

苏宁易购(002024)

公司研究/点评报告

业绩增速符合预期，静待盈利拐点到来

—苏宁易购 2019 年中报点评

点评报告/传媒行业

2019 年 08 月 01 日

一、事件概述

公司发布上半年业绩快报：2019H1 实现营收 1346 亿元（YOY+21.6%），归母净利润 21.4 亿元（YOY+64.4%），业绩符合预期；其中，二季度营收 723.8 亿元（YOY+18.5%），归母净利润 20.0 亿元（YOY+66%）。若扣除苏宁小店上半年的经营亏损及股权转让，预计上半年归母净利润约为 8 亿元。假设 Q2 无重大非经常性损益，剔除公司对万达商业会计政策变化带来的投资收益和营业外收入的影响，预计上半年扣非净利仍为负值。

二、分析与判断

➤ 业绩总览：总营收同比增长 21.6%，线上增速放缓至 27%，线下增速回升至 15%

公司 2019H1，苏宁易购实现营收 1346 亿元（YOY+21.63%）；上半年商品销售总规模（含税）为 1842 亿元（YOY+21.8%），其中线下商品销售规模为 720.7 亿元（YOY+14.5%），增速环比去年同期大幅改善，线上实物商品 GMV1121.5 亿元（YOY+27%），略高于行业整体+21.6%的同比增速，但增速环比去年 76.5%有较大下滑。线上渠道中：自营商品销售规模 797.0 亿元（YOY+25.6%），开放平台商品交易规模 324.6 亿元（YOY+30.5%）。

➤ 看线下：苏宁小店继续高速扩张，3C 家居和零售云直营店单店营收微降

上半年线下商品销售规模 720.7 亿元（YOY+14.5%），其中：①新增苏宁广场 1 个，收购万达百货门店 37 家并升级改造为苏宁易购广场，目前在运营苏宁广场 54 个；②3C 家居生活店增加至 2110 家，但单店营业额同比微降 5.7%；③红孩子母婴店增长至 172 家，随经营模式渐成熟，单店营业额同比+16.8%；④苏宁小店扩张至 5368 家，同时公司于 2019 年 6 月末完成苏宁小店股权转让，小店业务出表；⑤公司积极推进市场下沉，且模式逐渐由直营转为加盟，上半年直营店减少 622 家至 1746 家，加盟店增加 1291 家至 3362 家。

➤ 看线上：线上业务重视运营，多维度入手完善公司线上竞争力

线上策略强化并购、推客、苏小团等运营产品的创新，7 月 29 日贾玲成为拼购业务首位代言人；从线上商品类目的建设、平台运营管理规则、海外购发展、快消服装日用百货等商品推广等多角度强化公司线上业务的竞争能力。截至 6 月底，公司零售体系注册会员数量 4.42 亿。

➤ 3C 家电业务行业地位稳固，快消类持续发力扩大规模

根据 7 月 30 日发布的《2019 家电行业半年度报告》，苏宁家电业务的龙头地位依旧稳固：19H1 家电销售规模 963 亿（YOY+8.3%），增速超过行业 2.0%水平，市占率 22.4%。在家电业务保持稳固地位的同时，公司加速大快消品类的布局：先后收购万达百货和家乐福中国 80%股份，以补全百货类供应链，快速提升大快消品类的业务规模。

➤ 继续推进物流基础设施建设，不断提升用户体验

截至 6 月 30 日苏宁物流及天天快递拥有仓储及配套面积 0.11 亿 m²，快递网点 24615 个，在 41 个城市投入运营 50 个物流基地，截至报告期末共投入使用 46 个生鲜冷链仓。服务建设方面“准时达”服务覆盖城市持续增加，“即时配”服务覆盖 88 城市，推出“维修一口价”/“半日装”/“准时装”/“极速修”等多样化服务，提升服务体验。

三、投资建议

我们认为目前苏宁扣非归母仍无法盈利主因公司仍处拓展业务建设基础设施和扩张店面的阶段，而目前的投入是为形成未来更深厚的竞争壁垒。我们预计苏宁小店剥离后，公司的盈利有望迎来改善，预计 2019-2021 年实现营业收入 3147.7/4107.7/5290.8 亿元，实现归母净利润 49.1/46.4/67.6 亿元，对应 PE 分别为 20.3X/21.5X/14.7X。我们看好公司长期盈利释放和市场空间，且目前公司 19 年 PS 仅 0.32X，对应京东 2019 年 PS 约 0.5X，综上，首次覆盖给予“推荐”评级。

四、风险提示：

线上线下业务融合不及预期；下沉市场业务拓展不及预期；宏观消费环境变差

推荐

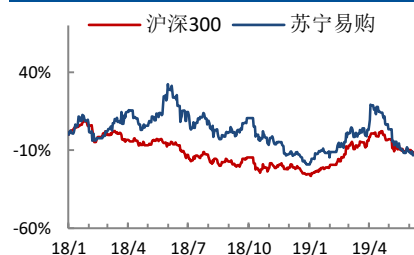
首次评级

当前价格： 10.37 元

交易数据 2019-07-31

近 12 个月最高/最低(元)	14.39/9.89
总股本(百万股)	9310.04
流通股本(百万股)	7702.12
流通股比例(%)	83%
总市值(亿元)	998.97
流通市值(亿元)	826.44

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：刘欣

执业证号 S0100519030001

电话 010-85127512

邮箱 liuxin_yj@mszq.com

相关研究

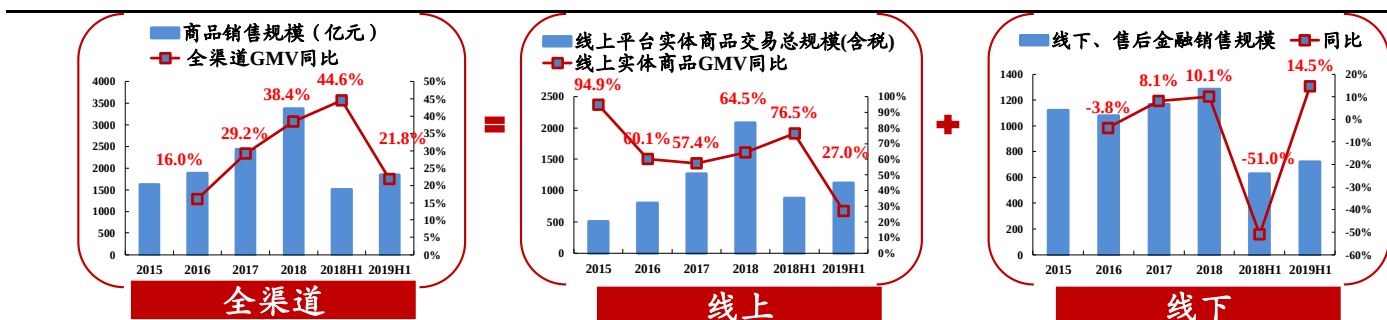
盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	244,957	314,769	410,774	529,077
增长率(%)	30.3%	28.5%	30.5%	28.8%
归属母公司股东净利润(百万元)	13,328	4,907	4,639	6,763
增长率(%)	216.4%	-63.2%	-5.5%	45.8%
每股收益(元)	1.43	0.53	0.50	0.73
PE(现价)	6.88	20.30	21.47	14.73
PB	1.13	1.16	1.10	1.03

资料来源:公司公告、民生证券研究院

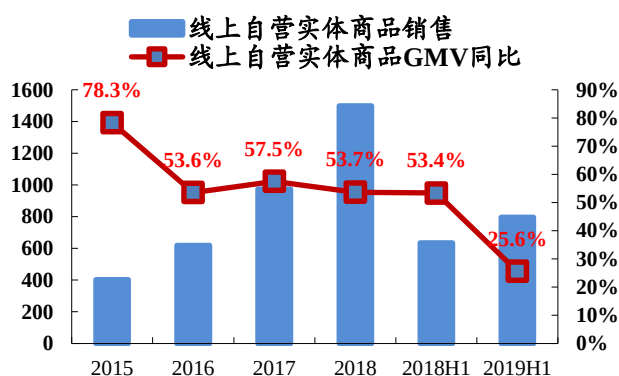
参考图表:

图 1: 苏宁易购分线上线下营收规模拆分



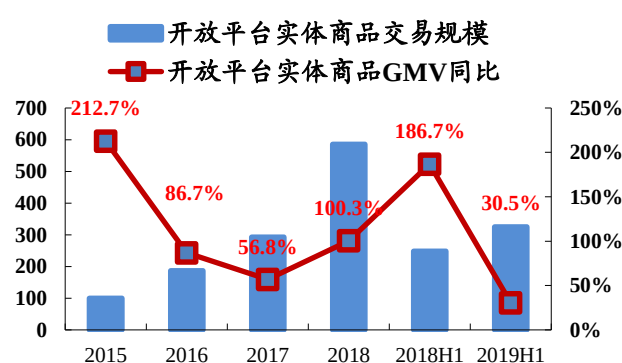
资料来源:公司公告、民生证券研究院整理

图 1: 线上自营商品 GMV 规模及同比变化



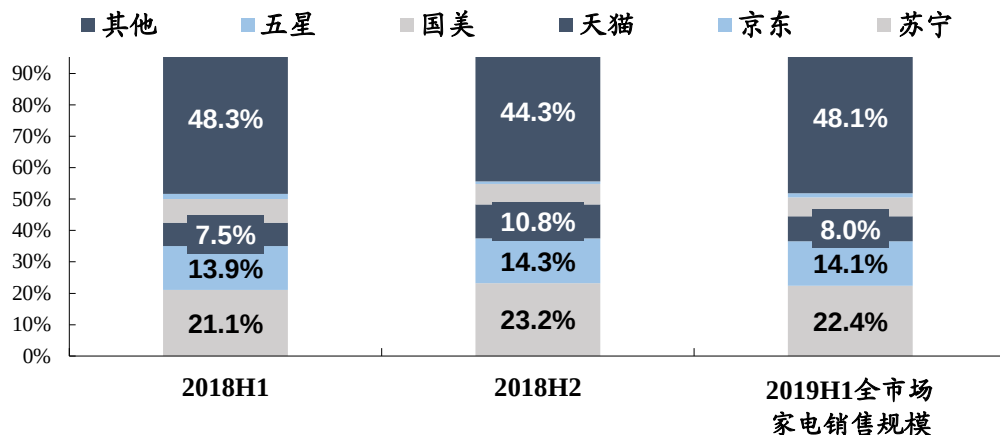
资料来源:公司公告、民生证券研究院

图 2: 线上开放平台商品 GMV 规模及同比变化



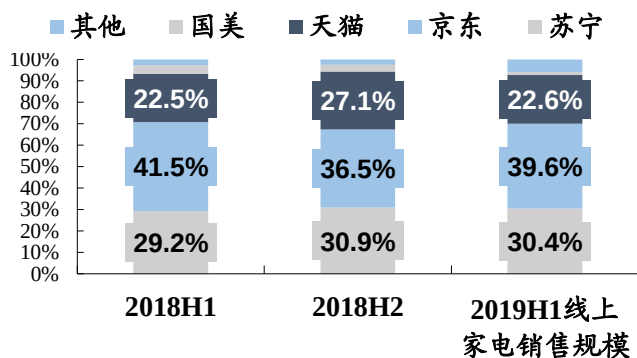
资料来源:公司公告、民生证券研究院

图 4：2018H1~2019H1 全市场家电多渠道销售额占比



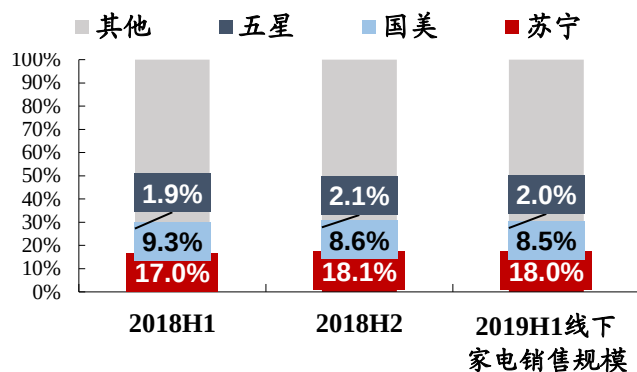
资料来源：家电研究院，家电工业信息中心，民生证券研究院

图 5：2018~2019H1 线上家电多渠道销售额占比



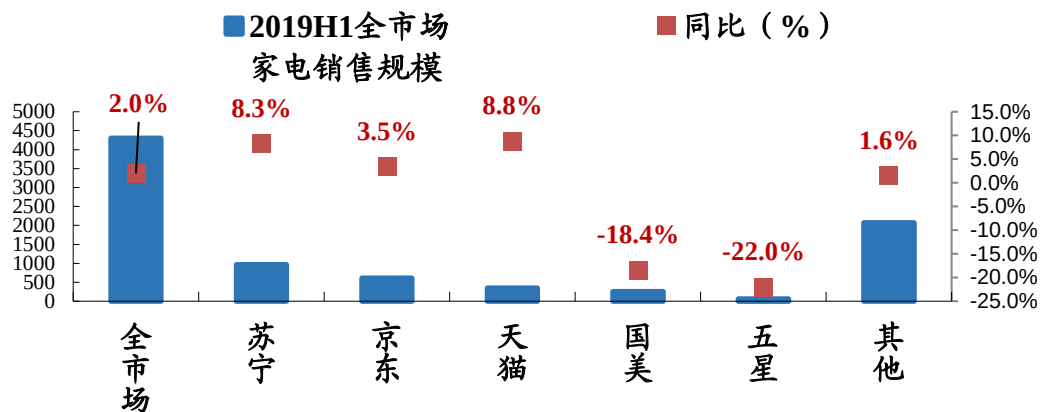
资料来源：家电研究院，家电工业信息中心，民生证券研究院

图 6：2018~2019H1 线下家电多渠道销售额占比



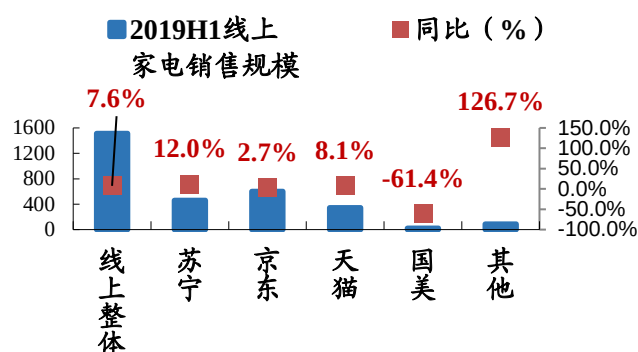
资料来源：家电研究院，家电工业信息中心，民生证券研究院

图 7：2018H1~2019H1 全市场家电多渠道销售额占比



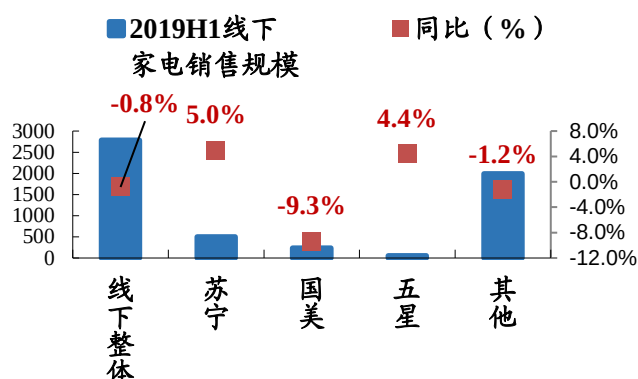
资料来源：家电研究院，家电工业信息中心，民生证券研究院

图 8: 2019H1 线上家电销售规模及同比变化



资料来源: 家电研究院, 家电工业信息中心, 民生证券研究院

图 9: 2019H1 线下家电销售规模及同比变化



资料来源: 家电研究院, 家电工业信息中心, 民生证券研究院

表 1: 苏宁易购线下店铺数量变迁

		2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019H1	数量增减 (+/-)	单店销售额
国内店铺-自营											
家电 3C 家居生活专业店		1650	1571	1635	1510	1478	1499	2105	2110	5	-5.7%
	苏宁易购云店				42	141	323	424	446	22	
	旗舰店	336	330	339	298	242	118	86	80	(6)	
	社区店	777	737	797	721	672	655	1177	1172	(5)	
	中心店	433	428	438	406	389	371	395	390	(5)	
	县镇店	104	76	61	43	34	32	23	22	(1)	
母婴店:红孩子			2	8	27	26	53	157	172	15	16.8%
超市店:苏鲜生				4	37	6	9	8	9	1	
便利店:苏宁小店						0	23	4177	5368	1191	
下沉店:零售云直营店					0	0	2215	2368	1746	(622)	-6.3%
国内店铺-加盟:											
下沉店:零售云加盟店							39	2071	3362	1291	
海外店铺											
自营:	港澳	30	29	29	28	24	25	28	28		
	日本	11	12	17	33	42	43	38	39		

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

插图目录

图 1: 苏宁易购分线上线下营收规模拆分.....	2
图 2: 线上自营商品 GMV 规模及同比变化.....	2
图 3: 线上开放平台商品 GMV 规模及同比变化.....	2
图 4: 2018H1~2019H1 全市场家电多渠道销售额占比.....	3
图 5: 2018~2019H1 线上家电多渠道销售额占比.....	3
图 6: 2018~2019H1 线下家电多渠道销售额占比.....	3
图 7: 2018H1~2019H1 全市场家电多渠道销售额占比.....	3
图 8: 2019H1 线上家电销售规模及同比变化.....	4
图 9: 2019H1 线下家电销售规模及同比变化.....	4

表格目录

表 1: 苏宁易购线下店铺数量变迁.....	4
------------------------	---

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	244,957	314,769	410,774	529,077
营业成本	208,217	268,498	350,801	449,715
营业税金及附加	894	1,188	1,541	1,980
销售费用	26,067	34,431	44,554	57,367
管理费用	5,201	6,752	8,629	11,212
研发费用	2,262	2,152	3,124	4,032
EBIT	2,316	1,749	2,125	4,771
财务费用	1,235	638	592	453
资产减值损失	2,059	1,283	870	605
投资收益	13,991	4,475	3,580	2,864
营业利润	13,659	4,685	4,706	7,015
营业外收支	287	470	139	62
利润总额	13,945	5,155	4,844	7,076
所得税	1,303	742	552	853
净利润	12,643	4,413	4,292	6,223
归属于母公司净利润	13,328	4,907	4,639	6,763
EBITDA	4,689	4,406	5,437	8,812
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	48,042	52,695	66,586	83,443
应收账款及票据	6,681	4,110	5,867	7,717
预付款项	17,469	19,498	25,687	33,639
存货	22,263	24,821	33,641	42,767
其他流动资产	37,288	41,608	44,021	46,451
流动资产合计	131,743	142,731	175,803	214,017
长期股权投资	17,675	17,675	17,675	17,675
固定资产	15,199	12,542	9,230	5,189
无形资产	9,654	9,654	9,654	9,654
非流动资产合计	67,725	65,737	63,105	59,889
资产合计	199,467	208,468	238,907	273,906
短期借款	24,314	24,314	24,314	24,314
应付账款及票据	47,071	56,781	75,931	96,125
其他流动负债	22,311	27,464	34,461	43,042
流动负债合计	93,697	108,559	134,706	163,481
长期借款	4,814	4,814	4,814	4,814
其他长期负债	12,746	2,771	2,771	2,771
非流动负债合计	17,560	7,585	7,585	7,585
负债合计	111,256	116,144	142,291	171,066
股本	9,310	9,310	9,310	9,310
少数股东权益	7,294	6,800	6,454	5,914
股东权益合计	88,211	92,324	96,616	102,840
负债和股东权益合计	199,467	208,468	238,907	273,906

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	30.3%	28.5%	30.5%	28.8%
EBIT 增长率	768.1%	-24.5%	21.5%	124.5%
净利润增长率	216.4%	-63.2%	-5.5%	45.8%
盈利能力				
毛利率	15.0%	14.7%	14.6%	15.0%
净利率	5.2%	1.4%	1.0%	1.2%
总资产收益率 ROA	6.7%	2.4%	1.9%	2.5%
净资产收益率 ROE	16.5%	5.7%	5.1%	7.0%
偿债能力				
流动比率	1.41	1.31	1.31	1.31
速动比率	0.98	0.91	0.86	0.84
现金比率	0.51	0.49	0.49	0.51
资产负债率	55.8%	55.7%	59.6%	62.5%
经营效率				
应收账款周转天数	6.77	4.77	5.21	5.32
存货周转天数	35.77	33.74	35.00	34.71
总资产周转率	1.37	1.54	1.84	2.06
每股指标 (元)				
每股收益	1.43	0.53	0.50	0.73
每股净资产	8.69	9.19	9.68	10.41
每股经营现金流	-1.49	1.27	1.29	1.71
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	6.88	20.30	21.47	14.73
PB	1.13	1.16	1.10	1.03
EV/EBITDA	18.41	18.06	12.08	5.54
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	12,643	4,413	4,292	6,223
折旧和摊销	2,372	2,657	3,312	4,041
营运资金变动	-17,316	7,245	6,097	6,813
经营活动现金流	-13,874	11,815	12,019	15,933
资本开支	-7,395	-244	-589	-822
投资	-7,685	0	0	0
投资活动现金流	-3,010	4,231	2,991	2,042
股权募资	5,304	0	0	0
债务募资	17,193	0	0	0
筹资活动现金流	22,534	-11,393	-1,118	-1,118
现金净流量	5,649	4,653	13,892	16,857

分析师简介

刘欣，民生证券文化传媒&海外互联网首席分析师，中国人民大学汉青高级经济与金融研究院硕士，2019年1月加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元；200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。