

评级: 买入(维持)

分析师: 彭毅

执业证书编号: S0740515100001

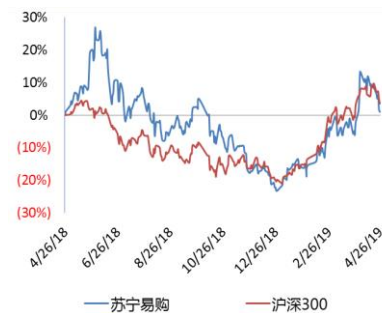
Email: pengyi@r.qlzq.com.cn

研究助理: 龙凌波

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)	5,836
市价(元)	13.01
市值(百万元)	121,124
流通市值(百万元)	75,929

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 竞争格局向好,零售脱底向上,物流+金融持续发力
- 2 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
- 3 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	303,836	373,654	455,561
营业收入增速	26.48%	30.35%	24.04%	22.98%	21.92%
归属于母公司的净利润	4,213	13,328	17,820	2,532	7,211
净利润增长率	498.02%	216.38%	33.71%	-85.79%	184.82%
摊薄每股收益(元)	0.45	1.43	1.91	0.27	0.77
每股现金流量					
净资产收益率					
P/E	28.75	9.09	6.80	47.84	16.80
PEG	-1.80	-0.49	0.03	-2.99	-0.91
P/B	1.53	1.50	1.04	0.95	0.94

备注:

投资要点

- **事件: 2019Q1 公司实现营业收入 622.42 亿元, 同比+25.44%, 归属于母公司净利润为 1.36 亿元, 同比增长 22.16%。2019Q1 公司实现商品销售规模 869.26 亿元, 同比增长 25.38%; 其中线上平台 GMV 为 541.24 亿元, 同比增长 36.09%。**

- **完善全渠道、多业态智慧零售网络, 双线融合凸显规模效应。**

线下: 完善多业态、多层次市场门店网络。公司继续优化“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。截至 3 月 31 日, 家电 3C 家居生活专业店/红孩子母婴店/苏宁鲜生数量分别为 2,116/163/9 家; 苏宁易购直营店为 2,306 家, 零售云加盟店达 2,499 家, 快速抢占县镇级低线市场; 苏宁小店作为本地化生活服务平台, 深入社区最后一公里, 是苏宁多业态零售的流量入口, 门店数量已达 5,098 家, 迪亚天天加盟店减少至 72 家。本季度收购万达百货 37 家门店, 依托线下苏宁广场拓展百货业态, 进一步丰富全渠道零售场景。受外部市场环境较弱的影响, 2019Q1 家电 3C 家居生活专业店/苏宁易购直营店可比门店销售收入同比下降 4.92%/5.56%, 将继续优化商品结构, 提升到店客流和销售规模。红孩子母婴店经营逐步成熟, 可比门店销售收入同比增长 15.70%。

线上: 把握消费升级机遇, 突出 3C 家电优势, 强化大快消品类精细化运营和社交电商运营。2019Q1 线上自营 GMV 为 379.09 亿元, 同比增长 4.087%; 开放平台实现 162.15 亿元 GMV, 同比增长 26.08%。线上收入占比较去年同期增加 7%。截至 3 月 31 日苏宁零售体系注册会员数达 4.22 亿人, 线上将强化精细化管理, 提升流量集聚/转化效率, 加强拼购等社交运营工具的运用, 推动智慧零售生态圈产业联动发展。

- **财务数据分析: 营业收入+25.44%, 毛利率同比减少 0.47%, 运营费用率同比增加 1.49%, 净利润同比增长 22.16%; 经营活动现金流同比减少 119.60%。**

营业收入: 公司全场景零售和物流/金融服务能力输出拉动收入增长, 2019Q1 实现营业收入 622.42 亿元, 同比增长 25.44%。

毛利率: 2019Q1 毛利率为 15.90%, 环比提升 0.18%, 同比下滑 0.47%, 主要是线上收入占比同比提升 7%拉低毛利率水平。

运营费用率: 报告期内, 苏宁精准营销能力提升, 广告促销费率同比优化, 由于小店人员储备和前置仓建设带来人员/仓储费用阶段性上升, 以及第三期员工持股计划摊销增加了管理费用, 公司运营费用率同比增长 1.49%。如不考虑小店业务发展, 运营费用率保持稳定, 预计小店出表后经营效率将明显提升。

净利润: 2019Q1 实现归母净利润为 1.36 亿元, 同比增长 22.16%, 主要原因为毛利率同比下滑和运营费用率上升的影响。公司实现扣非归母净利润-9.91 亿元, 同比减少-4,931%, 主要是小店仍处于阶段性亏损, 直接减少上市公司经营利润, 预计小店出表后盈利水平将显著优化。

现金流: 报告期内公司经营活动产生的现金流量净额同比减少 119.60%, 主要受到三方面影响: (1) 小额贷款、保理业务发放贷款规模的增加; (2) “418”、五一、空调旺季销售增加备货; (3) 小店门店储备增加带来经营

性支出增加。随着小店和金融出表，以及旺季销售收入回笼，经营性现金流将有所改善。

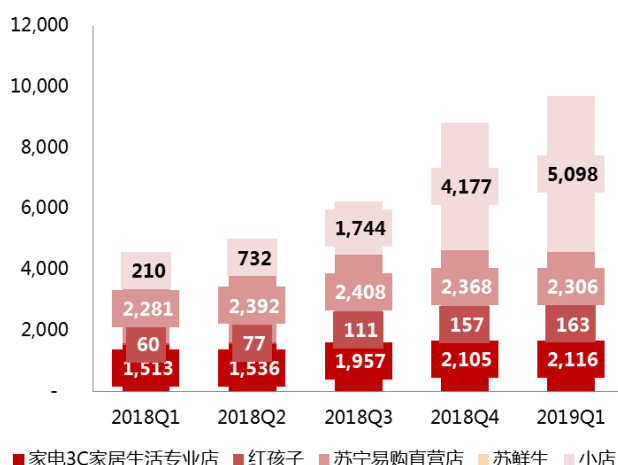
■ **物流资源丰富，核心服务能力持续提升；金融持续加强科技能力建设。**

截至 2019 年 3 月末，苏宁物流及天天快递拥有仓储及相关配套总面积 964 万平方米，拥有快递网点 26,700 个，已在 41 个城市投入运营 50 个物流基地，投入使用 46 个生鲜冷链仓。强时效性物流服务范围持续拓展，依托苏宁小店开展家电清洗保修等配套服务销售，推动业务协同发展。2019Q1 苏宁金融聚焦核心业务发展，消费金融业务投放额同比增长 229.66%，供应链金融业务投放额同比增长 78.01%，将持续加强科技能力建设，加快技术输出赋能。

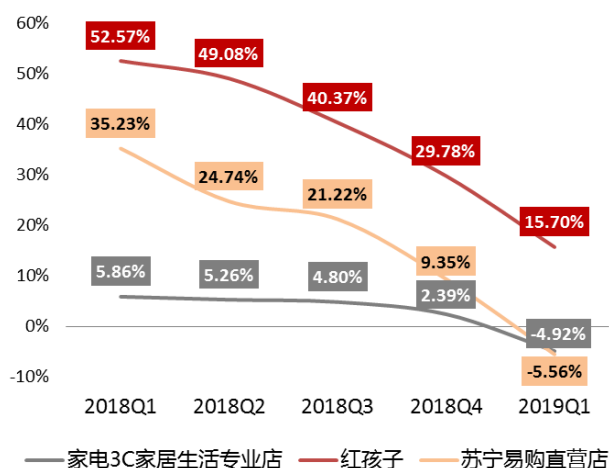
■ **投资建议：全渠道多业态智慧零售网络效率最优，预期小店和金融业务出表后盈利和现金流有望显著改善，维持“买入”评级。**

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，线下门店为公司提供充足而稳定的收入来源，将围绕“两大、两小、多专”推进布局，全方位满足多元化消费需求。电商搜索流量红利见顶之际，线下门店价值迎来重估，苏宁在原有基础上拓展新流量入口：（1）零售云加盟店快速推进市场下沉，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。公司主营业务盈利稳健，战略发展逻辑清晰，苏宁金融和苏宁小店出表后，有望显著优化上市公司现金流和扣非净利润。预计 2019-2021 年实现营业收入 3,038.36/3,736.54/4,555.61 亿元，实现归母净利润 178.20/25.32/72.11 亿元。

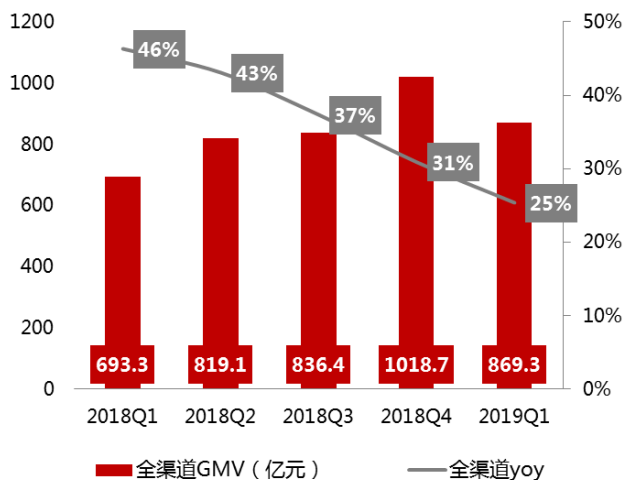
■ **风险提示：（1）线上线下融合不及预期，线上业务成本激增；线下门店改造受阻，新拓展门店经营不善、亏损加剧，造成公司盈利下滑；（2）搜索流量红利减退，天猫旗舰店流量优势减弱；苏宁拼购、零售云、苏宁小店等新流量入口拓展不顺利，流量成本大幅上升；（3）金融业务风控能力不足，坏账大幅增加，持续拖累集团现金流恶化。**

图表 1: 完善多业态门店布局


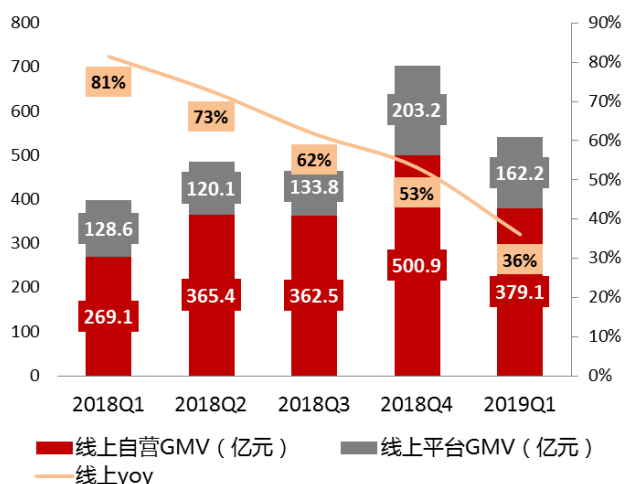
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 2: 可比门店收入同比增速下滑


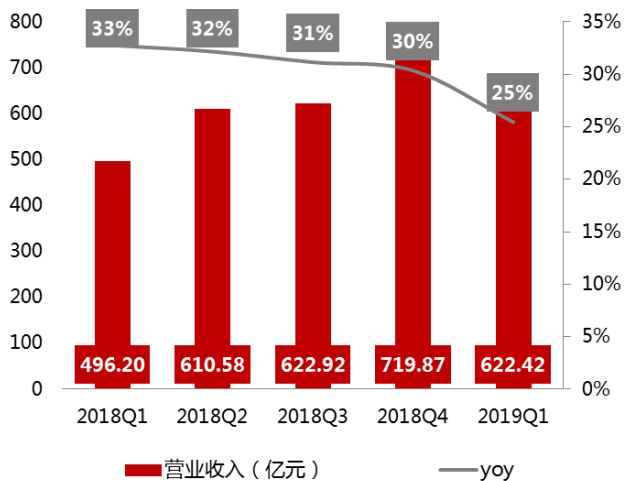
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 3: 全渠道销售规模同比增长 25.38%


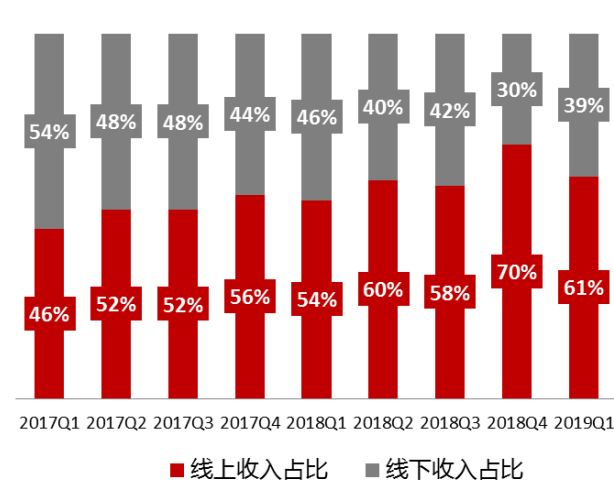
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 4: 线上 GMV 同比增长 36.09%


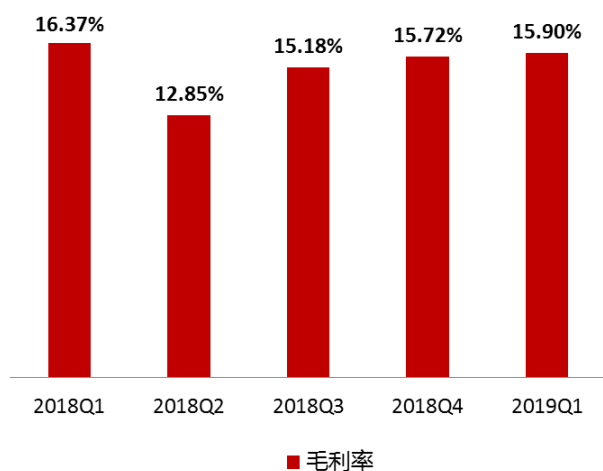
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 5: 营业收入同比增长 25.44%


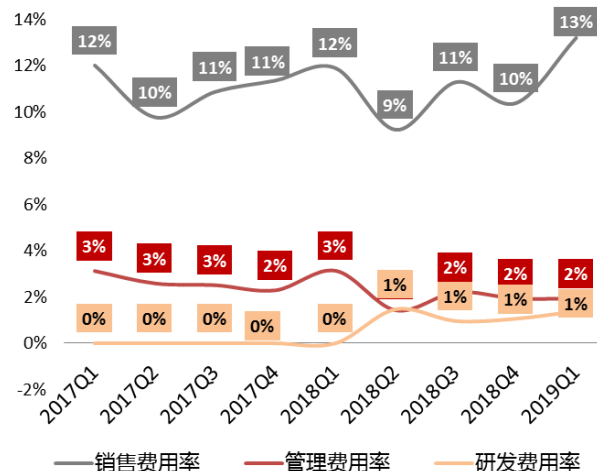
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 6: 线上收入占比同比提升 7%


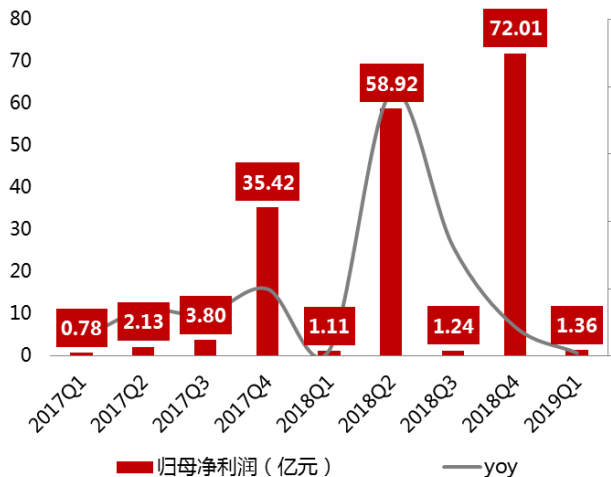
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 7: 毛利率同比小幅下滑


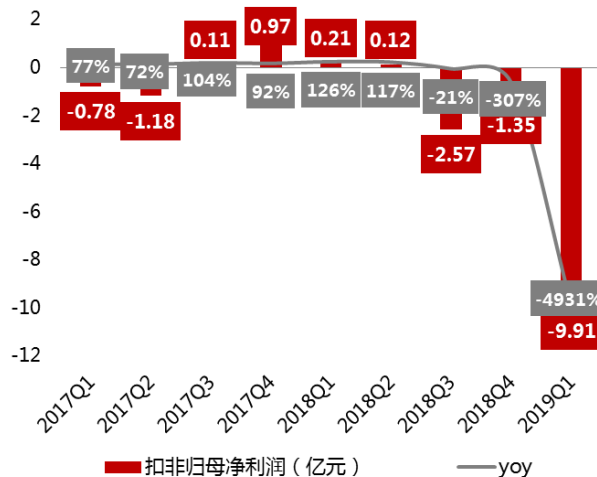
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 8: 运营费用率同比增加 1.49%


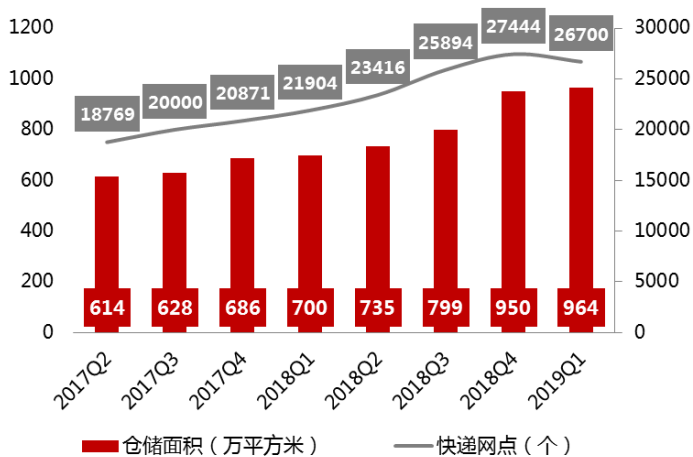
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 9: 归母净利润同比增长 22.16%


来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 10: 扣非净利润大幅下滑


来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 11: 仓储能力进一步拓展


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
营业总收入	187,928	244,957	303,836	373,654	455,561
增长率	26.5%	30.3%	24.0%	22.98%	21.92%
营业成本	-161,432	-208,217	-257,407	-315,680	-384,278
% 销售收入	85.9%	85.0%	84.7%	84.5%	84.4%
毛利	26,496	36,740	46,429	57,974	71,283
% 销售收入	14.1%	15.0%	15.3%	15.5%	15.6%
营业税金及附加	-729	-894	-1,109	-1,364	-1,663
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-20,636	-26,067	-33,794	-44,465	-51,120
% 销售收入	11.0%	10.6%	11.1%	11.9%	11.2%
管理费用	-4,864	-5,201	-7,461	-9,341	-10,750
% 销售收入	2.6%	2.1%	2.5%	2.5%	2.4%
息税前利润 (EBIT)	267	4,578	4,064	2,803	7,750
% 销售收入	0.1%	1.9%	1.3%	0.8%	1.7%
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%	76.0%	28.7%	14.8%
营业利润	4,792	19,686	20,968	4,971	9,868
营业利润率	2.6%	8.0%	6.9%	1.3%	2.2%
营业外收支	256	287	250	250	250
税前利润	5,048	19,973	21,218	5,221	10,118
利润率	2.7%	8.2%	7.0%	1.4%	2.2%
所得税	-283	-1,303	-1,742	-248	-705
所得税率	5.6%	6.5%	8.2%	4.7%	7.0%
净利润	4,050	12,643	16,904	2,402	6,841
少数股东损益	-163	-685	-916	-130	-371
归属于母公司的净利润	4,213	13,328	17,820	2,532	7,211
净利率	2.2%	5.4%	5.9%	0.7%	1.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	4,050	12,643	16,904	2,402	6,841
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	-916	-130	-371
营运资金的变动	1,699	-11,138	-351	111	7,457
经营活动现金净流	-6,605	-13,874	2,738	3,519	15,441
固定资本投资	-478	-2,380	-60	-60	-50
投资活动现金净流	13,437	-3,010	1,343	221	3,222
股利分配	-931	-931	-4,455	-633	-1,803
其他	20	23,465	11,921	10,586	-797
筹资活动现金净流	-911	22,534	7,466	9,953	-2,599
现金净流量	5,922	5,649	11,548	13,693	16,064

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	34,030	48,042	59,589	73,282	89,346
应收款项	9,327	6,681	13,575	11,335	19,035
存货	18,551	22,263	27,788	33,594	41,127
其他流动资产	25,921	54,757	49,580	58,945	58,120
流动资产	87,830	131,743	150,532	177,156	207,627
% 总资产	55.8%	66.0%	65.4%	69.4%	73.6%
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%	6.1%	5.1%	4.2%
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%	34.6%	30.6%	26.4%
资产总计	157,277	199,467	230,229	255,367	282,056
短期借款	8,686	24,314	19,685	22,183	26,903
应付款项	52,247	49,037	64,318	74,711	94,537
其他流动负债	3,331	20,345	10,270	11,300	13,972
流动负债	64,264	93,697	94,272	108,193	135,412
长期贷款	2,854	4,814	4,814	4,814	2,214
其他长期负债	6,532	12,746	8,350	9,209	10,102
负债	73,649	111,256	107,436	122,216	147,728
普通股股东权益	78,958	80,917	116,415	126,903	128,451
少数股东权益	4,669	7,294	6,378	6,248	5,877
负债股东权益合计	157,277	199,467	230,229	255,367	282,056

比率分析

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益 (元)	0.45	1.43	1.91	0.27	0.77
每股净资产 (元)	8.48	8.69	12.50	13.63	13.80
每股经营现金净流 (元)	-0.71	-1.49	0.29	0.38	1.66
每股股利 (元)	0.10	0.10	0.48	0.07	0.19
回报率					
净资产收益率	5.34%	16.47%	15.31%	2.00%	5.61%
总资产收益率	2.57%	6.34%	7.34%	0.94%	2.43%
投入资本收益率	19.59%	67.89%	36.96%	5.76%	15.08%
增长率					
营业总收入增长率	26.48%	30.35%	24.04%	22.98%	21.92%
EBIT增长率	874.76%	312.49%	12.55%	-84.05%	163.95%
净利润增长率	498.02%	216.38%	33.71%	-85.79%	184.82%
总资产增长率	14.66%	26.83%	15.42%	10.92%	10.45%
资产管理能力					
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	29.5
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	17.3	13.0	9.8
偿债能力					
净负债/股东权益	-39.19%	-19.22%	-32.85%	-40.40%	-50.89%
EBIT利息保障倍数	13.3	13.6	36.7	4.9	11.9
资产负债率	46.83%	55.78%	46.66%	47.86%	52.38%

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。