



# 国美零售

## 转型变革稳步推进，后续效果有待观察

### 公司动态

#### 公司近况

伴随疫情得到有效管控，社零消费数据 2020 年下半年以来逐月向好，11 月受双十一购物节等因素拉动，通讯器材表现较好，实物商品线上渗透率提升至 25%。国美作为零售行业老兵，近年来积极推进战略转型、构建线上线下双平台生态，我们认为有望受益行业逐步回暖趋势，带来经营业绩改善。

#### 评论

**1、下半年经营情况有望逐步改善。**据我们监测的第三方线上爬虫及草根调研数据，我们预计公司 2020 年下半年收入较上半年有望明显改善。据联商网数据，公司双十一整体 GMV 较快增长，其中百货类商品销售环比增长 237%，母婴类商品销售环比增长 314%，品类拓展有所突破；激光电视、OLED 电视销售同比增长近 50%，干衣机销售同比增长 175%，5G 手机销售环比增长 237%，新能效空调销售环比增长 183%，优势品类保持良好势头；加盟店销售同比增长 227%，线下渠道优势继续发挥。

**2、不断打磨新零售能力，稳步推进与头部电商合作。**一方面，公司积极探索直播带货、社群营销等新模式，在全国各地建立了众多网格化社群，触达庞大的用户群，并携手央视开展数十场直播带货。另一方面，公司与拼多多、京东的战略合作稳步推进，在流量、供应链、物流等方面形成优势互补，上半年国美在拼多多及京东等电商平台 GMV 同比增长 100 倍。

**3、后续需持续跟踪公司经营转型效果。**现阶段公司围绕家生活战略，立足整体方案提供商、服务解决商、供应链输出商，拓展国美 App 等数字化本地零售模式，打造多元消费场景；展望 2021 年，公司计划加速建设线上线下双平台驱动的新国美，一方面优化门店布局，将自身供应链优势对外赋能；另一方面通过第三方平台合作及线上社群运营，贡献业绩增量，后续仍需关注公司经营转型进展及效果。

#### 估值建议

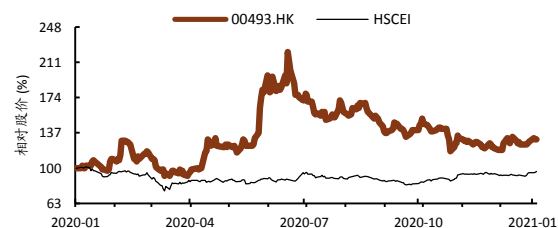
维持 2020 年和 2021 年盈利预测不变，引入 2022 年每股盈利预测 0.01 元。当前股价对应 2021/2022 年 0.3/0.3 倍 P/S。维持中性评级，对应 2021/2022 年 0.3/0.3 倍 P/S，有 5%上行空间。

#### 风险

行业竞争持续加剧，转型效果不及预期。

### 维持中性

股票代码	00493.HK
评级	中性
最新收盘价	港币 0.95
目标价	港币 1.00
52 周最高价/最低价	港币 1.72~0.66
总市值(亿)	港币 205
30 日日均成交额(百万)	港币 83.48
发行股数(百万)	21,553
其中：自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	88.62
主营行业	可选消费



(人民币 百万)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	59,483	51,516	54,220	58,457
增速	-7.6%	-13.4%	5.2%	7.8%
归属母公司净利润	-2,590	-510	7	108
增速	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
扣非后净利润	-2,590	-510	7	108
增速	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
每股净利润	-0.12	-0.02	0.00	0.01
每股净资产	0.54	0.51	0.51	0.52
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.11	-0.04	0.13	0.09
市盈率	N.M.	N.M.	N.M.	168.6
市净率	1.6	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA	N.M.	93.5	36.1	29.1
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
平均总资产收益率	-3.9%	-0.7%	0.0%	0.2%
平均净资产收益率	-20.5%	-4.6%	0.1%	1.0%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

