

2018年11月01日

苏宁易购 (002024.SZ)

展店提速、线上GMV保持快增，资产减值损失及管理费用拖累业绩

■**业绩简述**：2018Q1-Q3 实现收入 1729.70 亿元/+31.15%，归母净利为 61.27 亿元/+812.11%，归母扣非净利-2.24 亿元/-20.96%；2018Q3 单季实现营收 622.91 亿元/+29.41%，归母净利 1.24 亿元/-67.84%，归母扣非净利-2.56 亿元/-2392%，主要系计提资产减值损失（公司发放贷款及垫款规模快速增长，根据会计准则需计提较高资产价值损失）以及股权激励费用拖累业绩。若剔除出售阿里巴巴股份出售带来的利润影响，考虑经营性的理财投资收益，则公司实现归母扣非净利 1441 万元。2018Q1-Q3 实现线上平台商品交易规模为 1,379.54 亿元（含税）/+70.89%，其中自营商品销售规模 997.07 亿元（含税）/+50.54%，开放平台商品交易规模 382.47 亿元（含税）/+63.92%。预计 2018 年归母净利为 75.82-80.04 亿元/+80-90%。

■**展店提速，同店增速稳步提升**。公司第三季度展店提速，加速搭建多层次立体零售渠道：①苏宁小店 Q3 单季新开 827 家，包括迪亚天天自营门店 187 家+加盟门店 104 家，苏宁小店已达 1848 家；②苏宁易购直营店 Q3 单季新开 189 家，达 2408 家；③苏宁易购零售云加盟店 Q3 单季新开 688 家，达 1453 家；④家电店达 1957 家，云店 390 家，县镇店 25 家，常规店达 1542 家；④红孩子母婴店达 111 家，苏鲜生超市有 3 家改造成为苏宁小店、新开 1 家，较 2018H1 减少 2 家至 8 家。2018Q1-Q3，家电 3C 家居生活专业店同店增速约 4.80%；苏宁易购直营店持续丰富商品品类，提升经营管理能力，同店增速约 21.22%；苏宁红孩子母婴专业店经营逐步成熟，同店增速达 40.37%。

■**线上 GMV 持续高速增长，单季开放平台占比环比提升**。1-9 月公司线上平台继续保持了快速增长，商品交易总规模为 1,379.54 亿元（含税）/+70.89%，其中自营商品交易规模 997.07 亿元（含税）/+50.54%，开放平台商品交易规模为 382.47 亿元（含税）/+63.92%；2018Q3 单季开放平台占比较 2018Q2 提升 2.22pct 至 26.95%。会员数量高速增长，截至 9 月 30 日公司零售体系注册会员数量 3.82 亿。

■**加强仓储设施建设，进一步加深物流优势**。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 25,894 个。苏宁物流积极推进平台商户、供应商商户等第三方的物流合作，拥有物流仓配、转运等多项物流增值服务，满足了第三方用户的需求，1-9 月苏宁物流社会化业务营业收入（不含天天快递）同比增长 73.17%。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。

■**金融聚焦核心业务发展，进一步完善苏宁生态圈**。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%；8 月底，苏宁金服 B 轮融资扩募资金全部到位，资本实力得到增强，为其业务快速发展提供了有力的资金支持，有助于进一步开展产品及服务创新，提高用户粘性。

公司快报

证券研究报告

连锁

投资评级 买入-A

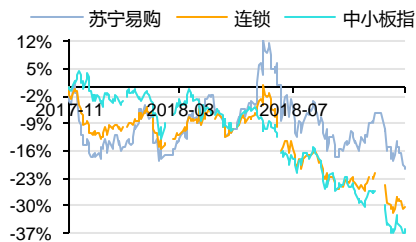
维持评级

6 个月目标价： 14.78 元
股价（2018-10-31） 11.38 元

交易数据

总市值(百万元)	105,948.25
流通市值(百万元)	66,536.00
总股本(百万股)	9,310.04
流通股本(百万股)	5,846.75
12 个月价格区间	11.38/16.27 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.86	5.27	12.55
绝对收益	-15.58	-13.85	-21.82

杜一帆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518080002

duyf1@essence.com.cn

021-35082088

相关报告

苏宁易购：苏宁易购中报点评/杜一帆	2018-09-01
苏宁易购：双线融合征程已起，雄师起舞拓辽阔版图/杜一帆	2018-07-16
苏宁易购：员工持股激励程度空前，发力零售+物流+金融三大板块/黄守宏	2018-05-15
苏宁易购：2017 年年报点评/杜一帆	2018-04-01

■ **品类结构优化提高毛利率，股权激励费用及借款规模提升降低拉升费用水平、资产减值损失拖累业绩。**公司有效实施商品价格管控提高日销毛利，推进商品结构调整，持续优化商品供应链，加强单品运作改善毛利水平，2018Q1-Q3 毛利率提升 0.79pct 至 14.70%。公司费用率有所提升：①开发、新品类运营等方面人员储备增加以及第三期员工持股计划计提管理费用（9629 万元）摊销影响，导致管理费用率同比提升 2.1pct 至 2.20%；②销售费用率基本保持稳定；③由于公司零售业务快速增长，银行借款规模的增加（短期借款较上年同期增加约 147 亿元，长期借款较上年同期增加约 48 亿元），导致财务费用率提升 0.23pct 至 0.39%。2018Q1-Q3 产生资产减值损失 10.51 亿元（较上年同期增长 8.3 亿元），主要系公司发放贷款及垫款规模的增长较快（发放贷款及垫款-短期 134.81 亿元/+79.85%，发放贷款及垫款-长期 43.69 亿元/+48.98%），根据贷款发放及偿付的实际情况，按照会计准则要求计提相关资产减值损失，以及存货规模增加相应带来存货跌价准备计提增加等，带来资产减值损失同比增长 375.11%；此部分为非实际发生额，较大程度上拖累了 2018Q3 业绩。

■ **投资建议：**考虑到四季度将完成①物流地产基金收购 5 家公司增厚 2018 年净利 8.63 亿元，②华泰证券会计处理方法变更产生 7.6 亿元投资收益，上调 2018-2020 年业绩预测至 78.13/32.29/39.10 亿元；维持买入-A 评级，采取分部估值法估计目标市值为 1376 亿元，对应目标价 14.78 元。

■ **风险提示：**宏观消费环境变差风险；线下扩张不及预期风险；电商竞争格局变化，出现价格战等风险；低线城市消费升级不及预期；便利店行业竞争格局变化，发展不及预期；费用控制不及预期等。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	148,585.3	187,927.8	237,035.1	301,284.9	383,060.5
净利润	704.4	4,212.5	7,813.1	3,239.0	3,910.1
每股收益(元)	0.08	0.45	0.84	0.35	0.42
每股净资产(元)	7.06	8.48	6.26	7.04	7.28

