

公司点评

苏宁易购 (002024)

商业贸易 | 专业零售

毛利率改善，实质性盈利可期

2019年04月03日

评级 谨慎推荐

评级变动 维持

合理区间 13.83-15.56元

交易数据

当前价格(元)	13.35
52周价格区间(元)	9.77-16.35
总市值(百万)	124289.03
流通市值(百万)	77912.98
总股本(万股)	931003.97
流通股(万股)	583617.83

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
苏宁易购	8.36	33.1	-4.37
专业零售	11.28	36.33	-8.59

陈博 分析师
执业证书编号: S0530517080001
chenbo@cfzq.com
滕毅 研究助理
tengyi@cfzq.com

相关报告

- 《苏宁易购: 苏宁易购(002024.SZ) 2018年业绩快报点评: 盈利能力回升, 全渠道优势打造零售领先品牌》 2019-03-04
- 《苏宁易购: 苏宁易购(002024.SZ) 公司点评: 收购万达百货, 全场景布局再下一城》 2019-02-21
- 《苏宁云商: O2O新零售领跑者, 全渠道布局值得期待》 2017-09-27

预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(亿元)	1879.27	2449.56	3219.21	4027.24	4804.09
净利润(亿元)	42.12	133.27	165.58	36.77	49.55
每股收益(元)	0.45	1.43	1.78	0.40	0.53
每股净资产(元)	8.48	8.69	11.32	11.47	11.46
P/E	29.50	9.33	7.51	33.79	25.08
P/B	1.57	1.54	1.18	1.16	1.17

资料来源: 贝格数据, 财富证券

投资要点:

- 事件: 公司发布2018年年报。公司报告期内实现营业收入2449.57亿元, 同比+30.35%, 归母净利润133.28亿元, 同比+133.28%, 归母净利润大幅增长的主要原因系公司报告期内出售阿里股权获得投资收益。公司同时预计, 2019年一季度实现归母净利润0-1.5亿元, 同比变动-100%至34.85%。
- 线上平台发力, 线下渠道加速布局。(1) 公司通过丰富品类、创新营销、产业协同等方式优化客户体验, 推动线上平台快速发展。报告期内, 公司实现线上平台商品交易规模2083.5亿元, 同比+64.5%, 增速同比+7.08pct., 占公司商品销售规模的61.8%; 其中自营/开放平台全年销售规模1497.9/585.6亿元, 同比+53.7%/+100.3%; 2018Q4线上交易规模704.0亿元, 同比+53.1%。(2) 公司重点围绕低线和社区市场展开全场景布局, 建立并不断完善各店面业态产品族群, 并综合自营与加盟方式实现渠道快速下沉, 持续巩固公司线下发展优势。截至报告期末, 公司自营门店8881家, 其中苏宁小店4177家、直营店2368家、家电3C家居专业店2105家、母婴店157家、苏鲜生8家、海外门店66家; 零售云加盟店2071家, 迪亚天天加盟店112家; 门店合计11064家, 较去年同期增加逾7000家, 覆盖一线城市到乡镇地区。大陆地区直营门店经营面积666.2万平方米, 其中家电3C家居生活专业店业态占比79.6%, 小店和直营店分别占比9.3%/7.7%。直营店深耕低线市场, 专业店经营进一步优化, 母婴店运营逐渐成熟, 报告期直营店/专业店/母婴店同店收入增速9.4%/2.4%/29.8%, 坪效增速9.1%/4.7%/12.7%。
- 毛利率步入改善阶段, 规模效应推动盈利能力提升。公司报告期综合毛利率15.24%, 同比+0.91pct., 主营业务毛利率13.93%, 同比+0.85pct., 毛利率提升主要系商品价格管控和结构调整、供应链整合优化、单品运作加强, 同时开放平台、物流、金融业务等增值服务收入增加提振毛利率。公司综合费用率14.42%, 同比+0.47pct., 其中销售/管理/财务费用率10.81%/3.10%/0.51%, 同比-0.34/+0.47/+0.34pct.。公司全渠道经营的规模效应逐渐显现, 收入快速增长叠加固定费用率下降, 整体销售费用率控制良好; 由于研发人员储备以及员工持股计划计提

费用，管理费用率上升；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，银行借款规模增长叠加公司债计提利息，报告期内财务费用率同比上升。

- **消费生态完整，技术应用推动智慧零售创新，强大自营能力逐步构建护城河。**公司拥有零售行业中最完整的消费生态，线下依托云店、直营店、小店、专业店等对消费需求形成全面覆盖，满足不同类型的购物需求，线上通过苏宁易购等终端为用户提供海量商品选择和极致购物体验，叠加苏宁集团文化和体育板块资源共享，为消费者构筑品质生活，最终获得忠诚用户，形成长期发展的持续动力。公司始终坚持“科技苏宁、智慧服务”的战略方向，围绕消费生态圈针对各渠道、各业态、各环节量身打造智慧零售产品，为公司创新发展提供核心竞争能力。基于完整的消费生态以及智慧零售赋能支持，公司坚持渠道自营管理、核心商品自营采购、核心物流环节自营，充分挖掘渠道价值，提升商品管理能力，有效控制企业运营成本。强大的零售产业链自主经营能力正逐步构建公司护城河。
- **盈利预测与投资评级。**公司是多业态、多品类、全渠道零售商，作为国内领先的智慧零售企业，构筑了以供应链、渠道、用户、技术为核心的智慧零售生态圈，全面聚焦零售、物流、金融业务发展。考虑到公司毛利率逐步进入改善阶段，我们对盈利预测进行了相应调整（考虑苏宁金服出表带来的投资收益），并新增2021年盈利预测，预计公司2019/2020/2021年实现营业收入3219.2/4027.2/4804.1亿元（2019/2020年前值为3175.8/3969.7亿元），净利润165.6/36.8/49.6亿元（2019/2020年前值为165.6/26.3亿元），EPS分别为1.78/0.40/0.53元（2019/2020年前值为1.78/0.28元），PE对应当前股价分别为7.5/33.8/25.1倍，PS对应当前股价分别为0.39/0.31/0.26倍。考虑到公司仍处于展店和渠道下沉过程中，规模效应下实质性盈利可期，给予公司2019年0.40-0.45倍PS，对应股价合理区间13.83-15.56元，维持公司“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：零售市场竞争加剧；同店收入下降；新开门店培育期过长拖累业绩；资本性支出压力造成财务状况恶化。**

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438