

苏宁易购(002024)/专业零售

智慧零售步入万店时代,全渠道多业态拓展流量入口,规模效应将逐步凸显

**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

研究助理: 龙凌波

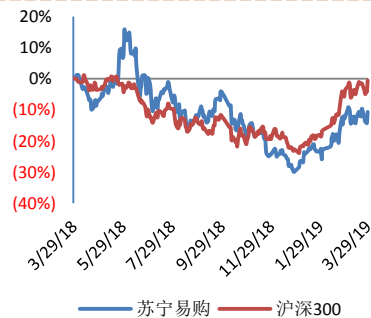
电话: 18800109686

Email: longlb@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)	12.55
市值(百万元)	116,841
流通市值(百万元)	73,377

### 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
- 5 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

### 公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	187,928	244,957	310,244	389,662	481,542
营业收入增速	26.48%	30.35%	26.65%	25.60%	23.58%
归母净利润(百万元)	4,213	13,328	17,719	2,263	6,759
净利润增长率	498.02%	216.38%	32.95%	-87.23%	198.73%
摊薄每股收益(元)	0.45	1.43	1.90	0.24	0.73
每股现金流量	-0.71	-1.49	0.31	0.36	1.65
净资产收益率	5.34%	16.47%	15.09%	1.74%	5.16%
P/E	27.74	8.77	6.59	51.64	17.29
PEG	-1.45	-0.43	0.03	-2.71	-0.85
P/B	1.48	1.44	1.00	0.90	0.89

备注:

### 投资要点

■ **事件: 苏宁发布 2018 年报, 2018 年实现商品销售规模 3,367.57 亿元, 同比增长 38.39%, 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 2,449.57 亿元, 同比+30.35%, 归属于母公司净利润为 133.28 亿元, 同比增长 216.238%。2018 年综合毛利率较去年同期增加 0.91%。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: 多业态、多层级市场零售门店突破万家, 盈利能力稳健回升。**

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, 自营/加盟门店总数达 11,064 家, 线下连锁资源优势得到持续巩固: (1) **家电 3C 家居生活专业店达 2,105 家:** 持续进行专业大店业态升级, 同时推进与商超业态的合作, 输出家电 3C 专业运营能力, 入驻大润发、欧尚、卜蜂莲花超市, 开设超市门店 478 家; (2) **县镇级市场门店 4,439 家:** 苏宁加速市场下沉, 挖掘县镇级市场消费潜力, 苏宁易购直营店达 2,368 家, 零售云加盟店轻资产加速扩张, 赋能低线城市, 截至年底已达 2,071 家; (3) **多业态门店达 4,454 家:** 157 家红孩子母婴店和 8 家苏鲜生超市打造母婴/生鲜商超的 O2O 载体, 满足消费者多元化的消费需求; 4,177 家苏宁小店和 112 家迪亚天天加盟店打造线下超级流量入口, 支撑社区拼团业务发展; (4) 港澳/日本等海外门店达 66 家。

2018 年, 通过扩充高频商品品类有效提高到店客流, 强化精准营销等手段, 家电 3C 专业店同店收入增长 2.39%; 苏宁易购直营店深耕三四级市场, 持续扩品提效, 同店收入增长 9.35%; 红孩子母婴店经营模式逐步探索成熟, 经营质量稳步提升, 同店收入增长 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%。**

线上快速增长得到持续确认, 2018 年线上 GMV 为 2,083.54 亿元(含税), 同比增长 64.45%, 占比提升至 62%, 成为拉动整体销售规模增长的强力引擎; 其中, 自营 GMV 达 1,497.92 亿元(含税), 开放平台 GMV 达 585.62 亿元(含税)。

(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, 佣金制激励推荐客分享, 挖掘拼购市场消费红利。(3) **强化产业联动,** 深耕 4.07 亿零售体系会员需求, 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 0.91%, 费用率同比增长 0.47%, 净利润同比增长 216.35%。**

**毛利率:** 商品价格管控有效提高日销毛利, 商品结构调整、供应链优化和单品运作改善毛利水平, 开放平台、物流、金融等增值服务收入增加, 公司综合毛利率较去年同期增加 0.91%。

**运营费用率:** 由于加强人才储备及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 0.54%；广告促销投入加大，广告促销费率同比增加 0.28%；全渠道规模效应带来线下租金、装潢、水电等固定费用率下降 0.58%；配套新品类发展及渠道下沉的仓储配送网络建设日益完善，物流费率下降 0.13%。公司总费用率同比增长 0.47%。

**净利润：**2018 年实现归属于母公司净利润为 133.28 亿元，同比增长 216.35%，主要为出售阿里巴巴股份、物流地产基金收购公司资产等投资收益和公允价值变动的影响。为有效加强现金管理，苏宁开展了投资理财业务，若不考虑该部分扣除运营资金产生的投资理财收益，2018 年苏宁实现扣非净利润 3.1 亿元，同比减少 41%。

**现金流：**2018 年经营活动产生的现金流量净额为-139 亿元，主要是金融业务发展迅速，贷款规模增加带来现金流净流出 85.60 亿元。此外，公司加强对供应商的资金支持、积极拓展对公销售等，应收账款规模增加，拖累经营现金流表现。

■ **物流资源丰富，服务能力持续提升，物流服务收入同比增长 40.82%。**

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 个区县城市，物流服务收入同比增长 40.82%。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。同时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。

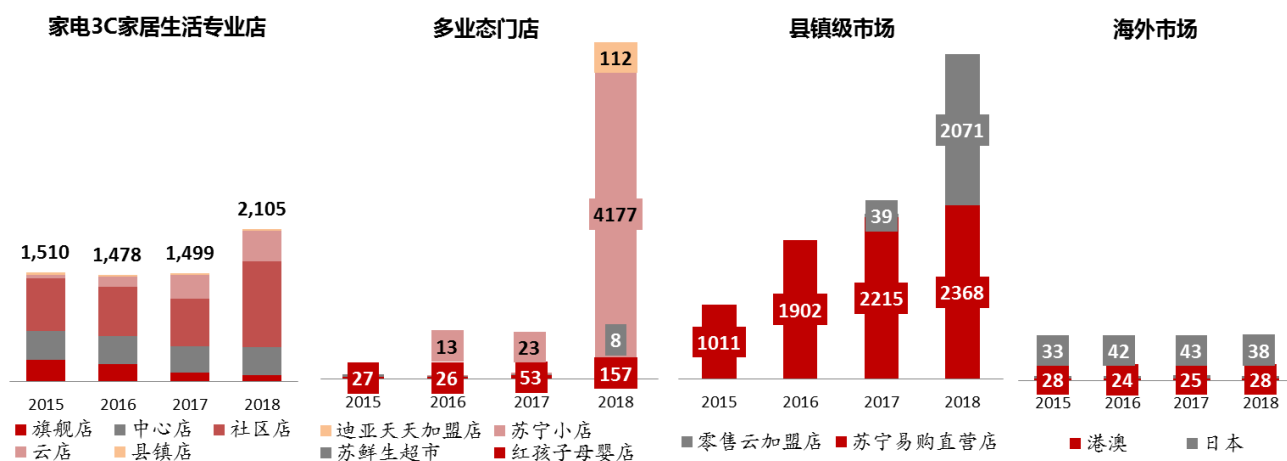
■ **苏宁金融资本实力持续增强，金融服务营收同比+80.44%。**

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，营业收入同比增长 80.44%。苏宁金服 B 轮增资扩股募集资金已全部到位，C 轮增资扩股将持续增强资本实力，推动产品及服务创新，提高用户粘性。未来苏宁金服如独立分拆，出表后将显著优化上市公司经营现金流。

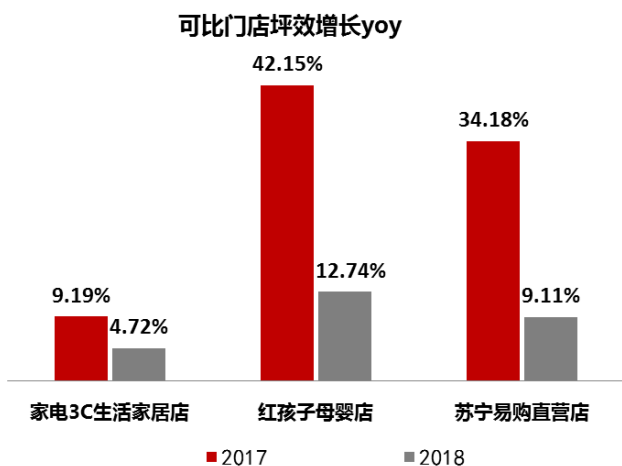
■ **投资建议：智慧零售步入万店时代，全渠道多业态拓展流量入口，规模效应将逐步凸显，维持“买入”评级。**

苏宁深耕家电零售二十余年，已形成宽阔的经济护城河，全渠道家电零售市场份额稳居第一，线下连锁已步入万店时代。在全渠道多业态经营的规模效应下，线下门店盈利能力回升，为公司提供充足而稳定的收入来源。线下将围绕“两大、两小、多专”推进门店布局，全方位满足多元化消费需求；线上将强化传统带电商产品优势，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。电商搜索流量红利见顶之际，线下门店价值迎来重估，苏宁在原有门店基础上，拓展新的流量入口：（1）零售云加盟快速推进市场下沉，挖掘县镇级市场消费潜力；（2）苏宁拼购把握社交流量红利，加强零售体系产业联动；（3）苏宁小店深入最后一公里，支撑社区拼团业务，以较低成本汲取高粘性的社区社群流量。苏宁是零售商，更是供应链赋能者和零售服务商，持续输出物流、金融等供应链服务能力，服务收入有望放量增长。苏宁金融如实现独立分拆上市，出表后有望显著优化上市公司现金流，减轻财务影响。公司主营业务盈利能力稳健，战略发展逻辑清晰，预计 2019-2021 年实现营业收入 3,102.44/3,896.62/4,815.42 亿元，实现归母净利润 177.19/22.63/67.59 亿元。

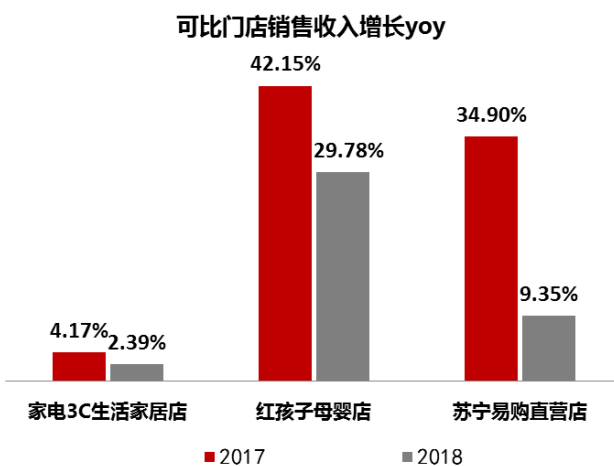
■ **风险提示：1，线上线下融合不及预期，线上业务成本激增；线下门店改造受阻，新拓展门店经营不善、亏损加剧，造成公司盈利下滑；2，搜索流量红利减退，天猫旗舰店流量优势减弱；苏宁拼购、零售云、苏宁小店等新流量入口拓展不顺利，流量成本大幅上升；3，金融业务风控能力不足，坏账大幅增加，持续拖累集团现金流恶化。**

**图表 1: 多业态满足多元化消费需求, 线下连锁门店总数达 11,064 家**


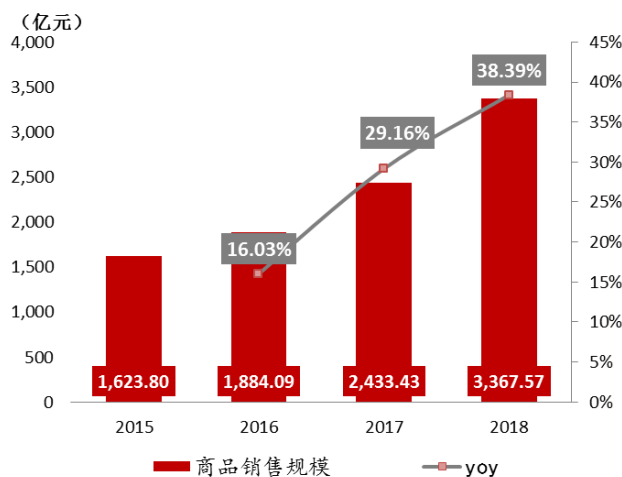
来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 2: 可比门店坪效稳健提升**


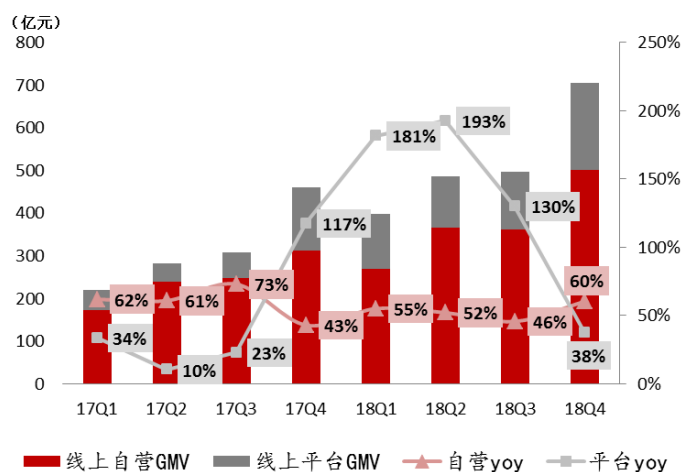
来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 3: 同店收入保持稳健正增长**


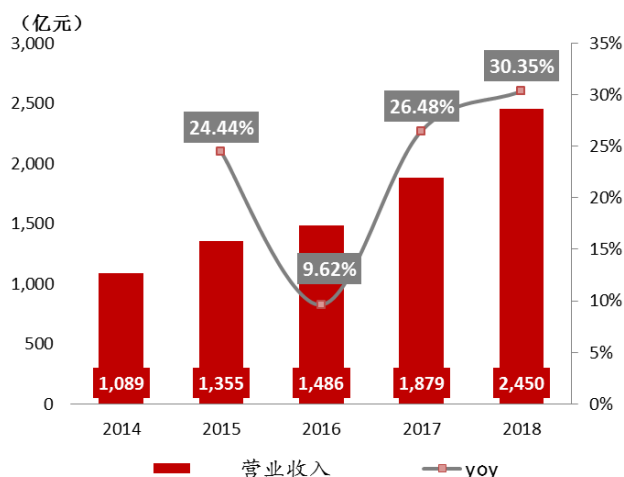
来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 4: 全渠道销售规模保持中高速增长**


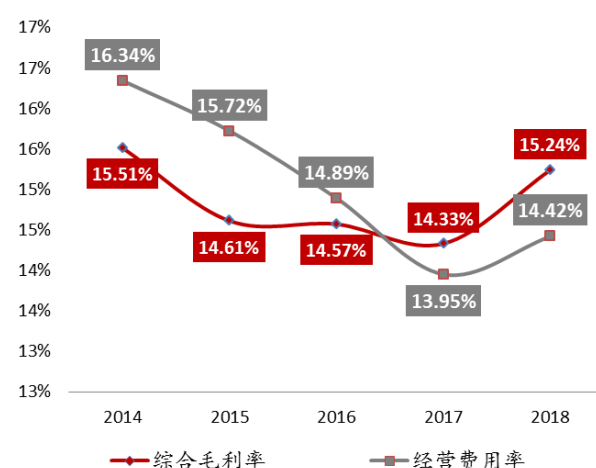
来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 5: 线上自营保持中高速增长, 平台 GMV 增速放缓**


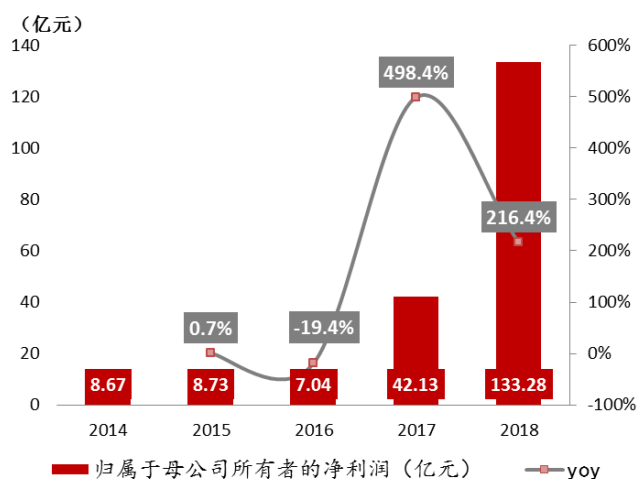
来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 6: 营业收入维持稳健增长**


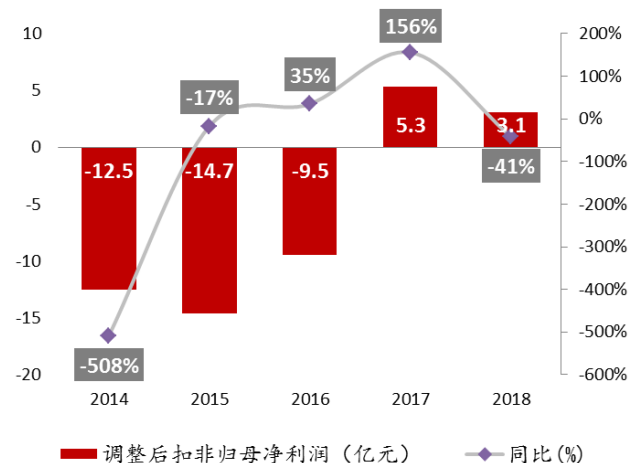
来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 7: 毛利率回升幅度高于经营费用率增长幅度**


来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 8: 投资收益增加带来净利润快速增长**


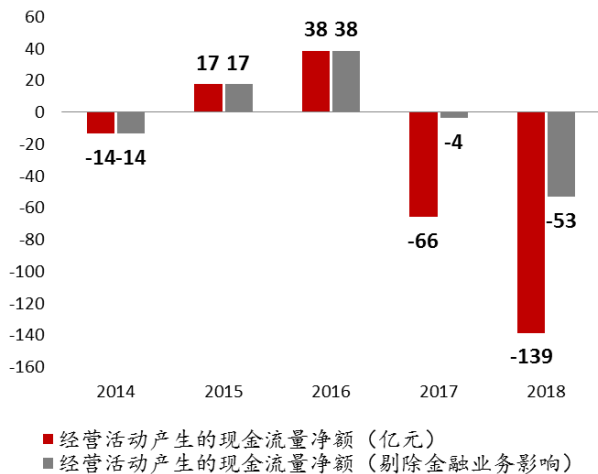
来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 9: 不考虑扣除运营资金产生的投资理财收益, 扣非净利润表现较为平稳**


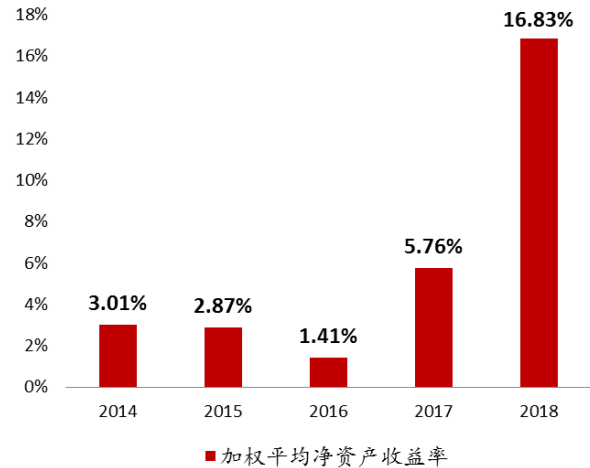
来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 10: 金融业务发展迅速&强化对供应商的资金支持, 经营现金流承压**
**图表 11: ROE 快速提升**





来源：公司公告 中泰证券研究所



来源：公司公告 中泰证券研究所

**图表 12: 苏宁易购财务预测三张表**

损益表 (人民币百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	<b>187,928</b>	<b>244,957</b>	<b>310,244</b>	<b>389,662</b>	<b>481,542</b>
增长率	26.5%	30.3%	26.7%	25.60%	23.58%
营业成本	-161,432	-208,217	-263,028	-329,606	-407,109
%销售收入	85.9%	85.0%	84.8%	84.6%	84.5%
毛利	26,496	36,740	47,217	60,056	74,433
%销售收入	14.1%	15.0%	15.2%	15.4%	15.5%
营业税金及附加	-729	-894	-1,133	-1,423	-1,758
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-20,636	-26,067	-34,506	-46,370	-54,035
%销售收入	11.0%	10.6%	11.1%	11.9%	11.2%
管理费用	-4,864	-5,201	-7,619	-9,742	-11,363
%销售收入	2.6%	2.1%	2.5%	2.5%	2.4%
息税前利润 (EBIT)	267	4,578	3,959	2,522	7,278
%销售收入	0.1%	1.9%	1.3%	0.6%	1.5%
财务费用	-306	-1,235	-515	-618	-669
%销售收入	0.2%	0.5%	0.2%	0.2%	0.1%
资产减值损失	513	2,059	1,286	1,286	1,286
公允价值变动收益	19	292	0	0	0
投资收益	4,300	13,991	16,133	1,500	1,500
%税前利润	85.2%	70.0%	76.4%	30.4%	15.6%
营业利润	4,792	19,686	20,862	4,690	9,395
营业利润率	2.6%	8.0%	6.7%	1.2%	2.0%
营业外收支	256	287	250	250	250
税前利润	<b>5,048</b>	<b>19,973</b>	<b>21,112</b>	<b>4,940</b>	<b>9,645</b>
利润率	2.7%	8.2%	6.8%	1.3%	2.0%
所得税	-283	-1,303	-1,732	-221	-661
所得税率	5.6%	6.5%	8.2%	4.5%	6.9%
净利润	4,050	12,643	16,808	2,146	6,412
少数股东损益	-163	-685	-911	-116	-347
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>4,213</b>	<b>13,328</b>	<b>17,719</b>	<b>2,263</b>	<b>6,759</b>
净利率	2.2%	5.4%	5.7%	0.6%	1.4%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	4,050	12,643	16,808	2,146	6,412
加: 折旧和摊销	2,100	2,372	1,803	1,889	1,975
资产减值准备	513	2,059	0	0	0
公允价值变动损失	-19	-292	0	0	0
财务费用	399	1,186	515	618	669
投资收益	-4,300	-13,991	-16,133	-1,500	-1,500
少数股东损益	-163	-685	-911	-116	-347
营运资金的变动	1,699	-11,138	-85	230	7,768
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-6,605</b>	<b>-13,874</b>	<b>2,908</b>	<b>3,384</b>	<b>15,324</b>
固定资本投资	-478	-2,380	-60	-60	-50
<b>投资活动现金净流</b>	<b>13,437</b>	<b>-3,010</b>	<b>1,343</b>	<b>221</b>	<b>3,222</b>
股利分配	-931	-931	-4,430	-566	-1,690
其他	20	23,465	12,983	12,537	1,164
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-911</b>	<b>22,534</b>	<b>8,553</b>	<b>11,971</b>	<b>-526</b>
<b>现金净流量</b>	<b>5,922</b>	<b>5,649</b>	<b>12,804</b>	<b>15,576</b>	<b>18,020</b>

来源：公司公告 中泰证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	34,030	48,042	60,846	76,422	94,441
应收款项	9,327	6,681	14,002	11,975	20,128
存货	18,551	22,263	28,881	35,209	43,951
其他流动资产	25,921	54,757	50,267	59,960	59,895
流动资产	87,830	131,743	153,996	183,566	218,415
%总资产	55.8%	66.0%	65.9%	70.1%	74.6%
长期投资	36,407	27,984	42,879	42,092	38,681
固定资产	14,373	15,199	14,065	12,928	11,789
%总资产	9.1%	7.6%	6.0%	4.9%	4.0%
无形资产	8,217	9,677	10,500	11,238	11,893
非流动资产	69,447	67,725	79,696	78,211	74,429
%总资产	44.2%	34.0%	34.1%	29.9%	25.4%
<b>资产总计</b>	<b>157,277</b>	<b>199,467</b>	<b>233,693</b>	<b>261,776</b>	<b>292,844</b>
短期借款	8,686	24,314	19,659	22,090	26,697
应付款项	52,247	49,037	66,791	78,366	100,925
其他流动负债	3,331	20,345	10,270	11,300	13,972
流动负债	64,264	93,697	96,720	111,755	141,594
长期贷款	2,854	4,814	4,814	4,814	4,288
其他长期负债	6,532	12,746	8,350	9,209	10,102
<b>负债</b>	<b>73,649</b>	<b>111,256</b>	<b>109,883</b>	<b>125,778</b>	<b>155,984</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>78,958</b>	<b>80,917</b>	<b>117,426</b>	<b>129,731</b>	<b>130,940</b>
少数股东权益	4,669	7,294	6,383	6,267	5,919
<b>负债股东权益合计</b>	<b>157,277</b>	<b>199,467</b>	<b>233,693</b>	<b>261,776</b>	<b>292,844</b>

比率分析					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>					
每股收益 (元)	0.45	1.43	1.90	0.24	0.73
每股净资产 (元)	8.48	8.69	12.61	13.93	14.06
每股经营现金净流 (元)	-0.71	-1.49	0.31	0.36	1.65
每股股利 (元)	0.10	0.10	0.48	0.06	0.18
<b>回报率</b>					
净资产收益率	5.34%	16.47%	15.09%	1.74%	5.16%
总资产收益率	2.57%	6.34%	7.19%	0.82%	2.19%
投入资本收益率	19.59%	67.89%	36.75%	5.25%	14.30%
<b>增长率</b>					
营业总收入增长率	26.48%	30.35%	26.65%	25.60%	23.58%
EBIT增长率	874.76%	312.49%	11.92%	-85.45%	173.84%
净利润增长率	498.02%	216.38%	32.95%	-87.23%	198.73%
总资产增长率	14.66%	26.83%	17.16%	12.02%	11.87%
<b>资产管理能力</b>					
应收账款周转天数	13.9	10.8	11.0	11.0	11.0
存货周转天数	31.6	30.0	29.7	29.6	29.6
应付账款周转天数	28.5	28.5	28.0	28.0	28.0
固定资产周转天数	26.0	21.7	17.0	12.5	9.2
<b>偿债能力</b>					
净负债/股东权益	-39.19%	-20.64%	-35.14%	-43.37%	-52.84%
EBIT利息保障倍数	13.3	13.6	36.5	4.4	11.2
资产负债率	46.83%	55.78%	47.02%	48.05%	53.27%

**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。