

公司研究

业绩低于预期，股转协议助力公司改善经营

——苏宁易购（002024.SZ）2021年半年度业绩预告及股转协议点评

要点

公司2021年上半年归母净利润亏损25—30亿元

公司发布2021年半年度业绩预告：2021年上半年公司的归母净利润为亏损25亿元—亏损32亿元，去年同期公司归母净利润为亏损16,659.7万元，公司业绩亏损幅度扩大，其中，报告期内公司非经常性损益项目预计影响金额约15亿元，主要包括珠海普易物流产业投资合伙企业（有限合伙）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。

终止收购苏宁云新基金，发布股份转让协议公告

公司发布关于终止筹划发行股份购买资产暨股票复牌的公告：公司与苏宁云新基金于2021年6月22日签署《发行股份购买资产意向协议》，拟以新发行的股份及部分现金作为对价，购买苏宁云新基金100%股权，公司股票于6月23日停牌，后公司于7月5日发布公告称决定终止筹划本次发行股份购买资产相关事项，股票将于7月6日复牌。

同时，公司发布关于公司控股股东及股东签署《股份转让协议》的公告：公司大股东本次拟将所持公司合计数量占上市公司总股本16.96%的股份转让给江苏新零售创新基金二期（有限合伙）。

经营业绩承压，股转协议助力公司寻求转机

报告期内，公司遇到阶段性的挑战和困难，二季度销售收入预计同比下滑超过30%，带来毛利额同比较大下滑，与此同时费用相对刚性，使得二季度亏损较大，整体来看上半年归母净利润亏损25—32亿元，若不考虑非经常性损益项目，公司上半年经营性损益约亏损10—17亿元。公司签署股转协议，将助力苏宁易购稳定经营，在外部经营竞争压力增加的情况下寻求发展转机。

下调盈利预测，维持“增持”评级

公司业绩低于预期，我们下调对公司2021-2023年EPS的预测至-0.43/0.01/0.02元（原预测值为0.01/0.02/0.03元）。公司签署股转协议，将有望改善公司经营情况，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	-3,978	111	167
净利润增长率	-26.15%	-143.43%	NA	NA	50.38%
EPS（元）	1.06	-0.46	-0.43	0.01	0.02
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.20%	-5.56%	-5.47%	0.15%	0.23%
P/E	6	NA	NA	515	342
P/B	0.7	0.7	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2021-07-06

增持（维持）

当前价：6.15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@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	93.10
总市值(亿元)	572.57
一年最低/最高(元)	5.59/12.95
近3月换手率	12.56%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.99	-10.65	-44.45
绝对	-6.68	-11.76	-35.60

资料来源：Wind

相关研报

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（2021-04-30）

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）

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	177,883	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	26,704	24,407	24,047
管理费用	4,945	4,660	4,108	3,850	3,929
研发费用	3,268	2,264	2,054	1,894	1,932
财务费用	2,237	1,965	1,165	1,480	1,428
投资收益	21,791	2,214	800	350	350
营业利润	14,672	-6,864	-5,147	-35	57
利润总额	14,595	-6,901	-5,292	-114	-42
所得税	5,275	-1,543	-1,164	-25	-9
净利润	9,320	-5,358	-4,128	-89	-33
少数股东损益	-523	-1,083	-150	-200	-200
归属母公司净利润	9,843	-4,275	-3,978	111	167
EPS(元)	1.06	-0.46	-0.43	0.01	0.02

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-17,865	-1,622	-2,998	3,170	5,028
净利润	9,843	-4,275	-3,978	111	167
折旧摊销	2,597	2,997	2,842	2,956	3,044
净营运资金增加	-19,461	580	-3,448	1,067	-718
其他	-10,843	-924	1,586	-964	2,534
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	-4,365	-1,896	-3,849
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	188	-897	-1,188	-615	-2,592
无息负债变化	38,266	-13,570	-11,515	713	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%	13.4%	15.0%	14.7%
EBITDA 率	0.6%	0.4%	-1.9%	1.8%	1.8%
EBIT 率	-0.8%	-1.1%	-3.3%	0.4%	0.4%
税前净利润率	5.4%	-2.7%	-2.6%	-0.1%	0.0%
归母净利润率	3.7%	-1.7%	-1.9%	0.1%	0.1%
ROA	3.9%	-2.5%	-2.1%	0.0%	0.0%
ROE (摊薄)	11.2%	-5.6%	-5.5%	0.2%	0.2%
经营性 ROIC	-3.0%	-4.5%	-11.5%	1.5%	1.7%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	63%	64%	63%	63%	63%
流动比率	1.00	0.86	0.84	0.88	0.89
速动比率	0.78	0.67	0.65	0.68	0.71
归母权益/有息债务	2.05	1.83	1.79	1.82	1.95
有形资产/有息债务	4.86	4.40	4.11	4.19	4.44

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	195,107	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	20,946	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	93,736	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	122,540	122,637	120,772
短期借款	18,955	23,746	34,742	32,127	29,534
应付账款	44,380	31,052	30,240	30,391	30,220
应付票据	26,159	21,021	19,567	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	111,274	109,171	107,134
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	72,567	72,478	72,446
股本	9,310	9,310	9,310	9,310	9,310
公积金	38,998	35,038	35,038	35,049	35,066
未分配利润	41,278	36,034	32,056	32,156	32,306
归属母公司权益	87,922	76,857	72,743	72,854	73,021
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%	13.00%	11.60%	11.20%
管理费用率	1.84%	1.85%	2.00%	1.83%	1.83%
财务费用率	0.83%	0.78%	0.57%	0.70%	0.67%
研发费用率	1.21%	0.90%	1.00%	0.90%	0.90%
所得税率	36%	22%	22%	22%	22%

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	-0.32	0.34	0.54
每股净资产	9.44	8.26	7.81	7.83	7.84
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	NA	515	342
PB	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	91.9	214.3	-9.2	8.9	7.8
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