

苏宁易购(002024)/专业零售
战略调整完成, 业绩有望回升
评级: 买入(维持)

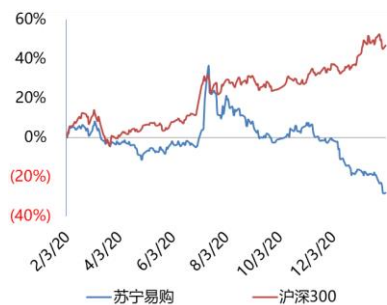
分析师: 龙凌波

执业证书编号: S0740520080001

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)	7,588
市价(元)	6.99
市值(百万元)	65,077
流通市值(百万元)	53,043

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 苏宁易购 2020 三季度点评: 经营效率优化, 扣非盈利改善
- 2 苏宁易购 20H1 半年报点评: 经营稳步改善, 估值有望修复
- 3 苏宁易购 2020Q1 业绩点评: 增长优于行业, 经营质量提升

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	258,648	310,665	375,356
营业收入增速	30.35%	9.91%	-3.93%	20.11%	20.82%
归属于母公司的净利润	13,328	9,843	-3,626	1,363	4,293
净利润增长率	216.38%	-26.15%	N/A	N/A	215.03%
摊薄每股收益(元)	1.43	1.06	-0.39	0.15	0.46
每股现金流量	-1.49	-1.92	-1.50	4.62	-3.05
净资产收益率	16.47%	11.20%	-2.63%	1.03%	2.64%
P/E	4.88	6.61	-17.95	47.75	15.16
PEG	-0.09	-0.27	0.09	-0.90	-0.63
P/B	0.80	0.74	0.47	0.49	0.40

备注: 股价截取日为 2021.2.2

投资要点

- **事件: 苏宁易购发布业绩预告, 预计 2020 年实现营业收入 2,575.62 至 2,595.62 亿元, 同比减少 3.6%-4.3%; 实现归母净利润-39.53 至-34.53 亿元, 同比下滑 135.08%-140.16%; 实现扣非归母净利润-65.87 至-60.87 亿元, 同比减少 6.59%-15.34%。**
- **零售加速调整, 阶段性投入增加。**受到疫情影响, 2020 年公司线下门店销售有所下滑; 公司加快门店结构优化, 同时强化门店互联网运营能力, 下半年门店客流逐步回升, 12 月份家电 3C 家居生活专业店可比店面的销售收入同比增长 5.37%。公司整合线上业务, 确定云网万店独立发展战略并引入战略投资者, 线上亏损有望逐步减少; 四季度公司加大用户和商品经营补贴投入, 用户活跃度显著提升, Q4 活跃买家同比增长达到 52%, 12 月苏宁易购月度活跃用户数同比增长 68%, 四季度云网万店平台商品销售规模同比增长 33.61%, 其中公司自营商品销售规模同比增长 45.28%; 短期内的投入扩大导致了公司毛利水平和阶段性亏损增加。2020 年零售云全年新开门店 3,201 家, 在下沉市场的渠道优势增强, 公司预计零售云全年销售规模同比增长超过 100% 并实现盈利。
- **计提资产减值, 盈利短期承压。**2020 年公司对包括百货、母婴、商超等各项业务所形成的长期资产进行了资产减值测试, 投资参股公司也产生了部分长期投资对应的投资损失, 共计对归属于上市公司股东的净利润影响额约为 20 亿元。报告期内公司非经常性损益项目预计影响 26.34 亿元; 若不考虑员工持股计划带来的股份支付费用、公司投资并购业务带来的资产折旧与摊销、长期资产减值损失, 以及对应的所得税影响, 2020 年公司经调整后的归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润为亏损 42.93 亿元-亏损 37.93 亿元, 去年同期亏损 44.82 亿元。
- **推进股权激励, 业绩有望改善。**公司公告回购股份并发布第四期员工持股计划, 调动员工积极性, 推动业务发展; 业绩考核指标为: 2021 年收入同比增速 20%+, 扣非归母净利润达-10 至-5 亿元; 2022、2023 年收入同比增速不低于 20.8% 和 17.2%, 扣非归母净利润达 10-15 亿元和 30 亿元。
- **投资建议: 战略调整完成, 业务结构优化, 员工持股激发经营活力, 基本面有望脱底回升, 维持“买入”评级。**2020 年公司专注内部战略调整, 预计全年经营现金流净额转正, 2021 年公司扣非净利润有望显著改善: (1) 线下回暖、门店升级, 销售/利润将逐步回升; (2) 加速天天快递外部业务调整, 小件快递亏损有望大幅收窄, 苏宁物流盈利能力将显著增强; (3) 云网万店战略引资, 自营商品零售、物流收入预计将实现较快增长, 线上亏损对上市公司的影响将持续减少。参考公司业绩预告, 预计 2020-2022 年实现营业收入 2,586/3,107/3,754 亿元, 实现归母净利润-36.26/13.63/42.93 亿元; 大幅调低 2020 年盈利预测的原因包括: (1) 疫情影响, 线下销售下滑, 盈利同比减少; (2) 云网万店独立发展并引入战略投资, 线上平台四季度加大了促销等销售投入, 毛利率和盈利同比减少; (3) 天天快递、家乐福、百货、母婴、商超等业务一次性计提资产减值准备和投资损失约 20 亿元。2021-2022 年以 2020 年为基准, 对毛利率、销售费用率等指标进行调整, 同步下调盈利预测。前期预测值为 2020-2022 年实现营业收入 2,565/3,101/3,700 亿元, 实现归母净利润 29.97/31.61/72.33 亿元。
- **风险提示: (1) 线上减亏效果不佳, 线下门店收入持续下滑; (2) 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。**

图表 1: 苏宁易购财务预测三张表

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	244,957	269,229	258,648	310,665	375,356	货币资金	48,042	33,902	32,570	54,811	47,266
增长率	30.3%	9.9%	-3.9%	20.11%	20.82%	应收账款	6,681	11,855	7,534	12,486	11,912
营业成本	-208,217	-230,117	-221,744	-263,367	-316,358	存货	22,263	26,780	16,337	34,873	30,156
% 销售收入	85.0%	85.5%	85.7%	84.8%	84.3%	其他流动资产	54,757	48,224	41,875	46,004	49,227
毛利	36,740	39,112	36,904	47,298	58,999	流动资产	131,743	120,761	98,316	148,176	138,561
% 销售收入	15.0%	14.5%	14.3%	15.2%	15.7%	% 总资产	66.0%	51.0%	44.9%	55.5%	52.8%
营业税金及附加	-894	-1,061	-1,019	-1,224	-1,479	长期投资	27,984	46,409	60,521	55,724	57,447
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	15,199	17,808	16,239	14,667	13,094
营业费用	-26,067	-33,532	-31,710	-36,037	-43,541	% 总资产	7.6%	7.5%	7.4%	5.5%	5.0%
% 销售收入	10.6%	12.5%	12.3%	11.6%	11.6%	无形资产	9,677	14,737	18,397	21,699	24,643
管理费用	-5,201	-4,945	-5,690	-6,524	-7,882	非流动资产	67,725	116,094	120,832	118,617	123,766
% 销售收入	2.1%	1.8%	2.2%	2.1%	2.1%	% 总资产	34.0%	49.0%	55.1%	44.5%	47.2%
息税前利润 (EBIT)	4,578	-426	-1,516	3,513	6,096	资产总计	199,467	236,855	219,148	266,793	262,326
% 销售收入	1.9%	-0.2%	-0.6%	1.1%	1.6%	短期借款	24,314	18,955	10,562	0	2,381
财务费用	-1,235	-2,237	-1,049	-1,207	-1,432	应付款项	49,037	77,697	34,200	98,797	61,021
% 销售收入	0.5%	0.8%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动负债	20,345	24,605	16,076	20,341	20,341
资产减值损失	2,059	-1,120	2,500	1,000	1,500	流动负债	93,697	121,257	60,837	119,138	83,742
公允价值变动收益	292	216	1,875	-938	469	长期贷款	4,814	7,721	7,721	0	0
投资收益	13,991	21,791	-1,000	1,000	1,000	其他长期负债	12,746	20,732	13,337	15,605	16,558
% 税前利润	70.0%	120.1%	—	28.4%	12.8%	负债	111,256	149,710	81,895	134,743	100,300
营业利润	19,686	18,224	811	3,368	7,633	普通股股东权益	80,917	87,922	137,837	132,707	162,911
营业利润率	8.0%	6.8%	0.3%	1.1%	2.0%	少数股东权益	7,294	-777	-584	-657	-885
营业外收支	287	-77	150	150	150	负债股东权益合计	199,467	236,855	219,148	266,793	262,326
税前利润	19,973	18,147	961	3,518	7,783	比率分析					
利润率	8.2%	6.7%	0.4%	1.1%	2.1%		2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-1,303	-5,275	606	-228	-717	每股指标					
所得税率	6.5%	29.1%	-63.0%	6.5%	9.2%	每股收益 (元)	1.43	1.06	-0.39	0.15	0.46
净利润	12,643	9,320	-3,433	1,290	4,065	每股净资产 (元)	8.69	9.44	14.81	14.25	17.50
少数股东损益	-685	-523	193	-72	-228	每股经营现金流 (元)	-1.49	-1.92	-1.50	4.62	-3.05
归属于母公司的净利润	13,328	9,843	-3,626	1,363	4,293	每股股利 (元)	0.12	0.12	0.00	0.03	0.09
净利率	5.4%	3.7%	-1.4%	0.4%	1.1%	回报率					
现金流量表 (人民币百万元)						净资产收益率	16.47%	11.20%	-2.63%	1.03%	2.64%
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	6.34%	3.93%	-1.57%	0.48%	1.55%
净利润	12,643	9,320	-3,433	1,290	4,065	投入资本收益率	67.89%	23.28%	-5.07%	2.54%	10.78%
加: 折旧和摊销	2,372	3,729	2,999	3,359	3,719	增长率					
资产减值准备	2,059	1,120	0	0	0	营业总收入增长率	30.35%	9.91%	-3.93%	20.11%	20.82%
公允价值变动损失	-292	-216	1,875	-938	469	EBIT 增长率	312.49%	35.11%	-113.83%	-181.99%	135.52%
财务费用	1,186	1,752	1,049	1,207	1,432	净利润增长率	216.38%	-26.15%	-136.84%	-137.59%	215.03%
投资收益	-13,991	-21,791	1,000	-1,000	-1,000	总资产增长率	26.83%	18.74%	-7.48%	21.74%	-1.67%
少数股东损益	-685	-523	193	-72	-228	资产管理能力					
营运资金的变动	-11,138	-13,484	-17,435	39,139	-37,083	应收账款周转天数	10.8	8.4	9.0	9.0	9.0
经营活动现金净流	-13,874	-17,865	-13,946	43,058	-28,398	存货周转天数	30.0	32.8	30.0	29.7	31.2
固定资本投资	-2,380	-4,889	-60	-60	-50	应付账款周转天数	28.5	50.2	45.0	45.0	45.0
投资活动现金净流	-3,010	-20,871	-26,464	2,698	-6,036	固定资产周转天数	21.7	22.1	23.7	17.9	13.3
股利分配	-1,110	-1,110	0	-273	-859	偿债能力					
其他	23,644	27,312	39,078	-23,242	27,748	净负债/股东权益	9.90%	11.77%	-18.51%	-25.50%	-41.26%
筹资活动现金净流	22,534	26,201	39,078	-23,515	26,889	EBIT 利息保障倍数	13.6	10.1	-3.0	2.1	4.2
现金净流量	5,649	-12,534	-1,332	22,242	-7,545	资产负债率	55.78%	63.21%	37.37%	50.50%	38.23%

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。