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	150.4	25.2	13.6	32.7	27.1
市净率(倍)	1.6	1.3	1.8	1.6	1.6
净利润率	0.5%	2.2%	3.3%	1.1%	1.0%
净资产收益率	1.1%	5.3%	13.4%	4.9%	5.8%
股息收益率	0.6%	0.9%	4.1%	1.7%	1.6%
ROIC	3.0%	19.6%	36.9%	-381.8%	46.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	148,585.3	187,927.8	237,035.1	301,284.9	383,060.5	成长性					
减:营业成本	127,247.5	161,431.8	202,902.1	256,996.0	326,750.6	营业收入增长率	9.6%	26.5%	26.1%	27.1%	27.1%
营业税费	583.5	729.3	924.4	1,175.0	1,493.9	营业利润增长率	-100.3%	198540.	80.8%	-62.3%	28.4%
销售费用	17,451.4	20,635.8	25,718.3	32,659.3	41,485.5	净利润增长率	-19.3%	498.0%	85.5%	-58.5%	20.7%
管理费用	3,946.3	4,864.1	5,570.3	6,748.8	8,542.2	EBITDA 增长率	14.4%	239.9%	71.8%	-45.7%	14.1%
财务费用	415.8	306.5	702.8	889.1	839.4	EBIT 增长率	-182.6%	874.8%	98.2%	-54.5%	20.2%
资产减值损失	350.5	512.7	254.0	450.0	405.6	NOPLAT 增长率	-153.1%	1690.6%	79.3%	-55.0%	20.2%
加:公允价值变动收益	-33.7	18.9	-906.8	413.4	26.7	投资资本增长率	176.6%	-4.9%	-104.3%	-1086.7	-306.0%
投资和汇兑收益	1,445.4	4,300.4	7,313.0	-	-	净资产增长率	119.0%	19.6%	-25.1%	11.5%	2.9%
营业利润	2.1	4,076.1	7,369.4	2,780.0	3,569.9	利润率					
加:营业外净收支	898.8	255.9	884.6	679.8	606.8	毛利率	14.4%	14.1%	14.4%	14.7%	14.7%
利润总额	900.9	4,332.0	8,254.0	3,459.8	4,176.7	营业利润率	0.0%	2.2%	3.1%	0.9%	0.9%
减:所得税	407.7	282.5	742.9	346.0	417.7	净利润率	0.5%	2.2%	3.3%	1.1%	1.0%
净利润	704.4	4,212.5	7,813.1	3,239.0	3,910.1	EBITDA/营业收入	1.1%	3.0%	4.1%	1.7%	1.6%
						EBIT/营业收入	0.3%	2.2%	3.4%	1.2%	1.2%
资产负债表						运营效率					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	32	26	21	15	11
货币资金	27,209.2	34,029.7	42,927.1	54,562.7	69,372.3	流动营业资本周转天数	-14	-2	-22	-22	-24
交易性金融资产	2,228.6	2,789.8	1,899.1	2,305.8	2,331.6	流动资产周转天数	169	163	147	143	139
应收账款	5,198.8	9,308.4	4,450.4	14,747.7	10,657.0	应收账款周转天数	10	14	10	11	12
应收票据	32.6	19.0	25.5	46.3	43.2	存货周转天数	34	32	35	34	33
预付账款	9,750.5	8,667.7	13,953.1	16,450.4	21,004.2	总资产周转天数	273	282	241	210	193
存货	14,392.3	18,551.5	27,863.9	28,332.1	42,626.7	投资资本周转天数	34	39	14	5	-4
其他流动资产	23,571.6	14,463.6	14,388.7	17,474.6	15,442.3	投资回报率					
可供出售金融资产	25,335.2	31,462.5	19,544.9	25,447.6	25,485.0	ROE	1.1%	5.3%	13.4%	4.9%	5.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.4%	2.6%	4.7%	1.6%	1.7%
长期股权投资	417.0	1,767.2	1,767.2	1,767.2	1,767.2	ROIC	3.0%	19.6%	36.9%	-381.8%	46.5%
投资性房地产	2,229.5	3,177.7	3,177.7	3,177.7	3,177.7	费用率					
固定资产	12,813.2	14,373.1	13,385.4	12,397.8	11,410.2	销售费用率	11.7%	11.0%	10.9%	10.8%	10.8%
在建工程	1,586.5	499.8	499.8	499.8	499.8	管理费用率	2.7%	2.6%	2.4%	2.2%	2.2%
无形资产	5,687.7	8,216.9	7,639.2	7,061.5	6,483.8	财务费用率	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%
其他非流动资产	5,425.4	7,017.5	6,591.3	6,120.0	6,054.4	三费/营业收入	14.7%	13.7%	13.5%	13.4%	13.3%
资产总额	137,167.2	157,276.7	159,520.2	192,267.4	218,427.0	偿债能力					
短期债务	6,159.5	8,686.3	3,021.7	332.2	3,524.5	资产负债率	49.0%	46.8%	60.8%	63.7%	67.1%
应付账款	20,674.1	23,397.9	31,189.4	39,458.1	49,520.1	负债权益比	96.2%	88.1%	154.8%	175.5%	204.0%
应付票据	25,803.3	27,356.7	48,346.6	45,279.7	70,903.7	流动比率	1.34	1.37	1.18	1.45	1.22
其他流动负债	8,818.1	4,822.7	6,899.8	7,480.9	8,144.1	速动比率	1.11	1.08	0.87	1.14	0.90
长期借款	18.0	2,853.7	-	23,338.1	7,632.5	利息保障倍数	1.00	13.29	11.49	4.13	5.25
其他非流动负债	5,772.2	6,531.7	7,454.0	6,586.0	6,857.2	分红指标					
负债总额	67,245.3	73,649.0	96,911.6	122,475.0	146,582.2	DPS(元)	0.07	0.10	0.46	0.20	0.19
少数股东权益	4,212.3	4,669.2	4,367.3	4,242.1	4,091.0	分红比率	92.5%	22.1%	55.1%	56.6%	44.6%
股本	9,310.0	9,310.0	9,310.0	9,310.0	9,310.0	股息收益率	0.6%	0.9%	4.1%	1.7%	1.6%
留存收益	53,765.3	57,343.2	48,931.3	56,240.3	58,443.7						
股东权益	69,922.0	83,627.7	62,608.6	69,792.4	71,844.8						
						现金流量表					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E						
净利润	493.2	4,049.5	7,813.1	3,239.0	3,910.1	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	1,805.8	2,100.1	1,565.4	1,565.4	1,565.4	EPS(元)	0.08	0.45	0.84	0.35	0.42
资产减值准备	350.5	512.7	-	-	-	BVPS(元)	7.06	8.48	6.26	7.04	7.28
公允价值变动损失	33.7	-18.9	-906.8	413.4	26.7	PE(X)	150.4	25.2	13.6	32.7	27.1
财务费用	502.6	399.3	702.8	889.1	839.4	PB(X)	1.6	1.3	1.8	1.6	1.6
投资损失	-1,445.4	-4,300.4	-7,313.0	-	-	P/FCF	-10.5	17.0	4.6	7.6	6.3
少数股东损益	-211.2	-163.0	-301.9	-125.2	-151.1	P/S	0.7	0.6	0.4	0.4	0.3
营运资金的变动	-15,292.8	1,699.4	19,630.5	-10,499.1	24,609.4	EV/EBITDA	37.4	9.9	4.9	9.3	3.5
经营活动产生现金流量	3,839.2	-6,605.3	21,190.1	-4,517.3	30,799.8	CAGR(%)	84.8%	-2.5%	114.8%	84.8%	-2.5%
投资活动产生现金流量	-39,612.5	13,437.5	22,537.2	-7,185.2	-284.6	PEG	1.8	-10.3	0.1	0.4	-11.1
融资活动产生现金流量	36,758.1	-910.5	-34,829.9	23,338.1	-15,705.6	ROIC/WACC	0.3	1.9	3.6	-37.4	4.6
						REP	10.0	1.5	-15.0	-0.2	-0.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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

杜一帆声明, 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	朱贤	021-35082852	zhuxian@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
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

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