

信义山证 汇通天下

证券研究报告

商贸零售

苏宁易购（002024.SZ）

维持评级

报告原因：年报点评

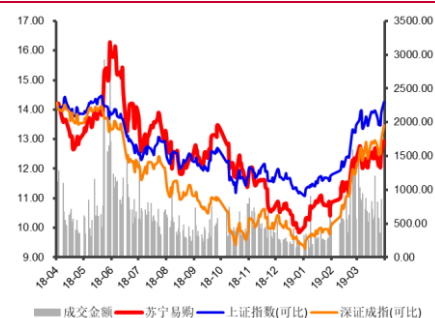
新业态区域布局深拓，平台引流实现规模化增长

买入

2019 年 4 月 2 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2019 年 4 月 2 日

收盘价(元):	13.35
年内最高/最低(元):	16.22/9.77
流通 A 股/总股本(亿):	58.36/93.1
流通 A 股市值(亿):	779
总市值(亿):	1243

基础数据：2018 年 12 月 31 日

基本每股收益	1.44
摊薄每股收益:	1.44
每股净资产(元):	8.69
净资产收益率:	16.67%

分析师：谷茜

执业证书编号：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

- 公司于 3 月 30 日发布 2018 年年报，公司实现营业收入 2,449.57 亿元，同比增长 30.35%，归属于上市公司股东的净利润 133.28 亿元，同比增长 216.38%。

事件点评

- 加速拓展城市社区苏宁小店，持续推进三四级市场零售云建设。**公司构建的全场景智慧零售生态系统实现了从线上到线下，从城市到乡镇的全覆盖，截止 2018 年末公司拥有自营门店 8881 家，苏宁易购零售云加盟店 2071 家，苏宁易购广场 16 个，迪亚天天便利店加盟店 112 家，店面形态涵盖家电 3C、母婴、超市、便利店等。2018 年公司在推进家电 3C 家居生活专业店的同时，加快拓展城市社区市场的苏宁小店，同时通过自营与加盟的方式推进三四级市场苏宁易购直营店和苏宁易购零售云加盟店的开设。作为公司运营管理最成熟的店面类型，家电 3C 家居生活专业店年内持续进行门店业态的升级，注重商品结构优化及丰富，2018 年公司推进其与商超业态的合作，通过入驻大润发、欧尚、卜蜂莲花超市，开设超市门店 478 家；而苏宁小店作为公司线下场景中最贴近用户的一环，依托苏宁大生态，定位于满足用户多品类、强时效、全服务的消费需求，成为公司本地化生活服务平台；苏宁易购直营店及零售云加盟店为公司提升低线市场竞争力作出重要贡献，公司通过自营与加盟的方式快速抢占农村市场，结合市场需求推进店面的调整升级，通过物业置换、直营转加盟等方式提升店面经营质量。
- 线上注重精细化运营，聚焦会员服务权益提升。**公司在加强基础运营的同时，线上通过商品品类丰富、营销工具的创新迭代、产业协同等一系列举措，带来了客户体验的持续攀升，实现线上业务规模快速发展，市场份额稳步提升。线上注重精细化运营管理，通过加强关联推荐实现精准营销，有效提升用户复购率，服务方面拓展专属客服、免运费等有较高吸引力的服务权益，带来付费会员的快速增长；同时注重社群营销，在社区内大力推广苏宁拼购及推客。2018 年公司实现线上平台商品交易规模为 2083.54 亿元（含税），同比增长 64.45%，其中自营商品销售规模 1497.92 亿元（含税），开放平台商品交易规模 585.62 亿元（含税）。截至 12 月 31 日公司零售体系注册会员数量 4.07 亿，2018 年 12 月苏宁易购移动端月活用户数同比增长 43.25%，移动端订单数量占线上整体比例达到 94.91%。
- 加大物流基础设施建设，提升供应链运营效率。**2018 年公司加快物流基地建设，并持续推进物流自动化、智能化作业，提升物流仓储服务能力。截至 2018 年 12 月公司已在 41 个城市投入运营 50 个物流基地，在

15 个城市有 18 个物流基地在建、扩建。同时公司致力于构建即时物流服务体系，在中心仓、前置仓、门店仓全方位的仓储体系的联合下，匹配即时自提、1 小时达、半日达、次日达等服务产品，满足用户不同时效需求。在物流基础设施建设的坚实基础上，公司深度推进智能供应链的建设，全面提升供应链运行效率。一方面，公司通过数据产品的开放与迭代，不断创新厂商合作模式，提升平台服务能力；另一方面，公司通过对数据的分析和把握，进一步降低无货率、降低库存、提高周转，打造高效率的供应链运营体系。

- **海内外销售规模持续扩张，毛利率费用率均小幅提升。**2018 年公司整体商品销售规模（含税，涵盖中国大陆、香港及日本市场，包括线上线下自营及开放平台，以及提供物流、金融、售后等服务）为 3,367.57 亿元，同比增长 38.39%，其中中国大陆地区实现商品销售规模同比增长 38.04%。分区域看，华北地区家电 3C 家居生活专业店销售收入（+11.56%）及坪效（14.89%）同比提升最快，而东北地区苏宁易购直营店销售收入（+25.18%）和坪效（+22.86%）增速最快。2018 年公司综合毛利率 15.24%，主营业务毛利率 13.93%，公司有效实施商品价格管控提高日销毛利，通过推进商品结构调整，持续优化商品供应链来改善毛利水平；同时开放平台、物流、金融业务方面的增值服务收入增加有助于毛利提升，整体看公司综合毛利率较同期增加 0.91pct。期间费用方面，公司总费用率为 14.42%，较去年同期增加 0.47pct。运营费用方面，由于公司加强了在开发、IT、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（+0.54pct）有所上升，且为了拉动销售广告，促销投入加大（+0.28pct）；但公司在规模扩张的同时，租金、装修、水电、折旧等固定费用率（-0.71pct）有所下降；由于供应链融资、消费金融业务发展带来公司银行借款规模的增加，以及年内发行公司债计提利息，导致财务费用率（+0.34pct）同比增长。

投资建议

- 公司持续围绕场景互联网、智能供应链，坚定推进实施智慧零售战略，通过推进商品结构调整和优化商品供应链改善毛利率水平。我们看好公司通过丰富商品品类、优化供应链来提升内生运作效率，以及全渠道布局尤其是对低线市场和社区市场布局的延展能力，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.12/0.39/0.42 元，对应公司 4 月 2 日收盘价 13.35 元，2019-2021 年 PE 分别为 11.92X/33.93X/31.85X，维持“买入”评级。

存在风险

- 宏观经济增速放缓；市场竞争激烈；新业态培育期持续亏损的风险。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	131,743	190,622	222,226	267,724	营业收入	244,957	305,853	368,767	435,993
现金	48,042	63,388	73,753	87,199	营业成本	208,217	262,116	315,406	372,207
应收账款	5,415	10,797	13,047	13,433	营业税金及附加	894	1,168	1,395	1,636
其他应收款	155	6,742	7,418	6,219	销售费用	26,067	32,176	39,510	47,785
预付账款	17,469	22,666	28,489	38,484	管理费用	5,201	6,362	8,348	10,682
存货	22,663	29,940	35,805	41,760	财务费用	1,235	669	789	1,426
其他流动资产	37,998	57,089	63,714	80,629	资产减值损失	2,059	117	398	273
非流动资产	67,725	40,081	40,649	41,479	公允价值变动收益	292	142	156	312
长期投资	17,675	6,616	8,680	10,989	投资净收益	13,991	6,579	538	1,483
固定资产	15,518	14,535	13,552	12,569	营业利润	13,659	9,966	3,614	3,781
无形资产	9,654	8,990	8,384	7,817	营业外收入	506	657	523	562
其他非流动资产	24,879	9,940	10,033	10,104	营业外支出	219	176	181	192
资产总计	199,467	230,704	262,875	309,204	利润总额	13,945	10,447	3,955	4,151
流动负债	93,697	129,207	157,428	199,570	所得税	1,303	1,567	593	623
短期借款	24,314	24,304	36,859	56,905	净利润	12,643	8,880	3,362	3,528
应付账款	19,836	23,992	28,168	34,256	少数股东损益	(685)	(1,547)	(301)	(374)
其他流动负债	49,547	80,911	92,401	108,408	归属母公司净利润	13,328	10,426	3,663	3,902
非流动负债	17,560	13,708	14,804	15,983	EBITDA	18,510	12,261	5,986	6,749
长期借款	4,814	4,814	4,814	4,814	EPS (元)	1.43	1.12	0.39	0.42
其他非流动负债	12,746	8,894	9,991	11,169					
负债合计	111,256	142,915	172,232	215,553	主要财务比率				
少数股东权益	7,294	5,747	5,446	5,072	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	9,310	9,310	9,310	9,310	成长能力				
资本公积	38,288	31,351	31,351	31,351	营业收入	30.35%	24.86%	20.57%	18.23%
留存收益	33,678	41,381	44,536	47,918	营业利润	235.09%	-27.03%	-63.74%	4.63%
归属母公司股东权益	80,917	82,042	85,197	88,579	归属于母公司净利润	216.38%	-21.77%	-64.87%	6.53%
负债和股东权益	199,467	230,704	262,875	309,204	获利能力				
					毛利率(%)	15.00%	14.30%	14.47%	14.63%
现金流量表					净利率(%)	5.44%	3.41%	0.99%	0.89%
单位:百万元					ROE(%)	14.33%	10.11%	3.71%	3.77%
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	ROIC(%)	61.76%	19.14%	3.96%	3.97%
经营活动现金流	(13,874)	(1,332)	1,061	(4,819)	偿债能力				
净利润	12,643	10,426	3,663	3,902	资产负债率(%)	55.78%	61.95%	65.52%	69.71%
折旧摊销	2,372	1,626	1,583	1,542	净负债比率(%)	11.72%	5.96%	34.86%	37.16%
财务费用	1,186	669	789	1,426	流动比率	1.41	1.48	1.41	1.34
投资损失	(13,991)	(6,579)	(538)	(1,483)	速动比率	1.16	1.24	1.18	1.13
营运资金变动	(12,616)	(6,187)	(4,689)	(10,416)	营运能力				
其他经营现金流	(3,469)	(1,288)	253	211	总资产周转率	1.37	1.42	1.49	1.52
投资活动现金流	(3,010)	24,496	(1,692)	(1,150)	应收账款周转率	57.30	57.77	65.36	58.50
资本支出	0	0	0	0	应付账款周转率	14.88	13.96	14.14	13.97
长期投资	(15,907)	11,056	(2,069)	(2,306)	每股指标 (元)				
其他投资现金流	12,897	13,439	377	1,156	每股收益(最新摊薄)	1.43	1.12	0.39	0.42
筹资活动现金流	22,534	(15,406)	11,374	19,711	每股经营现金流(最新摊薄)	(1.49)	(0.14)	0.11	(0.52)
短期借款	15,628	(10)	12,555	20,046	每股净资产(最新摊薄)	8.69	8.81	9.15	9.51
长期借款	1,960	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	9.3	11.9	33.9	31.9
资本公积增加	2,308	(6,937)	0	0	P/B	1.5	1.5	1.5	1.4
其他筹资现金流	2,638	(8,459)	(1,181)	(334)	EV/EBITDA	3.25	11.76	26.50	26.60
现金净增加额	5,649	7,758	10,744	13,742					

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。