

苏宁易购 (002024)

证券研究报告

2019年03月01日

收购万达百货构建全场景百货业态，春节全渠道订单量同比+241%

事件

2月12日，张近东在新春团拜会上宣布，苏宁易购正式收购万达百货有限公司下属全部37家百货门店，构建线上线下载到到手全场景的百货零售业态，为用户提供更丰富的数字化、场景化购物体验。同时，苏宁春节大数据显示，2019年春节期间（2月4日-10日）苏宁易购全渠道订单量同比增长241.42%。

点评

收购万达百货37家门店，构建线上线下全场景百货零售业态。此次收购万达百货，①探索业态融合创新：苏宁原有的丰富业态，以及背后强大的八大产业资源，可以与万达百货进行模块化对接，交互创新，创造出更多更创新的前沿业态，为用户提供全方位的服务体验；②全场景零售布局：万达百货37家门店位置优越，大都位于一、二线城市的CBD或市中心区域，会员数量超400万人，在快速锁定优质线下场景资源的同时，进一步推进商品供应链变革；③全场景零售能力输出：随着苏宁收购万达百货的落地，苏宁将输出智慧零售CPU能力，从数字化和体验两方面改造供应链，打造全新的百货核心竞争力，补强百货这一重要拼图，进一步完善全场景、全品类布局；④增厚业绩：近两年万达百货销售规模稳中有升，净利润水平持续提升，能够有效的增厚公司的业绩。

春节黄金周期间，家电3C、母婴用品、生鲜、酒水、美容健康、宠物消费等销售保持较快增速，消费呈现品质化的趋势。苏宁春节消费大数据显示，年前家电3C品类迎来热销；春节期间，母婴用品、生鲜、酒水等成为抢手货。婴儿湿巾、啤酒、红牛饮料、酸奶、洗衣液、进口水果、海鲜等成为过年7天热销榜上的常客；此外，宠物消费也成为新的增长点。

苏宁三四线城市在春节黄金周消费增速领先，主要是由于春节期间年轻人返乡过年和电商渠道下沉。苏宁春节消费大数据显示，银川、西宁、太原、南宁、兰州、包头、廊坊、西安、昆明、厦门、石家庄成为春节期间订单增长最快的十大城市，上述十座城市绝大部分都属于三四线城市。

苏宁春节便利化提供不打烊服务。苏宁春节大数据消费显示，2019年春节期间，北京、广州、成都、福州等17个城市实现春节送货半日达，超过300个城市服务不打烊。

盈利预测与估值

公司是全国综合性零售龙头，线下占领低线市场&拓展新渠道，线上持续高增速，线上线下相融合全渠道发展。综合预计2018-20年归母净利润分别为129/159/41亿，当前市值对应8.9/7.2/28.0xPE，维持买入评级。

风险提示：宏观经济增速不达预期，消费品增速不达预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	148,585.33	187,927.76	245,094.48	323,080.79	401,471.34
增长率(%)	9.62	26.48	30.42	31.82	24.26
EBITDA(百万元)	1,650.59	5,609.88	15,022.61	21,112.07	6,422.91
净利润(百万元)	704.41	4,212.52	12,882.60	15,864.05	4,075.78
增长率(%)	(19.27)	498.02	205.82	23.14	(74.31)
EPS(元/股)	0.08	0.45	1.38	1.70	0.44
市盈率(P/E)	161.77	27.05	8.85	7.18	27.96
市净率(P/B)	1.73	1.44	1.79	1.50	1.44
市销率(P/S)	0.77	0.61	0.46	0.35	0.28
EV/EBITDA	37.44	9.87	3.90	1.95	4.70

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	商业贸易/专业零售
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	12.24元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	9,310.04
流通A股股本(百万股)	5,846.75
A股总市值(百万元)	113,954.89
流通A股市值(百万元)	71,564.20
每股净资产(元)	8.78
资产负债率(%)	52.80
一年内最高/最低(元)	16.35/9.77

作者

刘章明 分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《苏宁易购-公司点评:苏宁易购:受益于国家刺激家电消费政策，出售阿里股票向上修正业绩预告》2019-01-22
- 《苏宁易购-公司点评:变更苏宁小店为35%参股，共谋长期智慧零售协同发展》2018-10-15
- 《苏宁易购-公司点评:18H1 GMV+45%，小店、零售云店展店加速》2018-07-31



1. 事件

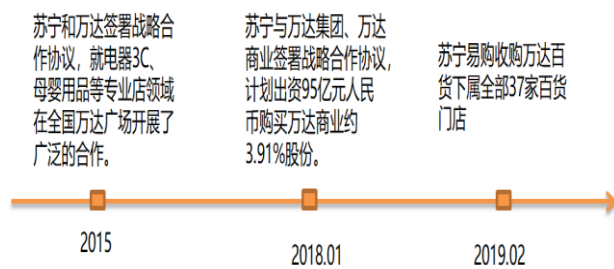
2月12日，张近东在新春团拜会上宣布，苏宁易购正式收购万达百货有限公司下属全部37家百货门店，构建线上线下载到店到手全场景的百货零售业态，为用户提供更丰富的数字化、场景化购物体验。同时，苏宁春节大数据显示，2019年春节期间（2月4日-10日）苏宁易购全渠道订单量同比增长241.42%。

2. 点评

2.1. 收购万达百货37家门店，构建线上线下全场景百货零售业态。

苏宁易购收购万达百货下属全部37家百货门店，此次收购万达百货，①**探索业态融合创新**：苏宁原有的丰富业态，以及背后强大的八大产业资源，可以与万达百货进行模块化对接，交互创新，创造出更多更创新的前沿业态，为用户提供全方位的服务体验；②**全场景零售布局**：万达百货37家门店地理位置优越，大都位于一、二线城市的CBD或市中心区域，会员数量超400万人，在快速锁定优质线下场景资源的同时，进一步推进商品供应链变革；③**全场景零售能力输出**：随着苏宁收购万达百货的落地，苏宁将输出智慧零售CPU能力，突破传统百货概念，从数字化和体验两方面改造供应链，打造全新的百货核心竞争力，补强百货这一重要拼图，进一步完善全场景、全品类布局；④**增厚业绩**：近两年万达百货销售规模稳中有升，净利润水平持续提升，能够有效的增厚公司的业绩。

图 1：苏宁与万达合作的历史



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：苏宁线上线下相融合全渠道发展



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 苏宁春节消费呈现品质化趋势

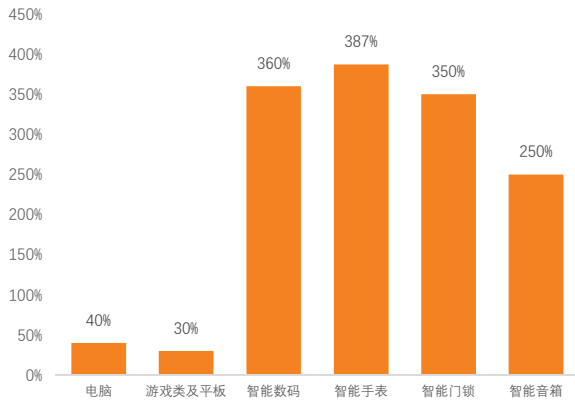
春节黄金周期间，家电 3C、母婴用品、生鲜、酒水、美容健康、宠物消费等销售保持较快增速，消费呈现品质化的趋势。苏宁春节消费大数据显示，年前家电 3C 品类迎来热销；春节期间，母婴用品、生鲜、酒水等成为抢手货。婴儿湿巾、啤酒、红牛饮料、酸奶、洗衣液、进口水果、海鲜等成为过年 7 天热销榜上的常客；此外，宠物消费也成为新的增长点。

①**家电 3C**：1) 在山东、河北、安徽、重庆、四川、湖南等地返乡人群较多地区，电脑销售需求旺盛，同比增长超 40%；休闲娱乐类产品受追捧，游戏类产品及平板产品销售占比超 60%，销售额同比涨超 30%；智能数码产品销售额同比增长 360%，其中智能手表同比增长 387%，智能门锁同比增长 35 倍，智能音箱整体销售增长 25 倍，苏宁小 biu 智能音箱销售超 50000 台。

2) 中央集成家电品类在春节期间的销售同比增长 100%，特别是在新一线城市越来越多的装修客户选择中央空调、新风、中央采暖全屋净水等集成类舒适家电。其中，成都地区的销售增长高达 1500%，杭州、苏州、郑州、西安、无锡等地区销售增长也都在 500%以上，南京、武汉、天津、宁波、贵阳、昆明、芜湖等地区的销售增长在 200%以上。

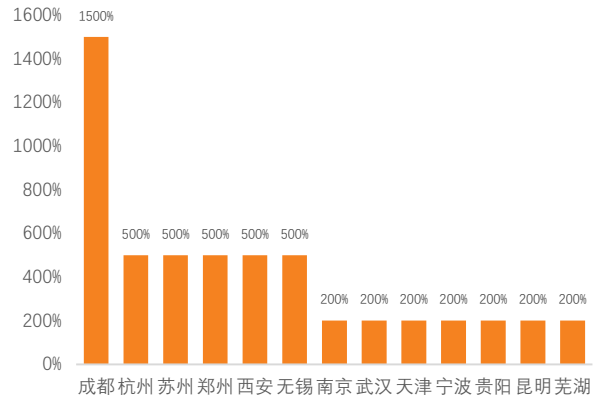
3) 大屏彩电成春节消费的一主力产品, 55 寸以上彩电送装一体服务同比增长 110%。

图 3: 苏宁春节家电 3C 消费增速快



资料来源: 亿邦动力网, 天风证券研究所

图 4: 中央集成家电品类在山东等省份增速快

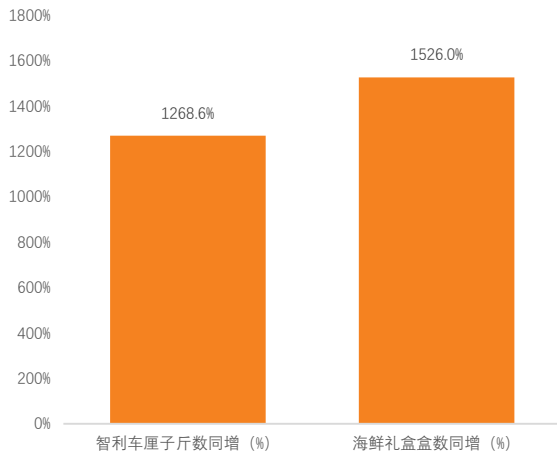


资料来源: 亿邦动力网, 天风证券研究所

②**生鲜**: 苏宁春节大数据消费显示, 春节期间智利车厘子整体销售达 100 万斤, 同比增长 1268.6%。不同规格的海鲜礼盒整体销售达 10 万盒, 同比增长 1526%。

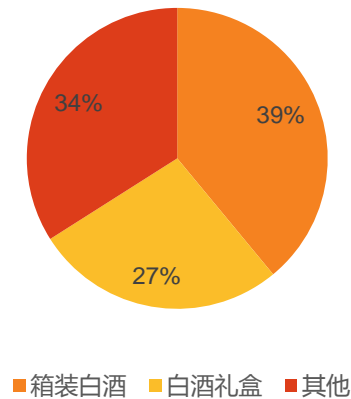
③**酒水**: 苏宁春节大数据消费显示, 白酒品类销售增长 147%, 茅台、洋河、五粮液等高端名酒, 增速强劲。其中, 箱装白酒占比白酒整体销售 39%, 囤货宴请需求量大; 白酒礼盒占比白酒整体销售 27%。

