

强烈推荐-A (维持)

苏宁易购 002024.SZ

当前股价: 9.69 元

2020 年 11 月 01 日

线下业务短期承压, 开放平台与零售云快速发展

基础数据

上证综指	3225
总股本(万股)	931004
已上市流通股(万股)	777383
总市值(亿元)	902
流通市值(亿元)	753
每股净资产(MRQ)	9.3
ROE(TTM)	-1.8
资产负债率	61.5%
主要股东	张近东
主要股东持股比例	20.96%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《苏宁易购(002024)一线下同店承压, 开放平台快速发展》2020-08-30
- 2、《苏宁易购(002024)一线上规模快速增长, 盈利能力显著改善》2020-07-14
- 3、《苏宁易购(002024)一业绩短期承压, 家乐福到家业务快速发展》2020-04-30

宁浮洁

ningfujie@cmschina.com.cn
S1090518090002

丁浙川

dingzhechuan@cmschina.com.cn
S1090519070002

李秀敏

lixiumin1@cmschina.com.cn
S1090520070003

事件: 苏宁易购公布 2020 年三季报, 2020 年前三季度实现营业收入 1808.62 亿元, 同比下滑 10.02%, 实现归母净利润 5.47 亿元, 同比下滑 95.40%。2020Q3 实现营业收入 624.38 亿元, 同比下滑 4.58%, 实现归母净利润 7.14 亿元, 同比下滑 92.69%。

- **线下同店承压, 线上开放平台快速发展。** 整体来看, 公司报告期内商品销售规模保持稳定增长, Q3 销售规模同比增长 108%。前三季度公司整体实现商品销售规模同比增长 6.50%, 线上平台商品交易规模同比增长 18.15%, 其中开放平台商品交易规模同比增长 56.83%, 苏宁易购零售云门店实现销售规模同比增长 77.5%。线下加快店面调整力度, 2020 年前三季度新开家电 3C 店/母婴店/家乐福超市/直营店/零售云门店 27/8/13/0/2432 家, 闭店 241/38/11/674/430 家。线下同店短期承压, 公司家电 3C 家居生活专业店可比门店线下零售销售收入同比下降 28.81%。
- **毛利率略有下滑, 净利润水平下降。** 公司持续完善商品供应链管理, 注重单品的运营, 以及开放平台的快速发展, 综合毛利率水平保持稳定。2020Q3 毛利率为 15.15%, 同比下降 0.99pct; 销售/管理/财务费用率分别 12.08%/1.96%/1.02%, 同比变化-0.49/0.00/+0.21pct。2020Q3 公司净利率为 0.75% (-13.93pct)。公司单 Q3 实现归母净利润 7.14 亿元, 同比下滑 92.69%, 主要受上年同期苏宁金服出表带来投资收益增加影响。
- **加快三四级市场发展, 零售云业务保持快速增长。** 2020Q3 零售云新开 871 家店, 销售规模同比增长 108%; 紧抓空调旺季、818 购物节等促销活动, 线下逐步恢复的同时, 持续以推客、拼购、直播等方式加快社群、社交营销, 带动销售提升; 加大力度支持开放平台发展, 推出一系列扶持政策。商品丰富度及用户活跃度稳步提升, 8 月活跃用户数同比增长 22.49%。三季度公司实现商品销售规模同比增长 8.76%。
- **投资建议:** 长期来看, 苏宁作为唯一具有线下资产的电商, 具有线下运营优势以及龙头较强的整合能力, 双线协同下公司盈利能力有望进一步改善, 预计 2020~2022 年净利润分别为 11.85/23.34/53.52 亿元, 当前股价对应 2021 年 PE 为 39X, 维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示:** 疫情影响超出预期, 全渠道融合增速放缓。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	244957	269229	289050	334142	368836
同比增长	30%	10%	7%	16%	10%
营业利润(百万元)	13659	14672	1513	3124	7536
同比增长	235%	7%	-90%	107%	141%
净利润(百万元)	13328	9843	1185	2334	5252
同比增长	216%	-26%	-88%	97%	125%
每股收益(元)	1.43	1.06	0.13	0.25	0.56
PE	6.8	9.2	76.1	38.7	17.2
PB	1.1	1.0	1.0	1.0	.9

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 苏宁易购各季度业绩情况 (单位: 百万)

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
营业收入	62,241.51	73,329.67	65,437.43	68,220.29	57,839.18	60,584.65	62,437.95
营业成本	52,346.41	64,185.95	54,876.17	58,708.86	48,764.58	51,855.85	52,977.14
毛利润	9,895.10	9,143.72	10,561.27	9,511.43	9,074.61	8,728.80	9,460.81
销售税金	178.98	354.31	237.61	290.01	226.11	223.07	210.20
销售费用	8,223.82	8,204.99	8,224.58	8,878.62	7,132.78	6,275.44	7,543.65
管理费用	1,207.85	1,488.33	1,286.41	962.45	1,010.96	1,125.75	1,224.84
财务费用	498.46	968.07	531.60	239.30	534.28	1,242.52	637.88
投资收益	733.63	4,340.91	16,429.97	286.91	232.90	706.24	1,250.31
资产减值损失	201.50	-395.66	-45.77	-880.10	-174.42	67.63	-118.74
营业利润	-414.04	1,781.98	15,127.99	-1,824.22	-851.71	237.01	596.67
营业外收入	546.64	250.08	44.75	-590.15	51.17	109.34	109.01
营业外支出	69.45	60.06	23.54	175.40	34.31	49.68	142.98
利润总额	63.16	1,972.00	15,149.20	-2,589.76	-834.85	296.67	562.70
所得税	-40.65	-7.09	5,547.69	-225.14	-95.42	99.34	96.09
净利润	103.81	1,979.09	9,601.51	-2,364.62	-739.43	197.33	466.61
少数股东权益	-32.08	-24.49	-162.34	-304.26	-188.49	-187.03	-247.10
归母净利润	135.89	2,003.58	9,763.85	-2,060.36	-550.95	384.35	713.71

资料来源: wind, 招商证券

表 2: 苏宁易购各季度利润率情况 (%)

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
毛利率	15.90	12.47	16.14	13.94	15.69	14.41	15.15
销售费用率	13.21	11.19	12.57	13.01	12.33	10.36	12.08
管理费用率	1.94	2.03	1.97	1.41	1.75	1.86	1.96
财务费用率	0.80	1.32	0.81	0.35	0.92	2.05	1.02
营业利润率	-0.67	2.43	23.12	-2.67	-1.47	0.39	0.96
净利率	0.17	2.70	14.67	-3.47	-1.28	0.33	0.75
所得税率	-64.36	-0.36	36.62	8.69	11.43	33.49	17.08

资料来源: wind, 招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	131743	120761	124501	144200	156574
现金	48042	33902	27645	33174	36192
交易性投资	15720	11970	13845	12908	13376
应收票据	1266	4660	6937	8019	8852
应收款项	5415	7194	12903	14916	16465
其它应收款	0	0	0	0	0
存货	22263	26780	28568	32918	36336
其他	39037	36254	34602	42265	45352
非流动资产	67725	116094	84550	93104	96377
长期股权投资	17675	40258	15029	18682	22911
固定资产	15199	17808	19779	21543	23121
无形资产	9654	14694	14107	13542	13001
其他	25198	43333	35635	39336	37344
资产总计	199467	236855	209051	237304	252950
流动负债	93697	121257	100138	126014	137537
短期借款	24314	18955	8386	15407	21761
应付账款	19836	44380	35310	47577	48713
预收账款	1966	7158	4969	7255	7164
其他	47581	50764	51473	55776	59898
长期负债	17560	28453	21460	21457	20458
长期借款	4814	7721	4721	2721	2721
其他	12746	20732	16739	18736	17737
负债合计	111256	149710	121598	147471	157995
股本	9310	9310	9310	9310	9310
资本公积金	37588	35547	35547	35547	35547
留存收益	34019	43065	42947	45186	50251
少数股东权益	7294	(777)	(352)	(210)	(153)
归属于母公司所有者权益	80917	87922	87804	90043	95108
负债及权益合计	199467	236855	209051	237304	252950

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	(13874)	(17865)	(11226)	12885	7098
净利润	13328	9843	1185	2334	5252
折旧摊销	2372	3729	2530	2706	2862
财务费用	1186	1752	2601	2005	1844
投资收益	(13991)	(21791)	(460)	(310)	(210)
营运资金变动	(15632)	(14311)	(14056)	4738	(1725)
其它	(1138)	2914	(3027)	1412	(925)
投资活动现金流	(3010)	(20871)	27512	(9480)	(6301)
资本支出	(7432)	(9164)	(3777)	(3777)	(3777)
其他投资	4421	(11707)	31289	(5703)	(2524)
筹资活动现金流	22534	26201	(22543)	2124	2221
借款变动	28587	30784	(18231)	4021	4354
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(10438)	(2042)	0	0	0
股利分配	(931)	(1117)	(1303)	(95)	(187)
其他	5316	(1424)	(3008)	(1802)	(1946)
现金净增加额	5649	(12534)	(6257)	5529	3018

资料来源：公司数据、招商券

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	244957	269229	289050	334142	368836
营业成本	208217	230117	245100	282419	311742
营业税金及附加	894	1061	1156	1337	1475
营业费用	26067	33532	31795	36756	38912
管理费用	5201	4945	5203	6015	5533
研发费用	2262	3268	2601	3007	2213
财务费用	1235	2237	2601	2005	1844
资产减值损失	2059	(1726)	200	200	200
公允价值变动收益	292	216	260	10	10
其他收益	386	338	0.00	0.00	0.00
投资收益	13991	21791	200	300	200
营业利润	13659	14672	1513	3124	7536
营业外收入	506	251	300	400	400
营业外支出	219	328	150	200	200
利润总额	13945	14595	1663	3324	7736
所得税	1303	5275	512	1059	2638
少数股东损益	(685)	(523)	(35)	(68)	(153)
归属于母公司净利润	13328	9843	1185	2334	5252

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	30%	10%	7%	16%	10%
营业利润	235%	7%	-90%	107%	141%
净利润	216%	-26%	-88%	97%	125%
获利能力					
毛利率	15.0%	14.5%	15.2%	15.5%	15.5%
净利率	5.4%	3.7%	0.4%	0.7%	1.4%
ROE	16.5%	11.2%	1.4%	2.6%	5.5%
ROIC	367.6%	24.1%	2.6%	3.0%	5.1%
偿债能力					
资产负债率	55.8%	63.2%	58.2%	62.1%	62.5%
净负债比率	16.4%	14.5%	7.7%	8.5%	9.7%
流动比率	1.4	1.0	1.2	1.1	1.1
速动比率	1.2	0.8	1.0	0.9	0.9
营运能力					
资产周转率	1.2	1.1	1.4	1.4	1.5
存货周转率	10.2	9.4	8.9	9.2	9.0
应收帐款周转率	62.8	42.7	28.8	24.0	23.5
应付帐款周转率	12.6	7.2	6.2	6.8	6.5
每股资料 (元)					
EPS	1.43	1.06	0.13	0.25	0.56
每股经营现金	-1.49	-1.92	-1.21	1.38	0.76
每股净资产	8.69	9.44	9.43	9.67	10.22
每股股利	0.12	0.14	0.01	0.02	0.05
估值比率					
PE	6.8	9.2	76.1	38.7	17.2
PB	1.1	1.0	1.0	1.0	.9
EV/EBITDA	11.4	9.9	27.7	23.5	15.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

宁浮洁，商贸零售首席分析师。南京大学经济学硕士，曾任职于中泰证券零售组，覆盖商业零售行业，18 年加盟招商证券，产业资源丰富，逻辑清晰。

丁浙川，布里斯托大学金融学硕士，曾任职于华泰证券零售组，2019 年加入招商证券，重点覆盖电商与新零售领域。

李秀敏，社会服务业分析师，浙江大学/复旦大学金融学学士/硕士，2018 年 6 月加入招商证券，重点覆盖本地生活、免税、餐饮、酒店板块。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。