

强烈推荐-A (维持)

苏宁易购 002024.SZ

当前股价: 6.66 元

2021年05月05日

短期业绩承压, 聚焦核心主业

基础数据

上证综指	3447
总股本(万股)	931004
已上市流通股(万股)	758834
总市值(亿元)	620
流通市值(亿元)	505
每股净资产(MRQ)	8.3
ROE(TTM)	-4.2
资产负债率	66.6%
主要股东	张近东
主要股东持股比例	20.96%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《苏宁易购(002024)一业绩短期承压, 聚焦零售主业加快开放赋能》2021-04-26
- 2、《苏宁易购(002024)一拟引入国有战略投资, 赋能公司聚焦零售主业》2021-03-01
- 3、《苏宁易购(002024)一业绩承压, 经营性现金流转正》2021-02-02

丁浙川

dingzhechuan@cmschina.com.cn  
S1090519070002

李秀敏

lixiumin1@cmschina.com.cn  
S1090520070003

研究助理

徐锡联

xuxilian@cmschina.com.cn

事件: 苏宁易购发布2021年一季报, 报告期内公司实现营业收入540.05亿元, 同比下降6.63%, 实现归母净利4.56亿元, 同比下降182.80%。

- 线下门店客单价显著提升, 线上业务追求质量发展。2021年一季度公司实现营业收入540.05亿元, 同比下降6.63%。公司线下门店调整, 报告期内新开家电3C家居生活专业店21家(关闭49家), 新开家乐福超市3家(关闭4家), 新开红孩子母婴专业店1家(关闭10家), 新开苏宁易购零售云加盟店584家店(关闭195家)。报告期内公司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%, 一季度门店客单价较2019年同期提升47.5%。一季度线上平台商品销售规模同比下降18.82%, 原因为公司追求有质量的发展, 进行了策略调整, 注重广告营销的投入产出和用户的转化留存, 其中零售云商品交易规模同比增长69%, 苏宁易购APP用户转化率同比提升2.4个百分点。
- 综合毛利率略有下降, 费用控制改善。报告期内公司综合毛利率为14.31%, 同比下降1.38pct。报告期内公司期间费用率为15.63%, 同比增长0.63pct, 其中销售/管理/财务费用率分别为11.64%/2.07%/1.92%, 分别同比变化-0.69%/+0.33%/+0.99%, 其中销售费用通过加强管控而下降, 财务费用主要因为实施新租赁准则而增加。公司一季度净利率为0.68%, 同比增长1.95%。
- 聚焦核心业务, 零售云快速发展。物流业务积极调整重点方向, 对于天天快递的高亏损业务进行快速调整、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去年一季度减亏39.29%。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, 一季度零售云继续保持发展, 新开店584家, 销售规模同比增长69%。
- 投资建议: 短期业绩承压, 随着云网万店的发展, 公司更加聚焦零售主业, 业绩有望持续提升, 预计2021~2023年净利润分别为10.87/19.89/30.59亿元, 当前股价对应2021年PE为57X, 维持“强烈推荐-A”评级。
- 风险因素: 疫情影响超出预期, 全渠道融合增速放缓。

财务数据与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	269229	252296	303150	342255	386852
同比增长	10%	-6%	20%	13%	13%
营业利润(百万元)	14672	(6864)	1229	2590	4202
同比增长	7%	-147%	-118%	111%	62%
净利润(百万元)	9843	(4275)	1087	1989	3059
同比增长	-26%	-143%	-125%	83%	54%
每股收益(元)	1.06	-0.46	0.12	0.21	0.33
PE	6.3	-14.5	57.0	31.2	20.3
PB	.7	.8	.8	.8	.8

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 公司各季度业绩情况 (单位: 百万)

	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
营业收入	73,329.67	65,437.43	68,220.29	57,839.1	60,584.6	62,437.9	71,433.8	54,005.2
营业成本	64,185.95	54,876.17	58,708.86	48,764.5	51,855.8	52,977.1	70,979.8	46,275.3
毛利润	9,143.72	10,561.27	9,511.43	9,074.61	8,728.80	9,460.81	454.05	7,729.92
销售税金	354.31	237.61	290.01	226.11	223.07	210.20	313.40	245.03
销售费用	8,204.99	8,224.58	8,878.62	7,132.78	6,275.44	7,543.65	4,724.64	6,288.43
管理费用	1,488.33	1,286.41	962.45	1,010.96	1,125.75	1,224.84	1,298.17	1,120.43
财务费用	968.07	531.60	239.30	534.28	1,242.52	637.88	-449.25	1,034.38
投资收益	4,340.91	16,429.97	286.91	232.90	706.24	1,250.31	24.22	2,159.33
资产减值损失	-395.66	-45.77	-880.10	-174.42	67.63	-118.74	-1,962.4	-223.02
营业利润	1,781.98	15,127.99	-1,824.22	-851.71	237.01	596.67	-6,845.7	481.72
营业外收入	250.08	44.75	-590.15	51.17	109.34	109.01	155.56	73.16
营业外支出	60.06	23.54	175.40	34.31	49.68	142.98	234.94	118.22
利润总额	1,972.00	15,149.20	-2,589.76	-834.85	296.67	562.70	-6,925.1	436.66
所得税	-7.09	5,547.69	-225.14	-95.42	99.34	96.09	-1,642.7	71.62
净利润	1,979.09	9,601.51	-2,364.62	-739.43	197.33	466.61	-5,282.3	365.03
少数股东权益	-24.49	-162.34	-304.26	-188.49	-187.03	-247.10	-460.56	-91.14
归母净利润	2,003.58	9,763.85	-2,060.36	-550.95	384.35	713.71	-4,821.8	456.17

资料来源: wind, 招商证券

表 2: 公司各季度利润率情况 (%)

	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
毛利率	12.47	16.14	13.94	15.69	14.41	15.15	0.64	14.31
销售费用率	11.19	12.57	13.01	12.33	10.36	12.08	6.61	11.64
管理费用率	2.03	1.97	1.41	1.75	1.86	1.96	1.82	2.07
财务费用率	1.32	0.81	0.35	0.92	2.05	1.02	-0.63	1.92
营业利润率	2.43	23.12	-2.67	-1.47	0.39	0.96	-9.58	0.89
净利率	2.70	14.67	-3.47	-1.28	0.33	0.75	-7.39	0.68
所得税率	-0.36	36.62	8.69	11.43	33.49	17.08	23.72	16.40

资料来源: wind, 招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	120761	107484	124304	135784	153103
现金	33902	25888	30442	32096	38515
交易性投资	11970	15900	15900	15900	15900
应收票据	4660	1697	2039	2301	2601
应收款项	7194	7696	9224	10414	11771
其它应收款	0	0	0	0	0
存货	26780	24252	28664	32248	36183
其他	36254	32051	38035	42826	48133
<b>非流动资产</b>	116094	104592	102534	100709	99087
长期股权投资	40258	39352	39352	39352	39352
固定资产	17808	18099	18374	18619	18836
无形资产	22215	20309	18278	16450	14805
其他	35812	26832	26530	26288	26095
<b>资产总计</b>	<b>236855</b>	<b>212075</b>	<b>226837</b>	<b>236493</b>	<b>252191</b>
<b>流动负债</b>	121257	124602	138002	145490	157950
短期借款	18955	23746	42882	40683	42507
应付账款	70539	52073	61568	69266	77718
预收账款	7158	11805	13957	15702	17618
其他	24605	36978	19595	19839	20107
<b>长期负债</b>	28453	10642	10642	10642	10642
长期借款	7721	0	0	0	0
其他	20732	10642	10642	10642	10642
<b>负债合计</b>	<b>149710</b>	<b>135243</b>	<b>148643</b>	<b>156132</b>	<b>168592</b>
股本	9310	9310	9310	9310	9310
资本公积金	35349	30922	30922	30922	30922
留存收益	43263	36625	37712	39375	41837
少数股东权益	(777)	(26)	250	754	1529
归属于母公司所有者权益	87922	76857	77944	79608	82070
<b>负债及权益合计</b>	<b>236855</b>	<b>212075</b>	<b>226837</b>	<b>236493</b>	<b>252191</b>

现金流量表

单位: 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	(17865)	(1622)	3904	4980	6993
净利润	9843	(4275)	1087	1989	3059
折旧摊销	3729	3938	4359	4126	3922
财务费用	1752	2218	1000	1000	2000
投资收益	(21791)	(2214)	(2500)	(2500)	(2500)
营运资金变动	(15045)	1788	(323)	(144)	(268)
其它	3648	(3079)	281	509	780
<b>投资活动现金流</b>	(20871)	4577	199	199	199
资本支出	(9164)	(5767)	(2301)	(2301)	(2301)
其他投资	(11707)	10344	2500	2500	2500
<b>筹资活动现金流</b>	26201	(9241)	451	(3525)	(773)
借款变动	30682	7026	1451	(2199)	1824
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(1939)	(4427)	0	0	0
股利分配	(1117)	(466)	0	(326)	(597)
其他	(1424)	(11375)	(1000)	(1000)	(2000)
<b>现金净增加额</b>	<b>(12534)</b>	<b>(6286)</b>	<b>4554</b>	<b>1654</b>	<b>6419</b>

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	269229	252296	303150	342255	386852
营业成本	230117	224577	265527	298726	335180
营业税金及附加	1061	973	1213	1369	1547
营业费用	33532	25677	30618	34226	38685
管理费用	4945	4660	5457	6161	6963
研发费用	3268	2264	606	685	774
财务费用	2237	1965	1000	1000	2000
资产减值损失	(1726)	(2600)	0	0	0
公允价值变动	216	467	0	0	0
其他收益	338	839	300	300	300
<b>投资收益</b>	21775	2249	2200	2200	2200
营业利润	14672	(6864)	1229	2590	4202
营业外收入	251	425	425	425	425
<b>营业外支出</b>	328	462	462	462	462
利润总额	14595	(6901)	1192	2553	4165
所得税	5275	(1543)	(170)	59	331
少数股东损益	(523)	(1083)	275	504	775
<b>归属于母公司净</b>	<b>9843</b>	<b>(4275)</b>	<b>1087</b>	<b>1989</b>	<b>3059</b>

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>年成长率</b>					
营业收入	10%	-6%	20%	13%	13%
营业利润	7%	-147%	-118%	111%	62%
净利润	-26%	-143%	-125%	83%	54%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.5%	11.0%	12.4%	12.7%	13.4%
净利率	3.7%	-1.7%	0.4%	0.6%	0.8%
ROE	11.2%	-5.6%	1.4%	2.5%	3.7%
ROIC	24.1%	-3.4%	1.5%	2.5%	4.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	63.2%	63.8%	65.5%	66.0%	66.9%
净负债比率	14.5%	19.5%	18.9%	17.2%	16.9%
流动比率	1.0	0.9	0.9	0.9	1.0
速动比率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5
存货周转率	9.4	8.8	10.0	9.8	9.8
应收帐款周转率	29.1	23.7	29.4	28.5	28.6
应付帐款周转率	3.9	3.7	4.7	4.6	4.6
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	1.06	-0.46	0.12	0.21	0.33
每股经营现金	-1.92	-0.17	0.42	0.53	0.75
每股净资产	9.44	8.26	8.37	8.55	8.82
每股股利	0.05	0.00	0.04	0.06	0.10
<b>估值比率</b>					
PE	6.3	-14.5	57.0	31.2	20.3
PB	.7	.8	.8	.8	.8
EV/EBITDA	9.8	-63.4	27.8	23.7	18.1

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

丁浙川，商业团队首席分析师，布里斯托大学金融硕士、电子科技大学工学学士，曾任职于华泰证券，2019年加入招商证券，善于前瞻性地从产业发展趋势发掘投资机会。2019-2020年Wind金牌分析师第一名。

李秀敏，商业团队资深分析师，浙江大学/复旦大学金融学学士/硕士，2018年6月加入招商证券，重点覆盖本地生活、免税、餐饮、酒店板块。团队获得2019年Wind金牌分析师餐饮旅游行业第一名，2020年金牛奖休闲服务行业最佳分析团队客观量化榜单第二名。

徐锡联，上海交通大学金融硕士，上海财经大学金融工程学士，2020年加入招商证券。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。