

## 消费升级与娱乐研究中心

## 苏宁易购 (002024.SZ) 买入 (维持评级)

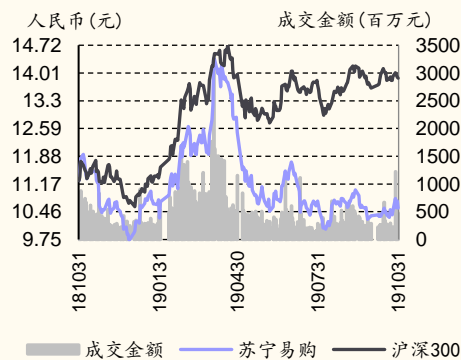
## 公司点评

市场价格 (人民币): 10.55 元  
目标价格 (人民币): 14.00-14.00 元

## 聚焦零售主业, 期待后续发力

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	93.10
已上市流通 A 股(亿股)	77.75
总市值(亿元)	982.21
年内股价最高最低(元)	10.80/10.32
沪深 300 指数	3887
中小板综	9060



## 公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.45	1.44	1.58	0.57	0.81
每股净资产(元)	8.481	8.741	10.200	10.635	11.395
每股经营性现金流(元)	-0.709	-1.499	-0.919	0.568	1.380
市盈率(倍)	23.32	7.33	6.7	18.6	13.1
净利润增长率(%)	721.0%	212.2%	12.2%	-64.1%	42.3%
净资产收益率(%)	5.34%	16.47%	16.67%	5.45%	7.33%
总股本(百万股)	9,310	9,310	9,310	9,310	9,310

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 公司完成家乐福收购与苏宁小店、金融出表。1-9 月公司实现营收 2,010 亿元, 同比增长 16.1%符合预期; 归母净利润 119 亿元, 同比增长 94%, 净利润率 5.9%。净利润增长主要由于家乐福并表与小店、金融出表所致。

## 经营分析

- 收入符合预期, 毛利率维持稳定: 1-9 月营业收入增速 16.1%, 主要由于公司下沉渠道开拓及快消类商品收入占比提升。毛利率 14.7%同比基本持平, 主要由于服务收入和金融业收入提升对冲营业成本增加。我们认为随着快消类占比提升和下沉市场拓展, 毛利水平有望保持稳中有升态势。
- 展店策略持续, 同店逻辑失色。1-9 月公司零售云加盟店新开 2,187 家, 截至 9 月底公司零售云加盟店 4,131 家, 我们预计 Q4 零售云加盟店展店将加速以完成全年 5,000 家店的里程碑, 持续看好苏宁零售云加盟店为品类扩展和渠道下沉奠定基础。1-9 月公司家电 3C 家居生活专业店可比门店线下零售销售收入同比下降 7.2%。易购零售云直营店可比门店线下零售销售收入同比下降 6.6%。苏宁需重塑家电 3C 门店的增长逻辑。
- 线上增速进入低区间。1-9 月公司商品销售规模 2,759 亿元, 同比增长 17.5%。线上平台商品交易规模 1,714.4 亿元, 同比增长 24.3%, 维持低增速区间, 其中自营商品销售规模 1,191 亿元, 开放平台商品交易规模 523 亿元。我们认为在电商行业红海竞争的背景下, 线上业态竞争压力将加大。
- 费用端表现平淡: 上半年运营费用率(营销、研发、管理)为 15.4%, 同比增长 1.6pts, 主要由于营销和研发经费的上涨。
- 现金流与扣非净利润表现待观察: 1-9 月经营现金流-200 亿元, 去年同期-138 亿元, 主要受金融业务放款规模增加以及十一国庆和双十一大促提前备货带来的预付款增加影响。扣非归母净利润-41.5 亿元, 去年同期为-2.2 亿元。前三季度均不考虑苏宁小店的影响, 则扣非归母净利润为-14.05 亿元。苏宁仍需关注现金流表现, 期待资金管理优化后现金流带来的提振。

## 盈利预测与投资建议

- 苏宁金融出表, 预计带来投资收益 158 亿元, 家乐福并表带来收入近 300 亿元, 小店出表减少亏损近 35 亿元, 因此我们上调了公司 19-21 年盈利预测, 摊薄后 EPS 分别为 1.58/0.57/0.81 元, 上调幅度为 351%/14%/13%, 当前股价对应 19-21 年 P/E 分别为 7x/19x/13x, 小幅上调目标价至 14 元, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 1) 战略落地效果不及预期 2) 供应商关系不稳定 3) 投后整合效果不佳

## 相关报告

1. 《苏宁易购公司中报点评-《2019-08-31 公司点评》》, 2019.9.1
2. 《苏宁公司中报预告点评-《2019-07-15 公司点评》》, 2019.7.13
3. 《苏宁易购深度研究-务实强本, 历久弥新》, 2019.7.8

郑达 联系人  
zhengda@gjzq.com.cn

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001  
tangchuan@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	148,585	187,928	244,957	329,209	401,108	479,327	货币资金	27,209	34,030	48,042	26,939	24,697	29,618
增长率	9.6%	26.5%	30.3%	34.4%	21.8%	19.5%	应收款项	15,117	18,309	27,024	40,587	49,452	59,095
主营业务成本	-127,248	-161,432	-208,217	-279,702	-335,946	-401,557	存货	14,392	18,551	22,263	28,353	34,975	41,806
%销售收入	85.6%	85.9%	85.0%	85.0%	83.8%	83.8%	其他流动资产	25,665	16,939	34,414	34,414	34,414	34,414
毛利	21,338	26,496	36,740	49,507	65,162	77,769	流动资产	82,384	87,830	131,743	130,294	143,538	164,933
%销售收入	14.4%	14.1%	15.0%	15.0%	16.2%	16.2%	%总资产	60.1%	55.8%	66.0%	55.2%	57.0%	59.8%
营业税金及附加	-583	-729	-894	-894	-894	-894	长期投资	417	1,767	17,675	32,378	32,674	32,971
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	固定资产	12,813	14,373	15,199	23,308	23,158	23,222
营业费用	-17,451	-20,636	-26,067	-36,213	-44,122	-50,809	%总资产	9.3%	9.1%	7.6%	9.9%	9.2%	8.4%
%销售收入	11.7%	11.0%	10.6%	11.0%	11.0%	10.6%	无形资产	5,685	8,216	9,654	10,878	12,412	14,271
管理费用	-3,946	-3,613	-5,201	-6,913	-8,423	-10,066	非流动资产	54,784	69,447	67,725	105,886	108,153	111,038
%销售收入	2.7%	1.9%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	%总资产	39.9%	44.2%	34.0%	44.8%	43.0%	40.2%
研发费用	0	-1,251	-2,262	-2,963	-4,011	-5,752	<b>资产总计</b>	<b>137,167</b>	<b>157,277</b>	<b>199,467</b>	<b>236,179</b>	<b>251,691</b>	<b>275,972</b>
%销售收入	0.0%	0.7%	0.9%	0.9%	1.0%	1.2%	短期借款	10,755	8,913	27,851	24,000	28,937	25,970
息税前利润 (EBIT)	1,426	4,551	14,883	2,897	7,657	10,051	应付款项	48,517	53,168	62,933	71,266	82,836	99,014
%销售收入	1.0%	2.4%	6.1%	0.9%	1.9%	2.1%	其他流动负债	2,183	2,183	2,913	2,282	1,350	1,572
财务费用	-416	-306	-1,235	-1,956	-2,331	-2,345	流动负债	61,455	64,264	93,697	97,549	113,123	126,556
%销售收入	0.3%	0.2%	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%	长期贷款	3,518	6,354	14,788	20,788	16,851	20,881
资产减值损失	-350	-513	-2,059	-988	-1,203	-1,438	其他长期负债	2,272	3,032	2,771	16,559	16,559	16,559
公允价值变动收益	-34	19	292	292	292	292	<b>负债</b>	<b>67,245</b>	<b>73,649</b>	<b>111,256</b>	<b>134,896</b>	<b>146,534</b>	<b>163,996</b>
投资收益	1,445	4,300	13,991	15,000	297	297	<b>普通股股东权益</b>	<b>65,710</b>	<b>78,958</b>	<b>80,917</b>	<b>94,415</b>	<b>98,442</b>	<b>105,478</b>
%税前利润	160.4%	99.3%	100.3%	95.9%	5.3%	3.7%	其中：股本	9,310	9,310	9,310	9,310	9,310	9,310
营业利润	2,071	8,051	25,872	15,246	4,711	6,857	未分配利润	53,897	57,603	71,307	84,805	88,832	95,868
营业利润率	1.4%	4.3%	10.6%	4.6%	1.2%	1.4%	少数股东权益	4,212	4,669	7,294	6,868	6,715	6,497
营业外收支	15	256	287	386	470	561	<b>负债股东权益合计</b>	<b>137,167</b>	<b>157,277</b>	<b>199,467</b>	<b>236,179</b>	<b>251,691</b>	<b>275,972</b>
税前利润	901	4,332	13,945	15,644	5,622	8,003	<b>比率分析</b>						
利润率	0.6%	2.3%	5.7%	4.8%	1.4%	1.7%		<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
所得税	-408	-283	-1,303	-1,455	-523	-744	<b>每股指标</b>						
所得税率	45.3%	6.5%	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%	每股收益	0.076	0.452	1.440	1.579	0.568	0.808
净利润	493	4,050	12,643	14,189	5,099	7,259	每股净资产	7.058	8.481	8.741	10.200	10.635	11.395
少数股东损益	-211	-163	-685	-426	-153	-218	每股经营现金净流	0.412	-0.709	-1.499	-0.919	0.568	1.380
归属于母公司的净利润	<b>704</b>	<b>4,213</b>	<b>13,328</b>	<b>14,615</b>	<b>5,252</b>	<b>7,476</b>	每股股利	0.070	0.100	0.121	0.132	0.048	0.068
净利率	0.5%	2.2%	5.4%	4.4%	1.3%	1.6%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	1.07%	5.34%	16.47%	16.67%	5.45%	7.33%
	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	总资产收益率	0.63%	2.86%	7.47%	6.71%	2.15%	2.83%
净利润	493	4,050	12,643	14,189	5,099	7,259	投入资本收益率	0.92%	4.27%	10.28%	1.79%	4.59%	5.73%
少数股东损益	-211	-163	-685	-426	-153	-218	<b>增长率</b>						
非现金支出	714	-1,377	-8,894	-10,742	5,007	5,589	主营业务收入增长率	9.62%	26.48%	30.35%	34.39%	21.84%	19.50%
非经营收益	-1,445	-4,300	-13,991	-15,970	-965	-1,000	EBIT 增长率	-	-18.39%	40.24%	219.16%	227.04%	-80.53%
营运资金变动	2,632	-9,278	-17,623	-11,951	-4,849	-75	净利润增长率	6156.64%	721.0%	212.2%	12.2%	-64.1%	42.3%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>3,839</b>	<b>-6,605</b>	<b>-13,874</b>	<b>-8,504</b>	<b>5,258</b>	<b>12,773</b>	总资产增长率	55.74%	14.66%	26.83%	18.41%	6.57%	9.65%
资本开支	-636	-2,335	-7,395	-12,870	-5,841	-7,028	<b>资产管理能力</b>						
投资	-38,977	15,773	4,254	297	0	0	应收账款周转天数	2.3	3.4	6.8	14.0	15.0	15.0
其他	0	0	131	970	668	703	存货周转天数	40.7	37.2	35.8	37.0	38.0	38.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-39,613</b>	<b>13,437</b>	<b>-3,010</b>	<b>-11,602</b>	<b>-5,173</b>	<b>-6,325</b>	应付账款周转天数	102.2	89.0	76.7	74.0	73.0	73.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	31.5	27.9	22.6	25.8	21.1	17.7
债权募资	2,440	-482	27,162	2,149	1,000	1,063	<b>偿债能力</b>						
其他	34,318	(428)	(4,628)	(3,146)	(3,327)	(2,590)	净负债/股东权益	-18.50%	-22.44%	-6.12%	17.62%	20.06%	15.39%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>36,758</b>	<b>-911</b>	<b>22,534</b>	<b>-997</b>	<b>-2,327</b>	<b>-1,527</b>	EBIT 利息保障倍数	2.1	6.6	10.6	1.4	3.6	4.7
<b>现金净流量</b>	<b>985</b>	<b>5,922</b>	<b>5,649</b>	<b>-21,102</b>	<b>-2,242</b>	<b>4,921</b>	资产负债率	49.02%	46.83%	55.78%	57.12%	58.22%	59.42%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	6	17	26	51
增持	3	4	8	12	26
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	1
评分	1.60	1.40	1.38	1.36	1.39

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-06-03	买入	15.83	21.60~23.00
2	2018-06-13	买入	15.28	20.00~22.00
3	2018-07-31	买入	12.98	N/A
4	2019-07-08	买入	11.45	13.00~14.00
5	2019-07-13	买入	10.61	N/A
6	2019-09-01	买入	10.74	13.50~13.50

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH