

# 苏宁易购 (002024)

证券研究报告

2020年01月23日

受同期出售阿里股份影响业绩同比下降 16-17%，推进线上线下全场景零售发展

## 事件

公司发布 2019 年度业绩预告，2019 年公司归属于上市公司股东的净利润为 110-112 亿元，比上年同比下降 15.94% - 17.44%。

## 点评

受同期出售阿里股份影响业绩同比下降 16-17%，推进线上线下全场景零售发展。2019 年公司归属于上市公司股东的净利润为 110-112 亿元，比上年同比下降 15.94% - 17.44%。其中，19Q4 归属于上市公司股东的净利润-9 亿元~-7 亿元。2019 业绩同比下降的主要原因是同期公司出售了部分阿里巴巴股份相应净利润增加。同时，报告期内，公司实现非经常性损益盈利 159.55 亿元—161.55 亿元，①2019 年 6 月末公司转让苏宁小店股权，实现盈利约 36 亿元；②2019 年 9 月末苏宁金服完成 C 轮增资扩股后出表，该交易实现盈利约 104 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；④四季度 LAOX 完成定向发行股份引入战略投资者出表，该交易带来亏损约 6 亿元；⑤公司处置持有的部分交易性金融资产以及交易性金融资产公允价值变动等其他非经常性损益项目综合影响约 19.55 亿元—21.55 亿元。

公司以“智慧零售”为核心战略，线上线下全渠道发展。公司智慧零售大开发战略启动，线上线下相融合是未来的大趋势。公司线下已步入稳定盈利期，常规店稳健，易购直营店及零售云加盟店快速占领低线与农村市场，拓展大润发等渠道新增规模，苏宁小店加快城市布局并探索新品类，稳固线下龙头优势。截至 9 月 30 日，公司合计拥有各类自营店面 3,973 家，以及于报告期末并入的家乐福超市 210 家、家乐福便利店 25 家，门店物业面积合计 837.28 万平米，苏宁易购零售云加盟店 4,131 家。线上方面，内生多维流量提升+阿里支持，保持稳定增长。截止 2019 年 9 月，公司实现线上平台商品交易规模为 1,714.37 亿元（含税），同比增长 24.27%。其中自营商品销售规模 1,191.08 亿元（含税），同比增长 19.46%；开放平台商品交易规模 523.29 亿元（含税），同比增长 36.82%。

## 盈利预测与估值

公司是全国综合性零售龙头，线下占领低线市场&拓展新渠道，线上持续高速增长，线上线下相融合全渠道发展。由于消费增速不达预期，我们将公司 2019/20 年的业绩预期从 158.6/40.8 亿元下调至 111/30 亿元。综合预计 2019-21 年净利润分别为 111/30/42 亿，当前市值对应 8/31/22xPE，维持买入评级。

**风险提示：**宏观经济增速不达预期，消费品增速不达预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	187,927.76	244,956.57	289,048.76	352,639.48	433,746.56
增长率(%)	26.48	30.35	18.00	22.00	23.00
EBITDA(百万元)	6,860.84	18,509.98	12,484.38	4,354.90	5,351.31
净利润(百万元)	4,212.52	13,327.56	11,079.25	2,971.18	4,186.29
增长率(%)	498.02	216.38	(16.87)	(73.18)	40.90
EPS(元/股)	0.45	1.43	1.19	0.32	0.45
市盈率(P/E)	22.10	6.99	8.40	31.33	22.24
市净率(P/B)	1.18	1.15	1.02	0.99	0.95
市销率(P/S)	0.50	0.38	0.32	0.26	0.21
EV/EBITDA	8.07	3.09	1.99	7.56	1.04

资料来源：wind，天风证券研究所

## 投资评级

行业	商业贸易/专业零售
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	10.22 元
目标价格	元

## 基本数据

A 股总股本(百万股)	9,310.04
流通 A 股股本(百万股)	7,775.19
A 股总市值(百万元)	95,148.61
流通 A 股市值(百万元)	79,462.43
每股净资产(元)	9.77
资产负债率(%)	60.74
一年内最高/最低(元)	14.69/9.81

## 作者

**刘章明** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

**马松** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518120001  
masong@tfzq.com

## 股价走势



资料来源：贝格数据

## 相关报告

- 《苏宁易购-公司点评:收购万达百货构建全场景百货业态，春节全渠道订单量同比+241%》 2019-03-01
- 《苏宁易购-公司点评:苏宁易购：受益于国家刺激家电消费政策，出售阿里股票向上修正业绩预告》 2019-01-22
- 《苏宁易购-公司点评:变更苏宁小店为 35%参股，共谋长期智慧零售协同发展》 2018-10-15

## 1. 事件

公司发布 2019 年度业绩预告,2019 年公司归属于上市公司股东的净利润为 110-112 亿元,比上年同比下降 15.94%-17.44%。

## 2. 点评

受同期出售阿里股份影响业绩同比下降 16-17%，推进线上线下载全场景零售发展。2019 年公司归属于上市公司股东的净利润为 110-112 亿元，比上年同比下降 15.94%-17.44%。其中，19Q4 归属于上市公司股东的净利润-9 亿元~-7 亿元。**2019 业绩同比下降的主要原因是同期公司出售了部分阿里巴巴股份相应净利润增加。**同时，报告期内，公司实现非经常性损益盈利 159.55 亿元—161.55 亿元，①2019 年 6 月末公司转让苏宁小店股权，实现盈利约 36 亿元；②2019 年 9 月末苏宁金服完成 C 轮融资扩股后出表，该交易实现盈利约 104 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；④四季度 LAOX 完成定向发行股份引入战略投资者出表，该交易带来亏损约 6 亿元；⑤公司处置持有的部分交易性金融资产以及交易性金融资产公允价值变动等其他非经常性损益项目综合影响约 19.55 亿元—21.55 亿元。

公司以“智慧零售”为核心战略，线上线下全渠道发展。公司智慧零售大开发战略启动，线上线下相融合是未来的大趋势。公司线下已步入稳定盈利期，常规店稳健，易购直营店及零售云加盟店快速占领低线与农村市场，拓展大润发等渠道新增规模，苏宁小店加快城市布局并探索新品类，稳固强线下龙头优势。**截至 9 月 30 日，公司合计拥有各类自营店面 3,973 家，以及于报告期末并入的家乐福超市 210 家、家乐福便利店 25 家，门店物业面积合计 837.28 万平米，苏宁易购零售云加盟店 4,131 家。**线上方面，内生多维流量提升+阿里支持，保持稳定增长。**截止 2019 年 9 月，公司实现线上平台商品交易规模为 1,714.37 亿元(含税)，同比增长 24.27%。其中自营商品销售规模 1,191.08 亿元(含税)，同比增长 19.46%；开放平台商品交易规模 523.29 亿元(含税)，同比增长 36.82%。**

图 1：苏宁线上线下相融合全渠道发展

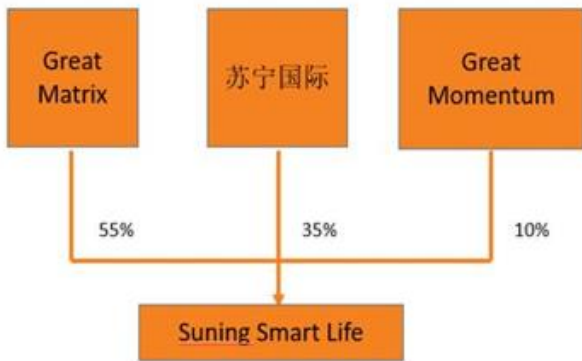


资料来源：天风证券研究所

苏宁小店持股降至 35%出表，促进长期发展&减少业绩承压。本次股权转让完成后，Great Matrix、苏宁国际及 Great Momentum 对 Suning Smart Life 持股比例分别为 55%、35%、10%。公司通过全资子公司苏宁国际持有苏宁小店 35%股权，苏宁小店不再纳入公司的合并报表

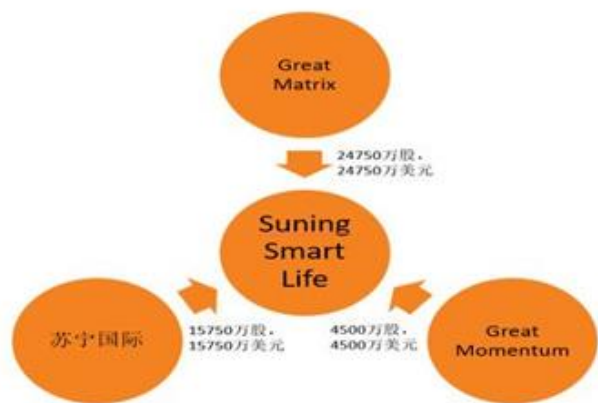
范围，将增加公司 2019 年度净利润约 36 亿元。苏宁小店出表①促进长期发展：为苏宁小店搭建起更为灵活的资本运作平台，减少公司资金投入，拓展融资渠道，使得资本运作方式更加灵活，以支持其业务高速发展，增强了市场竞争力；②减少业绩承压：由于苏宁小店处于探索商业模式和展店阶段，资金投入较大且短期内投入产出效率较低，苏宁小店出表降低其亏损对公司业绩的影响。

图 2：苏宁小店股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

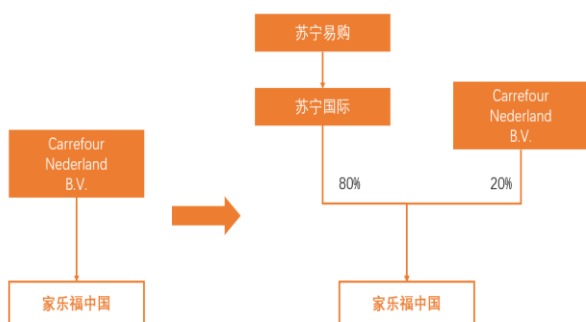
图 3：苏宁小店增资情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

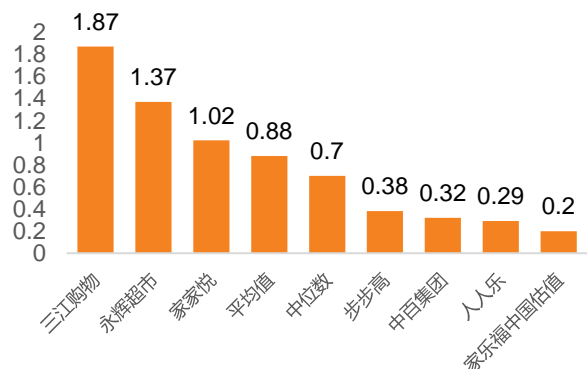
48 亿现金收购家乐福中国 80% 股权，家乐福中国四季度扭亏为盈。公司全资子公司苏宁国际以现金 48 亿元收购家乐福中国 80% 股份，此次交易后苏宁国际和家乐福集团分别持有家乐福中国 80% 和 20% 的股份。截至 2019 年 3 月，家乐福中国在国内拥有约 3,000 万会员，开设有 210 家大型综合超市、24 家便利店以及 6 大仓储配送中心，店面总建筑面积超过 400 万平方米，覆盖 22 个省份及 51 个大中型城市。此次交易家乐福中国 100% 股份的估值为 60 亿元人民币，家乐福中国 2018 年营业收入 299.58 亿元，股权价值/收入倍数为 0.2x，交易的估值水平较为合理。苏宁通过收购家乐福中国能够进一步丰富公司智慧零售场景布局，加快大快消类目的发展，有利于降低采购和物流成本，提升公司市场竞争力。家乐福中国业务的整合效应初有成效，实现了家乐福中国四季度扭亏为盈。

图 4：收购前后家乐福中国股权结构变动



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：主要公司 2018 年股权价值/收入倍数



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 1：家乐福中国财务情况（百万元）

	2018 年	2017 年
营业收入	29958	32447
营业利润	-412	-1044
归母净利润	-578	-1099
经营活动产生的现金流量净额	325	341

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司是全国综合性零售龙头，线下占领低线市场&拓展新渠道，线上持续高增速，线上线上相融合全渠道发展。由于消费增速不达预期，我们将公司 2019/20 年的业绩预期从 158.6/40.8 亿元下调至 111/30 亿元。综合预计 2019-21 年净利润分别为 111/30/42 亿，当前市值对应 9/32/24xPE，维持买入评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	34,029.68	48,041.52	76,113.98	68,833.65	97,475.25
应收票据及应收账款	2,408.21	6,680.69	3,294.79	4,744.50	5,143.83
预付账款	8,667.71	17,468.71	12,960.48	23,567.02	22,094.34
存货	18,551.49	22,263.29	29,140.02	32,092.75	44,571.92
其他	24,172.58	37,288.32	45,822.93	39,381.23	47,855.16
<b>流动资产合计</b>	<b>87,829.68</b>	<b>131,742.54</b>	<b>167,332.20</b>	<b>168,619.15</b>	<b>217,140.50</b>
长期股权投资	1,767.20	17,674.55	16,018.55	15,968.55	15,938.55
固定资产	14,373.07	15,198.91	15,287.12	15,040.51	14,580.02
在建工程	509.17	2,063.32	1,273.99	812.40	517.44
无形资产	8,216.94	9,677.45	9,122.82	8,568.18	8,013.55
其他	41,648.31	18,561.83	19,202.44	18,376.47	18,321.29
<b>非流动资产合计</b>	<b>66,514.70</b>	<b>63,176.06</b>	<b>60,904.92</b>	<b>58,766.11</b>	<b>57,370.86</b>
<b>资产总计</b>	<b>157,276.69</b>	<b>199,467.20</b>	<b>232,785.72</b>	<b>231,933.86</b>	<b>279,059.96</b>
短期借款	8,686.33	24,314.18	24,314.18	24,314.18	24,314.18
应付票据及应付账款	40,451.90	47,071.02	74,012.61	66,773.96	103,271.27
其他	15,125.43	22,311.46	24,130.64	27,174.65	33,465.63
<b>流动负债合计</b>	<b>64,263.66</b>	<b>93,696.66</b>	<b>122,457.43</b>	<b>118,262.79</b>	<b>161,051.09</b>
长期借款	2,853.67	4,813.75	4,813.75	4,813.75	4,813.75
应付债券	3,500.00	9,974.68	5,658.23	6,377.64	7,336.85
其他	3,031.71	2,771.32	2,691.75	2,831.59	2,764.89
<b>非流动负债合计</b>	<b>9,385.38</b>	<b>17,559.75</b>	<b>13,163.73</b>	<b>14,022.98</b>	<b>14,915.48</b>
<b>负债合计</b>	<b>73,649.03</b>	<b>111,256.40</b>	<b>135,621.16</b>	<b>132,285.77</b>	<b>175,966.57</b>
少数股东权益	4,669.25	7,293.70	5,732.24	5,492.13	5,099.91
股本	9,310.04	9,310.04	9,310.04	9,310.04	9,310.04
资本公积	35,980.49	38,288.36	38,288.36	38,288.36	38,288.36
留存收益	57,343.19	71,966.08	82,122.28	84,845.92	88,683.43
其他	(23,675.31)	(38,647.39)	(38,288.36)	(38,288.36)	(38,288.36)
<b>股东权益合计</b>	<b>83,627.66</b>	<b>88,210.80</b>	<b>97,164.56</b>	<b>99,648.09</b>	<b>103,093.39</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>157,276.69</b>	<b>199,467.20</b>	<b>232,785.72</b>	<b>231,933.86</b>	<b>279,059.96</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	4,049.54	12,642.55	11,079.25	2,971.18	4,186.29
折旧摊销	2,100.10	2,372.26	1,315.75	1,342.83	1,360.08
财务费用	399.29	1,185.99	397.17	128.05	(148.44)
投资损失	(4,300.36)	(13,990.65)	(13,800.00)	(5,300.00)	(5,000.00)
营运资金变动	1,846.86	(21,059.94)	22,929.69	(11,143.00)	22,274.84
其它	(10,700.72)	4,975.32	(1,551.10)	(109.55)	(227.91)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(6,605.29)</b>	<b>(13,874.47)</b>	<b>20,370.76</b>	<b>(12,110.50)</b>	<b>22,444.86</b>
资本支出	7,102.28	21,733.16	139.57	(59.84)	116.71
长期投资	1,350.16	15,907.35	(1,656.00)	(50.00)	(30.00)
其他	4,985.04	(40,650.67)	15,163.88	5,195.22	4,690.08
<b>投资活动现金流</b>	<b>13,437.47</b>	<b>(3,010.16)</b>	<b>13,647.45</b>	<b>5,085.37</b>	<b>4,776.78</b>
债权融资	15,266.54	42,639.05	37,572.30	37,688.60	39,299.98
股权融资	9,509.45	(11,590.96)	(38.14)	(128.05)	148.44
其他	(25,686.50)	(8,514.01)	(43,479.91)	(37,815.77)	(38,028.46)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(910.51)</b>	<b>22,534.08</b>	<b>(5,945.75)</b>	<b>(255.21)</b>	<b>1,419.96</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>5,921.67</b>	<b>5,649.44</b>	<b>28,072.46</b>	<b>(7,280.34)</b>	<b>28,641.60</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>187,927.76</b>	<b>244,956.57</b>	<b>289,048.76</b>	<b>352,639.48</b>	<b>433,746.56</b>
营业成本	161,431.79	208,216.61	247,425.74	302,212.04	370,853.31
营业税金及附加	729.29	894.34	1,104.02	1,334.29	1,627.16
营业费用	20,635.78	26,066.68	32,084.41	39,142.98	47,712.12
管理费用	3,613.08	5,200.68	7,515.27	7,934.39	9,325.55
研发费用	1,250.97	2,261.88	2,669.01	3,256.20	4,005.12
财务费用	306.47	1,234.63	397.17	128.05	(148.44)
资产减值损失	512.74	2,059.47	974.24	1,182.15	1,405.28
公允价值变动收益	18.85	292.48	92.55	134.63	173.22
投资净收益	4,300.36	13,990.65	13,800.00	5,300.00	5,000.00
其他	(8,947.66)	(28,919.38)	(27,785.10)	(10,869.25)	(10,346.44)
<b>营业利润</b>	<b>4,076.10</b>	<b>13,658.55</b>	<b>10,771.46</b>	<b>2,884.02</b>	<b>4,139.67</b>
营业外收入	405.15	505.69	505.69	505.69	505.69
营业外支出	149.21	218.79	176.44	181.48	192.24
<b>利润总额</b>	<b>4,332.04</b>	<b>13,945.46</b>	<b>11,100.71</b>	<b>3,208.23</b>	<b>4,453.13</b>
所得税	282.50	1,302.91	1,665.11	481.23	667.97
<b>净利润</b>	<b>4,049.54</b>	<b>12,642.55</b>	<b>9,435.60</b>	<b>2,727.00</b>	<b>3,785.16</b>
少数股东损益	(162.98)	(685.01)	(1,643.65)	(244.18)	(401.13)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4,212.52</b>	<b>13,327.56</b>	<b>11,079.25</b>	<b>2,971.18</b>	<b>4,186.29</b>
每股收益(元)	0.45	1.43	1.19	0.32	0.45

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	26.48%	30.35%	18.00%	22.00%	23.00%
营业利润	198540.16%	235.09%	-21.14%	-73.23%	43.54%
归属于母公司净利润	498.02%	216.38%	-16.87%	-73.18%	40.90%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.10%	15.00%	14.40%	14.30%	14.50%
净利率	2.24%	5.44%	3.83%	0.84%	0.97%
ROE	5.34%	16.47%	12.12%	3.16%	4.27%
ROIC	19.59%	67.89%	20.46%	11.03%	9.99%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	46.83%	55.78%	58.26%	57.04%	63.06%
净负债率	-22.44%	-6.12%	-39.67%	-31.26%	-56.43%
流动比率	1.37	1.41	1.37	1.43	1.35
速动比率	1.08	1.17	1.13	1.15	1.07
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	106.04	53.90	57.95	87.73	87.73
存货周转率	11.41	12.00	11.25	11.52	11.32
总资产周转率	1.28	1.37	1.34	1.52	1.70
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.45	1.43	1.19	0.32	0.45
每股经营现金流	-0.71	-1.49	2.19	-1.30	2.41
每股净资产	8.48	8.69	9.82	10.11	10.53
<b>估值比率</b>					
市盈率	22.10	6.99	8.40	31.33	22.24
市净率	1.18	1.15	1.02	0.99	0.95
EV/EBITDA	8.07	3.09	1.99	7.56	1.04
EV/EBIT	10.40	3.40	2.23	10.93	1.40

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com