图 5: 生鲜品类 (智利车厘子、海鲜礼盒) 增速快



资料来源: 亿邦动力网, 天风证券研究所

图 6: 白酒品类中箱装杯酒、白酒礼盒占比情况



资料来源: 亿邦动力网, 天风证券研究所

④**美容健康**: 苏宁春节大数据消费显示, 高端护理类产品及进口清洁类产品销售额增长 305%, 买家同比增长 110%; 面膜品类, 销售额同比增长 113%, 买家数同比增长 121%。

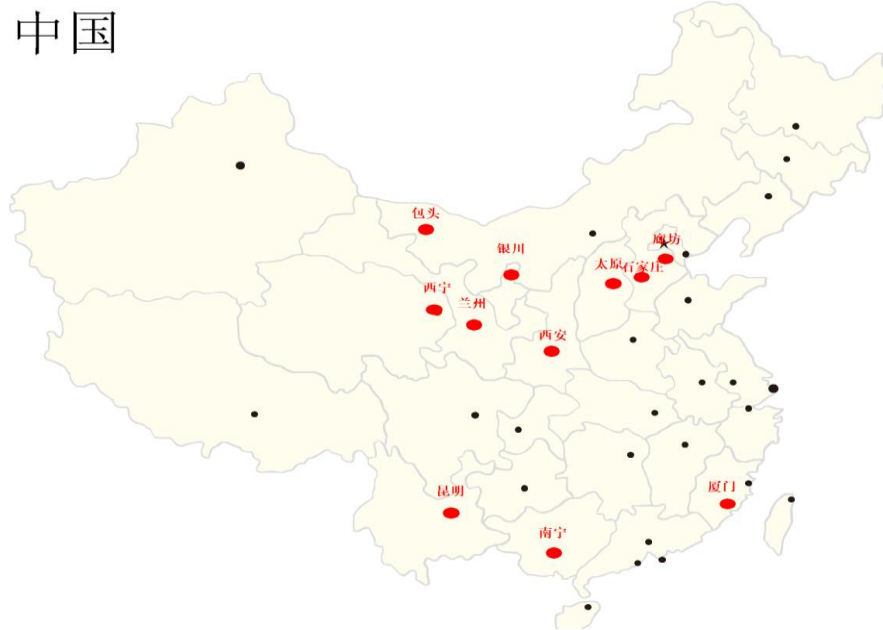
⑤**宠物消费**: 苏宁春节大数据消费显示, 宠物消费成为新的增长点, 宠物周边商品同比增长 350%。

2.3. 苏宁春节消费低线城市消费增速领先

苏宁三四线城市在春节黄金周消费增速领先, 主要是由于春节期间年轻人返乡过年和电商渠道下沉。苏宁春节消费大数据显示, 银川、西宁、太原、南宁、兰州、包头、廊坊、西

安、昆明、厦门、石家庄成为春节期间订单增长最快的十大城市，上述十座城市绝大部分都属于三四线城市。

图 7：苏宁三四线城市在春节黄金周消费增速领先

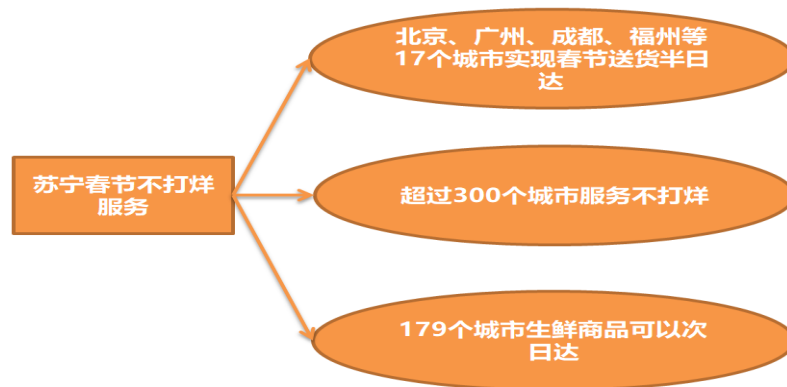


资料来源：亿邦动力网，天风证券研究所

2.4. 苏宁春节便利化提供不打烊服务

苏宁春节大数据消费显示，2019 年春节期间，北京、广州、成都、福州等 17 个城市实现春节送货半日达，超过 300 个城市服务不打烊，生鲜产品成为今年春节快递配送最火爆的商品之一，179 个城市生鲜商品可以次日达。

图 8：苏宁春节便利化提供不打烊服务



资料来源：亿邦动力网，天风证券研究所

3. 盈利预测与估值

公司是全国综合性零售龙头，线下占领低线市场&拓展新渠道，线上持续高增速，线上线下相融合全渠道发展。综合预计 2018-20 年净利润分别为 129/159/41 亿，当前市值对应 8.9/7.2/28.0xPE，维持买入评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	27,209.23	34,029.68	44,117.01	60,504.83	71,171.99
应收账款	5,198.75	9,308.37	8,529.06	13,644.51	15,609.99
预付账款	9,750.55	8,667.71	15,286.73	16,865.19	22,517.36
存货	14,392.30	18,551.49	25,752.60	32,273.96	39,599.44
其他	25,832.81	17,272.43	17,261.23	17,378.61	17,430.46
流动资产合计	82,383.64	87,829.68	110,946.63	140,667.11	166,329.24
长期股权投资	417.05	1,767.20	1,767.20	1,767.20	1,767.20
固定资产	12,813.17	14,373.07	15,131.35	15,719.32	16,151.78
在建工程	1,586.52	499.78	335.87	249.52	179.71
无形资产	5,687.73	8,216.94	7,639.22	7,061.51	6,483.79
其他	32,990.18	41,657.70	27,765.21	27,291.72	27,224.70
非流动资产合计	53,494.65	66,514.70	52,638.86	52,089.28	51,807.19
资产总计	137,167.24	157,276.69	167,085.49	196,756.39	223,136.43
短期借款	6,159.52	8,686.33	10,002.80	7,895.00	8,746.00
应付账款	20,674.09	23,397.90	32,913.57	42,844.87	50,355.25
其他	34,621.42	32,179.42	48,115.74	57,336.05	72,326.95
流动负债合计	61,455.03	64,263.66	91,032.12	108,075.93	131,428.20
长期借款	18.00	2,853.67	2,880.00	3,000.00	3,300.00
应付债券	3,500.02	3,500.00	3,500.00	3,500.00	3,500.00
其他	2,272.22	3,031.71	2,461.62	2,588.52	2,693.95
非流动负债合计	5,790.24	9,385.38	8,841.62	9,088.52	9,493.95
负债合计	67,245.26	73,649.03	99,873.73	117,164.45	140,922.15
少数股东权益	4,212.30	4,669.25	3,714.98	3,403.92	3,173.21
股本	9,310.04	9,310.04	9,310.04	9,310.04	9,310.04
资本公积	35,835.36	35,980.49	22,517.96	22,517.96	22,517.96
留存收益	53,765.25	57,343.19	54,186.74	66,877.98	69,731.03
其他	(33,200.97)	(23,675.31)	(22,517.96)	(22,517.96)	(22,517.96)
股东权益合计	69,921.98	83,627.66	67,211.76	79,591.94	82,214.28
负债和股东权益总	137,167.24	157,276.69	167,085.49	196,756.39	223,136.43

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	493.23	4,049.54	12,882.60	15,864.05	4,075.78
折旧摊销	1,805.83	2,100.10	1,547.10	1,658.34	1,766.42
财务费用	502.63	399.29	851.00	356.00	478.00
投资损失	(1,445.42)	(4,300.36)	(12,800.00)	(17,200.00)	(1,500.00)
营运资金变动	(15,292.83)	1,699.44	12,258.26	5,065.61	7,941.70
其它	17,775.79	(10,553.30)	(895.93)	(253.08)	(171.56)
经营活动现金流	3,839.24	(6,605.29)	13,843.04	5,490.92	12,590.33
资本支出	(1,070.31)	7,102.28	2,130.09	1,453.10	1,444.57
长期投资	197.25	1,350.16	0.00	0.00	0.00
其他	(38,739.46)	4,985.04	21,893.16	13,553.07	(2,610.67)
投资活动现金流	(39,612.52)	13,437.47	24,023.25	15,006.18	(1,166.10)
债权融资	14,272.98	15,266.54	16,682.80	16,102.33	17,046.00
股权融资	34,653.48	9,509.45	(26,618.71)	(356.00)	(478.00)
其他	(12,168.39)	(25,686.50)	(17,843.06)	(19,855.61)	(17,325.06)
筹资活动现金流	36,758.06	(910.51)	(27,778.97)	(4,109.28)	(757.07)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	984.78	5,921.67	10,087.32	16,387.82	10,667.16

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	148,585.33	187,927.76	245,094.48	323,080.79	401,471.34
营业成本	127,247.54	161,431.79	209,310.68	275,587.92	342,254.32
营业税金及附加	583.46	729.29	990.93	1,276.22	1,589.01
营业费用	17,451.42	20,635.78	26,470.20	34,731.19	42,957.43
管理费用	3,946.27	4,864.05	6,470.49	8,561.64	10,719.28
财务费用	415.83	306.47	851.00	356.00	478.00
资产减值损失	350.50	512.74	1,235.00	728.08	853.94
公允价值变动收益	(33.69)	18.85	58.34	57.98	59.14
投资净收益	1,445.42	4,300.36	12,800.00	17,200.00	1,500.00
其他	(2,823.47)	(8,947.66)	(25,716.68)	(34,515.96)	(3,118.28)
营业利润	2.05	4,076.10	12,624.51	19,097.73	4,178.49
营业外收入	1,060.16	405.15	500.00	500.00	500.00
营业外支出	161.32	149.21	158.93	156.49	154.87
利润总额	900.89	4,332.04	12,965.58	19,441.24	4,523.62
所得税	407.66	282.50	1,037.25	3,888.25	678.54
净利润	493.23	4,049.54	11,928.33	15,552.99	3,845.07
少数股东损益	(211.18)	(162.98)	(954.27)	(311.06)	(230.70)
归属于母公司净利润	704.41	4,212.52	12,882.60	15,864.05	4,075.78
每股收益(元)	0.08	0.45	1.38	1.70	0.44

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	9.62%	26.48%	30.42%	31.82%	24.26%
营业利润	-100.34%	#####	209.72%	51.28%	-78.12%
归属于母公司净利润	-19.27%	498.02%	205.82%	23.14%	-74.31%
获利能力					
毛利率	14.36%	14.10%	14.60%	14.70%	14.75%
净利率	0.47%	2.24%	5.26%	4.91%	1.02%
ROE	1.07%	5.34%	20.29%	20.82%	5.16%
ROIC	3.03%	19.59%	62.33%	192.92%	116.64%
偿债能力					
资产负债率	49.02%	46.83%	59.77%	59.55%	63.16%
净负债率	24.78%	30.81%	36.23%	49.09%	49.33%
流动比率	1.34	1.37	1.22	1.30	1.27
速动比率	1.11	1.08	0.94	1.00	0.96
营运能力					
应收账款周转率	35.76	25.91	27.48	29.14	27.45
存货周转率	10.46	11.41	11.06	11.14	11.17
总资产周转率	1.32	1.28	1.51	1.78	1.91
每股指标(元)					
每股收益	0.08	0.45	1.38	1.70	0.44
每股经营现金流	0.41	-0.71	1.49	0.59	1.35
每股净资产	7.06	8.48	6.82	8.18	8.49
估值比率					
市盈率	161.77	27.05	8.85	7.18	27.96
市净率	1.73	1.44	1.79	1.50	1.44
EV/EBITDA	37.44	9.87	3.90	1.95	4.70
EV/EBIT	147.89	13.59	4.34	2.12	6.49

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com