

## 商贸零售

## 苏宁易购 (002024.SZ)

## 上调评级

报告原因：中报点评

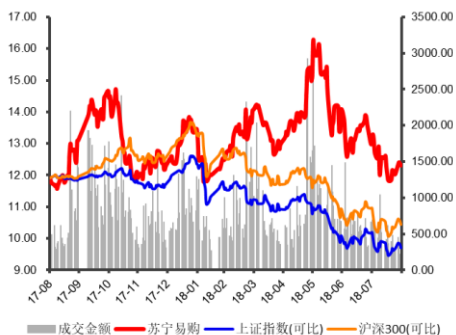
规模优势持续拓展，双线融合渠道下沉

买入

2018年8月31日

公司研究/中报点评

### 公司近一年市场表现



### 事件描述

公司于8月31日发布2018年半年报，上半年公司实现营业收入1,106.78亿元，同比增长32.16%；归母净利润60.03亿元，同比增长1959.41%。

### 事件点评

**加速小店渠道拓展，推进零售云网络建设。**公司加速落地“一大、两小、多专”的店面业态产品族群，形成面向不同市场级别以及消费需求的店面布局。截至630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，还有苏宁易购广场15个，苏宁小店732家。家电3C家居生活专业店是公司运营管理最成熟的店面类型，公司在巩固发展的同时继续加强空白商圈的布局，上半年家居生活专业店业态可比门店销售收入同比增长5.26%；苏宁易购广场是公司各零售店面产品业态的落地载体，上半年公司签约4个广场项目；苏宁小店是公司线下场景中最贴近用户的一环，也是公司在用户获取、全品类发展以及O2O生活服务方面的重要战略布局，上半年公司围绕供应链、互联网运营、团队建设等对小店业态进行持续的优化，下半年公司将加快苏宁小店的网络布局，推进苏宁小店在全国范围的覆盖；公司还通过自营与加盟的方式快速推进农村市场的发展，在苏宁易购直营店的拓展上，公司进一步完善网络布局，强化店面精细化管理，提升店面经营质量，丰富经营品类，引进母婴、生活家居等商品，上半年直营店销售收入同比增长24.74%，保持较快增速；苏宁红孩子母婴店定位O2O品质的精品超市，经营模式逐步探索成熟，上半年可比门店销售收入同比增长49.08%。

**线上聚焦流量经营，提升会员购物体验。**公司坚持以用户为核心，线上通过苏宁易购、苏宁小店APP、苏宁拼购APP、苏宁易购天猫旗舰店为用户提供海量商品选择和极致购物体验。线上专注于流量经营、会员营销以及商品运营，通过自营与开放结合，快速丰富商品品类，带来的购买转化以及复购率均有所提升，线上保持了快速的增长。上半年公司实现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为248.69亿元，同比增长186.71%。2018年6月苏宁易购APP月度活跃用户数同比增长64.34%。

**规模效应较强，费用管控的当。**运营费用方面，公司全渠道经营模式拥有较强的规模效应，在收入较快增长的同时，虽然人员、广告促销、IT建设等方面费率略有上涨，但租金、装修、水电、折旧等固定费用率下降较快，由于费用管控得当，总费用率同比下降0.16pct至13.89%。公司通过有效实施商品价格管控、改善商品结构，加强单品运用来改善毛利水平，整体看公司综合毛利率较去年同期增加0.49pct至14.65%。公司基于整体发展战略，出售部分阿里巴巴股份，在扣除相关费用后，实现净利润约56.01亿元，

### 市场数据：2018年8月31日

收盘价(元)：	12.38
年内最高/最低(元)：	16.22/11.26
流通A股/总股本(亿)：	73.11/93.10
流通A股市值(亿)：	905
总市值(亿)：	1153

### 基础数据：2018年6月30日

基本每股收益：	0.65
每股净资产(元)：	8.58
每股资本公积(元)：	3.96
净资产收益率：	7.56%

分析师：谷茜

执业证书编号：S0760518060001

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



若剔除出售股票带来的投资收益影响，上半年公司扣非净利润为 1.93 亿元，同比增长 49.72%，自 18 年 Q1 开始，公司扣非净利润扭亏为盈并持续改善。

➤ **加强仓储设施建设，致力普惠金融实现。**公司注重金融、物流的服务能力提升。上半年苏宁物流持续加强仓储设施建设，不断提升用户服务能力，新投入 4 个物流区域配送中心，1 个自动化拣选中心项目。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，同时公司不忘加强物流科技的研发投入。上半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 118.49%。金融方面，苏宁金融定位为“O2O 融合发展的金融科技公司”，依托场景化和数据化两大发展特点，持续聚焦供应链金融、消费金融等核心业务，为上下游供应商、平台商户及广大消费者，提供综合化金融服务，致力于中国普惠金融和廉价金融的实现。

#### 投资建议

➤ 公司把握品质消费、低线市场消费崛起的市场机会，打造了覆盖各市场级别以及线上线下的全渠道网络。公司坚定实施智慧零售战略，自营与开放相结合，并注重金融、物流服务能力的提升，整体来看公司营收增速远超行业，头部规模优势十分显著。预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.76/0.38/0.51，对应公司 8 月 28 日收盘价 12.38 元，2018-2020 年 PE 分别为 16.35X/32.68X/24.21X，上调评级至“买入”。

#### 存在风险

宏观经济波动及消费疲软；线上线下市场竞争激烈；创新业务具有不确定性。



资产负债表

单位:百万元

利润表

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	121,922	156,559	192,122	<b>营业收入</b>	187,928	244,813	313,043	390,239
现金	34,030	48,963	62,609	78,048	营业成本	161,432	210,197	270,000	335,177
应收账款	9,308	8,787	12,585	16,354	营业税金及附加	729	881	1,190	1,468
其他应收款	7,079	6,811	9,737	12,565	销售费用	20,636	26,513	34,591	42,848
预付账款	8,668	11,598	14,403	16,371	管理费用	4,864	6,037	8,014	10,068
存货	18,967	25,025	31,759	39,570	财务费用	306	243	543	859
其他流动资产	9,778	20,738	25,466	29,213	资产减值损失	513	15	315	338
<b>非流动资产</b>	69,447	29,053	28,036	26,435	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	5,970	3,905	4,725
固定资产	14,445	13,530	12,616	11,701	<b>营业利润</b>	4,076	5,991	2,708	4,234
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	7,070	7,292	6,896	营业外支出	149	159	156	155
<b>资产总计</b>	157,277	150,975	184,594	218,557	<b>利润总额</b>	4,332	6,875	3,387	4,840
<b>流动负债</b>	64,264	96,948	129,330	159,743	所得税	283	1,031	508	726
短期借款	8,686	19,073	29,286	40,434	<b>净利润</b>	4,050	5,844	2,879	4,114
应付账款	13,095	18,038	23,864	28,525	少数股东损益	(163)	(1,208)	(648)	(647)
其他流动负债	42,482	59,837	76,180	90,784	<b>归属母公司净利润</b>	4,213	7,052	3,527	4,762
<b>非流动负债</b>	9,385	11,160	10,911	11,857	<b>EBITDA</b>	5,610	7,696	4,677	6,484
长期借款	2,854	2,854	2,854	2,854	<b>EPS (元)</b>	0.45	0.76	0.38	0.51
其他非流动负债	6,532	8,306	8,058	9,004					
<b>负债合计</b>	73,649	108,108	140,242	171,601	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	4,669	3,462	2,814	2,167	<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%	30.27%	27.87%	24.66%
留存收益	21,363	25,578	27,711	30,961	营业利润	198540.16%	46.97%	-54.80%	56.36%
归属母公司股东权益	78,958	39,406	41,539	44,789	归属于母公司净利润	498.02%	67.40%	-49.98%	34.99%
<b>负债和股东权益</b>	157,277	150,975	184,594	218,557	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	14.10%	14.14%	13.75%	14.11%
					净利率(%)	2.24%	2.88%	1.13%	1.22%
					ROE(%)	4.84%	13.63%	6.49%	8.76%
					ROIC(%)	18.80%	26.93%	5.11%	6.38%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	46.83%	71.61%	75.97%	78.52%
					净负债比率(%)	22.65%	21.97%	38.16%	50.89%
					流动比率	1.37	1.26	1.21	1.20
					速动比率	1.07	1.00	0.96	0.95
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.28	1.59	1.87	1.94
					应收账款周转率	97.99	99.34	113.10	101.71
					应付账款周转率	14.69	15.73	14.94	14.90
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.45	0.76	0.38	0.51
					每股经营现金流(最新摊薄)	(0.71)	0.23	0.34	0.32
					每股净资产(最新摊薄)	8.48	4.23	4.46	4.81
					<b>估值比率</b>				
					P/E	27.4	16.3	32.7	24.2
					P/B	1.5	2.9	2.8	2.6
					EV/EBITDA	10.33	18.35	32.01	24.67

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)	2,166	3,204	2,938
净利润	4,050	7,052	3,527	4,762
折旧摊销	2,100	1,463	1,425	1,391
财务费用	399	243	543	859
投资损失	(4,300)	(5,970)	(3,905)	(4,725)
营运资金变动	931	1,479	1,532	934
其他经营现金流	(9,785)	(2,100)	81	(283)
<b>投资活动现金流</b>	13,437	39,276	3,311	4,507
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	38,307	3,505	4,700
<b>筹资活动现金流</b>	(911)	(21,234)	7,785	8,130
短期借款	2,527	10,387	10,213	11,147
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)	(158)	(2,429)	(3,017)
<b>现金净增加额</b>	5,922	20,209	14,299	15,575

### 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。