

## 公司研究

## 业绩基本符合快报，物流基地建设进展顺利

——苏宁易购（002024.SZ）2020 年年报点评

## 要点

## 公司 2020 年营收同比减少 6.29%，实现归母净利润-42.75 亿元

公司公布 2020 年年报：2020 年实现营业收入 2522.96 亿元，同比减少 6.29%；实现归母净利润-42.75 亿元，折合成全面摊薄 EPS 为-0.46 元；实现扣非归母净利润-68.07 亿元。

单季度拆分来看，4Q2020 实现营业收入 714.34 亿元，同比增长 4.71%；实现归母净利润-48.22 亿元，折合成全面摊薄 EPS 为-0.52 元；实现扣非归母净利润-57.98 亿元。

## 公司 2020 年综合毛利率下降 3.54 个百分点，期间费用率下降 2.64 个百分点

2020 年公司综合毛利率为 10.99%，同比下降 3.54 个百分点。单季度拆分来看，4Q2020 公司综合毛利率为 0.64%，同比下降 13.31 个百分点。

2020 年公司期间费用率为 13.70%，同比下降 2.64 个百分点，其中，销售/ 管理/ 财务/ 研发费用率分别为 10.18%/1.85%/0.78%/0.90%，同比分别变化 -2.28%/+0.01%/-0.05%/-0.32 个百分点。4Q2020 公司期间费用率为 8.49%，同比下降 7.54 个百分点，其中，销售/ 管理/ 财务/ 研发费用率分别为 6.61%/1.82%/-0.63%/0.68%，同比分别变化-6.40%/+0.41%/-0.98%/-0.57 个百分点。

## 零售云加盟店拓展迅速，物流基地建设进展顺利

报告期内，苏宁易购零售云加盟店拓展迅速，全年新开门店 3,201 家，在三四级市场树立了渠道领先优势。物流新增、扩建 9 个物流基地，完成 10 个物流基地的建设，加快物流仓储用地储备，摘牌西安、南宁、南京、南昌、昆明等 8 个城市物流仓储用地，截至 2020 年 12 月 31 日公司已在 48 个城市投入运营 67 个物流基地，在 15 个城市有 17 个物流基地在建、扩建。

## 上调盈利预测，维持“增持”评级

公司业绩基本符合业绩快报（业绩快报归母净利润为-39.13 亿元），公司 2020 年进行系列降本增效和业务聚焦工作，有助于改善公司盈利能力，我们分别上调对公司 2021/2022 年 EPS 的预测 472%/339%至 0.05/0.09 元，新增对 2023 年预测 0.11 元。公司零售云业务和物流基建进展顺利，有助于提升公司竞争实力，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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	269,229	252,296	304,822	340,111	380,800
营业收入增长率	9.91%	-6.29%	20.82%	11.58%	11.96%
净利润（百万元）	9,843	-4,275	492	826	1,016
净利润增长率	-26.15%	-143.43%	NA	67.85%	22.95%
EPS（元）	1.06	-0.46	0.05	0.09	0.11
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.20%	-5.56%	0.64%	1.06%	1.29%
P/E	7	NA	132	79	64
P/B	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-23

## 增持（维持）

当前价：6.97 元

## 作者

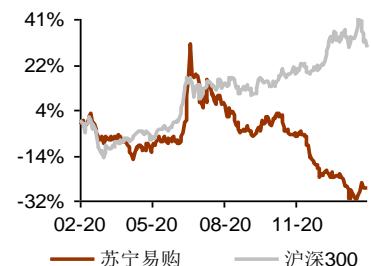
分析师：唐佳睿 CFA CPA(Aust.) ACCA  
CAIA FRM

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):	648.91
一年最低/最高(元):	6.46/12.95
近 3 月换手率:	18.57%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.35	7.44	-50.76
绝对	-1.83	-1.27	-16.67

资料来源：Wind

## 相关研报

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（2021-04-15）

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）

图表 1: 2020 公司主营收入毛利率分业态情况

行业	主营业务收入		毛利率	
	本期 (亿元)	同比变动	本期	同比变动(个百分点)
零售业务	2385.03	-2.49%	9.21%	减少 3.24 个百分点

资料来源: 公司公告

图表 2: 2020 年公司主营收入分区域情况

分地区	营业收入(亿元)	营业成本 (亿元)	毛利率 (%)	营业收入同比增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
华东一区	730.33	662.16	9.33%	-10.70%	减少 8.44 个百分点
华北地区	399.52	371.03	7.13%	6.89%	减少 0.87 个百分点
华东二区	375.75	342.05	8.97%	-11.78%	减少 0.57 个百分点
华南地区	361.71	336.85	6.87%	18.57%	减少 1.45 个百分点

资料来源: 公司公告

图表 3: 公司 4Q2020 归母净利润为-482181.00 万元

	归母净利润 (万元)	归母净利润 增速 (%)	全面摊薄 EPS (元)	扣非归母净利润 (万元)	扣非归母净利润 增速 (%)	全面摊薄扣非 EPS (元)	非经常性损益 (万元)
3Q2018	12365.70	-67.48	0.01	-25643.20	NA	-0.03	38008.90
4Q2018	720079.50	103.37	0.77	-13569.00	NA	-0.01	733648.50
1Q2019	13588.50	22.16	0.01	-99055.10	NA	-0.11	112643.60
2Q2019	200358.00	-65.99	0.22	-219922.90	NA	-0.24	420280.90
3Q2019	976384.80	7795.91	1.05	-96213.10	NA	-0.10	1072597.90
4Q2019	-206035.80	NA	-0.22	-155895.60	NA	-0.17	-50140.20
1Q2020	-55094.90	NA	-0.06	-50036.70	NA	-0.05	-5058.20
2Q2020	38435.20	-80.82	0.04	-24474.40	NA	-0.03	62909.60
3Q2020	71371.10	-92.69	0.08	-26383.30	NA	-0.03	97754.40
4Q2020	-482181.00	NA	-0.52	-579790.40	NA	-0.62	97609.40
TTM	-427469.60	NA	-0.46	-680684.80	NA	-0.73	253215.20

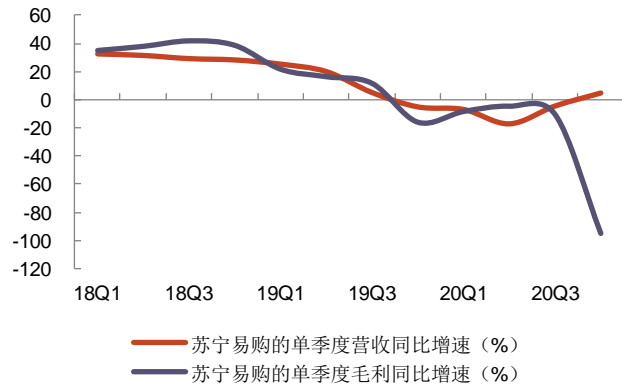
资料来源: 公司公告

图表 4: 公司 4Q2020 净利率较上年同期下降 3.73 个百分点 (收入及毛利率未做追溯调整)

	营业收入 (万元)	营业收入 增速 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比变动 (百分点)	期间费用率 (%)	净利率 (%)	净利率同比变动 (百分点)
3Q2018	6229122.70	29.41	15.18	1.35	15.11	0.20	-0.59
4Q2018	7198699.10	28.44	15.72	1.18	14.16	10.00	3.69
1Q2019	6224150.60	25.44	15.90	-0.47	17.34	0.22	-0.01
2Q2019	7332967.30	20.10	12.47	-0.38	15.35	2.73	-6.92
3Q2019	6543743.30	5.05	16.14	0.96	16.81	14.92	14.72
4Q2019	6822028.80	-5.23	13.94	-1.78	16.03	-3.02	-13.02
1Q2020	5783918.40	-7.07	15.69	-0.21	16.34	-0.95	-1.17
2Q2020	6058464.60	-17.38	14.41	1.94	14.96	0.63	-2.10
3Q2020	6243795.40	-4.58	15.15	-0.99	16.00	1.14	-13.78
4Q2020	7143388.20	4.71	0.64	-13.31	8.49	-6.75	-3.73
TTM	25229566.60	-6.29	10.99	-3.54	13.70	-1.69	-5.35

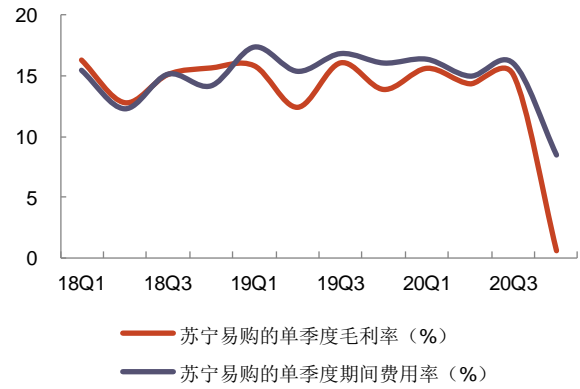
资料来源: 公司公告

图表 5: 公司单季度营收和毛利增速 (2018Q1-2020Q4)



资料来源: 公司公告

图表 6: 公司单季度毛利率和期间费用率 (2018Q1-2020Q4)



资料来源: 公司公告

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	269,229	252,296	304,822	340,111	380,800
营业成本	230,117	224,577	262,184	292,175	328,018
折旧和摊销	2,597	2,997	2,842	2,915	3,005
税金及附加	1,061	973	1,175	1,311	1,468
销售费用	33,532	25,677	31,610	35,882	39,222
管理费用	4,945	4,660	5,630	6,282	6,969
研发费用	3,268	2,264	2,735	3,052	3,417
财务费用	2,237	1,965	1,150	1,452	1,378
投资收益	21,791	2,214	800	350	350
营业利润	14,672	-6,864	548	815	1,059
利润总额	14,595	-6,901	403	737	960
所得税	5,275	-1,543	60	111	144
净利润	9,320	-5,358	342	626	816
少数股东损益	-523	-1,083	-150	-200	-200
归属母公司净利润	9,843	-4,275	492	826	1,016
EPS(元)	1.06	-0.46	0.05	0.09	0.11

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-17,865	-1,622	1,543	3,487	6,623
净利润	9,843	-4,275	492	826	1,016
折旧摊销	2,597	2,997	2,842	2,915	3,005
净营运资金增加	-19,461	580	7,391	4,365	2,013
其他	-10,843	-924	-9,182	-4,620	589
投资活动产生现金流	-20,871	4,577	2,017	-775	-750
净资本支出	-9,032	-5,632	-1,059	-1,100	-1,100
长期投资变化	40,258	39,352	0	0	0
其他资产变化	-52,097	-29,143	3,076	325	350
融资活动现金流	26,201	-9,241	1,034	817	-1,804
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	188	-897	-1,881	-537	-3,650
无息负债变化	38,266	-13,570	23,757	13,206	13,946
净现金流	-12,301	-6,356	4,594	3,529	4,069

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	14.5%	11.0%	14.0%	14.1%	13.9%
EBITDA 率	0.6%	0.4%	1.8%	1.4%	1.3%
EBIT 率	-0.8%	-1.1%	0.9%	0.5%	0.5%
税前净利润率	5.4%	-2.7%	0.1%	0.2%	0.3%
归母净利润率	3.7%	-1.7%	0.2%	0.2%	0.3%
ROA	3.9%	-2.5%	0.1%	0.3%	0.3%
ROE (摊薄)	11.2%	-5.6%	0.6%	1.1%	1.3%
经营性 ROIC	-3.0%	-4.5%	4.7%	3.0%	3.5%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	63%	64%	67%	69%	70%
流动比率	1.00	0.86	0.96	1.01	1.05
速动比率	0.78	0.67	0.73	0.77	0.81
归母权益/有息债务	2.05	1.83	1.93	1.97	2.20
有形资产/有息债务	4.86	4.40	5.19	5.60	6.49

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	236,855	212,075	234,157	247,435	258,515
货币资金	33,902	25,888	30,482	34,011	38,080
交易性金融资产	11,970	15,900	15,900	16,150	16,350
应收帐款	7,194	7,696	7,621	8,503	9,520
应收票据	4,660	1,697	4,572	5,102	5,712
其他应收款 (合计)	0	0	2,804	3,755	3,854
存货	26,780	24,252	31,062	34,661	35,682
其他流动资产	9,254	7,240	9,866	11,524	13,111
流动资产合计	120,761	107,484	133,769	148,767	161,671
其他权益工具	4,598	5,558	5,558	5,558	5,558
长期股权投资	40,258	39,352	39,352	39,352	39,352
固定资产	17,808	18,099	17,053	15,808	14,394
在建工程	4,332	3,454	3,115	2,861	2,671
无形资产	14,694	13,882	12,875	12,458	12,057
商誉	7,478	6,385	6,385	6,385	6,385
其他非流动资产	797	842	842	842	842
非流动资产合计	116,094	104,592	100,388	98,668	96,844
总负债	149,710	135,243	157,120	169,788	180,084
短期借款	18,955	23,746	34,050	31,513	27,862
应付账款	44,380	31,052	44,571	49,670	54,123
应付票据	26,159	21,021	28,840	32,139	36,082
预收账款	7,158	287	7,621	8,503	9,520
其他流动负债	13,843	17,451	18,554	19,295	20,150
流动负债合计	121,257	124,602	139,776	147,621	154,662
长期借款	7,721	0	2,500	4,500	4,500
应付债券	8,489	500	500	500	500
其他非流动负债	4,676	3,256	7,458	10,281	13,536
非流动负债合计	28,453	10,642	17,344	22,167	25,422
股东权益	87,145	76,832	77,037	77,646	78,431
股本	9,310	9,310	9,310	9,310	9,310
公积金	38,998	35,038	35,087	35,170	35,271
未分配利润	41,278	36,034	36,477	37,203	38,086
归属母公司权益	87,922	76,857	77,213	78,022	79,007
少数股东权益	-777	-26	-176	-376	-576

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	12.45%	10.18%	10.37%	10.55%	10.30%
管理费用率	1.84%	1.85%	1.85%	1.85%	1.83%
财务费用率	0.83%	0.78%	0.38%	0.43%	0.36%
研发费用率	1.21%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%
所得税率	36%	22%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-1.92	-0.17	0.17	0.37	0.71
每股净资产	9.44	8.26	8.29	8.38	8.49
每股销售收入	28.92	27.10	32.74	36.53	40.90

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	7	NA	132	79	64
PB	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	113.1	259.3	7.6	8.8	7.5
股息率	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%

## 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的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