

消费升级与娱乐研究中心

苏宁易购 (002024.SZ) 买入 (维持评级)

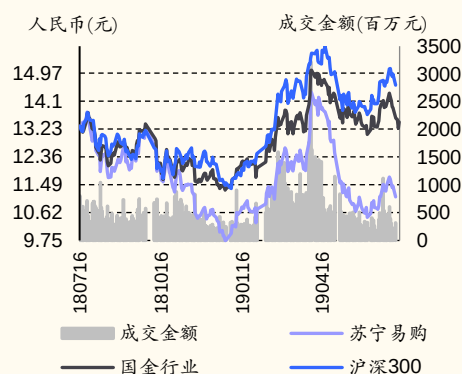
公司点评

市场价格 (人民币): 10.61 元

上半年净利润表现良好, 业绩回升可期

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	7,702.12
总市值(百万元)	103,434.54
年内股价最高最低(元)	14.39/9.75
沪深 300 指数	3802.79
中小板综	8741.83



公司基本情况(人民币)

项目	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.45	1.44	0.35	0.50	0.72
每股净资产(元)	8.481	8.741	8.968	9.442	10.122
每股经营性现金流(元)	-0.709	-1.499	0.760	1.109	0.945
市盈率(倍)	26.68	6.77	32.02	22.07	15.39
净利润增长率(%)	721.0%	212.2%	-75.3%	45.1%	43.4%
净资产收益率(%)	5.34%	16.47%	3.92%	5.47%	7.38%
总股本(百万股)	9,310	9,257	9,257	9,257	9,257

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩事件

- 7月11日晚间, 苏宁易购发布2019年上半年业绩预告, 2019年上半年苏宁易购预计实现归属于上市公司股东的净利润为21.00亿元~23.00亿元。扣除苏宁小店上半年的经营亏损及其股权转让带来的净利润增加, 预计公司归属于上市公司股东的净利润为8.7亿元~10.7亿元。由于去年同期公司出售了部分阿里巴巴股份实现净利润人民币56.01亿元, 受此影响, 报告期内公司实现归属于上市公司股东的净利润同比变动-65.02%~-61.69%。

经营分析

- 苏宁小店剥离完成对净利润带来明显提振。根据苏宁2019年度一季报, 公司一季度归属上市公司股东净利润为1.36亿元, 则二季度苏宁易购归母净利润为19.64亿元~21.64亿元, 环比明显回升; 同时2018年上半年扣除阿里股权出售之后的归母净利润为4.02亿元, 2019年同比增长预计为422%~472%。我们推断在外部发展环境相对较为疲软的态势下, 小店出表完成表明了公司整体开始寻求战略稳步推进的可能性。小店的剥离也有助于公司聚焦主业, 减少后续资金投入, 融资渠道将拓宽, 有助于快速市场化。
- 外部环境有回归利好的趋势。2019年6月9日国家发改委、生态环境部、商务部三部门联合发布的《推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用实施方案(2019-2020年)》明确推动家电和消费电子产品更新换代。鼓励消费者更新淘汰能耗高、安全性差的家电产品, 对消费者购置节能、智能型家电产品给予适当支持。我们认为方案的发布对苏宁是相对利好的消息。
- 我们对苏宁长期的利润及现金流水平仍持谨慎乐观态度。目前苏宁维持利润增长的形式主要依托资产剥离和投资收益, 扣非净利润并不乐观, 公司2017、2018年扣非净利润分别为-0.9亿元/-3.6亿元。随着战略聚焦、资源配置优化和运营效率的提升, 净利润与现金流水平可以期待。

投资建议

- 我们维持公司2019-21年调整后的EPS分别为0.35/0.50/0.72元, 对应19-21年P/E分别为32x/22x/15x, 维持“买入”评级。

风险提示

- 1) 战略调整与落地效果不及预期 2) 渠道成本高企, 供应商关系不稳定 3) 资产整合与协同效果不及预期

相关报告

- 《苏宁易购深度研究-务实强本, 历久弥新》, 2019.7.8
- 《1H18 业绩快报点评-智慧零售持续释能, 构建无限渠道场景》, 2018.7.31

郑达

 联系人
 zhengda@gjzq.com.cn

唐川

 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
 tangchuan@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	148,585	187,928	244,957	299,251	401,108	479,327	货币资金	27,209	34,030	48,042	52,061	52,665	53,921
增长率	9.6%	26.5%	30.3%	22.2%	34.0%	19.5%	应收账款	15,117	18,309	27,024	27,875	38,462	48,589
主营业务成本	-127,248	-161,432	-208,217	-251,607	-329,180	-393,525	存货	14,392	18,551	22,263	24,816	32,467	39,892
%销售收入	85.6%	85.9%	85.0%	84.1%	82.1%	82.1%	其他流动资产	25,665	16,939	34,414	34,414	34,414	34,414
毛利	21,338	26,496	36,740	47,644	71,928	85,801	流动资产	82,384	87,830	131,743	139,167	158,008	176,815
%销售收入	14.4%	14.1%	15.0%	15.9%	17.9%	17.9%	%总资产	60.1%	55.8%	66.0%	66.5%	63.2%	64.7%
营业税金及附加	-583	-729	-894	-894	-894	-894	长期投资	417	1,767	17,675	17,971	18,268	18,565
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	固定资产	12,813	14,373	15,199	15,842	16,997	18,483
营业费用	-17,451	-20,636	-26,067	-32,918	-50,138	-57,519	%总资产	9.3%	9.1%	7.6%	7.6%	6.8%	6.8%
%销售收入	11.7%	11.0%	10.6%	11.0%	12.5%	12.0%	无形资产	5,685	8,216	9,654	10,716	12,257	14,124
管理费用	-3,946	-3,613	-5,201	-6,584	-9,225	-11,025	非流动资产	54,784	69,447	67,725	70,064	92,088	96,467
%销售收入	2.7%	1.9%	2.1%	2.2%	2.3%	2.3%	%总资产	39.9%	44.2%	34.0%	33.5%	36.8%	35.3%
研发费用	0	-1,251	-2,262	-2,693	-4,813	-5,752	资产总计	137,167	157,277	199,467	209,231	250,096	273,283
%销售收入	0.0%	0.7%	0.9%	0.9%	1.2%	1.2%	短期借款	10,755	8,913	27,851	24,000	28,937	25,970
息税前利润 (EBIT)	-643	1,518	4,578	7,249	11,670	16,363	应付款项	48,517	53,168	62,933	70,312	91,990	107,815
%销售收入	n.a	0.8%	1.9%	2.4%	2.9%	3.4%	其他流动负债	2,183	2,183	2,913	1,147	1,291	1,493
财务费用	-416	-306	-1,235	-1,631	-1,644	-1,668	流动负债	61,455	64,264	93,697	95,459	122,219	135,278
%销售收入	0.3%	0.2%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%	长期贷款	3,518	6,354	14,788	20,788	16,851	20,881
资产减值损失	-350	-513	-2,059	-2,516	-3,372	-4,030	其他长期负债	2,272	3,032	2,771	2,771	16,559	16,559
公允价值变动收益	-34	19	292	292	292	292	负债	67,245	73,649	111,256	119,019	155,629	172,718
投资收益	1,555	4,213	13,694	1,703	1,703	703	普通股股东权益	65,710	78,958	80,917	83,012	87,403	93,695
%税前利润	172.6%	97.2%	98.2%	49.5%	34.1%	9.8%	其中：股本	9,310	9,310	9,310	9,310	9,310	9,310
营业利润	111	4,930	15,271	5,098	8,649	11,661	未分配利润	53,897	57,603	71,307	73,402	77,793	84,085
营业利润率	0.1%	2.6%	6.2%	1.7%	2.2%	2.4%	少数股东权益	4,212	4,669	7,294	7,200	7,064	6,870
营业外收支	15	256	287	350	470	561	负债股东权益合计	137,167	157,277	199,467	209,231	250,096	273,283
税前利润	901	4,332	13,945	3,438	4,988	7,154	比率分析						
利润率	0.6%	2.3%	5.7%	1.1%	1.2%	1.5%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-408	-283	-1,303	-320	-464	-665	每股指标						
所得税率	45.3%	6.5%	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%	每股收益	0.076	0.452	1.440	0.347	0.504	0.722
净利润	493	4,050	12,643	3,118	4,524	6,488	每股净资产	7.058	8.481	8.741	8.968	9.442	10.122
少数股东损益	-211	-163	-685	-94	-136	-195	每股经营现金净流	0.412	-0.709	-1.499	0.760	1.109	0.945
归属于母公司的净利润	704	4,213	13,328	3,212	4,660	6,683	每股股利	0.070	0.100	0.121	0.029	0.042	0.061
净利率	0.5%	2.2%	5.4%	1.1%	1.2%	1.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	1.07%	5.34%	16.47%	3.92%	5.47%	7.38%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	0.63%	2.86%	7.47%	1.57%	2.03%	2.55%
净利润	493	4,050	12,643	3,118	4,524	6,488	投入资本收益率	0.92%	4.27%	10.28%	3.20%	4.09%	5.23%
少数股东损益	-211	-163	-685	-94	-136	-195	增长率						
非现金支出	714	-1,377	-8,894	1,711	2,158	3,783	主营业务收入增长率	9.62%	26.48%	30.35%	22.16%	34.04%	19.50%
非经营收益	-1,445	-4,300	-13,991	-3,296	-3,355	-2,380	EBIT 增长率	6156.64%	-18.39%	40.24%	219.16%	227.04%	-67.94%
营运资金变动	2,632	-9,278	-17,623	2,209	3,584	-1,525	净利润增长率	-33.3%	721.0%	212.2%	-75.3%	45.1%	43.4%
经营活动现金净流	3,839	-6,605	-13,874	7,038	10,267	8,747	总资产增长率	55.74%	14.66%	26.83%	4.89%	19.53%	9.27%
资本开支	-636	-2,335	-7,395	-5,021	-6,551	-8,096	资产管理能力						
投资	-38,977	15,773	4,254	1,703	-3,097	703	应收账款周转天数	2.3	3.4	6.8	8.0	10.0	12.0
其他	0	0	131	1,296	1,355	1,380	存货周转天数	40.7	37.2	35.8	36.0	36.0	37.0
投资活动现金净流	-39,613	13,437	-3,010	-2,022	-8,293	-6,013	应付账款周转天数	102.2	89.0	76.7	77.0	77.0	76.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	31.5	27.9	22.6	19.3	15.5	14.1
债权募资	2,440	-482	27,162	2,149	1,000	1,063	偿债能力						
其他	34,318	(428)	(4,628)	(3,146)	(2,371)	(2,540)	净负债/股东权益	-18.50%	-22.44%	-6.12%	-8.06%	-7.28%	-7.03%
筹资活动现金净流	36,758	-911	22,534	-997	-1,371	-1,478	EBIT 利息保障倍数	2.1	6.6	10.6	2.4	3.0	4.0
现金净流量	985	5,922	5,649	4,020	603	1,256	资产负债率	49.02%	46.83%	55.78%	56.88%	62.23%	63.20%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	15	15	22	52
增持	1	7	7	13	28
中性	0	0	0	0	1
减持	0	1	1	1	1
评分	1.20	1.43	1.43	1.44	1.40

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

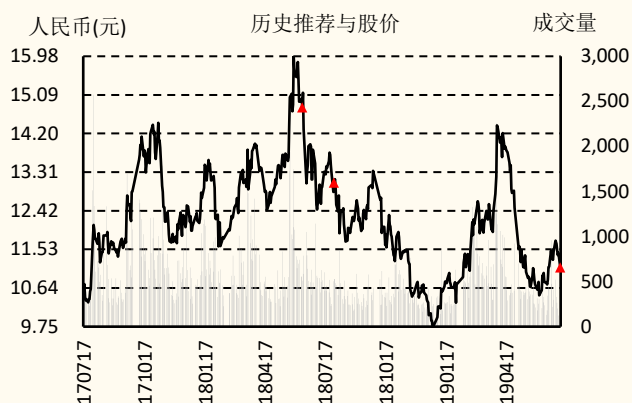
序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-06-03	买入	15.83	21.60~23.00
2	2018-06-13	买入	15.28	20.00~22.00
3	2018-07-31	买入	12.98	N/A
4	2019-07-08	买入	11.45	13.40~13.40

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH