

一八年规模增长符合预期，维持推荐

苏宁易购 (002024.SZ)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 事件摘要

2018年公司实现营业收入2449.57亿元，同比增长30.35%；归属净利润133.28亿元，同比增长216.38%；实现归属扣非净利润-3.59亿元，较上年同期下跌306.65%。经营现金流量净额为-138.74亿元，较上年同期下降110.05%。

2. 我们的分析与判断

(一) 规模增长符合预期，线上平台持续发力

2018年公司营业收入较去年同期增长570.29亿元，Q1/Q2/Q3/Q4分别贡献营收增量为122.43/146.89/141.55/159.41亿元，分别实现YOY 32.76%/31.68%/29.41%/28.44%。报告期内公司归属于上市公司股东的净利润较上年同期增长91.15亿元，净利润增量的主要来源是出售的公司所持有的阿里巴巴股份以及投资理财收益合计为139.91亿元。公司Q1/Q2/Q3/Q4的扣非净利润分别为0.21/0.12/-2.56/-1.36亿元。

从商品销售规模(含税)角度来看，2018年公司实现3367.57亿元，比去年同期增加934.14亿元，同比增长38.39%。其中线上平台规模达到2083.54亿元，占比61.87%，贡献816.58亿元的增量，同比增长64.45%。线上平台商品交易中自营商品规模达到1497.92亿元，占比线上部分的71.89%，实现增量523.32亿元，YOY 53.7%；线上部分剩余的293.26亿元增量源于开放平台部分，开放平台实现商品交易规模585.62亿元，YOY 100.31%。

公司2018年实现主营收入2411.08亿元，较去年同期增长560.90亿元。从产品角度来看，通讯产品/小家电等产品/数码及IT产品/冰箱、洗衣机/空调产品/黑电产品/物流服务/金融服务/安装维修业务/其他类分别实现营业收入643.79/570.38/303.59/284.58/264.55/259.76/28.01/25.72/15.85/14.83亿元，相比去年分别变化152.50/231.79/52.51/27.96/60.66/17.32/8.12/11.47/2.88/-4.30亿元，其中通讯产品、小家电、数码及IT产品合计贡献主营业务收入的62.95%，营收占比稳定。从地区角度来看，华东一区/华东二区/华北地区/华南地区/西南地区/华中地区/西北地区/东北地区/日本地区/香港地区分别实现营业收入715.70/382.86/367.83/280.52/221.20/157.35/92.01/91.14/70.77/31.69亿元，相比去年分别变化188.38/94.30/61.55/71.20

分析师

李昂

☎: (8610) 83574538

✉: liang_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130517040001

特此鸣谢:

甄唯莹

☎: (8610) 83574089

✉: zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

行业数据时间 2019.03.29



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

1. 【银河零售_李昂】2017年报跟踪_一七业绩符合预期，一八年看智慧零售 2018.04.02
2. 【银河零售_李昂】苏宁易购(002024.SZ)2018半年报点评_智慧零售成效凸显，推动营业收入加速 2018.08.31
3. 【银河零售_李昂】苏宁易购(002024.SZ)2018三季报点评_规模增长符合预期，维持推荐 2018.10.30

/44.23/31.33/14.70/18.60/32.06/4.58 亿元，其中华东一区、华东二区、华北地区、华南地区合计贡献主营业务收入的 72.45%，牢牢占据主要地位。

(二) 综合毛利率提升 0.90pct，期间费用率增加 0.21pct

公司 2018 年度综合毛利率为 15.00%，相较去年同期上升 0.90 个百分点，一方面受益于公司有效实施商品价格管控提升日常销售毛利，不断推进商品结构调整，持续优化商品供应链，加强单品运作；另一方面源于开放平台、物流和金融方面的增值服务收入增加，利于毛利提升。

期间费用率为 13.48%，相比上年同期增加 0.21 个百分点。销售/管理/财务费用率分别为 10.81%/ 2.16%/ 0.51%，相比去年同期变化-0.34/ 0.21/ 0.34 个百分点。公司管理费用率和销售费用率较去年同期合计下降 0.13 个百分点，一方面公司加强了在开发、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，人员费用率有所上升；此外为拉动销售，广告促销投入加大推升销售费用；另一方面，伴随公司全渠道经营的规模效应，租金、装修、水电、折旧等费用下降，因此管理费用和销售费用合计呈现下降。财务费用率上涨 0.34 个百分点主要由于报告期内公司零售业务快速发展，对经营性资金需求增加，同时供应链融资、消费金融业务发展较快，带来银行借款规模的上升；此外报告期内新发公司债计提利息，债券发行规模为 100 亿元。

(三) 线上线下融合发展，打造智慧新零售

线下零售部分，截至 2018 年底，苏宁易购经营苏宁易购广场 16 个；直营店强化店面经营管理，结合市场需求推进店面的调整升级，丰富店面商品品类，共有门店 2368 家，报告期内新开 718 家，置换、关闭门店 565 家；零售云加盟店快速推进网点布局，门店共计 2071 家，2018 年新开 2032 家；公司持续推进在一、二线城市的社区商圈、CBD 商务区、大客流区域加快苏宁小店的开设，2018 年苏宁小店新开 3972 家，目前苏宁小店和迪亚天天自营店合计 4177 家，迪亚天天加盟店 112 家。此外，苏宁拥有家电 3C 家居生活专业店 2105 家，其中苏宁易购云店 424 家、苏宁易购常规店 1658 家（旗舰店 86 家、社区店 1177 家、中心店 395 家）、苏宁易购县镇店 23 家；红孩子店 157 家；苏鲜生超市 8 家。

可比门店（2017 年 1 月 1 日前开设）经营方面，家电 3C 家居生活专业店销售收入同比增速为 2.39%，苏宁易购直营店为 9.35%，红孩子母婴店为 29.78%。

线上部分，公司聚焦流量、会员，加强社交电商运营，加大资源推进苏宁拼购、苏宁推客等互联网营销产品，苏宁拼购打造“正品拼购上苏宁”的品牌认知。截至 2018 年 12 月 31 日公司零售体系注册会员数量 4.07 亿。开放平台进一步完善平台运营规则，保证优质商户及核心商品优势；报告期内在百货、超市、母婴、家装建材等品类上新引入的商户数量占比 86.01%，商户及商品丰富度进一步提升。

(四) 加强物流核心能力建设，持续丰富金融产品布局

公司继续加大物流基础设施投入，进一步提升物流服务运作效率。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 27444 个，物流网络覆盖全国 351 个地级城市、2858 个区县级城市。2018 年公司完成 14 个物流基地扩建，新建投入使用 6 个物流基地，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。基于生鲜类商品的发展需求，公司加快冷链物流建设，报告期内投入使用 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。

苏宁金融深耕苏宁生态圈并依托苏宁小店、零售云业务的发展，丰富交易场景，

线下支付渗透率稳步提升；积极拓展外部客户资源，加快C端用户的获取。供应链融资业务聚焦苏宁生态圈用户，实现较快发展，苏宁生态圈内供应链金融累计交易规模同比增长55%。

3. 投资建议

我们认为，公司持续推进智慧零售的战略规划，利用全渠道、全品类模式形成规模化竞争优势，不断加快新业态的门店布局，将推动营收高速增长。同时，对行业发展方向的准确把握，将使得苏宁这一龙头企业打造行业标杆效应，开拓未来行业发展的风口，并实现智慧零售的全面领先。我们维持预测公司2019/2020/2021年分别实现营收3211.11/3972.32/4771.94亿元，归母净利润18.68/23.26/30.46亿元，对应PS为0.36/0.29/0.24倍，对应PE为41/50/38倍，维持“推荐”评级。

4. 风险提示

新增店发展不及预期；可选消费复苏不及预期；创新业务成果具有不确定性等。

附：1.盈利预测和估值对比

表 1：盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(单位:亿元)	1,879.28	2,449.57	3,211.11	3,972.32	4,771.94
增长率(%)	26.48%	30.35%	31.09%	23.71%	20.13%
归属母公司股东净利润(单位:亿元)	42.13	133.28	18.68	23.26	30.46
增长率(%)	498.02%	216.38%	-85.98%	24.53%	30.94%
EPS(元/股)	0.45	1.43	0.31	0.25	0.33
销售毛利率	14.33%	15%	14.47%	14.46%	14.62%
净资产收益率(ROE)	5.34%	16.86%	2.23%	2.85%	3.79%
市盈率(P/E)	162.43	8.77	40.74	50.22	38.35
市净率(P/B)	1.45	1.44	1.27	1.26	1.24
市销率(P/S)	0.65	0.48	0.36	0.29	0.24

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理及预测（股价为2019年3月29日收盘价）

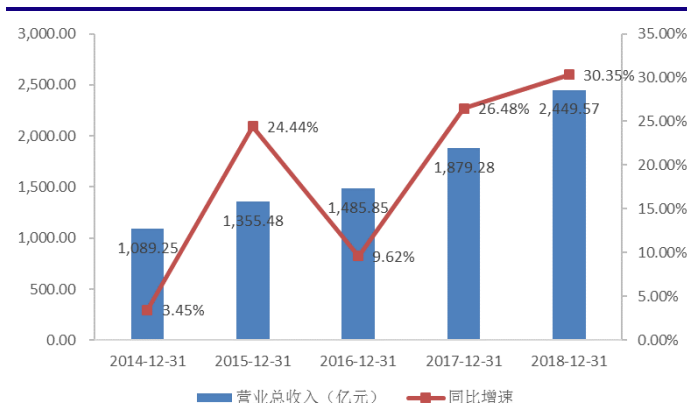
表 2：可比公司最新估值情况

	境内可比公司						中位数
	永辉超市	跨境通	鄂武商 A	百联股份	天虹股份	均值	
PE	64.72	17.27	8.19	27.60	22.12	27.98	22.12
PB	4.41	2.31	1.16	1.12	2.67	2.33	2.31
PS	1.22	0.82	0.51	0.38	0.92	0.77	0.82
	境外可比公司						中位数
	阿里巴巴	京东	亚马逊	唯品会	国美零售	均值	
PE	46.4518	-120.1526	86.8370	17.2038	-2.8216	5.5037	17.2038
PB	6.8807	5.0087	20.0856	2.1216	0.9795	7.0152	5.0087
PS	9.3274	0.6480	3.7559	0.4333	0.2112	2.8752	0.6480

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

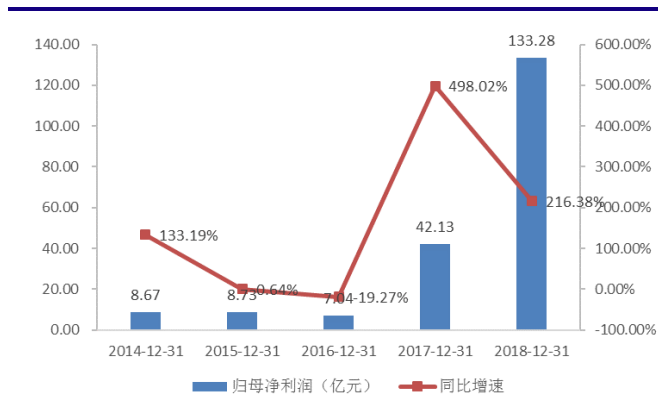
2.公司整体经营运行状况跟踪

图 1：2014-2018 营业总收入(亿元)及同比增速



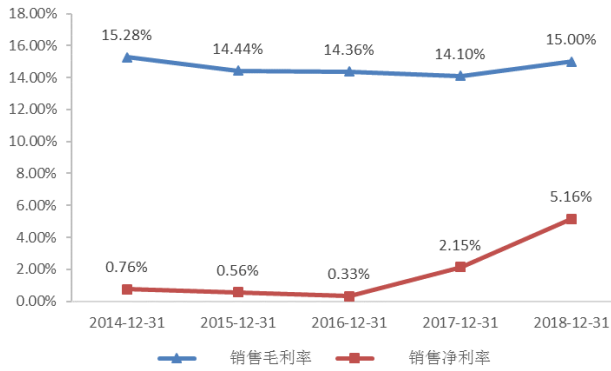
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 2：2014-2018 归母净利润(亿元)及同比增速



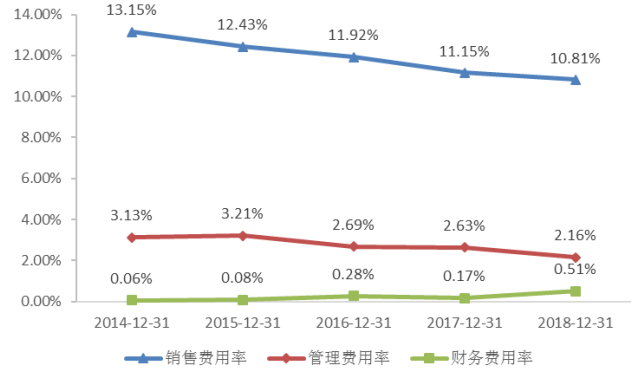
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 3: 2014-2018 销售毛利率和销售净利率变动情况



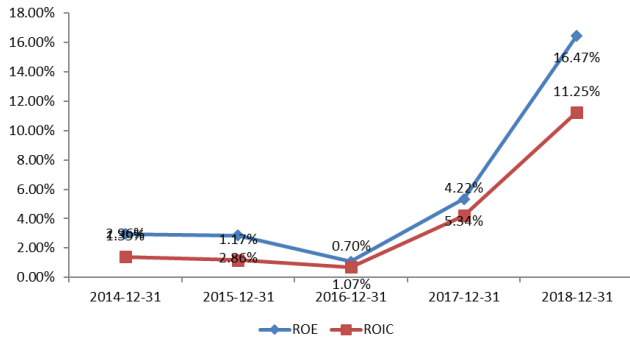
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 4: 2014-2018 期间费用率变动情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 5: 2014-2018 ROE(%)及 ROIC(%)变动情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 3: 苏宁易购 2018 年自营店面变动情况

	2018 年新开门店		2018 年关闭门店		截至 2018 年 12 月 31 日门店	
	数量 (家)	面积 (万平方米)	数量 (家)	面积 (万平方米)	数量 (家)	面积 (万平方米)
苏宁易购直营店	718	22.93	565	7.27	2,368	51.24
苏宁小店	3,973	56.22	5	0.12	4,177	61.92
家电 3C 家居生活专业店	683	88.32	77	15.30	2,105	530.19
母婴店	106	12.77	2	0.15	157	20.84
超市店	3	0.42	4	0.38	8	2.02
合计	5,483	180.66	653	23.22	8,815	666.21

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 4: 中国大陆地区已开业门店分布情况 (按店面经营业态)

	2018 年 12 月 31 日		
	数量	面积	面积占比
家电 3C 家居生活专业店	2,105	530.19	79.59%
母婴店	157	20.84	3.13%
超市店	8	2.02	0.30%
苏宁小店	4,177	61.92	9.29%
苏宁易购直营店	2,368	51.24	7.69%

合计	8,815	666.21	100.00%
----	-------	--------	---------

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整

表 5：中国大陆地区可比门店店效情况（按店面经营业态分布）

	坪效		销售收入同比变动
	金额	同比变动	
家电 3C 家居生活专业店	18,684.12	4.72%	2.39%
母婴店	10,025.16	12.74%	29.78%
苏宁易购直营店	18,298.68	9.11%	9.35%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整

表 6：苏宁易购零售云加盟店情况

分地区	2018 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日	增减数量变化
华东一区	506	33	473
华中地区	340	3	337
西南地区	273	1	272
华南地区	301	2	299
华北地区	269	-	269
华东二区	215	-	215
西北地区	81	-	81
东北地区	86	-	86
合计	2,071	39	2,032

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整

3. 重大事项进展跟踪

表 7：苏宁易购 2018 年下半年重大事项进展

事件类型	内容
控股子公司引入战略投资者暨关联交易	2018 年 12 月 28 日，苏宁金服与苏宁易购等原股东、本次增资扩股投资者苏宁金控投资有限公司及其指定主体、青岛四十人海盈叁号股权投资合伙企业(有限合伙)(为青岛四十人投资管理合伙企业(有限合伙)控制的有限合伙企业)、嘉兴润石义方股权投资合伙企业(有限合伙)(为新华联控股有限公司、嘉兴润石勇方股权投资合伙企业(有限合伙)(为新华联控股控制的有限合伙企业)、上海金融发展投资基金二期(伍)(有限合伙)(为上海金浦投资管理有限公司控制的有限合伙企业)、苏宁润东股权投资管理有限公司管理的基金、福建兴和豪康股权并购合伙企业(有限合伙)签署《增资协议》、《股东协议》，同意苏宁金服以投前估值 460 亿元，向本轮投资者增资扩股 17.857% 新股，合计募集资金 100 亿元。公司、南京泽鼎企业管理咨询中心(有限合伙)(员工持股合伙企业(第一期))、南京泽裕企业管理咨询中心(有限合伙)(员工持股合伙企业(第二期))、上海云锋麒麟投资中心(有限合伙)、杭州璞致资产管理有限公司、宁波中金置达股权投资中心(有限合伙)、珠海光际明和投资合伙企业(有限合伙)、深圳市创新投资集团有限公司、红土和鼎(珠海)产业投资基金(有限合伙)、江苏红土软件创业投资有限公司、上海金山红土创业投资中心(有限合伙)、宁波梅山保税港区乔戈里投资管理合伙企业(有限合伙)、嘉兴昆嘉股权投资合伙企业(有限合伙)原股东放弃对苏宁金服本次增资扩股的优先认购权。
物流地产基金收购公司子公司股权	云享仓储物流基金拟收购公司控股子公司沈阳苏宁物流有限公司、徐州苏宁云商物流有限公司、湖南苏宁采购有限公司、上海沪申苏宁电器有限公司、重庆苏宁云商采购有限公司共 5 家公司 100% 股权，项目公司持有物流仓储资产，本次交易对价预计为 114,829 万元。本次交易旨在充分挖掘公司高标准仓储物流设施的价值，加速物流仓储资源的获取。截止 2018 年 10 月 31 日，相关项目公司股权

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

	过户已经完成, 双方正在推进实施交割审计。该交易在四季度完成, 考虑所得税影响, 预计将增加公司 2018 年净利润 8.63 亿元
股东股份质押	公司实际控制人、控股股东张近东自 2018 年 9 月 19 日至 2019 年 9 月 19 日质押 100000000 股 (占比所持股份 5.12%) 用于融资。截至 2018 年 9 月 21 日, 张近东先生直接持有公司股份数量为 1,951,811,430 股, 占公司总股本比例为 20.96%, 其中处于质押状态的股份数累计为 4 亿股, 占本公司总股本的比例为 4.30%。张近东先生一致行动人苏宁控股集团有限公司持有公司股份数量为 309,730,551 股, 占公司总股本比例为 3.33%, 截至公告披露日, 无质押情况。
股东股份解除质押	公司实际控制人、控股股东张近东自 2015 年 9 月 23 日至 2018 年 9 月 22 日质押 100000000 股 (占比所持股份 5.12%) 用于融资, 解除质押。截至 2018 年 9 月 27 日, 张近东先生直接持有公司股份数量为 1,951,811,430 股, 占公司总股本比例为 20.96%, 其中处于质押状态的股份数累计为 3 亿股, 占本公司总股本的比例为 3.22%。张近东先生一致行动人苏宁控股集团有限公司持有公司股份数量为 309,730,551 股, 占公司总股本比例为 3.33%, 截至公告披露日, 无质押情况。
增资参股公司及出售公司子公司股权	GreatMatrix、苏宁国际以及 GreatMomentum 同意依其各自在 SuningSmartLife 的持股比例 55%、35%、10%对 SuningSmartLife 进行增资, 认购 SuningSmartLife 新增股份 25,000 万股, 新增股份认购价款合计为 25,000 万美元。上述新增股份认购价款将与 SuningSmartLife 设立时其股东尚未支付的合计为 5,000 万美元的股份认购价款一并予以支付。因此, GreatMatrix、苏宁国际以及 GreatMomentum 合计支付股份认购价款 30,000 万美元, 其中 GreatMatrix 支付 16,500 万美元, 苏宁国际支付 10,500 万美元, GreatMomentum 支付 3,000 万美元。SuningSmartLife 通过其 100%控制的境内公司, 在苏宁易购清理相关债务后, 以人民币 74,539.42 万元受让苏宁易购持有的苏宁小店 100%股权。境内股权转让完成后, 公司将通过苏宁国际持有苏宁小店 35%的权益, GreatMatrix 及 GreatMomentum 合计持有苏宁小店 65%的权益。SuningSmartLife 上述 30,000 万美元股份认购价款将用于向公司支付苏宁小店的股权转让价款及苏宁小店的业务经营、业务拓展, 以及 SuningSmartLife 董事会另行批准的其他资金用途。
拟注册发行中期票据	2018 年 10 月 20 日, 公司拟向中国银行间市场交易商协会申请注册发行不超过人民币 50 亿元 (含 50 亿元) 中期票据, 单期发行期限不超过 5 年 (含 5 年)。

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

4. 公司前十大股东情况跟踪

表 8: 苏宁易购前十大股东情况 (更新自 2018 年年报)

排名	股东名称	方向	持股数量(股)	持股数量变动占总股本比例		持股性质
				(股)	(%)	
1	张近东	-	1,951,811,430	-	20.96%	境内自然人
2	苏宁电器集团有限公司	-	1,861,076,979	-	19.99%	境内非国有法人
3	淘宝(中国)软件有限公司	-	1,861,076,927	-	19.99%	境内非国有法人
4	苏宁控股集团有限公司	-	309,730,551	-	3.33%	境内非国有法人
5	陈金凤	-	184,127,709	-	1.98%	境内自然人
6	金明	-	125,001,165	-	1.34%	境内自然人
7	中央汇金资产管理有限责任公司	-	73,231,900	-	0.79%	国有法人
8	苏宁易购集团股份有限公司-第三期员工持股计划	-	73,070,874	-	0.78%	其他
9	苏宁易购集团股份有限公司-第二期员工持股计划	-	65,919,578	-	0.71%	其他
10	香港中央结算有限公司(陆股通)	减少	63,389,584	-42,426,748	0.68%	境外法人
	合计	-	6,568,436,697		70.55%	

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

李昂，商贸零售行业分析师。2014年7月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016年7月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn