

苏宁易购(002024)/专业零售

疫情催化增长, 关注生态协同

评级: 买入(维持)

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

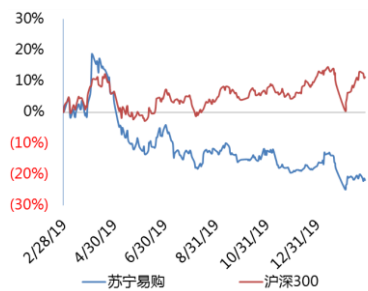
Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

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)	9.28
市值(百万元)	86,397
流通市值(百万元)	72,154

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 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
- 2 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
- 3 线上经营思路调整, 下半年有望迎来业绩改善
- 4 快消供应链加速融合, 聚焦零售主业发展

公司盈利预测及估值

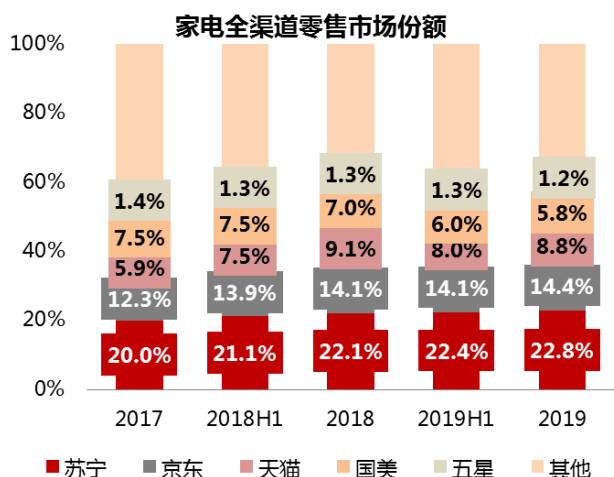
指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	187,928	244,957	291,335	353,214	434,357
营业收入增速	26.48%	30.35%	18.93%	21.24%	22.97%
归属于母公司的净利润	4,213	13,328	11,012	2,044	3,579
净利润增长率	498.02%	216.38%	-17.38%	-81.44%	75.14%
摊薄每股收益(元)	0.45	1.43	1.18	0.22	0.38
每股现金流量	-0.71	-1.49	-0.25	0.05	0.52
净资产收益率	5.34%	16.47%	9.79%	1.65%	2.73%
P/E	20.51	6.48	7.85	42.28	24.14
PEG	-0.94	-0.18	0.04	-1.94	-0.68
P/B	1.09	1.07	0.77	0.70	0.66

备注:

投资要点

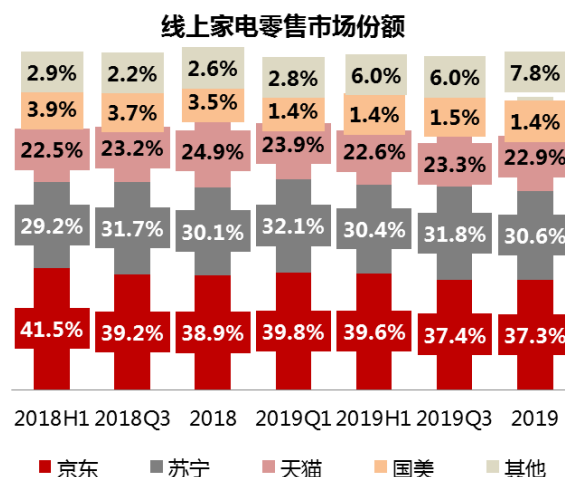
- **事件: 公司发布公告, 苏宁家乐福 CEO 田睿向投资者报告家乐福近期经营情况。家乐福 19Q4 实现单季度盈利, 一季度经营持续向好, 本次疫情催化下, 到家订单快速增长, 苏宁大快消供应链正在加速融合。**
- **加速团队融合, 经营显著提效。**2019年9月完成收购交割后, 苏宁在基本保留家乐福原有团队的基础上优化组织结构、增强考核激励, 强化“商品、运营、市场、会员、生鲜、餐饮、到家、2B”等业务体系建设, 据公司最新公告, 家乐福整体人效同比提升 10.5%。通过引入苏宁电器店、推进家乐福门店数字化转型、加强 SKU 管控、定位精准营销等方式, 家乐福经营效率持续提升, 四季度毛利率和费用率均实现小幅优化, 首次实现单季度盈利和经营现金流流转正。疫情影响下到家业务需求激增, 苏宁易购主站、苏宁小店、家乐福到家小程序三个入口的家乐福到家日均订单量均实现大幅增长。预计家乐福一季度将保持稳健增长, 有望延续单季度盈利。
- **整合快消供应链, 关注苏宁生态协同。**据公司最新公告, 家乐福 SKU 数超过 6 万, 其中进口商品占比 35%, 在快消供应链加速整合背景下, 苏宁生态快消品类采购成本有望实现优化。在到家业务上, 苏宁试点线上苏宁易购、家乐福、苏宁小店的库存、物流等资源, 已经形成“3公里1小时达+同城半日达+预售自提”的店仓一体化模式, 履约成本优势突出, 有效优化到家业务利润率。苏宁将持续推动大快消供应链采购、库存、物流、流量、营销等环节的全面融合, 优化大卖场外租区经营, 推进苏宁生态各业务协同发展。
- **家电零售护城河深, 多项举措减轻疫情冲击。**2月17日, 中国家电研究院发布《2019年中国家电行业年度报告》, 2019年家电市场零售额达 8032 亿元, 电商渗透率达 38.7%, 线下仍是主要销售渠道。苏宁易购全渠道家电零售市占率提升至 22.8%, 稳居市场第一。苏宁家电零售门店网络布局完善, 零售云轻资产模式加速渠道下沉, 家电品类龙头优势显著。2月中旬以来苏宁陆续推出 24 期免息、开仓计划、超店播计划等, 共计 3,280 家门店参战直播, 累计观看用户达 5,000 万, 有效拉动特殊时期门店销售增长。根据公司往期经营状况来看, 一季度是家电销售淡季, 占全年销售额比重较小, 预计本次疫情对一季度家电销售收入的冲击较小。
- **投资建议: 疫情催化增长, 关注生态协同, 维持“买入”评级。**苏宁家电零售护城河较深, 快消供应链效率加速提升, 全渠道多业态零售网络逐步完善, 全品类运营能力出色。家乐福团队融合已基本完成, 到家业务快速增长, 经营持续向好。预计一季度家乐福业绩稳健增长, 疫情结束后, 家电、百货等品类有望实现恢复性增长。19Q4 公司经营现金流已转正, 2020 年将持续优化; 线上业务和物流将持续减亏, 有望迎来扣非盈利拐点。预计 2019-2021 年实现营业收入 2,913.35/3,532.14/4,343.57 亿元, 同比增长 19%/21%/23%; 实现归母净利润 110.12/20.44/35.79 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: 全渠道家电零售市占率第一



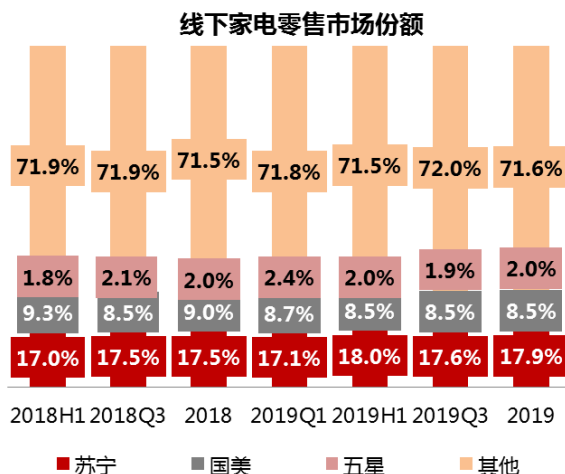
来源: 中国家用电器研究院 全国家用电器工业信息中心 中泰证券研究所

图表 2: 线上京东保持领先



来源: 中国家用电器研究院 全国家用电器工业信息中心 中泰证券研究所

图表 3: 线下苏宁稳居第一



来源: 中国家用电器研究院 全国家用电器工业信息中心 中泰证券研究所

图表 4: 苏宁易购财务预测表

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	187,928	244,957	291,335	353,214	434,357
增长率	26.5%	30.3%	18.9%	21.24%	22.97%
营业成本	-161,432	-208,217	-249,325	-300,123	-368,012
%销售收入	85.9%	85.0%	85.6%	85.0%	84.7%
毛利	26,496	36,740	42,010	53,091	66,345
%销售收入	14.1%	15.0%	14.4%	15.0%	15.3%
营业税金及附加	-729	-894	-1,064	-1,290	-1,586
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-20,636	-26,067	-35,252	-38,854	-47,779
%销售收入	11.0%	10.6%	12.1%	11.0%	11.0%
管理费用	-4,864	-5,201	-9,323	-10,950	-13,031
%销售收入	2.6%	2.1%	3.2%	3.1%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	267	4,578	-3,628	1,998	3,949
%销售收入	0.1%	1.9%	-1.2%	0.6%	0.9%
财务费用	-306	-1,235	-515	-618	-669
%销售收入	0.2%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%
资产减值损失	513	2,059	2,000	1,000	1,000
公允价值变动收益	19	292	0	0	0
投资收益	4,300	13,991	17,500	1,500	1,200
%税前利润	85.2%	70.0%	112.1%	36.3%	20.9%
营业利润	4,792	19,686	15,356	3,880	5,481
营业利润率	2.6%	8.0%	5.3%	1.1%	1.3%
营业外收支	256	287	250	250	250
税前利润	5,048	19,973	15,606	4,130	5,731
利润率	2.7%	8.2%	5.4%	1.2%	1.3%
所得税	-283	-1,303	-1,161	-192	-336
所得税率	5.6%	6.5%	7.4%	4.6%	5.9%
净利润	4,050	12,643	10,446	1,938	3,395
少数股东损益	-163	-685	-566	-105	-184
归属于母公司的净利润	4,213	13,328	11,012	2,044	3,579
净利率	2.2%	5.4%	3.8%	0.6%	0.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	4,050	12,643	10,446	1,938	3,395
加: 折旧和摊销	2,100	2,372	1,803	1,889	1,975
资产减值准备	513	2,059	0	0	0
公允价值变动损失	-19	-292	0	0	0
财务费用	399	1,186	515	618	669
投资收益	-4,300	-13,991	-17,500	-1,500	-1,200
少数股东损益	-163	-685	-566	-105	-184
营运资金的变动	1,699	-11,138	2,454	-2,453	-19
经营活动现金净流	-6,605	-13,874	-2,283	492	4,819
固定资本投资	-478	-2,380	-60	-60	-50
投资活动现金净流	13,437	-3,010	2,710	221	2,922
股利分配	-931	-931	-2,753	-511	-895
其他	20	23,465	11,421	11,934	9,068
筹资活动现金净流	-911	22,534	8,668	11,423	8,173
现金净流量	5,922	5,649	9,096	12,136	15,914

来源: 公司公告 中泰证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	34,030	48,042	57,137	69,273	85,187
应收款项	9,327	6,681	11,123	10,462	18,736
存货	18,551	22,263	26,217	32,141	43,506
其他流动资产	25,921	54,757	47,207	57,749	59,372
流动资产	87,830	131,743	141,685	169,625	206,802
%总资产	55.8%	66.0%	64.0%	68.4%	73.5%
长期投资	36,407	27,984	42,879	42,092	38,681
固定资产	14,373	15,199	14,065	12,928	11,789
%总资产	9.1%	7.6%	6.4%	5.2%	4.2%
无形资产	8,217	9,677	10,500	11,238	11,893
非流动资产	69,447	67,725	79,696	78,211	74,429
%总资产	44.2%	34.0%	36.0%	31.6%	26.5%
资产总计	157,277	199,467	221,381	247,835	281,230
短期借款	8,686	24,314	17,982	20,359	24,171
应付款项	52,247	49,037	60,726	71,428	90,634
其他流动负债	3,331	20,345	10,270	11,300	13,972
流动负债	64,264	93,697	88,978	103,087	128,776
长期贷款	2,854	4,814	4,814	4,814	4,814
其他长期负债	6,532	12,746	8,350	9,209	10,102
负债	73,649	111,256	102,142	117,109	143,692
普通股股东权益	78,958	80,917	112,511	124,103	131,100
少数股东权益	4,669	7,294	6,728	6,623	6,439
负债股东权益合计	157,277	199,467	221,381	247,835	281,230

比率分析

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益 (元)	0.45	1.43	1.18	0.22	0.38
每股净资产 (元)	8.48	8.69	12.08	13.33	14.08
每股经营现金净流 (元)	-0.71	-1.49	-0.25	0.05	0.52
每股股利 (元)	0.10	0.10	0.30	0.05	0.10
回报率					
净资产收益率	5.34%	16.47%	9.79%	1.65%	2.73%
总资产收益率	2.57%	6.34%	4.72%	0.78%	1.21%
投入资本收益率	19.59%	67.89%	23.03%	5.09%	7.93%
增长率					
营业总收入增长率	26.48%	30.35%	18.93%	21.24%	22.97%
EBIT增长率	874.76%	312.49%	-29.34%	-78.96%	66.09%
净利润增长率	498.02%	216.38%	-17.38%	-81.44%	75.14%
总资产增长率	14.66%	26.83%	10.99%	11.95%	13.47%
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	30.0	29.7	31.3
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	18.1	13.8	10.2
偿债能力					
净负债/股东权益	-39.19%	-16.44%	-31.90%	-39.36%	-45.25%
EBIT利息保障倍数	13.3	13.6	23.0	4.0	6.2
资产负债率	46.83%	55.78%	46.14%	47.25%	51.09%

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。