

信义山证汇通天下

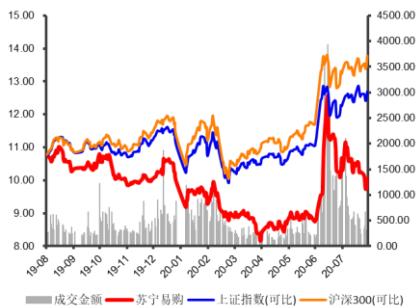
证券研究报告

零售

报告原因：中报点评

2020年8月29日

公司近一年市场表现



市场数据：2020年8月28日

收盘价(元):	10.05
年内最高/最低(元):	12.95/8.04
流通A股/总股本(亿):	77.75/93.10
流通A股市值(亿):	781
总市值(亿):	936

基础数据：2020年6月30日

基本每股收益	-0.02
每股净资产(元):	9.40
净资产收益率:	-0.19%

分析师：谷茜

执业登记编码：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层
北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

苏宁易购（002024.SZ）

Q2业绩环比改善，开放平台快速发展

调整评级

增持

公司研究/点评报告

事件描述

- 公司于8月29日发布2020年半年度报告，上半年公司实现营业收入1,184.24亿元，同比下降12.65%；归属于上市公司股东的净利润-1.67亿元，同比下降107.79%。

事件点评

- 商品销售同比增长，Q2业绩环比改善。**疫情对线下销售影响较大，同时上半年部分商品收入未达到满足控制权转移的条件，在合同负债科目列示，带来对应收入的减少，影响公司上半年营收同比下降12.65%，但由于加快开放赋能，公司上半年商品销售规模为1,940.98亿元（含税），同比增长5.37%。分季度看，Q1/Q2营收端同比分别下降7.07%/17.38%，在归母净利润上Q1为亏损5.51亿元，同比-505.45%，至Q2扭亏为盈至3.84亿元，同比-80.82%。二季度开始公司营收端环比提升，同时加强成本和费用管控，带动利润端环比降幅大幅收窄。上半年公司净利润呈现亏损状态，主要受到去年同期苏宁小店出表带来的投资收益增加影响，同比有所下降；扣非后归母净利润为-7.45亿元，但同比增长76.64%，同比大幅改善。上半年线上业务发展快于线下，销售结构影响带来主营业务毛利率同比小幅下降0.56pct至12.15%，不过同期增加家乐福中国并表，带来店面相关服务收入及转租收入增加，其他业务毛利率同比增加1.89pct，带动公司综合毛利率水平同比增加1.33pct至15.63%。
- 加强成本费用管控，运营效率有所提升。**公司上半年运营效率提升，总费用率同比下降0.30pct至16.25%，其中销售/管理/财务费率分别为11.77%/1.88%/1.56%，同比分别下降0.57pct/0.14pct/-0.46pct。上半年公司精简组织，加强绩效考核，带来人员费率同比下降0.92pct；受疫情影响，公司可比门店销售收入下降，同时加快对低效亏损门店的调整关闭，带来租金费用同比下降10.25%，但门店租赁相关固定费用率同比增长0.14pct，此外加强对家乐福门店的改造升级，带来装潢费用增长0.09pct；上半年公司严格控制广告促销投入，加强社交社群、直播的精细化运营，带来广告促销费率同比下降0.72pct；同期公司线上销售占比提升，物流费率同比有所增加0.32pct；由于去年并购万达和家乐福中国带来计提的无形资产摊销增加，导致其他费率同比提升0.3pct；公司申请银行融资规模增加，带来财务费率同比增长0.46pct。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

- 线下加快调整可比店环比回升，线上丰富商品开放平台高速增长。上半年公司聚焦全渠道运营，线下积极应对市场挑战，一方面加快店面调整力度，推进门店合伙人机制提高人效；另一方面持续深化门店互联网化运营，通过推客、拓客、云店小程序及门店直播等工具赋能员工，上半年来自门店的苏宁推客订单同比增长 113.80%，二季度公司家电 3C 家居生活专业店的可比门店销售环比改善，坪效环比提升 38%；同时加快低线市场发展，零售云业务发展提速，上半年苏宁易购零售云新开门店 1563 家，销售规模同比增长 61.2%。线上通过自营及开放平台相结合的方式，商品丰富度持续提升；同时加强社交社群营销传播，通过苏宁推客、苏宁拼购、苏小团、苏宁直播以及短视频平台合作，实现对用户和商品的精准投放，转化率得以提升。上半年线上商品交易规模同比增长 20.19%，其中开放平台同比提升 63.71%。
- 加快大快消业务发展，优化物流运营效率。商品经营方面，公司以家乐福中国为核心，整合双线供应链，实现在大快消领域的快速突破，对外加强推广、打造用户心智，上半年快消、日百类商品销售规模同比增长 106.70%。同时加快 C2M 发展，一方面扩大自主产品发展，品类由电器类拓展到快消品类，建立苏宁快消生态自有产品矩阵；另一方面通过 C2M 反向定制、产业带及拼购村，为品牌商孵化和推广面向不同用户群体的定制产品。物流运营方面，依托公司店面资源、家乐福门店快拣仓，苏宁物流为用户提供“一小时达”即时配、“半日达”和“一日三送”服务；随着苏宁易购零售云门店的快速布局，苏宁物流对农村市场的物流售后服务能力进一步提升；推进苏宁物流终端网点的合伙人机制，赋能末端物流节点，提高运营效率。

投资建议

- 公司聚焦全渠道运营，线下加快门店互联网化升级，快速推进下沉市场发展；线上开放平台业务发展迅速，整合供应链服务、平台流量和社群组织的优势，持续提升商品经营能力。公司明确以科技为驱动，在供应链、物流、场景上加强基础能力开放，让用户能够更便捷地获得服务。下半年，公司将围绕零售服务商战略进一步夯实全场景运营、全品类发展和服务能力提升，持续加快开放赋能，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.17/0.34/0.45 元，对应公司 8 月 28 日收盘价 10.05 元，2020-2022 年 PE 分别为 60.12X/29.57X/22.43X，调整评级至“增持”。

存在风险

- 宏观经济增速放缓；市场竞争激烈；新业态培育期持续亏损的风险；收购标的商誉减值风险。

表 1 公司盈利能力变化情况

	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2
营业总收入（亿元）	1,184.24	578.39	2,692.29	2,010.09	1,355.71
同比（%）	-12.65%	-7.07%	9.91%	16.21%	22.49%
营业成本	1,006.20	487.65	2,301.17	1,714.09	1,165.32
毛利率（%）	15.03%	15.69%	14.53%	14.73%	14.04%
销售费用	134.08	71.33	335.32	246.53	164.29
管理费用	21.37	10.11	49.45	39.83	26.96
研发费用	11.90	7.73	32.68	24.12	14.58
财务费用	17.77	5.34	22.37	19.98	14.67
期间费用率	15.63%	16.34%	16.34%	16.44%	16.26%
净利润	-5.42	-7.39	93.20	116.84	20.83
归母净利润	-1.67	-5.51	98.43	119.03	21.39
同比（%）	-107.79%	-505.45%	-26.15%	94.28%	-64.36%
扣非后归母净利润	-7.45	-5.00	-57.11	-41.52	-31.90
同比（%）	76.64	49.49	-1,488.82	-1,755.59	-9,860.35
每股收益：					
基本每股收益	-0.0182	-0.0592	1.0700	1.2992	0.2328
稀释每股收益	-0.0182	-0.0592	1.0700	1.2887	0.2316

数据来源：Wind, 山西证券研究所

表 2 公司主营业务构成

	营业收入（亿元）	营收占比	同比增减%	毛利率%	毛利率变动%
主营业务收入	1,107.95	93.56%	-13.52%	11.60%	-0.13%
分产品					
日用百货	297.09	25.09%	82.48%	17.15%	-0.89%
通讯产品	286.93	24.23%	-10.47%	3.21%	-0.61%
小家电	159.90	13.50%	-20.70%	15.25%	-0.37%
空调产品	101.32	8.56%	-37.79%	15.53%	-0.36%
数码电脑产品	99.91	8.44%	-31.76%	1.58%	-0.24%
冰箱洗衣机	93.60	7.90%	-38.46%	17.48%	-0.48%
黑电产品	69.19	5.84%	-48.69%	14.87%	-0.91%
物流服务	12.78	1.08%	-9.10%	8.90%	
安装维修业务	9.19	0.78%	-9.10%	16.73%	0.39%
其他主营业务	9.18	0.78%	-11.19%	78.58%	
分地区（中国大陆）	1,102.50	93.10%			
华东一区	339.87	28.70%	-13.89%	10.38%	-6.88%
华东二区	186.44	15.74%	-17.38%	13.84%	5.37%
华北地区	162.15	13.69%	-12.75%	9.77%	0.86%
华南地区	150.99	12.75%	-1.07%	11.20%	3.32%
西南地区	108.48	9.16%	-8.59%		
华中地区	63.92	5.40%	-32.28%		



东北地区	54. 60	4. 61%	-4. 57%		
西北地区	36. 06	3. 04%	-20. 92%		

数据来源：公司中报，山西证券研究所

表3 公司按店面经营业态的门店分布情况

2020Q2	数量	面积	面积占比
苏宁易购广场	37	98. 28	13. 12%
家电 3C 家居生活专业店	2, 108	479. 97	64. 10%
苏宁易购直营店	197	8. 52	1. 14%
家乐福超市	240	145. 86	19. 48%
红孩子母婴店	146	15. 55	2. 08%
香港地区门店	28	0. 64	0. 09%
合计	2, 756	748. 82	100. 00%

数据来源：公司中报，山西证券研究所

表4 公司大陆地区可比门店店销情况

	坪效 (元/平米)	坪效同比 变动%	销售收入 同比变动%	坪效 (元/平米)	坪效同比 变动%	销售收入 同比变动%
按店面经营业态						
家电 3C 家居生活专业店	10, 229. 10	-31. 54%	-33. 30%			
红孩子母婴店	6, 019. 96	-10. 48%	-17. 53%			
按店面所在市场级别						
	家电 3C 家具生活专业店			红孩子母婴店		
一级市场	12, 988. 91	-33. 08%	-34. 89%	5, 552. 59	-13. 35%	-21. 54%
二级市场	8, 728. 05	-29. 75%	-31. 94%	5, 845. 45	-11. 19%	-17. 86%
三级市场	8, 030. 13	-30. 26%	-31. 43%	7, 503. 99	-4. 19%	-8. 92%
四级市场	9, 543. 01	-28. 88%	-30. 11%	-	-	-
合计	10, 229. 10	-31. 54%	-33. 30%	6, 019. 96	-10. 48%	-17. 53%
按店面所在地区						
	家电 3C 家具生活专业店			母婴店		
华东一区	12, 068. 62	-24. 72%	-26. 89%	6, 381. 39	-12. 07%	-20. 02%
华东二区	10, 919. 64	-27. 06%	-28. 82%	3, 805. 68	-16. 41%	-21. 55%
华中地区	7, 665. 47	-40. 43%	-41. 43%	7, 696. 26	7. 52%	-7. 65%
华南地区	10, 182. 94	-27. 81%	-31. 28%	6, 063. 71	-0. 46%	-4. 08%
华北地区	10, 835. 54	-34. 06%	-35. 34%	4, 747. 92	-37. 42%	-37. 60%
西南地区	9, 279. 88	-37. 69%	-38. 30%	6, 218. 41	-10. 12%	-15. 91%
西北地区	8, 194. 44	-36. 23%	-36. 88%	3, 710. 46	-17. 78%	-28. 36%
东北地区	8, 954. 84	-38. 17%	-41. 93%			
合计	10, 229. 10	-31. 54%	-33. 30%	6, 019. 96	-10. 48%	-17. 53%

数据来源：公司中报，山西证券研究所



资产负债表

单位:百万元

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产					营业收入	269,229	286,002	324,612	364,702
现金	33,902	57,200	64,922	72,940	营业成本	230,117	241,757	273,680	306,459
应收账款	7,194	9,299	8,786	10,489	营业税金及附加	1,061	1,115	1,243	1,386
其他应收款	204	3,723	1,559	2,259	销售费用	33,532	34,377	40,577	43,801
预付账款	26,989	33,189	43,158	53,725	管理费用	4,945	5,377	6,330	6,893
存货	27,138	27,743	31,157	35,400	财务费用	2,237	1,357	1,697	1,986
其他流动资产	25,334	13,932	12,071	(858)	资产减值损失	(1,120)	85	117	114
非流动资产	116,094	93,515	110,503	128,859	公允价值变动收益	216	(1,810)	2,457	(1,035)
长期投资	40,258	19,885	25,937	28,691	投资净收益	21,791	1,698	458	2,185
固定资产	17,808	16,680	15,552	14,424	营业利润	14,672	1,821	3,883	5,214
无形资产	14,694	13,345	12,182	11,039	营业外收入	251	387	381	340
其他非流动资产	43,333	43,605	56,832	74,704	营业外支出	328	232	260	273
资产总计	236,855	238,602	272,157	302,814	利润总额	14,595	1,976	4,004	5,281
流动负债	121,257	125,299	152,491	176,720	所得税	5,275	494	1,001	1,320
短期借款	18,955	26,197	38,756	42,054	净利润	9,320	1,482	3,003	3,960
应付账款	44,380	29,756	37,513	46,276	少数股东损益	(523)	(74)	(161)	(211)
其他流动负债	57,922	69,346	76,222	88,390	归属母公司净利润	9,843	1,556	3,164	4,171
非流动负债	28,453	23,188	26,859	29,775	EBITDA	25,298	5,285	7,609	9,154
长期借款	7,721	7,721	7,721	7,721	EPS (元)	1.06	0.17	0.34	0.45
负债合计	149,710	148,486	179,349	206,496					
少数股东权益	(777)	(851)	(1,012)	(1,223)					
股本	9,310	9,310	9,310	9,310					
资本公积	37,249	37,249	37,249	37,249					
留存收益	43,027	44,408	47,261	50,982					
归属母公司股东权益	87,922	90,967	93,820	97,541					
负债和股东权益	236,855	238,602	272,157	302,814					

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	(17,865)	(7,405)	5,338	5,768
净利润	9,320	1,556	3,164	4,171
折旧摊销	3,729	2,107	2,030	1,955
财务费用	1,752	1,357	1,697	1,986
投资损失	(21,791)	(1,698)	(458)	(2,185)
营运资金变动	(15,006)	(8,929)	(3,508)	973
其他经营现金流	4,132	(1,799)	2,413	(1,131)
投资活动现金流	(20,871)	23,866	(8,043)	463
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(22,584)	20,358	(6,044)	(2,757)
其他投资现金流	1,713	3,508	(1,999)	3,220
筹资活动现金流	26,201	689	13,019	891

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	9.91%	6.23%	13.50%	12.35%
营业利润	7.42%	-87.59%	113.25%	34.28%
归属于母公司净利润	-26.15%	-84.19%	103.30%	31.84%
获利能力				
毛利率(%)	14.53%	15.47%	15.69%	15.97%
净利率(%)	3.66%	0.54%	0.97%	1.14%
ROE(%)	10.69%	1.64%	3.24%	4.11%
ROIC(%)	23.42%	4.40%	4.44%	5.53%
偿债能力				
资产负债率(%)	63.21%	62.23%	65.90%	68.19%
净负债比率(%)	39.84%	55.13%	41.50%	48.11%
流动比率	1.00	1.16	1.06	0.98
速动比率	0.77	0.94	0.86	0.78
营运能力				
总资产周转率	1.23	1.20	1.27	1.27
应收账款周转率	39.99	41.15	45.20	42.51
应付账款周转率	8.39	7.72	9.65	8.71
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.06	0.17	0.34	0.45



短期借款	(5,359)	7,242	12,559	3,298	每股经营现金流(最新摊薄)	(1.92)	(0.80)	0.57	0.62
长期借款	2,907	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	9.44	9.77	10.08	10.48
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	(1,039)	0	0	0	P/E	9.5	60.1	29.6	22.4
其他筹资现金流	29,693	(6,554)	460	(2,407)	P/B	1.1	1.0	1.0	1.0
现金净增加额	(12,534)	17,149	10,314	7,122	EV/EBITDA	2.49	18.72	12.92	9.26

数据来源：Wind, 山西证券研究所

分析师承诺：

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，本人承诺，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。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人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。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在 -5% ~ +5% 之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海

国际中心七层

电话：010-83496336

