

## 苏宁易购(002024)/专业零售

## 完善智慧零售布局, 静待业绩脱底回升

**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)	9.04
市值(百万元)	84,163
流通市值(百万元)	70,288

**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

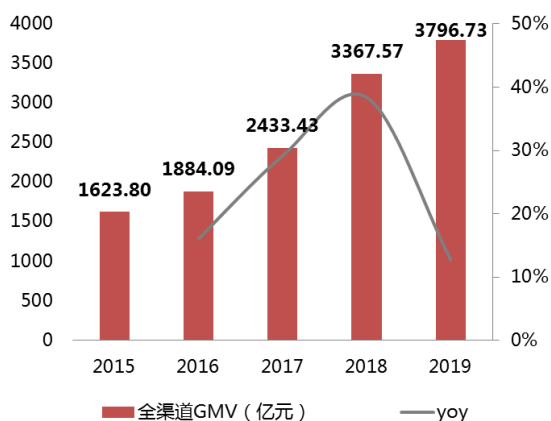
**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	187,928	244,957	270,315	316,691	374,068
营业收入增速	26.48%	30.35%	10.35%	17.16%	18.12%
归属于母公司的净利润	4,213	13,328	11,016	4,403	6,171
净利润增长率	498.02%	216.38%	-17.34%	-60.03%	40.15%
摊薄每股收益(元)	0.45	1.43	1.18	0.47	0.66
每股现金流量	-0.71	-1.49	-0.02	0.37	0.74
净资产收益率	5.34%	16.47%	10.03%	3.76%	5.17%
P/E	20.51	6.48	7.64	19.11	13.64
PEG	-0.94	-0.18	0.04	18.46	-0.60
P/B	1.07	1.04	0.77	0.72	0.71

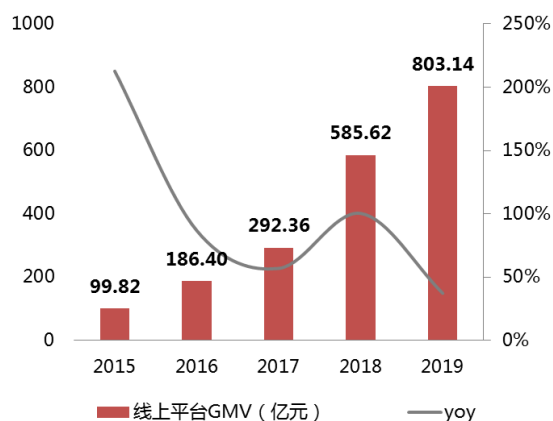
备注:

**投资要点**

- **事件: 苏宁易购 2019 年实现 3,796.73 亿元 GMV, 同比+12.74%; 实现营业收入 2,703.15 亿元, 同比+10.35%, 归母净利润为 110.16 亿元。**
- **完善智慧零售布局, 全渠道多业态融合发展。**2019 年苏宁加速推进全渠道多业态的智慧零售场景布局, 线上苏宁易购, 线下电器店、乡镇零售云、快消类家乐福/苏鲜生/苏宁小店、红孩子母婴、苏宁百货等实现协同发展。截至 12 月 31 日, 苏宁注册会员数达 5.5 亿, 年活跃用户规模同比增长 20.5%, 全场景融合运营取得一定成效。**线下:**持续优化门店网络, 推进门店数字化升级, 苏宁推客、苏小团、店播等互联网社交工具赋能门店社群运营能力, 截至年底家电 3C 专业店/红孩子母婴店数量为 2,307/175 家; 低线市场加速置换零售云直营店/开设加盟店, 截至年底零售云直营店/加盟店数量为 833/4,586 家。2019 年外部市场环境较弱, 家电零售行业竞争激烈, 公司可比门店经营质量较上年有所下滑, 报告期内家电 3C 专业店/零售云直营店/红孩子母婴店同店收入同比增长-9.25%/7.75%/-7.02%。**线上:**大力发展苏宁推客、苏宁拼购、苏小团等社交矩阵, 打造“门店直播+网红直播”组合模式, 深度融合家乐福中国供应链, 加快到家业务发展, 2019 年线上商品销售规模为 2,387.53 亿元, 同比+14.59%, 自营/开放平台 GMV 为 1,584.39/803.14 亿元, 同比增长 5.77%/37.14%, 线上加快开放平台商户引进, 开放会员、流量、仓配等服务能力, 开放平台非电器品类商户占比提升至 85.53%, 商户数量及活跃度也有较大的提升。
- **强化商品管控, 经营效率优化。**报告期内公司优化商品结构, 开放平台和物流增值服务收入增加, 综合毛利率较去年同期提高 0.43%。2019 年四季度公司强化商品价格管理, 加快开放平台发展, 公司经营业绩企稳, 经营性现金流环比显著改善。家乐福中国并表后推进苏宁大快消供应链融合, 发挥规模采购优势, 四季度家乐福中国毛利率/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转正。
- **资本运作完成, 聚焦零售主业。**2019 年公司完成多项资本运作: (1) 下半年苏宁小店出表, 亏损和现金流不再对上市公司业绩造成负面影响; (2) 家乐福中国四季度正式并表, 构建苏宁小店及家乐福店仓一体化的快消品供应链履约模式, 全场景、高时效、低成本的推动快消品类到店、到家销售; (3) 苏宁金服完成 C 轮融资扩股, 四季度正式出表, 有助于增厚上市公司现金流; (4) 四季度 LAOX 完成增资扩股, 12 月起不再纳入上市公司报表; (5) 苏宁深创投-云享仓储物流基金完成收购佛山、宁波等 5 个物流项目, 增加公司非经常性损益。2020 年公司将聚焦零售主业发展, 推进生态协同效益释放。
- **投资建议: 完善智慧零售布局, 静待业绩脱底回升, 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, 2020 年公司现金流持续优化, 有望迎来扣非盈利拐点。预计 2019-2021 年实现营业收入 2,703/3,167/3,741 亿元, 同比增长 10.4%/17.2%/18.1%; 实现归母净利润 110.16/44.03/61.71 亿元。
- **风险提示: (1) 全渠道融合不畅, 线上减亏效果不佳, 线下门店收入持续下滑; (2) 苏宁推客、苏宁拼购、苏宁小店等新流量入口拓展不顺利, 流量成本大幅上升; (3) 快消供应链融合不达预期, 经营成本难以优化。**

**图表 1: 全渠道 GMV 同比增长 12.74%**


来源: 公司公告 中泰证券研究所

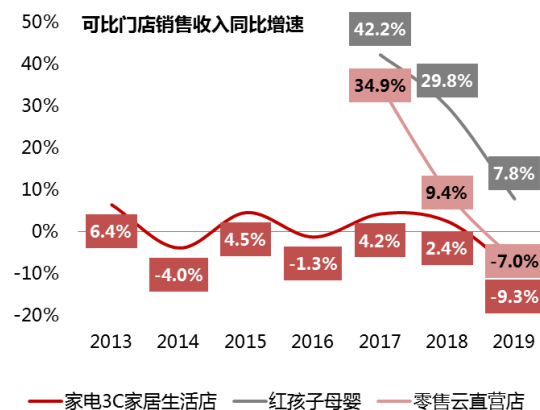
**图表 2: 开放平台 GMV 同比增长 37.14%**


来源: 公司公告 中泰证券研究所

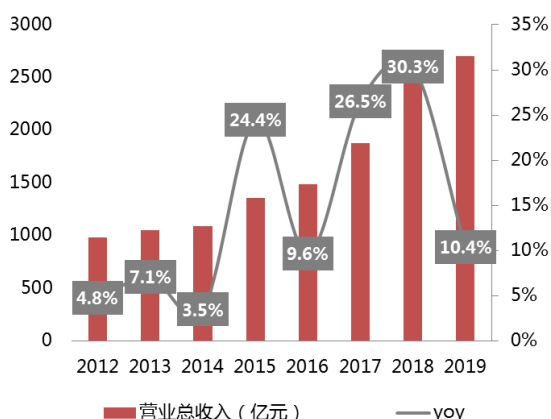
**图表 3: 门店布局逐步完善**

门店数	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
家电3C家居生活店	1,571	1,635	1,510	1,478	1,499	2,105	2,307
红孩子母婴	2	8	27	26	53	157	175
零售云直营店			1,011	1,902	2,215	2,368	833
苏鲜生超市		4	37	6	9	8	15
家乐福							233
零售云加盟店					39	2,071	4,586

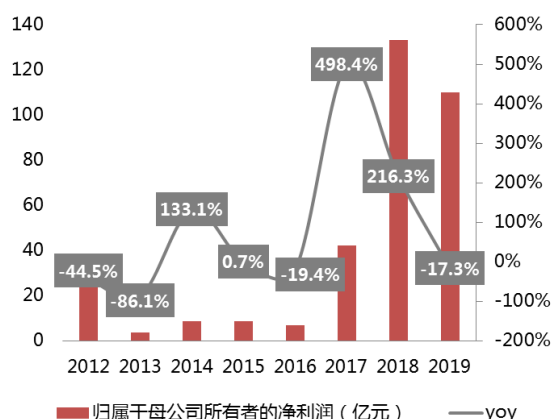
来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 4: 2019 年可比门店销售收入增速下滑**


来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 5: 营业收入同比增长 10.35%**


来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 6: 归母净利润同比减少 17.34%**


来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 7: 苏宁易购财务预测表**

**损益表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	<b>187,928</b>	<b>244,957</b>	<b>270,315</b>	<b>300,013</b>	<b>330,274</b>
增长率	26.5%	30.3%	10.4%	10.99%	10.09%
营业成本	-161,432	-208,217	-228,120	-252,344	-276,860
% 销售收入	85.9%	85.0%	84.4%	84.1%	83.8%
毛利	26,496	36,740	42,194	47,669	53,414
% 销售收入	14.1%	15.0%	15.6%	15.9%	16.2%
营业税金及附加	-729	-894	-987	-1,095	-1,206
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-20,636	-26,067	-32,708	-33,001	-36,330
% 销售收入	11.0%	10.6%	12.1%	11.0%	11.0%
管理费用	-4,864	-5,201	-8,650	-9,300	-9,908
% 销售收入	2.6%	2.1%	3.2%	3.1%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	267	4,578	-151	4,272	5,970
% 销售收入	0.1%	1.9%	-0.1%	1.4%	1.8%
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	14,027	1,500	1,200
% 税前利润	85.2%	70.0%	89.9%	23.4%	15.5%
营业利润	4,792	19,686	15,361	6,154	7,502
营业利润率	2.6%	8.0%	5.7%	2.1%	2.3%
营业外收支	256	287	250	250	250
税前利润	<b>5,048</b>	<b>19,973</b>	<b>15,611</b>	<b>6,404</b>	<b>7,752</b>
利润率	2.7%	8.2%	5.8%	2.1%	2.3%
所得税	-283	-1,303	-1,161	-396	-518
所得税率	5.6%	6.5%	7.4%	6.2%	6.7%
净利润	4,050	12,643	10,450	4,007	5,234
少数股东损益	-163	-685	-566	-217	-284
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>4,213</b>	<b>13,328</b>	<b>11,016</b>	<b>4,224</b>	<b>5,518</b>
净利率	2.2%	5.4%	4.1%	1.4%	1.7%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	4,050	12,643	10,450	4,007	5,234
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	-14,027	-1,500	-1,200
少数股东损益	-163	-685	-566	-217	-284
营运资金的变动	1,699	-11,138	1,042	-2,519	214
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-6,605</b>	<b>-13,874</b>	<b>-218</b>	<b>2,495</b>	<b>6,892</b>
固定资本投资	-478	-2,380	-60	-60	-50
<b>投资活动现金净流</b>	<b>13,437</b>	<b>-3,010</b>	<b>-763</b>	<b>221</b>	<b>2,922</b>
股利分配	-931	-931	-2,754	-1,056	-1,379
其他	20	23,465	8,707	4,165	-2,500
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-911</b>	<b>22,534</b>	<b>5,953</b>	<b>3,109</b>	<b>-3,879</b>
<b>现金净流量</b>	<b>5,922</b>	<b>5,649</b>	<b>4,973</b>	<b>5,825</b>	<b>5,935</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	34,030	48,042	53,015	58,839	64,774
应收款项	9,327	6,681	9,839	8,496	13,706
存货	18,551	22,263	22,093	26,973	29,937
其他流动资产	25,921	54,757	44,733	54,648	50,825
流动资产	87,830	131,743	129,680	148,957	159,242
% 总资产	55.8%	66.0%	61.9%	65.6%	68.1%
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%	6.7%	5.7%	5.0%
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%	38.1%	34.4%	31.9%
<b>资产总计</b>	<b>157,277</b>	<b>199,467</b>	<b>209,376</b>	<b>227,167</b>	<b>233,671</b>
短期借款	8,686	24,314	17,984	20,905	25,202
应付款项	52,247	49,037	51,433	59,717	62,243
其他流动负债	3,331	20,345	10,270	11,300	13,972
流动负债	64,264	93,697	79,686	91,921	101,417
长期贷款	2,854	4,814	4,814	4,814	935
其他长期负债	6,532	12,746	8,350	9,209	10,102
<b>负债</b>	<b>73,649</b>	<b>111,256</b>	<b>92,850</b>	<b>105,944</b>	<b>112,453</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>78,958</b>	<b>80,917</b>	<b>109,799</b>	<b>114,713</b>	<b>114,991</b>
少数股东权益	4,669	7,294	6,727	6,510	6,227
<b>负债股东权益合计</b>	<b>157,277</b>	<b>199,467</b>	<b>209,376</b>	<b>227,167</b>	<b>233,671</b>

**比率分析**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>					
每股收益 (元)	0.45	1.43	1.18	0.45	0.59
每股净资产 (元)	8.48	8.69	11.79	12.32	12.35
每股经营现金净流 (元)	-0.71	-1.49	-0.02	0.27	0.74
每股股利 (元)	0.10	0.10	0.30	0.11	0.15
<b>回报率</b>					
净资产收益率	5.34%	16.47%	10.03%	3.68%	4.80%
总资产收益率	2.57%	6.34%	4.99%	1.76%	2.24%
投入资本收益率	19.59%	67.89%	23.04%	9.42%	11.43%
<b>增长率</b>					
营业总收入增长率	26.48%	30.35%	10.35%	10.99%	10.09%
EBIT增长率	874.76%	312.49%	-29.32%	-59.82%	29.31%
净利润增长率	498.02%	216.38%	-17.34%	-61.65%	30.61%
总资产增长率	14.66%	26.83%	4.97%	8.50%	2.86%
<b>资产管理能力</b>					
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	29.5	29.4	31.0
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	19.5	16.2	13.5
<b>偿债能力</b>					
净负债/股东权益	-39.19%	-11.76%	-23.68%	-25.16%	-28.45%
EBIT利息保障倍数	13.3	13.6	23.0	7.7	9.2
资产负债率	46.83%	55.78%	44.35%	46.64%	48.12%

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。