

# 苏宁易购 (002024)

证券研究报告

2019年01月22日

受益于国家刺激家电消费政策，出售阿里股票向上修正业绩预告

## 投资评级

行业	商业贸易/专业零售
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	10.89元
目标价格	元

## 基本数据

A股总股本(百万股)	9,310.04
流通A股股本(百万股)	5,846.75
A股总市值(百万元)	101,386.33
流通A股市值(百万元)	63,671.09
每股净资产(元)	8.78
资产负债率(%)	52.80
一年内最高/最低(元)	16.35/9.77

## 作者

刘章明 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

## 股价走势



资料来源: 贝格数据

## 相关报告

- 《苏宁易购-公司点评:变更苏宁小店为35%参股,共谋长期智慧零售协同发展》2018-10-15
- 《苏宁易购-公司点评:18H1 GMV+45%,小店、零售云店展店加速》2018-07-31
- 《苏宁易购-公司点评:18H1业绩预增:上修至59.62-60.62亿元,合纵连横加速发展》2018-07-08

国家刺激家电消费政策即将落地,公司作为家电全渠道零售龙头有望受益。在经济下行压力有所加大的大背景下,消费成为促进经济增长的主要驱动力,国家有望颁布刺激消费的政策。此次国家将制定出台促进汽车、家电等热点产品消费的措施,预计是一系列国家刺激消费政策中的先行政策,主要针对的是制造业属性较强的大宗消费行业,从而依靠工业化程度高的消费品行业稳定就业率。公司在家电全渠道零售具有明显优势,2017年苏宁全渠道家电零售市场份额已达20%,位居家电全渠道销售额第一。公司线下家电常规店稳健发展,苏宁易购直营店及零售云快速发力低线与农村市场,并拓展大润发等新渠道,线上线下相融合全渠道发展。随着国家刺激家电消费政策的落地,公司作为家电全渠道零售龙头有望受益。

出售阿里股票价款52.05亿元,向上修正业绩预告。此次对于业绩进行向上修正,主要原因是公司2018年12月公司完成持有的阿里合计1316万股的出售,股票出售价款合计约18.627亿美元,预计可实现净利润约人民币52.05亿元。公司三季报中预计2018年度净利润为75.83亿元至80.04亿元,并未考虑出售部分可供出售金融资产带来的影响,随着公司完成阿里股票的出售计划,公司2018年净利润预计为127.88亿元至132.09亿元。

出售阿里股票获得资金,持续深化与阿里战略合作。公司2018年二季度与12月分别出售阿里股票766万股与1316万股,分别可实现净利润为56亿元和52亿元,合计实现净利润108亿元。公司通过出售阿里巴巴股票获得资金,将用于支持公司大开发战略实施,商品供应链建设、物流服务质量提升以及科技研发等业务领域的发展,能够有效增强公司市场竞争力,有助于公司经营效益的提升。同时,阿里依然是公司最重要的战略合作伙伴,持有公司19.99%的股份,公司将结合自身资源,持续加深与阿里巴巴集团在联合采购、天猫旗舰店运营、物流服务、O2O融合等领域的战略合作。

苏宁以“智慧零售”为核心战略,线上线下全渠道发展。苏宁智慧零售大开发战略启动,线上线下相融合是未来的大趋势。公司线下已步入稳定盈利期,常规店稳健,易购直营店及零售云加盟店快速占领低线与农村市场,拓展大润发等渠道新增规模,苏宁小店加快城市布局并探索新品类,稳固线下龙头优势。线上方面,内生多维流量提升+阿里支持,增速环比持续上行,MAU\DAU数据持续改善,延续强增长趋势。

公司是全国综合性零售龙头,线下占领低线市场&拓展新渠道,线上持续高增速,线上线下相融合全渠道发展。由于出售阿里股票&苏宁金融出表的原因,将2018-2020年净利润由77/37/44亿上调到129/159/41亿,当前市值对应8/6/25xPE,维持买入评级。

风险提示:宏观消费不景气;线下开店不及预期;线上增速不及预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	148,585.33	187,927.76	245,094.48	323,080.79	401,471.34
增长率(%)	9.62	26.48	30.42	31.82	24.26
EBITDA(百万元)	1,650.59	5,609.88	15,022.61	21,112.07	6,422.91
净利润(百万元)	704.41	4,212.52	12,882.60	15,864.05	4,075.78
增长率(%)	(19.27)	498.02	205.82	23.14	(74.31)
EPS(元/股)	0.08	0.45	1.38	1.70	0.44
市盈率(P/E)	143.93	24.07	7.87	6.39	24.88
市净率(P/B)	1.54	1.28	1.60	1.33	1.28
市销率(P/S)	0.68	0.54	0.41	0.31	0.25
EV/EBITDA	37.44	9.87	3.06	1.35	2.75

资料来源:wind, 天风证券研究所



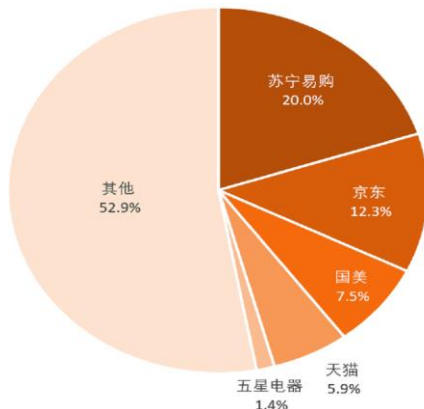
## 1. 事件

1月8日，国家发改委副主任宁吉喆表示，今年将制定出台促进汽车、家电等热点产品消费的措施。同时，苏宁发布业绩预告修正公告，此前公司预计2018年度归属上市公司股东的净利润为75.83亿元至80.04亿元。公司上修业绩预告，公司预计2018年度归属上市公司股东的净利润为127.88亿元至132.09亿元，同比增长203.56%-213.56%。

## 2. 点评

**国家刺激家电消费政策即将落地，公司作为家电全渠道零售龙头有望受益。**在经济下行压力有所加大的大背景下，消费成为促进经济增长的主要驱动力，国家有望颁布刺激消费的政策。此次国家将制定出台促进汽车、家电等热点产品消费的措施，预计是一系列国家刺激消费政策中的先行政策，主要针对的是制造业属性较强的大宗消费行业，从而依靠工业化程度高的消费品行业稳定就业率。公司在家电全渠道零售具有明显优势，2017年苏宁全渠道家电零售市场份额已达20%，位居家电全渠道销售额第一。公司线下家电常规店稳健发展，苏宁易购直营店及零售云快速发力低线与农村市场，并拓展大润发等新渠道，线上线下相融合全渠道发展。随着国家刺激家电消费政策的落地，公司作为家电全渠道零售龙头有望受益。

图 1：2017 年国内家电全渠道销售额各家市占率



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

图 2：苏宁线上线下相融合全渠道发展



资料来源：天风证券研究所

**出售阿里股票价款 52.05 亿元，向上修正业绩预告。**此次对于业绩进行向上修正，主要原因是公司2018年12月完成持有的阿里合计1316万股的出售，股票出售价款合计约18.627亿美元，预计可实现净利润约人民币52.05亿元。公司季报中预计2018年度净利润为75.83亿元至80.04亿元，并未考虑出售部分可供出售金融资产带来的影响，随着公司完成阿里股票的出售计划，公司2018年净利润预计为127.88亿元至132.09亿元。

**出售阿里股票获得资金，持续深化与阿里战略合作。**公司2018年二季度与12月分别出售阿里股票766万股与1316万股，分别可实现净利润为56亿元和52亿元，合计实现净利润108亿元。公司通过出售阿里巴巴股票获得资金，将用于支持公司大开发战略实施，商品供应链建设、物流服务质量提升以及科技研发等业务领域的发展，能够有效增强公司市场竞争力，有助于公司经营效益的提升。同时，阿里依然是公司最重要的战略合作伙伴，持有公司19.99%的股份，公司将结合自身资源，持续加深与阿里巴巴集团在联合采购、天猫旗舰店运营、物流服务、O2O融合等领域的战略合作。

苏宁以“智慧零售”为核心战略，线上线下全渠道发展。苏宁智慧零售大开发战略启动，线上线下相融合是未来的大趋势。公司线下已步入稳定盈利期，常规店稳健，易购直营店及零售云加盟店快速占领低线与农村市场，拓展大润发等渠道新增规模，苏宁小店加快城市布局并探索新品类，稳固强线下龙头优势。线上方面，内生多维流量提升+阿里支持，增速环比持续上行，MAU\DAU 数据持续改善，延续强增长趋势。

### 3. 估值与结论

公司是全国综合性零售龙头，线下占领低线市场&拓展新渠道，线上持续高增速，线上线下相融合全渠道发展。综合预计 2018-20 年净利润分别为 129/159/41 亿，当前市值对应 8/6/25xPE，维持买入评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	27,209.23	34,029.68	44,117.01	60,504.83	71,171.99
应收账款	5,198.75	9,308.37	8,529.06	13,644.51	15,609.99
预付账款	9,750.55	8,667.71	15,286.73	16,865.19	22,517.36
存货	14,392.30	18,551.49	25,752.60	32,273.96	39,599.44
其他	25,832.81	17,272.43	17,261.23	17,378.61	17,430.46
<b>流动资产合计</b>	<b>82,383.64</b>	<b>87,829.68</b>	<b>110,946.63</b>	<b>140,667.11</b>	<b>166,329.24</b>
长期股权投资	417.05	1,767.20	1,767.20	1,767.20	1,767.20
固定资产	12,813.17	14,373.07	15,131.35	15,719.32	16,151.78
在建工程	1,586.52	499.78	335.87	249.52	179.71
无形资产	5,687.73	8,216.94	7,639.22	7,061.51	6,483.79
其他	32,990.18	41,657.70	27,765.21	27,291.72	27,224.70
<b>非流动资产合计</b>	<b>53,494.65</b>	<b>66,514.70</b>	<b>52,638.86</b>	<b>52,089.28</b>	<b>51,807.19</b>
<b>资产总计</b>	<b>137,167.24</b>	<b>157,276.69</b>	<b>167,085.49</b>	<b>196,756.39</b>	<b>223,136.43</b>
短期借款	6,159.52	8,686.33	10,002.80	7,895.00	8,746.00
应付账款	20,674.09	23,397.90	32,913.57	42,844.87	50,355.25
其他	34,621.42	32,179.42	48,115.74	57,336.05	72,326.95
<b>流动负债合计</b>	<b>61,455.03</b>	<b>64,263.66</b>	<b>91,032.12</b>	<b>108,075.93</b>	<b>131,428.20</b>
长期借款	18.00	2,853.67	2,880.00	3,000.00	3,300.00
应付债券	3,500.02	3,500.00	3,500.00	3,500.00	3,500.00
其他	2,272.22	3,031.71	2,461.62	2,588.52	2,693.95
<b>非流动负债合计</b>	<b>5,790.24</b>	<b>9,385.38</b>	<b>8,841.62</b>	<b>9,088.52</b>	<b>9,493.95</b>
<b>负债合计</b>	<b>67,245.26</b>	<b>73,649.03</b>	<b>99,873.73</b>	<b>117,164.45</b>	<b>140,922.15</b>
少数股东权益	4,212.30	4,669.25	3,714.98	3,403.92	3,173.21
股本	9,310.04	9,310.04	9,310.04	9,310.04	9,310.04
资本公积	35,835.36	35,980.49	22,517.96	22,517.96	22,517.96
留存收益	53,765.25	57,343.19	54,186.74	66,877.98	69,731.03
其他	(33,200.97)	(23,675.31)	(22,517.96)	(22,517.96)	(22,517.96)
<b>股东权益合计</b>	<b>69,921.98</b>	<b>83,627.66</b>	<b>67,211.76</b>	<b>79,591.94</b>	<b>82,214.28</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>137,167.24</b>	<b>157,276.69</b>	<b>167,085.49</b>	<b>196,756.39</b>	<b>223,136.43</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	493.23	4,049.54	12,882.60	15,864.05	4,075.78
折旧摊销	1,805.83	2,100.10	1,547.10	1,658.34	1,766.42
财务费用	502.63	399.29	851.00	356.00	478.00
投资损失	(1,445.42)	(4,300.36)	(12,800.00)	(17,200.00)	(1,500.00)
营运资金变动	(15,292.83)	1,699.44	12,258.26	5,065.61	7,941.70
其它	17,775.79	(10,553.30)	(895.93)	(253.08)	(171.56)
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,839.24</b>	<b>(6,605.29)</b>	<b>13,843.04</b>	<b>5,490.92</b>	<b>12,590.33</b>
资本支出	(1,070.31)	7,102.28	2,130.09	1,453.10	1,444.57
长期投资	197.25	1,350.16	0.00	0.00	0.00
其他	(38,739.46)	4,985.04	21,893.16	13,553.07	(2,610.67)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(39,612.52)</b>	<b>13,437.47</b>	<b>24,023.25</b>	<b>15,006.18</b>	<b>(1,166.10)</b>
债权融资	14,272.98	15,266.54	16,682.80	16,102.33	17,046.00
股权融资	34,653.48	9,509.45	(26,618.71)	(356.00)	(478.00)
其他	(12,168.39)	(25,686.50)	(17,843.06)	(19,855.61)	(17,325.06)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>36,758.06</b>	<b>(910.51)</b>	<b>(27,778.97)</b>	<b>(4,109.28)</b>	<b>(757.07)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>984.78</b>	<b>5,921.67</b>	<b>10,087.32</b>	<b>16,387.82</b>	<b>10,667.16</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>148,585.33</b>	<b>187,927.76</b>	<b>245,094.48</b>	<b>323,080.79</b>	<b>401,471.34</b>
营业成本	127,247.54	161,431.79	209,310.68	275,587.92	342,254.32
营业税金及附加	583.46	729.29	990.93	1,276.22	1,589.01
营业费用	17,451.42	20,635.78	26,470.20	34,731.19	42,957.43
管理费用	3,946.27	4,864.05	6,470.49	8,561.64	10,719.28
财务费用	415.83	306.47	851.00	356.00	478.00
资产减值损失	350.50	512.74	1,235.00	728.08	853.94
公允价值变动收益	(33.69)	18.85	58.34	57.98	59.14
投资净收益	1,445.42	4,300.36	12,800.00	17,200.00	1,500.00
其他	(2,823.47)	(8,947.66)	(25,716.68)	(34,515.96)	(3,118.28)
<b>营业利润</b>	<b>2.05</b>	<b>4,076.10</b>	<b>12,624.51</b>	<b>19,097.73</b>	<b>4,178.49</b>
营业外收入	1,060.16	405.15	500.00	500.00	500.00
营业外支出	161.32	149.21	158.93	156.49	154.87
<b>利润总额</b>	<b>900.89</b>	<b>4,332.04</b>	<b>12,965.58</b>	<b>19,441.24</b>	<b>4,523.62</b>
所得税	407.66	282.50	1,037.25	3,888.25	678.54
<b>净利润</b>	<b>493.23</b>	<b>4,049.54</b>	<b>11,928.33</b>	<b>15,552.99</b>	<b>3,845.07</b>
少数股东损益	(211.18)	(162.98)	(954.27)	(311.06)	(230.70)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>704.41</b>	<b>4,212.52</b>	<b>12,882.60</b>	<b>15,864.05</b>	<b>4,075.78</b>
每股收益(元)	0.08	0.45	1.38	1.70	0.44

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	9.62%	26.48%	30.42%	31.82%	24.26%
营业利润	-100.34%	#####	209.72%	51.28%	-78.12%
归属于母公司净利润	-19.27%	498.02%	205.82%	23.14%	-74.31%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.36%	14.10%	14.60%	14.70%	14.75%
净利率	0.47%	2.24%	5.26%	4.91%	1.02%
ROE	1.07%	5.34%	20.29%	20.82%	5.16%
ROIC	3.03%	19.59%	62.33%	192.92%	116.64%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	49.02%	46.83%	59.77%	59.55%	63.16%
净负债率	24.78%	30.81%	36.23%	49.09%	49.33%
流动比率	1.34	1.37	1.22	1.30	1.27
速动比率	1.11	1.08	0.94	1.00	0.96
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	35.76	25.91	27.48	29.14	27.45
存货周转率	10.46	11.41	11.06	11.14	11.17
总资产周转率	1.32	1.28	1.51	1.78	1.91
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.08	0.45	1.38	1.70	0.44
每股经营现金流	0.41	-0.71	1.49	0.59	1.35
每股净资产	7.06	8.48	6.82	8.18	8.49
<b>估值比率</b>					
市盈率	143.93	24.07	7.87	6.39	24.88
市净率	1.54	1.28	1.60	1.33	1.28
EV/EBITDA	37.44	9.87	3.06	1.35	2.75
EV/EBIT	147.89	13.59	3.41	1.47	3.79



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com