

## 苏宁易购(002024)/专业零售

## 快消供应链加速融合, 聚焦零售主业发展

**评级: 买入(维持)**

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

研究助理: 龙凌波

Email: longlb@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	9,310
流通股本(百万股)	7,775
市价(元)	9.36
市值(百万元)	87,142
流通市值(百万元)	72,776

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 竞争格局向好, 零售脱底向上, 物流+金融持续发力
- 2 全渠道多业态零售网络逐步完善, 规模效应带来持续高增长
- 3 家电零售已形成宽阔护城河, 全渠道多业态精耕智慧零售生态圈, 开启规模发展新篇章
- 4 线上经营思路调整, 下半年有望迎来业绩改善

**公司盈利预测及估值**

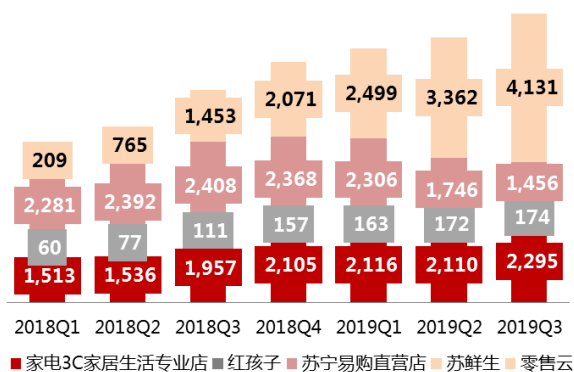
指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	187,928	244,957	291,335	353,214	434,357
营业收入增速	26.48%	30.35%	18.93%	21.24%	22.97%
归属于母公司的净利润	4,213	13,328	11,012	2,044	3,579
净利润增长率	498.02%	216.38%	-17.38%	-81.44%	75.14%
摊薄每股收益(元)	0.45	1.43	1.18	0.22	0.38
每股现金流量	-0.71	-1.49	-0.25	0.05	0.52
净资产收益率	5.34%	16.47%	9.79%	1.65%	2.73%
P/E	23.71	7.50	6.91	35.60	21.02
PEG	-0.95	-0.18	0.04	-1.96	-0.69
P/B	1.10	1.08	0.77	0.70	0.66

备注:

**投资要点**

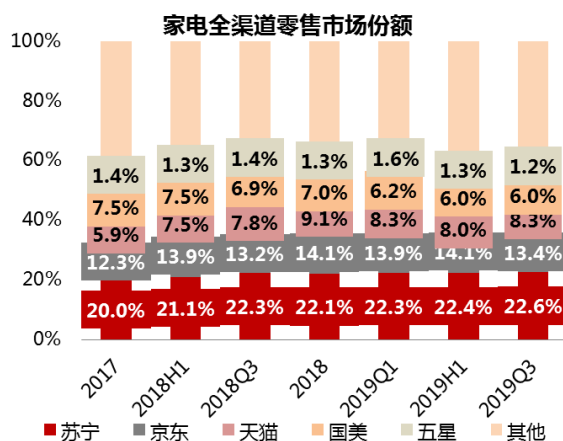
- **事件: 截至2020年2月3日, 公司累计回购股份数量3,470.39万股, 占公司总股本0.37%, 支付总金额3.55亿元。**据公司发布的业绩预告, 预计2019年实现归属于上市公司股东的净利润110.03-112.03亿元, 其中非经常性损益盈利159.55-161.55亿元,
- **消费增长放缓, 短期业绩承压:**2019年消费整体增速下行, 线下电器大店和苏宁易购直营店同店收入下滑, 公司盈利短期承压。四季度公司加强费用投入管控, 经营情况企稳, 经营性现金流环比改善明显。2019年全年预计实现归母净利润110.03-112.03亿元, 同比下滑15.94%-17.44%; 扣除非经常性损益后的净亏损为47.52-51.52亿元。整体来看, 线下门店持续贡献盈利, 线上业务、苏宁物流等仍在亏损。
- **家电零售优势突出, 全品类运营能力提升。**据中国家电研究院统计, 2019年三季度苏宁易购全渠道家电零售市占率为22.6%, 稳居市场第一。在家电零售优势基础上, 公司加速拓展全渠道智慧零售网络, 线下零售云加盟店发力市场下沉, 红孩子母婴、百货、家乐福、苏鲜生、小店等完善多业态门店布局; 线上加强社交社群运营, 月活跃用户加速增长, 同时推进开放平台发展, 输出电商服务能力, 平台变现率有望提升。
- **快消供应链高效融合, 疫情加速业务发展。**在开设电器店中店、优化运营管理等措施下, 家乐福中国四季度销售从下滑转为增长, 实现扭亏为盈。家乐福和小店供应链持续打通, 采购规模和经营效率提升, 预计家乐福供货可帮助小店毛利率提升约5%; 通过家乐福前置仓模式打造“一小时生活圈”, 推进到家业务发展, 家乐福/小店日均订单量均实现快速增长。本轮疫情影响下, 线上生鲜快消消费需求激增, 据公司官方公众号苏宁蓝话筒披露, 苏宁易购主站流量春节期间同比增长50%, 线上超市业务翻倍增长, 线下门店社群转化率也超过50%。预计1月家乐福销售增长接近20%, 2020年一季度易购主站、家乐福、小店多业态协同下, 快消品类销售额有望实现加速发展。
- **投资建议: 快消供应链加速融合, 聚焦零售主业发展, 维持“买入”评级。**苏宁家电零售护城河较深, 快消供应链效率加速提升, 全渠道多业态零售网络逐步完善, 全品类运营能力出色。公司资本运作基本完成, 2020年将聚焦零售主业, 经营效率有望持续提升。19Q4公司经营现金流已回正, 2020年将持续优化; 线上业务和物流将持续减亏, 有望迎来扣非盈利拐点。预计2019-2021年实现营业收入2,913.35/3,532.14/4,343.57亿元, 同比增长19%/21%/23%; 实现归母净利润110.12/20.44/35.79亿元。前期预测2019年全年归母净利润为194.42亿元, 较前期预测值下调43%, 主要是投资收益预测差影响, 依据业绩预告调低预测值。当前苏宁易购PB值不足1.0, 安全边际高, 建议关注2020年业绩改善带来的估值修复机会。
- **风险提示: (1) 线上线下融合不及预期, 线上业务成本激增; 线下门店改造受阻, 新拓展门店经营不善, 亏损加剧, 造成公司盈利下滑; (2) 搜索流量红利减退, 天猫旗舰店流量优势减弱; 苏宁拼购、零售云、苏宁小店等新流量入口拓展不顺利, 流量成本大幅上升; (3) 金融业务风控能力不足, 坏账大幅增加, 持续拖累集团现金流恶化。**

图表 1: 持续完善多业态门店布局



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 2: 全渠道家电零售市占率第一



来源: 中国家用电器研究院 全国家用电器工业信息中心 中泰证券研究所

图表 3: 2019 年非经常性损益明细

非经常性损益项目	非经常性损益盈利
6月末苏宁小店出表	盈利约36亿元
9月末苏宁金服出表	盈利约104亿元
物流基金收购5家公司	盈利约6亿元
四季度LAOX出表	亏损约6亿元
交易性金融资产及公允价值变动等	19.55-21.55亿元

来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 4: 家乐福中国历史财务数据

财务指标	2017年	2018年
营业收入 (亿元)	324.47	299.58
营业利润 (亿元)	-10.44	-4.12
归母净利润 (亿元)	-10.99	-5.78
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	3.41	3.25

来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 5: 完善全渠道、多业态智慧零售体系



来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 6: 苏宁易购财务预测三张表**
**损益表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	<b>187,928</b>	<b>244,957</b>	<b>292,052</b>	<b>376,199</b>	<b>434,288</b>
增长率	26.5%	30.3%	19.2%	28.81%	15.44%
营业成本	-161,432	-208,217	-249,664	-318,488	-366,528
% 销售收入	85.9%	85.0%	85.5%	84.7%	84.4%
毛利	26,496	36,740	42,389	57,711	67,760
% 销售收入	14.1%	15.0%	14.5%	15.3%	15.6%
营业税金及附加	-729	-894	-1,066	-1,374	-1,586
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-20,636	-26,067	-35,338	-41,382	-47,772
% 销售收入	11.0%	10.6%	12.1%	11.0%	11.0%
管理费用	-4,864	-5,201	-9,346	-11,662	-13,029
% 销售收入	2.6%	2.1%	3.2%	3.1%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	267	4,578	-3,362	3,293	5,374
% 销售收入	0.1%	1.9%	-1.2%	0.9%	1.2%
财务费用	-306	-1,235	-515	-618	-669
% 销售收入	0.2%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%
资产减值损失	513	2,059	2,000	1,000	1,000
公允价值变动收益	19	292	0	0	0
投资收益	4,300	13,991	17,300	1,000	1,000
% 税前利润	85.2%	70.0%	110.4%	20.3%	14.4%
营业利润	4,792	19,686	15,423	4,675	6,705
营业利润率	2.6%	8.0%	5.3%	1.2%	1.5%
营业外收支	256	287	250	250	250
税前利润	<b>5,048</b>	<b>19,973</b>	<b>15,673</b>	<b>4,925</b>	<b>6,955</b>
利润率	2.7%	8.2%	5.4%	1.3%	1.6%
所得税	-283	-1,303	-1,167	-263	-446
所得税率	5.6%	6.5%	7.4%	5.3%	6.4%
净利润	4,050	12,643	10,506	2,662	4,509
少数股东损益	-163	-685	-569	-144	-244
归属于母公司的净利润	<b>4,213</b>	<b>13,328</b>	<b>11,075</b>	<b>2,806</b>	<b>4,754</b>
净利率	2.2%	5.4%	3.8%	0.7%	1.1%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	4,050	12,643	10,506	2,662	4,509
加: 折旧和摊销	2,100	2,372	1,803	1,889	1,975
资产减值准备	513	2,059	0	0	0
公允价值变动损失	-19	-292	0	0	0
财务费用	399	1,186	515	618	669
投资收益	-4,300	-13,991	-17,300	-1,000	-1,000
少数股东损益	-163	-685	-569	-144	-244
营运资金的变动	1,699	-11,138	2,457	-1,476	-2,116
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-6,605</b>	<b>-13,874</b>	<b>-2,019</b>	<b>2,692</b>	<b>4,037</b>
固定资本投资	-478	-2,380	-60	-60	-50
<b>投资活动现金净流</b>	<b>13,437</b>	<b>-3,010</b>	<b>2,510</b>	<b>-279</b>	<b>2,722</b>
股利分配	-931	-931	-2,769	-702	-1,188
其他	20	23,465	11,514	14,791	5,822
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-911</b>	<b>22,534</b>	<b>8,746</b>	<b>14,090</b>	<b>4,633</b>
<b>现金净流量</b>	<b>5,922</b>	<b>5,649</b>	<b>9,237</b>	<b>16,503</b>	<b>11,393</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	34,030	48,042	57,278	73,781	85,174
应收款项	9,327	6,681	11,167	11,823	17,371
存货	18,551	22,263	26,282	35,646	39,696
其他流动资产	25,921	54,757	47,247	59,852	57,079
流动资产	87,830	131,743	141,974	181,101	199,320
% 总资产	55.8%	66.0%	64.0%	69.8%	72.8%
长期投资	36,407	27,984	42,879	42,092	38,681
固定资产	14,373	15,199	14,065	12,928	11,789
% 总资产	9.1%	7.6%	6.3%	5.0%	4.3%
无形资产	8,217	9,677	10,500	11,238	11,893
非流动资产	69,447	67,725	79,696	78,211	74,429
% 总资产	44.2%	34.0%	36.0%	30.2%	27.2%
<b>资产总计</b>	<b>157,277</b>	<b>199,467</b>	<b>221,671</b>	<b>259,312</b>	<b>273,748</b>
短期借款	8,686	24,314	17,998	20,565	24,671
应付款项	52,247	49,037	60,879	79,378	82,050
其他流动负债	3,331	20,345	10,270	11,300	13,972
流动负债	64,264	93,697	89,147	111,242	120,692
长期贷款	2,854	4,814	4,814	4,814	4,814
其他长期负债	6,532	12,746	8,350	9,209	10,102
<b>负债</b>	<b>73,649</b>	<b>111,256</b>	<b>102,311</b>	<b>125,265</b>	<b>135,608</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>78,958</b>	<b>80,917</b>	<b>112,636</b>	<b>127,467</b>	<b>131,805</b>
少数股东权益	4,669	7,294	6,724	6,580	6,336
<b>负债股东权益合计</b>	<b>157,277</b>	<b>199,467</b>	<b>221,671</b>	<b>259,312</b>	<b>273,748</b>

**比率分析**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>					
每股收益 (元)	0.45	1.43	1.19	0.30	0.51
每股净资产 (元)	8.48	8.69	12.10	13.69	14.16
每股经营现金净流 (元)	-0.71	-1.49	-0.22	0.29	0.43
每股股利 (元)	0.10	0.10	0.30	0.08	0.13
<b>回报率</b>					
净资产收益率	5.34%	16.47%	9.83%	2.20%	3.61%
总资产收益率	2.57%	6.34%	4.74%	1.03%	1.65%
投入资本收益率	19.59%	67.89%	23.16%	6.71%	10.48%
<b>增长率</b>					
营业总收入增长率	26.48%	30.35%	19.23%	28.81%	15.44%
EBIT增长率	874.76%	312.49%	-28.95%	-72.41%	63.17%
净利润增长率	498.02%	216.38%	-16.90%	-74.66%	69.39%
总资产增长率	14.66%	26.83%	11.13%	16.98%	5.57%
<b>资产管理能力</b>					
应收账款周转天数	13.9	10.8	10.0	10.0	11.0
存货周转天数	31.6	30.0	29.9	29.6	31.2
应付账款周转天数	28.5	28.5	28.0	28.0	28.0
固定资产周转天数	26.0	21.7	18.0	12.9	10.2
<b>偿债能力</b>					
净负债/股东权益	-39.19%	-16.60%	-35.63%	-38.22%	-43.04%
EBIT利息保障倍数	13.3	13.6	23.2	5.3	8.0
资产负债率	46.83%	55.78%	46.15%	48.31%	49.54%

来源: 公司公告 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。