

# 苏宁易购 (002024.SZ)

## 收购家乐福中国，加码大超市业务

**现金收购，苏宁委派监督董事会主席** 6月23日下午，苏宁易购公告全资子公司拟收购家乐福中国80%股份。本次交易对价为现金48亿元人民币等值欧元，无分期付款。同时苏宁易购将对家乐福中国提供股东贷款，用于运营资金方面提供支持，具体金额未定。转让后，苏宁国际可委派5名监督董事参与家乐福中国监督董事会（共七人），其中**监督董事会的主席**由苏宁国际委派的人士担任。家乐福中国将只设一名管理董事会董事，兼任CEO，由监督董事会提议并经股东大会通过。

**锁定期三年，期内期后CNBV均享有售股权** 锁定期内，家乐福中国母公司（CNBV）可以向苏宁国际卖出其届时持有的全部家乐福中国股份；如果CNBV未行使售股权，苏宁国际可以购买CNBV届时持有的全部家乐福中国股份。**锁定期结束后起3年内**，CNBV有权以市场公允价格向苏宁国际卖出其届时持有的全部家乐福中国股份；在锁定期结束1年起的3年期间，苏宁国际有权以市场公允价格购买CNBV届时持有的全部家乐福中国股份。

**家乐福中国2018年运营情况** 国内会计准则口径下，家乐福中国2018年营收299.58亿元，yoy-7.67%；营业利润为-4.12亿元，yoy-60.5%；归母净利润-5.78亿元，yoy-47.4%；经营性净现金流为3.25亿元，yoy-4.7%；净资产2018年为-22.46亿元。家乐福集团会计口径下，家乐福中国2018年EBITDA为5.16亿元。

**家乐福中国基础设施已形成规模，会员数量可观** 截至2019年3月，超市端，家乐福中国拥有210家大型综合超市，且多位于一二线城市；便利店端，家乐福中国拥有24家便利店“家乐福easy”；物流建设端，家乐福中国拥有6大仓储配送中心，保证了一定的物流仓储和运输管理能力；线下流量端：会员人数约为3,000万，群体分布广泛，品牌效应明显。

**风险提示：**大卖场经营前景，交易尚需通过国家市场监督管理总局审查。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	187,928	244,957	306,196	376,621	444,412
增长率 yoy (%)	26.5	30.3	25.0	23.0	18.0
归母净利润(百万元)	4,213	13,328	9,459	10,993	11,873
增长率 yoy (%)	498.0	216.4	-29.0	16.2	8.0
EPS 最新摊薄(元/股)	0.45	1.43	1.02	1.18	1.28
净资产收益率(%)	4.8	14.3	8.5	9.0	9.4
P/E(倍)	24.9	7.9	11.1	9.5	8.8
P/B(倍)	1.3	1.3	1.2	1.1	0.9

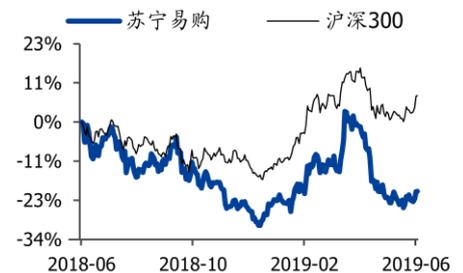
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入

### 股票信息

行业	专业零售
前次评级	买入
最新收盘价	11.25
总市值(百万元)	104,737.95
总股本(百万股)	9,310.04
其中自由流通股(%)	82.73
30日日均成交量(百万股)	20.68

### 股价走势



### 作者

分析师 丁婷婷

执业证书编号：S0680512050001

邮箱：dingtingting@gszq.com

研究助理 辛泽熙

邮箱：xinzexi@gszq.com



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	87,830	131,743	144,369	130,991	145,504
现金	34,030	48,042	55,150	34,557	32,933
应收账款	2,389	0	2,986	687	3,648
其他应收款	6,919	0	8,649	1,989	10,564
预付账款	8,668	17,469	15,202	24,983	22,435
存货	18,551	22,263	28,755	33,998	40,051
其他流动资产	17,272	43,969	33,627	34,777	35,875
<b>非流动资产</b>	69,447	67,725	88,398	108,921	129,353
长期投资	1,767	17,675	33,741	49,842	65,948
固定投资	14,373	15,199	20,003	24,934	29,058
无形资产	8,217	9,677	9,622	9,594	9,628
其他非流动资产	45,090	25,174	25,032	24,552	24,719
<b>资产总计</b>	157,277	199,467	232,767	239,912	274,857
<b>流动负债</b>	64,264	93,697	121,914	122,747	150,417
短期借款	8,686	24,314	24,314	24,314	24,314
应付账款	13,095	19,836	21,328	29,303	30,441
其他流动负债	42,482	49,547	76,272	69,129	95,661
<b>非流动负债</b>	9,385	17,560	15,664	13,418	10,865
长期借款	6,354	14,788	12,893	10,647	8,094
其他非流动负债	3,032	2,771	2,771	2,771	2,771
<b>负债合计</b>	73,649	111,256	137,578	136,165	161,282
少数股东权益	4,669	7,294	5,930	4,310	3,144
股本	9,310	9,310	9,310	9,310	9,310
资本公积	35,980	38,288	38,288	38,288	38,288
留存收益	21,363	33,678	38,256	43,729	51,343
归属母公司股东收益	78,958	80,917	89,259	99,437	110,431
<b>负债和股东权益</b>	157,277	199,467	232,767	239,912	274,857

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	-6,605	-13,874	15,375	-1,805	16,923
净利润	4,050	12,643	8,095	9,373	10,706
折旧摊销	2,100	2,372	2,706	3,216	2,854
财务费用	306	1,235	665	864	1,181
投资损失	-4,300	-13,991	-8,670	-9,715	-10,079
营运资金变动	-9,002	-17,087	12,646	-5,457	12,377
其他经营现金流	241	954	-68	-86	-116
<b>投资活动净现金流</b>	13,437	-3,010	-4,275	-15,107	-14,164
资本支出	2,364	7,432	4,606	4,423	4,325
长期投资	13,092	-8,678	-16,067	-16,098	-16,107
其他投资现金流	28,894	-4,257	-15,736	-26,782	-25,945
<b>筹资活动净现金流</b>	-911	22,534	-3,991	-3,681	-4,384
短期借款	2,527	15,628	0	0	0
长期借款	2,836	8,435	-1,896	-2,246	-2,553
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	145	2,308	0	0	0
其他筹资现金流	-6,418	-3,836	-2,096	-1,435	-1,831
<b>现金净增加额</b>	5,653	6,666	7,108	-20,593	-1,625

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	187,928	244,957	306,196	376,621	444,412
营业成本	161,432	208,217	260,271	320,133	377,757
营业税金及附加	729	894	1,118	1,375	1,623
营业费用	20,636	26,067	32,583	40,078	47,291
管理费用	4,864	5,201	8,063	9,416	10,938
财务费用	306	1,235	665	864	1,181
资产减值损失	513	2,059	2,574	3,166	3,736
公允价值变动收益	19	292	68	86	116
投资净收益	4,300	13,991	8,670	9,715	10,079
<b>营业利润</b>	4,076	13,659	9,658	11,390	12,082
营业外收入	405	506	506	506	506
营业外支出	149	219	174	176	179
<b>利润总额</b>	4,332	13,945	9,990	11,720	12,408
所得税	283	1,303	1,895	2,346	1,702
<b>净利润</b>	4,050	12,643	8,095	9,373	10,706
少数股东收益	-163	-685	-1,364	-1,619	-1,166
<b>归属母公司净利润</b>	4,213	13,328	9,459	10,993	11,873
EBITDA	6,357	17,326	13,078	15,452	16,032
EPS (元/股)	0.45	1.43	1.02	1.18	1.28

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	26.5	30.3	25.0	23.0	18.0
营业利润 (%)	198540.2	235.1	-29.3	17.9	6.1
归属母公司净利润 (%)	498.0	216.4	-29.0	16.2	8.0
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	14.1	15.0	15.0	15.0	15.0
净利率 (%)	2.2	5.4	3.1	2.9	2.7
ROE (%)	4.8	14.3	8.5	9.0	9.4
ROIC (%)	4.1	10.8	6.4	7.0	7.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	46.8	55.8	59.1	56.8	58.7
净负债比率 (%)	-22.4	-6.1	-15.5	3.7	2.8
流动比率	1.4	1.4	1.2	1.1	1.0
速动比率	1.1	1.2	0.9	0.8	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.28	1.37	1.42	1.59	1.73
应收账款周转率	107.6	205.1	205.1	205.1	205.1
应付账款周转率	12.6	12.6	12.6	12.6	12.6
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.45	1.43	1.02	1.18	1.28
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.64	-0.56	1.65	-0.19	1.82
每股净资产 (最新摊薄)	8.48	8.69	9.59	10.68	11.86
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	24.9	7.9	11.1	9.5	8.8
P/B	1.3	1.3	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	14.2	5.4	7.1	7.0	6.6

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

家乐福中国近两年经营状况 .....	4
家乐福中国门店数量增长情况 .....	4
家乐福中国销售规模增速 .....	5
家乐福已布局小型零售业态 .....	5
家乐福中国基础设施情况 .....	6
风险提示 .....	7

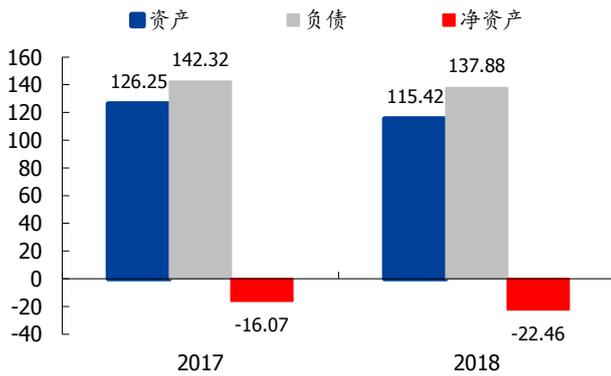
## 图表目录

图表 1: 家乐福中国 2017-2018 资产状况一览 (亿元) .....	4
图表 2: 家乐福中国 2017-2018 利润状况一览 (亿元) .....	4
图表 3: 家乐福中国的门店发展情况一览 (家) .....	4
图表 4: 中国主要超市行业门店增速一览 (CAGR6: 2011-2017) .....	5
图表 5: 家乐福中国销售规模发展情况一览 (亿元) .....	5
图表 6: 家乐福 easy 的 logo .....	6
图表 7: 家乐福 easy 的门店 .....	6
图表 8: 三大海外便利店在中国已形成较大规模 (家) .....	6
图表 9: 全家增长维持较高增速 .....	6

## 家乐福中国近两年经营状况

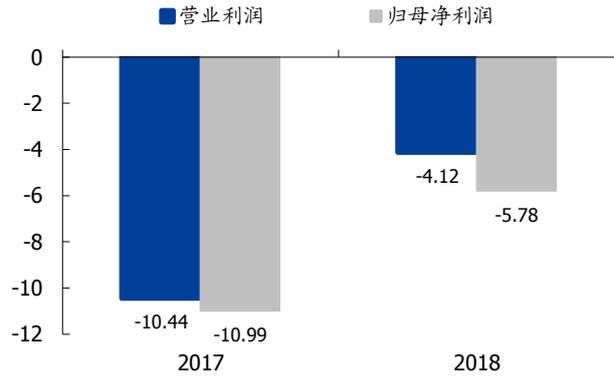
在国内会计准则口径下，家乐福中国 2018 年营收 299.58 亿元，yoy-7.67%；营业利润为-4.12 亿元，yoy-60.5%；归母净利润-5.78 亿元，yoy-47.4%；经营性净现金流为 3.25 亿元，yoy-4.7%；净资产为-22.46 亿元。在家乐福集团会计口径下，家乐福中国 2018 年 EBITDA 为 5.16 亿元。

图表 1: 家乐福中国 2017-2018 资产状况一览 (亿元)



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 2: 家乐福中国 2017-2018 利润状况一览 (亿元)

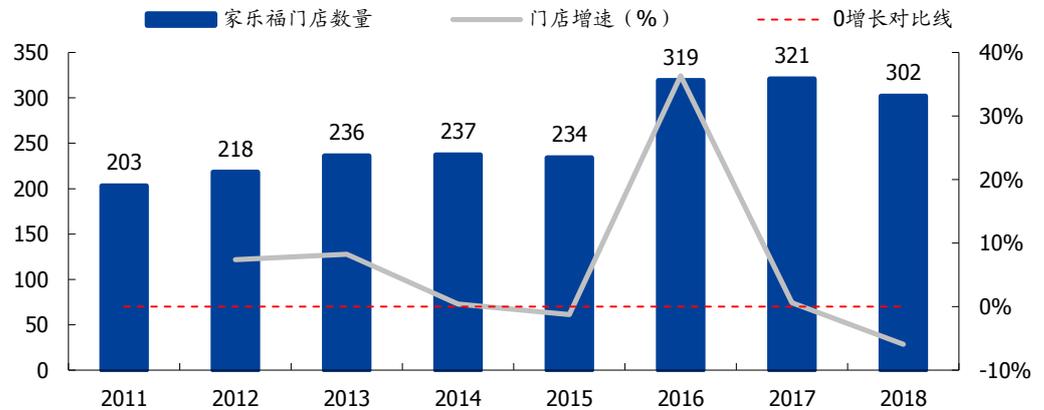


资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

## 家乐福中国门店数量增长情况

近年来家乐福中国的门店数量增长较为缓慢。2015 年公司开始发力建设“家乐福 easy”零售业态，2016 年家乐福中国门店数量实现了超过 30% 的增长。

图表 3: 家乐福中国的门店发展情况一览 (家)

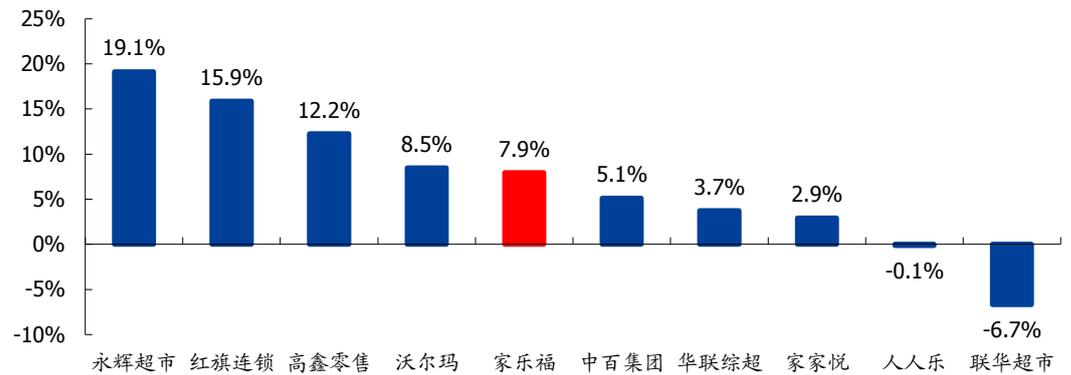


资料来源: CCFA、国盛证券研究所

与国内其他主流超市相比，在 2011 年-2017 年，家乐福中国门店数量增长处于行业平均水平。同时期永辉超市，红旗连锁以及高鑫零售的门店数量符合增速均保持在 10% 以上，

沃尔玛与家乐福分别为 8.5%与 7.9%，门店拓展速度在行业内为平均水平。

图表 4: 中国主要超市行业门店增速一览 (CAGR6: 2011-2017)



资料来源: CCFA, 国盛证券研究所

## 家乐福中国销售规模增速

近年来家乐福中国的销售规模处于较低速增长状态。根据中国连锁经营协会披露, 自 2011 年至 2015 年, 家乐福中国销售规模增速较低; 受到 2016 年新业态提振, 销售规模有所回升, 但随后并未保持较高增速, 销售规模有所回落。

图表 5: 家乐福中国销售规模发展情况一览 (亿元)



资料来源: CCFA, 国盛证券研究所

## 家乐福已布局小型零售业态

“家乐福 easy”是家乐福中国于 2015 年初推出的小型便利店业态。占地 200 平米-500 平米, 风格以橙色为主, 色彩对比鲜明辨识度极高。门店内可提供商品生鲜购买以及店内餐饮服务, 截至 2019 年 3 月全国共有“家乐福 easy”门店 24 家。

图表6: 家乐福 easy 的 logo



资料来源: 大众点评、国盛证券研究所

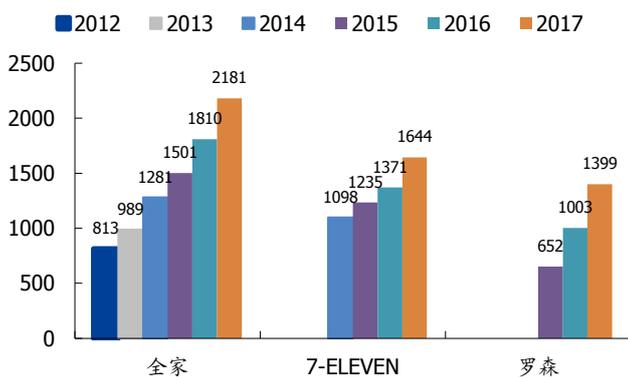
图表7: 家乐福 easy 的门店



资料来源: 大众点评、国盛证券研究所

家乐福 easy 的展店速度相对便利店巨头来说较慢。在过去几年，罗森、7-11 以及全家三大便利店巨头在中国展店迅速，形成了可观的规模。2017 年底三大品牌的中国门店数量分别达到了 1399 家、1644 家以及 2181 家。目前这些大品牌便利店仍主要存在于一线城市以及新一线城市中，对便利店而言中国市场仍拥有广大的市场空间。

图表8: 三大海外便利店在中国已形成较大规模(家)



资料来源: CCFA、国盛证券研究所

图表9: 全家增长维持较高增速



资料来源: CCFA、国盛证券研究所

## 家乐福中国基础设施情况

家乐福中国基础设施已形成规模，会员数量可观。截至 2019 年 3 月，超市端，家乐福中国拥有 210 家大型综合超市，且多位于一二线城市；便利店端，家乐福中国拥有 24 家便利店“家乐福 easy”。物流建设端，家乐福中国拥有 6 大仓储配送中心，保证了一定的物流仓储和运输管理能力；线下流量端：会员人数约为 3,000 万，群体分布广泛，品牌效应明显。

## 风险提示

大卖场经营前景，交易尚需通过国家市场监督管理总局审查。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼  
 邮编：100033  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com