

苏宁易购 (002024)

证券研究报告

2020年02月05日

疾风急浪推动竞争重组，苏宁全渠道&全品类优势凸显

核心观点

在新冠疫情肆虐的大背景下，对于宏观经济和消费带来较大的冲击，市场担忧对苏宁易购也会带来一定的冲击。按照目前跟踪情况来看，苏宁易购在恶劣的环境下整体经营依然有较好表现，其中家乐福、苏宁小店、线上业务等都实现了高增长。在疫情的疾风急浪推动竞争重组的大背景下，苏宁易购通过全渠道&全品类的布局，依托采购优势、自营物流优势、家乐福供应链体系&一小时达、苏宁小店社区服务等核心竞争优势，有望给苏宁易购一个竞争结构逆转的机遇。

分析

新冠疫情推动消费者线下囤货&线上订单激增，家乐福&苏宁小店春节期间销售超过同行。新型冠状病毒肺炎疫情升级扩散的背景下，绝大部分零售业都受到了一定的冲击，但是对于销售必选消费品的大卖场、社区生鲜超市、便利店、生鲜电商等业态依然能保持稳定的发展，并且在春节期间由于线下消费者囤货行为&线上订单激增等原因，甚至能够实现逆势成长。苏宁易购在快消品方面线下实现“大店+小店”协同发展，通过家乐福&苏宁小店两种业态实现全覆盖，同时推进线上线下全渠道发展，疫情期间苏宁到家业务发展迅猛同比增长近4倍。

新冠疫情促进电商购物需求激增，苏宁易购主站线上销售实现高增长。由于新冠疫情存在，春节期间消费者需要尽量不出门，消费者在电商购物的需求旺盛，随着疫情不断升级扩散，消费者网购的需求将不断持续。苏宁线上聚焦社交、社区、内容电商能力的提升，不断完善苏宁推客的运营管理体系，完善苏宁拼购的商品规划及创新玩法，推进对外赋能输出，实现线上业务规模的快速发展。

新冠疫情对线下电器业务有一定冲击，公司利用各类互联网工具拓展增量。在新冠疫情肆虐的春节期间，对于必选消费品尤其是生活必需品影响相对较小，但是对于可选消费品影响则比较大，家电属于可选消费品则不可避免受到冲击，不过由于春节期间是家电销售全年最淡季，所以整体受到新冠疫情影响不大。公司线下积极应对市场变化，调整升级店面业态布局，加快推进低线市场的网络覆盖。

公司是全国综合性零售龙头，线下占领低线市场&拓展新渠道，线上持续高速增长，线上线下相融合全渠道发展。综合预计2019-21年净利润分别为111/30/42亿，当前市值对应8/29/21xPE，维持买入评级。

风险提示：新冠疫情持续事件超预期；家电3C行业景气度不及预期；苏宁小店迭代不及预期；线上业务发展不及预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	187,927.76	244,956.57	289,048.76	352,639.48	433,746.56
增长率(%)	26.48	30.35	18.00	22.00	23.00
EBITDA(百万元)	6,860.84	18,509.98	12,977.00	5,064.78	6,076.97
净利润(百万元)	4,212.52	13,327.56	11,092.73	2,988.29	4,202.29
增长率(%)	498.02	216.38	(16.77)	(73.06)	40.63
EPS(元/股)	0.45	1.43	1.19	0.32	0.45
市盈率(P/E)	20.69	6.54	7.86	29.16	20.74
市净率(P/B)	1.10	1.08	0.95	0.93	0.89
市销率(P/S)	0.46	0.36	0.30	0.25	0.20
EV/EBITDA	8.07	3.09	3.84	7.84	4.89

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	商业贸易/专业零售
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	9.36元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	9,310.04
流通A股股本(百万股)	7,775.19
A股总市值(百万元)	87,141.97
流通A股市值(百万元)	72,775.77
每股净资产(元)	9.77
资产负债率(%)	60.74
一年内最高/最低(元)	14.69/9.00

作者

刘章明	分析师
SAC执业证书编号: S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
马松	分析师
SAC执业证书编号: S1110518120001	
masong@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《苏宁易购-公司点评:受同期出售阿里股份影响业绩同比下降16-17%，推进线上线下全场景零售发展》2020-01-23
- 《苏宁易购-公司点评:收购万达百货构建全场景百货业态，春节全渠道订单量同比+241%》2019-03-01
- 《苏宁易购-公司点评:苏宁易购:受益于国家刺激家电消费政策，出售阿里股票向上修正业绩预告》2019-01-22



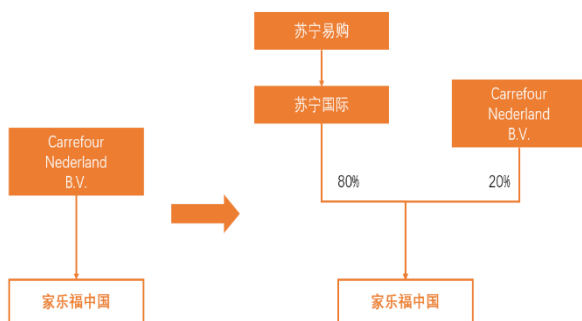
1. 核心观点

在新冠疫情肆虐的大背景下，对于宏观经济和消费带来较大的冲击，市场担忧对苏宁易购也会带来一定的冲击。按照目前跟踪情况来看，苏宁易购在恶劣的环境下整体经营依然有较好表现，其中家乐福、苏宁小店、线上业务等都实现了高增长。在疫情的疾风急浪推动竞争重组的大背景下，苏宁易购通过全渠道&全品类的布局，依托采购优势、自营物流优势、家乐福供应链体系&一小时达、苏宁小店社区服务等核心竞争优势，有望给苏宁易购一个竞争结构逆转的机遇。

2. 分析

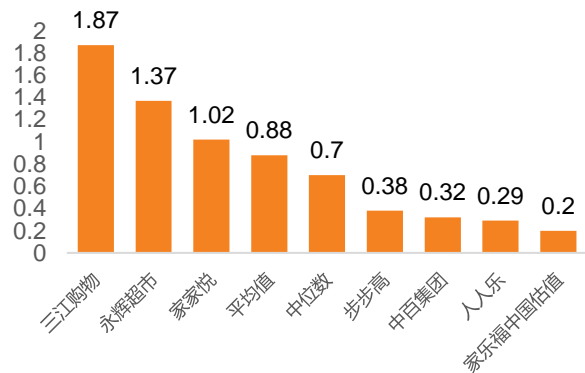
新冠疫情推动消费者线下囤货&线上订单激增，家乐福&苏宁小店春节期间销售超过同行。 新型冠状病毒肺炎疫情升级扩散的背景下，绝大部分零售业都受到了一定的冲击，但是对于销售必选消费品的大卖场、社区生鲜超市、便利店、生鲜电商等业态依然能保持稳定的发展，并且在春节期间由于线下消费者囤货行为&线上订单激增等原因，甚至能够实现逆势成长。苏宁易购在快消品方面线下实现“大店+小店”协同发展，通过家乐福&苏宁小店两种业态实现全覆盖，同时推进线上线下全渠道发展，疫情期间苏宁到家业务发展迅猛同比增长近4倍。①家乐福方面，截止2019年9月，公司拥有家乐福超市店面210家，家乐福便利店24家，通过家乐福一小时达布局线上业务，目前家乐福中国业务的整合效应初有成效；②苏宁小店方面，公司依托苏宁小店布局高频次的快消品，具备拓品类、线上引流和卡位社区流量入口的价值，春节期间苏宁小店销售规模同比增长超过50%，苏宁小店社区优势将进一步体现。

图 1：收购前后家乐福中国股权结构变动



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：主要公司 2018 年股权价值/收入倍数



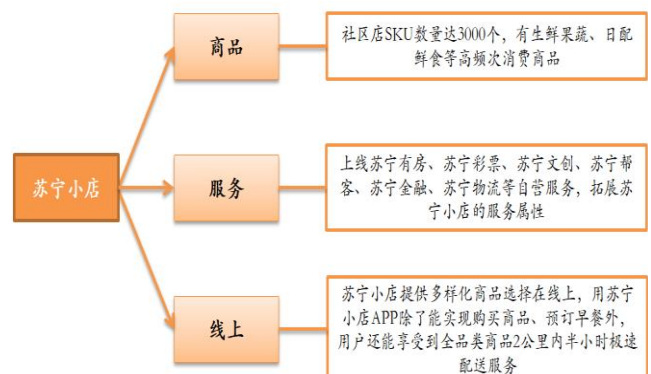
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：苏宁小店是依托于苏宁生态的智慧零售模式



资料来源：联商网，天风证券研究所

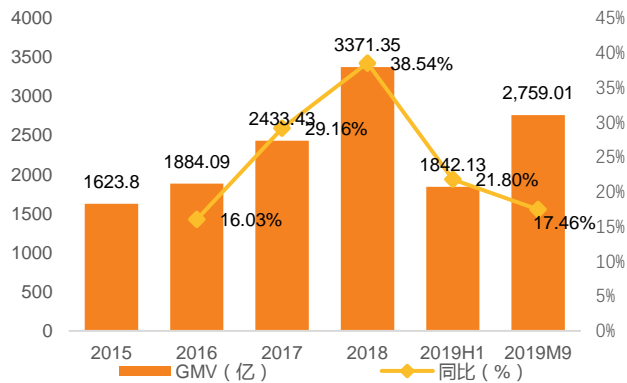
图 4：苏宁小店示意图：商品+服务+线上



资料来源：天风证券研究所

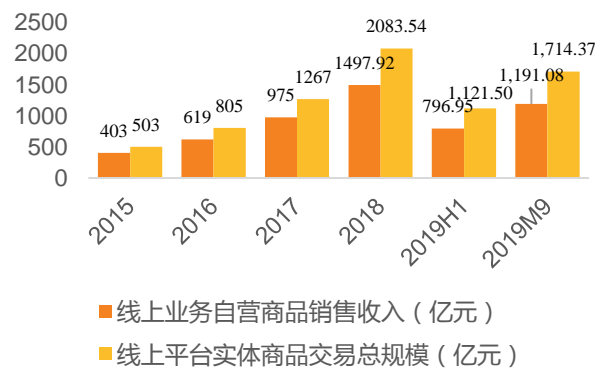
新冠疫情促进电商购物需求激增，苏宁易购主站线上销售实现高增长。由于新冠疫情存在，春节期间消费者需要尽量不出门，消费者在电商购物的需求旺盛，随着疫情不断升级扩散，消费者网购的需求将不断持续。苏宁线上聚焦社交、社区、内容电商能力的提升，不断完善苏宁推客的运营管理体系，完善苏宁拼购的商品规划及创新玩法，推进对外赋能输出，实现线上业务规模的快速发展。截止 2019 年 9 月，公司实现线上平台商品交易规模为 1,714.37 亿元（含税），同比增长 24.27%。其中自营商品销售规模 1,191.08 亿元（含税），同比增长 19.46%；开放平台商品交易规模 523.29 亿元（含税），同比增长 36.82%。在新冠疫情促进电商购物需求激增的大背景下，苏宁易购主站流量在春节期间同比增长超过 50%，线上苏宁超市业务也呈现翻倍增长。

图 5：公司 GMV 快速增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：公司自营与开放平台增长情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

新冠疫情对线下电器业务有一定冲击，公司利用各类互联网工具拓展增量。在新冠疫情肆虐的春节期间，对于必选消费品尤其是生活必需品影响相对较小，但是对于可选消费品影响则比较大，家电属于可选消费品则不可避免受到冲击，不过由于春节期间是家电销售全年最淡季，所以整体受到新冠疫情影响不大。公司线下积极应对市场变化，调整升级店面业态布局，加快推进低线市场的网络覆盖。截止 2019 年 9 月，公司拥有家电 3C 家居生活专业店 2,295 家，苏宁易购直营店 1,456 家，苏宁易购零售云加盟店 4,131 家。虽然新冠疫情对于线下电器业务销售有所冲击，但是线下电器门店则利用各类互联网工具，通过 14 万个线上社群进行产品传播，社群转化率超过 25%，其中推客销售额在春节期间同比增长迅猛，并且下单用户超过三分之一为新用户。

3. 投资建议

公司是全国综合性零售龙头，线下占领低线市场&拓展新渠道，线上持续高增速，线上线下一融合全渠道发展。综合预计 2019-21 年净利润分别为 111/30/42 亿，当前市值对应 8/29/21xPE，维持买入评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	34,029.68	48,041.52	45,185.14	56,085.44	67,406.52
应收票据及应收账款	2,408.21	6,680.69	3,294.79	4,744.50	5,143.83
预付账款	8,667.71	17,468.71	12,782.74	23,480.50	21,940.54
存货	18,551.49	22,263.29	28,839.77	31,950.01	44,311.16
其他	24,172.58	37,288.32	45,822.93	39,381.23	47,855.16
流动资产合计	87,829.68	131,742.54	135,925.36	155,641.68	186,657.20
长期股权投资	1,767.20	17,674.55	30,575.00	30,575.00	30,575.00
固定资产	14,373.07	15,198.91	16,784.32	17,357.23	17,309.66
在建工程	509.17	2,063.32	3,637.99	2,230.80	1,368.48
无形资产	8,216.94	9,677.45	9,122.82	8,568.18	8,013.55
其他	41,648.31	18,561.83	17,546.44	16,670.47	16,585.29
非流动资产合计	66,514.70	63,176.06	77,666.57	75,401.68	73,851.98
资产总计	157,276.69	199,467.20	218,140.53	235,591.96	265,057.78
短期借款	8,686.33	24,314.18	24,314.18	24,314.18	24,314.18
应付票据及应付账款	40,451.90	47,071.02	59,520.53	70,490.60	89,366.70
其他	15,125.43	22,311.46	23,967.07	27,091.36	33,330.10
流动负债合计	64,263.66	93,696.66	107,801.78	121,896.14	147,010.98
长期借款	2,853.67	4,813.75	4,813.75	4,813.75	4,813.75
应付债券	3,500.00	9,974.68	5,658.23	6,377.64	7,336.85
其他	3,031.71	2,771.32	2,691.75	2,831.59	2,764.89
非流动负债合计	9,385.38	17,559.75	13,163.73	14,022.98	14,915.48
负债合计	73,649.03	111,256.40	120,965.51	135,919.12	161,926.47
少数股东权益	4,669.25	7,293.70	5,730.34	5,488.84	5,095.13
股本	9,310.04	9,310.04	9,310.04	9,310.04	9,310.04
资本公积	35,980.49	38,288.36	38,288.36	38,288.36	38,288.36
留存收益	57,343.19	71,966.08	82,134.64	84,873.96	88,726.14
其他	(23,675.31)	(38,647.39)	(38,288.36)	(38,288.36)	(38,288.36)
股东权益合计	83,627.66	88,210.80	97,175.02	99,672.85	103,131.31
负债和股东权益总	157,276.69	199,467.20	218,140.53	235,591.96	265,057.78

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	4,049.54	12,642.55	11,092.73	2,988.29	4,202.29
折旧摊销	2,100.10	2,372.26	1,394.55	1,468.91	1,514.53
财务费用	399.29	1,185.99	797.49	693.37	405.75
投资损失	(4,300.36)	(13,990.65)	(9,300.00)	(700.00)	(800.00)
营运资金变动	1,846.86	(21,059.94)	8,752.04	6,897.26	4,786.70
其它	(10,700.72)	4,975.32	(1,553.10)	(110.96)	(229.44)
经营活动现金流	(6,605.29)	(13,874.47)	11,183.71	11,236.87	9,879.83
资本支出	7,102.28	21,733.16	16,980.02	(59.84)	116.71
长期投资	1,350.16	15,907.35	12,900.45	0.00	0.00
其他	4,985.04	(40,650.67)	(37,573.47)	545.22	460.08
投资活动现金流	13,437.47	(3,010.16)	(7,693.00)	485.37	576.78
债权融资	15,266.54	42,639.05	37,572.30	37,688.60	39,299.98
股权融资	9,509.45	(11,590.96)	(438.46)	(693.37)	(405.75)
其他	(25,686.50)	(8,514.01)	(43,480.94)	(37,817.17)	(38,029.76)
筹资活动现金流	(910.51)	22,534.08	(6,347.10)	(821.94)	864.47
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	5,921.67	5,649.44	(2,856.39)	10,900.30	11,321.08

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	187,927.76	244,956.57	289,048.76	352,639.48	433,746.56
营业成本	161,431.79	208,216.61	245,980.49	300,025.67	368,901.45
营业税金及附加	729.29	894.34	1,104.02	1,334.29	1,627.16
营业费用	20,635.78	26,066.68	30,639.17	37,379.79	45,977.14
管理费用	3,613.08	5,200.68	5,491.93	6,700.15	8,241.18
研发费用	1,250.97	2,261.88	2,669.01	3,256.20	4,005.12
财务费用	306.47	1,234.63	797.49	693.37	405.75
资产减值损失	512.74	2,059.47	974.24	1,182.15	1,405.28
公允价值变动收益	18.85	292.48	92.55	134.63	173.22
投资净收益	4,300.36	13,990.65	9,300.00	700.00	800.00
其他	(8,947.66)	(28,919.38)	(18,785.10)	(1,669.25)	(1,946.44)
营业利润	4,076.10	13,658.55	10,784.97	2,902.49	4,156.69
营业外收入	405.15	505.69	505.69	505.69	505.69
营业外支出	149.21	218.79	176.44	181.48	192.24
利润总额	4,332.04	13,945.46	11,114.22	3,226.71	4,470.15
所得税	282.50	1,302.91	1,667.13	484.01	670.52
净利润	4,049.54	12,642.55	9,447.09	2,742.70	3,799.63
少数股东损益	(162.98)	(685.01)	(1,645.65)	(245.59)	(402.66)
归属于母公司净利润	4,212.52	13,327.56	11,092.73	2,988.29	4,202.29
每股收益(元)	0.45	1.43	1.19	0.32	0.45

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	26.48%	30.35%	18.00%	22.00%	23.00%
营业利润	198540.16%	235.09%	-21.04%	-73.09%	43.21%
归属于母公司净利润	498.02%	216.38%	-16.77%	-73.06%	40.63%
获利能力					
毛利率	14.10%	15.00%	14.90%	14.92%	14.95%
净利率	2.24%	5.44%	3.84%	0.85%	0.97%
ROE	5.34%	16.47%	12.13%	3.17%	4.29%
ROIC	19.59%	67.89%	21.22%	5.64%	8.30%
偿债能力					
资产负债率	46.83%	55.78%	55.45%	57.69%	61.09%
净负债率	-22.44%	-6.12%	-7.83%	-18.46%	-27.25%
流动比率	1.37	1.41	1.26	1.28	1.27
速动比率	1.08	1.17	0.99	1.01	0.97
营运能力					
应收账款周转率	106.04	53.90	57.95	87.73	87.73
存货周转率	11.41	12.00	11.31	11.60	11.38
总资产周转率	1.28	1.37	1.38	1.55	1.73
每股指标(元)					
每股收益	0.45	1.43	1.19	0.32	0.45
每股经营现金流	-0.71	-1.49	1.20	1.21	1.06
每股净资产	8.48	8.69	9.82	10.12	10.53
估值比率					
市盈率	20.69	6.54	7.86	29.16	20.74
市净率	1.10	1.08	0.95	0.93	0.89
EV/EBITDA	8.07	3.09	3.84	7.84	4.89
EV/EBIT	10.40	3.40	4.30	11.04	6.51

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com