

苏宁易购 (002024)

公司研究/点评报告

收入较快增长，深耕智慧零售

—苏宁易购 (002024) 年报点评

点评报告/商贸零售

2019 年 04 月 01 日

一、事件概述

公司 2018 年实现营业收入 2,449.57 亿元，同比增长 30.35%；归母净利润 133.28 亿元，同比增长 216.38%；每股收益 1.44 元。

二、分析与判断

➤ 线上业务快速增长，线下门店持续扩张

2018 年公司继续围绕场景互联网、智能供应链，积极推行智慧零售战略。全年商品销售规模为 3,367.57 亿元，同比增长 38.39%，其中中国大陆地区商品销售规模增长 38.04%。线上平台商品交易规模为 2,083.54 亿元，同比增长 64.45%，其中自营商品销售规模 1,497.92 亿元，增长 53.70%；开放平台商品交易规模 585.62 亿元，增长 100.31%。同时，公司积极推进线下门店扩张，2018 年在中国大陆地区净开 606 家家电 3C 家居生活专业店至 683 家；母婴店净增 104 家至 106 家；超市店净关 1 家至 3 家；苏宁小店净增 3,968 家至 3,973 家；苏宁易购直营店净增 153 家至 718 家。2018 年公司家电 3C 家居生活专业店可比店面销售收入同比增长 2.39%，坪效增长 4.72%；红孩子母婴店可比店面销售收入增长 29.78%，坪效增长 12.74%；苏宁易购直营店可比店面销售收入增长 9.35%，坪效增长 9.11%。此外，2018 年公司归母净利润大幅增长，其中投资收益达 139.91 亿元，主要受出售阿里巴巴股份，以及公司及子公司开展投资理财影响。

➤ 综合毛利率稳中有升，总费用率基本稳定

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，持续优化供应链，加强单品运作，同时开放平台、物流、金融业务方面的增值服务收入增加，助力毛利提升，综合毛利率较 2017 年提升 0.91pct 至 15.24%。总费用率较 2017 年上升 0.47%。运营费用方面，由于开发、IT、新品类运营等方面的人员储备加强，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，且为拉动销售，广告促销投入加大；但另一方面，由于公司全渠道经营模式具备规模效应，收入增长的同时，租金、装修、水电、折旧等固定费用率有所下降，因此运营费用率总体保持稳定，2018 年同比略升 0.13%至 13.91%。此外，银行借款规模增加以及发行公司债计提利息使得财务费用率上升 0.34%至 0.51%。

三、投资建议

公司深耕智慧零售，深化全渠道布局，销售规模持续增长。预计 2019-2021 年 EPS 为 1.48/0.38/0.45 元，对应 PE 为 9/33/28 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示

消费需求低于预期；渠道拓展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	244,957	313,544	369,982	440,279
增长率 (%)	30.3%	28.0%	18.0%	19.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	13,328	13,789	3,563	4,201
增长率 (%)	216.4%	3.5%	-74.2%	17.9%
每股收益 (元)	1.44	1.48	0.38	0.45
PE (现价)	8.7	8.5	32.8	27.8
PB	1.4	1.2	1.2	1.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

首次评级

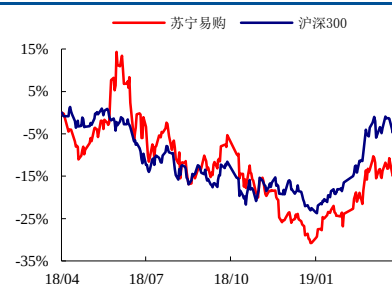
当前价格： 12.55 元

交易数据

2019-3-29

近 12 个月最高/最低(元)	16.35/9.77
总股本 (百万股)	9,310
流通股本 (百万股)	5,836
流通股比例 (%)	62.69
总市值 (亿元)	1168
流通市值 (亿元)	732

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：李奇琦

执业证号： S0100518060001

电话： 010-85127661

邮箱： liqiqi@mszq.com

研究助理：刘潇

执业证号： S0100118110007

电话： 010-60876707

邮箱： liuxiao01@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	244,957	313,544	369,982	440,279
营业成本	208,217	255,065	313,730	373,339
营业税金及附加	894	1,169	1,370	1,634
销售费用	26,067	34,297	40,130	47,739
管理费用	7,463	9,073	10,895	12,890
EBIT	2,316	13,940	3,858	4,677
财务费用	1,235	920	346	512
资产减值损失	2,059	1,154	1,154	1,154
投资收益	13,991	2,000	1,000	1,000
营业利润	13,659	13,866	3,358	4,011
营业外收支	287	280	280	280
利润总额	13,945	14,245	3,686	4,349
所得税	1,303	2,049	420	524
净利润	12,643	12,195	3,266	3,825
归属于母公司净利润	13,328	13,789	3,563	4,201
EBITDA	4,689	15,800	5,882	6,829

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	48042	86119	117868	141340
应收账款及票据	6681	4619	5906	7224
预付款项	17469	18522	22972	27926
存货	22263	25918	31525	37501
其他流动资产	4937	4937	4937	4937
流动资产合计	131743	163175	207531	244669
长期股权投资	17675	17675	17675	17675
固定资产	15199	16759	17826	18941
无形资产	9654	10348	11241	11991
非流动资产合计	67725	68370	69727	70802
资产合计	199467	231545	277258	315471
短期借款	24314	24314	24314	24314
应付账款及票据	47071	60136	71938	85203
其他流动负债	823	823	823	823
流动负债合计	93697	115884	158332	192720
长期借款	4814	4814	4814	4814
其他长期负债	10441	10441	10441	10441
非流动负债合计	17560	15255	15255	15255
负债合计	111256	131139	173586	207975
股本	9310	9310	9310	9310
少数股东权益	7294	5700	5403	5026
股东权益合计	88211	100406	103672	107496
负债和股东权益合计	199467	231545	277258	315471

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	30.3%	28.0%	18.0%	19.0%
EBIT 增长率	768.1%	501.8%	-72.3%	21.2%
净利润增长率	216.4%	3.5%	-74.2%	17.9%
盈利能力				
毛利率	15.0%	18.7%	15.2%	15.2%
净利润率	5.4%	4.4%	1.0%	1.0%
总资产收益率 ROA	6.7%	6.0%	1.3%	1.3%
净资产收益率 ROE	16.5%	14.6%	3.6%	4.1%
偿债能力				
流动比率	1.4	1.4	1.3	1.3
速动比率	1.2	1.2	1.1	1.1
现金比率	0.7	0.9	0.8	0.8
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.7
经营效率				
应收账款周转天数	5.8	4.4	4.7	4.8
存货周转天数	35.8	37.1	36.7	36.7
总资产周转率	1.4	1.5	1.5	1.5
每股指标 (元)				
每股收益	1.4	1.5	0.4	0.5
每股净资产	8.7	10.2	10.6	11.0
每股经营现金流	(1.5)	2.5	1.0	1.1
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	8.7	8.5	32.8	27.8
PB	1.4	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	23.8	4.6	7.1	2.7
股息收益率	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	12,643	12,195	3,266	3,825
折旧和摊销	4,432	3,014	3,178	3,306
营运资金变动	(17,316)	10,234	3,893	4,760
经营活动现金流	(13,874)	23,065	9,009	10,553
资本开支	7,395	2,126	3,054	2,888
投资	(7,685)	879	1,120	2,135
投资活动现金流	(3,010)	753	(934)	247
股权募资	5,304	4,359	4,774	2,677
债务募资	27,162	9,901	18,900	9,996
筹资活动现金流	22,534	14,260	23,674	12,673
现金净流量	5,649	38,077	31,749	23,472

分析师与研究助理简介

李奇琦，2016年加入民生证券，现任纺织服装、商贸零售方向负责人。中国农业大学金融学学士，美国克拉克大学金融学硕士。

刘潇，2018 年加入民生证券，纺织服装、商贸零售方向研究助理。南京农业大学金融学学士，新加坡国立大学统计学硕士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。