

经营持续改善，深港通助推公司市值成长

■经营拐点已现，收入增速有望持续好转。第一，线上收入反转态势确立；第二、线下收入稳定改善；第三、紧跟市场适时门店调整，战略性布局提升消费者服务体验度。公司线上收入逆转、线下收入稳固提升、门店布局合理推进齐力，叠加低基数效应驱动公司整体亏损收窄、弯道超车时点出现。

■完善体系架构，助力长期发展。第一、合并线上线下事业部，协同效应加强第二、体验为王，揭开购物新篇章，第三、大物流体系构架有序推进。自上而下多维度打造新服务体系，借力体验性服务改善稳固长期业绩增长。

■力推员工持股，利益绑定推动转型落地。员工持股计划利于将核心业务骨干同公司成长绑定，改善公司治理，提升员工积极性与忠诚度，推动公司战略转型落地。

■试水售后返租，打造轻资产运作模式。此次资产运作可实现超13亿税后净收益，为门店互联网化、物流体系建设、市场营销等储备充足现金，回归零售本质、加大线上销售拓展，为维护品牌形象和实现战略转型争取时间。

■投资建议:增持-A 投资评级，6个月目标价14.80元。我们预计公司2014年-2016年的收入增速分别为-8.4%、3.4%、4.6%，净利润增速分别为-63.4%、55.1%、129.6%，成长性突出；给予增持-A 的投资评级。

■风险提示：线上竞争白热化；物流体系搭建成本较高。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	98,357.2	105,292.2	96,442.0	99,725.0	104,329.0
净利润	2,676.1	371.8	136.0	211.0	484.5
每股收益(元)	0.36	0.05	0.02	0.03	0.07
每股净资产(元)	3.85	3.84	4.24	4.27	4.35

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	26.3	189.6	474.0	316.0	135.4
市净率(倍)	2.5	2.5	2.2	2.2	2.2
净利润率	2.7%	0.4%	0.1%	0.2%	0.5%
净资产收益率	8.6%	0.4%	0.0%	0.7%	1.6%
股息收益率	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-496.3%	5.2%	-7.7%	-0.8%	6.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

增持-A

维持评级

6个月目标价

14.80元

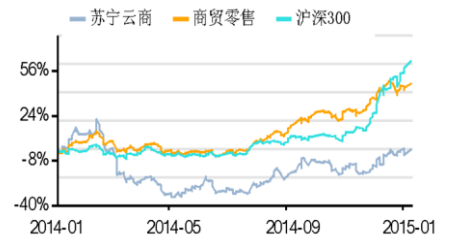
股价(2015-01-06)

9.48元

交易数据

总市值(百万元)	69,991.25
流通市值(百万元)	46,837.97
总股本(百万股)	7,383.04
流通股本(百万股)	4,940.71
12个月价格区间	6.19/11.37元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-3.26	-37.80	-57.43
绝对收益	13.26	10.75	5.22

张龙

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020030
zhanglong@essence.com.cn
021-68766113

相关报告

经营拐点如期而至	2014-10-31
经营环比改善，静待好转趋势更明确	2014-09-01
毛利率趋于稳定 关注业务转型带来盈利模式的拓展	2014-03-31

经营拐点已现，收入增速有望持续好转。第一，线上收入反转态势确立，易购 14Q1-Q3 实现营收 33.0 亿、49.8 亿、84.6 亿，同比增长-26.7%、-18.51%、52.26%，收入拐点已现，O2O 产品布局日益完善，用户规模和粘性持续增强，9 月份移动订单数占比达 24%，9 月底会员规模达 1.55 亿（6 月底为 1.31 亿）；第二、线下收入稳定改善，14Q1-Q3 实现营收 195.7 亿、233.1 亿、200.6 亿，同比增长-13.8%、4.9%、5.3%，门店互联网化持续推进、扁平化战略助推营收持续改善，未来增长可期；第三、紧跟市场适时门店调整，战略性布局提升消费者服务体验度，14Q1-Q3 大陆新开门店 12 家、62 家、46 家，关闭门店 32 家、64 家、20 家，及时跟进门店调整，发力三四线市场，引导消费需求。我们认为，公司线上收入逆转、线下收入稳固提升、门店布局合理推进齐力，叠加低基数效应驱动公司整体亏损收窄、弯道超车时点出现。

完善体系架构，助力长期发展。第一、合并线上线下事业部，协同效应加强，14 年初公司将连锁平台经营总部（线下）和电子商务经营总部（线上）合二为一，“大运营总部”搭建采购、营销、宣传大平台，统一作战规模优势显露无疑；第二、体验为王，揭开购物新篇章，公司内部将用户体验纳入总裁办直接管理范围、建立消费者投诉快速反应机制，线上增加开放平台数量、改善平台页面布局、加大多态互联网展示模式力度，线下推进门店自提以及多终端支付流程，以享受购物、服务客户、体验为王为主线持续提升消费满意度，锁定高净值客户；第三、大物流体系构架有序推进，截止 14Q3 已有 23 个物流基地投入运营，13 个物流基地在建，24 个物流基地落实选址并完成土地签约储备，三季度推出“急速达”、“半日达”、“一日三送”等特色化服务，9 月份物流服务妥投率达 99.7%，未来将持续推进物流开放，为开放平台商家提供专业物流服务，推进大物流分享高服务增值红利。自上而下多维度打造新服务体系，借力体验性服务改善稳固长期业绩增长。

力推员工持股，利益绑定推动转型落地。14 年 9 月公司公告拟对中高层人员推行员工持股计划，计划涉及股票数量约为 7161.46 万股（占总股本 0.97%），本次计划资金来源：第一，员工自筹；第二，董事长质押部分股份融资取得资金（安信证券），为员工提供借款支持。借款、自筹比例 3:1，总金额不超过 5.5 亿，股票锁定期 12 个月。本次计划覆盖各业务体系、技术开发体系、职能管理体系中高层人员，覆盖范围广泛，公司处于转型关键时期，员工持股计划利于将核心业务骨干同公司成长绑定，改善公司治理，提升员工积极性和忠诚度，推动公司战略转型落地。

试水售后返租，打造轻资产运作模式。14 年 10 月公司公告开展创新资产运作模式，拟将 11 家门店物业房屋所有权、土地使用权出资设 11 家子公司，并以不低于 40.11 亿价格将子公司全部权益转让中信金石拟发起设立的私募投资基金。借鉴海外成熟资产售后返租商业运营模式，掌握门店实际控制权的同时实现资金回笼、门店增值收益分享，建立资产货币化、门店再投入的良性资产运营方式，此次资产运作可实现超 13 亿税后净收益，为门店互联网化、物流体系建设、市场营销等储备充足现金，回归零售本质、加大线上销售拓展，为维护品牌形象和实现战略转型争取时间。

维持盈利预测，维持增持。完善门店布局、提升消费者购物满意度，推进全渠道经营模式；线上收入反转、线下稳固增长，业绩拐点将现；员工持股、轻资产运营合力助推公司转型落地；深港通受益标的，未来业绩增长可期。我们预计 14-16 年 EPS 为 0.02 元、0.03 元、0.07 元，对应 PE 为 474 倍、316 倍、135 倍。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年01月07日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	98,357.2	105,292.2	96,442.0	99,725.0	104,329.0	成长性					
减:营业成本	80,884.6	89,279.1	81,879.0	84,567.0	88,262.0	营业收入增长率	4.8%	7.1%	-8.4%	3.4%	4.6%
营业税费	313.1	329.9	302.0	194.0	327.0	营业利润增长率	-53.2%	-93.9%	-364.8%	105.5%	1,725.9
销售费用	11,810.9	12,739.7	12,730.0	12,865.0	13,354.0	净利润增长率	-44.5%	-86.1%	-63.4%	55.1%	129.6%
管理费用	2,350.1	2,805.7	2,411.0	2,294.0	2,087.0	EBITDA 增长率	-45.2%	-69.2%	-63.7%	119.9%	54.7%
财务费用	-186.1	-149.1	-120.0	-150.0	-130.0	EBIT 增长率	-53.2%	-98.8%	-1,844.3	-79.7%	-395.1%
资产减值损失	179.5	219.9	-204.0	3.0	5.0	NOPLAT 增长率	-52.1%	-98.9%	-1,938.6	-78.6%	-331.6%
加:公允价值变动收益	-3.8	83.0	26.0	35.0	48.0	投资资本增长率	-208.8%	1,158.2	93.6%	-71.1%	193.2%
投资和汇兑收益	12.5	33.9	43.0	40.0	21.0	净资产增长率	26.4%	-1.4%	9.7%	0.9%	1.8%
营业利润	3,013.6	183.9	-487.0	27.0	493.0	利润率					
加:营业外净收支	227.9	-39.5	499.0	256.0	238.0	毛利率	17.8%	15.2%	15.1%	15.2%	15.4%
利润总额	3,241.6	144.4	12.0	283.0	731.0	营业利润率	3.1%	0.2%	-0.5%	0.0%	0.5%
减:所得税	736.1	40.1	-	71.0	221.0	净利率	2.7%	0.4%	0.1%	0.2%	0.5%
净利润	2,676.1	371.8	136.0	211.0	484.5	EBITDA/营业收入	3.7%	1.1%	0.4%	0.9%	1.3%
						EBIT/营业收入	2.9%	0.0%	-0.6%	-0.1%	0.3%
						运营效率					
						固定资产周转天数	29	33	39	35	31
						流动营业资本周转天数	-54	-56	-51	-54	-53
						流动资产周转天数	177	183	179	177	176
						应收账款周转天数	7	6	7	7	7
						存货周转天数	56	61	55	58	58
						总资产周转天数	248	271	288	288	279
						投资资本周转天数	0	11	33	27	23
						投资回报率					
						ROE	8.6%	0.4%	0.0%	0.7%	1.6%
						ROA	3.3%	0.1%	0.0%	0.2%	0.7%
						ROIC	-496.3%	5.2%	-7.7%	-0.8%	6.8%
						费用率					
						销售费用率	12.0%	12.1%	13.2%	12.9%	12.8%
						管理费用率	2.4%	2.7%	2.5%	2.3%	2.0%
						财务费用率	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.1%
						三费/营业收入	14.2%	14.6%	15.6%	15.1%	14.7%
						偿债能力					
						资产负债率	61.8%	65.1%	56.7%	63.2%	57.3%
						负债权益比	161.6%	186.6%	130.8%	171.6%	134.1%
						流动比率	1.30	1.23	1.21	1.18	1.29
						速动比率	0.88	0.81	0.89	0.74	0.94
						利息保障倍数	-15.19	-0.23	5.06	0.82	-2.79
						分红指标					
						DPS(元)	0.05	-	-	-	-
						分红比率	13.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	2,505.5	104.3	136.0	211.0	484.5	EPS(元)	0.36	0.05	0.02	0.03	0.07
加:折旧和摊销	1,417.9	1,616.1	1,010.8	1,010.8	1,010.8	BVPS(元)	3.85	3.84	4.24	4.27	4.35
资产减值准备	179.5	219.9	-	-	-	PE(X)	26.3	189.6	474.0	316.0	135.4
公允价值变动损失	-	-83.0	26.0	35.0	48.0	PB(X)	2.5	2.5	2.2	2.2	2.2
财务费用	92.9	201.9	-120.0	-150.0	-130.0	P/FCF	11.3	-39.5	-20.2	29.6	-94.8
投资损失	-12.5	-33.9	-43.0	-40.0	-21.0	P/S	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
少数股东损益	-170.7	-267.5	-124.0	1.0	25.5	EV/EBITDA	5.9	39.9	124.8	47.1	34.8
营运资金的变动	-750.3	1,014.0	-4,790.6	8,329.5	-6,956.7	CAGR(%)	-56.1%	69.7%	-86.5%	-56.1%	69.7%
经营活动产生现金流量	5,299.4	2,238.5	-3,904.8	9,397.3	-5,538.9	PEG	-0.5	2.7	-5.5	-5.6	1.9
投资活动产生现金流量	-6,136.5	-10,048.4	-3,613.4	-1,036.3	-607.4	ROIC/WACC	-49.9	0.5	-0.8	-0.1	0.7
融资活动产生现金流量	8,167.1	2,874.2	4,893.6	-5,924.2	5,523.5	REP	-0.9	13.9	-5.6	-154.8	7.1

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张龙声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034