

苏宁易购 (002024)

证券研究报告

2021年05月06日

21Q1 同比扭亏，期待国资接手后实现新发展

公司披露 2021Q1 季报，公司 2021Q1 实现营收 540.05 亿元，同比减少 6.63%。2020Q1 公司实现归属于上市公司股东的净利润为 4.56 亿元，同比增加 182.80%。

收入端：公司 2021Q1 实现营收 540.05 亿元，同比减少 6.63%。2021Q1 公司对于亏损业务加快优化调整，尤其天天快递业务方向的快速转型带来物流亏损有一定减少、且会持续体现效益；互联网业务更加注重广告营销的投入产出和用户的转化留存，线下业务贯彻一站式整体解决方案的服务特色，积极进行社区社交经营。

门店：公司 3C 家居生活专业店（不含商超店）可比店面销售收入同比增长 18.91%，部分原因为去年一季度疫情销售基数低。

新开门店：截至 2021 年 3 月末公司合计拥有各类自营店面 2,611 家，苏宁易购零售云加盟店 7,526 家。报告期内公司新开零售云加盟店 584 家店，关闭 195 家店，新开自营店面 25 家，关闭 63 家。

GMV：一季度线上平台商品销售规模为 495.52 亿元，同比下降 18.82%。主要原因为公司更加注重广告营销的投入产出和用户的转化留存，同时同期疫情商品、宅家商品旺销，公司也大幅减少难以盈利商品和价格竞争的敏感商品的补贴和推广。

成本端：公司 2021Q1 综合毛利率 14.31%，较同期降低 1.38pct。主要系公司营业收入降低所影响。

费用端：公司 2021Q1 期间费用率 16.71%，较同期+0.37pct。①销售费用率：2021Q1 销售费用率 11.64%，同比-0.69pct；主要是公司加强费用管控的作用。②管理费用率：2021Q1 管理费用率为 2.07%，同比+0.33pct。③研发费用率：2021Q1 研发费用率为 1.07%，同比-0.26pct；④财务费用率：2021Q1 财务费用率为 1.92%，同比+0.99pct。主要为实施新租赁准则带来费用的增加。

利润端：公司 2021Q1 归母净利润为 4.56 亿元，同比增长 182.80%，主要系公司非经常性损益的影响，报告期内公司非经常性损益项目影响 13.9 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；新租赁准则的影响带来租赁等相关费用有一定幅度上升。不考虑上述影响因素，公司归母净利润基本保持稳定。

投资建议：公司是全国综合性零售龙头，线下占领低线市场&拓展新渠道，线上持续高增速，线上线下相融合全渠道发展。国资接手后在财务、治理结构等有望改善，期待实现新发展目标。维持前期盈利预测，预计 21-23 年净利润为 15/33/42 亿，维持买入评级。

风险提示：疫情影响超预期，国资接手后运营不及预期，宏观经济下滑等。

投资评级

行业	商业贸易/专业零售
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	6.68 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	9,310.04
流通 A 股股本(百万股)	7,588.34
A 股总市值(百万元)	62,191.06
流通 A 股市值(百万元)	50,690.14
每股净资产(元)	8.31
资产负债率(%)	66.63
一年内最高/最低(元)	12.95/6.46

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《苏宁易购-年报点评报告:业绩符合快报、销售规模持续增长，轻装再出发》2021-04-26
- 《苏宁易购-公司点评:引入战投发展云网门店，加速转型零售服务商》2020-12-09
- 《苏宁易购-半年报点评:20Q2 环比 Q1 明显改善，线上线下全渠道全品类发展》2020-09-10

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	269,228.90	252,295.67	282,848.67	336,816.20	398,116.75
增长率(%)	9.91	(6.29)	12.11	19.08	18.20
EBITDA(百万元)	25,298.17	4,275.15	5,060.06	7,762.63	9,298.50
净利润(百万元)	9,842.96	(4,274.70)	1,476.90	3,303.42	4,221.58
增长率(%)	(26.15)	(143.43)	(134.55)	123.67	27.79
EPS(元/股)	1.06	(0.46)	0.16	0.35	0.45
市盈率(P/E)	6.30	(14.51)	41.98	18.77	14.69
市净率(P/B)	0.71	0.81	0.76	0.73	0.69
市销率(P/S)	0.23	0.25	0.22	0.18	0.16
EV/EBITDA	2.33	11.35	8.41	4.40	2.27

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 事件

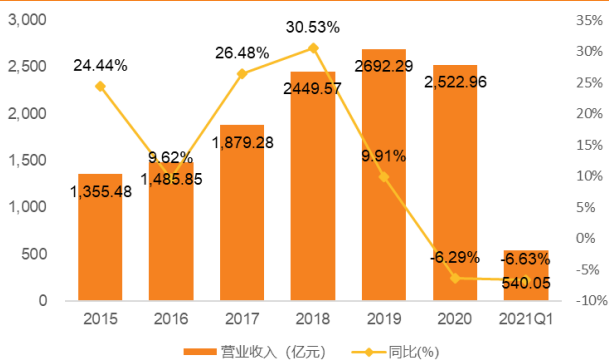
公司披露 2021Q1 季报，公司 2021Q1 实现营业收入 540.05 亿元，同比减少 6.63%。2020Q1 公司实现归属于上市公司股东的净利润为 4.56 亿元，同比增加 182.80%。

2. 点评

2.1. 营业收入

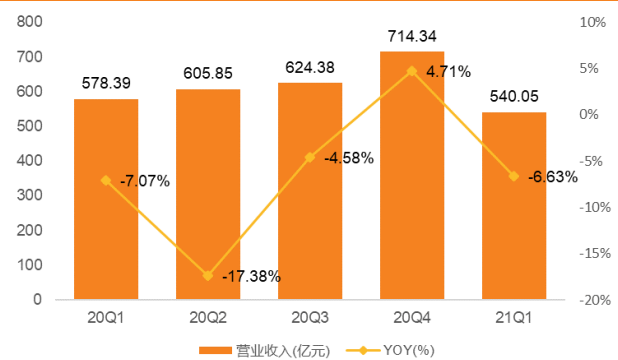
公司 2021Q1 实现营收 540.05 亿元，同比减少 6.63%。2021Q1 公司对于亏损业务加快优化调整，尤其天天快递业务方向的快速转型带来物流亏损有一定减少、且会持续体现效益；互联网业务更加注重广告营销的投入产出和用户的转化留存，线下业务贯彻一站式整体解决方案的服务特色，积极进行社区社交经营。

图 1：公司营业收入增长情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：公司单季度营收与增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.1.1. 同店

家电 3C 家居生活专业店：公司 3C 家居生活专业店（不含商超店）可比店面销售收入同比增长 18.91%，部分原因为去年一季度疫情销售基数低。

表 1：公司线下主要业态同店情况

	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1
家电 3C 家居生活专业店	-1.33%	4.17%	2.39%	-9.25%	-24.31%	18.91%
苏宁易购直营店	-	34.90%	9.35%	-7.02%	-	-
苏宁红孩子母婴专业店	-	42.15%	29.78%	7.75%	-16.76%	-

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.1.2. 新开门店

截至 2021 年 3 月末公司合计拥有各类自营店面 2,611 家，苏宁易购零售云加盟店 7,526 家。报告期内公司新开零售云加盟店 584 家店，关闭 195 家店，新开自营店面 25 家，关闭 63 家。

图 3：零售云变化情况

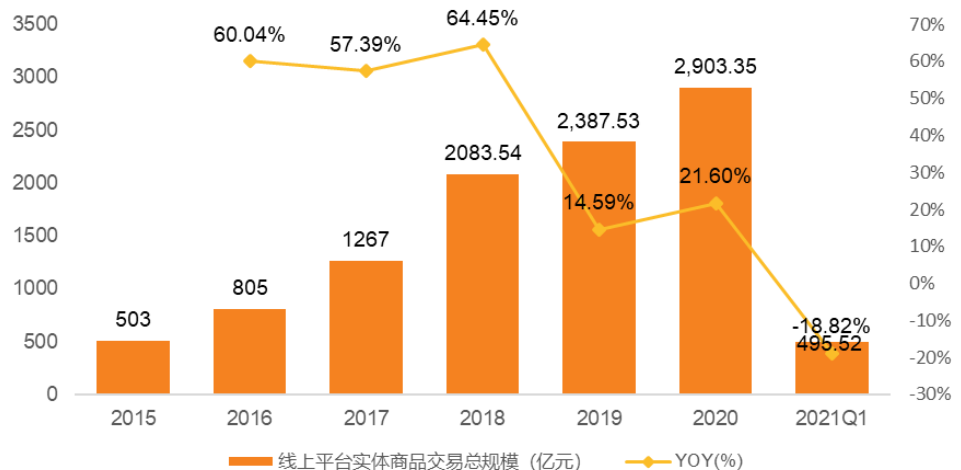


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. GMV

一季度线上平台商品销售规模为 495.52 亿元，同比下降 18.82%。主要原因为公司更加注重广告营销的投入产出和用户的转化留存，同时同期疫情商品、宅家商品旺销，公司也大幅减少难以盈利商品和价格竞争的敏感商品的补贴和推广。

图 4：线上平台商品销售规模变化情况

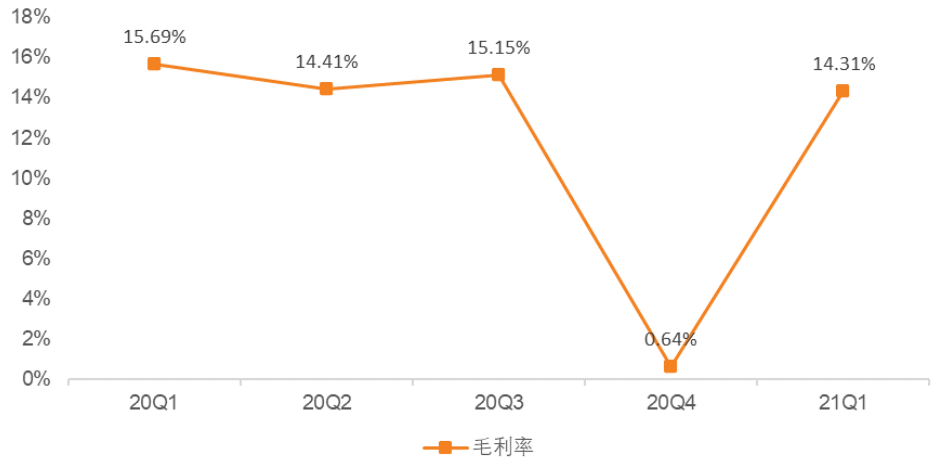


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 毛利率

公司 2021Q1 综合毛利率 14.31%，较同期降低 1.38pct。主要系公司营业收入降低所影响。

图 5：公司毛利率变动情况

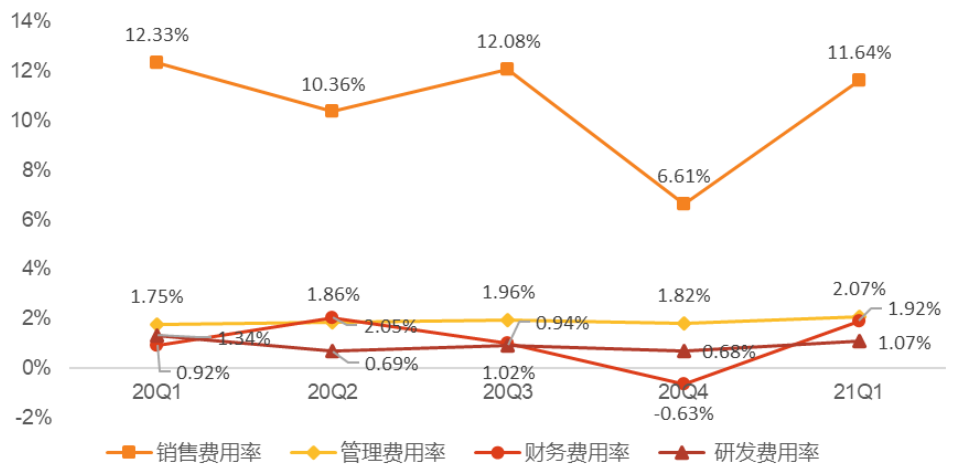


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4. 期间费用

公司 2021Q1 期间费用率 16.71%，较同期+0.37pct。①销售费用率：2021Q1 销售费用率 11.64%，同比-0.69pct；主要是公司加强费用管控的作用。②管理费用率：2021Q1 管理费用率为 2.07%，同比+0.33pct。③研发费用率：2021Q1 研发费用率为 1.07%，同比-0.26pct；④财务费用率：2021Q1 财务费用率为 1.92%，同比+0.99pct。主要为实施新租赁准则带来费用的增加。

图 6：公司期间费用率变化情况

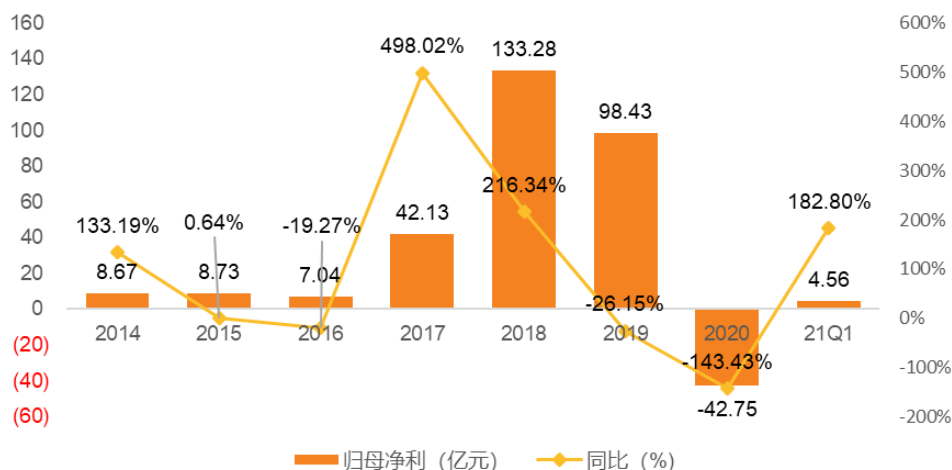


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.5. 净利润

公司 2021Q1 归母净利为 4.56 亿元，同比增长 182.80%，主要系公司非经常性损益的影响，报告期内公司非经常性损益项目影响 13.9 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；新租赁准则的影响带来租赁等相关费用有一定幅度上升。不考虑上述影响因素，公司归母净利基本保持稳定。

图 7：公司归母净利润增长情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

投资建议：公司是全国综合性零售龙头，线下占领低线市场&拓展新渠道，线上持续高增速，线上线下相融合全渠道发展。国资接手后在财务、治理结构等有望改善，期待实现新发展目标。维持前期盈利预测，预计 21-23 年净利润为 15/33/42 亿，维持买入评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	33,902.22	25,887.75	22,627.89	26,945.30	31,849.34
应收票据及应收账款	11,854.83	9,393.00	8,536.67	12,813.98	12,422.48
预付账款	26,988.91	24,786.72	19,490.76	38,624.33	30,932.27
存货	26,780.10	24,251.74	27,047.97	35,439.24	36,792.39
其他	21,223.92	23,141.00	31,960.26	24,485.59	30,575.67
流动资产合计	120,749.99	107,460.21	109,663.55	138,308.43	142,572.16
长期股权投资	40,258.42	39,351.95	39,351.95	39,351.95	39,351.95
固定资产	17,807.82	18,099.42	18,547.76	18,420.54	17,935.00
在建工程	4,343.33	3,462.98	2,113.79	1,316.27	819.76
无形资产	14,737.25	13,923.17	12,963.66	12,004.15	11,044.63
其他	38,946.75	29,754.08	27,995.46	30,600.44	28,644.27
非流动资产合计	116,093.57	104,591.59	100,972.61	101,693.35	97,795.62
资产总计	236,855.05	212,075.20	210,647.79	240,017.28	240,384.63
短期借款	18,954.82	23,745.69	24,560.04	22,234.14	11,487.43
应付票据及应付账款	70,539.32	52,072.80	52,722.64	71,775.86	75,036.33
其他	31,762.84	48,783.24	36,614.65	45,262.89	50,241.07
流动负债合计	121,256.98	124,601.73	113,897.32	139,272.89	136,764.83
长期借款	7,720.90	0.00	166.29	0.00	0.00
应付债券	8,488.80	499.78	6,321.09	5,103.22	3,974.70
其他	12,243.55	10,141.89	8,385.59	10,257.01	9,594.83
非流动负债合计	28,453.25	10,641.67	14,872.96	15,360.23	13,569.53
负债合计	149,710.23	135,243.40	128,770.28	154,633.12	150,334.36
少数股东权益	(777.10)	(25.64)	18.67	221.90	666.42
股本	9,310.04	9,310.04	9,310.04	9,310.04	9,310.04
资本公积	37,249.00	33,228.24	33,228.24	33,228.24	33,228.24
留存收益	80,275.56	71,071.90	72,548.80	75,852.22	80,073.80
其他	(38,912.69)	(36,752.74)	(33,228.24)	(33,228.24)	(33,228.24)
股东权益合计	87,144.81	76,831.80	81,877.51	85,384.16	90,050.27
负债和股东权益总计	236,855.05	212,075.20	210,647.79	240,017.28	240,384.63

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	9,319.79	(5,357.87)	1,476.90	3,303.42	4,221.58
折旧摊销	3,728.87	3,938.41	1,920.36	1,964.24	1,991.56
财务费用	1,752.10	2,218.32	1,435.98	1,718.36	1,839.30
投资损失	(21,791.41)	(2,213.66)	(500.00)	(800.00)	(800.00)
营运资金变动	(14,803.16)	17,701.43	(8,922.94)	609.94	8,841.05
其它	3,929.26	(17,908.49)	371.99	542.98	830.93
经营活动现金流	(17,864.56)	(1,621.85)	(4,217.71)	7,338.94	16,924.42
资本支出	30,723.50	1,696.88	1,816.31	(1,791.42)	712.18
长期投资	22,583.87	(906.46)	0.00	0.00	0.00
其他	(74,178.47)	3,786.85	(1,689.88)	2,171.25	(339.83)
投资活动现金流	(20,871.11)	4,577.27	126.42	379.82	372.35
债权融资	42,827.23	41,930.07	40,675.32	38,995.76	28,452.43
股权融资	(4,581.44)	(7,846.99)	2,088.51	(1,718.36)	(1,839.30)
其他	(12,044.55)	(43,324.15)	(41,932.40)	(40,678.77)	(39,005.87)
筹资活动现金流	26,201.24	(9,241.07)	831.43	(3,401.37)	(12,392.73)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(12,534.43)	(6,285.64)	(3,259.86)	4,317.40	4,904.04

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	269,228.90	252,295.67	282,848.67	336,816.20	398,116.75
营业成本	230,117.39	224,577.40	241,835.61	287,304.22	338,797.35
营业税金及附加	1,060.91	972.78	1,079.28	1,303.70	1,531.70
营业费用	33,532.02	25,676.51	30,123.38	35,534.11	42,001.32
管理费用	4,945.03	4,659.72	5,374.12	6,231.10	7,365.16
研发费用	3,267.61	2,263.93	2,538.10	3,022.36	3,572.43
财务费用	2,237.42	1,965.42	1,435.98	1,718.36	1,839.30
资产减值损失	(1,120.03)	(2,187.96)	(416.17)	(1,241.39)	(1,281.84)
公允价值变动收益	216.28	467.28	325.35	336.30	376.31
投资净收益	21,791.41	2,213.66	500.00	800.00	800.00
其他	(41,490.85)	(1,449.27)	(1,650.69)	(2,272.60)	(2,352.62)
营业利润	14,671.72	(6,863.81)	1,703.71	4,080.03	5,467.64
营业外收入	251.32	425.08	425.08	425.08	425.08
营业外支出	328.45	461.91	336.38	375.58	391.29
利润总额	14,594.60	(6,900.64)	1,792.40	4,129.53	5,501.42
所得税	5,274.81	(1,542.78)	268.86	619.43	825.21
净利润	9,319.79	(5,357.87)	1,523.54	3,510.10	4,676.21
少数股东损益	(523.17)	(1,083.17)	46.64	206.68	454.62
归属于母公司净利润	9,842.96	(4,274.70)	1,476.90	3,303.42	4,221.58
每股收益(元)	1.06	(0.46)	0.16	0.35	0.45

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	9.91%	-6.29%	12.11%	19.08%	18.20%
营业利润	7.42%	-146.78%	-124.82%	139.48%	34.01%
归属于母公司净利润	-26.15%	-143.43%	-134.55%	123.67%	27.79%
获利能力					
毛利率	14.53%	10.99%	14.50%	14.70%	14.90%
净利率	3.66%	-1.69%	0.52%	0.98%	1.06%
ROE	11.20%	-5.56%	1.80%	3.88%	4.72%
ROIC	23.28%	-7.23%	4.98%	7.90%	10.84%
偿债能力					
资产负债率	63.21%	63.77%	61.13%	64.43%	62.54%
净负债率	10.24%	20.88%	22.04%	14.11%	-3.77%
流动比率	1.00	0.86	0.96	0.99	1.04
速动比率	0.78	0.67	0.73	0.74	0.77
营运能力					
应收账款周转率	29.05	23.75	31.55	31.55	31.55
存货周转率	10.98	9.89	11.03	10.78	11.02
总资产周转率	1.23	1.12	1.34	1.49	1.66
每股指标(元)					
每股收益	1.06	-0.46	0.16	0.35	0.45
每股经营现金流	-1.92	-0.17	-0.45	0.79	1.82
每股净资产	9.44	8.26	8.79	9.15	9.60
估值比率					
市盈率	6.30	-14.51	41.98	18.77	14.69
市净率	0.71	0.81	0.76	0.73	0.69
EV/EBITDA	2.33	11.35	8.41	4.40	2.27
EV/EBIT	2.59	37.95	13.55	5.89	2.89

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com