

2019年05月08日

苏宁易购 (002024.SZ)

2019 年一季报点评：收入增长稳健，智慧零售战略促进双线扩容

■业绩简述：2019Q1，苏宁易购实现营收 622.42 亿元/+25.44%，归母净利润 1.36 亿元/+22.16%，归母扣非净利-9.91 亿元/-4931.25%，基本 EPS 为 0.0147 元/+23.53%。非经常项主要来自①公司对持有的万达商业股份的会计核算方法转为长期股权投资权益法核算，确认投资收益 4.48 亿元；②其他投资收益 6.68 亿元。商品销售规模为 869.26 亿元/+25.38%；线上平台商品交易规模为 541.24 亿元/+36.09%，其中自营商品销售规模 379.09 亿元/+40.87%，开放平台商品交易规模 162.15 亿元/+26.08%。

■营收端增速平稳，智慧零售战略促进双线扩容。2019Q1，苏宁易购实现营收 622.42 亿元/+25.44%；商品销售规模为 869.26 亿元/+25.38%；线上平台商品交易规模为 541.24 亿元/+36.09%，其中自营商品销售规模 379.09 亿元/+40.87%，开放平台商品交易规模 162.15 亿元/+26.08%。截至 3 月 31 日公司零售体系注册会员数量 4.22 亿，2019 年 3 月苏宁易购移动端月活跃用户数同比增长 39.39%，一季度移动端订单数量占线上整体比例达到 94.93%。

■线下门店快速拓展，受大环境影响同店增长承压下行。截止 2019 年 3 月 31 日，苏宁易购拥有各类自营门店共 9758 家：①2019Q1 加速展店，新开 930 家，调整店面 4 家；②苏宁易购直营店：2019Q1 直营店新开 92 家，置换、关闭门店 154 家；③零售云加盟店：2019Q1 快速推进门店开发，新开 451 家，截止 2019 年 3 月 31 日共计 2499 家；④家电 3C 家居生活专业店：2019Q1 年苏宁易购云店新开 2 家，升级改造 2 家；苏宁易购常规店新开 17 家，置换、关闭各类店面 8 家；⑤苏宁红孩子母婴店：优化选址，只要在购物中心开设店面，2019Q1 新开 7 家，关闭店面 1 家；⑥苏鲜生超市：2019Q1 公司围绕 O2O 精品超市定位，持续打造店面体验，新开 1 家；⑦海外市场：截至 2019Q1 年在香港地区共计 28 家，关闭；在日本市场共计 38 家。家电 3C 家居生活专业店受外部市场环境较弱的影响，同店增速下降 4.92%；苏宁红孩子母婴专业店经营逐步成熟，同店增速达 15.70%；苏宁易购零售云直营店同店增速下降 5.56%。

■加强物流基础设施和服务能力建设，提升运营效率。苏宁物流不断强化仓储能力建设，推动苏宁物流与天天快递末端网点融合，进一步提升物流服务的运营效率。截至 2019 年 3 月末苏宁物流及天天快递仓储及相关配套总面积 964 万平方米，快递网点 26,700 个，物流网络覆盖全国 351 个地级城市、2,849 个区县级城市。

■金融业务强化科技建设，提升风控、产品创新能力。依托苏宁零售生态上下游企业客户、用户资源，苏宁金融聚焦供应链金融、微商金融、消费金融、支付和财富管理及金融科技输出等核心业务发展，不断增强产品竞争力、提升金融业务渗透率，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%。

公司快报

证券研究报告

连锁

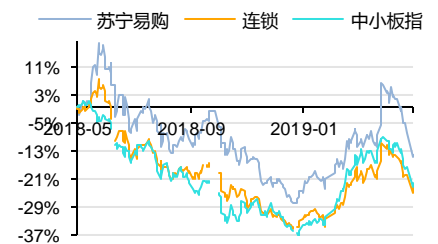
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**14.78 元**
股价 (2019-05-07) **11.72 元**

交易数据

总市值 (百万元)	109,113.66
流通市值 (百万元)	68,400.01
总股本 (百万股)	9,310.04
流通股本 (百万股)	5,836.18
12 个月价格区间	9.85/16.27 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.56	-5.46	7.34
绝对收益	-19.17	8.22	-10.98

刘文正 分析师
SAC 执业证书编号：S1450519010001
liuwz@essence.com.cn
021-35082109

杜一帆 分析师
SAC 执业证书编号：S1450518080002
duyf1@essence.com.cn
021-35082088

相关报告

苏宁易购：苏宁易购季报点评：展店提速、线上 GMV 保持快增，资产减值损失及管理费用拖累业绩/杜一帆	2018-11-01
苏宁易购：苏宁易购中报点评/杜一帆	2018-09-01
苏宁易购：双线融合征程已起，雄师起舞拓辽阔版图/杜一帆	2018-07-16
苏宁易购：员工持股激励程度空前，发力零售+物流+金融三大板块/黄守宏	2018-05-15
苏宁易购：2017 年年报点评	2018-04-01

■ **毛利率环比提升，同比略有下降；费用率总体提升、若不考虑苏宁小店保持稳定。**2019Q1 毛利率较 2018 年环比提升 0.90pct 至 15.90%，较 2018Q1 同比略有下滑。公司一方面持续优化商品供应链，加强单品运作，发展自主产品；同时加大对非电器品类商品的推广，整体来看，综合毛利率水平同比保持稳定。若不考虑苏宁小店业务发展的影响，公司运营费用率应保持稳定。其中，销售费用率提升 1.30pct 至 13.20%：公司为支持苏宁小店业务的发展，储备了较多人员且配套加快前置仓的建设，阶段性带来人员费用、仓储费用增加较快，但随着公司数据应用能力的不断加强，用户精准营销能力也在提升，广告促销费率同比有所下降；管理费用率微升 0.19pct 至 3.33%：主要系第三期员工持股计划计划管理费用摊销影响；财务费用率提升 0.41pct 至 0.80%，主要系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，带来了公司银行借款规模的增加，且 2019Q1 计提公司债券利息，使得公司财务费用率同比有所增加。

■ **未来看点：**①公司以智慧零售为核心，一方面以苏宁易购直营店和零售云加盟店为两大抓手深耕低线城市，另一方面以苏宁小店进军便利店市场，并以小店作为物流节点，辐射周围三公里用户群，彻底打通线上与线下流量，有效扩大用户范围，获取粘性流量；②部分品类将体现出较强的规模效应，线下渠道的布局将提升传统强项家电品类的议价能力；③物流及广告费用弹性较大，具大幅优化空间；公司团队利益充分绑定，经营效率将有效提升。

■ **投资建议：**2019-2021 年业绩预测为 18.06/33.50/43.09 亿元；维持买入-A 评级，采取分部估值法估计目标市值为 1376 亿元，对应目标价 14.78 元。

■ **风险提示：**宏观消费环境变差风险；线下扩张不及预期风险；电商竞争格局变化，出现价格战等风险；低线城市消费升级不及预期；便利店行业竞争格局变化，发展不及预期；费用控制不及预期等。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	187,927.8	244,956.6	308,966.1	392,713.2	499,304.6
净利润	4,212.5	13,327.6	1,806.4	3,350.3	4,308.8
每股收益(元)	0.45	1.43	0.19	0.36	0.46
每股净资产(元)	8.48	8.69	10.39	10.53	10.49

