

## 公司研究

## 业绩超预期，成本收入两端发力提升盈利能力

## ——苏宁易购（002024.SZ）2021年一季度业绩预告点评

## 要点

## 公司2021年第一季度归母净利润扭亏为盈

公司发布2021年第一季度业绩预告：2021年一季度公司实现归母净利润45,000万元-55,000万元，去年同期公司归母净利润为亏损55,094.9万元，公司业绩扭亏为盈。

## 优化调整亏损业务，利润受新租赁准则影响

2021年一季度公司聚焦零售主业，零售云新开门店数量近600家。公司加快对于亏损业务的优化调整，天天快递业务方向转型出现成效，物流亏损有所减少。

实施新租赁准则将导致租赁等相关费用有一定幅度上升，而去年同期疫情阶段较多门店有一定免租减租优惠。此外，报告期内公司非经常性损益项目预计影响约13.5亿元，主要包括珠海普易物流产业投资合伙企业收购公司物流资产公司、18苏宁债第二次债券购回带来的影响。若不考虑新租赁准则、非经常性损益项目的影响，预计2021年第一季度归属于上市公司股东的净利润同比基本保持稳定。

## 云网万店战略提升收入，物流建设优化成本

2021年3月苏宁投资珠海普易物流产业，将进一步完善物流基础设施网络及服务网络的建设，聚焦具有优势的大小件仓配一体化业务，有望大幅收窄小件快递亏损，从而提升物流业务盈利能力。线上业务方面，随着云网万店战略引资的完成，线上平台商户生态日渐丰富，同时加大推广低单价、高复购的快消类商品，规模效应初显。线下渠道方面，苏宁持续推进市场布局，在三四级市场树立渠道领先优势，在一二线城市则注重“大店”布局，鉴于疫情过后消费回暖，预计营业收入将进一步提升。

## 维持盈利预测，维持“增持”评级

公司业绩超预期，我们维持对公司2020-2022年EPS的预测-0.38/0.01/0.02元。公司两端发力降本增收，维持“增持”评级。

**风险提示：**一线城市地产景气度下降，经营性现金流不稳定。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	244,957	269,229	259,729	305,897	341,906
营业收入增长率	30.35%	9.91%	-3.53%	17.78%	11.77%
净利润（百万元）	13,328	9,843	-3,578	86	188
净利润增长率	216.38%	-26.15%	-136.35%	NA	118.62%
EPS（元）	1.43	1.06	-0.38	0.01	0.02
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.47%	11.20%	-4.27%	0.10%	0.22%
P/E	5	6	NA	716	328
P/B	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-04-14

## 增持（维持）

当前价：6.61元

## 作者

分析师：唐佳睿 CFA CPA(Aust.) CAIA FRM

执业证书编号：S0930516050001  
021-52523866  
tangjiarui@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	93.10
总市值(亿元)	615.39
一年最低/最高(元)	6.46/12.95
近3月换手率	19.76%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.33	3.09	-49.96
绝对	-3.42	-5.86	-19.77

资料来源：Wind

## 相关研报

引入深圳国资战投，股权结构优化——苏宁易购（002024.SZ）关于控股股东签署股份转让框架协议公告点评（2021-02-28）

业绩低于预期，线上持续快速发展——苏宁易购（002024.SZ）2020年业绩预告点评（2021-01-31）

云网万店引入战投，资金支持下线上业务有望持续扩容——苏宁易购（002024.SZ）关于控股子公司引入战投公告点评（2020-12-01）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	244,957	269,229	259,729	305,897	341,906
营业成本	208,217	230,117	222,289	261,418	292,073
折旧和摊销	1,708	2,597	2,885	2,997	3,099
税金及附加	894	1,061	1,169	1,377	1,368
销售费用	26,067	33,532	32,986	35,178	39,182
管理费用	5,201	4,945	5,714	5,384	6,086
研发费用	2,262	3,268	2,597	3,059	3,419
财务费用	1,235	2,237	569	315	407
投资收益	13,991	21,791	800	350	350
营业利润	13,659	14,672	-4,240	-56	85
利润总额	13,945	14,595	-4,386	-134	-14
所得税	1,303	5,275	-658	-20	-2
净利润	12,643	9,320	-3,728	-114	-12
少数股东损益	-685	-523	-150	-200	-200
归属母公司净利润	13,328	9,843	-3,578	86	188
EPS(按最新股本计)	1.43	1.06	-0.38	0.01	0.02

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-13,874	-17,865	-4,429	-713	-497
净利润	13,328	9,843	-3,578	86	188
折旧摊销	1,708	2,597	2,885	2,997	3,099
净营运资金增加	12,131	-19,461	2,125	7,836	6,970
其他	-41,041	-10,843	-5,861	-11,632	-10,754
投资活动产生现金流	-3,010	-20,871	24,323	-775	-750
净资本支出	-7,395	-9,032	-1,057	-1,100	-1,100
长期投资变化	17,675	40,258	0	0	0
其他资产变化	-13,289	-52,097	25,380	325	350
融资活动现金流	22,534	26,201	-22,951	5,378	2,474
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	27,373	188	-21,118	2,000	0
无息负债变化	10,235	38,266	-4,695	15,348	9,797
净现金流	6,666	-12,301	-3,057	3,891	1,227

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	15.0%	14.5%	14.4%	14.5%	14.6%
EBITDA 率	1.2%	0.6%	-0.7%	0.9%	0.9%
EBIT 率	0.3%	-0.8%	-1.8%	-0.1%	0.0%
税前净利润率	5.7%	5.4%	-1.7%	0.0%	0.0%
归母净利润率	5.4%	3.7%	-1.4%	0.0%	0.1%
ROA	6.3%	3.9%	-1.8%	-0.1%	0.0%
ROE (摊薄)	16.5%	11.2%	-4.3%	0.1%	0.2%
经营性 ROIC	0.9%	-3.0%	-8.2%	-0.4%	-0.1%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	56%	63%	60%	63%	65%
流动比率	1.41	1.00	1.12	1.18	1.21
速动比率	1.17	0.78	0.84	0.88	0.90
归母权益/有息债务	1.90	2.05	3.86	3.54	3.55
有形资产/有息债务	4.28	4.86	8.22	8.27	8.71

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	199,467	236,855	206,810	224,044	233,828
货币资金	48,042	33,902	30,846	34,736	35,963
交易性金融资产	15,720	11,970	10	260	460
应收帐款	5,415	7,194	6,493	7,647	8,548
应收票据	1,266	4,660	3,896	4,588	5,129
其他应收款 (合计)	0	0	1,912	3,377	3,460
存货	22,263	26,780	26,275	30,970	34,649
其他流动资产	21,568	9,254	8,779	10,949	12,353
流动资产合计	131,743	120,761	104,885	123,898	135,610
其他权益工具	0	4,598	4,598	4,598	4,598
长期股权投资	17,675	40,258	40,258	40,258	40,258
固定资产	15,199	17,808	16,971	15,862	14,529
在建工程	2,054	4,332	3,774	3,356	3,042
无形资产	9,654	14,694	14,204	13,734	13,283
商誉	2,412	7,478	7,478	7,478	7,478
其他非流动资产	4,670	797	797	797	797
非流动资产合计	67,725	116,094	101,925	100,145	98,219
总负债	111,256	149,710	123,898	141,245	151,042
短期借款	24,314	18,955	0	0	0
应付账款	19,836	44,380	40,012	47,055	48,192
应付票据	27,235	26,159	24,452	28,756	32,128
预收账款	1,966	7,158	6,493	7,647	8,548
其他流动负债	13,303	13,843	13,643	14,613	15,369
流动负债合计	93,697	121,257	93,704	105,359	112,275
长期借款	4,814	7,721	10,221	12,221	12,221
应付债券	9,975	8,489	8,489	8,489	8,489
其他非流动负债	2,377	4,676	3,916	7,609	10,490
非流动负债合计	17,566	28,453	30,193	35,887	38,767
股东权益	88,211	87,145	82,912	82,798	82,786
股本	9,310	9,310	9,310	9,310	9,310
公积金	39,796	38,998	38,998	39,006	39,025
未分配利润	32,170	41,278	37,234	37,311	37,481
归属母公司权益	80,917	87,922	83,839	83,925	84,113
少数股东权益	7,294	-777	-927	-1,127	-1,327

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	10.64%	12.45%	12.70%	11.50%	11.46%
管理费用率	2.12%	1.84%	2.20%	1.76%	1.78%
财务费用率	0.50%	0.83%	0.22%	0.10%	0.12%
研发费用率	0.92%	1.21%	1.00%	1.00%	1.00%
所得税率	9%	36%	15%	15%	15%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.12	0.05	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-1.49	-1.92	-0.48	-0.08	-0.05
每股净资产	8.69	9.44	9.01	9.01	9.03
每股销售收入	26.31	28.92	27.90	32.86	36.72

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	5	6	NA	716	328
PB	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	21.9	103.8	-16.4	11.5	11.1
股息率	1.8%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE