

## 营收增速平稳，费用增加侵蚀利润空间

苏宁电器（002024）三季报点评

### 投资要点：

#### 事件：

1) 2011年1-9月实现营业收入676.25亿元，同比增长24.54%；实现归属于上市公司股东的净利润为34.22亿元，同比增长21.03%，每股收益为0.49元；

2)2011年3季度单季度营业收入为233.94亿元，同比增长28.21%；实现归属于上市公司股东的净利润为9.48亿元，同比增长10.94%；

#### 点评：

##### 1、2011年1-9月业绩整体增速略有放缓，网购增长迅速。

- ❖ 2011年1-9月，公司实现营业总收入676.25亿元，比上年同期增长24.54%，其中主营业务收入同比增长24.85%；公司网购业务增长迅速，实现销售40.79亿元（含税）；实现归属于上市公司股东的净利润为34.22亿元，同比增长21.03%，每股收益为0.49元。
- ❖ 大陆地区，2011年1-9月，公司新进入16个地级以上城市，新开连锁店244家。其中，7-9月公司新进入6个地级以上城市，新开连锁店92家店，置换/关闭连锁店6家，净增加连锁店86家。截至本报告期末，公司已在大陆地区247个地级以上城市拥有连锁店1537家，其中常规店1390家（旗舰店311家、中心店414家、社区店665家）、县镇店132家、精品店15家，连锁店面积达到613.76万平方米。国际市场方面，公司继续稳步推进香港地区以及日本连锁发展，截止报告期末，公司在香港地区拥有连锁店29家，在日本东京、大阪地区拥有9家连锁店面。

公司整体处于产业链整合和规模效益不断增加的战略调整期，再加上2011年以来，由于国家宏观调控、季节性因素作用，消费市场相应受到一些影响，家电行业增速趋于平稳，公司今年以来业绩增速有所放缓也是符合预期的。另外，公司按照既定战略规划，稳步推进网络发展，连锁规模进一步扩大，并积极拓展自营商品以及电子商务业务，终端销售和服务能力不断提升，网购业务增速较高，但销售收入占比仍较低。

##### 2、毛利率稳步提升，费用增加侵蚀利润空间。

报告期内，公司综合毛利率为18.97%，同比增加1.39个百分点；前三季度毛利率分别为18.07%、18.64%、18.70%。在公司业绩总体放缓的同时，公司持续优化供应链，自营商品经营能力不断提升，各品类毛利率稳中有升，公司综合毛利率稳步提升，2011年1-9月实现归属于上市公司股东的净利润为34.22亿元，同比增长21.03%，每股收益为0.49元。

**推荐** （首次）

**风险评级：一般风险**

2011年10月31日

**俞春燕**

SAC 执业证书编号：

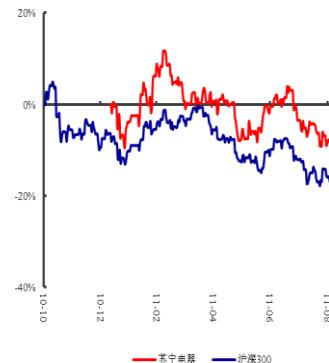
S0340511010001

电话：0769-22110925

**主要数据 2011年10月31日**

收盘价(元)	10.74
总市值(亿元)	787.07
总股本(百万股)	6996.2
流通股本(百万股)	5442.1
ROE(TTM)	21.73
12月最高价(元)	16.01
12月最低价(元)	10.01

**股价走势**



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

**相关报告**

2011年三季度，公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为9.88%、2.05%和-0.46%，同比分别增加0.94%、0.5%和0.06%；营业税金及附加增加39.01%。

新开门店数量增加以及受物价上涨因素影响，公司新开店成本上升；与此同时，公司实施一系列薪酬调整措施，提升员工待遇水平，以增强激励效益；且为满足未来发展需要，公司也提前储备了较多人员，相应支出增加；而且，随着公司总部办公楼投入使用，与之配套的人员以及办公费用等支出有所增加，由此带来销售费用、管理费用绝对值分别较上年同期增加37.68%、64.46%。三季度公司各项费用增幅较大，极大侵蚀了利润空间；不过相信随着新开店以及人员的成熟，单店效益及人效水平预计将会有所提升，公司的费用率水平也在合理水平区间内保持稳定。

### 3、关注产业链整合效果和规模效应的提升。

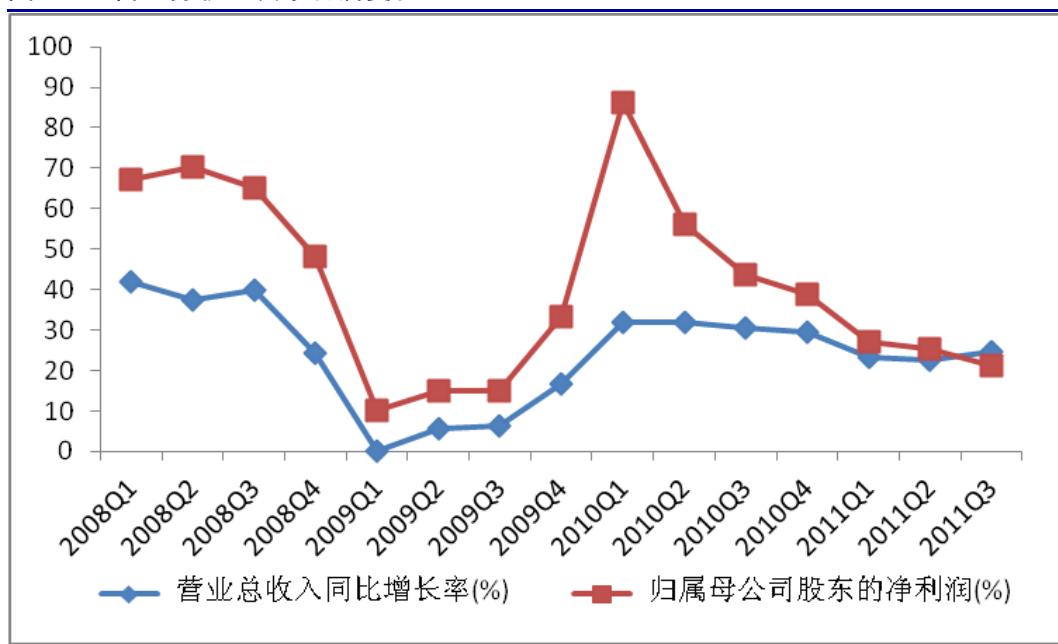
随着公司规模效应和后台建设不断加强，带来供应链资源的不断整合，采购管理能力较上年同期有所提升；在传统家电产品方面，随着定制、包销、OEM等采购方式深入推进，品类毛利必将稳步提升；3C产品方面，随着规模的增加以及采用了较为多样化的单品运作模式，预计未来公司综合毛利率有望逐步提高。总之，目前公司正处于战略模式调整期，从传统的扣点返利式经营转向盈利水平较高的明码实价“自营”，与国际自营家电连锁25%左右的毛利率相比，公司目前18.97%的毛利率仍有一定的提升空间，公司未来经营有望进入业绩释放期。

### 4、盈利预测与评级。

公司作为国内家电连锁的龙头，随着公司销售渠道不断下沉预计产业链的有效整合，预计公司销售规模扩张及毛利率将不断提升，从而带动公司业绩再次进入快速增长期，看好公司未来前景。公司2011-2012年EPS分别为0.68、0.81元，对应的PE分别为16倍、13倍。考虑到公司未来增长的潜力，给予公司推荐评级。

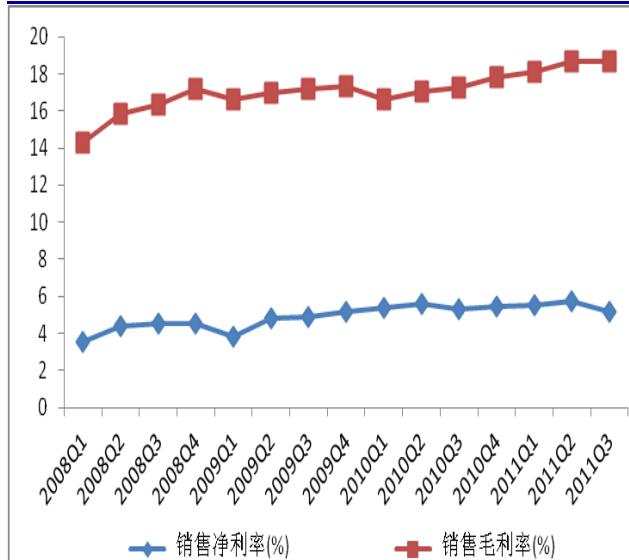
风险提示：公司产业链整合以及销售渠道下沉低于预期，费用大幅增加。

图1：主营业务收入及净利润变化



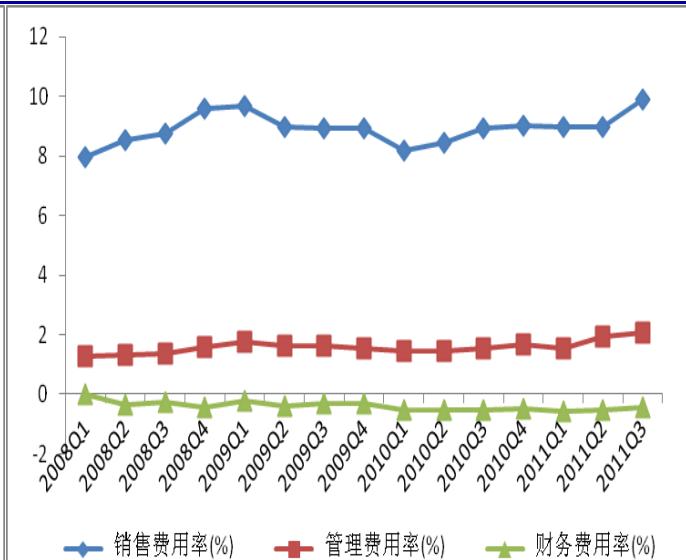
资料来源：东莞证券研究所，Wind资讯

图 2: 销售毛利率及销售净利率



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 3: 各项费用率变动



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

表 1: 公司利润预测表

科目(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	<b>75504.74</b>	<b>93640.98</b>	<b>119139.42</b>	<b>150973.47</b>
营业总成本	<b>70083.42</b>	<b>88532.27</b>	<b>111364.22</b>	<b>141177.67</b>
综合毛利率	17.83%	18.75%	19.45%	19.55%
营业税金及附加	268.13	421.38	452.73	588.80
销售费用	6809.11	9598.20	11616.09	14870.89
管理费用	1250.31	2294.20	2501.93	3215.73
财务费用	<b>-360.77</b>	<b>-52.09</b>	624.13	787.44
期间费用	7698.65	11840.31	14742.15	18874.06
资产减值损失	75.92	187.28	202.54	256.65
其他经营收益	<b>10.63</b>	<b>1418.00</b>	<b>11.00</b>	<b>12.00</b>
投资净收益	10.63	1418.00	11.00	12.00
其中 对联营和合营投资	4.97	1418.00	5.00	5.00
营业利润	<b>5431.95</b>	<b>6526.70</b>	<b>7786.20</b>	<b>9807.80</b>
加 营业外收入	72.47	70.00	75.00	80.00
减 营业外支出	102.37	100.00	105.00	110.00
利润总额	<b>5402.04</b>	<b>6496.70</b>	<b>7756.20</b>	<b>9777.80</b>
减 所得税	1296.54	1616.38	1929.74	2432.72
净利润	<b>4105.51</b>	<b>4880.32</b>	<b>5826.46</b>	<b>7345.08</b>
减 少数股东损益	93.69	<b>129.93</b>	<b>155.12</b>	<b>195.56</b>
归母公司所有者的净利润	<b>4011.82</b>	<b>4750.39</b>	<b>5671.33</b>	<b>7149.53</b>
总股本(万)	<b>699621.20</b>	<b>699621.19</b>	<b>699621.19</b>	<b>699621.19</b>
基本每股收益(元)	<b>0.57</b>	<b>0.68</b>	<b>0.81</b>	<b>1.02</b>

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯



东莞证券投资评级体系：

公司投资评级

推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上

行业投资评级

推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险偏好评级

高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

**分析师承诺：**

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：[www.dgzq.com.cn](http://www.dgzq.com.cn)