

公司点评
苏宁易购 (002024)
商业贸易 | 专业零售
收购万达百货，全场景布局再下一城

2019年02月20日

评级 **谨慎推荐**

评级变动 首次

合理区间 **11.94- 13.64 元**
交易数据

当前价格 (元)	11.31
52 周价格区间 (元)	9.77-16.35
总市值 (百万)	105296.55
流通市值 (百万)	66126.73
总股本 (万股)	931003.97
流通股 (万股)	584674.86

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
苏宁易购	1.89	-0.7	-5.01
专业零售	4.85	1.19	-14.51

陈博

 执业证书编号: S0530517080001
 chenbo@cfzq.com

滕毅

tengyi@cfzq.com

分析师

0731-84403422

研究助理

0731-84403398

相关报告

预测指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入 (亿元)	1485.85	1879.27	2461.85	3175.79	3969.73
净利润 (亿元)	7.04	42.12	128.98	165.59	26.33
每股收益 (元)	0.08	0.45	1.39	1.78	0.28
每股净资产 (元)	7.06	8.48	6.50	7.91	8.07
P/E	149.48	25.00	8.16	6.36	39.98
P/B	1.60	1.33	1.74	1.43	1.40

资料来源: 贝格数据, 财富证券

投资要点:

- 事件:** 公司董事长张近东先生近期宣布, 苏宁易购正式收购万达百货下属全部 37 家百货门店。
- 收购万达百货, 智慧零售战略持续推进。** 公司成立于 1990 年, 经历近 29 年的发展, 已经由最初的空调经销商转型成为涵盖线上线下、布局各级市场、拥有完善物流配送体系的多品类、全渠道零售商。万达百货成立于 2007 年, 前身为万千百货, 是万达商业地产发展初期为支持万达广场所衍生的业态, 鼎盛时期全国门店数量达 110 家, 与商业地产、文化产业、高级酒店并称为万达集团的四大支柱产业。因扩张速度过快导致长期无法盈利, 2015 年万达百货开始进入整合阶段, 全年关闭 56 家门店。经历持续整合后, 万达百货 37 家门店被公司收购, 成为公司 2019 年在全场景零售布局的重要落子, 也是公司智慧零售战略的重要推进。未来, 公司将以近期成立的时尚百货商品集团为基础, 从数字化和体验两方面改造万达百货原有供应链, 丰富情景消费业态, 进一步完善全场景、全品类布局。
- 全渠道运营, 线上线下融合凸显规模效应。** 线下方面, 公司拥有覆盖不同市场级别、不同消费需求的零售渠道网络, 店面业态涵盖苏宁易购广场、苏宁易购直营店和零售云加盟店、苏宁小店, 以及家电 3C 家居生活、母婴、超市等专业店业态。(1) 苏宁易购广场: 主要分布于高线城市, 是公司智慧零售和各产品业态的落地载体, 截至 2018 年三季度末公司经营苏宁易购广场 16 个。(2) 苏宁易购直营店、苏宁易购零售云加盟店: 公司下沉县域乡镇市场的智慧零售端口, 截至 2018 年三季度末直营店/加盟店分别为 2408/1453 家, 2018 年前三季度分别新开 538/1414 家。(3) 苏宁小店: 定位于一二线城市社区、城市 CBD、交通站点的便利服务, 打造以全品类、全服务为特点的高频流量出入口。为完善上海地区社区便利服务布局, 公司全资子公司苏宁易购超市于 2018 年 4 月收购上海迪亚天天便利。截至 2018 年三季度末, 苏宁小店及迪亚天天自营店 1744 家, 迪亚天天加盟店 104 家。(4) 专业店: 家电 3C 家居生活店是公司运营管理最为成熟的店面类型, 常规店面处于持续升级迭代过程中; 红孩子母婴店是公司母婴业务发展的线下平台, 目前重点围绕购物中心展店; 苏鲜生超市是以“生鲜+餐饮+

超市”消费方式为定位的复合业态精品超市。截至2018年三季度末，公司家电3C家居生活/母婴/超市门店数量分别为1957/111/8家。大量各线级、多业态的实体门店成为流量的优质入口，也是线下流量转化的重要载体。线上方面，公司通过运用拼购、推客等社交和内容营销增加新用户获取，通过扩展品类提高用户转化，通过开展大型促销活动提升用户活跃度。2018年前三季度，公司线上平台商品交易规模为1379.54亿元，同比增长70.89%，2017年同期增速55.64%；其中自营商品销售规模997.07亿元，开放平台商品交易规模382.47亿元。线上线下融合下的全渠道运营为公司带来更低的流量成本和更快的品牌认知度累积，在行业集中度提升的背景下，公司的规模效应未来将进一步显现。

- **成立五大商品集团，推进全品类拓展。**公司已成立家电、消费电子、快消、时尚百货、国际业务五大商品集团，推动商品的专业化、精细化运营。（1）家电品类：持续巩固中高端消费市场地位，通过渠道间的差异化竞争进一步占据家装、中央空调、智能家居等增量市场份额。（2）智能3C品类：充分发挥全渠道优势，通过新品首发、买断包销、差异化单品等策略，保持销售收入的较快增长，2018H1通讯产品、数码、IT类产品营收453.78亿元，同比增长37.91%。（3）快消品类：由新近成立的快消集团负责，统筹线上超市、苏鲜生、苏宁小店以及苏宁红孩子母婴店的运营管理。未来，快消集团将在品类、渠道、供应链管理等功能进一步统一的基础上，加速各子板块运营资源的深度整合与供应链的深度融合，提升快消品类经营专业度，强化快消品类供应链协同效应。（4）百货品类：线上自营和平台模式相结合，线下围绕大店情景消费业态立足。在完成对万达百货收购和改造后，公司百货短板将得到一定程度的补齐，万达百货位于高线城市核心商圈的门店将成为公司大店战略的重要载体。未来，在保持家电、3C品类核心竞争力的前提下，公司将以小店、拼购业务崛起为契机，依托全渠道优势发力快消、百货，全品类覆盖将加速推进。
- **全产业链高效协同，构建智慧物流服务平台。**作为公司全渠道运营的基石，公司持续围绕物流基础网络建设、物流服务以及物流科技方面加大投入，加强物流核心能力建设，目前苏宁物流已形成了以选址、开发、建设为一体的物流资产运营与涵盖仓储、运输、配送全流程的物流服务运营相结合的全价值产业链。（1）物流基础设施方面，截至2018年9月末，苏宁物流及天天快递拥有仓储及相关配套总面积799万平方米，同比增加27.2%；拥有快递网点25894个，同比增加近6000个；物流网络覆盖全国352个地级城市、2910个区县级城市；已在9个城市投入运营9个自动化拣选中心、36个城市投入运营39个区域配送中心，2个自动化拣选中心、22个区域配送中心处于在建、扩建状态；投入使用17个生鲜冷链仓，目前已覆盖141个城市。（2）物流运营服务方面，公司已经形成了涵盖中心仓、平行仓、城市仓到门店仓、服务站、快递点等在内的完整仓储配送体系，重点开发和推广物流时效类标准化服务产品，结合门店网络优势针对社区客户提供更为便捷的物流和售后服务。（3）物流科技应用方面，苏宁物流持续加大物流科技研发投入，智能机器人、末端无人机等新技术已经实现落地。未来苏宁物流研究院加强与头部企业合作，加速落地物流自动驾驶技

术，进一步改善物流运营效率。此外，为充分挖掘公司高标准仓储物流设施的价值，并加速物流仓储资源的获取，苏宁物流联合深创投不动产设立物流地产基金，用于投资及并购高标准物流基础设施。此次产业基金的设立是公司“开发—运营—基金运作”良性资产运营模式的探索，有利于公司有效盘活存量资产，加速资金循环，实现轻资产、高周转运营，最终推动公司物流仓储规模的快速扩张。基于强大的物流网络体系，苏宁物流积极推进品牌商、供应商、平台商户、菜鸟网络客户等第三方物流合作，提供物流仓配、转运等多项物流增值服务，平台化趋势明显。2018年前三季度，苏宁物流社会化业务营业收入（不含天天快递）同比增长 73.17%，用户服务能力显著增强。

- **持续夯实资本实力，金服出表不改战略地位。**公司于 2013 年初建立金融事业部，2016 年整合旗下金融业务并搭建苏宁金服平台。苏宁金服定位 O2O 融合发展的金融科技公司，聚焦支付、供应链金融、微商金融、消费金融等核心业务的发展，为上下游供应商、平台商户及广大消费者提供优质的综合化金融服务。支付业务深耕苏宁生态圈并依托苏宁小店、零售云发展，整体交易规模突破 1.5 万亿元，激活会员超 7000 万，位居国内第三方支付行业前列；供应链金融业务聚焦苏宁生态圈用户，已累计为数万家企业提供超过 1600 亿元的资金支持，2018 年前三季度苏宁生态圈内供应链金融累计交易规模同比增长 43.63%；微商金融为小微商户提供在线化、低门槛、低利率的贷款服务，自上线以来已为超过 2000 家商户共计提供超过 5 亿贷款额度。2018 年前三季度，苏宁金服实现营业收入 21.64 亿元，净利润 1.32 亿元。2018 年 12 月，为进一步夯实资本实力，苏宁金服与各方股东达成协议以 460 亿元的投前估值增资扩股，募集资金 100 亿元。此次增资扩股，有利于强化苏宁金服融资能力，拓宽融资渠道，降低公司资金投入压力，改善公司现金流情况。本次增资扩股完成后，苏宁金服将不再纳入公司合并报表，改为权益法核算，由此将会为公司带来投资收益 161 亿元（公司测算，假定 2018 年 9 月 30 日为交割日）；公司仍持有苏宁金服较大比例股权，双方未来将继续在零售、物流、金融业务方面保持高度的战略协同。
- **盈利预测与投资建议。**公司是多业态、多品类、全渠道零售商，此次收购万达百货将丰富公司线下消费场景，补齐公司百货业态短板，是公司智慧零售战略的重要推进。若考虑苏宁金服出表带来的投资收益，预计公司 2018/2019/2020 年实现营业收入 2461/3175/3969 亿元，净利润 128/165/26 亿元，EPS 为 1.39/1.78/0.28 元，PE 对应当前股价分别为 8.16/6.36/39.98 倍，PS 对应当前股价分别为 0.43/0.33/0.27 倍。考虑到公司仍处于规模展店、渠道持续下沉过程中，目前尚未进入实质性盈利阶段，给予公司 2019 年 0.35-0.40 倍 PS，对应股价合理区间 11.94-13.64 元。首次覆盖，给予公司“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