

业绩符合预告，零售场景持续完善

——苏宁易购 (002024.SZ) 2019 年三季度报点评

公司简报

◆公司 1-3Q2019 营收同比增长 16.21%，归母净利润同比增长 94.28%

1-3Q2019 实现营业收入 2010.09 亿元，同比增长 16.21%；实现归母净利润 119.03 亿元，同比增长 94.28%；实现扣非归母净利润-41.52 亿元，而上年同期扣非归母净利润为-2.24 亿元，业绩符合前期发布的业绩预告。

单季度拆分来看，3Q2019 实现营业收入 654.37 亿元，同比增长 5.05%；实现归母净利润 97.64 亿元，同比增长 7795.91%；实现扣非归母净利润-9.62 亿元，而 3Q2018 实现扣非归母净利润-2.56 亿元。

◆综合毛利率上升 0.03 个百分点，期间费用率上升 2.24 个百分点

1-3Q2019 公司综合毛利率为 14.73%，同比上升 0.03 个百分点。

1-3Q2019 公司期间费用率为 16.44%，同比上升 2.24 个百分点，其中，销售/管理/财务费用率分别为 12.26%/1.98%/0.99%，同比分别变化 1.52/-0.22/0.60 个百分点。

◆零售场景持续完善，收入端增幅收窄

报告期内持续调整升级线下门店，加快低线市场渠道布局。截至报告期末公司各类自营门店达到 3973 家，以及报告期末并入的家乐福超市 210 家、便利店 25 家，零售云加盟店则达到 4131 家。但在家电 3C 销售承压以及低线市场收入增长平淡等因素影响下，公司收入端增幅有所收窄。报告期内公司受益于苏宁小店、苏宁金服出表带来的投资收益增厚，投资收益增长较多。但随着 4Q2019 起家乐福纳入并表范围，其对公司业绩将产生一定压力。

◆下调盈利预测，维持“增持”评级

考虑到 4Q2019 开始家乐福并表对公司业绩的压力，以及公司持续推进全渠道建设产生的相关成本影响，我们下调对公司 19-21 年 EPS 的预测至 1.24/ 0.02/ 0.03 元（之前为 1.72/ 0.18/ 0.21 元），公司持续推进智慧零售业务布局，维持“增持”评级。

◆风险提示：一线城市地产景气度下降，居民消费需求增速未达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	187,928	244,957	297,391	359,034	401,821
营业收入增长率	26.48%	30.35%	21.41%	20.73%	11.92%
净利润 (百万元)	4,213	13,328	11,503	184	316
净利润增长率	498.02%	216.38%	-13.69%	-98.40%	71.41%
EPS (元)	0.45	1.43	1.24	0.02	0.03
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.34%	16.47%	12.51%	0.20%	0.35%
P/E	23	7	8	520	304
P/B	1.2	1.2	1.0	1.1	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 30 日

增持 (维持)

当前价：10.73 元

分析师

唐佳睿 CFA, CAIA, FRM

(执业证书编号：S0930516050001)

021-52523866

tangjiarui@ebsec.com

孙路 (执业证书编号：S0930518060005)

021-52523868

sunlu@ebsec.com

市场数据

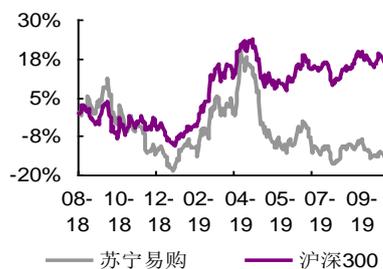
总股本(亿股)：93.10

总市值(亿元)：958.00

一年最低/最高(元)：9.67/14.54

近 3 月换手率：20.77%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.27	0.17	-32.35
绝对	4.28	1.13	-5.89

资料来源：Wind

相关研报

苏宁金服完成增资扩股，公司投资收益增厚——苏宁易购 (002024.SZ) 关于控股子公司引入战投暨关联交易完成公告点评
2019-09-29
 业绩符合预告，全渠道布局持续推进——苏宁易购 (002024.SZ) 2019 年中报点评
2019-09-01

图表 1: 公司 2019Q3 归母净利润同增 7795.91%，扣非归母净利润实现-9.62 亿元

	归母净利润 (万元)	归母净利润 增速 (%)	全面摊薄 EPS (元)	扣非归母净利润 (万元)	扣非归母净利润 增速 (%)	全面摊薄扣非 EPS (元)	非经常性损益 (万元)
2Q2017	21324.40	21.90	0.02	-11828.80	NA	-0.01	33153.20
3Q2017	38021.70	NA	0.04	1118.50	NA	0.00	36903.20
4Q2017	354080.30	251.26	0.38	9658.30	NA	0.01	344422.00
1Q2018	11123.70	42.15	0.01	2050.30	NA	0.00	9073.40
2Q2018	589187.00	2662.97	0.63	1217.80	NA	0.00	587969.20
3Q2018	12365.70	-67.48	0.01	-25643.20	NA	-0.03	38008.90
4Q2018	720079.50	103.37	0.77	-13569.00	NA	-0.01	733648.50
1Q2019	13588.50	22.16	0.01	-99055.10	NA	-0.11	112643.60
2Q2019	200358.00	-65.99	0.22	-219922.90	NA	-0.24	420280.90
3Q2019	976384.80	7795.91	1.05	-96213.10	NA	-0.10	1072597.90
TTM	1910410.80	97.61	2.05	-428760.10	NA	-0.46	2339170.90

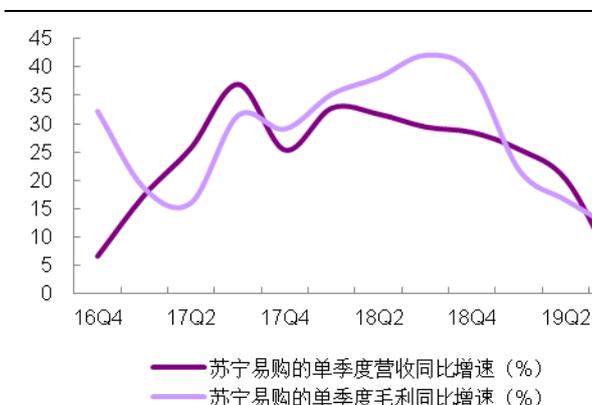
资料来源: 公司公告

图表 2: 公司 2019Q3 毛利率较上年同期上升 0.96 个百分点

	营业收入 (万元)	营业收入 增速 (%)	毛利率 (%)	毛利率较上年同 期变动 (百分点)	期间费用率 (%)	净利率 (%)	净利率较上年同 期变动 (百分点)
2Q2017	4636859.90	25.76	12.25	-1.02	12.55	0.46	-0.01
3Q2017	4813639.00	36.95	13.82	-0.58	13.41	0.79	1.31
4Q2017	5604550.30	25.32	14.54	0.42	13.83	6.32	4.06
1Q2018	4962034.40	32.76	16.37	0.29	15.44	0.22	0.01
2Q2018	6105801.10	31.68	12.85	0.60	12.28	9.65	9.19
3Q2018	6229122.70	29.41	15.18	1.35	15.11	0.20	-0.59
4Q2018	7198699.10	28.44	15.72	1.18	14.16	10.00	3.69
1Q2019	6224150.60	25.44	15.90	-0.47	17.34	0.22	-0.01
2Q2019	7332967.30	20.10	12.47	-0.38	15.35	2.73	-6.92
3Q2019	6543743.30	5.05	16.14	0.96	16.81	14.92	14.72
TTM	27299560.30	19.20	14.99	0.33	15.84	7.00	2.78

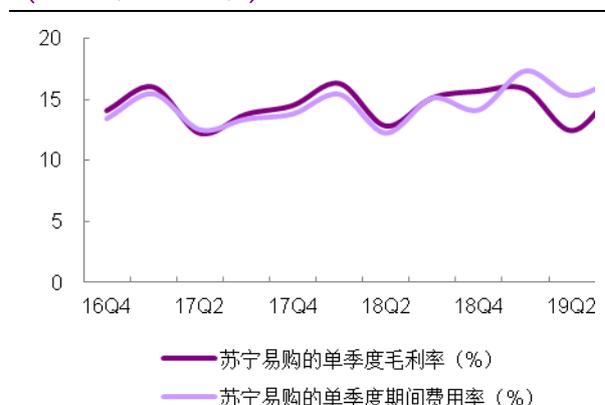
资料来源: 公司公告

图表 3: 公司单季度营收和毛利增速 (2016Q4-2019Q3)

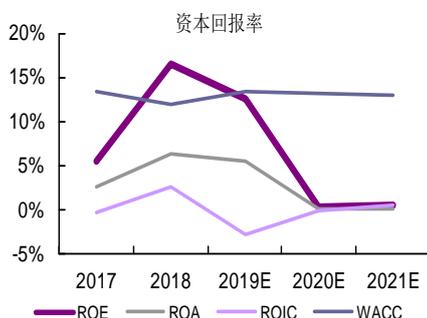
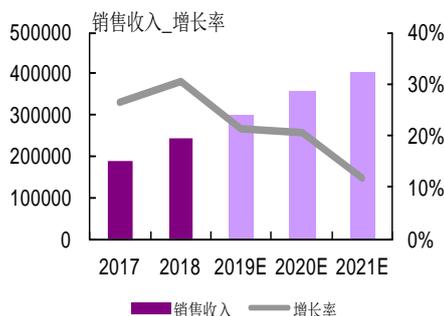
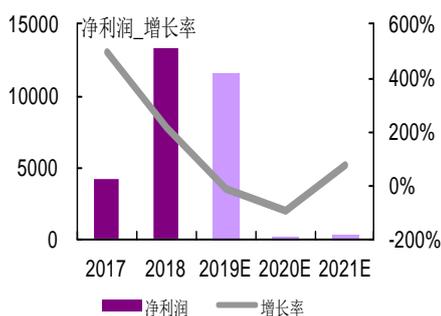
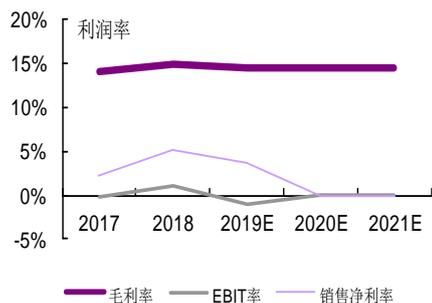


资料来源: 公司公告

图表 4: 公司单季度毛利率和期间费用率 (2016Q4-2019Q3)



资料来源: 公司公告



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	187,928	244,957	297,391	359,034	401,821
营业成本	161,432	208,217	254,437	306,851	343,384
折旧和摊销	2,100	2,372	2,276	2,410	2,543
营业税费	729	894	1,338	1,616	1,607
销售费用	20,636	26,067	36,192	41,073	45,808
管理费用	4,864	5,201	8,476	9,514	10,648
财务费用	306	1,235	872	276	536
公允价值变动损益	19	292	80	80	80
投资收益	4,300	13,991	16,561	500	350
营业利润	4,076	13,659	12,973	130	260
利润总额	4,332	13,945	13,297	-19	136
少数股东损益	-163	-685	-200	-200	-200
归属母公司净利润	4,213	13,328	11,503	184	316

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	157,277	199,467	206,444	224,938	238,815
流动资产	87,830	131,743	147,073	163,311	178,267
货币资金	34,030	48,042	71,251	73,820	80,364
交易型金融资产	2,790	15,720	0	80	160
应收帐款	2,389	5,415	2,974	3,590	4,018
应收票据	19	1,266	30	36	40
其他应收款	6,919	0	2,189	3,964	4,066
存货	18,551	22,263	37,766	45,628	51,108
可供出售投资	31,463	6,937	0	0	0
持有到期金融资产	0	10	0	0	0
长期投资	1,767	17,675	19,331	19,381	19,416
固定资产	14,373	15,199	14,816	16,464	15,468
无形资产	8,216	9,654	9,415	9,180	8,950
总负债	73,649	111,256	107,389	127,029	140,790
无息负债	58,382	68,617	93,455	109,095	118,853
有息负债	15,267	42,639	13,934	17,934	21,937
股东权益	83,628	88,211	99,055	97,909	98,025
股本	9,310	9,310	9,310	9,310	9,310
公积金	37,309	39,796	40,946	40,965	40,996
未分配利润	20,034	32,170	41,405	40,441	40,725
少数股东权益	4,669	7,294	7,094	6,894	6,694

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-6,605	-13,874	15,212	2,292	2,906
净利润	4,213	13,328	11,503	184	316
折旧摊销	2,100	2,372	2,276	2,410	2,543
净营运资金增加	1,294	17,834	-5,760	11,510	7,988
其他	-14,212	-47,408	7,192	-11,813	-7,940
投资活动产生现金流	13,437	-3,010	36,985	-3,550	-685
净资本支出	2,335	7,395	1,026	4,000	1,000
长期投资变化	1,767	17,675	-1,656	-50	-35
其他资产变化	9,335	-28,080	37,615	-7,500	-1,650
融资活动现金流	-911	22,534	-28,987	3,827	4,323
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	994	27,373	-28,705	4,000	4,003
无息负债变化	5,410	10,235	24,838	15,640	9,757
净现金流	5,653	6,666	23,210	2,569	6,544

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	26.48%	30.35%	21.41%	20.73%	11.92%
净利润增长率	498.02%	216.38%	-13.69%	-98.40%	71.41%
EBITDA 增长率	128.36%	163.78%	-110.62%	-530.37%	30.11%
EBIT 增长率	-75.26%	-1124.34%	-210.99%	-93.74%	-308.81%
估值指标					
PE	23	7	8	520	304
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	46	23	-173	46	37
EV/EBIT	-345	44	-32	-589	297
EV/NOPLAT	-369	48	-38	-693	350
EV/Sales	0	0	0	0	0
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	14.10%	15.00%	14.44%	14.53%	14.54%
EBITDA 率	0.99%	2.00%	-0.17%	0.62%	0.72%
EBIT 率	-0.13%	1.03%	-0.94%	-0.05%	0.09%
税前净利润率	2.31%	5.69%	4.47%	-0.01%	0.03%
税后净利润率 (归属母公司)	2.24%	5.44%	3.87%	0.05%	0.08%
ROA	2.57%	6.34%	5.48%	-0.01%	0.05%
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.34%	16.47%	12.51%	0.20%	0.35%
经营性 ROIC	-0.36%	2.59%	-3.01%	-0.16%	0.32%
偿债能力					
流动比率	1.37	1.41	1.63	1.56	1.55
速动比率	1.08	1.17	1.21	1.13	1.10
归属母公司权益/有息债务	5.17	1.90	6.60	5.08	4.16
有形资产/有息债务	9.37	4.28	13.78	11.75	10.25
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.45	1.43	1.24	0.02	0.03
每股红利	0.10	0.12	0.12	0.00	0.00
每股经营现金流	-0.71	-1.49	1.63	0.25	0.31
每股自由现金流(FCFF)	-0.13	-1.99	0.47	-1.41	-0.66
每股净资产	8.48	8.69	9.88	9.78	9.81
每股销售收入	20.19	26.31	31.94	38.56	43.16

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