%，线下净利率为4-5%，重回历史最高水平。

■ **线上：持续丰富商品、优化体验，双线模式带来效益提升；自营GMV增速53.40%，开放平台同比增长186.71%。**

报告期内线上商品交易总规模为883.22亿元（含税），同比增长76.51%，其中自营实体商品销售规模634.53亿元（含税），同比增长53.40%，开放平台商品交易规模为248.69亿元（含税），同比增长186.71%，线上高速增长得到持续确认。报告期内公司在家居生活、超市百货等类目方面进一步丰富商品，提高用户转化以及复购频次，开放平台聚焦百货、超市、母婴、家装建材等品类，报告期内公司新引入该类商户数量占整体引进新商户的比例为71%；加强社交及内容营销，有效运用苏宁拼购、苏宁推客等营销工具产品，增加新用户获取；结合315品牌盛典、418、618等大型促销活动，进一步加强与头部供应商的合作。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%。

■ **财务数据分析：综合毛利率提升0.49%，运营费用率同比下降0.16%，出售阿里巴巴股份获利56.01亿元，剔除金融业务影响后经营活动产生的现**

金流量净额同比+84.90%。

公司有效实施商品价格管控提升日常销售毛利，优化商品结构，加强供应链建设、运营，在智能 3C 及大家电品类继续巩固品类优势，充分发挥全渠道优势，通过新品首发、买断包销、差异化单品等方式，提升销售规模及商品毛利率水平；积极推进开放平台、物流、金融业务发展，相应带来增值服务收入增加，综合毛利率较去年同期增加 0.49%。费用方面，加强在开发、新品类运营等方面的人员储备，人员费用率阶段性有所上升；此外为拉动销售，广告促销投入加大；在 IT 方面持续投入，专业人员储备以及研发投入均增加，带来研发费率有所上升；全渠道规模效应带来租金、装修、水电、折旧等固定费用率下降较快；财务费用率保持稳定，公司运营费用率和整体费用率水平同比下降 0.16%。公司基于整体发展战略安排，出售部分阿里巴巴股份实现的净利润达 56.01 亿元。若不考虑出售阿里巴巴股份带来的利润影响，公司实现归属于上市公司股东的净利润约为 4.02 亿元，同比增长 37.95%。报告期内公司经营产生的现金流量净额若剔除金融业务影响为 -2.98 亿，同比增长 84.90%，主要为报告期内公司销售收入增长较快的影响。公司为强化零供关系，充分保障畅销品货源，执行较为积极的结算政策，加强对供应商的资金支持，虽然阶段性对公司经营现金流有所影响，但为公司保障了货源，形成了稳定的商品流量，有效增强了市场竞争力，有利于公司整体经营效率的提升。报告期内公司结合业务发展规划，开展对外投资活动，其中与恒大地产集团有限公司共同投资成立深圳市恒宁商业发展有限公司，出资 98 亿元，使得报告期内公司投资活动产生的现金流量净额较同期减少 95.97%。基于公司零售主业的快速发展，以及在物流网络、IT 技术等方面的持续投入，运营资金需求有所增加。报告期内公司通过发行公司债、银行融资等方式，获取资金加大对业务发展支持，使得报告期内公司筹资活动现金流量净额同比增长 667.38%。

■ 物流社会化业务持续快速增长，已形成选址、开发、建设为一体的物流资产运营与涵盖仓储、运输、配送全流程的物流服务运营相结合的全价值产业链。

截至 2018 年 6 月末苏宁物流及天天快递拥有仓储及相关配套合计面积 735 万平方米，拥有快递网点达到 23,416 个，公司物流网络覆盖全国 352 个地级城市、2,910 个区县城。围绕供应链物流、仓配一体服务，苏宁物流社会化营业收入（不含天天快递）同比增长 118.49%。物流基础设施建设方面，报告期内，公司新投入使用 4 个物流区域配送中心，1 个自动化拣选中心项目。物流运营方面，基于公司完整的物流基础设施网络，公司已经形成了涵盖中心仓、平行仓、城市仓到门店仓、服务站、快递点等在内的完整仓储配送体系，配送服务网络进一步完善。技术应用方面，苏宁物流加强物流科技的研发投入，加速落地物流自动驾驶技术，实现在干线无人运输车辆、无人快递车、末端配送小车的技术研究和应用。

■ 苏宁金融持续聚焦核心业务，精耕苏宁生态圈，加强金融科技应用，苏宁银行保持快速发展。

报告期内苏宁金融聚焦核心业务发展。支付业务精耕苏宁生态圈，线下支付渗透率稳步提升，积极拓展外部客户资源，新增绑卡会员数同比增长 48%；苏宁生态圈内供应链金融累计交易规模同比增长 29%。在消费贷款、保险业务等方面，推出乐业贷、汽车金融、手机租赁、全保修产品等保险产品，苏宁金融产品进一步丰富。金融科技应用方面，金融安全防护系统、信用风险决策系统不断完善，研制了区块链黑名单共享平台、金融客服机器人等前沿产品。苏宁银行存、贷、汇、投等基本业务全面上线，截至 2018 年 6 月苏宁银行总资产较年初增长 28%，客户数较期初显著增加。

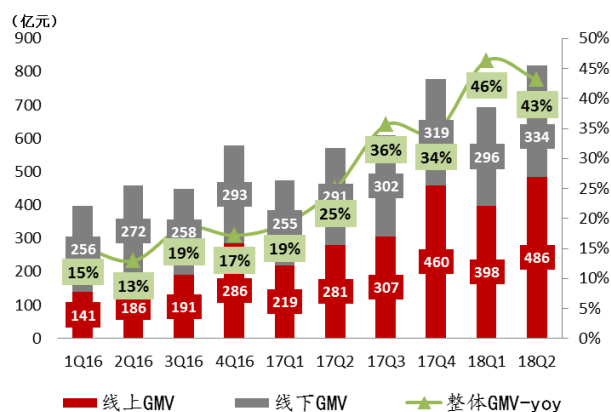
■ 投资建议：零售模式领先，规模持续高增长，全渠道经营凸显规模效应，物流金融业务迎放量增长，维持“买入”评级。

苏宁易购线上线下融合发展，建立全渠道经营优势，GMV 保持快速增长：线下围绕“一大、两小、多专”的产品业态推进网络布局，全方位把握各层级市场的消费机会，利用差异化的产品/高品质的服务提升毛利率，线上加强平台扩品，巩固家电、3C 品类的产品和渠道优势，强化与竞争对手相似品类的价格优势。物流社会化业务收入放量增长，已形成选址、开发、建设为一体的物流资产运营与涵盖仓储、运输、配送全流程的物流服务运营相结合的全价值产业链。实现核心金融牌照全面布局，精耕苏宁生态圈，各项金融业务保持稳健增长。当前公司账上现金充足，本报告期公司经营产生的现金流量净额（剔除金融业务影响）同比增长 84.90%，公司筹资活动现金流量净额同比增长 667.38%，零售业务向好，投资者长期看好将进一步为公司业务发展和战略投资提供坚实基础。我们预计 2018-2020 年公司实现营业收入 2,470.52/3,173.91/3,964.15 亿元，同比增长 31.46%/28.47%/24.90%；归属母公司净利润为 68.67/18.05/29.51 亿元。对标京东电商模块 0.3 倍 P/GMV，预计苏宁 2018 年线上 GMV 为 2,017 亿元，苏宁线上估值为 605.1 亿元；线下给予 15 倍 PE，预计 2018 年净利润约

为 50 亿元，线下估值为 750 亿元；物流资产重估价值+天天快递估值约为 287.5 亿，金融一级市场融资后归属于上市公司的估值约为 161.5 亿，加总估值为 1,804 亿元。

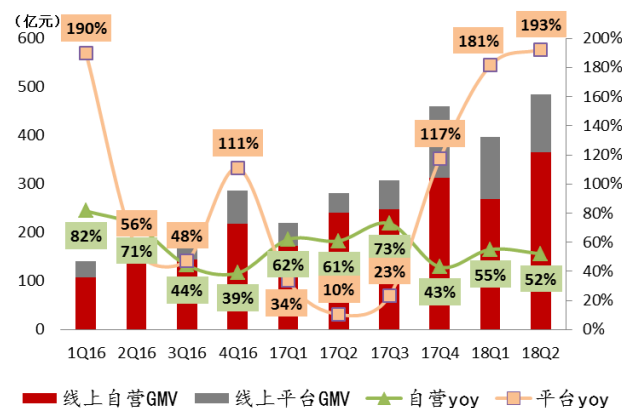
- 风险提示：1，线上线下融合不及预期；2，阿里苏宁的关系恶化；3，现金流恶化。

图表 1: 全渠道销售规模保持中高速增长



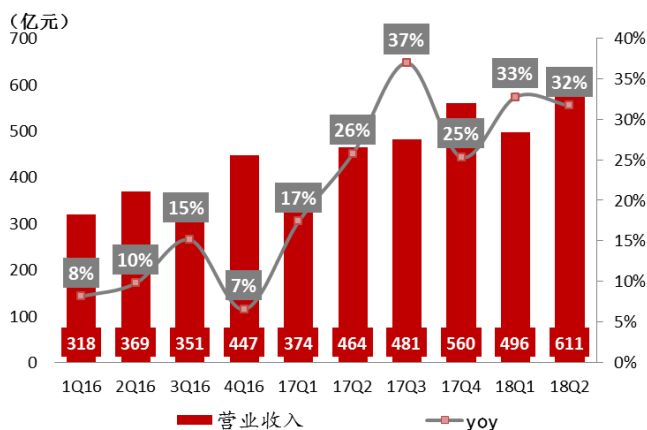
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 2: 线上平台 GMV 持续快速增长



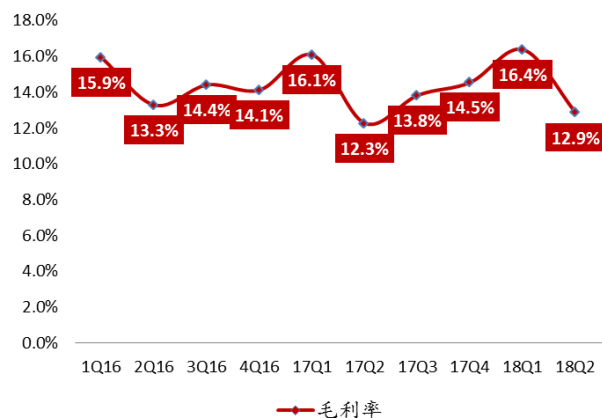
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 3: 营业收入稳健增长



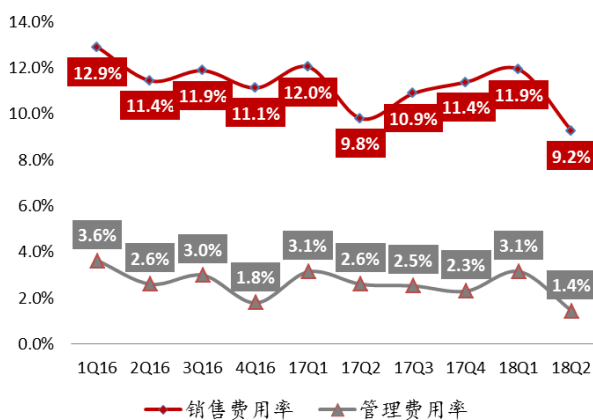
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 4: 毛利率稳步提升 (二季度促销影响造成季节性下滑, 同比提升)



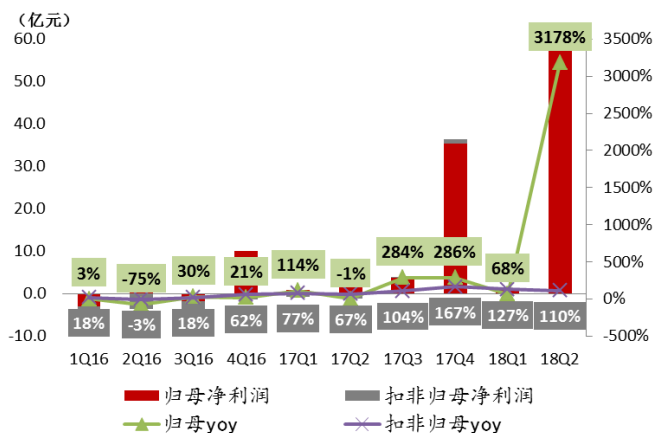
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 5: 费用控制出色



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 6: 盈利能力快速提升



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 1：苏宁易购财务预测三张表

损益表 (人民币百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	148,585	187,928	247,052	317,391	396,415
增长率	9.6%	26.5%	31.5%	28.5%	24.9%
营业成本	-127,248	-161,432	-212,786	-275,070	-344,350
% 销售收入	85.6%	85.9%	86.1%	86.7%	86.9%
毛利	21,338	26,496	34,266	42,321	52,065
% 销售收入	14.4%	14.1%	13.9%	13.3%	13.1%
营业税金及附加	-583	-729	-959	-1,232	-1,538
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-17,451	-20,636	-25,941	-31,422	-37,659
% 销售收入	11.7%	11.0%	10.5%	9.9%	9.5%
管理费用	-3,946	-4,864	-6,325	-7,935	-9,910
% 销售收入	2.7%	2.6%	2.6%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	-643	267	1,042	1,733	2,957
% 销售收入	-0.4%	0.1%	0.4%	0.5%	0.7%
财务费用	-416	-306	-223	-262	-302
% 销售收入	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
资产减值损失	350	513	241	241	241
公允价值变动收益	-34	19	-16	7	1
投资收益	1,445	4,300	600	600	600
% 税前利润	90.2%	85.2%	8.0%	25.7%	17.1%
营业利润	703	4,792	1,644	2,319	3,497
营业利润率	0.5%	2.6%	0.7%	0.7%	0.9%
营业外收支	899	256	5,900	20	20
税前利润	1,602	5,048	7,544	2,339	3,517
利润率	1.1%	2.7%	3.1%	0.7%	0.9%
所得税	-408	-283	-461	-121	-198
所得税率	25.4%	5.6%	6.1%	5.2%	5.6%
净利润	493	4,050	6,601	1,735	2,837
少数股东损益	-211	-163	-266	-70	-114
归属于母公司的净利润	704	4,213	6,867	1,805	2,951
净利率	0.5%	2.2%	2.8%	0.6%	0.7%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	493	4,050	6,601	1,735	2,837
加: 折旧和摊销	1,806	2,100	1,746	1,926	2,106
资产减值准备	350	513	0	0	0
公允价值变动损失	34	-19	-16	7	1
财务费用	503	399	223	262	302
投资收益	-1,445	-4,300	-600	-600	-600
少数股东损益	-211	-163	-266	-70	-114
营运资金的变动	-15,293	1,699	22,220	-10,464	30,184
经营活动现金净流	3,839	-6,605	30,174	-7,134	34,830
固定资本投资	802	-478	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-39,613	13,437	-1,185	-3,229	-2,988
股利分配	-652	-652	0	-650	-506
其他	37,410	-259	-18,283	23,749	-10,500
筹资活动现金净流	36,758	-911	-18,283	23,100	-11,006
现金净流量	985	5,922	10,706	12,737	20,836

资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018E	2019E	2020E	
货币资金	34,030	44,736	57,473	78,309	
应收款项	9,327	9,812	14,777	15,934	
存货	18,551	24,872	31,262	39,011	
其他流动资产	25,921	32,863	33,027	40,768	
流动资产	87,830	112,283	136,538	174,020	
% 总资产	55.8%	62.0%	66.0%	70.8%	
长期投资	36,407	37,129	37,899	38,713	
固定资产	14,373	13,413	12,451	11,486	
% 总资产	9.1%	7.4%	6.0%	4.7%	
无形资产	8,217	9,991	11,586	13,004	
非流动资产	69,447	68,928	70,328	71,810	
% 总资产	44.2%	38.0%	34.0%	29.2%	
资产总计	157,277	181,211	206,866	245,830	
短期借款	8,686	9,286	10,198	0	
应付款项	52,247	87,656	88,206	135,037	
其他流动负债	3,331	3,315	3,321	3,322	
流动负债	64,264	100,256	101,725	138,359	
长期贷款	2,854	0	0	0	
其他长期负债	6,532	3,032	3,032	3,032	
负债	73,649	103,288	104,757	141,391	
普通股股东权益	78,958	73,520	97,775	100,220	
少数股东权益	4,669	4,404	4,334	4,220	
负债股东权益合计	157,277	181,211	206,866	245,830	

比率分析				
	2017A	2018E	2019E	2020E
每股指标				
每股收益 (元)	0.45	0.74	0.19	0.32
每股净资产 (元)	8.48	7.90	10.50	10.76
每股经营现金净流 (元)	-0.71	3.24	-0.77	3.74
每股股利 (元)	0.07	0.00	0.07	0.05
回报率				
净资产收益率	5.34%	9.34%	1.85%	2.94%
总资产收益率	2.57%	3.64%	0.84%	1.15%
投入资本收益率	19.59%	6.51%	-214.79%	28.94%
增长率				
营业总收入增长率	26.48%	31.46%	28.47%	24.90%
EBIT 增长率	874.76%	-66.00%	51.53%	58.03%
净利润增长率	498.02%	63.01%	-73.71%	63.48%
总资产增长率	14.66%	15.22%	14.16%	18.84%
资产管理能力				
应收账款周转天数	13.9	13.9	13.9	13.9
存货周转天数	31.6	31.6	31.8	31.9
应付账款周转天数	28.5	29.5	29.0	29.3
固定资产周转天数	26.0	20.2	14.7	10.9
偿债能力				
净负债/股东权益	-35.24%	-61.55%	-66.48%	-83.40%
EBIT 利息保障倍数	13.3	6.2	8.0	11.0
资产负债率	46.83%	57.00%	50.64%	57.52%

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。