

## 业绩有所承压，完善生态链形成长期发展动力

### 投资要点

- **事件：**公司2019H1实现营收1355.7亿元，同比+22.5%，归母净利润21.4亿元，同比-64.4%，扣非后归母净利润-31.9亿元，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，公司归母净利润约为7.6亿元。其中二季度单季实现营收733.3亿元，同比+20.1%，归母净利润20亿元，同比-66%，扣非后归母净利润-22亿元。
- **毛利率略有下滑，期间费用率上升：**（1）由于外部市场环境持续承压，公司实施积极的价格竞争策略，并积极拓展政企类客户的销售，上半年年毛利率下滑0.39pp至14%。（2）人员费用率上升、租金费用上升、前置仓建设带来的物流费用上升、借款规模增加使公司期间费用率总体上升。2018年期间费用率（含研发费用）上升2.57pp至16.3%。其中销售费用率上升1.68pp至12.1%，“管理+研发”费用率上升0.06pp至3.1%，财务费用率上升0.83pp至1.1%。
- **最完整的消费生态，形成长期发展的持续动力。**（1）**线下发展：**截至2019年H1公司拥有各类自营店面4141家（不含苏宁小店），零售云加盟店3362家。其中苏宁易购广场37个、零售云直营店1746个（-622）、家电3C家居生活专业店2110个（+5）、母婴店172个（+15）、超市9个（+1）、海外门店67家（+1）。（2）**线上平台运营：**营线上平台商品交易规模为1121.5亿元（含税），同比+27%，其中自营商品销售规模797亿元，同比增长25.6%；开放平台商品交易规模324.6亿元，同比+30.50%。（3）**同店情况：**受外部市场环境持续较弱的影 响，3C家居生活专业店同店增速为-5.7%，苏宁易购零售云直营店同店增速为-6.3%，苏宁红孩子母婴专业店经营逐步成熟，同店增速为+16.8%。
- **收购万达百货、审议通过家乐福中国80%股份事宜，进一步丰富线下场景。**公司通过收购加强场景能力、专业化商品供应链能力、物流服务能力建设，于2019年上半年完成万达百货门店收购，审议通过收购家乐福中国80%股份事项，进一步丰富线下场景布局，并补强百货、大快消类目的专业经营能力。
- **盈利预测与评级。**考虑到2019年苏宁金服将不纳入公司并表，增加投资收益116.6亿元，预计2019-2021年归母净利润分别为154.2亿元、36.7亿元、43.1亿元，对应PE分别为6/27/23倍。维持“增持”评级。
- **风险提示：**市场风险，外汇风险，门店扩张速度未达预期风险。

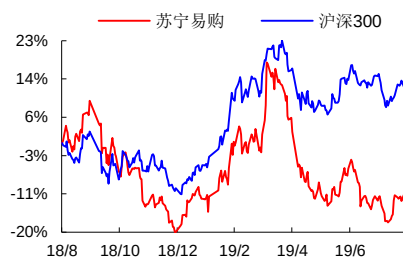
| 指标/年度         | 2018A     | 2019E     | 2020E     | 2021E     |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入（百万元）     | 244956.57 | 315936.58 | 391953.49 | 479128.61 |
| 增长率           | 30.35%    | 28.98%    | 24.06%    | 22.24%    |
| 归属母公司净利润（百万元） | 13327.56  | 15422.86  | 3666.16   | 4306.24   |
| 增长率           | 216.38%   | 15.72%    | -76.23%   | 17.46%    |
| 每股收益EPS（元）    | 1.43      | 1.66      | 0.39      | 0.46      |
| 净资产收益率ROE     | 14.33%    | 15.37%    | 3.63%     | 4.12%     |
| PE            | 8         | 6         | 27        | 23        |
| PB            | 1.24      | 1.07      | 1.07      | 1.03      |

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：嵇文欣  
 执业证号：S1250519080001  
 电话：021-58351812  
 邮箱：jwx@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

|             |            |
|-------------|------------|
| 总股本(亿股)     | 93.10      |
| 流通A股(亿股)    | 77.75      |
| 52周内股价区间(元) | 9.85-14.54 |
| 总市值(亿元)     | 999.90     |
| 总资产(亿元)     | 2,189.48   |
| 每股净资产(元)    | 8.73       |

### 相关研究

1. 苏宁易购(002024):销售规模增长较快,毛利率有所改善 (2019-04-30)
2. 苏宁易购(002024):业绩稳步提升,智慧苏宁引领零售新时代 (2019-04-01)

**附表：财务预测与估值**

| 利润表（百万元）      | 2018A            | 2019E            | 2020E            | 2021E            | 现金流量表（百万元）        | 2018A            | 2019E            | 2020E           | 2021E          |
|---------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|------------------|------------------|-----------------|----------------|
| 营业收入          | 244956.57        | 315936.58        | 391953.49        | 479128.61        | 净利润               | 12642.55         | 15422.58         | 3665.88         | 4305.96        |
| 营业成本          | 208216.61        | 266966.41        | 331200.70        | 404863.67        | 折旧与摊销             | 2372.26          | 3137.48          | 3259.44         | 3381.39        |
| 营业税金及附加       | 894.34           | 947.81           | 1567.81          | 1916.51          | 财务费用              | 1234.63          | 1263.75          | 1567.81         | 1820.69        |
| 销售费用          | 26066.68         | 34753.02         | 45074.65         | 55099.79         | 资产减值损失            | 2059.47          | 0.00             | 0.00            | 0.00           |
| 管理费用          | 5200.68          | 6950.60          | 9798.84          | 11978.22         | 经营营运资本变动          | -7445.39         | -7323.17         | -5085.53        | -2762.30       |
| 财务费用          | 1234.63          | 1263.75          | 1567.81          | 1820.69          | 其他                | -24737.97        | -10559.28        | -987.64         | -925.06        |
| 资产减值损失        | 2059.47          | 0.00             | 0.00             | 0.00             | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>-13874.47</b> | <b>1941.36</b>   | <b>2419.96</b>  | <b>5820.69</b> |
| 投资收益          | 13990.65         | 11657.00         | 1500.00          | 1500.00          | 资本支出              | -5429.95         | 0.00             | 0.00            | 0.00           |
| 公允价值变动损益      | 292.48           | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 其他                | 2419.79          | 21963.70         | 1507.26         | 1507.26        |
| 其他经营损益        | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-3010.16</b>  | <b>21963.70</b>  | <b>1507.26</b>  | <b>1507.26</b> |
| <b>营业利润</b>   | <b>13658.55</b>  | <b>16711.99</b>  | <b>4243.67</b>   | <b>4949.73</b>   | 短期借款              | 15627.85         | -24314.18        | 394.78          | 3943.48        |
| 其他非经营损益       | 286.91           | 300.00           | -200.00          | -200.00          | 长期借款              | 1960.08          | 0.00             | 0.00            | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>13945.46</b>  | <b>17011.99</b>  | <b>4043.67</b>   | <b>4749.73</b>   | 股权融资              | 2307.87          | 0.00             | 0.00            | 0.00           |
| 所得税           | 1302.91          | 1589.41          | 377.80           | 443.76           | 支付股利              | -931.00          | -2665.51         | -3084.57        | -733.23        |
| 净利润           | 12642.55         | 15422.58         | 3665.88          | 4305.96          | 其他                | 3569.28          | -5441.15         | -1567.81        | -1820.69       |
| 少数股东损益        | -685.01          | -0.28            | -0.28            | -0.28            | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>22534.08</b>  | <b>-32420.85</b> | <b>-4257.61</b> | <b>1389.56</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 13327.56         | 15422.86         | 3666.16          | 4306.24          | <b>现金流量净额</b>     | <b>6665.84</b>   | <b>-8515.79</b>  | <b>-330.38</b>  | <b>8717.51</b> |
|               |                  |                  |                  |                  |                   |                  |                  |                 |                |
| 资产负债表（百万元）    | 2018A            | 2019E            | 2020E            | 2021E            | 财务分析指标            | 2018A            | 2019E            | 2020E           | 2021E          |
| 货币资金          | 48041.52         | 39525.73         | 39195.35         | 47912.86         | <b>成长能力</b>       |                  |                  |                 |                |
| 应收和预付款项       | 24149.40         | 30748.12         | 38822.15         | 46050.57         | 销售收入增长率           | 30.35%           | 28.98%           | 24.06%          | 22.24%         |
| 存货            | 22263.29         | 29760.62         | 36810.91         | 44934.67         | 营业利润增长率           | 235.09%          | 22.36%           | -74.61%         | 16.64%         |
| 其他流动资产        | 37288.32         | 39830.49         | 45631.58         | 52284.18         | 净利润增长率            | 212.20%          | 21.99%           | -76.23%         | 17.46%         |
| 长期股权投资        | 17674.55         | 17674.55         | 17674.55         | 17674.55         | EBITDA 增长率        | 166.33%          | 22.29%           | -57.04%         | 11.92%         |
| 投资性房地产        | 3362.06          | 0.00             | 0.00             | 0.00             | <b>获利能力</b>       |                  |                  |                 |                |
| 固定资产和在建工程     | 17252.90         | 14806.59         | 12238.33         | 9548.11          | 毛利率               | 15.00%           | 15.50%           | 15.50%          | 15.50%         |
| 无形资产和开发支出     | 12089.00         | 11583.01         | 11077.02         | 10571.03         | 三费率               | 13.27%           | 13.60%           | 14.40%          | 14.38%         |
| 其他非流动资产       | 17346.15         | 10216.33         | 10023.88         | 9831.44          | 净利率               | 5.16%            | 4.88%            | 0.94%           | 0.90%          |
| <b>资产总计</b>   | <b>199467.20</b> | <b>194145.44</b> | <b>211473.77</b> | <b>238807.41</b> | ROE               | 14.33%           | 15.37%           | 3.63%           | 4.12%          |
| 短期借款          | 24314.18         | 0.00             | 394.78           | 4338.26          | ROA               | 6.34%            | 7.94%            | 1.73%           | 1.80%          |
| 应付和预收款项       | 52452.67         | 66035.86         | 81845.74         | 100412.74        | ROIC              | 29.03%           | 27.05%           | 7.53%           | 7.83%          |
| 长期借款          | 4813.75          | 4813.75          | 4813.75          | 4813.75          | EBITDA/销售收入       | 7.05%            | 6.68%            | 2.31%           | 2.12%          |
| 其他负债          | 29675.80         | 22968.94         | 23511.32         | 24761.74         | <b>营运能力</b>       |                  |                  |                 |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>111256.40</b> | <b>93818.55</b>  | <b>110565.58</b> | <b>134326.48</b> | 总资产周转率            | 1.37             | 1.61             | 1.93            | 2.13           |
| 股本            | 9310.04          | 9310.04          | 9310.04          | 9310.04          | 固定资产周转率           | 16.57            | 22.61            | 31.37           | 43.98          |
| 资本公积          | 38288.36         | 38288.36         | 38288.36         | 38288.36         | 应收账款周转率           | 57.30            | 50.78            | 51.86           | 50.83          |
| 留存收益          | 33677.72         | 46435.07         | 47016.65         | 50589.67         | 存货周转率             | 10.00            | 10.11            | 9.83            | 9.81           |
| 归属母公司股东权益     | 80917.10         | 93033.47         | 93615.05         | 97188.07         | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 115.57%          | —                | —               | —              |
| 少数股东权益        | 7293.70          | 7293.42          | 7293.14          | 7292.86          | <b>资本结构</b>       |                  |                  |                 |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>88210.80</b>  | <b>100326.89</b> | <b>100908.19</b> | <b>104480.93</b> | 资产负债率             | 55.78%           | 48.32%           | 52.28%          | 56.25%         |
| 负债和股东权益合计     | 199467.20        | 194145.44        | 211473.77        | 238807.41        | 带息债务/总负债          | 35.15%           | 15.76%           | 13.73%          | 14.24%         |
|               |                  |                  |                  |                  | 流动比率              | 1.41             | 1.83             | 1.73            | 1.64           |
|               |                  |                  |                  |                  | 速动比率              | 1.17             | 1.44             | 1.33            | 1.25           |
|               |                  |                  |                  |                  | 股利支付率             | 6.99%            | 17.28%           | 84.14%          | 17.03%         |
|               |                  |                  |                  |                  | <b>每股指标</b>       |                  |                  |                 |                |
|               |                  |                  |                  |                  | 每股收益              | 1.43             | 1.66             | 0.39            | 0.46           |
|               |                  |                  |                  |                  | 每股净资产             | 8.69             | 9.99             | 10.06           | 10.44          |
|               |                  |                  |                  |                  | 每股经营现金            | -1.49            | 0.21             | 0.26            | 0.63           |
|               |                  |                  |                  |                  | 每股股利              | 0.10             | 0.29             | 0.33            | 0.08           |
|               |                  |                  |                  |                  |                   |                  |                  |                 |                |
| 业绩和估值指标       | 2018A            | 2019E            | 2020E            | 2021E            |                   |                  |                  |                 |                |
| EBITDA        | 17265.43         | 21113.21         | 9070.92          | 10151.81         |                   |                  |                  |                 |                |
| PE            | 7.50             | 6.48             | 27.27            | 23.22            |                   |                  |                  |                 |                |
| PB            | 1.24             | 1.07             | 1.07             | 1.03             |                   |                  |                  |                 |                |
| PS            | 0.41             | 0.32             | 0.26             | 0.21             |                   |                  |                  |                 |                |
| EV/EBITDA     | 3.09             | 2.42             | 5.70             | 4.63             |                   |                  |                  |                 |                |
| 股息率           | 0.93%            | 2.67%            | 3.08%            | 0.73%            |                   |                  |                  |                 |                |

数据来源：Wind，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名     | 职务      | 座机            | 手机          | 邮箱                   |
|----|--------|---------|---------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽    | 地区销售总监  | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 黄丽娟    | 地区销售副总监 | 021-68411030  | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn      |
|    | 张方毅    | 高级销售经理  | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn     |
|    | 王慧芳    | 高级销售经理  | 021-68415861  | 17321300873 | whf@swsc.com.cn      |
|    | 涂诗佳    | 销售经理    | 021-68415296  | 18221919508 | tsj@swsc.com.cn      |
|    | 杨博睿    | 销售经理    | 021-68415861  | 13166156063 | ybz@swsc.com.cn      |
|    | 吴菲阳    | 销售经理    | 021-68415020  | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn      |
|    | 金悦     | 销售经理    | 021-68415380  | 15213310661 | jyue@swsc.com.cn     |
| 北京 | 张岚     | 高级销售经理  | 18601241803   | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 路剑     | 高级销售经理  | 010-57758566  | 18500869149 | lujian@swsc.com.cn   |
| 广深 | 王湘杰    | 销售经理    | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn      |
|    | 余燕伶    | 销售经理    | 0755-26820395 | 13510223581 | yyl@swsc.com.cn      |
|    | 陈霄（广州） | 销售经理    | 15521010968   | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn |