

## 扣非净利表现不及预期，给予谨慎推荐

## 苏宁易购 (002024.SZ)

**谨慎推荐** 下调评级

核心观点：

### 1. 事件摘要

2019 年全年公司实现营业收入 2692.29 亿元，同比增长 9.91%；实现归属母公司净利润 98.43 亿元，同比减少 26.15%；实现归属母公司扣非净利润-57.11 亿元，同比下滑 1488.82%。经营现金流量净额为-178.65 亿元，较上年减少 28.76%。

### 2. 我们的分析与判断

**(一) 日用百货商品代替传统优势的家电 3C 成为公司规模扩张的主要动力，子公司股权变动大幅影响整体业绩表现**

2019 年全年公司实现总营业收入 2692.29 亿元，较上年同期增加 242.72 亿元，同比增长 9.91%。其中全年实现主营业务收入 2636.08 亿元，较上年同期增加 225.00 亿元，对应 YOY9.33%，占据了公司 97.91%的营收份额以及 92.70%的营收增量；**主营业务中零售业/服务及其他分别实现营业收入 2536.56/99.52 亿元**，较上年同期分别增加 209.90/15.10 亿元，分别对应 YOY9.02%/17.89%；可以看出零售业依旧是公司的主营业态及规模扩张的主要推动力，对应贡献了 94.22%的总营业收入 86.48%的总营收增量。除主营业务外，公司另有**其他业务 56.21 亿元**，较上年同期增长 17.72 亿元。

由于报告期内公司发生收购、股权转让等诸多行为，合并报表较上一年存在明显变动，主要变更包括：①6 月公司完成苏宁小店的股权转让，对苏宁小店的持股比例降至 35%，1-6 月份苏宁小店利润表和现金流表仍在公司报表中体现，7 月份开始按照权益法核算利润；②9 月末公司完成家乐福中国 80%股份的交割，家乐福中国纳入公司合并报表范围；③9 月末苏宁金服完成 C 轮增资扩股，公司持有苏宁金服股权比重降至 41.15%，1-9 月苏宁金服利润表、现金流量表仍在公司报表中体现；④Q4 中 LAOX 完成增资扩股，公司持有 LAOX 比重降至 29.77%，1-11 月 LAOX 利润表、现金流量表仍在公司相关报表内予以体现。

2019 年公司全年商品销售规模总额（含税，包括大陆、香港及日本市场的线下与线上平台，以及物流、金融、售后等服务）达到 3787.40 亿元（YOY12.47%），较上年同期增加 419.83 亿元，增速放缓 25.92 个百分点。全年公司实现线上平台商品交易规模 2387.53 亿元（含税），同比增长 14.59%，较上年同期增长 313.99 亿元；其

分析师

李昂

☎：(8610) 83574538

✉：liang\_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

特此鸣谢：

甄唯莹

☎：(8610) 83574089

✉：zhenweixuan\_yj@chinastock.com.cn

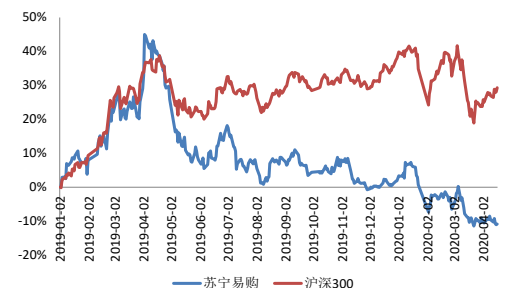
章鹏

☎：(8610) 86359172

✉：zhangpeng\_yj@chinastock.com.cn

行业数据时间

2020.04.17



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

【中国银河研究院\_李昂团队】公司年报点评\_零售行业\_苏宁易购(002024.SZ)\_一八年规模增长符合预期，维持推荐\_20190402

【中国银河研究院\_李昂团队】公司一季报点评\_零售行业\_苏宁易购(002024.SZ)\_一季度规模增长符合预期，维持推荐\_20190430

【中国银河研究院\_李昂团队】公司半年报点评\_零售行业\_苏宁易购(002024.SZ)\_公司上半年规模符合预期，维持推荐\_20190830

【中国银河研究院\_李昂团队】公司三季报点评\_零售行业\_苏宁易购(002024.SZ)\_规模符合预期\_投资收益大幅增厚业绩，维持推荐\_20191030

中自营商品销售(含税)/开放平台商品交易(含税)规模分别为 1584.39/803.14 亿元,对应 YOY 5.77%/37.14%,分别较上年同期增加 86.47/217.52 亿元。由此我们看出,公司线上平台商品交易规模的主要增长点在于开放平台商品规模持续保持高速增长。

从主营业务的产品角度来看,通讯产品/日用百货(家居、母婴、美妆、百货及超市、生鲜食品等商品)/小家电产品/冰箱、洗衣机/空调产品/数码电脑产品/黑电产品/物流服务/金融服务/安装维修业务/其他类(含开放平台服务收入、自建店配套物业销售收入等)分别实现营业收入 620.13/455.70/438.24/278.80/259.96/256.25/227.46/32.67/27.88/19.74/19.24 亿元,较上年同期分别变化-23.65/244.18/79.38/-5.78/-4.58/-47.34/-32.30/4.66/2.15/3.88/4.40 亿元;可以看出尽管通讯产品的销售依旧在各品类中占据榜首,但其占总营收的份额已经较上年下滑 3.25 个百分点至 23.03%,与之变化趋势相似,公司传统优势的白电(冰箱、洗衣机、空调产品)、数码电脑以及其他黑电产品的销售额绝对值规模和份额占比均出现不同幅度的下滑,增长承压;与之相反,随着公司旗下生活广场、超市(家乐福)、百货(苏宁百货与收购万达百货)等多种零售渠道的不断发展,日用百货类商品在报告期内贡献了主要的营收增量,并抵消了部分传统优势商品销售额规模萎缩带来的损失,其在总营收中的占比也较上一年大幅提升 8.29 个百分点至 16.93%,成为公司目前销售额规模排名第二的核心商品品类;同时小家电产品也与其他家电 3C 产品呈现出逆向表现,对于总营收的占比亦提升 1.63 个百分点至 16.28%,位列第三。

从主营业务的分地区表现来看,华东一区/华东二区/华北地区/华南地区/西南地区/华中地区/东北地区/西北地区/香港地区/日本地区分别实现营业收入 817.84/425.92/373.77/305.05/228.36/169.03/100.69/91.85/50.32/73.25 亿元,较上年同期分别增加 102.14/43.06/5.94/24.54/7.16/11.68/9.55/-0.17/18.62/2.48 亿元;其中华东一区(江苏、安徽、山东)是公司的优势经营区域,其营收贡献占比较上一年进一步提升 1.16 个百分点至 30.38%,从具体经营数据中可以看出,公司报告期内各类线下门店在华东一区内的新增门店数量均处于领先地位,红孩子母婴店、零售云加盟店、直营店等门店数量持续扩张是营收规模上升的基本保障;香港地区依托供应链优势开展贸易业务并加快海外购业务发展,带来销售收入的快速增长,其销售额规模占比提升 0.58 个百分点至 1.87%,出现明显改善;日本地区的营收确认则主要受到 LAOX 的影响,报告期内仅确认了 1-11 月的财务数据。

2019 年全年公司实现归母净利润 98.43 亿元,较去年同期减少 34.85 亿元;实现归母扣非净利润-57.11 亿元,较去年同期减少 53.51 亿元;公司业绩受非经常性损益影响偏大,报告期内公司确认非经常性损益 155.54 亿元,较上年增加 18.67 亿元,2018 年中公司的非经常损益主要来自于出售所持有的阿里巴巴股份以及投资理财收益,2019 年主要来源包括:①转让苏宁小店股权增厚净利润 35.70 亿元;②苏宁金服增资扩股增厚净利润 98.57 亿元;③苏宁深创投-云享仓储物流设施二期私募股权投资基金完成收购 5 家物流项目公司实现盈利约 6 亿元;④LAOX 定向增发后拖累净利润减少 3.66 亿元。此外根据公司公告披露,若不考虑苏宁小店对利润的影响,2019 年归属于上市公司股东的扣除非经营性损益的净利润为-27.92 亿元。

2019 年全年公司实现经营性现金流净额-178.65 亿元,较上年同期减少 39.90 亿元;与 Q3 时相比(2019Q3 公司经营性现金流净额为-199.64 亿元,同比减少 61.42 亿元)出现情况改善。公司经营性现金流大幅流出一方面在于前三季度苏宁金服业务发展迅速,小贷、保理业务发放贷款规模增加较快,该类业务带来报告期内经营活动产生的现金流净流出 76.91 亿元;另一方面在于上半年苏宁小店亏损拖累。第四季度公司强化商品供应链管理,优化账期及支付方式,积极推动供应链金融业务,运营资金效率对应出现提升。

## (二) 综合毛利率下降 0.47pct,期间费用率上升 2.27pct

公司 2019 年全年综合毛利率为 14.53%,较去年同期下跌 0.47 个百分点。其中公司主营的零售业务毛利率为 12.45%,较上年同期下滑 0.85 个百分点;从产品的角度来看,公司传统优势的

家电 3C 产品以及日用百货产品销售毛利率均出现了不同幅度的下滑，由此拉低整体毛利率走低，**通讯产品/日用百货/小家电产品/冰箱、洗衣机**分别对应实现毛利率 4.42%/17.76%/16.90%/18.07%，分别较上年下滑 1.50/3.44/1.52/1.85 个百分点。

公司期间综合费用率为 16.69%，相比上年同期上升 2.27 个百分点。**销售/管理（不含研发）/财务/研发费用率**分别为 12.72%/1.88%/0.85%/1.24%，较去年同期分别变动+1.91-0.28/+0.34/+0.30 个百分点。其中，公司全年录得销售费用 335.32 亿元，较上年同期大幅增加 74.65 亿元，主要系人员和租赁费用上涨所致，人员费用和租赁费用成本分别为 143.03/72.71 亿元，分别较上年同期增加 27.81/14.31 亿元，一方面公司由于门店开发、IT 能力建设以及新品类运营等业务需求，引进及储备人员较多，此外受第三期员工持股计划计提管理费用摊销影响，带来人员费用率同比增加；另一方面新店开业等门店投入需要租金、装修、水电等固定成本的支撑。

### （三）线下门店持续扩张形成连锁网络，各业态积极调整助推销售规模增长

公司积极进行渠道拓展，加速布局线下门店，截至 2019 年年末公司拥有各类自营店面 3630 家，门店物业面积 818.20 万平方米，其中公司自有门店物业面积 32.31 万平方米，通过创新资产运作方式以及与大型房地产商合作取得可长期稳定使用的物业面积 174.72 万平方米。线下门店的扩张使得公司线下多层次零售网络布局进一步完善，为整体销售规模增长奠定良好基础。

其中，截至 2019 年年末公司在大陆地区新增储备 6 个**苏宁易购广场**项目，新开 1 个苏宁易购广场；完成对 37 家**万达百货**的收购，并更名升级改造为苏宁易购广场，为消费者提供更丰富的数字化、场景化购物体验。全年继续围绕一二级市场的空白商圈以及优质购物中心进行布局，探索店面形态的升级优化，融合苏宁极物，打造标杆店面，继续推进与商超的合作，年内新开**家电 3C 家居生活专业店**合计 327 家，其中商超门店 218 家；并有效应对市场及商圈的变化，加快调整关闭，报告期内置换、关闭店面 125 家；截至 2019 年年末公司家电 3C 家居生活专业店 2307 家。同时公司加强对于低线市场商户的赋能，持续推进苏宁易购零售云加盟店的开设，并对加盟店强化考核管理，2019 年新开**苏宁易购零售云加盟店** 2731 家，关闭 216 家；并结合当地市场情况以及店面经营质量对直营店进行置换、关闭、升级改造、直营转加盟等调整，审慎推进直营店开设，2019 年新开**苏宁易购直营店** 222 家，关闭 1757 家；综上，截至 2019 年年末公司拥有苏宁易购直营店 833 家、加盟店 4586 家。此外，公司继续专注于购物中心开设**红孩子母婴店**，加强店面日常管理，提升坪效，2019 年公司新开门店 44 家，关闭店面 26 家；截至 2019 年年末共有苏宁红孩子母婴店 175 家。在必选渠道方面，9 月末公司完成对**家乐福中国** 80%股份收购，四季度公司新开家乐福便利店 1 家，关闭家乐福超市和便利店 3 家，截至 2019 年年末公司拥有家乐福超市店面 209 家，家乐福便利店 24 家，进一步完善了公司的全场景业态布局。公司围绕 O2O 精品超市定位，稳步推进自有的**苏鲜生超市**店面开设，2019 年新开苏鲜生超市 9 家，关闭 2 家；截至 2019 年年末公司拥有苏鲜生超市 15 家。在香港地区公司也保持稳健的店面经营策略，2019 年公司在香港地区新开门店 3 家，关闭门店 1 家；截至 2019 年年末公司在香港地区拥有 30 家店面。

### （四）全场景、全品类、全客群全面发展，形成全方位零售生态圈

公司积极整合多业务线，形成独特的战略生态圈；始终贯彻推进全场景、全品类、全客群覆盖，进一步提升面向用户的服务能力。在渠道层面，公司线下积极应对市场变化，加快店面调整，深化店面业态升级和融合，此外公司持续强化互联网门店的建设和升级，加强全场景的融合运营。深化开展以大数据为支撑的个性化营销手段，通过对用户、商品、基础运营、广告资源开展数字化管理，提高店面的经营效率；基于公司完善的线下渠道网络，赋能店员苏宁推客、苏宁拓客、苏小团、门店小程序以及门店直播等互联网社交工具，提升店员用户经营能力。2019 年来门店的苏宁推客订单保持快速增长，全年实现超 3 倍的增长。公司将持续推进门店数字化、场景化的建



设,将向零售云加盟店、家乐福超市店进行赋能输出,进一步强化全场景的融合运营。线上紧抓用户社交化、社群化、内容化的消费特点,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;苏宁国际海外购加强新品、潮品的引进,线上SKU及品牌丰富度持续提升;强化家乐福中国的互联网化运营能力建设,加快发展到家业务;深度融合家乐福中国、产业生态会员,加大场景会员、联合会员推广力度,带来公司会员数量的增长。截至12月31日公司注册会员数量为5.55亿,2019年12月苏宁易购移动端订单数量占线上整体比例达到94.27%。公司年度活跃用户数规模同比增长20.52%,整体用户复购频次也有所增加,全场景融合运营取得一定的成效。

此外,公司依托自身领先的物流设施网络为零售业务提供服务,进一步完善优化了生态圈的建设。截至2019年12月苏宁物流拥有仓储及相关配套面积1210万平方米,快递网点2.59万个。报告期内苏宁物流新增、扩建13个物流基地,完成13个物流基地的建设,加快物流仓储用地储备,摘牌合肥、重庆、南宁、济南、贵阳、沈阳等20个城市物流仓储用地,截至12月31日公司已在44个城市投入运营57个物流基地,在16个城市有18个物流基地在建、扩建。借助家乐福中国在全国拥有8个中心仓,覆盖全国53个城市,完善了大快消品类全国供应链仓储配送网络的建设。

### 3. 投资建议

我们认为公司一方面在积极拓展线下渠道,追求线下渠道的快速扩张,同时保持线上渠道的稳健增长,不断完善营销网络;另一方面大力追求多业态全面发展,完善配套物流、金融等基础设施,不断提高用户获取能力,努力实现全场景零售布局。但公司主营零售业务的业绩表现有待提升改善,目前整体的业绩依旧严重依赖于非经常性损益项目,难以提供长期有效的盈利支撑;同时伴随门店的快速扩张,与之相关的人力、租赁费用在利润端形成压力。同时考虑2020年初新冠肺炎疫情可能对公司经营造成的影响,尽管超市等必选渠道及到家业务表现向好,公司各地家电3C、百货门店根据地方疫情管控规定进行了阶段性暂停营业或者缩短营业时间,销售额表现会受到客流量下滑带来的拖累。综上分析,我们预测公司2020/2021/2022年将分别实现营收2935.28/3244.57/3544.48亿元,归母净利润12.94/13.97/15.04亿元,对应PS为0.28/0.25/0.23倍,对应PE为64/59/55倍,下调公司评级至“谨慎推荐”。

### 4. 风险提示

零售行业竞争加剧的风险;创新业务成果具有不确定性的风险;收购带来的商誉减值的风险。

## 附：1.盈利预测和估值对比

表 1：盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (单位: 亿元)	2449.57	2692.29	2935.28	3244.57	3544.48
增长率(%)	30.35%	9.91%	9.03%	10.54%	9.24%
归属母公司股东净利润 (单位: 亿元)	133.28	98.43	12.94	13.97	15.04
增长率(%)	216.34%	-26.15%	-86.85%	7.90%	7.69%
EPS (元/股)	1.44	1.07	0.14	0.15	0.16
销售毛利率	15.00%	14.53%	14.26%	14.03%	13.99%
净资产收益率(ROE)	16.47%	11.20%	1.47%	1.48%	1.75%
市盈率(P/E)	9	5	64	59	55
市净率(P/B)	1.13	1.07	0.93	0.92	0.91
市销率(P/S)	0.40	0.34	0.28	0.25	0.23

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理及预测（股价为 2020 年 4 月 17 日收盘价）

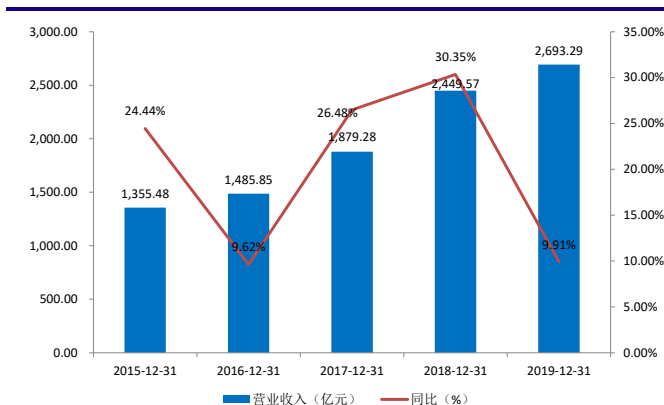
表 2：可比公司最新估值情况

境内可比公司							
	永辉超市	跨境通	鄂武商 A	百联股份	天虹股份	均值	中位数
PE	51	19	7	16	13	21	16
PB	4.98	1.17	0.94	0.8	1.55	1.89	1.17
PS	1.25	0.48	0.48	0.29	0.56	0.61	0.48
境外可比公司							
	阿里巴巴	京东	亚马逊	唯品会	国美零售	均值	中位数
PE	22	36	93	18	(41)	26	22
PB	4.96	5.33	17.4	3.36	1.22	6.45	4.96
PS	7.63	0.76	3.58	0.79	0.23	2.6	0.79

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

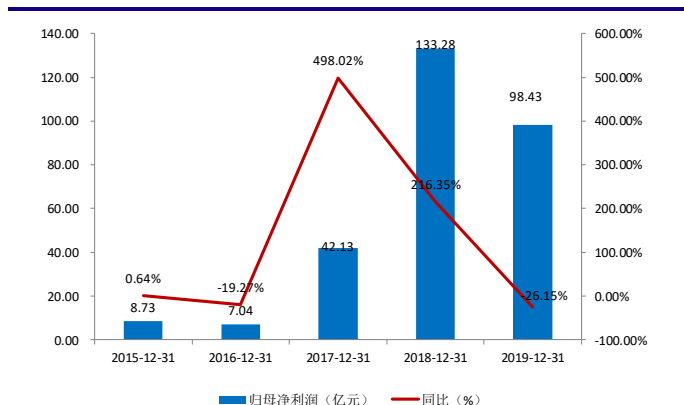
## 2.公司整体经营运行状况跟踪

图 1：2015-2019 营业收入(亿元)及同比增长率 (%)



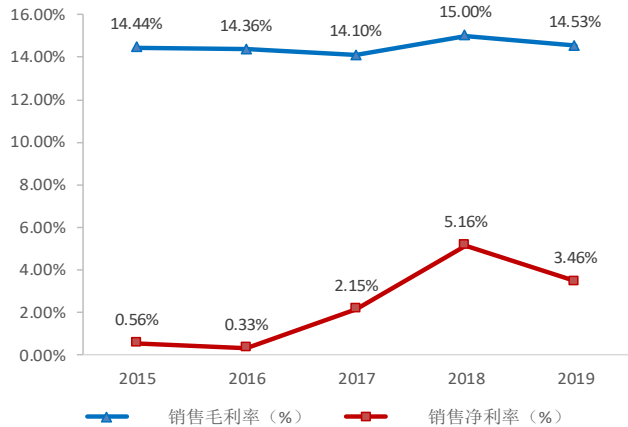
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 2：2015-2019 归母净利润(亿元)及同比增长率 (%)



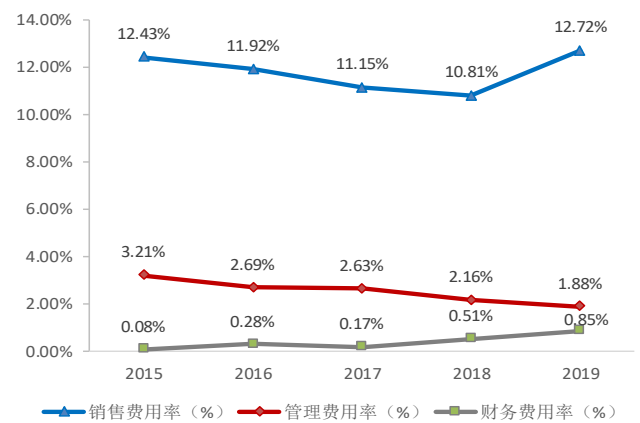
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 3：2015-2019 毛利率和净利率变动情况（%）



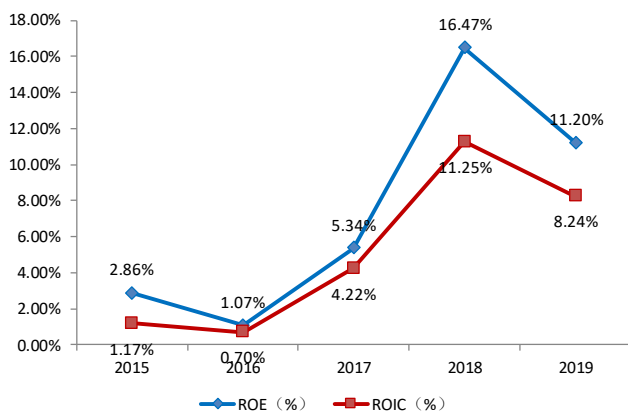
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 4：2015-2019 期间费用率变动情况（%）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 5：2015-2019 ROE 及 ROIC 变动情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 3：报告期内营业收入拆分

项目	2019 年度 (千元)	2018 年度 (千元)	增减率 (%)
营业收入	269,228,900	244,956,573	9.91%
营业成本	230,117,385	208,216,606	10.52%
销售费用	33,532,018	26,066,677	28.64%
管理费用	4,945,032	5,200,684	-4.92%
研发费用	3,267,610	2,261,875	44.46%
财务费用	2,237,420	1,234,626	81.22%
营业利润	14,671,720	13,658,550	7.42%
利润总额	14,594,597	13,945,455	4.65%
净利润	9,319,787	12,642,548	-26.28%
归属于上市公司股东的净利润	9,842,955	13,327,559	-26.15%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 4：报告期内毛利率变动情况

项目	2018 年	2017 年	增减变化
主营业务毛利率	13.03%	13.93%	-0.90%
其他业务毛利率	1.81%	1.31%	0.50%

综合毛利率 14.84% 15.24% -0.40%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 5：报告期内费用率变动情况

项目	2019 年	2018 年	增减变化
销售费用率	12.72%	10.81%	1.91%
管理费用率	1.88%	2.16%	-0.28%
研发费用率	1.24%	0.94%	0.30%
运营费用率	15.84%	13.91%	1.93%
财务费用率	0.85%	0.51%	0.34%
总费用率	16.69%	14.42%	2.27%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 6：报告期内营业收入拆分（单位：千元）

	2018 年		2017 年		同比增减
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	
营业收入合计	269,228,900	100.00%	244,956,573	100%	9.91%
主营业务收入	263,607,719	97.91%	241,107,814	98.43%	9.33%
其他业务收入	5,621,181	2.09%	3,848,759	1.57%	46.05%
主营业务分行业					
零售业（注 1）	253,655,530	94.22%	232,665,535	94.98%	9.02%
服务及其他	9,952,189	3.69%	8,442,279	3.45%	17.89%
主营业务分产品					
通讯产品	62,013,491	23.03%	64,378,973	26.28%	-3.67%
小家电等产品	45,570,496	16.93%	21,152,452	8.64%	115.44%
数码及 IT 产品	43,824,393	16.28%	35,885,964	14.65%	22.12%
冰箱、洗衣机	27,879,652	10.36%	28,458,065	11.62%	-2.03%
空调产品	25,996,285	9.66%	26,454,543	10.80%	-1.73%
黑电产品	25,625,474	9.52%	30,359,336	12.39%	-15.59%
物流服务	22,745,739	8.44%	25,976,202	10.60%	-12.44%
金融服务	3,267,308	1.21%	2,801,347	1.14%	16.63%
安装维修业务	2,787,865	1.04%	2,572,412	1.05%	8.38%
其他收入（注 3）	1,973,516	0.73%	1,585,124	0.65%	24.50%
主营业务分地区					
华东一区	81,783,847	30.38%	71,569,992	29.22%	14.27%
华东二区	42,592,205	15.82%	38,286,427	15.63%	11.25%
华北地区	37,376,945	13.88%	36,782,830	15.02%	1.62%
华南地区	30,505,272	11.33%	28,051,718	11.45%	8.75%
西南地区	22,836,029	8.48%	22,119,852	9.03%	3.24%
华中地区	16,902,902	6.28%	15,735,245	6.42%	7.42%
西北地区	10,068,892	3.74%	9,113,948	3.72%	10.48%
东北地区	9,184,769	3.40%	9,201,468	3.76%	-0.18%
日本地区	5,031,600	1.87%	3,169,251	1.29%	58.76%
香港地区	7,325,258	2.73%	7,077,083	2.89%	3.51%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 7：报告期内占公司营业收入 10%以上的行业、产品或地区情况（单位：千元）

	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入 比上年同 期增减	营业成本 比上年同 期增减	毛利率比 上年同期 增减
分行业						
零售业	253,655,530	222,081,232	12.45%	9.02%	10.09%	-0.85%
分产品						
通讯产品	62,013,491	59,272,450	4.42%	-3.67%	-2.14%	-1.50%
日用百货	45,570,496	37,477,567	17.76%	115.44%	124.84%	-3.44%
小家电产品	43,824,393	36,417,902	16.90%	22.12%	24.40%	-1.52%
冰箱、洗衣 机	27,879,652	22,841,556	18.07%	-2.03%	0.24%	-1.85%
分地区						
华东一区	81,783,847	67,251,894	17.77%	14.27%	8.27%	4.56%
华东二区	42,592,205	39,015,651	8.40%	11.25%	14.71%	-2.76%
华北地区	37,376,945	34,387,671	8.00%	1.62%	6.99%	-4.62%
华南地区	30,505,272	27,967,272	8.32%	8.75%	16.15%	-5.84%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 8：报告期内营业成本构成情况（单位：千元）

产品分类	项目	2019 年		2018 年		同比增减
		金额	占营业成本比 重	金额	占营业成本比 重	
通讯产品	/	59,272,450	25.76%	60,568,942	29.09%	-2.14%
日用百货	/	37,477,567	16.29%	16,668,443	8.01%	124.84%
小家电产品	/	36,417,902	15.83%	29,274,241	14.06%	24.40%
冰箱、洗衣机	/	22,841,556	9.93%	22,787,932	10.94%	0.24%
空调产品	/	21,828,193	9.49%	21,766,818	10.45%	0.28%
数码电脑产品	/	25,154,695	10.93%	29,278,797	14.06%	-14.09%
黑电产品	/	19,088,869	8.30%	21,373,907	10.27%	-10.69%
物流业务	/	4,328,896	1.88%	3,611,592	1.73%	19.86%
金融业务	/	774,756	0.34%	530,711	0.25%	45.98%
安装维修业务	/	1,622,973	0.71%	1,249,012	0.60%	29.94%
其他业务	/	463,116	0.20%	422,990	0.20%	9.49%
合计	/	229,270,973	99.66%	207,533,385	99.67%	10.47%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 9：报告期内费用构成（单位：千元）

	2019 年		2018 年		同比增 减	费用占 比同比 增减
	金额	占主营业务 收入比例	金额	占主营业务 收入比例		
销售费用	33,532,018	12.72%	26,066,677	10.81%	28.64%	1.91%



管理费用	4,945,032	1.88%	5,200,684	2.16%	-4.92%	-0.28%
研发费用	3,267,610	1.24%	2,261,875	0.94%	44.46%	0.30%
财务费用	2,237,420	0.85%	1,234,626	0.51%	81.22%	0.34%
销售费用、管理费用和研发费用明细						
人员费用	14,303,621	5.43%	11,522,777	4.78%	24.13%	0.65%
租赁费用	7,271,078	2.76%	5,839,755	2.42%	24.51%	0.34%
广告促销费	6,691,996	2.54%	6,741,701	2.80%	-0.74%	-0.26%
其他费用	6,642,532	2.52%	4,520,196	1.87%	46.95%	0.65%
物流费用	4,751,478	1.80%	3,395,580	1.41%	39.93%	0.39%
水电费	1,056,568	0.40%	818,647	0.34%	29.06%	0.06%
装潢费	1,027,387	0.39%	690,580	0.29%	48.77%	0.10%
合计	41,744,660	15.84%	33,529,236	13.91%	24.50%	1.93%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 10：报告期内研发投入

	2019 年	2018 年	变动比例
研发人员数量（人）	8,378	8,297	0.98%
研发人员数量占比	7.12%	6.36%	0.76%
研发投入金额（千元）	4,148,183	2,898,734	43.10%
研发投入占营业收入比例	1.54%	1.18%	0.36%
研发投入资本化的金额（千元）	266,792	224,146	19.03%
资本化研发投入占研发投入的比例	6.43%	7.73%	-1.30%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 11：报告期内中国大陆地区已开业门店分布情况（单位：家，万平方米）

	数量	面积	面积占比
苏宁易购广场（注）	37	98.28	12.02%
家电 3C 家居生活专业店	2,307	522.35	63.90%
苏宁易购直营店	833	26.60	3.25%
家乐福超市	233	144.60	17.69%
苏鲜生超市	15	3.72	0.45%
红孩子母婴店	175	21.96	2.69%
合计	3,600	817.51	100.00%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 12：报告期内中国大陆地区已开业门店分布情况（单位：家，万平方米）

	苏宁易购广场		家电 3C 家居生活专业店		红孩子母婴店		苏鲜生超市		家乐福超市		苏宁易购直营店	
	数量	面积	数量	面积	数量	面积	数量	面积	数量	面积	数量	面积
华东一区	7	17.86	534	118.35	75	9.78	9	2.24	25	18.06	167	4.72
华东二区	7	19.66	390	80.23	19	2.23	1	0.34	63	28.94	85	2.67

华中地区	4	9.79	228	49.81	11	1.36	-	-	16	10.24	112	3.34
华南地区	2	5.23	283	55.05	18	2.20	2	0.22	25	16.87	127	3.49
华北地区	8	22.05	246	67.06	12	1.31	1	0.24	36	22.92	78	2.99
西南地区	3	7.01	327	82.47	34	4.19	1	0.45	39	27.19	125	4.55
西北地区	3	8.15	129	35.07	6	0.89	1	0.23	3	1.82	72	2.45
东北地区	3	8.53	170	34.31	-	-	-	-	26	18.56	67	2.39
合计	37	98.28	2307	522.35	175	21.96	15	3.72	233	144.60	833	26.60

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 13：报告期内中国大陆地区已开业门店分布情况（单位：家，万平方米）

	苏宁易购广场		家电 3C 家居生活专业店		红孩子母婴店		苏鲜生超市		家乐福超市		苏宁易购直营店	
	数量	面积	数量	面积	数量	面积	数量	面积	数量	面积	数量	面积
一级市场	25	69.34	767	207.40	65	8.71	11	2.71	192	117.48	53	2.22
二级市场	12	28.94	772	174.05	74	9.22	3	0.78	35	23.30	103	4.12
三级市场	-	-	700	130.23	36	4.03	1	0.23	6	3.82	452	14.73
四级市场	-	-	68	10.67	-	-	-	-	-	-	225	5.53
合计	37	98.28	2307	522.35	175	21.96	15	3.72	233	144.60	833	26.60

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 14：报告期内中国大陆地区店面变动情况（单位：家，万平方米）

	2019 年新开门店		2019 年关闭门店		净增 (+) / 净减 (-)	
	数量	面积	数量	面积	数量	面积
家电 3C 家居生活专业店	327	34.76	125	26.30	202	8.46
红孩子母婴店	44	3.99	26	2.87	18	1.12
苏鲜生超市	9	2.44	2	0.77	7	1.67
家乐福超市	1	0.01	3	0.76	-2	-0.75
苏宁易购直营店	222	9.84	1757	36.37	-1,535	-26.53
合计	603	51.04	1913	67.07	-1,310	-16.03

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 15：报告期内中国大陆地区可比门店店效情况（单位：元/平方米）

	坪效		销售收入同比变动
	金额	同比变动	
家电 3C 家居生活专业店	14,446.91	-7.80%	-9.25%
苏宁易购直营店	15,311.34	-9.36%	-7.02%
红孩子母婴店	7,640.01	24.52%	7.75%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 16：报告期内中国大陆地区可比门店店效情况（单位：元/平方米）

	家电 3C 家居生活专业店			母婴店			苏宁易购直营店		
	坪效		销售收 入同比 变动	坪效		销售收 入同比 变动	坪效		销售收 入同比 变动
	金额	同比变动		金额	同比变动		金额	同比变动	
一级市场	18,983.24	-6.07%	-8.02%	7,361.79	26.57%	5.69%	14,192.52	-7.87%	2.17%
二级市场	12,153.45	-9.05%	-10.08%	7,771.96	18.14%	6.66%	14,798.27	-7.39%	-5.91%
三级市场	10,031.09	-10.59%	-11.65%	7,969.66	30.33%	13.38%	15,551.20	-10.37%	-8.18%
四级市场	11,665.20	-7.28%	-9.96%	-	-	-	15,357.52	-8.39%	-7.13%
合计	14,446.91	-7.80%	-9.25%	7,640.01	24.52%	7.75%	15,311.34	-9.36%	-7.02%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 17：报告期内中国大陆地区可比门店店效情况（单位：元/平方米）

	家电 3C 家居生活专业店			母婴店			苏宁易购直营店		
	坪效		销售收 入同比 变动	坪效		销售收 入同比 变动	坪效		销售收 入同比 变动
	金额	同比变动		金额	同比变动		金额	同比变动	
华东一区	15,146.84	-5.54%	-7.91%	7,126.80	13.13%	-0.23%	14,702.57	-5.63%	-5.25%
华东二区	14,864.64	-5.21%	-6.04%	6,855.79	16.23%	3.22%	13,961.19	-6.09%	-4.68%
华中地区	12,699.10	-10.32%	-10.38%	8,432.53	73.81%	37.17%	14,953.09	-12.64%	-8.04%
华南地区	13,823.05	-3.30%	-7.05%	10,124.37	50.94%	23.33%	15,701.41	-6.30%	-5.64%
华北地区	16,143.46	-6.71%	-8.09%	14,640.99	-7.70%	-23.99%	12,802.90	-19.18%	-10.49%
西南地区	13,946.99	-12.44%	-12.43%	7,377.74	38.41%	18.97%	16,633.32	-11.61%	-10.87%
西北地区	12,985.68	-14.00%	-13.68%	14,322.41	35.00%	19.41%	18,057.22	-11.54%	-10.58%
东北地区	13,956.55	-9.79%	-13.57%	-	-	-	18,076.91	2.24%	4.28%
合计	14,446.91	-7.80%	-9.25%	7,640.01	24.52%	7.75%	15,311.34	-9.36%	-7.02%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

### 3. 重大事项进展跟踪

表 18: 苏宁易购 2019 年第四季度至今重大事项进展

事件类型	内容
股份回购	2019 年 11 月 4 日, 苏宁易购集团股份有限公司全资子公司首次以集中竞价方式实施回购股份, 回购股份数量 359.87 万股, 占公司总股本的 0.04%, 最高成交价为 10.74 元/股, 最低成交价为 10.61 元/股, 支付的总金额为 3,841.69 万元 (不含交易费用)。
投资设立物流地产基金	全资子公司江苏苏宁物流有限公司与深创投不动产基金计划设立苏宁深创投-云享仓储物流设施二期私募股权投资基金, 基金目标募集资金规模不超过人民币 26 亿元, 其中江苏苏宁物流或公司下属控股子公司认缴 51%, 深创投不动产以管理的资金或深圳市创新投资集团有限公司或其控股下属公司以自有或管理的资金认缴 49%。
境外子公司 LAOX 引入战略投资者暨关联交易	公司下属子公司 LAOX 为支持业务发展需要, LAOX 计划实施定向增发募集资金, 向战略投资者苏宁电器集团有限公司全资子公司 GRANDA GALAXY LIMITED、中文产业株式会社全资子公司 GLOBAL WORKER 派遣株式会社定向发行股份及新股预约权, 本次交易完成后 LAOX 预计募集总额为 100.93 亿日元。截至 2019 年 12 月 6 日, LAOX 向 GRANDA GALAXY、GLOBAL WORKER 分别定向发行 2265.7 万股、29 万股, 发行价格为 313 日元/股, 募集资金总额为 84.34 亿日元 (约人民币 5.46 亿元, 按照 2019 年 12 月 5 日日元兑人民币汇率中间价 100:6.4771 计算)。
股东股份解除质押及再质押	2020 年 1 月 7 日公司接到公司持股 5% 以上股东苏宁电器集团有限公司通知, 获悉苏宁电器集团所持有本公司的部分股份被解除质押及开展再质押。本次将解除质押股份数量 1.76 亿股, 占其所持股份比例 9.46%, 解除日期为 2020.1.15, 同时将质押 1.4 亿股用于融资。
变更部分募集资金用途	结合非公开发行募集资金投资项目进展, 以及项目资金需求情况, 同时为提高募集资金使用效率, 公司拟将租赁店项目部分募集资金 15 亿元用于偿还金融机构贷款项目, 本次变更募集资金总额占非公开发行股票募集资金净额 5.16%。公司将继续实施租赁店项目, 截至 2019 年 12 月 31 日租赁店项目已投入募集资金 82,122.71 万元, 若租赁店项目剩余募集资金不足, 公司将自筹资金予以投入。本次变更部分募集资金用途不构成关联交易。
为子公司提供担保	为支持家乐福中国业务发展, 经苏宁易购集团股份有限公司同意公司为家乐福中国子公司日常融资提供连带责任担保, 具体担保明细如下: (1) 公司为青岛家乐福商业有限公司向金融机构融资提供最高额度为人民币 5,000 万元的担保, 该笔担保额度占公司 2018 年度经审计净资产的 0.057%。 (2) 公司为重庆家乐福商业有限公司向金融机构融资提供最高额度为人民币 1 亿元的担保, 该笔担保额度占公司 2018 年度经审计净资产的 0.113%。 (3) 公司为海口家乐福商业有限公司向金融机构融资提供最高额度为人民币 5,000 万元的担保, 该笔担保额度占公司 2018 年度经审计净资产的 0.057%。

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理



## 4.公司发展战略与经营计划情况跟踪

表 19: 苏宁易购 2018-2019 年年报中发展战略与经营计划情况跟踪

	2018 年对于 2019 年的规划	2019 年对于 2020 年的规划
发展战略	<p>2019 年，企业发展的外部环境，依然是困难、挑战与机遇相互叠加，在面临新旧动能转换带来的阵痛、中美贸易摩擦等问题的同时，也要看到政策红利、技术创新、消费升级等一系列变革所带来的发展机遇。</p> <p>首先，消费分级与升级带来了行业增长的空间。中国消费市场具备足够的深度和广度，不同人群的消费能力和偏好存在着较大的差异，这就提出了多层次的商品和服务的需求。</p> <p>第二，用户需求的多样性与个性化带来了行业增长的空间。用户消费需求的范畴正在逐步扩大，从商品、服务延伸到内容、知识、娱乐、健康。</p> <p>第三，技术创新与服务匹配进一步激发了用户需求，带来了行业增长的空间。5G 和人工智能时代，设备智能化将带来相关产品的新一轮增长空间。</p> <p>最后，2018 年下半年以来政府连续出台刺激消费及减税降费一类的政策，消费领域获得了政策面的重点支持和关注，刺激消费将成为未来一段时间拉动国内经济增长新动力的主要引擎。</p>	<p>2020 年，随着外部贸易摩擦加剧、消费增速放缓及新冠肺炎影响，整体经济形势严峻，居民收入增长乏力。同时，政府高度重视居民生活及消费市场，促进内需、提振消费政策及意见不断推出，部分新兴业态的发展空间巨大，一方面消费下沉，中低消费群体消费升级的趋势明显，消费者追求更高性价比商品的热情高涨；另一方面，服务业态消费升级、新渠道消费分流加速的趋势将更为凸显，社交化、内容化、娱乐化消费及“宅经济”需求激增。下沉市场、线下在线场景、线上交互平台、产品创新依然会带来增长机会。</p>
经营计划	<p>苏宁必须以用户需求为核心，坚定的推进互联网零售的转型和升级。一方面，利用技术升级，主动地转变自身发展方式，提升企业效率；另一方面，输出自身的能力，从微观上推动零售行业产业链的转型升级，自主创造自身发展的环境。2019 年苏宁将围绕全场景零售、智慧零售赋能以及智慧零售基础设施的构建和迭代，积极开展各项工作。</p>	<p>公司已经用了近十年的时间进行互联网的转型与变革，面向不断变化的消费方式和消费习惯，公司通过线上线下场景互通、数字化经营及智能供应链契合消费者需求的服务和体验，实现了用户服务的全面延伸。2020 年苏宁将从布局层面向运营层面转变，围绕零售业务、物流业务以及后台能力建设方面开展工作。</p>
风险提示	<p>新旧动能转换带来的阵痛、中美贸易摩擦</p>	<p>1、疫情导致的销售疲软风险：疫情导致消费短期停滞、消费者信心短期下行，上游市场的稳定性下降。</p> <p>2、快速扩张风险：在低速增长的宏观环境下快速扩张，面临扩张效果能否达到预期的风险。</p>

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

注：其中删除线内容为相较针对 2019 年的业务规划，针对 2020 年不再提及的内容；加粗内容为针对 2020 年的新补充部分。

## 5.公司前十大股东情况跟踪

表 20: 苏宁易购前十大股东情况（更新自 2019 年年报）

排名	股东名称	方向	期末持股数量 (万股)	报告期内		持股比 例变动 (%)	股本性质
				持股数量 变动 (万 股)	占总股本 比例 (%)		
1	张近东	不变	195,181.14	-	20.96%	-	境内自然人
2	苏宁电器集团有限公司	不变	186,107.70	-	19.99%	-	境内非国有法

							人
3	淘宝（中国）软件有限公司	不变	186,107.69	-	19.99%	-	境内非国有法人
4	苏宁控股集团股份有限公司	新进	37,078.69	6,105.64	3.98%	0.66%	境内非国有法人
5	陈金凤	不变	18,412.77	-	1.98%	-	境内自然人
6	香港中央结算有限公司	增加	13,422.25	7,083.29	1.44%	0.76%	境外法人
7	金明	不变	12,500.12	-	1.34%	-	境内自然人
8	中央汇金资产管理有限责任公司	不变	7,323.19	-	0.79%	-	国有法人
9	苏宁易购集团股份有限公司 一第三期员工持股计划	不变	7,307.09	-	0.78%	-	其他
10	苏宁易购集团股份有限公司 一第二期员工持股计划	新进	6,591.96	-	0.71%	-	其他
合计			670,032.60		71.96%		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**李昂，商贸零售行业分析师。2014 年 7 月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016 年 7 月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hettingting@chinastock.com.cn  
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn