

证券研究报告—动态报告

商业贸易

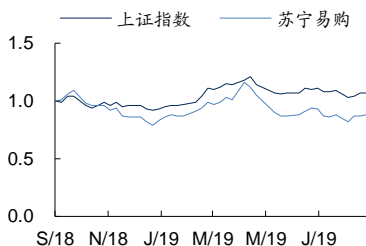
零售

苏宁易购(002024)
买入

2019 年中报点评

(维持评级)

2019 年 09 月 04 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	9,310/7,775
总市值/流通(百万元)	98,407/82,184
上证综指/深圳成指	2,9309,569
12 个月最高/最低(元)	14.54/9.67

相关研究报告:

《国信证券-苏宁易购-002024》——2019-06-24
 《苏宁易购-002024-2018 年年报点评: 核心利润修复, 全渠道建设提速》——2019-04-09
 《苏宁易购-002024-重大事件快评: 稀释苏宁小店持股比例, 减少经营业绩影响》——2018-10-15
 《苏宁易购-002024-零售云专题: 加盟赋能, 抢占低线家电市场》——2018-05-28
 《苏宁云商-002024-重大事件快评: 苏宁牵手阿里, 开启互联网+零售新篇章》——2015-08-11

证券分析师: 王念春

电话: 0755-82130407
 E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120027

证券分析师: 刘馨竹

E-MAIL: liuxinz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519060002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

收入增速放缓, 同店增速承压

● 收入增速放缓, 同店增速承压

公司 1H19 营业收入为 1355.7 亿元, 同比增加 22.49%, 归母净利润 21.39 亿元, 同比下降 64.36%。分部来看, 中国零售和服务业务实现净利润 21.36 亿元, 剔除苏宁小店上半年的经营亏损影响及股权转让投资收益 (13.78 亿), 以及万达投资收益 (8.71 亿) 影响, 净利润-1.13 亿元。现金流方面, 不考虑小贷、保理业务发放贷款规模增加带来的影响, Q2 CFO 为-26.47 亿元, 环比小幅改善。

1H19 全渠道 GMV1,842.13 亿元, 同比增长 21.80%, 线上 GMV1,121.50 亿元同比增长 26.98%, 增速小幅放缓。公司自营店总数达 4,141 家 (不含苏宁小店), 自营门店物业面积 698.70 万平方米, 零售云加盟店 3,362 家。业态绩效方面, 由于外部市场环境持续较弱, 3C 家居专业店/零售云直营店可比门店销售收入同比下降 5.66/6.27%; 红孩子可比门店销售收入同比增长 16.84%。

● 毛利率下降, 总费用率增加

1H19 综合毛利率为 14.04%, 同比下滑 0.39pct; 核心主营业务毛利率 12.7%, 同比下滑 0.73pct, 主要因促销家居, 以及政企客户拓展影响。总费用率有所增加, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.12/1.99/1.08/1.08%, 同比 +0.68/-0.21/+0.27/+0.83pct, 主要因苏宁小店费用增加、物流前置仓建设所致。

● 风险提示

多业态高速扩张大幅拖累业绩; 费用率修复不及预期。

● 高速增长, 全渠道多业态建设提速, 维持“买入”评级

我们维持盈利预测, 预计 2019/2020/2021 年公司净利润分别为 173.29/30.88/48.12 亿元。按照线下、线上平台、物流、金融、自有物业进行分部估值。其中, 线下业务估值为 620-827 亿元, 线上业务按照 P/GMV = 0.1-0.15x 测算, 估值区间为 208.3 - 312.45 亿元; 物流业务估值区间 228 亿-380 亿元; 金融业务估值为 230.44 亿元; 自有门店物业价值为 62.73 亿元。综上所述我们认为公司合理估值区间为 1349-1812 亿元, 对应股价 14.48-19.46 元。维持“买入”评级。

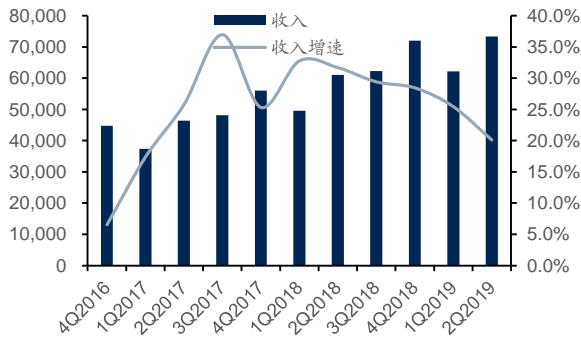
盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1879.28	244,957	306,196	376,621	451,945
(+/-%)	26.5%	30.3%	25.0%	23.0%	20.0%
净利润(百万元)	42.13	13328	17329.21	3088.49	4811.86
(+/-%)	498.0%	216.4%	30.0%	-82.2%	55.8%
摊薄每股收益(元)	0.45	1.43	1.86	0.33	0.52
EBIT Margin	0.40%	1.9%	0.8%	1.5%	1.6%
净资产收益率(ROE)	5.3%	16.5%	18.1%	3.1%	4.7%
市盈率(PE)	23.44	7.4	5.7	31.9	20.5
EV/EBITDA	50.1	33.4	53.8	32.1	27.3
市净率(PB)	1.57	1.22	1.03	1.00	0.97

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

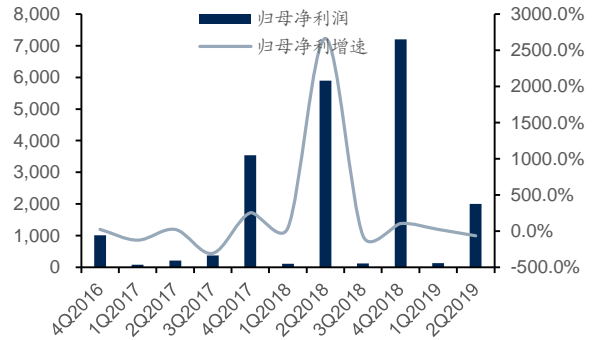
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 公司分季度收入及收入增速 (亿元, %)



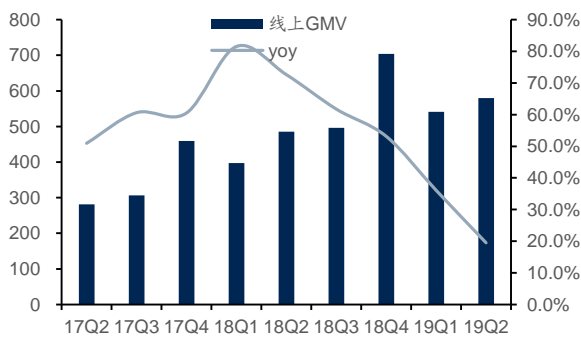
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司分季度归母净利润及净利润增速 (亿元, %)



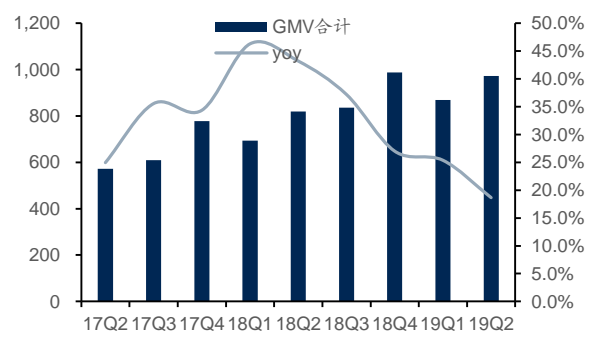
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司分季度线上全渠道 GMV 及增速 (亿元, %)



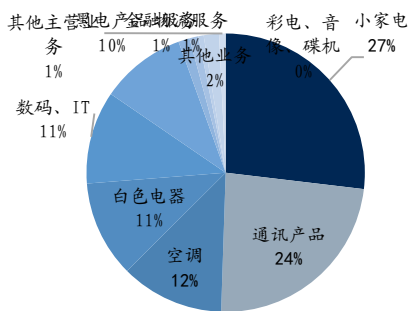
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司分季度全渠道 GMV 及增速 (亿元, %)



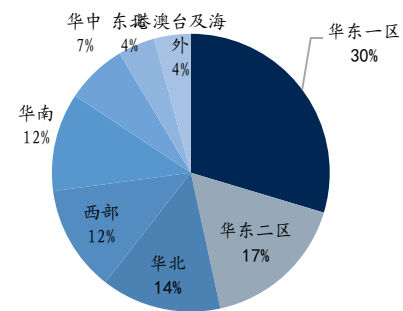
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 1H19 公司营业收入分产品构成 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 1H19 公司营业收入分地区构成 (%)

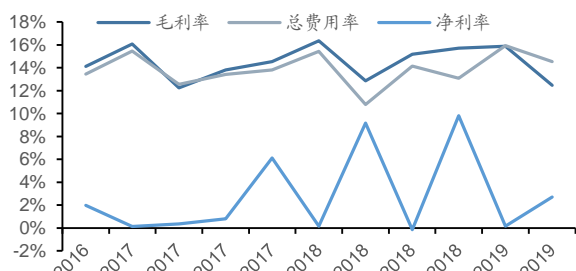


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

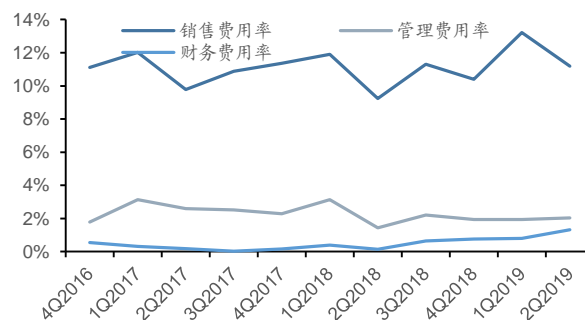
表 1: 1H19 公司业态绩效状况 (% , 元)

业态	坪效 (元)	坪效同比变化 (%)	销售收入同比变动
家电 3C 家居生活专业店	15,263.31	-4.89%	-5.66%
母婴店	7,618.44	24.71%	16.84%
苏宁易购零售云直营店	15,158.67	-8.97%	-6.27%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司分季度毛利率、费用率和净利率 (%)


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司分季度销售、管理、财务费用率 (%)


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 2: 公司历年各业态门店数量 (个)

门店数量	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/6/30
苏宁易购广场			15	16	54
常规店	1510	1478	1499	2105	1724
红孩子店	27	26	53	157	172
苏鲜生超市店	37	6	9	8	9
苏宁小店	0	13	23	4177	5368
迪亚天天加盟店				112	42
零售云加盟店	0	0	39	2071	3362
易购直营店	1011	1902	2215	2368	1746

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 3: 公司 SOTP 分部估值法测算合理估值区间(亿元)

估值方法	估值系数	基础数值	估值区间
非零售部分			
物流	物业价值: 元/平方米	3000-5000 元/平方米	950 万平方米*80% (自有占比)
金融			
自有物业			
零售部分:			
方法 1 (线上下分开估值)			
线下	P/E	15x-20x	1200 亿 (线下 GMV)/1.16*4% (净利率估算)=41.37 亿
线上	P/GMV	0.1x-0.15x	2083 亿 (线上 GMV)
总估值区间			
对应股价			
方法 2 (全渠道估值)			
全渠道	P/E	25x-30x	29.06 亿 (核心利润)
总估值区间			
对应股价			

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理及测算

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
601933	永辉超市	买入	9.45	0.15	0.24	0.32	63.00	39.38	29.53	4.54
002867	周大生	买入	22.19	1.11	1.39	1.62	20.05	16.00	13.70	4.21
603708	天虹股份	买入	11.82	0.75	0.83	1.02	15.68	14.24	11.59	2.15
601828	家家悦	买入	25.95	0.71	0.83	0.99	36.67	31.27	26.21	5.88
002024	苏宁易购	买入	10.57	1.43	1.86	0.33	7.39	5.68	32.03	1.21

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2020E		2018	2019E	2020E	2020E
现金及现金等价物	48042	58711	62110	66591	营业收入	244957	306196	376621	451945
应收款项	6681	8389	10318	12382	营业成本	208217	259960	319751	383701
存货净额	22263	27800	34164	41012	营业税金及附加	894	1194	1469	1763
其他流动资产	39037	45929	56493	67792	销售费用	26067	32855	40072	47816
流动资产合计	131743	156550	178805	203497	管理费用	5201	6357	9802	11233
固定资产	17262	16921	16590	16123	财务费用	1235	992	581	479
无形资产及其他	9654	9267	8881	8495	投资收益	13991	16133	0	0
投资性房地产	23134	23134	23134	23134	资产减值及公允价值变动	(1767)	(1200)	(1200)	(1200)
长期股权投资	17675	17675	17675	17675	其他收入	(1909)	0	0	0
资产总计	199467	223548	245086	268924	营业利润	13659	19770	3746	5754
短期借款及交易性金融负债	27851	20000	20000	20000	营业外净收支	287	260	260	260
应付款项	47071	58452	71832	86230	利润总额	13945	20030	4006	6014
其他流动负债	18775	24170	29538	35399	所得税费用	1303	2203	521	902
流动负债合计	93697	102622	121370	141630	少数股东损益	(685)	500	400	300
长期借款及应付债券	14788	14788	14788	14788	归属于母公司净利润	13328	17327	3085	4812
其他长期负债	2771	2771	2771	2771					
长期负债合计	17560	17560	17560	17560					
负债合计	111256	120182	138929	159190	现金流量表 (百万元)				
少数股东权益	7294	7719	8039	8249	净利润	13328	17329	3088	4812
股东权益	80917	95647	98118	101486	资产减值准备	1547	162	(51)	(66)
负债和股东权益总计	199467	223548	245086	268924	折旧摊销	1708	1665	1868	2019
					公允价值变动损失	1767	1200	1200	1200
					财务费用	1235	988	577	479
					营运资本变动	16259	2801	(160)	(16)
					其它	(2128)	263	371	276
					经营活动现金流	32480	23419	6316	8225
					资本开支	(3355)	(2300)	(2300)	(2300)
					其它投资现金流	(12931)	0	0	0
					投资活动现金流	(32193)	(2300)	(2300)	(2300)
					权益性融资	5304	0	0	0
					负债净变化	1960	0	0	0
					支付股利、利息	(2017)	(2599)	(618)	(1444)
					其它融资现金流	8535	(7851)	0	0
					融资活动现金流	13725	(10450)	(618)	(1444)
					现金净变动	14012	10669	3399	4481
					货币资金的期初余额	34030	48042	58711	62110
					货币资金的期末余额	48042	58711	62110	66591
					企业自由现金流	18762	4301	4216	6021
					权益自由现金流	29257	(4429)	3714	5614

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2020E
每股收益	1.43	1.86	0.33	0.52
每股红利	0.22	0.28	0.07	0.16
每股净资产	8.69	10.27	10.54	10.90
ROIC	5%	3%	6%	8%
ROE	16%	18%	3%	5%
毛利率	15%	15%	15%	15%
EBIT Margin	2%	1%	1%	2%
EBITDA Margin	3%	1%	2%	2%
收入增长	30%	25%	23%	20%
净利润增长率	216%	30%	-82%	56%
资产负债率	59%	57%	60%	62%
息率	2.0%	2.6%	0.6%	1.5%
P/E	7.4	5.7	31.9	20.5
P/B	33.4	53.8	32.1	27.3
EV/EBITDA	1.22	1.03	1.00	0.97

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032