

规模符合预期投资收益大幅增厚业绩，维持推荐

核心观点：

1. 事件摘要

2019年上半年公司实现营业收入2010.09亿元，同比增长16.21%；实现归属于上市公司股东的净利润119.03亿元，同比增长94.24%；实现归属扣非净利润-41.52亿元，较上年同期下降1755.59%，公司前三季度非经常性损益影响巨大的原因主要是由于公司于第三季度完成对控股子公司苏宁金服的增资扩股以及上半年苏宁小店经营亏损以及股份转让所致。经营现金流量净额-199.64亿元，较上年同期下降44.43%，主要系公司小贷、保理业务发放贷款规模增加较快以及十一国庆促销与双十一旺季备货所致。

2. 我们的分析与判断

（一）金服与小店出表致使规模增速放缓，投资收益增厚公司业绩

2019年上半年公司实现总营业收入2010.09亿元，较上年同期增加280.39亿元，同比增长16.21%。按季度拆分，公司今年前三季度分别实现总营收622.42/733.30/654.37亿元，较去年同期分别变动126.21/122.72/31.46亿元，实现同比增长25.44%/20.10%/4.07%，其中上半年两个季度贡献年初至今营收增量的88.78%。公司三季度营收增速大幅放缓的可能是由于苏宁金服与苏宁小店不再并表而公司于三季度末完成收购的家乐福中国尚未并入利润表所致。

公司前三季度商品销售规模总额（含税，包括大陆、香港及日本市场的线下与线上平台，以及物流、金融、售后等服务）为2759.01亿元，实现同比增长17.46%，较去年同期增加410.18亿元。公司前三季度线上平台交易规模1714.37亿元，同比增长24.27%，同比增加334.83亿元，其中自营商品规模1191.08亿元，同比增长19.46%，同比增加194.01亿元，开放平台商品交易规模523.29亿元，较去年同期增加140.82亿元，同比增长36.82%。相较于半年报商品规模/线上平台/自营商品/开放平台商品交易规模同比增长21.80%/26.98%/25.60%/30.50%水平而言，公司线上平台商品交易规模在开放平台商品规模进一步加速增长的同时受自营产品增速放缓的拖累出现小幅下滑，而公司整体商品销售规模增速放缓更多地是受三季度苏宁金服出表所致。

从线下零售表现来看，公司前三季度家电3C家居生活专业店/

苏宁易购 (002024.SZ)

推荐 维持评级

分析师

李昂

☎：(8610) 83574538

✉：liang_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

特此鸣谢：

甄唯莹

☎：(8610) 83574089

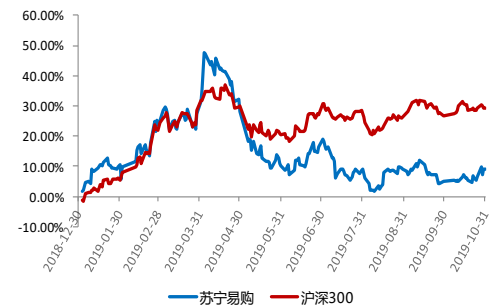
✉：zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

章鹏

☎：(8610) 86359172

✉：zhangpeng_yj@chinastock.com.cn

行业数据时间 2019.10.30



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

【中国银河研究院_李昂团队】公司年报点评_零售行业_苏宁易购(002024.SZ)_一八年规模增长符合预期，维持推荐_20190402

【中国银河研究院_李昂团队】公司一季报点评_零售行业_苏宁易购(002024.SZ)_一季度规模增长符合预期，维持推荐_20190430

【中国银河研究院_李昂团队】公司半年报点评_零售行业_苏宁易购(002024.SZ)_公司上半年规模符合预期，维持推荐_20190830

苏宁红孩子母婴专卖店/苏宁零售运直营店分别实现-7.22%/10.80%/-6.55%。从线下新开门店状况来看，前三季度公司在大陆地区新开苏宁易购广场/苏宁易购零售云直营店/苏宁易购零售云加盟店/家电 3C 家居生活专业店/家乐福超市&便利店/苏宁红孩子母婴店/苏鲜生超市店 17/212/2187/280/0/34/3 家，与此同时关闭 0/1124/127/90/0/17/0 家门店，净增加 17/-912/2060/190/0/17/3 家门店。其中三季度单季度，公司净增加苏宁易购广场/苏宁易购零售云直营店/苏宁易购零售云加盟店/家电 3C 家居生活专业店/家乐福超市&便利店/苏宁红孩子母婴店/苏鲜生超市店 17/-290/769/185/235/2/0 家门店，进一步对线下渠道进行调整，继续推广零售云加盟店的同时对零售云自营店进行调整与升级，并且借助对家乐福的收购完善了公司零售全业态的布局。截止三季度末，公司共计拥有苏宁易购广场/苏宁易购零售云直营店/苏宁易购零售云加盟店/家电 3C 家居生活专业店/家乐福超市&便利店/苏宁红孩子母婴店/苏鲜生超市店 54/1456/4131/2295/235/174/11，全国共计 8356 家门店。中国香港地区，公司前三季度净增加 1 家门店，同时日本地区净增加 1 家门店。截止三季度末，公司在中国香港地区拥有 29 家门店，日本拥有 39 家门店，全球共计拥有 8424 家门店。

2019 年前三季度，公司实现归母净利润 119.03 亿元，较去年同期增加 61.27 亿元，同比增长 94.29%；实现归母扣非净利润-41.52 亿元，较去年同期变动-39.28 亿元，同比减少-1755.59%；造成扣非前后业绩变化巨大的主要原因一方面是由于公司于 6 月底完成苏宁小店的股权转让，在实现减少小店经营亏损的负面影响的同时还为公司带来一定投资收益增厚了扣非前业绩；另一方面，公司于三季度完成对原先控股子公司苏宁金服的增资扩股工作，完成后公司持股降至 41.15%，不再并表的同时，同样为公司带来了可观的投资收益。公司前三季度非经常损益中处置子公司产生的投资收益共计 202.42 亿元，占扣除所得税及少数股东权益前非经常性损益的 91.57%。按季度拆分，公司前三季度分别实现规模扣非净利润-9.91/-21.99/-9.62 亿元，较去年同期分别变动-10.11/-22.11/-7.06 亿元，若三季度单季度不考虑苏宁小店权益法核算的影响，归母扣非净利润将为-4.28 亿元；如若前三季度均不考虑苏宁小店的影响，那么前三季度归母扣非净利润将为-14.05 亿元。综合来看，公司在将经济效益不佳的苏宁小店转让后，单季度归母扣非净亏损较前两季度大幅缩窄。

2019 年前三季度，公司实现经营性现金流净额-199.64 亿元，较去年同期减少 61.42 亿元，同比减少 44.43%，前三季度分别实现经营性现金流净额-58.17/-44.51/-96.96 亿元，较去年同期分别变动-31.68/-17.78/-11.96 亿元，经营性现金流净流出额逐季减少。造成公司第三季度单季度经营性现金流大幅流出的原因主要是一方面由于金融业务中小贷与保理业务发放贷款规模加速增长，该部分造成经营性现金流净流出 74.98 亿元；另一方面是由于三季度需要为参与十一国庆促销的商户预付贷款以示支持，并且还需要为接下来到来的双十一提前备货，故而使得三季度经营性现金流净流出额大幅增长。

(二) 综合毛利率提升 0.03pct，期间费用率上升 2.66pct

公司 2019 年前三季度综合毛利率为 14.73%，较去年同期提升 0.03pct。公司前三季度综合毛利率分别为 15.90%/12.47/16.16%，毛利率得以在二季度大幅下降后迅速回升一方面是由于强化单品运作，大力推广毛利率水平更高的自主产品；另一方面是由于毛利率偏高的线上与线下平台相关服务收入以及金融业务收入增加，二者共同作用下使得公司综合毛利率较去年同期实现 0.03 个百分点的提升。

公司期间综合费用率为 16.44%，相比上年同期上升 2.24pct。销售/管理（不含研发）/财务/研发费用率分别为 12.26%/1.98%/0.99%/1.20%，较去年同期分别变动 1.52/-0.22/0.60/0.33 个 pct。2019 年前三季度公司的销售费用 246.53 亿元，较去年同期增长 32.64%（增加 60.66 亿元），销售费用及销售费率的增长主要是由于门店开发、IT 能力建设以及新品类运营等业务需求引入人员较多所致；管理费用（不含研发费用）39.83 亿元，较去年同期增长 4.67%（增加 1.78 亿元），

主要由于第三期员工持股计划计提管理费用摊销所致；财务费用 19.98 亿元，较去年同期增长 193.37%（增加 13.17 亿元），主要系公司及苏宁金服供应链融资、消费金融等业务发展加大了对资金的筹资力度，导致公司借款规模增加导致利息支出增加所致；研发费用 21.12 亿元，同比增长 61.14%（增加 9.15 亿元），主要系研发人员费用增加。

（三）线下门店持续扩张，各业态积极调整助推销售规模增长

公司积极进行渠道拓展，加速布局线下门店，截至 2019 年 9 月 30 日公司在大陆地区拥有各类自营店面 4225 家（不含苏宁小店），自营门店物业面积 837.28 万平方米，零售云加盟店面 5587 家。2019 年三季度，在大陆地区，公司新增运营苏宁易购广场 1 个，储备 2 个苏宁易购广场项目；零售云直营店新开 35 家，零售云加盟店新开 840 家；新开红孩子母婴店 12 家，苏鲜生超市 3 家；新增家乐福超市店 235 家。在海外地区，公司于香港地区新开门店 2 家，与日本地区新开门店 2 家。整体来看，国内市场公司运营苏宁易购广场 54 个，储备项目 10 个；零售云店 5587 家，其中直营 1456 家，加盟 4131 家；家电 3C 家居生活专业店 2295 家，红孩子母婴店 174 家，苏鲜生超市 11 家，家乐福超市与便利店 235 家；海外市场公司在香港和日本分别拥有门店 29 家和 39 家。线下门店的扩张使得线下多层次零售网络布局进一步完善，为销售规模增长奠定良好基础。

（四）多业态、全场景全面发展，形成全方位零售生态圈

公司积极整合多业务线，形成独特的战略生态圈。零售业务方面，公司通过收购万达百货，补强百货类供应链，审议通过收购家乐福中国 80% 股份事宜，加速公司大快消费品类的发展，加快搭建自主产品生态链建设。线上业务板块，公司截止三季度末拥有零售体系注册会员 4.7 亿人，9 月单月苏宁易购移动端订单数量占线上整体的 94.43%，并且报告期内年度活跃用户数规模同比增长 48.29%，推动线上实物商品订单（不含天猫旗舰店）实现同比增长 61.83%。除了发力线上外，公司通过对门店的数字化改造以及建立门店社群运营能力开辟社群市场，其中三季度单季来自门店的苏宁推客订单环比增长 56.61%，保持高速增长。物流业务方面，公司加强基础设施建设，努力提升物流服务效率，苏宁物流及天天快递拥有快递网点 26091 个，仓储及相关配套总面积 1105 万平方米，投入运营 50 个物流基地，46 个生鲜冷链仓，即时配服务覆盖全国 88 个城市。目前，公司正积极推进家乐福与公司仓配网络间的整合，并且苏宁物流地产基金的投资也在有序开展，预计未来公司将形成“开发-运营-基金运作”的良性资产运转模式。综合来看，未来公司或将实现线上线下全方位融合、全面发展的全场景零售生态圈，为消费者及商家提供优质的全方位服务。

3. 投资建议

我们认为公司一方面在积极拓展线下渠道，追求线下渠道的快速扩张，同时保持线上渠道的稳健增长，不断完善营销网络；另一方面大力追求多业态全面发展，完善配套物流、金融等基础设施，不断提高用户获取能力，努力实现全场景零售布局。结合公司上半年规模的扩张态势，我们预测公司 2019 / 2020 / 2021 年将分别实现营收 2939.48 / 3484.46 / 4054.17 亿元，归母净利润 109.25 / 20.37 / 25.86 亿元，对应 PS 为 0.34 / 0.29 / 0.25 倍，对应 PE 为 9 / 49 / 39 倍，维持“推荐评级”。

4. 风险提示

零售行业竞争加剧的风险；创新业务成果具有不确定性的风险；收购带来的商誉减值的风险。

附：1.盈利预测和估值对比

表 1：盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (单位: 亿元)	1879.28	2449.57	2939.48	3484.46	4054.17
增长率(%)	26.48%	30.35%	20.00%	18.54%	16.35%
归属母公司股东净利润 (单位: 亿元)	42.13	133.28	109.25	20.37	25.86
增长率(%)	498.02%	216.38%	-18.03%	-81.35%	26.95%
EPS (元/股)	0.45	1.43	1.17	0.22	0.28
销售毛利率	14.10%	15.00%	14.63%	14.66%	14.93%
净资产收益率(ROE)	5.34%	16.86%	12.65%	2.19%	2.72%
市盈率(P/E)	68	9	9	49	39
市净率(P/B)	1.45	1.13	1.23	1.09	1.06
市销率(P/S)	0.65	0.40	0.34	0.29	0.25

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理及预测（股价为2019年10月30日收盘价）

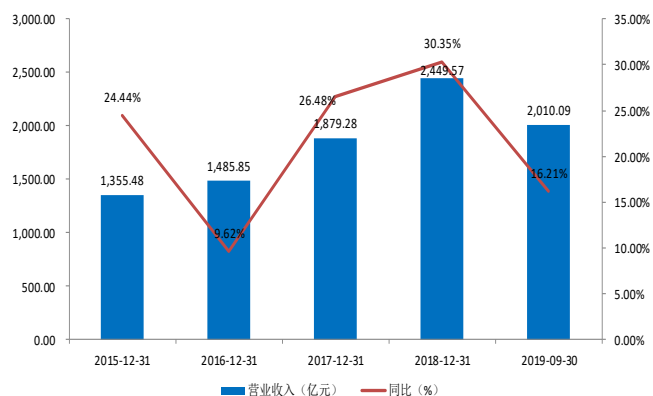
表 2：可比公司最新估值情况

	境内可比公司						均值	中位数
	永辉超市	百联股份	步步高	红旗连锁	中百集团			
PE	44	20	34	25	611	31	30	
PB	4.15	0.99	0.85	3.44	1.48	2.18	1.48	
PS	1.10	0.36	0.34	1.36	0.33	0.70	0.36	
	境外可比公司						均值	中位数
	沃尔玛	好市多	家乐福	克罗格	莫里森			
PE	38	36	-22	10	17	16	17	
PB	4.62	8.95	1.16	2.11	1.29	3.63	2.11	
PS	0.61	0.87	0.14	0.15	0.32	0.42	0.32	

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

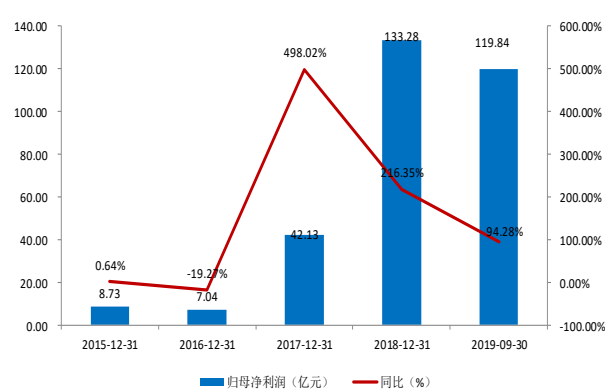
2.公司整体经营运行状况跟踪

图 1：2015-2019Q3 营业收入(亿元)及同比增长率 (%)



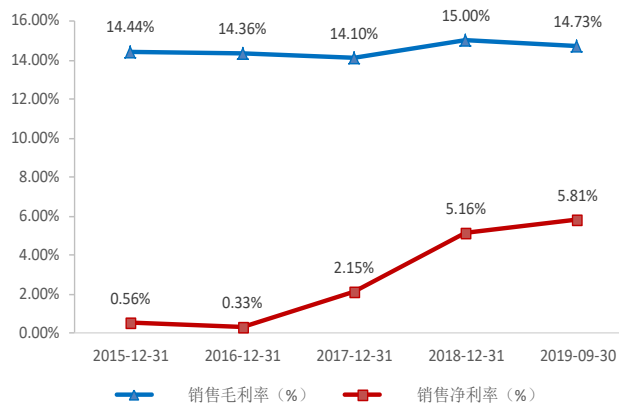
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 2：2015-2019Q3 归母净利润(亿元)及同比增长率 (%)



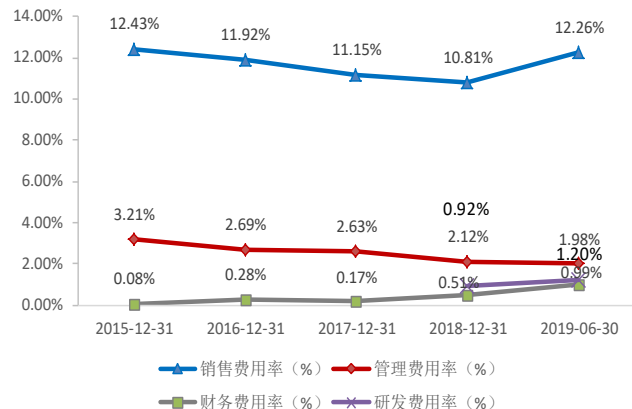
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 3: 2015-2019Q3 毛利率和净利率变动情况 (%)



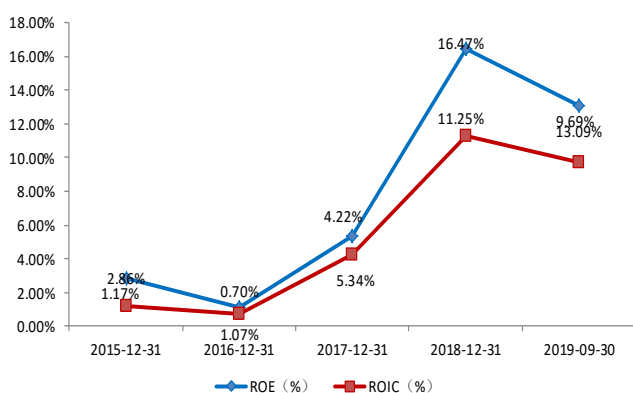
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 4: 2015-2019Q3 期间费用率变动情况 (%)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 5: 2015-2019Q3 ROE 及 ROIC 变动情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 3: 报告期内中国大陆地区店面变动情况

	2019 年 1-9 月新开门店		2019 年 1-9 月关闭门店		截止 2019 年 9 月 30 日门店	
	数量(家)	面积(万平方米)	数量(家)	面积(万平方米)	数量(家)	面积(万平方米)
苏宁易购广场	-	-	-	-	37	98.28
苏宁易购零售云 直营店	212	9.13	1,124	19.5	1,456	42.85
家电 3C 家居生 活专业店	280	25.54	90	19.83	2,295	524.56
家乐福超市、便 利店	-	-	-	-	235	146.43
苏宁红孩子母婴 店	34	3.23	17	1.95	174	22.11
苏鲜生超市店	3	1	-	-	11	3.05
合计	529	38.9	1,231	41.28	4,208	837.28

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

3. 重大事项进展跟踪

表 4: 苏宁易购 2019 年三季度重大事项进展

事件类型	内容
回购股份进展	2019 年 8 月 15 日公司召开第六届董事会第四十六次会议审议通过《关于回购部分社会公众股份方案的议案》（2019-080 号公告），公司使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司股份，回购总金额不低于人民币 10 亿元（含）且不超过人民币 20 亿元（含），回购价格不超过 15 元/股（含）。截至 9 月末公司尚未实施本次股份回购。
控股子公司引入战略投资者交易完成	2019 年 9 月 28 日，公司公告称关于控股子公司引入战略投资者急关联交易完成。 苏宁金服与苏宁易购等原股东、本次增资扩股投资者苏宁金控及其指定主体、青岛四十人海盈叁号股权投资合伙企业(有限合伙)（为青岛四十人投资管理合伙企业（有限合伙）控制的有限合伙企业）、嘉兴润石义方股权投资合伙企业(有限合伙)（为新华联控股有限公司控制的有限合伙企业）、嘉兴润石勇方股权投资合伙企业(有限合伙)（为新华联控股控制的有限合伙企业）、上海金融发展投资基金二期(伍)(有限合伙)（为上海金浦投资管理有限公司控制的有限合伙企业）、苏宁润东管理的基金、福建兴和豪康股权并购合伙企业(有限合伙)（以上合称“本轮投资者”）签署《增资协议》、《股东协议》，同意苏宁金服以投前估值 460 亿元，向本轮投资者增资扩股 17.86% 新股，合计募集资金 100 亿元。本次增资扩股完成后，苏宁金服将不再纳入公司的合并报表范围，成为公司有重要影响的参股公司，公司将按照权益法核算。
关于现金收购家乐福中国公司 80% 股份完成的公告	2019 年 9 月 27 日，公司发布公告称 2019 年 9 月 26 日公司子公司苏宁国际支付完毕全部转让对价，苏宁国际与转让方按照《股份购买协议》约定完成家乐福中国 80% 股份的交割手续，公司实施完成本次股权收购事宜。本次交易完成后，公司进一步丰富了公司智慧零售场景布局，加快大快消类目的发展，有助于提升公司的市场竞争力。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

4. 公司前十大股东情况跟踪

表 5: 苏宁易购前十大股东情况（更新自 2019 年三季度）

排名	股东名称	方向	期末持股数量 (万股)	报告期内 持股数量 变动(万 股)	占总股本 比例 (%)	持股比 例变动 (%)	股本性质
1	张近东	不变	195,181.14		20.96		境内自然人
2	苏宁电器集团有限公司	不变	186,107.70		19.99		境内非国有法人
3	淘宝(中国)软件有限公司	不变	186,107.69		19.99		境内非国有法人
4	苏宁控股集团有限公司	不变	37,078.69		3.98		境内非国有法人
5	陈金凤	不变	18,412.77		1.98		境内自然人

6	金明	不变	12,500.12		1.34		境内自然人
7	香港中央结算有限公司	增加	12,156.92	40.96	1.31	0.004	境外法人
8	全国社保基金一零四组合	增加	8,888.99	300.01	0.95	0.03	其他
9	中央汇金资产管理有限责任 公司	不变	7,323.19		0.79		国有法人
10	苏宁易购集团股份有限公司 —第三期员工持股计划	不变	7,307.09		0.78		其他
合计			671,064.30		72.07		

注：2018年12月28日，公司第六届董事会第三十五次会议审议通过《关于回购部分社会公众股份的预案》（公司2018-157、2018-158号公告），并于2019年1月10日公告了《关于回购部分社会公众股份的报告书》（公司201-003号公告）、《北京市金杜律师事务所上海分所关于苏宁易购集团股份有限公司回购部分社会公众股份的法律意见书》。2019年1月24日，公司召开第六届董事会第三十七次会议，审议通过《关于修订〈回购部分社会公众股份的预案〉的议案》（公司2019-011公告），并公告了《关于修订〈回购部分社会公众股份的预案〉的公告》、《关于回购部分社会公众股份的方案》（公司2019-013、2019-014号公告）、《北京市金杜律师事务所上海分所关于苏宁易购集团股份有限公司调整回购部分社会公众股份事项的法律意见书》。截止披露前一交易日（2019年8月30日）公司回购证券账户累计回购股份数量84,006,415股。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

李昂，商贸零售行业分析师。2014年7月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016年7月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn