

## 公司研究

## 业绩符合预告，继续发展零售云业务

## ——苏宁易购（002024.SZ）2021年一季报点评

## 要点

## 公司1Q2021营收同比减少6.63%，实现归母净利润4.56亿元

公司公布2021年一季报：1Q2021实现营业收入540.05亿元，同比减少6.63%；实现归母净利润4.56亿元，折合成全面摊薄EPS为0.049元；实现扣非归母净利润-9.38亿元，非经常性损益项目中处置子公司产生的投资收益为15.17亿元。

## 公司1Q2021综合毛利率下降1.38个百分点，期间费用率上升0.37个百分点

1Q2021公司综合毛利率为14.31%，同比下降1.38个百分点。

1Q2021公司期间费用率为16.71%，同比上升0.37个百分点，其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为11.64%/2.07%/1.92%/1.07%，同比分别变化-0.69/+0.33/+0.99/-0.26个百分点。

## 调整物流业务发展方向，继续发展零售云业务

报告期内公司对于天天快递的高亏损业务进行调整、对于部分规模不经济区域的自营小件配送业务开启和顺丰合作，整体小件部分亏损相比2020年一季度减亏39.29%。对于公司具有优势的家电家居等大件商品的送装一体化，小件商品的云仓业务加快发展。

一季度零售云继续保持发展，新开店面584家，销售规模同比增长69%，公司将开放赋能作为新阶段发展的重要增长点，对于公司优势领域的供应链、物流和零售科技能力进行进一步整合，在农村市场家电零售、企业办公采购与福利采购、内容电商与社交电商等方面形成不同的赋能解决方案。同时，公司持续完善终端体系的合伙人制度，一季度3C家居生活专业店自营店中推进合伙人门店的人效同比增长19.2%。

## 下调盈利预测，维持“增持”评级

公司业绩符合4月14日发布的业绩预告（预计实现归母净利润4.5-5.5亿元），但鉴于公司扣非归母净利润出现亏损，且处置子公司产生的投资收益不具有持续性。我们下调对公司2021/2022/2023年EPS的预测75%/73%/77%至0.01/0.02/0.03元。公司不断整合供应链、物流和零售科技能力，将提升公司竞争实力，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	205,418	210,408	214,702
营业收入增长率	9.91%	-6.29%	-18.58%	2.43%	2.04%
净利润（百万元）	9,843	-4,275	122	224	235
净利润增长率	-26.15%	-143.43%	NA	82.66%	5.07%
EPS（元）	1.06	-0.46	0.01	0.02	0.03
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.20%	-5.56%	0.16%	0.29%	0.30%
P/E	6	NA	506	277	264
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2021-04-30

## 增持（维持）

当前价：6.66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)	620.05
一年最低/最高(元)	6.46/12.95
近3月换手率	17.66%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.11	-0.15	-23.14
绝对	-3.20	0.76	-22.22

资料来源：Wind

## 相关研报

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（2021-04-25）

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）

图表 1: 公司 1Q2021 归母净利润为 45617.10 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)
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
1Q2021	45617.10	NA	0.05	-93811.40	NA	-0.10	139428.50
TTM	-326757.60	NA	-0.35	-724459.50	NA	-0.78	397701.90

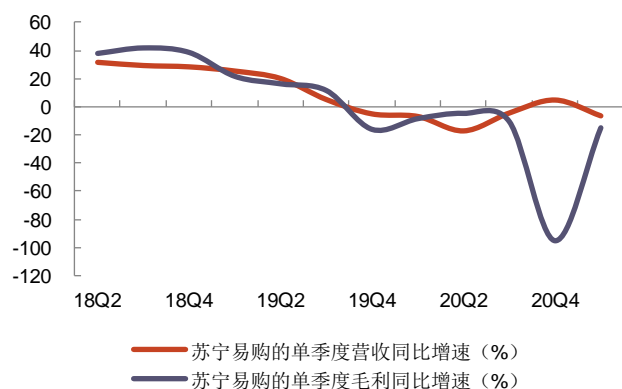
资料来源: 公司公告

图表 2: 公司 1Q2021 净利率较上年同期上升 1.80 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)
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
1Q2021	5400526.80	-6.63	14.31	-1.38	16.71	0.84	1.80
TTM	24846175.00	-6.18	10.61	-3.84	13.74	-1.32	-4.77

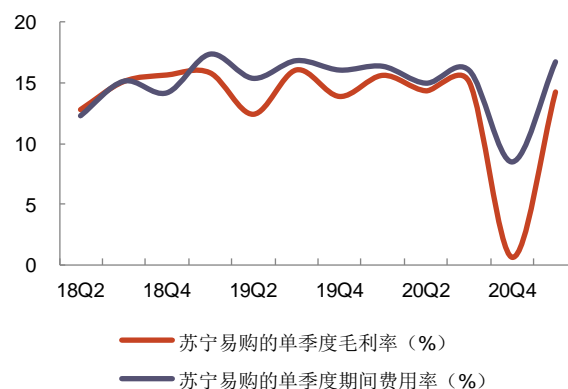
资料来源: 公司公告

图表 3: 公司单季度营收和毛利增速 (2018Q2-2021Q1)



资料来源: 公司公告

图表 4: 公司单季度毛利率和期间费用率 (2018Q2-2021Q1)



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	205,418	210,408	214,702
营业成本	230,117	224,577	175,077	178,773	183,151
折旧和摊销	2,597	2,997	2,842	2,956	3,044
税金及附加	1,061	973	792	811	828
销售费用	33,532	25,677	24,856	24,407	24,154
管理费用	4,945	4,660	3,800	3,893	3,929
研发费用	3,268	2,264	1,843	1,888	1,927
财务费用	2,237	1,965	1,079	1,302	1,243
投资收益	21,791	2,214	800	350	350
营业利润	14,672	-6,864	113	106	141
利润总额	14,595	-6,901	-32	28	41
所得税	5,275	-1,543	-5	4	6
净利润	9,320	-5,358	-28	24	35
少数股东损益	-523	-1,083	-150	-200	-200
归属母公司净利润	9,843	-4,275	122	224	235
EPS(元)	1.06	-0.46	0.01	0.02	0.03

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-17,865	-1,622	890	3,230	4,911
净利润	9,843	-4,275	122	224	235
折旧摊销	2,597	2,997	2,842	2,956	3,044
净营运资金增加	-19,461	580	-3,322	940	-718
其他	-10,843	-924	1,247	-890	2,349
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	-8,253	-1,956	-3,732
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	188	-897	-5,162	-854	-2,659
无息负债变化	38,266	-13,570	-12,315	1,512	727
净现金流	-12,301	-6,356	-5,346	499	429

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	14.5%	11.0%	14.8%	15.0%	14.7%
EBITDA 率	0.6%	0.4%	0.6%	1.8%	1.8%
EBIT 率	-0.8%	-1.1%	-0.7%	0.4%	0.4%
税前净利润率	5.4%	-2.7%	0.0%	0.0%	0.0%
归母净利润率	3.7%	-1.7%	0.1%	0.1%	0.1%
ROA	3.9%	-2.5%	0.0%	0.0%	0.0%
ROE (摊薄)	11.2%	-5.6%	0.2%	0.3%	0.3%
经营性 ROIC	-3.0%	-4.5%	-2.9%	1.6%	1.7%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	63%	64%	61%	61%	60%
流动比率	1.00	0.86	0.87	0.91	0.93
速动比率	0.78	0.67	0.68	0.71	0.74
归母权益/有息债务	2.05	1.83	2.09	2.15	2.32
有形资产/有息债务	4.86	4.40	4.54	4.68	5.01

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	194,434	195,116	193,217
货币资金	33,902	25,888	20,542	21,041	21,470
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	5,135	5,260	5,368
应收票据	4,660	1,697	3,081	3,156	3,221
其他应收款 (合计)	0	0	1,890	2,323	2,173
存货	26,780	24,252	20,609	21,053	19,747
其他流动资产	9,254	7,240	4,896	5,130	5,298
流动资产合计	120,761	107,484	93,062	95,565	95,603
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	17,215	15,970	14,556
在建工程	4,332	3,454	3,115	2,861	2,671
无形资产	14,694	13,882	13,895	13,438	12,998
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	101,372	99,550	97,614
总负债	149,710	135,243	117,766	118,425	116,493
短期借款	18,955	23,746	30,768	27,914	25,255
应付账款	44,380	31,052	29,763	30,391	30,220
应付票据	26,159	21,021	19,259	19,665	20,147
预收账款	7,158	287	5,135	5,260	5,368
其他流动负债	13,843	17,451	16,467	16,571	16,662
流动负债合计	121,257	124,602	106,500	104,958	102,855
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	1,381	1,580	1,752
非流动负债合计	28,453	10,642	11,267	13,466	13,638
股东权益	87,145	76,832	76,668	76,691	76,725
股本	9,310	9,310	9,310	9,310	9,310
公积金	38,998	35,038	35,050	35,073	35,096
未分配利润	41,278	36,034	36,144	36,345	36,556
归属母公司权益	87,922	76,857	76,843	77,067	77,301
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%	12.10%	11.60%	11.25%
管理费用率	1.84%	1.85%	1.85%	1.85%	1.83%
财务费用率	0.83%	0.78%	0.53%	0.62%	0.58%
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	0.10	0.35	0.53
每股净资产	9.44	8.26	8.25	8.28	8.30
每股销售收入	28.92	27.10	22.06	22.60	23.06

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	6	NA	506	277	264
PB	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	105.1	242.3	27.8	9.1	8.1
股息率	0.8%	0.0%	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