

投资评级 优于大市 维持

推进家乐福全链路融合，协同增效

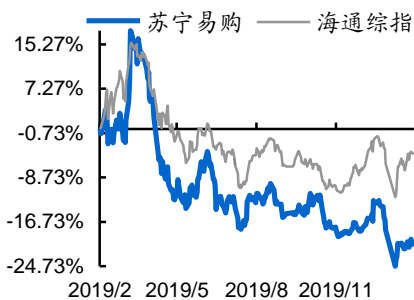
股票数据

02月26日收盘价(元)	9.63
52周股价波动(元)	9.00-14.69
总股本/流通A股(百万股)	9310/7775
总市值/流通市值(百万元)	89656/74875

相关研究

《夯实智慧零售，多赢加速下沉》2019.04.14

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.7	-3.6	-4.3
相对涨幅(%)	-5.4	-4.8	-8.9

资料来源：海通证券研究所

分析师:汪立亭

Tel:(021)23219399

Email:wangljt@htsec.com

证书:S0850511040005

分析师:李宏科

Tel:(021)23154125

Email:lhk11523@htsec.com

证书:S0850517040002

分析师:高瑜

Tel:(021)23219415

Email:gy12362@htsec.com

证书:S0850519080003

投资要点:

事件:据公司官微,公司2019年10月并表家乐福200多家门店,五个月以来,公司通过对家乐福门店进行数字化改造,以及与苏宁生态的全链路融合,已开始释放经营效益。家乐福4Q19首次实现7年来单季度盈利。

1月,家乐福到家业务进驻苏宁易购主站;2月5日,苏宁易购APP升级家乐福“1小时达”到家,近日升级推出“同城配”服务,现苏宁易购渠道日均单量环比增长60%;2月6日,家乐福进驻苏宁小店平台,至今家乐福到家业务苏宁小店端日均单量环比提升202%;2月12日,家乐福新版到家小程序上线。

点评:

1. 盈利能力提升,整合效果初显。我们认为,家乐福四季度盈利,得益于毛利率和费用率的双重改善,其中:

(1) 毛利率提升:家乐福发挥进口商品供应链的优势,加快与苏宁大快消供应链的整合。在家乐福6万个SKU中,进口商品占比约35%;目前家乐福已经与部分地区苏宁小店的供应链打通,增强了苏宁小店的供应链能力并降低了成本。以苏州为例,在接入家乐福供应链之后,苏州苏宁小店的要货满足率大幅提升,单店单日销售额同比增长30%,毛利率也有所提升。

(2) 费用率下降:家乐福一方面强调以用户需求为中心,对门店、转租区域及时维修维护,另一方面也强化了商品、运营、市场、会员等方面的建设,并加强考核激励,促进四季度人效同比提升超过10%。

考虑到一季度为超市旺季及疫情影响,我们预计家乐福2020年一季度有望进一步提升经营效益和盈利能力。

2. 数字化改造,高效推进到家:据公司官微,家乐福将依靠自有供应链,在苏宁生态流量支撑下,协同苏宁物流末端配送网络,打造业内履约成本最低、时效最快的到家业务模式。

围绕以上目标,家乐福近期大力推进:①**门店数字化升级:**家乐福全国209家门店已完成智慧零售改造,打造店仓一体化的新模式;②**强化供应链:**增加重点品类商品库存,同时引进网红爆品及新品,动态调整用户需求商品;③**前置仓+1小时达+半小时达**模式:家乐福作为苏宁易购和苏宁小店的前置仓,能满足周边三公里范围内“1小时达”服务,及同城10公里范围内的半日达服务,从而降低物流成本,提升配送速度;④**打通会员体系:**家乐福4000万会员已与苏宁会员打通,未来会统一使用云钻作为会员权益的虚拟货币,通过各类促销玩法,联动多业态,强化会员权益;家乐福、苏宁小店与3公里内的公司其他业态打通消费、娱乐、生活、社交间的场景,打造“1小时场景生活圈”。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	187928	244957	284402	332607	373416
(+/-)YoY(%)	26.48%	30.35%	16.10%	16.95%	12.27%
净利润(百万元)	4213	13328	11148	967	2352
(+/-)YoY(%)	498.02%	216.38%	-16.35%	-91.33%	143.20%
全面摊薄EPS(元)	0.45	1.43	1.20	0.10	0.25
毛利率(%)	14.10%	15.00%	14.93%	15.02%	14.60%
净资产收益率(%)	5.34%	16.47%	12.23%	1.06%	2.54%

资料来源:公司年报(2017-2018),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

考虑到疫情影响,我们估计,目前家乐福到家业务客单价超 100 元且优于同业,线上销售占比同比大幅提升至 10%以上。展望 2020 年,我们预计疫情过后,家乐福将在升级改造门店的同时,加速开店,同时继续深化供应链(特别是生鲜与餐饮)和苏宁的全链路融合。

维持对公司的判断。①全渠道优势:新零售产业趋势下,公司是唯一拥有深度融合的双线渠道,以及优秀运营能力的平台型企业;②资源充沛,核心能力强化:公司零售、金融、物流三大业务单元充分协同发展,科技赋能增效,集团产业资源丰富;③渠道加速下沉,提升产业链议价能力:以易购直营店与零售云为载体下沉,发力自主品牌,有望提升议价能力,驱动产业链价值再分配;④家乐福协同增效:通过升级门店、强化供应链及融合公司其他生态,持续完善公司生态圈,增强用户粘性。

更新盈利预测。预计 2019-2021 年归母净利润各 111 亿元、10 亿元和 24 亿元。采用分部估值法,2020 年线下业务 54 亿元归母净利润给以 5-8 倍 PE(对应 0.19-0.3 倍 PS),2020 年线上业务 1864 亿元收入给以 0.35-0.4 倍 PS,所持华泰证券、中国联通、江苏银行等股权市值约 96 亿元,以及苏宁金服业务价值约 230 亿元,综合合理市值 1250 亿-1506 亿元,合理价值区间 13.4-16.2 元,维持“优于大市”的投资评级。

风险提示。线下同店改善与线上减亏低于预期;竞争加剧;投资收益的不确定性。

表 1 苏宁易购合并损益表及预测 (2017-2021E)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入 (百万元)	187928	244957	284402	332607	373416
同比增长 (%)	26.48	30.35	16.10	16.95	12.27
营业总成本 (百万元)					
营业成本 (百万元)	161432	208217	241940	282656	318890
毛利率 (%)	14.10	15.00	14.93	15.02	14.60
营业税金及附加 (百万元)	729	894	1138	1330	1494
营业税金及附加/营业收入 (%)	0.39	0.37	0.40	0.40	0.40
销售费用 (百万元)	20636	26067	34997	37875	40738
销售费用率 (%)	10.98	10.64	12.31	11.39	10.91
管理费用 (百万元)	4864	7463	7650	8082	8252
管理费用率 (%)	2.59	3.05	2.69	2.43	2.21
财务费用 (百万元)	306	1235	2970	2702	2586
财务费用率 (%)	0.16	0.50	1.04	0.81	0.69
资产减值损失 (百万元)	513	2059	506	-28	135
投资收益 (百万元)	4300	13991	16263	536	917
营业利润 (百万元)	4076	13659	11464	526	2237
同比增长 (%)	198540.16	235.09	-16.07	-95.41	324.89
营业外收入 (百万元)	405	506	1000	500	500
营业外支出 (百万元)	149	219	200	200	200
利润总额 (百万元)	4332	13945	12264	826	2537
同比增长 (%)	380.86	221.91	-12.06	-93.26	206.95
所得税费用 (百万元)	283	1303	1226	83	254
有效所得税率 (%)	6.52	9.34	10.00	10.00	10.00
净利润 (百万元)	4050	12643	11037	744	2283
少数股东损益 (百万元)	-163	-685	-110	-223	-68
归属于母公司的净利润 (百万元)	4213	13328	11148	967	2352
同比增长 (%)	498.02	216.38	-16.35	-91.33	143.20
净利润率 (%)	2.24	5.44	3.92	0.29	0.63
摊薄每股收益 (元)	0.45	1.43	1.20	0.10	0.25

资料来源:公司 2017-2018 年报,海通证券研究所

表 2 苏宁易购归母净利润拆分及预测 (2017-2021E)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
线下收入 (亿元)	1042	1149	1251	1462	1532
增速 (%)	9.2%	10.3%	8.8%	16.9%	4.8%
线上收入 (亿元)	837	1300	1593	1864	2202
增速 (%)	57.5%	55.3%	22.5%	17.0%	18.1%
总 GMV	2433	3368	4007	5033	5881
增速 (%)	29.2%	38.4%	19.0%	25.6%	16.8%
总收入 (亿元)	1879.28	2450	2844	3326	3734
增速 (%)	26.5%	30.3%	16.1%	16.9%	12.3%
线下利润 (亿元, 不含小店)	38	47	50	54	59
增速 (%)	19.8%	23.0%	6.9%	8.4%	9.3%
利润率 (%)	3.6%	4.1%	4.0%	3.7%	3.9%
线上利润 (亿元)	-37	-45	-44	-39	-39
亏损率 (%)	-4.4%	-3.5%	-2.7%	-2.1%	-1.8%
零售分部利润 (不含小店)	1	2	6	15	20
小店亏损 (权益)		-10	-28	-8	-5
金融分部利润 (亿元)	4.6	3.5	2	2	3
苏宁金服 41.15%	3	2	2	2	2
消费金融 49%	1	0.2	0	0	1
物流分部利润 (亿元)	-2.9	-7.5	-6	0	5
自有物流 (亿元)	3	5.5	6	8	10
天天快递 (亿元)	-6	-13	-12	-8	-5
理财收益 (亿元)	6.2	6.7	0	0	0
投资收益 (亿元)	32	128	138	0	0
归属净利润 (亿元)	42	133	111	10	24

资料来源: 公司 2017-2018 年报, 海通证券研究所

表 3 苏宁易购分部估值 (2020E)

	线下利润/线上收入	上限	合理市值 (亿元)	下限	合理市值 (亿元)
分部估值	2020E, 亿元				
线下 PE	54	8x	434	5x	271
线上 PS	1864	0.40x	746	0.35x	652
线上+线下			1179		923
所持华泰证券股权价值			52		52
所持中国联通股权价值			34		34
所持江苏银行股权价值			10		10
所持苏宁金服			230		230
合理市值 (亿元)			1506		1250
合理价值 (元)			16.2		13.4

资料来源: 公司 2017-2018 年报, 海通证券研究所

表 4 可比公司估值 (2020/2/26)

市值及估值 (亿元)	阿里巴巴	京东	国美零售
PS (2020E)	5.87x	0.58x	0.23x
PE (2020E)	31x	45x	-

注: 盈利预测取 wind 一致预期。

资料来源: wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	244956.57	284402.31	332607.43	373415.71
每股收益	1.43	1.20	0.10	0.25	营业成本	208216.61	241939.73	282655.59	318889.90
每股净资产	8.69	9.79	9.79	9.95	毛利率%	15.00%	14.93%	15.02%	14.60%
每股经营现金流	-1.49	-1.19	-0.02	0.20	营业税金及附加	894.34	1137.61	1330.43	1493.66
每股股利	0.120	0.100	0.100	0.100	营业税金率%	0.37%	0.40%	0.40%	0.40%
价值评估 (倍)					营业费用	26066.68	34997.48	37874.95	40738.04
P/E	6.73	8.04	92.72	38.13	营业费用率%	10.64%	12.31%	11.39%	10.91%
P/B	1.11	0.98	0.98	0.97	管理费用	7462.56	7650.42	8082.36	8252.49
P/S	0.37	0.32	0.27	0.24	管理费用率%	3.05%	2.69%	2.43%	2.21%
EV/EBITDA	17.97	-1358.22	24.03	19.16	EBIT	2316.39	-1322.94	2664.10	4041.62
股息率 (%)	1.25%	1.04%	1.04%	1.04%	财务费用	1234.63	2970.14	2701.86	2586.24
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.50%	1.04%	0.81%	0.69%
毛利率	15.00%	14.93%	15.02%	14.60%	资产减值损失	2059.47	506.47	-28.06	135.43
净利润率	5.16%	3.88%	0.22%	0.61%	投资收益	13990.65	16263.40	536.12	916.77
净资产收益率	16.47%	12.23%	1.06%	2.54%	营业利润	13658.55	11463.86	526.42	2236.73
资产回报率	6.68%	4.84%	0.42%	1.02%	营业外收支	286.91	800.00	300.00	300.00
投资回报率	5.44%	-2.52%	4.65%	6.66%	利润总额	13945.46	12263.86	826.42	2536.73
盈利增长 (%)					EBITDA	4688.65	-75.75	4613.40	6053.37
营业收入增长率	30.35%	16.10%	16.95%	12.27%	所得税	1302.91	1226.39	82.64	253.67
EBIT 增长率	768.05%	-157.11%	301.38%	51.71%	有效所得税率%	9.34%	10.00%	10.00%	10.00%
净利润增长率	212.20%	-12.70%	-93.26%	206.95%	少数股东损益	-685.01	-110.37	-223.13	-68.49
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	13327.56	11147.85	966.92	2351.54
资产负债率	55.8%	57.3%	57.4%	56.9%	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
流动比率	1.41	1.36	1.30	1.28	货币资金	48041.52	45411.63	33454.55	23317.07
速动比率	0.98	0.89	0.78	0.71	应收款项	5415.15	10635.87	10046.57	12890.51
现金比率	2.29	1.81	1.54	1.40	存货	22263.29	24199.61	27987.67	31735.95
经营效率指标					其它流动资产	18693.40	18693.40	18693.40	18693.40
应收帐款周转天数	5.81	13.00	10.50	12.00	流动资产合计	131742.54	141965.77	138997.78	136402.89
存货周转天数	35.77	36.51	36.14	36.32	长期股权投资	17674.55	32674.55	33174.55	33674.55
总资产周转率	1.37	1.32	1.44	1.62	固定资产	15198.91	16391.78	17401.13	18502.24
固定资产周转率	16.57	18.75	22.21	25.50	在建工程	2053.99	2103.99	1903.99	2003.99
					无形资产	9653.57	10453.57	10354.27	9968.39
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	非流动资产合计	67724.66	88520.34	91380.39	94269.75
净利润	13327.56	11147.85	966.92	2351.54	资产总计	199467.20	230486.11	230378.17	230672.64
少数股东损益	-685.01	-110.37	-223.13	-68.49	短期借款	24314.18	30314.18	28314.18	24314.18
非现金支出	4431.73	1753.65	1921.24	2147.18	应付账款	19835.61	19155.28	22070.37	24462.79
非经营收益	-13632.50	-14510.38	2056.89	1173.11	预收账款	1966.19	2270.36	2328.25	2613.91
营运资金变动	-17316.25	-9378.15	-4881.75	-3735.60	其它流动负债	823.45	823.45	823.45	823.45
经营活动现金流	-13874.47	-11097.41	-159.83	1867.74	流动负债合计	93696.66	104609.10	106688.38	106630.80
资产	-7395.48	-1242.87	-1009.35	-1101.11	长期借款	4813.75	14813.75	12813.75	11813.75
投资	-7684.78	-20000.00	-3500.00	-3500.00	其它长期负债	12746.00	12746.00	12746.00	12746.00
其他	12070.09	16263.40	536.12	916.77	非流动负债合计	17559.75	27559.75	25559.75	24559.75
投资活动现金流	-3010.16	-4979.47	-3973.23	-3684.34	负债总计	111256.40	132168.85	132248.13	131190.55
债权募资	27161.95	16000.00	-4000.00	-5000.00	实收资本	9310.04	9310.04	9310.04	9310.04
股权募资	5304.24	0.00	0.00	0.00	普通股股东权益	80917.10	91133.94	91169.85	92590.39
其他	-9932.12	-2553.01	-3824.02	-3320.88	少数股东权益	7293.70	7183.33	6960.19	6891.70
融资活动现金流	22534.08	13446.99	-7824.02	-8320.88	负债和所有者权益合计	199467.20	230486.11	230378.17	230672.64
现金净流量	5649.44	-2629.89	-11957.08	-10137.48					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 26 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

汪立亭 批发和零售贸易行业, 社会服务行业
李宏科 批发和零售贸易行业
高瑜 批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解, 清晰准确地反映了作者的研究观点, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 鄂武商 A, 欧亚集团, 中国东方教育, 华熙生物, 大商股份, 滔搏, 永辉超市, 步步高, 周大生, 中国国旅, 美吉姆, 老凤祥, 王府井, 锦江酒店, 美团点评-W, 合肥百货, 丸美股份, 小米集团-W, 红旗连锁, 家家悦, 爱婴室, 安踏体育, 宋城演艺, 天虹股份, 中公教育, 苏宁易购, 良品铺子

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“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。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公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。