



批零贸易业/可选消费品

苏宁易购 (002024)

## 出售阿里股权增厚 2018 年业绩

——公司更新报告

	瞿猛 (分析师)	李梓语 (研究助理)
	021-38676442	021-38032691
	zimeng@gjas.com	liziyu@gjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880117090058

### 本报告导读:

出售阿里巴巴股权增厚 2018 年业绩, 全年围绕智慧零售线下门店拓展稳定推进, 线上运营能力加强, 目前估值位于底部, 2019 年零售云拓展、线上减亏等值得期待。

### 投资要点:

- **维持增持评级。**公司公告最新业绩预告修正, 出售可供金融资产增厚业绩, 上调 2018 年 EPS 至 1.39 (+0.55) 元 (不考虑苏宁小店及苏宁金服出表影响), 维持 2019-2020 年 EPS 0.36/0.49 元, 给予 2019 年 0.52XPS, 维持目标价 17.64 元。
- **出售阿里股票增厚业绩。**公司出售持有的阿里巴巴股票 1316.47 万股, 合计收到股票出售价款约 18.627 亿美元, 扣除初始购股本金以及股份发行有关成本及相关直接费用后, 预计可实现净利润约人民币 52.05 亿元 (按照截至 2018 年 12 月 28 日的美元兑人民币平均汇率计算)。本次出售后, 公司不再持有阿里巴巴股份, 阿里仍持有苏宁 19.99% 股权, 双方将继续维持长期战略合作关系, 在物流供应链、天猫旗舰店运营 (猫宁电商)、O2O 融合等方面深化探索。
- **2018 年智慧零售发展目标坚定。**2018 年 5 月出售阿里巴巴股权增厚利润 56 亿元, 华泰证券权益法核算及 Q4 物流地产基金收购子公司分别增厚利润 5.7、8.6 亿元, 考虑本次出售阿里巴巴股权 2018 年全年非经常性收益合计 122 亿元, 扣除后主业净利润约为 7.5-8 亿元, 略低于预期, 收入端预计将维持 30% 增长目标。
- **优化报表, 强化信心。**随着苏宁金服、苏宁小店出表, 上市公司报表实现优化, 同时两项独立运作空间加大持续服务于智慧零售战略。目前公司 PS 估值位于历史底部, 回购股份提振信心。
- **风险提示:** 可选消费低迷, 互联网竞争加剧等。

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	148,585	187,928	244,446	313,557	398,864
(+/-)%	10%	26%	30%	28%	27%
经营利润 (EBIT)	-643	267	-314	1,752	2,942
(+/-)%	67%	141%	-218%	-658%	68%
净利润 (归母)	704	4,213	12,985	3,338	4,595
(+/-)%	-19%	498%	208%	-74%	38%
每股净收益 (元)	0.08	0.45	1.39	0.36	0.49
每股股利 (元)	0.00	0.10	0.08	0.08	0.08

利润率和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营利润率 (%)	-0.4%	0.1%	-0.1%	0.6%	0.7%
净资产收益率 (%)	1.1%	5.3%	14.2%	3.6%	4.7%
投入资本回报率 (%)	-1.3%	1.0%	-4.3%	-36.4%	-12.7%
EV/EBITDA	87.5	40.5	90.6	20.1	9.8
市盈率	162.7	27.2	8.8	34.3	24.9
股息率 (%)	0.0%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

**评级: 增持**

上次评级: 增持

**目标价格: 17.64**

上次预测: 17.64

**当前价格: 10.28**

2019.01.09

### 交易数据

52 周内股价区间 (元)	9.77-16.35
总市值 (百万元)	95,707
总股本/流通 A 股 (百万股)	9,310/5,847
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	63%
日均成交量 (百万股)	35.42
日均成交值 (百万元)	401.02

### 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	81,749
每股净资产	8.78
市净率	1.2
净负债率	-11.52%

EPS (元)	2017A	2018E
Q1	0.01	0.01
Q2	0.00	0.63
Q3	0.03	0.01
Q4	0.41	0.74
全年	0.45	1.39

### 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-3%	-20%	-17%
相对指数	1%	-12%	19%

### 相关报告

《再推回购计划, 苏宁金服增资扩股出表》  
2019.01.01

《收入稳增长, 旺季将有望享受全渠道发展红利》2018.10.31

《优化小店股权结构, 撬动线下流量入口》  
2018.10.15

《业绩强劲, 智慧零售引领全渠道高成长》  
2018.08.31

《业绩强势增长, 全渠道优势凸显》2018.07.31

模型更新时间: 2019.01.08

**股票研究**

可选消费品  
批零贸易业

苏宁易购 (002024)

**评级:** **增持**

上次评级: 增持

**目标价格:** **17.64**

上次预测: 17.64

**当前价格:** 10.28

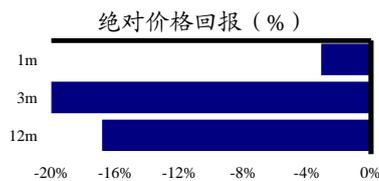
公司网址

www.suning.cn

**公司简介**

公司是中国领先的 O2O 智慧零售商, 面对互联网、物联网、大数据时代, 持续推进智慧零售和线上线下融合战略, 全品类经营、全渠道运营、全球化拓展, 开放物流云、数据云和金融云, 通过门店端、PC 端、移动端和家庭端的四端协同, 实现无处不在的一站式服务体验。

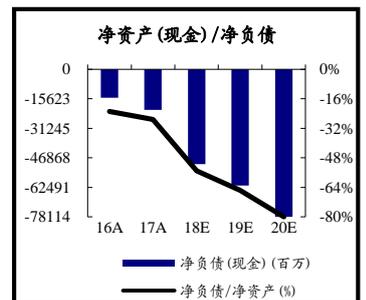
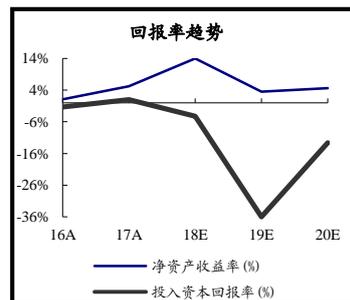
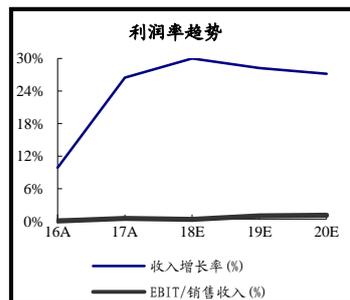
截至 2017 年底, 苏宁易购线下连锁网络覆盖海内外, 拥有苏宁易购广场、苏宁云店、苏宁鲜生、苏宁红孩子、苏宁极物、苏宁汽车超市、苏宁易购直营店、苏宁小店等业态, 自营创新互联网门店



52 周价格范围 9.77-16.35  
市值 (百万) 95,707

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>损益表</b>					
营业收入	148,585	187,928	244,446	313,557	398,864
营业成本	127,248	161,432	213,153	273,111	348,217
税金及附加	583	729	978	1,223	1,396
销售费用	17,451	20,636	24,273	29,945	36,735
管理费用	3,946	4,864	6,356	7,525	9,573
EBIT	-643	267	-314	1,752	2,942
公允价值变动收益	-34	19	0	0	0
投资收益	1,445	4,300	12,200	1,364	1,495
财务费用	416	306	263	3	0
营业利润	2	3,767	11,623	3,114	4,437
所得税	408	283	2,405	878	1,209
少数股东损益	-211	-163	-3,366	-703	-703
净利润	704	4,213	12,985	3,338	4,595
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	29,438	36,819	56,997	68,197	84,782
其他流动资产	23,572	14,464	14,464	14,464	14,464
长期投资	28,690	37,126	37,126	37,126	37,126
固定资产合计	14,404	14,882	12,717	11,115	9,438
无形资产及其他资产	9,431	14,859	11,400	11,400	11,400
资产合计	137,167	157,277	178,752	199,188	229,242
流动负债	61,455	64,264	76,865	95,411	122,582
非流动负债	5,790	9,385	939	9,385	9,385
股东权益	65,710	78,958	91,199	93,792	97,642
投入资本(IC)	26,285	25,680	5,776	-3,613	-17,322
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	-352	248	-251	1,314	2,207
折旧与摊销	1,806	2,100	1,055	1,027	1,052
流动资金增量	2,484	-2,705	1,354	7,787	12,032
资本支出	-636	-2,335	4,969	975	1,024
自由现金流	3,302	-2,692	7,126	11,103	16,316
经营现金流	3,839	-6,605	11,873	9,688	14,818
投资现金流	-39,613	13,437	17,169	2,339	2,519
融资现金流	36,758	-911	-8,863	-828	-751
现金流净增加额	985	5,922	20,178	11,199	16,586
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	9.6%	26.5%	30.1%	28.3%	27.2%
EBIT 增长率	67.1%	141.5%	-217.6%	-658.5%	67.9%
净利润增长率	-19.3%	498.0%	208.2%	-74.3%	37.7%
利润率					
毛利率	14.4%	14.1%	12.8%	12.9%	12.7%
EBIT 率	-0.4%	0.1%	-0.1%	0.6%	0.7%
净利润率	0.5%	2.2%	5.3%	1.1%	1.2%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	1.1%	5.3%	14.2%	3.6%	4.7%
总资产收益率(ROA)	0.5%	2.7%	7.3%	1.7%	2.0%
投入资本回报率(ROIC)	-1.3%	1.0%	-4.3%	-36.4%	-12.7%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	41	41	38	37	36
应收账款周转天数	2	3	3	3	3
总资产周转天数	277	286	251	220	196
净利润现金含量	5.45	-1.57	0.91	2.90	3.22
资本支出/收入	0%	1%	-2%	0%	0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	49.0%	46.8%	48.3%	52.6%	57.6%
净负债率	-23.0%	-27.2%	-55.1%	-65.6%	-80.0%
<b>估值比率</b>					
PE	162.7	27.2	8.8	34.3	24.9
PB	1.7	1.5	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	87.5	40.5	90.6	20.1	9.8
P/S	0.8	0.6	0.5	0.4	0.3
股息率	0.0%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

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，本报告清晰准确地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，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。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放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，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，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		