

苏宁易购 (002024.SZ)

家乐福重焕活力，大快消再展宏图

核心观点:

- **整合调整后，家乐福运营显示出明显的边际改善。**整体来看，根据苏宁易购2019年业绩预告，家乐福2019Q4已实现单季盈利，为7年来首次四季度盈利；运营模式方面，家乐福全国209家门店已完成店仓一体化改造；组织架构方面，家乐福团队已实现本土化，基本保留本地原有团队，增加了员工激励，整体人效交割后同比提升了10.5%。
- **家乐福将继续和苏宁既有业务加强协同，进一步提升大快消类目的运营效率。**根据苏宁官方新闻及投关活动记录表披露：①**供应链：采购**，家乐福发挥国际供应链的优势，已向部分地区的苏宁小店供货、与小店共享部分进货合同政策，提高小店的SKU数量、要货满足率、毛利率；**履约**，家乐福已成为苏宁易购平台和苏宁小店的前置仓，1小时配、同城配的发货模式更灵活，未来布局门店自提模式将进一步节约配送成本，此外，苏宁物流与家乐福已开始共享干线物流和仓储系统。②**流量**：家乐福4000万会员与苏宁会员已实现信息打通，可整合营销活动、提升投放效率；家乐福小程序、苏宁易购主站和苏宁小店相互导流，多入口触达消费者。③**物业**：家乐福将成为苏宁商业综合体中的重要业态，苏宁电器、母婴、百货等板块亦可丰富家乐福的外租区域。
- **盈利预测及投资建议：**苏宁易购已具备完善的全品类、全渠道零售布局，电器类目地位稳固，零售云形式向低线扩张、输出自有品牌增厚利润；大快消体系完善，家乐福、苏宁小店、线上平台逐步打通供应链，运营效率持续提升。零售、物流、金融三驾马车成型，静待运营提效。预计2019-2021年收入2780/3265/3710亿元，同比增长13.5%/17.5%/13.6%，归母净利润110.6/6.4/31.3亿元。参考可比公司估值情况，零售业务给予2020年0.35xPS，叠加苏宁金服价值，对应合理价值14.01元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行，地产调控，家电消费需求增长放缓；市场竞争加剧；多元化拓展考验公司经营能力；快速扩张或影响短期业绩。

盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	187,928	244,957	277,979	326,496	371,002
增长率(%)	26.5	30.3	13.5	17.5	13.6
EBITDA(百万元)	2,367	4,689	-72	3,596	5,732
净利润(百万元)	4,213	13,328	11,064	645	3,133
增长率(%)	498.0	216.4	-17.0	-94.2	385.9
EPS(元/股)	0.45	1.43	1.19	0.07	0.34
市盈率(P/E)	27.16	6.88	8.51	145.98	30.04
市净率(P/B)	1.45	1.13	1.04	1.06	1.04
EV/EBITDA	40.44	18.41	-	28.17	16.75

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心（表中净利润为归母净利润）

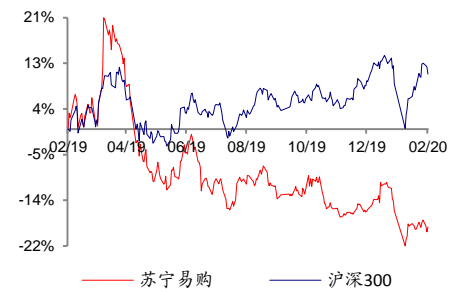
识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格	9.63元
合理价值	14.01元
前次评级	买入
报告日期	2020-02-26

相对市场表现



分析师:

洪涛



SAC 执证号: S0260514050005

SFC CE No. BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

相关研究:

- 苏宁易购(002024.SZ):春节 2020-02-05
期间，快消供应链锋芒初展
- 苏宁易购(002024.SZ):业绩 2020-01-26
低谷，关注边际改善
- 苏宁易购(002024.SZ):榴莲 2020-01-09
社区布局直播，线上用户扩容
迎来新机遇

请务必阅读末页的免责声明

资产负债表

单位: 百万元

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	87,830	131,743	151,960	173,475	186,178
货币资金	34,030	48,042	52,846	63,130	68,943
应收及预付	11,076	24,149	25,454	30,735	34,432
存货	18,551	22,263	25,154	28,618	32,340
其他流动资产	24,173	37,288	48,506	50,992	50,463
非流动资产	69,447	67,725	77,846	83,917	85,280
长期股权投资	1,767	17,675	28,175	29,175	30,175
固定资产	14,373	15,199	15,846	19,074	19,138
在建工程	509	2,063	3,563	5,063	5,563
无形资产	8,216	9,654	10,006	9,849	9,649
其他长期资产	44,582	23,134	20,256	20,756	20,756
资产总计	157,277	199,467	229,806	257,392	271,458
流动负债	64,264	93,697	102,991	131,800	147,564
短期借款	8,686	24,314	24,513	39,990	43,488
应付及预收	41,944	49,037	55,736	65,915	75,382
其他流动负债	13,633	20,345	22,742	25,895	28,694
非流动负债	9,385	17,560	29,560	29,560	26,560
长期借款	2,854	4,814	6,814	6,814	6,814
应付债券	3,500	9,975	19,975	19,975	16,975
其他非流动负债	3,032	2,771	2,771	2,771	2,771
负债合计	73,649	111,256	132,550	161,360	174,124
股本	9,310	9,310	9,310	9,310	9,310
资本公积	35,980	38,288	38,288	38,288	38,288
留存收益	21,363	33,678	43,345	42,128	43,398
归属母公司股东权益	78,958	80,917	90,284	89,067	90,338
少数股东权益	4,669	7,294	6,971	6,965	6,997
负债和股东权益	157,277	199,467	229,806	257,392	271,458

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-6,605	-13,874	-36	5,481	10,981
净利润	4,050	12,643	10,741	638	3,165
折旧摊销	2,100	2,372	2,000	2,429	2,636
营运资金变动	-9,081	-17,349	206	999	4,540
其它	-3,674	-11,540	-12,983	1,414	640
投资活动现金流	13,437	-3,010	-4,378	-7,150	-2,121
资本支出	-2,335	-7,395	-4,228	-6,699	-2,699
投资变动	11,374	-7,685	-19,000	-1,500	-1,000
其他	4,399	12,070	18,850	1,049	1,578
筹资活动现金流	-911	22,534	9,218	11,954	-3,046
银行借款	-482	17,193	2,198	15,478	3,498
股权融资	836	5,304	0	0	0
其他	-1,264	36	7,020	-3,524	-6,544
现金净增加额	5,922	5,649	4,804	10,285	5,813
期初现金余额	17,902	23,555	48,042	52,846	63,130
期末现金余额	23,555	30,221	52,846	63,130	68,943

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	26.5%	30.3%	13.5%	17.5%	13.6%
营业利润增长	708.2%	235.1%	-17.6%	-96.5%	708.6%
归母净利润增长	498.0%	216.4%	-17.0%	-94.2%	385.9%
获利能力					
毛利率	14.1%	15.0%	13.1%	13.5%	14.0%
净利率	2.2%	5.2%	3.9%	0.2%	0.9%
ROE	5.3%	16.5%	12.3%	0.7%	3.5%
ROIC	0.8%	3.5%	-2.8%	1.5%	4.1%
偿债能力					
资产负债率	46.8%	55.8%	57.7%	62.7%	64.1%
净负债比率	9.7%	21.4%	23.9%	27.3%	26.1%
流动比率	1.37	1.41	1.48	1.32	1.26
速动比率	0.94	0.98	1.06	0.93	0.88
营运能力					
总资产周转率	1.28	1.37	1.30	1.34	1.40
应收账款周转率	106.04	53.90	36.50	36.50	36.50
存货周转率	9.80	10.20	9.61	9.86	9.86
每股指标 (元)					
每股收益	0.45	1.43	1.19	0.07	0.34
每股经营现金流	-0.71	-1.49	0.00	0.59	1.18
每股净资产	8.48	8.69	9.70	9.57	9.70
估值比率					
P/E	27.16	6.88	8.51	145.98	30.04
P/B	1.45	1.13	1.04	1.06	1.04
EV/EBITDA	40.44	18.41	-	28.17	16.75

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	187,928	244,957	277,979	326,496	371,002
营业成本	161,432	208,217	241,613	282,312	319,030
营业税金及附加	729	894	1,049	1,225	1,388
销售费用	20,636	26,067	30,578	33,629	38,584
管理费用	3,613	5,201	4,170	4,897	4,823
研发费用	1,251	2,262	2,641	3,265	4,081
财务费用	306	1,235	1,031	1,107	1,046
资产减值损失	513	2,059	1,476	1,103	837
公允价值变动收益	19	292	90	120	120
投资净收益	4,300	13,991	15,355	929	1,457
营业利润	4,076	13,659	11,249	393	3,176
营业外收支	256	287	301	301	301
利润总额	4,332	13,945	11,550	694	3,478
所得税	283	1,303	808	56	313
净利润	4,050	12,643	10,741	638	3,165
少数股东损益	-163	-685	-322	-6	32
归属母公司净利润	4,213	13,328	11,064	645	3,133
EBITDA	2,367	4,689	-72	3,596	5,732
EPS (元)	0.45	1.43	1.19	0.07	0.34

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

广发商贸零售行业研究小组

洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2019年II China 纺织、服装和零售（大陆）第一名，2019年新财富批零和社会服务业第四名，2019年上证报最佳批零和社会服务分析师第一名。

贾雨朦：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。2019年II China 纺织、服装和零售（大陆）第一名（团队），2019年新财富批零和社会服务业第四名（团队），2019年上证报最佳批零和社会服务分析师第一名（团队）。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。