

规模增长符合预期，维持推荐

核心观点：

1. 事件摘要

2018年前三季度公司实现营业收入1729.70亿元，同比增长31.15%；归属净利润61.27亿元，同比增长812.11%；实现归属扣非净利润-2.24亿元，较上年同期下跌20.96%。经营现金流量净额为-138.22亿元，较上年同期下降59.12%。

2. 我们的分析与判断

(一) 线上平台推动销售规模增长，营收增速略有放缓

2018年前三季度公司营业收入增长410.88亿元，Q1/Q2/Q3分别贡献营收增量为122.43/146.89/141.55亿元，分别实现YOY 32.76%/31.68%/29.41%，本季度增速略有放缓。报告期内公司归属于上市公司股东的净利润较上年同期增长54.55亿元，净利润增量的主要来源是出售的部分阿里巴巴股份，交易性金融资产的公允价值变动与投资收益合计为61.67亿元。公司Q1/Q2/Q3的扣费净利润分别为0.21/0.12/-2.56亿元，YOY 126.33%/110.30%/-2391.60%。

从商品销售规模(含税)角度来看，前三季度公司实现2348.83亿元，比去年同期增加693.62亿元，同比增长41.91%。其中线上平台规模达到1379.54亿元，占比58.73%，贡献572.29亿元的增量，同比增长70.89%。线上平台商品交易中自营商品规模达到997.07亿元，占比线上部分的72.28%，实现增量334.74亿元，YOY 50.54%；线上部分剩余的257.55亿元增量源于开放平台部分，开放平台实现商品交易规模382.47亿元，YOY 163.92%。

(二) 综合毛利率提升0.82%，期间费用率下降0.35%

公司2018年前三季度综合毛利率为14.92%，较去年同期上升0.82个百分点，一方面受益于公司有效实施商品价格管控提升日常销售毛利，不断推进商品结构调整，持续优化商品供应链，加强单品运作；另一方面源于开放平台、物流和金融方面的增值服务收入增加，利于毛利提升。

期间费用率为13.34%，相比上年同期下降0.35个百分点。销售/管理/财务费用同比变动分别为31.31%/37.18%/221.70%。公司管理费用率和销售费用率较去年同期合计下降0.59个百分点，一方面，公司人员储备加强以及第三期员工持股计划计提管理费用摊销

苏宁易购 (002024.SZ)

推荐 维持评级

分析师

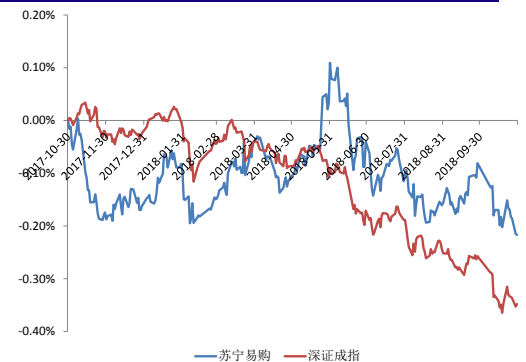
李昂

☎: (8610) 83574538

✉: liang_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130517040001

行业数据时间 2018.10.30



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

1. 【银河零售_李昂】2017年报跟踪_一七年业绩符合预期，一八年看智慧零售 2018.04.02
2. 【银河零售_李昂】苏宁易购(002024.SZ)2018半年报点评_智慧零售成效凸显，推动营业收入加速 2018.08.31

导致管理费用上升，广告促销投入加大推升销售费用；另一方面，伴随公司全渠道经营的规模效应，租金、装修、水电、折旧等费用下降，因此管理费用和销售费用合计呈现下降。财务费用率上涨 0.23 个百分点主要由于报告期内公司零售业务快速发展，对经营性资金需求增加，同时供应链融资、消费金融业务发展较快，公司银行借款规模上升 136.66 亿元；此外报告期内新发公司债计提利息，债券发行规模为 16 亿元，票面利率 5.5%。

（三）线上线下融合发展零售业务，充分体现联动的竞争优势

线下零售部分，截至 2018 年 9 月底，苏宁易购经营苏宁易购广场 16 个；直营店强化店面经营管理，结合市场需求推进店面的调整升级，丰富店面商品品类，共有门店 2408 家，前三季/ 第三季分别新开 538/ 189 家，置换、关闭门店 345/ 173 家；零售云加盟店快速推进网点布局，门店共计 1453 家，1-9 月新开 1,414 家，其中第三季度新开 688 家；公司持续推进在一、二线城市的社区商圈、CBD 商务区、大客流区域加快苏宁小店的开设，1-9 月新开 1,536 家，其中第三季度提速发展新开 827 家，调整关闭 2 家，目前苏宁小店和迪亚天天自营店合计 1,744 家，迪亚天天加盟店 104 家。此外，苏宁拥有家电 3C 家居生活专业店 1,957 家，其中苏宁易购云店 390 家、苏宁易购常规店 1,542 家（旗舰店 86 家、社区店 777 家、中心店 679 家）、苏宁易购县镇店 25 家；红孩子店 111 家；苏鲜生超市 8 家。

可比门店（2017 年 1 月 1 日前开设）经营方面，3C 家具生活专业店销售同比增速为 4.8%，苏宁易购直营店为 21.22%，红孩子母婴店为 40.37%。

线上部分，公司聚焦流量、会员，加强社交电商运营，加大资源推进苏宁拼购、苏宁推客等互联网营销产品，苏宁拼购打造“正品拼购上苏宁”的品牌认知。截至 9 月 30 日公司零售体系注册会员数量 3.82 亿。开放平台进一步完善平台运营规则，保证优质商户及核心商品优势；报告期内在百货、超市、母婴、家装建材等品类上新引入的商户数量占比 81%，商户及商品丰富度进一步提升。

（四）加强物流核心能力建设，持续丰富金融产品布局

报告期内，公司不断提升自身物流的基础设施和服务水平。截至 2018 年 9 月末苏宁物流及天天快递拥有仓储及相关配套总面积 799 万平方米，拥有快递网点 25894 个，物流网络覆盖全国 352 个地级城市、2,910 个区县级城市。苏宁物流通过增值服务满足第三方用户的需求，1-9 月物流社会化业务营业收入（不含天天快递）同比增长 73.17%。物流基础设施建设方面，7-9 月公司新投入使用 1 个自动化拣选中心及 1 个区域配送中心，完成 1 个自动化拣选中心及 1 个区域配送中心扩建，截至 9 月末公司已在 9 个城市投入运营 9 个自动化拣选中心、36 个城市投入运营 39 个区域配送中心，另外 2 个城市 2 个自动化拣选中心在建、扩建、20 个城市 22 个区域配送中心在建、扩建。此外，公司投入使用 17 个生鲜冷链仓，覆盖 141 个城市，有效地提升了生鲜类商品的配送效率。

苏宁金融深耕苏宁生态圈并依托苏宁小店、零售云业务的发展，丰富交易场景，线下支付渗透率稳步提升；积极拓展外部客户资源，加快 C 端用户的获取。供应链融资业务聚焦苏宁生态圈用户，实现较快发展，1-9 月苏宁生态圈内供应链金融累计交易规模同比增长 43.63%。

3. 投资建议

我们认为，公司持续推进智慧零售的战略规划，利用全渠道、全品类模式形成规模化竞争优势，不断加快新业态的门店布局，将推动营收高速增长。同时，对行业发展方向的准确把握，将使得苏宁这一龙头企业打造行业标杆效应，开拓未来行业发展

的风口，并实现智慧零售的全面领先。我们维持预测公司 2018/2019/2020 年分别实现营收 2579.80/ 3211.11/ 3972.32 亿元，归母净利润 62.32/27.47/38.82 亿元，对应 PE 为 17/ 39/ 28 倍，对应 PS 为 0.41/ 0.34/ 0.27 倍，维持“推荐”评级。

4. 风险提示

可选消费复苏不及预期；创新业务成果具有不确定性等。

附：1. 盈利预测和估值对比

表 1：盈利预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（单位：亿元）	1,485.85	1,879.28	2,579.80	3,211.11	3,972.32
增长率(%)	9.62%	26.48%	37.28%	24.47%	23.71%
归属母公司股东净利润（单位：亿元）	7.04	42.13	62.32	27.47	38.82
增长率(%)	-19.27%	498.02%	47.92%	-55.92%	41.32%
EPS（元/股）	0.08	0.45	0.67	0.29	0.42
销售毛利率	14.36%	14.33%	14.20%	14.37%	14.92%
净资产收益率(ROE)	1.07	5.34	6.1	3.41	4.24
市盈率(P/E)	122.18	162.43	17.19	38.95	27.55
市净率(P/B)	1.62	1.45	1.34	1.33	1.31
市销率(P/S)	0.73	0.65	0.41	0.34	0.27

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理及预测（股价为 2018 年 10 月 30 日收盘价）

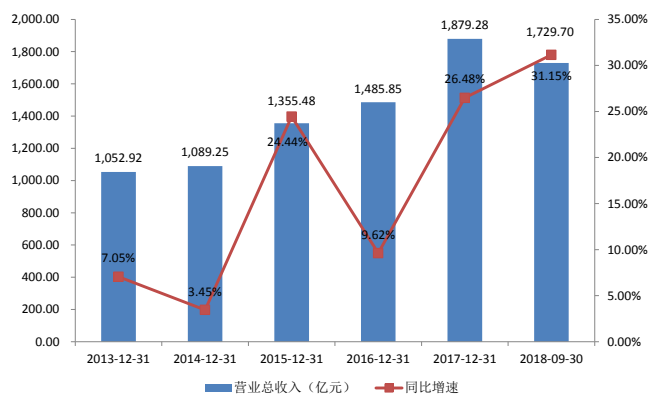
表 2：可比公司最新估值情况

	境内可比公司					均值	中位数
	永辉超市	跨境通	鄂武商 A	百联股份	天虹股份		
PE	46	21	7	20	16	22	20
PB	4.16	2.59	1.02	1.02	2.14	2.19	2.14
PS	1.21	1.06	0.45	0.35	0.72	0.76	0.72
	境外可比公司					均值	中位数
	阿里巴巴	京东	亚马逊	唯品会	国美零售		
PE	46	308	156	23	-30	101	46
PB	8.00	6.45	27.92	2.97	0.72	9.21	6.45
PS	11.79	0.90	4.69	0.59	0.20	3.63	0.90

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

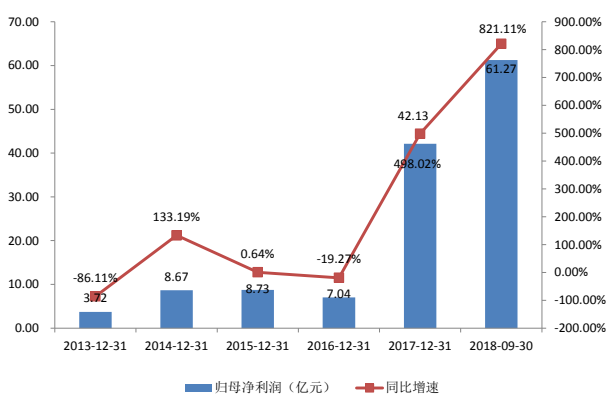
2. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1: 2013-2018Q3 营业收入(亿元)及同比增速



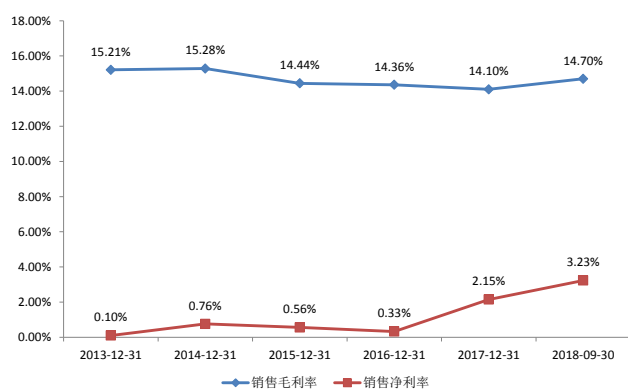
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 2: 2013-2018Q3 归母净利润(亿元)及同比增速



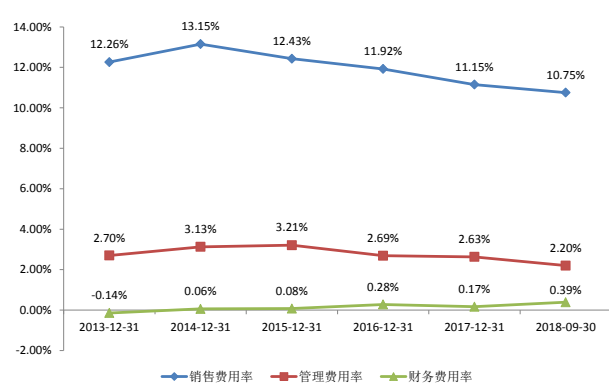
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 3: 2013-2018Q3 销售毛利率和销售净利率变动情况



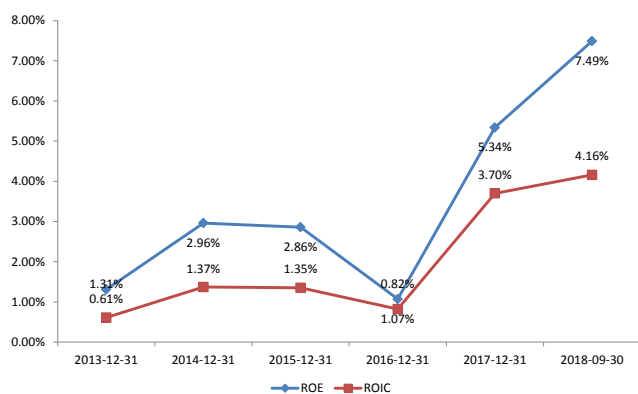
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 4: 2013-2018Q3 期间费用率变动情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 5: 2013-2018Q3 ROE(%)及 ROIC(%)变动情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 3: 苏宁易购 2018 年前三季度自营店面变动情况

	2018 年 1-9 月新开门店		2018 年 1-9 月关闭门店		截至 2018 年 9 月 30 日门店	
	数量 (家)	面积 (万平方米)	数量 (家)	面积 (万平方米)	数量 (家)	面积 (万平方米)
苏宁易购直营店	538	16.08	345	4.46	2,408	47.11
苏宁小店 (注)	1,536	21.63	2	0.02	1,744	27.45
家电 3C 家居生活专业店	518	61.88	60	12.27	1,957	507.87
苏宁红孩子母婴店	60	7.15	2	0.15	111	13.96
苏鲜生超市店	2	0.31	3	0.14	8	2.16
香港地区、日本市场	5	0.21	9	0.36	64	4.3
合计	2,659	107.26	421	17.4	6,292	602.85

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整

3. 重大事项进展跟踪

表 4: 苏宁易购 2018 年第三季度重大事项跟踪

事件类型	内容
投资设立物流地产基金	公司全资子公司江苏苏宁物流有限公司与深创投不动产基金管理(深圳)有限公司联合发起设立物流地产基金, 首期基金目标募集资金规模 50 亿元, 主要用于收购苏宁建成的成熟仓储设施、市场化收购及投资开发符合条件的高标准仓储物流设施。截至 2018 年 7 月 6 日, 苏宁深创投-云享仓储物流设施一期基金已募集认缴资金合计 50 亿元, 其中江苏苏宁物流认缴出资 25.50 亿元, 深创投不动产代表其管理的私募投资基金认缴出资 24.50 亿元。
部分限售股份上市流通	解除限售股份的上市流通日期为 2018 年 7 月 10 日, 解除限售股份总数为 2,261,541,981 股, 占公司总股本的 24.29%, 其中股东张近东先生本次申请可解除限售的股份数量为 1,951,811,430 股, 在本次解除限售后, 张近东先生持有的股份按照 75% 自动锁定。□
面向合格投资者公开发行公司债券(第三期)	债券简称“18 苏宁 03”; 债券代码“112721”; 本期债券最终发行规模为 10 亿元, 票面利率为 5.75%。本期债券面值 100 元, 平价发行。本期债券的期限为 5 年, 第 3 年末附发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。起息日: 本期债券的起息日为 2018 年 6 月 15 日。本期债券的募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司债务。
面向合格投资者公开发行公司债券(第四期)	债券简称“18 苏宁 04”, 债券代码为“112733”, 本期债券的发行规模为不超过 25 亿元(含 25 亿元), 每张面值为 100 元, 发行价格为人民币 100 元/张。本期债券为 3 年期品种, 按面值平价发行, 本期债券按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次, 最后一期利息随本金一起支付。起息日: 2018 年 7 月 17 日。
子公司参与投资基金	为深化推进公司智慧零售战略的落地实施, 进一步丰富苏宁生态圈, 公司子公司苏宁国际集团股份有限公司计划与 YunfengInvestmentIII,Ltd. 合作, 参与投资 YunfengFundIII,L.P., 拟协同其他有限合伙人利用各自的产业、资金、专业的优势共同打造一支目标规模不超过 25 亿美元的私募基金。该基金以豁免有限合伙企业形式组建, 普通合伙人 YunfengInvestmentIII,Ltd., 苏宁国际作为有限合伙人, 计划出资不超过 2.1 亿美元认购基金份额。该基金主要投资标的为在大中华地区(包括中国大陆、香港、澳门或台湾地区)有重要经营或拓展潜力、或对大中华地区业务具有战略重要意义的公司, 重点投资领域包括互联网及电子商务、媒体及娱乐、商务服务及科技, 以及医疗。依据合伙协议, 苏宁国际已向云锋基金 III 缴付约占苏宁国际所认购基金份额之 33% 的首期出资款。
物流地产基金收购公司子公司股权	云享仓储物流基金拟收购公司控股子公司沈阳苏宁物流有限公司、徐州苏宁云商物流有限公司、湖南苏宁采购有限公司、上海沪申苏宁电器有限公司、重庆苏宁云商采购有限公司共 5 家公司 100% 股权, 项目公司持有物流仓储资产, 本次交易对价预计为 114,829 万元。本次交易旨在充分挖掘公司高标准仓储物流设施的价值, 加速物流仓储资源的获取。截止 2018 年 10 月 31 日, 相关项目公司股权过户已经完成, 双方正在推进实施交割审计。该交易在四季度完成, 考虑所得税影响, 预计将增加公司 2018 年净利润 8.63 亿元

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

股东股份质押

公司实际控制人、控股股东张近东自 2018 年 9 月 19 日至 2019 年 9 月 19 日质押 100000000 股（占比所持股份 5.12%）用于融资。截至 2018 年 9 月 21 日，张近东先生直接持有公司股份数量为 1,951,811,430 股，占公司总股本比例为 20.96%，其中处于质押状态的股份数累计为 4 亿股，占本公司总股本的比例为 4.30%。张近东先生一致行动人苏宁控股集团有限公司持有公司股份数量为 309,730,551 股，占公司总股本比例为 3.33%，截至公告披露日，无质押情况。

股东股份解除质押

公司实际控制人、控股股东张近东自 2015 年 9 月 23 日至 2018 年 9 月 22 日质押 100000000 股（占比所持股份 5.12%）用于融资，解除质押。截至 2018 年 9 月 27 日，张近东先生直接持有公司股份数量为 1,951,811,430 股，占公司总股本比例为 20.96%，其中处于质押状态的股份数累计为 3 亿股，占本公司总股本的比例为 3.22%。张近东先生一致行动人苏宁控股集团有限公司持有公司股份数量为 309,730,551 股，占公司总股本比例为 3.33%，截至公告披露日，无质押情况。

增资参股公司及出售公司子公司股权

GreatMatrix、苏宁国际以及 GreatMomentum 同意依其各自在 SuningSmartLife 的持股比例 55%、35%、10%对 SuningSmartLife 进行增资，认购 SuningSmartLife 新增股份 25,000 万股，新增股份认购价款合计为 25,000 万美元。上述新增股份认购价款将与 SuningSmartLife 设立时其股东尚未支付的合计为 5,000 万美元的股份认购价款一并予以支付。因此，GreatMatrix、苏宁国际以及 GreatMomentum 合计支付股份认购价款 30,000 万美元，其中 GreatMatrix 支付 16,500 万美元，苏宁国际支付 10,500 万美元，GreatMomentum 支付 3,000 万美元。SuningSmartLife 通过其 100%控制的境内公司，在苏宁易购清理相关债务后，以人民币 74,539.42 万元受让苏宁易购持有的苏宁小店 100%股权。境内股权转让完成后，公司将通过苏宁国际持有苏宁小店 35%的权益，GreatMatrix 及 GreatMomentum 合计持有苏宁小店 65%的权益。SuningSmartLife 上述 30,000 万美元股份认购价款将用于向公司支付苏宁小店的股权转让价款及苏宁小店的业务经营、业务拓展，以及 SuningSmartLife 董事会另行批准的其他资金用途。

拟注册发行中期票据

2018 年 10 月 20 日，公司拟向中国银行间市场交易商协会申请注册发行不超过人民币 50 亿元（含 50 亿元）中期票据，单期发行期限不超过 5 年（含 5 年）。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

4. 公司前十大股东情况跟踪

表 5：苏宁易购前十大股东情况（更新自 2018 年三季度报）

排名	股东名称	方向	持股数量(股)	持股数量变动占总股本比例			持股性质
				(股)	(%)	(%)	
1	张近东	-	1,951,811,430	-	20.96%	-	境内自然人
2	苏宁电器集团有限公司	-	1,861,076,979	-	19.99%	-	境内非国有法人
3	淘宝（中国）软件有限公司	-	1,861,076,927	-	19.99%	-	境内非国有法人
4	苏宁控股集团有限公司	-	309,730,551	-	3.33%	-	境内非国有法人
5	陈金凤	-	184,127,709	-	1.98%	-	境内自然人
6	金明	-	125,001,165	-	1.34%	-	境内自然人
7	香港中央结算有限公司	比上期增加	105,816,332	39,578,757	1.14%	0.43%	境外法人
8	中央汇金资产管理有限责任公司	-	73,231,900	-	0.79%	-	国有法人
9	苏宁易购集团股份有限公司—第三期- 员工持股计划	-	73,070,874	-	0.78%	-	其他
10	苏宁易购集团股份有限公司—第二期- 员工持股计划	-	65,919,578	-	0.71%	-	其他
	合计	-	6,610,863,445		71.01%		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

李昂，商贸零售行业分析师。2014年7月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016年7月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：尚薇	010-83574522	shangwei@chinastock.com.cn
北京地区：王婷	010-66568908	wangting@chinastock.com.cn
海外机构：舒英婷	010-66561317	shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn