

# 苏宁易购 (002024)

证券研究报告

2020年03月03日

## 家乐福依托苏宁生态加速整合，线上线下全渠道发展

**收购家乐福中国 80%股权，家乐福中国 19Q4 已扭亏为盈。**公司全资子公司苏宁国际以现金 48 亿元收购家乐福中国 80%股份，此次交易后苏宁国际和家乐福集团分别持有家乐福中国 80%和 20%的股份。截至 2019 年 3 月，家乐福中国在国内拥有约 3,000 万会员，开设有 210 家大型综合超市、24 家便利店以及 6 大仓储配送中心，店面总建筑面积超过 400 万平方米，覆盖 22 个省份及 51 个大中型城市。此次交易家乐福中国 100%股份的估值为 60 亿元人民币，家乐福中国 2018 年营业收入 299.58 亿元，股权价值/收入倍数为 0.2x，交易的估值水平较为合理。苏宁通过收购家乐福中国能够进一步丰富公司智慧零售场景布局，加快大快消类目的发展，有利于降低采购和物流成本，提升公司市场竞争力。**家乐福中国业务的整合效应初有成效，实现了家乐福中国 19Q4 扭亏为盈，首次实现 7 年来单季度盈利。**

**疫情短期利好家乐福销售，超市到家服务订单激增。**在疫情的大背景下，由于消费者囤货、在家做饭、菜市场关闭等原因，短期对于家乐福销售有正面利好。家乐福在春节期间紧急加购、及时补货。同时，此次疫情期间，家乐福到家业务能力有了质的提升。家乐福到家的自有平台包括家乐福小程序、苏宁易购和苏宁小店。目前，苏宁到家业务已经形成“1 小时达+半日达+预售自提”的模式，有助于优势资源整合，降低物流履约成本的同时提升配送速度和保障用户体验。**家乐福未来将依靠自有供应链，在苏宁生态流量支撑下，协同苏宁物流末端配送网络，打造业内履约成本最低、时效最快的到家业务模式。**

**家乐福自身&苏宁赋能双驱动，家乐福迎来蜕变未来可期。**在家乐福自身强化运营、提质增效的基础上，叠加苏宁智慧零售的赋能，家乐福进行全场景融合改造。①**运营增效方面**，强调以用户需求为中心，对门店、转租区域进行及时维修维护，促使同期费用率有所下降。同时，强化商品、运营、市场、会员等方面的建设，并加强考核激励，19Q4 家人效同比提升超过 10%；②**商品经营方面**，家乐福充分发挥进口商品供应链的优势，加快与苏宁大快消供应链的整合。以苏州地区为例，在接入家乐福供应链之后，单店单日销售额同比增长 30%，毛利率也有所提升；③**门店数字化升级方面**，家乐福全国 209 家门店已完成智慧零售改造，打造店仓一体化的新模式；④**物流仓储方面**，家乐福已与苏宁物流仓储资源进行整合，同时借助苏宁物流的末端运力网络，实现到家业务的履约。⑤**会员方面**，家乐福 4000 万会员已与苏宁会员打通，联动苏宁易购等业态，进一步强化会员权益。

**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 8/30/21xPE，维持买入评级。

**风险提示：**宏观经济增速不达预期，消费品增速不达预期、家乐福与苏宁易购集团其他业务融合不达预期

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)	20.93	6.62	7.95	29.50	20.98
市净率(P/B)	1.12	1.09	0.96	0.94	0.90
市销率(P/S)	0.47	0.36	0.31	0.25	0.20
EV/EBITDA	8.07	3.09	3.92	8.04	5.05

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	9.47 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)	88,166.08
流通 A 股市值(百万元)	73,631.04
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

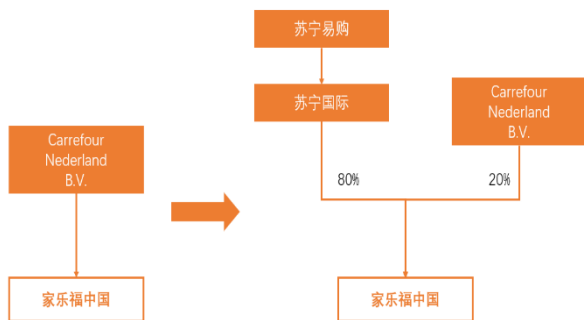
### 相关报告

- 《苏宁易购-公司点评:疾风急浪推动竞争重组，苏宁全渠道&全品类优势凸显》2020-02-05
- 《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



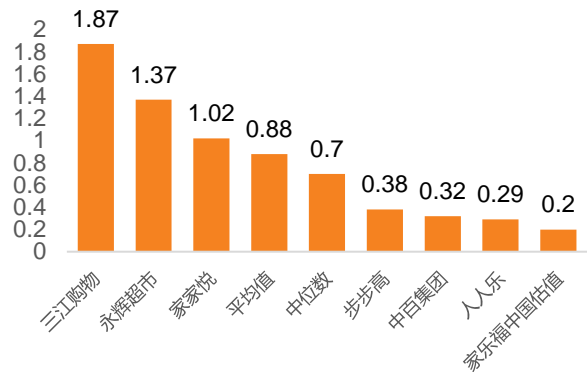
**收购家乐福中国 80%股权，家乐福中国 19Q4 已扭亏为盈。**公司全资子公司苏宁国际以现金 48 亿元收购家乐福中国 80%股份，此次交易后苏宁国际和家乐福集团分别持有家乐福中国 80%和 20%的股份。截至 2019 年 3 月，家乐福中国在国内拥有约 3,000 万会员，开设有 210 家大型综合超市、24 家便利店以及 6 大仓储配送中心，店面总建筑面积超过 400 万平方米，覆盖 22 个省份及 51 个大中型城市。此次交易家乐福中国 100%股份的估值为 60 亿元人民币，家乐福中国 2018 年营业收入 299.58 亿元，股权价值/收入倍数为 0.2x，交易的估值水平较为合理。苏宁通过收购家乐福中国能够进一步丰富公司智慧零售场景布局，加快大快消类目的发展，有利于降低采购和物流成本，提升公司市场竞争力。**家乐福中国业务的整合效应初有成效，实现了家乐福中国 19Q4 扭亏为盈，首次实现 7 年来单季度盈利。**

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

表 1：家乐福中国财务情况（百万元）

	2018 年	2017 年
营业收入	29958	32447
营业利润	-412	-1044
归母净利润	-578	-1099
经营活动产生的现金流量净额	325	341

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**疫情短期利好家乐福销售，超市到家服务订单激增。**在疫情的大背景下，由于消费者囤货、在家做饭、菜市场关闭等原因，短期对于家乐福销售有正面利好。家乐福在春节期间紧急加购、及时补货。截至 1 月 30 日，已提供蔬菜 5000 吨、猪肉 560 吨、水果 2200 吨、鸡蛋 400 吨。此外，家乐福还销售了 23 万瓶消毒液和 8 万袋口罩。同时，此次疫情期间，家乐福到家业务能力有了质的提升。家乐福到家业务的自有平台包括家乐福小程序、苏宁易购和苏宁小店。1 月，家乐福到家业务率先进驻苏宁易购主站。1 月 24 日至 2 月 8 日期间，家乐福到家业务订单量增长 3.5 倍。目前，苏宁到家业务已经形成“1 小时达+半日达+预售自提”的模式，有助于优势资源整合，降低物流履约成本的同时提升配送速度和保障用户体验。**家乐福未来将依靠自有供应链，在苏宁生态流量支撑下，协同苏宁物流末端配送网络，打造业内履约成本最低、时效最快的到家业务模式。**

图 3：家乐福到家

图 4：家乐福 1 小时到家



资料来源：苏宁蓝话筒，天风证券研究所



资料来源：苏宁蓝话筒，天风证券研究所

**家乐福自身&苏宁赋能双驱动，家乐福迎来蜕变未来可期。**在家乐福自身强化运营、提质增效的基础上，叠加苏宁智慧零售的赋能，家乐福进行全场景融合改造。①**运营增效方面**，强调以用户需求为中心，对门店、转租区域进行及时维修维护，促使同期费用率有所下降。同时，强化商品、运营、市场、会员等方面的建设，并加强考核激励，19Q4 家人效同比提升超过 10%；②**商品经营方面**，家乐福充分发挥进口商品供应链的优势，加快与苏宁大快消供应链的整合。以苏州地区为例，在接入家乐福供应链之后，单店单日销售额同比增长 30%，毛利率也有所提升；③**门店数字化升级方面**，家乐福全国 209 家门店已完成智慧零售改造，打造店仓一体化的新模式；④**物流仓储方面**，家乐福已与苏宁物流仓储资源进行整合，同时借助苏宁物流的末端运力网络，实现到家业务的履约。⑤**会员方面**，家乐福 4000 万会员已与苏宁会员打通，联动苏宁易购等各业态，进一步强化会员权益。

**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 8/30/21xPE，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
<b>流动资产合计</b>	<b>87,829.68</b>	<b>131,742.54</b>	<b>135,925.36</b>	<b>155,641.68</b>	<b>186,657.20</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>66,514.70</b>	<b>63,176.06</b>	<b>77,666.57</b>	<b>75,401.68</b>	<b>73,851.98</b>
<b>资产总计</b>	<b>157,276.69</b>	<b>199,467.20</b>	<b>218,140.53</b>	<b>235,591.96</b>	<b>265,057.78</b>
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
<b>流动负债合计</b>	<b>64,263.66</b>	<b>93,696.66</b>	<b>107,801.78</b>	<b>121,896.14</b>	<b>147,010.98</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>9,385.38</b>	<b>17,559.75</b>	<b>13,163.73</b>	<b>14,022.98</b>	<b>14,915.48</b>
<b>负债合计</b>	<b>73,649.03</b>	<b>111,256.40</b>	<b>120,965.51</b>	<b>135,919.12</b>	<b>161,926.47</b>
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)
<b>股东权益合计</b>	<b>83,627.66</b>	<b>88,210.80</b>	<b>97,175.02</b>	<b>99,672.85</b>	<b>103,131.31</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>157,276.69</b>	<b>199,467.20</b>	<b>218,140.53</b>	<b>235,591.96</b>	<b>265,057.78</b>

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)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(6,605.29)</b>	<b>(13,874.47)</b>	<b>11,183.71</b>	<b>11,236.87</b>	<b>9,879.83</b>
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
<b>投资活动现金流</b>	<b>13,437.47</b>	<b>(3,010.16)</b>	<b>(7,693.00)</b>	<b>485.37</b>	<b>576.78</b>
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)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(910.51)</b>	<b>22,534.08</b>	<b>(6,347.10)</b>	<b>(821.94)</b>	<b>864.47</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>5,921.67</b>	<b>5,649.44</b>	<b>(2,856.39)</b>	<b>10,900.30</b>	<b>11,321.08</b>

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>187,927.76</b>	<b>244,956.57</b>	<b>289,048.76</b>	<b>352,639.48</b>	<b>433,746.56</b>
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)
<b>营业利润</b>	<b>4,076.10</b>	<b>13,658.55</b>	<b>10,784.97</b>	<b>2,902.49</b>	<b>4,156.69</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>4,332.04</b>	<b>13,945.46</b>	<b>11,114.22</b>	<b>3,226.71</b>	<b>4,470.15</b>
所得税	282.50	1,302.91	1,667.13	484.01	670.52
<b>净利润</b>	<b>4,049.54</b>	<b>12,642.55</b>	<b>9,447.09</b>	<b>2,742.70</b>	<b>3,799.63</b>
少数股东损益	(162.98)	(685.01)	(1,645.65)	(245.59)	(402.66)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4,212.52</b>	<b>13,327.56</b>	<b>11,092.73</b>	<b>2,988.29</b>	<b>4,202.29</b>
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
<b>成长能力</b>					
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%
<b>获利能力</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标 (元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
市盈率	20.93	6.62	7.95	29.50	20.98
市净率	1.12	1.09	0.96	0.94	0.90
EV/EBITDA	8.07	3.09	3.92	8.04	5.05
EV/EBIT	10.40	3.40	4.39	11.33	6.73

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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