

## 苏宁易购(002024)/专业零售

家电零售已形成宽阔护城河,全渠道多业态精耕智慧零售生态圈,开启规模发展新篇章

**评级: 买入(维持)**

分析师: 彭毅

执业证书编号: S0740515100001

电话:

Email: pengyi@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	9,310
流通股本(百万股)	5,847
市价(元)	12.35
市值(百万元)	114,979
流通市值(百万元)	72,207

**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
- 4 全渠道多业态零售网络逐步完善,规模效应带来持续高增长

**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	245,311	311,363	381,457
营业收入增速	9.62%	26.48%	30.53%	26.93%	22.51%
归属于母公司的净利润	704	4,213	13,320	1,966	3,181
净利润增长率	-19.27%	498.02%	216.20%	-85.24%	61.84%
摊薄每股收益(元)	0.08	0.45	1.44	0.21	0.34
每股现金流量					
净资产收益率	3.01%	2.87%	1.41%	5.76%	16.86%
P/E	151.33	27.16	8.58	58.81	36.32
PEG	-7.85	0.05	0.04	-0.69	0.59
P/B	4.56	0.78	0.12	3.39	6.12

备注:

**投资要点**

■ **事件: 苏宁发布 2018 年度业绩快报, 2018 年实现商品销售规模 3,371.35 亿元, 同比增长 38.54%, 其中线上实现商品销售规模 2,083.54 亿元, 同比增长 64.45%。2018 年实现营业收入 2,453.11 亿元, 同比+30.53%, 归属于母公司净利润为 133.20 亿元, 同比增长 216.20%。2018 年综合毛利率较去年同期增加 0.61%。报告期内公司加强门店结构的优化升级, 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 2.39%/9.35%/29.78%。**

■ **线下: 完善多业态、多层次市场零售网络, 效率持续优化, 盈利能力回升。**

继续优化“两大、两小、多专”的线下门店布局, 打造覆盖不同市场级别、不同消费需求的智慧零售渠道网络, 持续巩固线下发展优势。截至 12 月 31 日, 公司经营 16 个苏宁易购广场, 已拥有 2,105 家家电 3C 家居生活专业店, 2,368 家苏宁易购直营店, 4,177 家苏宁小店(含迪亚天天), 157 家红孩子母婴店和 8 家苏鲜生超市, 各类自营店面共计 8,815 家。苏宁零售云持续输出零售核心能力赋能低线城市, 报告期内快速推进门店开发, 截至年底零售云加盟店数量已达 2,071 家。

2018 年公司通过丰富店面商品布局, 加强在家居生活、健康个护等商品类目的拓展, 提高到店客流; 互联网化运营能力逐步提升, 加强数据工具运用, 有效开展精准营销, 家电 3C 专业店可比店面销售收入同比增长 2.39%。苏宁易购直营店深耕三四级市场, 持续丰富商品品类, 提升经营管理能力, 报告期内可比门店销售收入同比增长 9.35%。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 29.78%。

■ **线上: 加强扩品引流、社群营销和产业联动, 拉动销售增长; 2018 年线上自营 GMV 同比+53.70%, 开放平台 GMV 同比+100.31%。**

2018 年公司线上平台的快速增长得到持续确认, 商品交易总规模为 2,083.54 亿元(含税), 同比增长 64.45%, 线上销售占比提升至 62%, 成为拉动规模增长的强力引擎; 其中, 自营商品交易规模 1,497.92 亿元(含税), 开放平台商品交易规模为 585.62 亿元(含税)。截至 12 月 31 日, 苏宁零售体系注册会员数量达 4.07 亿。

(1) **持续扩品引流**, 线上加快新品类发展, 不断丰富快消家装百货品类, 新品类引进新商户占比达 86.01%; 注重精细化运营管理, 加强关联推荐, 推进精准营销, 有效提升用户复购率。(2) **注重社群营销**, 大力推广苏宁拼购, 佣金制激励推客分享, 挖掘拼购市场消费红利。(3) **强化产业联动**, 立足苏宁智慧零售生态圈, 打通生活、文娱等高粘性会员权益, 带来付费会员的快速增长。

■ **财务数据分析: 综合毛利率同比提升 0.61%, 费用率同比增长 0.46%, 净利润同比增长 216.20%。**

**毛利率:** 报告期内, 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。随着开放平台、物流、金融方面的增值服务收入增加, 公司综合毛利率较去年同期增加 0.61%。

**运营费用率:** 公司加强在开发、新品类运营等方面的人员储备, 以及第三

期员工持股计划计提管理费用摊销影响，人员费用率阶段性上升；此外为拉动销售，广告促销投入加大；全渠道规模效应带来线下租金、装修、水电、折旧等固定费用率下降。由于公司零售业务快速增长，对经营性资金需求增加，同时供应链融资、消费金融业务发展加快，带来了公司银行借款规模的增加，以及报告期内新发行公司债券计提利息，使得报告期内公司财务费用率同比上升。整体来看，公司总费用率同比增长 0.46%。

**净利润：**2018 年实现归属于母公司净利润为 133.20 亿元，同比增长 216.20%，主要原因为报告期内公司完成阿里巴巴股份出售，物流地产基金收购公司 5 家物流项目公司 100% 股权，以及华泰证券投资会计核算方法调整，大连万达、商汤科技等带来的投资收益和公允价值变动的的影响。

■ **物流资源丰富，持续加码基础设施建设，服务能力持续提升。**

**物流资源拓展：**截至 2018 年 12 月末苏宁物流及天天快递拥有仓储及相关配套总面积 950 万平方米，拥有快递网点 27,444 个，物流网络覆盖全国 351 个地级城市、2,858 个区县级城市。

**基础设施建设：**截至 12 月末公司已在 41 个城市投入运营 50 个物流基地，基于生鲜类商品的发展需求，加快冷链物流建设，已投入使用 46 个生鲜冷链仓，覆盖 179 个城市，有效地提升了生鲜类商品的配送效率。

**服务能力建设：**强化物流时效类标准化服务产品的开发及推广，“次日达”、“准时达”配送范围持续增加。结合门店网络和仓储体系优势，构建即时物流服务体系，匹配即时自提、1 小时达、半日达等服务产品，满足不同时效需求。同时，苏宁注重提升县镇市场的物流售后服务能力，截至 2018 年末已筹建成立 264 个县级综合服务中心。

■ **苏宁金融聚焦核心业务，加快转型金融科技公司，资本实力持续增强。**

苏宁金融精耕苏宁生态圈需求，聚集核心业务和产品，加快转型金融科技公司，输出金融科技能力。8 月底，苏宁金服 B 轮融资扩股募集资金全部到位，12 月 28 日，公司董事会审议通过苏宁金服 C 轮融资扩股，资本实力得到增强，为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。

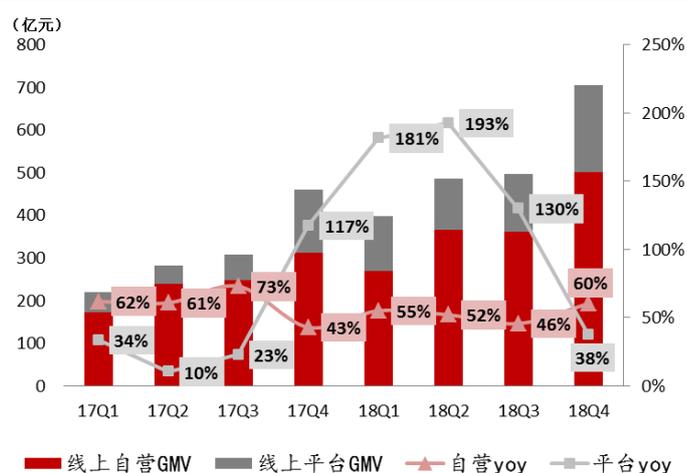
■ **投资建议：家电零售已形成宽阔护城河，全渠道多业态精耕智慧零售生态圈，开启规模发展新篇章，维持“买入”评级。**

苏宁全渠道多业态经营模式规模效应逐步凸显：（1）线下围绕“两大、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；线下盈利能力回升，为公司提供充足而稳定的收入来源。（2）线上将强化传统带电产品优势，加大开放平台商家引进力度，加强精细化运营，提升用户复购率；把握社交流量红利，加强零售体系产业联动，预计线上仍将保持中高速增长，未来服务收入将进一步提升。（3）持续输出供应链服务能力，丰富仓储物流资源。苏宁金融持续聚焦核心业务，精耕生态圈金融需求，战略募集资金已到位将为业务发展提供有力的资金支持。预计公司 2018-2020 年实现营业收入 2,453.11/3,113.63/3,814.57 亿元，实现归母净利润 133.20/19.66/31.81 亿元。

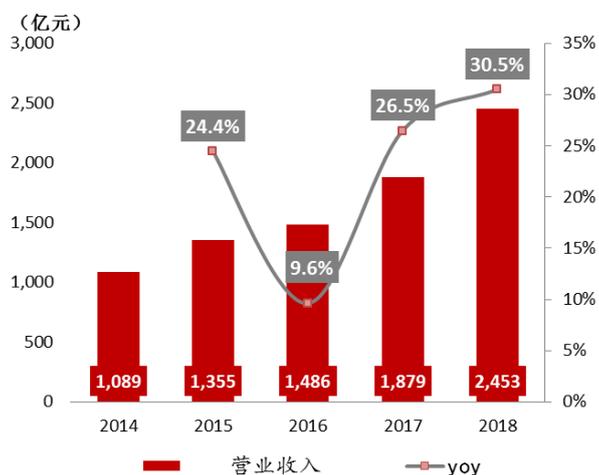
■ **风险提示：1，线上线下融合不及预期，线上业务成本激增，线下门店改造受阻，造成公司盈利下滑；2，阿里苏宁的关系恶化，天猫旗舰店流量优势减弱，流量成本大幅上升；3，金融业务风控能力不足，坏账大幅增加，拖累集团现金流恶化。**

**图表 1: 全渠道销售规模保持中高速增长**

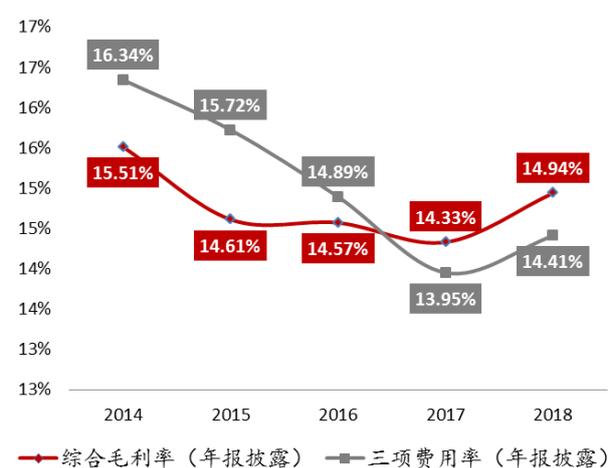

来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 2: 线上平台 GMV 增速放缓**


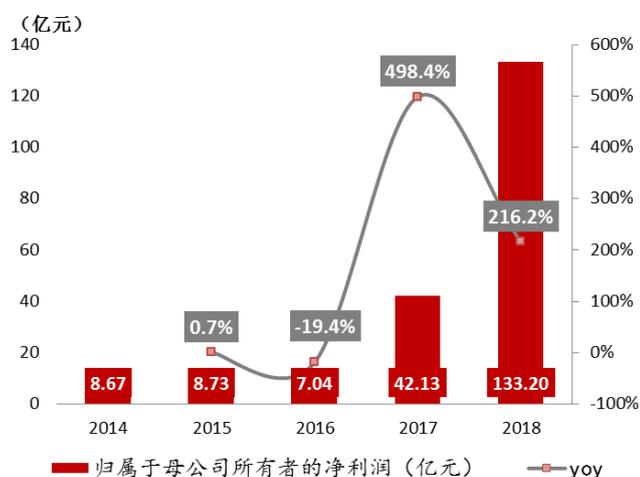
来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 3: 营业收入稳健增长**


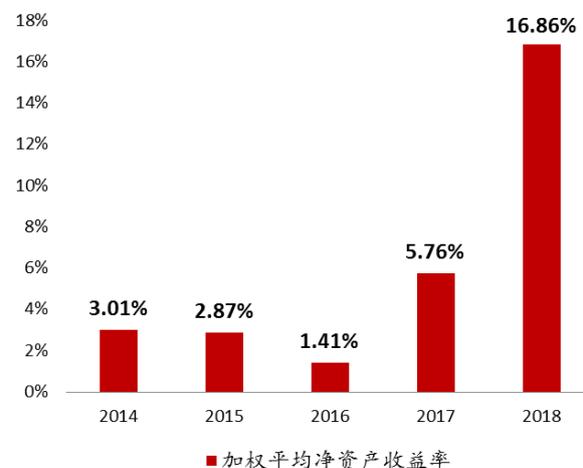
来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 4: 毛利率稳步回升, 费用率略增**


来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 5: 投资收益增加带来净利润快速增长**


来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 6: ROE 快速提升**


来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 7: 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	245,311	311,363	381,457
增长率	9.6%	26.5%	30.5%	26.93%	22.51%
营业成本	-127,248	-161,432	-209,251	-265,160	-324,013
% 销售收入	85.6%	85.9%	85.3%	85.2%	84.9%
毛利	21,338	26,496	36,060	46,204	57,444
% 销售收入	14.4%	14.1%	14.7%	14.8%	15.1%
营业税金及附加	-583	-729	-952	-1,208	-1,480
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-17,451	-20,636	-26,937	-34,250	-41,960
% 销售收入	11.7%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
管理费用	-3,946	-4,864	-6,869	-8,718	-10,681
% 销售收入	2.7%	2.6%	2.8%	2.8%	2.8%
息税前利润 (EBIT)	-643	267	1,302	2,027	3,323
% 销售收入	-0.4%	0.1%	0.5%	0.7%	0.9%
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	1,000	1,000	1,000
公允价值变动收益	-34	19	104	7	1
投资收益	1,445	4,300	13,265	1,000	1,000
% 税前利润	90.2%	85.2%	84.5%	24.9%	19.0%
营业利润	703	4,792	15,448	3,771	5,021
营业利润率	0.5%	2.6%	6.3%	1.2%	1.3%
营业外收支	899	256	250	250	250
税前利润	1,602	5,048	15,698	4,021	5,271
利润率	1.1%	2.7%	6.4%	1.3%	1.4%
所得税	-408	-283	-893	-132	-213
所得税率	25.4%	5.6%	5.7%	3.3%	4.0%
净利润	493	4,050	12,805	1,890	3,058
少数股东损益	-211	-163	-515	-76	-123
归属于母公司的净利润	704	4,213	13,320	1,966	3,181
净利率	0.5%	2.2%	5.4%	0.6%	0.8%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	493	4,050	12,805	1,890	3,058
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	104	7	1
财务费用	503	399	223	262	302
投资收益	-1,445	-4,300	-13,265	-1,000	-1,000
少数股东损益	-211	-163	-515	-76	-123
营运资金的变动	-15,293	1,699	21,195	-11,039	27,971
经营活动现金净流	3,839	-6,605	22,807	-7,955	32,438
固定资本投资	802	-478	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-39,613	13,437	10,657	-2,360	-2,666
股利分配	-652	-652	-7,049	-1,054	-1,294
其他	37,410	-259	-16,024	23,330	-13,164
筹资活动现金净流	36,758	-911	-23,073	22,275	-14,457
现金净流量	985	5,922	10,391	11,961	15,314

资产负债表 (人民币百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	27,209	34,030	44,421	56,381	71,695
应收款项	5,231	9,327	9,677	14,444	15,107
存货	14,392	18,551	24,151	29,961	36,161
其他流动资产	35,551	25,921	32,460	32,300	39,175
流动资产	82,384	87,830	110,708	133,086	162,138
% 总资产	60.1%	55.8%	61.4%	65.4%	69.2%
长期投资	27,982	36,407	37,129	37,899	38,713
固定资产	12,813	14,373	13,413	12,451	11,486
% 总资产	9.3%	9.1%	7.4%	6.1%	4.9%
无形资产	5,688	8,217	9,991	11,586	13,004
非流动资产	54,784	69,447	69,632	70,562	72,123
% 总资产	39.9%	44.2%	38.6%	34.6%	30.8%
资产总计	137,167	157,277	180,340	203,649	234,261
短期借款	6,160	8,686	11,545	12,862	0
应付款项	48,080	52,247	85,370	84,245	125,953
其他流动负债	7,215	3,331	3,315	3,321	3,322
流动负债	61,455	64,264	100,230	100,428	129,276
长期贷款	18	2,854	0	0	0
其他长期负债	5,772	6,532	3,032	3,032	3,032
负债	67,245	73,649	103,261	103,460	132,307
普通股股东权益	65,710	78,958	72,924	96,111	97,999
少数股东权益	4,212	4,669	4,154	4,078	3,955
负债股东权益合计	137,167	157,277	180,340	203,649	234,261

比率分析					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标</b>					
每股收益 (元)	0.08	0.45	1.43	0.21	0.34
每股净资产 (元)	7.06	8.48	7.83	10.32	10.53
每股经营现金流 (元)	0.41	-0.71	2.45	-0.85	3.48
每股股利 (元)	0.07	0.07	0.76	0.11	0.14
<b>回报率</b>					
净资产收益率	1.07%	5.34%	18.27%	2.05%	3.25%
总资产收益率	0.36%	2.57%	7.10%	0.93%	1.31%
投入资本收益率	3.03%	19.59%	64.26%	1692.16%	25.23%
<b>增长率</b>					
营业总收入增长率	9.62%	26.48%	30.53%	26.93%	22.51%
EBIT 增长率	-182.63%	874.76%	235.64%	-85.12%	63.40%
净利润增长率	-19.27%	498.02%	216.21%	-85.24%	61.84%
总资产增长率	55.74%	14.66%	14.66%	12.93%	15.03%
<b>资产管理能力</b>					
应收账款周转天数	10.1	13.9	13.9	13.9	13.9
存货周转天数	34.4	31.6	31.3	31.3	31.2
应付账款周转天数	30.5	28.5	29.5	29.0	29.3
固定资产周转天数	31.6	26.0	20.4	15.0	11.3
<b>偿债能力</b>					
净负债/股东权益	-28.26%	-34.86%	-57.88%	-58.50%	-82.78%
EBIT 利息保障倍数	1.0	13.3	61.2	7.7	11.0
资产负债率	49.02%	46.83%	57.26%	50.80%	56.48%

来源: 公司公告 中泰证券研究所

**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。