

## 苏宁易购(002024)/专业零售

## 线上增长提速,扣非盈利改善

**评级: 买入(维持)**

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

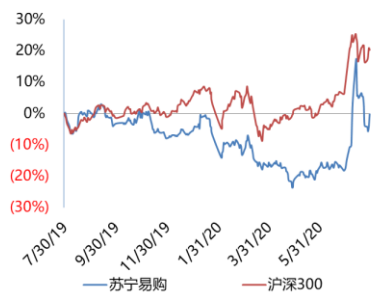
Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

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)	10.68
市值(百万元)	99,431
流通市值(百万元)	83,039

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 苏宁易购 2020Q1 业绩点评: 增长优于行业, 经营质量提升
- 2 苏宁易购 2019 年报点评: 经营逐步改善, 快消加速增长
- 3 苏宁易购 2019 半年报点评: 线上经营思路调整, 下半年有望迎来业绩改善

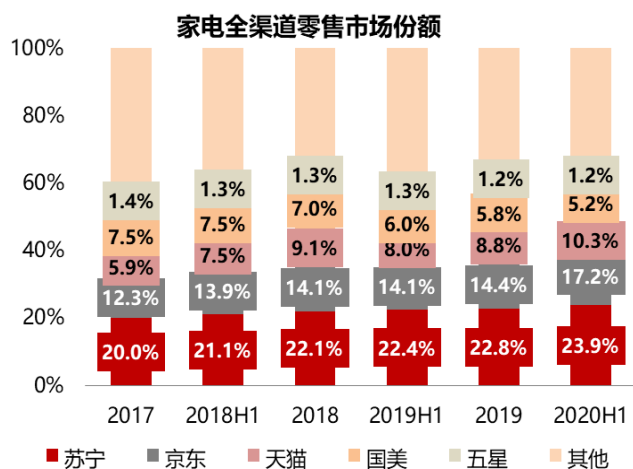
**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	244,957	269,229	307,134	363,736	431,826
营业收入增速	30.35%	9.91%	14.08%	18.43%	18.72%
归属于母公司的净利润	13,328	9,843	4,076	4,860	9,379
净利润增长率	216.38%	-26.15%	-58.59%	19.25%	92.99%
摊薄每股收益(元)	1.43	1.06	0.44	0.52	1.01
每股现金流量	-1.49	-1.92	1.10	1.44	0.92
净资产收益率	16.47%	11.20%	3.27%	3.97%	6.91%
P/E	7.46	10.10	24.40	20.46	10.60
PEG	-0.26	-6.33	-15.32	-0.72	-6.65
P/B	1.23	1.13	0.80	0.81	0.73

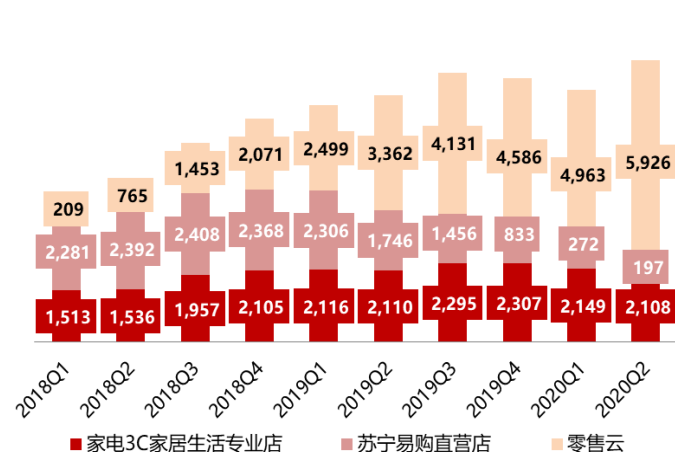
备注:

**投资要点**

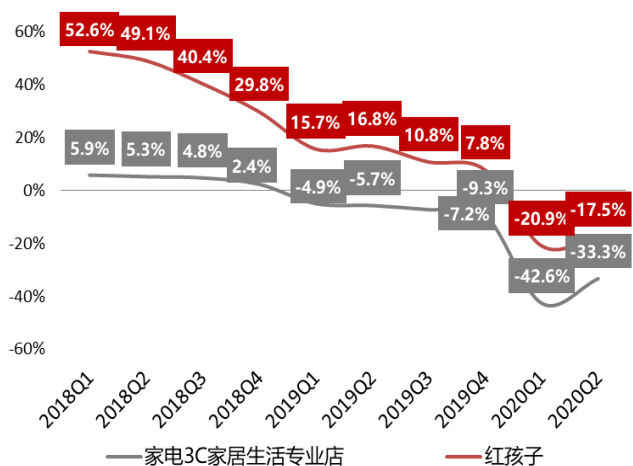
- **事件: 苏宁易购发布半年度业绩快报, 2020H1 实现营业收入 1,182.43 亿元, 同比减少 12.78%; 归属于上市公司股东的净亏损 1.61 亿元, 去年同期盈利为 21.39 亿元; 归属于上市公司股东的扣非净利润为 -7.42 亿元, 同比增长 76.7%。**
- **线下逐步复苏, 线上发展加速。**上半年公司加速门店互联网化改造和门店调整, 截至 6 月底家电 3C 家居生活店面数为 2,108 家, 其中苏宁易购云店占一二级市场门店比例近 45%; 通过推客、拓客、云店小程序及门店直播等工具推动门店销售复苏, Q1/H1 同店收入增速为 -42.60%/-33.30%。截至 6 月底, 红孩子母婴店共 146 家, Q1/H1 同店收入增速为 -20.91%/-17.53%, 二季度零售环比改善。在下沉市场, 苏宁持续输出数字化服务能力, 推动直营店转型为零售云加盟店, 截至 6 月末直营店/零售云加盟店数量为 1975/926 家, 零售云销售规模同比增长 61.2%。线上通过苏宁推客、苏宁拼购、苏小团、苏宁直播以及抖音等短视频平台合作等强化流量运营, 用户复购频次和粘性进一步增强, 截至 6 月 30 日公司零售注册会员数量为 6.02 亿; 上半年线上 GMV 同比增长 20.19%, 其中自营/平台 GMV 分别增长 2.47%/63.71%, 开放平台非电器品类商户占比提升至 87%, 商户数量及活跃度也有较大的提升。整体来看, 线上增长强劲, Q2 线上收入占比达 74%, 同比/环比提高 17%/10%。
- **家电持续扩张, 快消增长强劲。**据《2020 年中国家电行业半年度报告》, 2020 年上半年苏宁全渠道家电零售市场份额为 23.9%, 市占率同比提高 1.5%, 稳居行业第一, 家电零售持续领先。以家乐福中国为核心的快消供应链整合加速, 到家业务占比持续提高; 上半年快消、日百类商品销售规模同比增长 106.70%, 家乐福中国经营性盈利以及经营性现金流转正。
- **经营质量优化, 扣非盈利改善。**上半年公司加速快消供应链整合和开放平台发展, 综合毛利率达 15.5%, 同比提高 1.2%; 同时聚焦内部管控, 贯彻执行降本增效理念, 经营费用率较去年同期下降 0.25%。同时, 公司通过 REITS 项目盘活存量资产, 贡献非经常性损益约 5.2 亿元。整体来看, 随着销售回升改善和经营效率提升, 上半年公司扣非盈利和经营性现金流同比显著改善。上半年归属于上市公司股东净利润亏损 1.61 亿元, 同比减少 23 亿元, 主要是去年同期苏宁小店出表造成投资收益增加的影响; 扣除苏宁小店等影响, 上半年归属于上市公司股东的扣非净亏损为 7.42 亿元, 同比大幅增长 76.7%。
- **投资建议: 线上增长提速, 扣非盈利改善, 维持“买入”评级。**外部压力下, 上半年苏宁发挥智慧零售核心能力, 内部运营效率大幅提升, 销售逐步复苏, 扣非盈利同比显著优化。公司经营基本面持续向好, 预计下半年家乐福到家业务和零售云业务继续加速增长; 股份回购彰显管理层信心, 全渠道零售网络价值有望重估。暂维持前期盈利预测, 预计 2020-2022 年实现营业收入 3,071/3,637/4,318 亿元, 同比增长 14.08%/18.43%/18.72%; 实现归母净利润 40.76/48.60/93.79 亿元。
- **风险提示: (1) 疫情持续影响, 消费动力不足, 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: 全渠道市占率同比提高 1.5%**


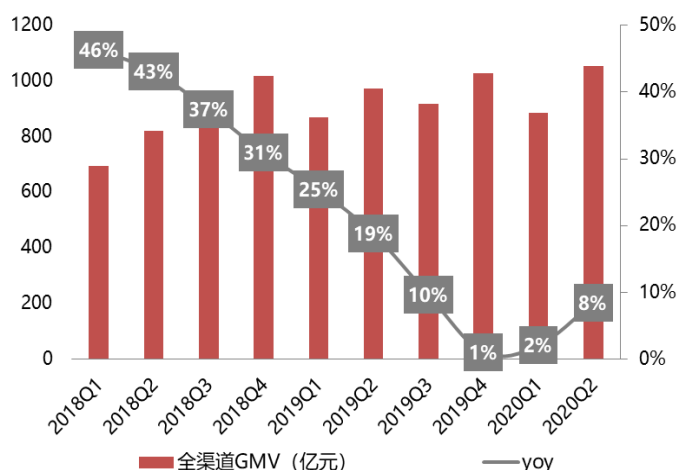
来源: 中国家用电器研究院 中泰证券研究所

**图表 2: 加盟店加速发展**


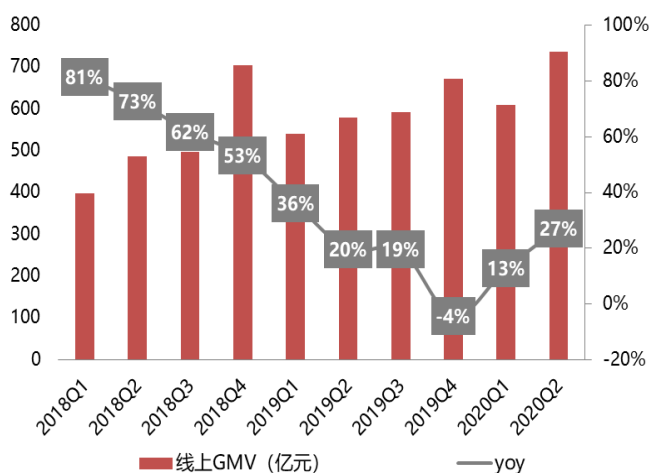
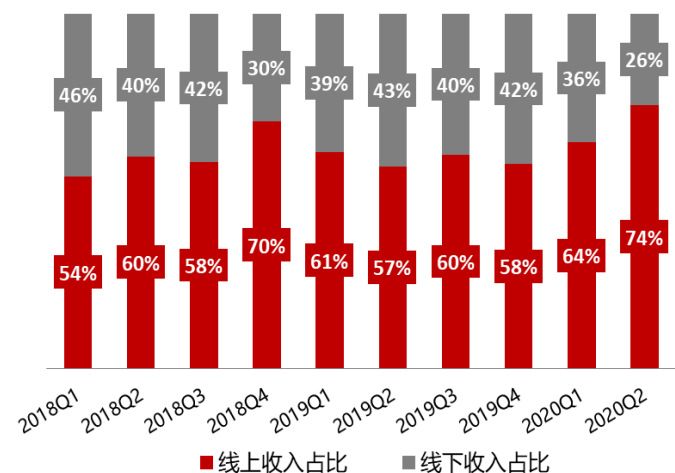
来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 3: 二季度同店增速回升**


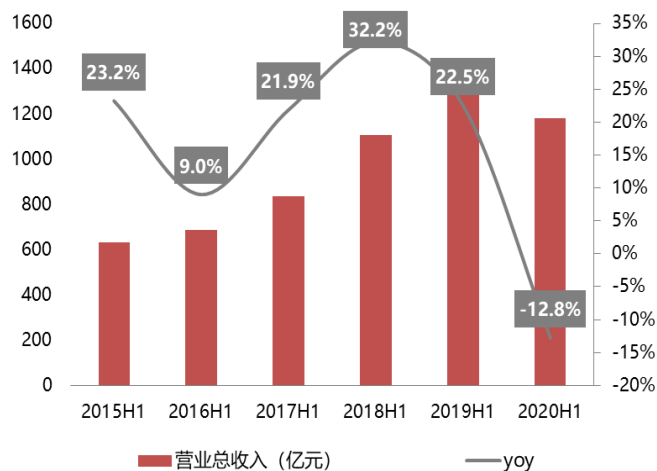
来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 4: 全渠道 GMV 增速回升**


来源: 公司公告 中泰证券研究所

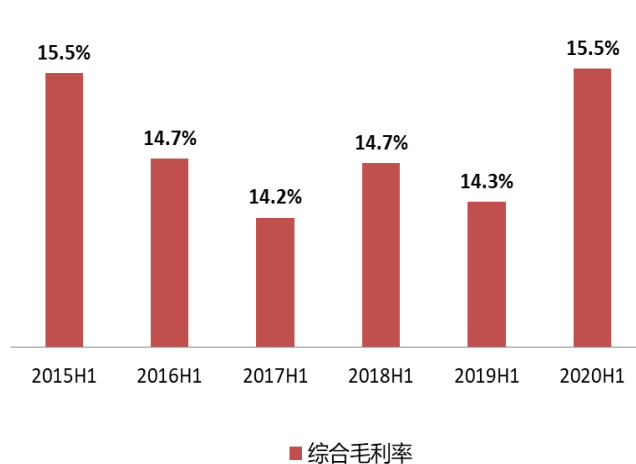
**图表 5: 线上增长强劲**

**图表 6: 线上收入占比快速提高**


来源：公司公告 中泰证券研究所

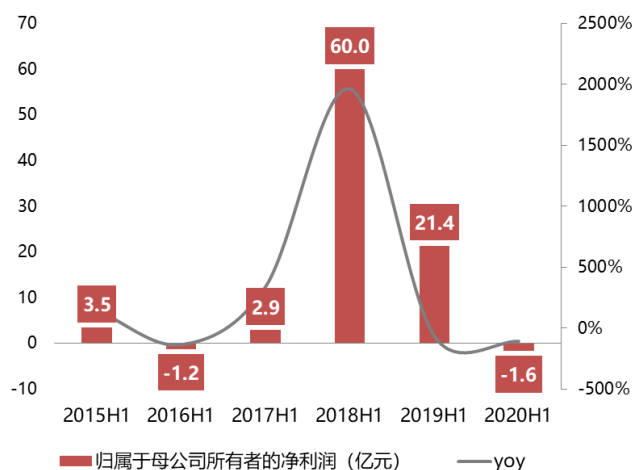
**图表 7：上半年营业收入同比减少 12.8%**


来源：公司公告 中泰证券研究所

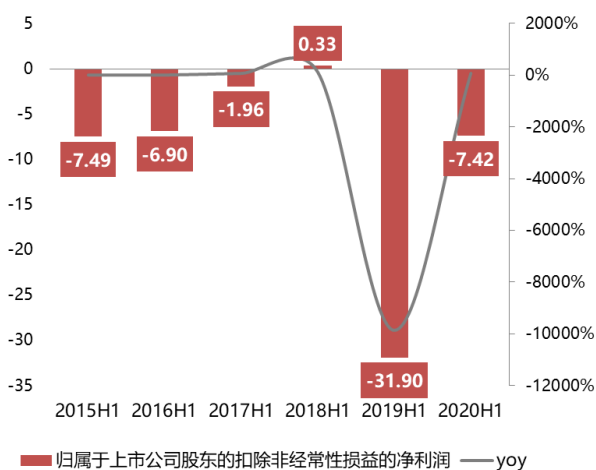
来源：公司公告 中泰证券研究所

**图表 8：上半年综合毛利率同比提高 1.2%**


来源：公司公告 中泰证券研究所

**图表 9：20H1 归母净利润为-1.61 亿元**


来源：公司公告 中泰证券研究所

**图表 10：20H1 扣非归母净利润同比增长 76.7%**


来源：公司公告 中泰证券研究所

**图表 11：苏宁易购财务预测三张表**

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	<b>244,957</b>	<b>269,229</b>	<b>307,134</b>	<b>363,736</b>	<b>431,826</b>
增长率	30.3%	9.9%	14.1%	18.43%	18.72%
营业成本	-208,217	-230,117	-260,590	-305,426	-360,135
% 销售收入	85.0%	85.5%	84.8%	84.0%	83.4%
毛利	36,740	39,112	46,544	58,310	71,691
% 销售收入	15.0%	14.5%	15.2%	16.0%	16.6%
营业税金及附加	-894	-1,061	-1,210	-1,433	-1,702
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-26,067	-33,532	-35,013	-41,466	-49,228
% 销售收入	10.6%	12.5%	11.4%	11.4%	11.4%
管理费用	-5,201	-4,945	-6,757	-8,002	-9,500
% 销售收入	2.1%	1.8%	2.2%	2.2%	2.2%
息税前利润 (EBIT)	4,578	-426	3,564	7,408	11,261
% 销售收入	1.9%	-0.2%	1.2%	2.0%	2.6%
财务费用	-1,235	-2,237	-1,049	-1,207	-1,432
% 销售收入	0.5%	0.8%	0.3%	0.3%	0.3%
资产减值损失	2,059	-1,120	1,000	1,000	1,000
公允价值变动收益	292	216	1,875	-938	469
投资收益	13,991	21,791	1,000	1,000	1,000
% 税前利润	70.0%	120.1%	15.3%	13.5%	8.0%
营业利润	19,686	18,224	6,390	7,264	12,298
营业利润率	8.0%	6.8%	2.1%	2.0%	2.8%
营业外收支	287	-77	150	150	150
税前利润	<b>19,973</b>	<b>18,147</b>	<b>6,540</b>	<b>7,414</b>	<b>12,448</b>
利润率	8.2%	6.7%	2.1%	2.0%	2.9%
所得税	-1,303	-5,275	-681	-812	-1,567
所得税率	6.5%	29.1%	10.4%	11.0%	12.6%
净利润	12,643	9,320	3,859	4,602	8,881
少数股东损益	-685	-523	-217	-258	-499
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>13,328</b>	<b>9,843</b>	<b>4,076</b>	<b>4,860</b>	<b>9,379</b>
净利率	5.4%	3.7%	1.3%	1.3%	2.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	12,643	9,320	3,859	4,602	8,881
加: 折旧和摊销	2,372	3,729	2,999	3,359	3,719
资产减值准备	2,059	1,120	0	0	0
公允价值变动损失	-292	-216	1,875	-938	469
财务费用	1,186	1,752	1,049	1,207	1,432
投资收益	-13,991	-21,791	-1,000	-1,000	-1,000
少数股东损益	-685	-523	-217	-258	-499
营运资金的变动	-11,138	-13,484	1,463	6,173	-4,969
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-13,874</b>	<b>-17,865</b>	<b>10,245</b>	<b>13,403</b>	<b>8,532</b>
固定资本投资	-2,380	-4,889	-60	-60	-50
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-3,010</b>	<b>-20,871</b>	<b>-24,464</b>	<b>2,698</b>	<b>-6,036</b>
股利分配	-1,110	-1,110	-815	-972	-1,876
其他	23,644	27,312	19,808	-8,002	7,954
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>22,534</b>	<b>26,201</b>	<b>18,993</b>	<b>-8,974</b>	<b>6,079</b>
<b>现金净流量</b>	<b>5,649</b>	<b>-12,534</b>	<b>4,773</b>	<b>7,127</b>	<b>8,574</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	48,042	33,902	38,675	45,803	54,377
应收款项	6,681	11,855	10,295	13,146	14,923
存货	22,263	26,780	23,890	35,498	38,529
其他流动资产	54,757	48,224	32,354	60,433	40,392
流动资产	131,743	120,761	105,214	154,880	148,221
% 总资产	66.0%	51.0%	46.5%	56.6%	54.5%
长期投资	27,984	46,409	60,521	55,724	57,447
固定资产	15,199	17,808	16,239	14,667	13,094
% 总资产	7.6%	7.5%	7.2%	5.4%	4.8%
无形资产	9,677	14,737	18,397	21,699	24,643
非流动资产	67,725	116,094	120,832	118,617	123,766
% 总资产	34.0%	49.0%	53.5%	43.4%	45.5%
<b>资产总计</b>	<b>199,467</b>	<b>236,855</b>	<b>226,046</b>	<b>273,497</b>	<b>271,987</b>
短期借款	24,314	18,955	11,377	16,055	19,454
应付款项	49,037	77,697	53,891	100,442	81,617
其他流动负债	20,345	24,605	16,076	20,341	20,341
流动负债	93,697	121,257	81,343	136,838	121,411
长期贷款	4,814	7,721	7,721	0	0
其他长期负债	12,746	20,732	13,337	15,605	16,558
<b>负债</b>	<b>111,256</b>	<b>149,710</b>	<b>102,401</b>	<b>152,443</b>	<b>137,969</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>80,917</b>	<b>87,922</b>	<b>124,639</b>	<b>122,306</b>	<b>135,769</b>
少数股东权益	7,294	-777	-994	-1,252	-1,751
<b>负债股东权益合计</b>	<b>199,467</b>	<b>236,855</b>	<b>226,046</b>	<b>273,497</b>	<b>271,987</b>

比率分析

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>					
每股收益 (元)	1.43	1.06	0.44	0.52	1.01
每股净资产 (元)	8.69	9.44	13.39	13.14	14.58
每股经营现金净流 (元)	-1.49	-1.92	1.10	1.44	0.92
每股股利 (元)	0.12	0.12	0.09	0.10	0.20
<b>回报率</b>					
净资产收益率	16.47%	11.20%	3.27%	3.97%	6.91%
总资产收益率	6.34%	3.93%	1.71%	1.68%	3.27%
投入资本收益率	67.89%	23.28%	8.79%	8.18%	16.11%
<b>增长率</b>					
营业总收入增长率	30.35%	9.91%	14.08%	18.43%	18.72%
EBIT增长率	312.49%	35.11%	-76.04%	18.97%	81.28%
净利润增长率	216.38%	-26.15%	-58.59%	19.25%	92.99%
总资产增长率	26.83%	18.74%	-4.56%	20.99%	-0.55%
<b>资产管理能力</b>					
应收账款周转天数	10.8	8.4	9.0	9.0	9.0
存货周转天数	30.0	32.8	29.7	29.4	30.9
应付账款周转天数	28.5	50.2	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	21.7	22.1	20.0	15.3	11.6
<b>偿债能力</b>					
净负债/股东权益	9.90%	4.76%	-12.60%	-20.42%	-23.06%
EBIT利息保障倍数	13.6	10.1	5.2	5.4	8.2
资产负债率	55.78%	63.21%	45.30%	55.74%	50.73%

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。