

2019年08月31日

# 苏宁易购 (002024.SZ)

## 公司快报

### 投资收益高基数影响利润增速，期待小店出表后盈利能力改善

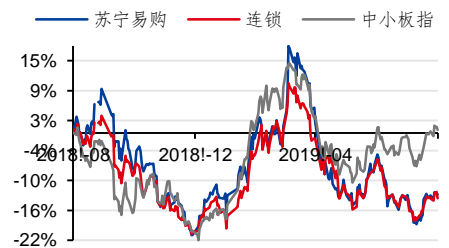
商贸零售 | 连锁 III

 投资评级 **买入-B(维持)**  
 股价(2019-08-30) 10.74元

#### 交易数据

总市值(百万元)	99,989.83
流通市值(百万元)	83,505.53
总股本(百万股)	9,310.04
流通股本(百万股)	7,775.19
12个月价格区间	9.77/14.69元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.02	-8.07	-14.07
绝对收益	0.09	-0.71	-12.2

#### 分析师

 王冯  
 SAC 执业证书编号: S0910516120001  
 wangfeng@hua.jinsc.cn  
 021-20377089

#### 报告联系人

 吴雨舟  
 wuyuzhou@hua.jinsc.cn  
 021-20377061

#### 相关报告

苏宁易购：收购家乐福中国 80% 股权，快销品类更进一步 2019-06-24

苏宁易购：线上渠道推动营收增长，投资收益保障净利润 2019-04-02

#### 事件

公司披露半年报，上半年营收 1355.71 亿元/+22.49%，实现归母净利 21.39 亿元/-64.36%，实现扣非后归母净利-31.90 亿元。EPS 约为 0.23 元。

其中二季度公司实现营收 733.30 亿元/+20.10%，实现归母净利 20.04 亿元/-65.99%，实现扣非后归母净利-21.99 亿元。

#### 投资要点

◆ **线上增速放缓影响营收增速，投资收益高基数影响利润增速：** 营收端，上半年公司实现营业收入增长 22%，二季度营收增速有所放缓，主要受线上 GMV 增速放缓影响，Q2 线上 GMV 增速由 Q1 的 36% 下降至 20%。上半年线上 GMV 占比约 61%，线上变化将较大程度影响营收变动。净利端，上半年实现归母净利同比下滑 64%，源于去年同期出售阿里巴巴股份形成利润高基数。另有苏宁小店 6 月末出表，若不考虑苏宁小店经营亏损及出表收益，上半年公司实现归母净利 7.61 亿元，扣非后归母净利约 -9.77 亿元。

◆ **线上 GMV 较快增速环比放缓，线下并购万达广场推动 GMV 增速提升：** 线上方面，互联网红利的趋近尾声，网上零售高增速有所放缓。截止 Q2 末，苏宁易购零售体系注册会员累计数量达 4.42 亿人，同比增长 23.8%，季度环比增长 4.7%。上半年苏宁易购实现线上 GMV 约 1121.5 亿元/+27%，其中自营商品 GMV 约 797.0 亿元/+26%，开放平台 GMV 约 324.6 亿元/+31%。Q2 苏宁易购实现线上 GMV 约 580.3 亿元/+19.5%，二季度线上 GMV 高增速环比放缓。

线下方面，收购万达广场扩大门店面积，推动线下 GMV 加速增长。上半年公司苏宁易购直营店大规模闭店，使 Q2 末门店数量（不含苏宁小店）较年初下降 667 家至 4037 家。其中苏宁易购广场（原万达广场）37 家，苏宁易购直营店 1746 家，家电 3C 店 2110 家，母婴店 172 家，超市店 9 家。由于苏宁易购店面较小，苏宁广场面积较大，上半年末苏宁线下经营面积较年初增长 15% 至 694 万平方米，推动上半年线下实现 GMV 约 720.1 亿元/+14.5%，其中 Q2 实现 GMV 增长 17.7%，增速环比有所提升。上半年受地产周期及零售大环境影响，苏宁家电 3C 店坪效同比降低 4.9%，易购零售云直营店坪效降低 9.0%，另有母婴店坪效提升 24.7%。

分品类看，含百货的小家电品类快速增长，快消品有望提升用户粘性。上半年公司含小家电、红孩子母婴美妆、家居食品及其他日用百货的小家电品类营收增长 67%，通讯产品、空调产品、白色家电、数码 IT 品类营收分别增长 0.9%、17%、19%、7.5%，小家电及百货品类推动营收增长。上半年，苏宁易购逐步夯实快消品类供应链，据亿邦动力网，618 期间，苏宁大快消订单量同比增长 245%，推动全渠道订单量增长 133%。公司拟收购家乐福中国，有望进一步整合快消品资源，提升用户粘性 & 复购率。

- ◆ **价格竞争策略促使毛利率同比降低,投资收益大幅波动影响净利率:** 盈利能力方面,公司积极进行价格竞争的策略,加大对品类的促销投入,主要品类毛利率均有下降,上半年毛利率同比下降 0.39pct 至 14.04%。上半年第三期员工持股计划带动管理费用提升,可比门店下滑及苏宁小店快速拓店推动销售费用率提升,供应链融资及消费金融快速发展推升财务费用率,最终公司期间费用率合计提升 2.66pct 至 16.55%。另外上半年公司苏宁小店出表投资收益不及去年同期出售阿里巴巴股权投资收益,最终公司净利率同比下降 3.59%至 1.54%。
- ◆ **投资建议:** 苏宁易购坚持线上线下融合发展。家乐福并表推升营收,小店、金服计划出表,扣非净利润回暖或可期待。我们公司预测 2019 年至 2021 年每股收益分别为 1.79、0.36 和 0.41 元。净资产收益率分别为 17.4%、3.4%和 3.7%。目前公司 PS (TTM) 约为 0.37 倍,低于唯品会的 0.45 倍,维持“买入-B”建议。
- ◆ **风险提示:** 并购整合或不及预期;多品类扩张存在不确定性;战略转型效果或不及预期。

#### 财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	187,927.8	244,956.6	306,657.2	388,154.9	460,200.9
同比增长(%)	26.5%	30.3%	25.2%	26.6%	18.6%
营业利润(百万元)	4,076.1	13,658.6	18,157.1	3,447.0	3,950.0
同比增长(%)	198540.2%	235.1%	32.9%	-81.0%	14.6%
净利润(百万元)	4,212.5	13,327.6	16,706.8	3,378.0	3,830.6
同比增长(%)	498.0%	216.4%	25.4%	-79.8%	13.4%
每股收益(元)	0.45	1.43	1.79	0.36	0.41
PE	23.7	7.5	6.0	29.6	26.1
PB	1.3	1.2	1.0	1.0	1.0

数据来源: 贝格数据华金证券研究所

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	187,927.8	244,956.6	306,657.2	388,154.9	460,200.9	<b>年增长率</b>					
减: 营业成本	161,431.8	208,216.6	266,375.2	332,030.7	393,688.0	营业收入增长率	26.5%	30.3%	25.2%	26.6%	18.6%
营业税费	729.3	894.3	1,119.6	1,417.2	1,680.2	营业利润增长率	198540.	235.1%	32.9%	-81.0%	14.6%
销售费用	20,635.8	26,066.7	32,632.5	41,304.9	48,971.6	净利润增长率	498.0%	216.4%	25.4%	-79.8%	13.4%
管理费用	4,864.1	5,200.7	6,510.7	8,240.9	9,770.5	EBITDA 增长率	239.9%	230.0%	9.9%	-72.6%	20.3%
财务费用	306.5	1,234.6	342.6	55.0	477.2	EBIT 增长率	874.8%	312.5%	10.1%	-81.1%	26.4%
资产减值损失	512.7	2,059.5	1,286.1	1,672.8	1,672.8	NOPLAT 增长率	1690.6%	229.6%	24.2%	-81.1%	26.4%
加: 公允价值变动收益	18.9	292.5	27.3	-2.5	-7.4	投资资本增长率	10.6%	133.1%	-35.7%	2.6%	-2.5%
投资和汇兑收益	4,300.4	13,990.6	19,739.3	16.0	16.8	净资产增长率	19.6%	5.5%	16.9%	3.1%	3.4%
<b>营业利润</b>	4,076.1	13,658.6	18,157.1	3,447.0	3,950.0	<b>盈利能力</b>					
加: 营业外净收支	255.9	286.9	271.4	279.2	275.3	毛利率	14.1%	15.0%	13.1%	14.5%	14.5%
<b>利润总额</b>	4,332.0	13,945.5	18,428.6	3,726.1	4,225.3	营业利润率	2.2%	5.6%	5.9%	0.9%	0.9%
减: 所得税	282.5	1,302.9	1,721.8	348.1	394.8	净利润率	2.2%	5.4%	5.4%	0.9%	0.8%
<b>净利润</b>	4,212.5	13,327.6	16,706.8	3,378.0	3,830.6	EBITDA/营业收入	3.0%	7.6%	6.6%	1.4%	1.5%
						EBIT/营业收入	2.2%	6.9%	6.0%	0.9%	1.0%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	46.8%	55.8%	55.3%	57.3%	62.5%
货币资金	34,029.7	48,041.5	58,264.9	73,749.4	87,438.2	负债权益比	88.1%	126.1%	123.8%	134.0%	166.4%
交易性金融资产	2,789.8	15,720.4	15,720.4	15,720.4	15,720.4	流动比率	1.37	1.41	1.41	1.45	1.39
应收帐款	9,308.4	-	11,653.0	3,096.9	14,390.8	速动比率	1.08	1.17	1.14	1.21	1.10
应收票据	19.0	-	23.8	6.3	29.4	利息保障倍数	13.29	13.61	54.00	63.70	9.28
预付帐款	8,667.7	17,468.7	15,968.1	25,710.1	23,707.6	<b>营运能力</b>					
存货	18,551.5	22,263.3	29,951.8	29,075.9	47,474.6	固定资产周转天数	26	22	19	16	14
其他流动资产	14,463.6	28,248.6	29,661.1	31,144.1	32,701.3	流动营业资本周转天数	-5	-2	-8	-14	-12
可供出售金融资产	31,462.5	6,937.4	7,284.2	7,648.5	8,030.9	流动资产周转天数	160	161	172	158	156
持有至到期投资	-	10.1	3.4	4.5	6.0	应收帐款周转天数	14	7	7	7	7
长期股权投资	1,767.2	17,674.6	17,674.6	17,674.6	17,674.6	存货周转天数	32	30	31	27	30
投资性房地产	3,177.7	3,362.1	3,362.1	3,362.1	3,362.1	总资产周转天数	282	262	253	222	212
固定资产	14,373.1	15,198.9	16,515.3	17,170.0	17,439.6	投资资本周转天数	36	49	45	28	24
在建工程	499.8	2,063.3	1,031.7	515.8	257.9	<b>费用率</b>					
无形资产	8,215.5	9,653.6	10,415.2	11,117.1	11,758.4	销售费用率	11.0%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%
其他非流动资产	9,951.2	12,824.7	13,224.7	12,880.7	12,985.6	管理费用率	2.6%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
<b>资产总额</b>	157,276.7	199,467.2	230,754.1	248,876.3	292,977.3	财务费用率	0.2%	0.5%	0.1%	0.0%	0.1%
短期债务	8,686.3	24,314.2	8,652.5	15,274.8	20,491.7	三费/营业收入	13.7%	13.3%	12.9%	12.8%	12.9%
应付帐款	23,397.9	19,835.6	35,473.8	33,468.1	48,276.1	<b>投资回报率</b>					
应付票据	27,356.7	27,235.4	42,605.3	44,449.5	58,771.1	ROE	5.3%	16.5%	17.4%	3.4%	3.7%
其他流动负债	4,822.7	22,311.5	28,020.4	29,876.1	31,291.8	ROA	2.6%	6.3%	7.2%	1.4%	1.3%
长期借款	2,853.7	4,813.7	-	6,424.7	10,972.3	ROIC	22.8%	67.9%	36.2%	10.6%	13.1%
其他非流动负债	6,531.7	12,746.0	12,884.6	13,030.1	13,182.8	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	73,649.0	111,256.4	127,636.6	142,523.3	182,985.9	DPS(元)	0.10	0.12	0.27	0.05	0.06
少数股东权益	4,669.2	7,293.7	7,293.7	7,293.7	7,293.7	分红比率	22.1%	8.4%	15.0%	15.0%	15.0%
股本	9,310.0	9,310.0	9,310.0	9,310.0	9,310.0	股息收益率	0.9%	1.1%	2.5%	0.5%	0.6%
留存收益	57,343.2	71,966.1	86,513.7	89,749.3	93,387.7						
<b>股东权益</b>	83,627.7	88,210.8	103,117.5	106,353.0	109,991.4						
						<b>现金流量表</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E						
净利润	4,049.5	12,642.5	16,706.8	3,378.0	3,830.6	<b>业绩和估值指标</b>					
加: 折旧和摊销	2,100.1	2,372.3	1,843.7	2,069.2	2,276.9	EPS(元)	0.45	1.43	1.79	0.36	0.41
资产减值准备	512.7	2,059.5	-	-	-	BVPS(元)	8.48	8.69	10.29	10.64	11.03
公允价值变动损失	-18.9	-292.5	27.3	-2.5	-7.4	PE(X)	23.7	7.5	6.0	29.6	26.1
财务费用	399.3	1,186.0	342.6	55.0	477.2	PB(X)	1.3	1.2	1.0	1.0	1.0
投资损失	-4,300.4	-13,990.6	-19,739.3	-16.0	-16.8	P/FCF	30.4	7.0	7.8	6.4	7.0
少数股东损益	-163.0	-685.0	-	-	-	P/S	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2
营运资金的变动	57.7	-19,457.4	17,151.2	410.7	1,330.3	EV/EBITDA	7.3	3.5	1.7	5.7	4.0
<b>经营活动产生现金流量</b>	-6,605.3	-13,874.5	16,332.3	5,894.4	7,890.8	CAGR(%)	-5.9%	-32.8%	223.6%	-5.9%	-32.8%
<b>投资活动产生现金流量</b>	13,437.5	-3,010.2	16,509.2	-3,259.3	-3,297.1	PEG	-4.0	-0.2	0.0	-5.0	-0.8
<b>融资活动产生现金流量</b>	-910.5	22,534.1	-22,618.1	12,849.5	9,095.1	ROIC/WACC	2.4	7.2	3.8	1.1	1.4

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn