

公司点评

苏宁易购 (002024)

商业贸易 | 专业零售

盈利能力回升，全渠道优势打造零售领先品牌

2019年03月02日

评级 **谨慎推荐**  
评级变动 维持  
合理区间 **11.94-13.64元**

交易数据

当前价格(元)	12.32
52周价格区间(元)	9.77-16.35
总市值(百万)	114699.69
流通市值(百万)	72031.94
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	13.24	15.25	-0.66
专业零售	13.81	15.52	-11.9

**陈博** 分析师  
执业证书编号: S0530517080001  
chenbo@cfzq.com 0731-84403422

**滕毅** 研究助理  
tengyi@cfzq.com 0731-84403398

相关报告

- 《苏宁易购: 苏宁易购(002024.SZ)公司点评: 收购万达百货, 全场景布局再下一城》 2019-02-21
- 《苏宁云商: O2O新零售领跑者, 全渠道布局值得期待》 2017-09-27

预测指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入(亿元)	1485.85	1879.27	2453.11	3175.79	3969.73
净利润(亿元)	7.04	42.12	133.20	165.59	26.33
每股收益(元)	0.08	0.45	1.43	1.78	0.28
每股净资产(元)	7.06	8.48	8.65	8.77	8.89
P/E	162.83	27.23	8.61	6.93	43.55
P/B	1.75	1.45	1.42	1.40	1.39

资料来源: 贝格数据, 财富证券

投资要点:

- 事件: 公司发布2018年业绩快报。公司2018年实现营业收入2453.11亿元, 同比增长30.53%, 归母净利润133.20亿元, 同比增长216.20%, EPS为1.43元, 基本符合公司前期业绩预告范围。
- 营收保持高速增长, 毛利率同比改善。(1) 公司营收同比增长30.53%, 增速同比提升4.03个百分点, 主要原因是公司加快低线市场和社区市场布局, 丰富商品品类, 改善消费体验, 优化供应链运营效率, 坚定推进实施智慧零售战略。归母净利润同比增长216.20%, 主要系阿里股权出售、物流子公司股权转让、对华泰证券股权投资核算方法调整影响。(2) 公司综合毛利率扭转逐年下降趋势, 同比上升0.61个百分点至14.7%左右, 系公司有效实施商品价格管控, 推进商品结构调整, 加强单品运作, 叠加公司开放平台、物流、金融板块第三方服务收入增长所致。(3) 公司综合费用率同比上升0.46个百分点至14.2%左右, 主要原因为开发运维人员储备、员工持股计划带来的人员费用率以及银行借款增加、公司债利息计提导致的财务费用率均较同期有所上升。我们认为, 公司未来将持续受益智慧零售战略, 收入端有望保持高两位数增长, 渠道规模效应带来盈利能力稳步提升。
- 线下突破万店, 线上加速增长, 全渠道优势进一步夯实。(1) 线下重点围绕低线和社区市场展开全场景布局, 建立并不断完善各店面业态产品族群: 苏宁小店定位本地化生活服务平台, 直营店、云加盟店深度布局低线市场, 专业店向商超业态输出家电3C专业运营能力, 母婴店、超市店持续迭代优化推进全品类经营。截至2018年底, 公司自营门店8881家, 店面面积逾670万平方米, 其中苏宁小店4177家(包含迪亚天天自营店184家)、直营店2368家、家电3C家居专业店2105家、母婴店157家、苏鲜生8家、海外门店66家; 零售云加盟店2071家, 迪亚天天加盟店112家; 门店合计11064家, 同比增加超7000家。2018年公司实现线下商品销售规模1287.81亿元, 同比增长10.4%; 同店收入增速同比有所回落, 直营店/家电3C家居专业店/母婴店同比增速分别为9.35%/2.39%/29.78%。(2) 线上持续扩展商品类目, 加强社群营销, 打通苏宁产业会员权益, 强化产业联动。2018年公司实现线上平台商品交易规模2083.54亿元, 同比增长64.45%, 增速同比提

升 7.08 个百分点，单四季度交易规模 704 亿元，同比增长 53.1%。其中，自营商品/开放平台全年销售规模 1497.92/585.62 亿元，同比增长 53.70%/100.31%。截至 2018 年底，公司零售体系注册会员数量 4.07 亿，单 12 月移动端月活跃用户数同比增长 43.25%，移动端订单数量占线上整体比例达到 94.91%，付费会员快速增长，会员粘性极大增强。我们认为，伴随着线上线下融合程度的不断加深，公司渠道的规模效应将逐步凸显，全渠道优势未来将进一步夯实。

- **物流奠基，金融发力，零售生态闭环不断完善。**（1）加大物流基础设施建设投入，致力构建及时物流服务体系。基础设施方面，截至 2018 年底，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，同比增长 38.5%；拥有快递网点 27444 个，同比增加 6573 个；物流网络覆盖全国 351 个地级城市、2858 个区县级城市。公司已在 41 个城市投入运营 50 个物流基地，18 个物流基地在建、扩建；46 个生鲜冷链仓已投入使用，覆盖 179 个城市。物流服务方面，在全方位仓储体系基础上，推出标准化时效配送产品，满足用户不同时效需求；提升县镇市场物流售后服务能力，打造一体化、多样化综合服务网点，2018 年末已筹建成立 264 个县级综合服务中心。（2）强化金融科技定位，围绕苏宁生态圈精耕核心业务。支付业务新增绑卡会员数同比增长 69%，供应链金融业务全年交易规模同比增长 55%，苏宁银行总资产较年初增长 116%；围绕各类应用场景上线前沿科技创新产品，输出金融科技能力。
- **盈利预测与投资评级。**公司是多业态、多品类、全渠道零售商，家电品类市场份额占比 22.1%（2018 年），稳居行业龙头地位，核心品牌优势逐步深化。若考虑苏宁金服出表带来的投资收益，预计公司 2019/2020 年实现营业收入 3175.79/3969.73 亿元，净利润 165.59/26.33 亿元，EPS 分别为 1.78/0.28 元，PE 对应当前股价分别为 6.93/43.55 倍，PS 对应当前股价分别为 0.36/0.29 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，维持公司“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