

**证券研究报告—动态报告/公司快评**
**商业贸易**
**零售**
**苏宁易购 (002024)**
**重大事件快评**
**买入**

(维持评级)

2018年10月15日

# 稀释苏宁小店持股比例，减少经营业绩影响

**证券分析师：王念春**

0755-82130407

wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120027

**联系人：刘馨竹**

liuxinz@guosen.com.cn

10月14日晚，公司公告上市公司、全资子公司苏宁小店、苏宁国际与 Great Matrix 等三家关联公司签订《投资协议》，包括境外增资和境内股权转让两部分：

- 1) 境外增资：苏宁国际及两家关联公司将对关联公司 Suning Smart Life 进行增资，其中苏宁国际以 1.05 亿美元增资认购新增 1.05 亿股，持股比例为 35%，维持不变；
- 2) 境内股权转让：Suning Smart Life 通过其 100%控制的境内公司，在清理相关债务后（经审计约为 6.53 亿元），以人民币 74,539.42 万元受让上市公司持有的苏宁小店 100%股权；
- 3) 此次交易后，上市公司将通过苏宁国际持有苏宁小店 35%的权益，两家关联公司持有 65%权益。

公司还公告控股子公司苏宁金服增资扩股募集资金已经全部到位。此前公司董事会、股东大会通过《关于控股子公司引入战略投资者暨关联交易的议案》，控股子公司苏宁金服引入苏宁金控、云锋金创、金浦投资者战略投资者，苏宁金服以投前估值 270 亿元，扩股 16.50%新股，募资 53.35 亿元。

## 评论：

### ■ 减少扩张期对经营业绩影响，作价相对公允

苏宁小店作为公司全渠道战略的重要业态，目前尚处于高速展店的投入期，为上市公司阶段性的财务表现带来一定的压力。截止 18 年 6 月 30 日，苏宁小店门店数为 732 家，上半年净开店 709 家，预计下半年开店将明显提速。2018 年 1-7 月，苏宁小店营业收入为 1.43 亿元，净亏损 2.96 亿元。本次交易完成后，苏宁小店由公司全资子公司变为公司持有 35% 权益的参股公司，降低苏宁小店对公司经营业绩的影响。公司测算，若以 2018 年 7 月 31 日作为交割日，则预计本次交易将增加公司 2018 年度净利润约 3.03 亿元。

此次交易，苏宁小店企业价值评估值为 67,272.29 万元，货币资金价值 7,267.13 万元，扣除付息负债价值 65,323.60 万元，加上目标债务清理相关的股东投入 65,323.60 万元，得出苏宁小店股权价值为 74,539.42 万元。基于此，各方约定目标股权的股权转让价格为 74,539.42 万元。交易对价对应未来 12 个月预期销售收入，P/S 约为 0.81 倍，作价相对公允。

### ■ 业务协同持续加强，建立灵活资本运作平台

苏宁小店作为公司生态圈中围绕社区市场的重要场景布局，通过线下高频用户实现流量导入。未来，小店业态将与公司保持较好战略协同：双方将在用户引流、营销推广、商品采购、物流服务、金融服务等方面建立紧密的合作，深入智慧零售战略。此外，也拓展了融资渠道，资本运作方式更加灵活，也有利于苏宁小店建立灵活的股权激励制度。

公司仍将保持对苏宁小店较大比例的持股，并拥有董事会席位，保留苏宁小店未来财务状况改善后给公司带来收益的可能。

### ■ 风险提示

新兴门店扩张不及预期；门店盈利能力不及预期。

## ■ 多业态、线上下齐发力，维持“买入”评级

公司当前多业态、线上下齐发力，零售云、苏宁小店等新兴业态展店迅速，有望持续形成规模效应；传统家电连锁业务维持稳健。此次交易后，公司对苏宁小店持股比例降低，降低短期对经营业绩的影响。我们看好公司全渠道智慧零售的建设及布局，维持“买入”评级。

**表 1：苏宁小店主要财务数据（万元）**

项目	2017 年 12 月 31 日	2018 年 7 月 31 日
资产总额	1,097.75	57,636.63
负债总额	2,590.36	88,760.60
净资产	-1,492.61	-31,123.97
营业收入	771.1	14,333.73
营业利润	-1,497.05	-29,752.54
净利润	-1,492.61	-29,631.35
经营活动产生的现金流量净额	-627.67	-19,805.29

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	34030	34000	35241	39009
应收款项	9327	12048	15361	19048
存货净额	18551	24136	30793	38204
其他流动资产	23131	30050	38313	47508
<b>流动资产合计</b>	<b>87830</b>	<b>103023</b>	<b>122498</b>	<b>146558</b>
固定资产	14882	15491	16000	16401
无形资产及其他	8216	7887	7558	7230
投资性房地产	44582	44582	44582	44582
长期股权投资	1767	1767	1767	1767
<b>资产总计</b>	<b>157277</b>	<b>172751</b>	<b>192405</b>	<b>216538</b>
短期借款及交易性金融负债	8913	3827	2000	2000
应付款项	40452	51720	65985	81865
其他流动负债	14899	19341	24648	30578
<b>流动负债合计</b>	<b>64264</b>	<b>74888</b>	<b>92633</b>	<b>114442</b>
长期借款及应付债券	6354	6354	6354	6354
其他长期负债	3032	3032	3032	3032
<b>长期负债合计</b>	<b>9385</b>	<b>9385</b>	<b>9385</b>	<b>9385</b>
<b>负债合计</b>	<b>73649</b>	<b>84273</b>	<b>102019</b>	<b>123828</b>
少数股东权益	4669	5019	5250	5439
股东权益	78958	83459	85136	87271
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>157277</b>	<b>172751</b>	<b>192405</b>	<b>216538</b>

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.45	0.69	0.26	0.33
每股红利	0.14	0.21	0.08	0.10
每股净资产	8.48	8.96	9.14	9.37
ROIC	1%	1%	2%	3%
ROE	5%	8%	3%	3%
毛利率	14%	14%	14%	14%
EBIT Margin	0%	0%	1%	1%
EBITDA Margin	1%	1%	1%	1%
收入增长	26%	30%	28%	24%
净利润增长率	498%	53%	-63%	27%
资产负债率	50%	52%	56%	60%
息率	2.6%	3.9%	1.5%	1.8%
P/E	11.8	7.7	20.7	16.2
P/B	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	68.3	52.5	44.7	43.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>187928</b>	<b>244306</b>	<b>311490</b>	<b>386248</b>
营业成本	161432	209859	267570	331787
营业税金及附加	729	953	1215	1506
销售费用	20636	26752	33952	42101
管理费用	4864	5581	6870	8440
财务费用	306	(427)	(656)	(798)
投资收益	4300	5850	300	300
资产减值及公允价值变动	(494)	0	0	0
其他收入	309	0	0	0
营业利润	4076	7439	2839	3512
营业外净收支	256	260	260	260
<b>利润总额</b>	<b>4332</b>	<b>7699</b>	<b>3099</b>	<b>3772</b>
所得税费用	283	770	372	453
少数股东损益	(163)	500	330	270
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4213</b>	<b>6429</b>	<b>2397</b>	<b>3049</b>

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>净利润</b>	<b>4213</b>	<b>1226</b>	<b>1423</b>	<b>2231</b>
资产减值准备	4213	6429	2397	3049
折旧摊销	162	32	14	13
公允价值变动损失	1537	1387	1506	1615
财务费用	494	0	0	0
营运资本变动	306	(427)	(656)	(798)
其它	(2797)	518	1353	1530
<b>经营活动现金流</b>	<b>(276)</b>	<b>318</b>	<b>217</b>	<b>176</b>
资本开支	3332	8685	5487	6383
其它投资现金流	(1194)	(1700)	(1700)	(1700)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(561)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
权益性融资	(3105)	(1700)	(1700)	(1700)
负债净变化	836	0	0	0
支付股利、利息	2836	0	0	0
其它融资现金流	(1264)	(1929)	(719)	(915)
<b>融资活动现金流</b>	<b>2614</b>	<b>(5086)</b>	<b>(1827)</b>	<b>0</b>
<b>现金净变动</b>	<b>6593</b>	<b>(7014)</b>	<b>(2546)</b>	<b>(915)</b>
货币资金的期初余额	6820	(30)	1241	3768
货币资金的期末余额	27209	34030	34000	35241
企业自由现金流	34030	34000	35241	39009
权益自由现金流	(2205)	1251	2816	3569

## 相关研究报告

- 《苏宁易购-002024-零售云专题：加盟赋能，抢占低线家电市场》 ——2018-05-28
- 《苏宁云商-002024-重大事件快评：苏宁牵手阿里，开启互联网+零售新篇章》 ——2015-08-11
- 《苏宁云商-002024-2012 年年报点评：盈利下滑 45%，阵痛延续》 ——2013-04-01
- 《苏宁电器-002024-重大事件快评：战略转型的阵痛可能持续》 ——2013-03-18
- 《苏宁电器-002024-重大事件快评：苏宁收购红孩子，收购战略或启动》 ——2012-09-26

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。