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	25.9	8.2	60.4	32.6	25.3
市净率(倍)	1.4	1.3	1.1	1.1	1.1
净利润率	2.2%	5.4%	0.6%	0.9%	0.9%
净资产收益率	5.3%	16.5%	1.9%	3.4%	4.4%
股息收益率	0.9%	0.0%	0.6%	0.6%	0.8%
ROIC	19.6%	67.9%	4.5%	51.0%	11.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	187,927.8	244,956.6	308,966.1	392,713.2	499,304.6	成长性					
减:营业成本	161,431.8	208,216.6	264,475.0	334,984.4	425,906.8	营业收入增长率	26.5%	30.3%	26.1%	27.1%	27.1%
营业税费	729.3	894.3	1,205.0	1,531.6	1,947.3	营业利润增长率	19854.0%	235.1%	-89.5%	126.8%	30.7%
销售费用	20,635.8	26,066.7	33,522.8	42,570.1	54,074.7	净利润增长率	498.0%	216.4%	-86.4%	85.5%	28.6%
管理费用	4,864.1	5,200.7	7,260.7	8,796.8	11,134.5	EBITDA 增长率	239.9%	230.0%	-78.4%	52.6%	15.3%
财务费用	306.5	1,234.6	848.2	1,140.3	1,079.7	EBIT 增长率	874.8%	312.5%	-86.5%	92.4%	21.4%
资产减值损失	512.7	2,059.5	254.0	450.0	921.2	NOPLAT 增长率	1690.6%	229.6%	-84.7%	90.2%	21.4%
加:公允价值变动收益	18.9	292.5	27.3	-2.5	-7.4	投资资本增长率	-4.9%	133.2%	-83.3%	449.6%	-117.3%
投资和汇兑收益	4,300.4	13,990.6	-	-	-	净资产增长率	19.6%	5.5%	17.8%	1.1%	-0.5%
营业利润	4,076.1	13,658.6	1,427.8	3,237.5	4,233.0	利润率					
加:营业外净收支	255.9	286.9	480.6	341.1	369.5	毛利率	14.1%	15.0%	14.4%	14.7%	14.7%
利润总额	4,332.0	13,945.5	1,908.3	3,578.7	4,602.6	营业利润率	2.2%	5.6%	0.5%	0.8%	0.8%
减:所得税	282.5	1,302.9	171.8	357.9	460.3	净利润率	2.2%	5.4%	0.6%	0.9%	0.9%
净利润	4,212.5	13,327.6	1,806.4	3,350.3	4,308.8	EBITDA/营业收入	3.0%	7.6%	1.3%	1.6%	1.4%
						EBIT/营业收入	2.2%	6.9%	0.7%	1.1%	1.1%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	26	22	17	12	9
货币资金	34,029.7	48,041.5	56,562.5	71,120.4	90,424.1	流动营业资本周转天数	-2	-2	-19	-15	-16
交易性金融资产	2,789.8	15,720.4	15,720.4	15,720.4	15,720.4	流动资产周转天数	163	161	167	153	146
应收账款	9,308.4	5,415.1	14,484.7	11,920.0	19,994.1	应收账款周转天数	14	11	12	12	12
应收票据	19.0	1,265.5	297.2	677.1	928.8	存货周转天数	32	30	32	31	31
预付账款	8,667.7	17,468.7	15,057.3	25,431.3	27,008.5	总资产周转天数	282	262	252	222	197
存货	18,551.5	22,263.3	32,682.0	35,190.9	50,897.4	投资资本周转天数	39	49	32	23	13
其他流动资产	14,463.6	21,567.9	19,867.7	18,633.1	20,022.9	投资回报率					
可供出售金融资产	31,462.5	6,937.4	21,245.1	19,881.7	16,021.4	ROE	5.3%	16.5%	1.9%	3.4%	4.4%
持有至到期投资	-	10.1	3.4	4.5	6.0	ROA	2.6%	6.3%	0.7%	1.3%	1.4%
长期股权投资	1,767.2	17,674.6	17,674.6	17,674.6	17,674.6	ROIC	19.6%	67.9%	4.5%	51.0%	11.3%
投资性房地产	3,177.7	3,362.1	3,362.1	3,362.1	3,362.1	费用率					
固定资产	14,373.1	15,198.9	14,037.0	12,875.1	11,713.2	销售费用率	11.0%	10.6%	10.9%	10.8%	10.8%
在建工程	499.8	2,054.0	2,054.0	2,054.0	2,054.0	管理费用率	2.6%	2.1%	2.4%	2.2%	2.2%
无形资产	8,216.9	9,677.4	9,122.8	8,568.2	8,013.6	财务费用率	0.2%	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%
其他非流动资产	7,017.5	8,261.6	7,246.2	6,370.2	6,285.1	三费/营业收入	13.7%	13.3%	13.5%	13.4%	13.3%
资产总额	157,276.7	199,467.2	232,340.1	252,951.5	293,772.7	偿债能力					
短期债务	8,686.3	24,314.2	-	3,060.9	7,227.0	资产负债率	46.8%	55.8%	55.3%	58.4%	64.4%
应付账款	23,397.9	19,835.6	47,455.4	34,624.3	65,761.2	负债权益比	88.1%	126.1%	123.6%	140.7%	181.0%
应付票据	27,356.7	27,235.4	59,337.6	43,260.4	83,916.1	流动比率	1.37	1.41	1.29	1.87	1.28
其他流动负债	4,822.7	22,311.5	13,273.3	14,446.1	18,463.6	速动比率	1.08	1.17	1.02	1.50	0.99
长期借款	2,853.7	4,813.7	-	43,242.6	3,750.7	利息保障倍数	13.29	13.61	2.68	3.84	4.92
其他非流动负债	6,531.7	12,746.0	8,350.0	9,209.2	10,101.7	分红指标					
负债总额	73,649.0	111,256.4	128,416.2	147,843.6	189,220.3	DPS(元)	0.10	-	0.07	0.07	0.09
少数股东权益	4,669.2	7,293.7	7,223.9	7,094.4	6,927.9	分红比率	22.1%	0.0%	38.2%	20.1%	19.4%
股本	9,310.0	9,310.0	9,310.0	9,310.0	9,310.0	股息收益率	0.9%	0.0%	0.6%	0.6%	0.8%
留存收益	57,343.2	71,966.1	87,390.0	88,703.4	88,314.5						
股东权益	83,627.7	88,210.8	103,923.9	105,107.9	104,552.4						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	4,049.5	12,642.5	1,806.4	3,350.3	4,308.8	EPS(元)	0.45	1.43	0.19	0.36	0.46
加:折旧和摊销	2,100.1	2,372.3	1,716.5	1,716.5	1,716.5	BVPS(元)	8.48	8.69	10.39	10.53	10.49
资产减值准备	512.7	2,059.5	-	-	-	PE(X)	25.9	8.2	60.4	32.6	25.3
公允价值变动损失	-18.9	-292.5	27.3	-2.5	-7.4	PB(X)	1.4	1.3	1.1	1.1	1.1
财务费用	399.3	1,186.0	848.2	1,140.3	1,079.7	P/FCF	17.5	7.7	17.4	7.3	5.3
投资损失	-4,300.4	-13,990.6	-	-	-	P/S	0.6	0.4	0.4	0.3	0.2
少数股东损益	-163.0	-685.0	-69.8	-129.5	-166.5	EV/EBITDA	9.9	3.1	5.0	8.8	0.6
营运资金的变动	1,699.4	-11,137.9	37,934.3	-35,577.4	48,184.3	CAGR(%)	-7.3%	-31.1%	52.1%	-7.3%	-31.1%
经营活动产生现金流量	-6,605.3	-13,874.5	42,262.8	-29,502.2	55,115.4	PEG	-3.5	-0.3	1.2	-4.4	-0.8
投资活动产生现金流量	13,437.5	-3,010.2	-12,675.6	817.5	3,680.2	ROIC/WACC	1.9	6.7	0.4	5.0	1.1
融资活动产生现金流量	-910.5	22,534.1	-21,066.3	43,242.6	-39,491.9	REP	1.4	0.2	6.0	0.3	-0.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

刘文正、杜一帆声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034