

评级: 买入(维持)

分析师: 彭毅

执业证书编号: S0740515100001

Email: pengyi@r.qlzq.com.cn

研究助理: 龙凌波

Email: longlb@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	9,310
流通股本(百万股)	7,775
市价(元)	10.29
市值(百万元)	95,800
流通市值(百万元)	80,007

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 竞争格局向好, 零售脱底向上, 物流+金融持续发力
- 2 全渠道多业态零售网络逐步完善, 规模效应带来持续高增长
- 3 家电零售已形成宽阔护城河, 全渠道多业态精耕智慧零售生态圈, 开启规模发展新篇章
- 4 全渠道多业态智慧零售网络效率最优, 预期小店和金融业务出表后盈利和现金流有望显著改善
- 5 线上经营思路调整, 下半年有望迎来业绩改善

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	187,928	244,957	295,234	379,600	437,599
营业收入增速	26.48%	30.35%	20.53%	28.58%	15.28%
归属于母公司的净利润	4,213	13,328	19,442	3,781	5,650
净利润增长率	498.02%	216.38%	45.88%	-80.55%	49.41%
摊薄每股收益(元)	0.45	1.43	2.09	0.41	0.61
每股现金流量	-0.71	-1.49	0.26	0.38	0.53
净资产收益率	5.34%	16.47%	17.44%	2.99%	4.33%
P/E	22.74	7.19	4.93	25.33	16.96
PEG	-5.74	-0.29	0.02	-6.39	-0.68
P/B	1.21	1.18	0.86	0.76	0.73

备注:

投资要点

- **事件: 9月26日, 苏宁完成收购家乐福中国80%股份的交割手续。9月27日, 苏宁金服完成第三轮共100亿元融资, 投后估值达560亿元, 苏宁金服正式出表, 成为上市公司关联方苏宁金控的控股子公司。**
- **金服出表增厚上市公司现金流, 资本运作将更为灵活。**苏宁金服向本轮投资者增资扩股17.86%, 苏宁易购集团持股比例减少至41.15%, 苏宁金服正式完成出表。据公司财务部门测算, 若以2019年6月30日为交割日, 预计本次交易可增加公司投资收益约158亿元。2019H1, 苏宁金服经营活动净现金流为-84.98亿元, 本轮金服出表后有望显著增厚上市公司现金流, 优化公司战略布局, 集中优势资源, 聚焦零售主业发展。苏宁金服经营管理和资本运作将更为灵活, 资本金和融资能力有效增强, 供应链金融和消费贷等主要业务有望加速发展, 与苏宁易购零售业务形成良好的协同效应。
- **家乐福中国交割完成, 进一步丰富全场景零售布局。**2019年以来公司已经完成收购万达百货、苏宁小店出表、收购家乐福中国等战略投资运作, 国内零售布局持续完善, 目前公司拥有家乐福大卖场、苏鲜生精品超市、苏宁小店、红孩子母婴等门店, 全场景、多业态推进大快消类目发展; 境外子公司LAOX定增完成后也将出表, 提升公司国际化竞争优势。
- **投资建议: 资本运作基本完成, 聚焦零售主业发展, 维持“买入”评级。**

据中国家用电器研究院发布的数据, 苏宁2019H1全渠道家电零售市场份额为22.4%, 同比增加1.3%, 持续领先京东(14.1%)。苏宁全渠道家电零售布局完善, 在渠道优势下以自有品牌优化盈利能力, 家电造血确定性较高。在非电器品类, 小店出表减轻亏损压力, 家乐福预计在四季度完成并表, 大快消品类亏损在业务整合协同效益下有望收窄。目前苏宁零售主业全渠道、多业态的布局逐步完善, 经营效率有望持续提升。苏宁金服出表显著增厚上市公司经营现金流; 苏宁物流已经成立子集团, 预计未来也可通过独立融资进一步焕发经营活力, 协同零售主业发展。预计下半年物流有望持续减亏。若基本面持续向好, 苏宁下半年有望迎来业绩改善, 后续市值增长空间较大。预计2019-2021年实现营业收入2,952/3,796/4,376亿元, 实现归母净利润194.42/37.81/56.50亿元。

- **风险提示: (1) 线上线下融合不及预期, 线上业务成本激增; 线下门店改造受阻, 新拓展门店经营不善、亏损加剧, 造成公司盈利下滑; (2) 搜索流量红利减退, 天猫旗舰店流量优势减弱; 苏宁拼购、零售云、苏宁小店等新流量入口拓展不顺利, 流量成本大幅上升; (3) 金融业务风控能力不足, 坏账大幅增加, 持续拖累集团现金流恶化。**

图表 1: 变更后的苏宁金服股权结构

持股0.5%以上股东名称	持股比例
苏宁易购集团股份有限公司	41.15%
南京润煜企业管理咨询中心(有限合伙)	24.01%
苏宁金控投资有限公司	21.27%
南京泽鼎企业管理咨询中心(有限合伙)	3.43%
上海云锋麒麟投资中心(有限合伙)	2.54%
嘉兴润石义方股权投资合伙企业(有限合伙)	1.79%
上海金融发展投资基金二期(叁)(有限合伙)	1.52%
南京润歆管理咨询合伙企业(有限合伙)	0.89%
南京润雅管理咨询合伙企业(有限合伙)	0.77%
南京泽裕企业管理咨询中心(有限合伙)	0.68%
其他	1.95%
共计	100.00%

来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 2: 苏宁金服关键财务数据

(亿元)	2015	2016	2017	2018	2019H1
营业收入	11.83	10.70	21.79	31.70	19.58
净利润	3.14	0.11	5.08	3.51	4.05
经营活动现金流量	-8.50	1.95	-95.99	-83.60	-84.98
流动资产	15.24	116.61	169.45	273.26	358.74
非流动资产	0.49	27.60	38.52	52.57	46.13
资产合计	15.73	144.21	207.97	325.83	404.87
流动负债	4.82	73.20	121.02	179.99	160.46
非流动负债		0.23	2.81	5.07	98.85
负债合计	4.82	73.43	123.83	185.06	259.31

来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 3: 苏宁易购财务预测三张表

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	187,928	244,957	295,234	379,600	437,599	货币资金	34,030	48,042	57,902	74,448	85,823
增长率	26.5%	30.3%	20.5%	28.58%	15.28%	应收款项	9,327	6,681	11,361	11,836	17,580
营业成本	-161,432	-208,217	-251,965	-320,853	-368,738	存货	18,551	22,263	26,730	35,658	40,138
% 销售收入	85.9%	85.0%	85.3%	84.5%	84.3%	其他流动资产	25,921	54,757	47,515	59,859	57,354
毛利	26,496	36,740	43,269	58,747	68,861	流动资产	87,830	131,743	143,509	181,802	200,895
% 销售收入	14.1%	15.0%	14.7%	15.5%	15.7%	% 总资产	55.8%	66.0%	64.3%	69.9%	73.0%
营业税金及附加	-729	-894	-1,078	-1,386	-1,598	长期投资	36,407	27,984	42,879	42,092	38,681
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	14,373	15,199	14,065	12,928	11,789
营业费用	-20,636	-26,067	-34,690	-44,527	-51,243	% 总资产	9.1%	7.6%	6.3%	5.0%	4.3%
% 销售收入	11.0%	10.6%	11.8%	11.7%	11.7%	无形资产	8,217	9,677	10,500	11,238	11,893
管理费用	-4,864	-5,201	-6,268	-8,010	-9,190	非流动资产	69,447	67,725	79,696	78,211	74,429
% 销售收入	2.6%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	% 总资产	44.2%	34.0%	35.7%	30.1%	27.0%
息税前利润 (EBIT)	267	4,578	1,233	4,825	6,831	资产总计	157,277	199,467	223,205	260,012	275,324
% 销售收入	0.1%	1.9%	0.4%	1.3%	1.6%	短期借款	8,686	24,314	20,090	22,900	27,230
财务费用	-306	-1,235	-515	-618	-669	应付款项	52,247	49,037	61,897	79,407	83,001
% 销售收入	0.2%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动负债	3,331	20,345	10,270	11,300	13,972
资产减值损失	513	2,059	1,500	1,500	1,500	流动负债	64,264	93,697	92,257	113,607	124,203
公允价值变动收益	19	292	0	0	0	长期贷款	2,854	4,814	4,814	4,814	4,814
投资收益	4,300	13,991	20,875	1,000	1,000	其他长期负债	6,532	12,746	8,350	9,209	10,102
% 税前利润	85.2%	70.0%	89.4%	14.4%	11.2%	负债	73,649	111,256	105,421	127,630	139,119
营业利润	4,792	19,686	23,093	6,707	8,662	普通股股东权益	78,958	80,917	111,490	126,282	130,395
营业利润率	2.6%	8.0%	7.8%	1.8%	2.0%	少数股东权益	4,669	7,294	6,294	6,100	5,810
营业外收支	256	287	250	250	250	负债股东权益合计	157,277	199,467	223,205	260,012	275,324
税前利润	5,048	19,973	23,343	6,957	8,912						
利润率	2.7%	8.2%	7.9%	1.8%	2.0%						
所得税	-283	-1,303	-1,901	-370	-552						
所得税率	5.6%	6.5%	8.1%	5.3%	6.2%	比率分析					
净利润	4,050	12,643	18,442	3,587	5,360						
少数股东损益	-163	-685	-999	-194	-290	每股指标					
归属于母公司的净利润	4,213	13,328	19,442	3,781	5,650	每股收益(元)	0.45	1.43	2.09	0.41	0.61
净利率	2.2%	5.4%	6.6%	1.0%	1.3%	每股净资产(元)	8.48	8.69	11.98	13.56	14.01
						每股经营现金流(元)	-0.71	-1.49	0.26	0.38	0.53
						每股股利(元)	0.10	0.10	0.52	0.10	0.15
						回报率					
						净资产收益率	5.34%	16.47%	17.44%	2.99%	4.33%
						总资产收益率	2.57%	6.34%	8.26%	1.38%	1.95%
						投入资本收益率	19.59%	67.89%	40.27%	8.80%	12.30%
						增长率					
						营业总收入增长率	26.48%	30.35%	20.53%	28.58%	15.28%
						EBIT增长率	874.76%	312.49%	22.65%	-79.01%	46.38%
						净利润增长率	498.02%	216.38%	45.88%	-80.55%	49.41%
						总资产增长率	14.66%	26.83%	11.90%	16.49%	5.89%
						资产管理能力					
						应收账款周转天数	13.9	10.8	10.0	10.0	11.0
						存货周转天数	31.6	30.0	29.9	29.6	31.2
						应付账款周转天数	28.5	28.5	28.0	28.0	28.0
						固定资产周转天数	26.0	21.7	17.8	12.8	10.2
						偿债能力					
						净负债/股东权益	-39.19%	-17.30%	-34.89%	-37.43%	-42.22%
						EBIT利息保障倍数	13.3	13.6	40.0	7.0	9.5
						资产负债率	46.83%	55.78%	47.23%	49.09%	50.53%

来源: 公司公告 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。