### 徐卓楠

分析师

zhuonan.xu@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080520080008

SFC CE Ref: BPR695

### 樊俊豪

分析师

junhao.fan@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080513080004

SFC CE Ref: BDO986

### 林千叶

联系人

qianye.lin@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080120070044

## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务比率	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	59,483	51,516	54,220	58,457	营业收入	-7.6%	-13.4%	5.2%	7.8%
营业成本	-50,372	-43,786	-45,801	-49,380	营业利润	N.M.	N.M.	N.M.	28.3%
营业费用	-8,477	-6,656	-6,881	-7,360	EBITDA	N.M.	N.M.	140.8%	19.8%
管理费用	-2,159	-1,545	-1,534	-1,602	净利润	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
其他	-1,252	-824	-868	-935	扣非后净利润	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
营业利润	-1,234	41	543	697	<b>盈利能力</b>				
财务费用	-1,662	-881	-866	-819	毛利率	15.3%	15.0%	15.5%	15.5%
其他利润	0	0	0	0	营业利润率	-2.1%	0.1%	1.0%	1.2%
利润总额	-2,896	-840	-323	-122	EBITDA 利润率	-1.5%	0.7%	1.6%	1.8%
所得税	-72	-70	-70	-70	净利率	-4.4%	-1.0%	0.0%	0.2%
少数股东损益	-379	-400	-400	-300	扣非后净利率	-4.4%	-1.0%	0.0%	0.2%
归属母公司净利润	-2,590	-510	7	108	<b>偿债能力</b>				
EBITDA	-920	368	887	1,063	流动比率	0.72	0.66	0.67	0.61
扣非后净利润	-2,590	-510	7	108	速动比率	0.55	0.55	0.51	0.51
<b>资产负债表</b>					现金比率	0.18	0.14	0.13	0.09
货币资金	8,187	5,783	5,751	3,597	资产负债率	88.6%	89.1%	90.1%	89.7%
应收账款及票据	241	176	263	211	净债务资本比率	228.7%	276.8%	263.9%	258.8%
存货	7,688	4,475	6,976	3,998	<b>回报率分析</b>				
其他流动资产	17,228	17,228	17,228	17,228	总资产收益率	-3.9%	-0.7%	0.0%	0.2%
流动资产合计	33,343	27,662	30,217	25,033	净资产收益率	-20.5%	-4.6%	0.1%	1.0%
固定资产及在建工程	6,733	7,013	7,476	8,116	<b>每股指标</b>				
无形资产及其他长期资产	31,796	31,789	31,782	31,776	每股净利润 (元)	-0.12	-0.02	0.00	0.01
非流动资产合计	38,529	38,802	39,258	39,892	每股净资产 (元)	0.54	0.51	0.51	0.52
资产合计	71,872	66,464	69,475	64,925	每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	18,445	17,445	15,445	12,445	每股经营现金流 (元)	0.11	-0.04	0.13	0.09
应付账款	20,119	17,098	22,341	20,729	<b>估值分析</b>				
其他流动负债	7,848	7,370	7,532	7,786	市盈率	N.M.	N.M.	N.M.	168.6
流动负债合计	46,412	41,914	45,318	40,961	市净率	1.6	1.6	1.6	1.6
长期借款	8,407	8,407	8,407	8,407	EV/EBITDA	N.M.	93.5	36.1	29.1
其他非流动负债	8,892	8,892	8,892	8,892	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
非流动负债合计	17,299	17,299	17,299	17,299					
负债合计	63,711	59,212	62,617	58,259					
股本	518	518	518	518					
未分配利润	10,847	10,337	10,344	10,452					
归母所有者权益	11,600	11,090	11,097	11,205					
少数股东权益	-3,439	-3,839	-4,239	-4,539					
负债及股东权益合计	71,872	66,464	69,475	64,925					
<b>现金流量表</b>									
税前利润	-2,896	-840	-323	-122					
折旧和摊销	314	327	344	366					
营运资本变动	5,124	-220	2,817	1,672					
其他	-141	-70	-70	-70					
经营活动现金流	2,401	-804	2,768	1,846					
资本开支	-1,190	-600	-800	-1,000					
其他	90	0	0	0					
投资活动现金流	-1,100	-600	-800	-1,000					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	8,113	-1,000	-2,000	-3,000					
其他	-11,384	0	0	0					
筹资活动现金流	-3,271	-1,000	-2,000	-3,000					
汇率变动对现金的影响	14	0	0	0					
现金净增加额	-1,957	-2,404	-32	-2,154					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

## 公司简介

国美电器是中国领先的家用电器及消费电子产品连锁零售商。公司为消费者提供具价格和品类优势的产品和具行业指向性的消费体验；为供货商提供具规模和效益的消费服务平台。公司计划建立更加密集而有效的零售触角，形成开放式、覆盖广的终端界面，充分满足不同渠道和不同客户群体的多样需求，目标是成为最大最专业的全渠道零售商。

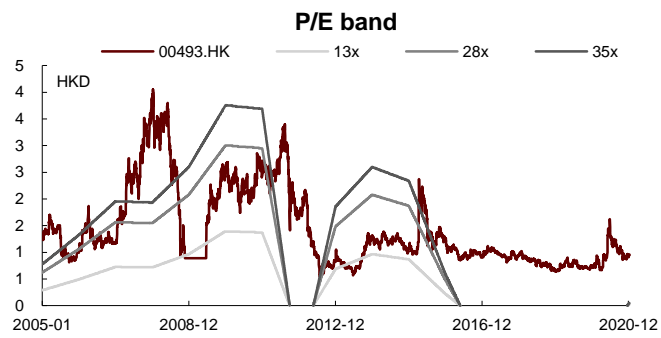
图表 1: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	收盘价 01-06	市值 (百 万元)	净利润 (财报货币 百万)		每股收益 (财报货币)		市盈率		财报货币	交易货币
				2020A/E	2021E	2020A/E	2021E	2020A/E	2021E		
电商类											
002024.SZ	苏宁易购*	7.58	70,570	1,502	2,589	0.16	0.28	47.0	27.3	CNY	CNY
002640.SZ	跨境通	5.02	7,814	-2,708	356	-1.74	0.23	N.M.	21.8	CNY	CNY
00493.HK	国美零售*	0.95	17,050	-510	23	-0.02	0.00	N.M.	780.6	CNY	HKD
超市类											
601933.SH	永辉超市*	7.12	67,756	2,355	2,961	0.25	0.31	28.8	22.9	CNY	CNY
06808.HK	高鑫零售*	7.70	61,167	3,287	3,683	0.34	0.39	19.9	17.7	CNY	HKD
603708.SH	家家悦	21.23	12,922	458	531	0.75	0.88	26.0	24.0	CNY	CNY
000759.SZ	中百集团*	6.08	4,141	70	110	0.10	0.16	59.1	37.6	CNY	CNY
600361.SH	华联综超*	3.91	2,603	92	99	0.14	0.15	28.2	26.3	CNY	CNY
002251.SZ	步步高	8.64	7,465	173	214	0.20	0.26	72.4	33.5	CNY	CNY
00980.HK	联华超市*	1.42	1,324	-180	-90	-0.16	-0.08	N.M.	N.M.	CNY	HKD
美妆产业链											
600315.SH	上海家化*	37.97	25,743	351	539	0.52	0.80	72.6	47.3	CNY	CNY
603605.SH	珀莱雅*	199.00	40,022	475	621	2.36	3.09	84.3	64.5	CNY	CNY
603983.SH	丸美股份*	53.76	21,558	535	646	1.33	1.61	40.3	33.4	CNY	CNY
300740.SZ	御家汇*	18.10	7,440	116	238	0.28	0.58	64.3	31.2	CNY	CNY
688363.SH	华熙生物*	149.41	71,717	650	872	1.36	1.82	110.3	82.3	CNY	CNY
300792.SZ	壹网壹创*	102.80	14,829	331	442	2.29	3.06	44.8	33.5	CNY	CNY
300785.SZ	值得买*	87.94	7,807	153	201	1.89	2.50	46.4	35.2	CNY	CNY
300132.SZ	青松股份*	19.58	10,115	504	611	0.98	1.18	20.1	16.6	CNY	CNY
百货购物											
600694.SH	大商股份*	20.01	5,877	558	713	1.90	2.43	10.5	8.2	CNY	CNY
600859.SH	王府井*	34.97	27,145	380	990	0.49	1.28	71.5	27.4	CNY	CNY
600729.SH	重庆百货*	28.46	11,570	1,049	1,203	2.58	2.96	11.0	9.6	CNY	CNY
000417.SZ	合肥百货*	5.11	3,985	135	154	0.17	0.20	29.5	25.9	CNY	CNY
600697.SH	欧亚集团	13.54	2,155	238	n.a.	1.50	n.a.	20.1	N.M.	CNY	CNY
002277.SZ	友阿股份*	3.58	4,991	208	325	0.15	0.23	24.0	15.4	CNY	CNY
000501.SZ	鄂武商 A*	11.27	8,667	416	920	0.54	1.20	20.8	9.4	CNY	CNY
600827.SH	百联股份*	16.72	27,864	578	1,128	0.32	0.63	51.6	26.4	CNY	CNY
900923.SH	百联 B 股	0.89	27,870	958	578	0.54	0.32	15.3	18.0	CNY	USD
002419.SZ	天虹股份	7.13	8,558	859	343	0.72	0.28	25.6	25.1	CNY	CNY
03308.HK	金鹰商贸集团*	7.04	9,732	879	1,192	0.53	0.72	11.8	8.7	CNY	HKD
600655.SH	豫园股份*	11.84	45,981	3,546	4,100	0.91	1.06	13.0	11.2	CNY	CNY
专业市场											
002344.SZ	海宁皮城*	3.99	5,118	197	202	0.15	0.16	25.9	25.3	CNY	CNY
000861.SZ	海印股份	2.90	6,744	139	n.a.	0.07	n.a.	38.8	N.M.	CNY	CNY

注：标\*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期

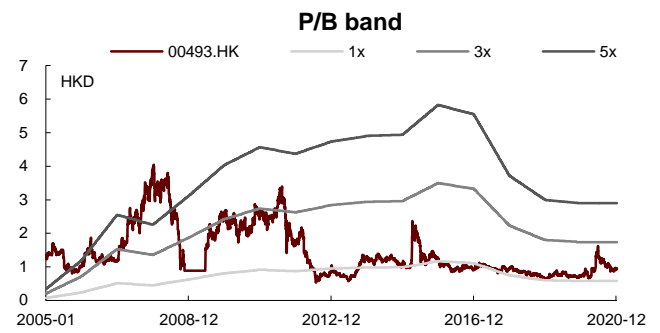
资料来源：万得资讯、彭博资讯、公司公告、中金公司研究部

图表 2：历史 P/E



资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

图表 3：历史 P/B



资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

---

## 法律声明

---

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

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，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

**特别声明**

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

**中金研究基本评级体系说明：**

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

**股票评级定义：**

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

**行业评级定义：**

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624  
编辑：张莹

## 中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

### 美国

**CICC US Securities, Inc**

32<sup>th</sup> Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

### 英国

**China International Capital Corporation (UK) Limited**

25<sup>th</sup> Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

### 新加坡

**China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited**

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

### 香港

**中国国际金融（香港）有限公司**

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

### 上海

**中国国际金融股份有限公司上海分公司**

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

### 深圳

**中国国际金融股份有限公司深圳分公司**

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

