

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 10.28
合理价格区间(元): 13.94~15.33

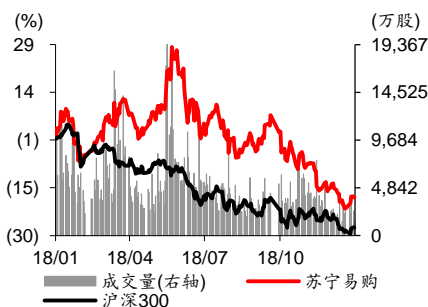
林寰宇 执业证书编号: S0570518110001
研究员 linhuanyu@htsc.com

丁浙川 执业证书编号: S0570518050007
研究员 021-28972086
dingzhechuan@htsc.com

相关研究

- 1《苏宁易购(002024,买入): 弱市营收保持高增, 龙头强势延续》2018.10
- 2《苏宁易购(002024,买入): 减持小店股份不改其长期战略价值》2018.10
- 3《苏宁易购(002024,买入): 竞争力持续凸显, 经营现金流改善》2018.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

家电消费新政将出台, 苏宁有望受益

苏宁易购(002024)

发改委表示今年将出台鼓励家电消费新政, 苏宁有望明显受益

1月8日国家发改委表示今年将出台促进汽车、家电等热点产品消费的措施, 我们认为苏宁易购作为家电全渠道零售龙头将明显受益。此外考虑公司出售阿里巴巴的股权收益影响, 我们调整公司2018-2020年EPS为1.37/0.33/0.54元, 维持公司“买入”评级。

苏宁家电经营能力显著, 全渠道家电份额稳居市场第一

作为全渠道零售龙头企业, 目前家电仍是苏宁零售额占比最高的品类, 2017年苏宁大家电/小家电(含母婴、日用品等)/3C品类营收占主营业务收入比例分别为38.69%/18.30%/40.12%。从经营能力看, 在2018年家电增速整体放缓的大环境下, 2018年前三季度苏宁3C家居专业店同店销售增长4.80%, 显著高于同行(国美同期为-8.9%)。从行业格局看, 根据艾瑞咨询数据, 2017年苏宁以20%的市场份额位居全渠道家电销售额第一, 京东/国美分别以12.3%/7.5%的市场份额位居二、三位。

多渠道发力整合家电市场, 全品类发展打开增长空间

2018年起苏宁凭借在家电领域的规模与经营优势, 多维发力加速整合市场。一方面, 苏宁与大润发等大型超市达成战略合作, 以联营方式接管大润发等企业家电3C经营区域; 另一方面, 公司在低线城市以“零售云”模式扩展加盟店, 我们预计2018年已开店2000家左右。我们认为多维度的市场扩张与整合将使得苏宁家电零售市场份额进一步提升。同时公司积极进行快消、母婴等品类扩张, 将为苏宁全渠道零售额增长打开新空间。

上调盈利预测, 维持“买入”评级

考虑公司出售阿里巴巴股权的新增收益(公司预计新增2018年投资收益52亿元, 并对2018-2020年财务费用产生影响), 我们上调公司盈利预测, 预计公司2018-2020年归母净利润分别为127.73/30.55/49.97亿元(前值为70.03/29.90/49.40亿元)。参考京东2019年PS(Wind一致预期0.41倍), 考虑到苏宁的全渠道效率优势, 给予公司2019年0.4-0.44倍PS, 目标价13.94-15.33元, 维持公司“买入”评级。

风险提示: 电商竞争加剧; 线下门店建设不达预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	9,310
流通A股(百万股)	5,909
52周内股价区间(元)	9.85-16.27
总市值(百万元)	95,707
总资产(百万元)	189,043
每股净资产(元)	8.78

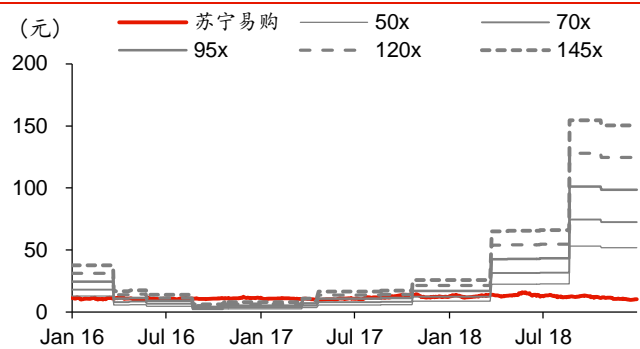
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	148,585	187,928	250,648	324,494	408,310
+/-%	9.62	26.48	33.37	29.46	25.83
归属母公司净利润(百万元)	704.41	4,213	12,773	3,055	4,997
+/-%	(19.27)	498.02	203.21	(76.08)	63.53
EPS(元, 最新摊薄)	0.08	0.45	1.37	0.33	0.54
PE(倍)	141.82	23.71	7.49	31.32	19.15

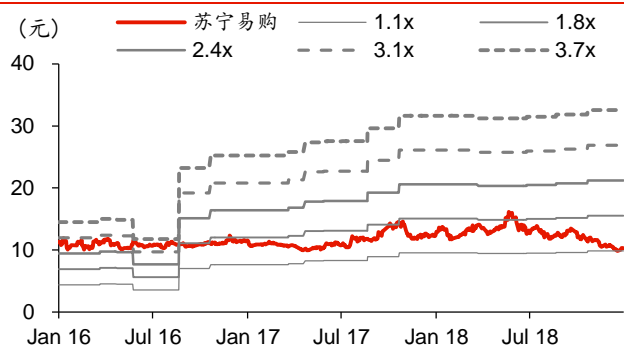
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 苏宁易购历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 苏宁易购历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	82,384	87,830	120,639	134,078	154,355
现金	27,209	34,030	54,919	54,015	57,286
应收账款	1,104	2,389	2,444	3,369	4,314
其他应收账款	4,095	6,919	7,667	10,441	13,239
预付账款	9,751	8,668	13,339	17,173	21,140
存货	14,392	18,551	24,587	31,863	40,012
其他流动资产	25,833	17,272	17,683	17,217	18,363
非流动资产	54,784	69,447	65,013	69,114	72,658
长期投资	417.05	1,767	1,062	1,191	1,245
固定投资	12,813	14,373	17,938	21,770	25,526
无形资产	5,685	8,216	7,915	7,615	7,316
其他非流动资产	35,869	45,091	38,099	38,538	38,572
资产总计	137,167	157,277	185,651	203,192	227,013
流动负债	61,455	64,264	73,090	90,495	109,803
短期借款	6,160	8,686	3,000	3,000	3,000
应付账款	12,498	13,095	18,563	24,101	29,919
其他流动负债	42,798	42,482	51,527	63,394	76,884
非流动负债	5,790	9,385	17,665	17,698	18,104
长期借款	18.00	2,854	10,854	11,154	11,454
其他非流动负债	5,772	6,532	6,811	6,544	6,650
负债合计	67,245	73,649	90,755	108,193	127,907
少数股东权益	4,212	4,669	4,099	3,970	3,754
股本	9,310	9,310	9,310	9,310	9,310
资本公积	35,835	35,980	35,980	35,980	35,980
留存公积	17,930	21,363	45,510	45,742	50,064
归属母公司股东权益	65,710	78,958	90,797	91,029	95,352
负债和股东权益	137,167	157,277	185,651	203,192	227,013

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	3,839	(6,605)	4,299	8,799	10,541
净利润	493.23	4,050	12,203	2,926	4,781
折旧摊销	1,806	2,100	2,562	2,914	3,304
财务费用	415.83	306.47	323.75	286.42	292.16
投资损失	(1,445)	(4,300)	(14,500)	(1,000)	(500.00)
营运资金变动	2,886	(9,002)	2,582	3,571	2,602
其他经营现金	(316.46)	241.00	1,128	102.29	61.59
投资活动现金	(39,613)	13,437	14,812	(6,527)	(6,666)
资本支出	2,424	2,364	6,000	6,000	6,000
长期投资	40,034	(13,092)	(6,754)	261.92	84.29
其他投资现金	2,845	2,710	14,058	(265.50)	(581.30)
筹资活动现金	36,758	(910.51)	1,778	(3,176)	(603.91)
短期借款	2,934	2,527	(5,686)	0.00	0.00
长期借款	(339.92)	2,836	8,000	300.00	300.00
普通股增加	1,927	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	30,598	145.13	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	1,639	(6,418)	(535.92)	(3,476)	(903.91)
现金净增加额	1,084	5,653	20,889	(904.15)	3,271

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	148,585	187,928	250,648	324,494	408,310
营业成本	127,248	161,432	215,052	278,411	349,619
营业税金及附加	583.46	729.29	972.69	1,259	1,585
营业费用	17,451	20,636	27,334	34,227	42,114
管理费用	3,946	4,864	6,266	7,788	9,391
财务费用	415.83	306.47	323.75	286.42	292.16
资产减值损失	350.50	512.74	406.22	432.44	437.08
公允价值变动收益	(33.69)	18.85	(2.96)	(0.81)	1.75
投资净收益	1,445	4,300	14,500	1,000	500.00
营业利润	504.34	4,076	14,790	3,090	5,374
营业外收入	520.94	405.15	500.00	500.00	500.00
营业外支出	124.40	149.21	143.78	142.36	143.97
利润总额	900.89	4,332	15,146	3,447	5,730
所得税	407.66	282.50	2,943	521.48	949.03
净利润	493.23	4,050	12,203	2,926	4,781
少数股东损益	(211.18)	(162.98)	(569.82)	(129.69)	(215.57)
归属母公司净利润	704.41	4,213	12,773	3,055	4,997
EBITDA	2,726	6,483	17,676	6,290	8,970
EPS (元, 基本)	0.08	0.45	1.37	0.33	0.54

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	9.62	26.48	33.37	29.46	25.83
营业利润	182.68	708.20	262.84	(79.11)	73.94
归属母公司净利润	(19.27)	498.02	203.21	(76.08)	63.53
获利能力 (%)					
毛利率	14.36	14.10	14.20	14.20	14.37
净利率	0.47	2.24	5.10	0.94	1.22
ROE	1.07	5.34	14.07	3.36	5.24
ROIC	1.98	17.38	49.70	11.88	19.41
偿债能力					
资产负债率 (%)	49.02	46.83	48.88	53.25	56.34
净负债比率 (%)	16.02	15.98	15.51	13.29	11.48
流动比率	1.34	1.37	1.65	1.48	1.41
速动比率	1.10	1.07	1.31	1.12	1.03
营运能力					
总资产周转率	1.32	1.28	1.46	1.67	1.90
应收账款周转率	152.51	97.99	93.95	101.98	96.90
应付账款周转率	11.81	12.62	13.59	13.05	12.94
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.45	1.37	0.33	0.54
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	(0.71)	0.46	0.95	1.13
每股净资产(最新摊薄)	7.06	8.48	9.75	9.78	10.24
估值比率					
PE (倍)	141.82	23.71	7.49	31.32	19.15
PB (倍)	1.52	1.27	1.10	1.10	1.05
EV_EBITDA (倍)	17.04	7.17	2.63	7.39	5.18

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com