

## 业绩超预期，经营质量改善巩固盈利能力

公司简报

### ◆公司公布 2017 年一季报，归母净利润同比增长 126.43%

4月28日晚，公司公布 2017 年一季报：1Q2017 公司实现营业收入 373.77 亿元，同比增长 17.38%，增幅大于 4Q2016 增长的 6.54%；实现归母净利润 7825 万元，折合成全面摊薄 EPS 0.01 元，同比增长了 126.43%，而 4Q2016 归母净利润减少了 23.01%；实现扣非归母净利润 -7787 万元，业绩超预期。公司预计 1H2016 将实现归母净利润 1.78 亿至 2.78 亿元，同比增长 247.08%至 329.6%。

### ◆综合毛利率上升 0.17 个百分点，期间费用率下降 1.23 个百分点

1Q2017 公司综合毛利率为 16.08%，较上年同期上升了 0.17 个百分点。1Q2017 公司期间费用率为 15.47%，较上年同期下降了 1.23 个百分点。其中，销售/管理/财务费用率分别为 12.02%/ 3.13%/ 0.32%，较上年同期分别变化了 -0.85/ -0.48/ 0.10 个百分点。

### ◆经营质量提升助力业绩扭亏，整合天天物流进一步改善盈利能力

1Q2017 公司持续推进线下门店改造，升级产品结构，经营质量得以提升，报告期内调整关闭经营效益较差门店 35 家，实现可比门店销售同比增加 3.22%；线上通过直播、娱乐、体育营销吸引年轻消费者，实现线上实体交易规模同增 55%，其中自营产品销售同增 61.99%。物流方面，公司已完成对天天快递 70% 股权的交割工作，双方的资源整合将进一步推进，公司盈利及服务水平也将相应改善。

### ◆调整盈利预测，维持未来 6 个月目标价 14 元，维持买入评级

我们调整对公司 2017-2019 年全面摊薄 EPS 的预测分别为 0.06/ 0.06/ 0.03 元（之前为 0.05/ 0.05/ 0.03 元），维持未来六个月的目标价至 14 元，维持买入评级。

### ◆风险提示：

宏观经济增速未达预期，居民消费需求的增速未达预期。

### 业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	135548	148585	164068	176373	188719
营业收入增长率	24.44%	9.62%	10.42%	7.50%	7.00%
净利润(百万元)	873	704	572	554	310
净利润增长率	0.64%	-19.27%	-18.85%	-3.17%	-43.95%
EPS(元)	0.09	0.08	0.06	0.06	0.03
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.86%	1.07%	0.86%	0.83%	0.47%
P/E	114	141	174	180	321
P/B	3	2	2	1	1

### 买入(维持)

当前价/目标价：10.12/14.00 元

目标期限：6 个月

### 分析师

唐佳睿 CFA, CAIA, FRM

(执业证书编号：S0930516050001)

021-22169161

[tangjiarui@ebsecn.com](mailto:tangjiarui@ebsecn.com)

### 联系人

孙路

021-22169117

[sunlu@ebsecn.com](mailto:sunlu@ebsecn.com)

邬亮

010-58452047

[wuliang16@ebsecn.com](mailto:wuliang16@ebsecn.com)

程璐

021-22169328

[chenglu@ebsecn.com](mailto:chenglu@ebsecn.com)

### 市场数据

总股本(亿股)：93.10

总市值(亿元)：995.24

一年最低/最高(元)：9.90/12.76

近 3 月换手率：17.28%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.12	-10.11	-17.25
绝对	-6.98	-8.58	-8.42

### 相关研报

业绩符合预期，门店结构持续优化

.....2017-03-30

业绩符合预期，三大业务齐头并进

.....2017-02-27

图表 1: 公司 1Q2017 净利润同比增长了 126.43%

季度	营业收入 (万元)	营收增速 (%)	营业成本 (万元)	毛利率 (%)	归母净利润 (万元)	归母净利润 增速 (%)
1Q2015	2944774.30	28.77	2473179.70	16.01	-33192.30	N/A
2Q2015	3358967.00	18.76	2866639.20	14.66	68023.00	311.43
3Q2015	3053211.00	7.05	2538270.10	16.87	-29526.40	N/A
4Q2015	4197811.00	43.51	3720029.20	11.38	81946.10	-57.06
1Q2016	3184306.80	8.13	2677700.40	15.91	-29611.80	N/A
2Q2016	3687169.10	9.77	3197831.50	13.27	17492.70	-74.28
3Q2016	3514818.20	15.12	3008578.80	14.40	-18243.60	N/A
4Q2016	4472239.00	6.54	3840643.40	14.12	100804.10	23.01
1Q2017	3737727.20	17.38	3136860.30	16.08	7825.20	126.43

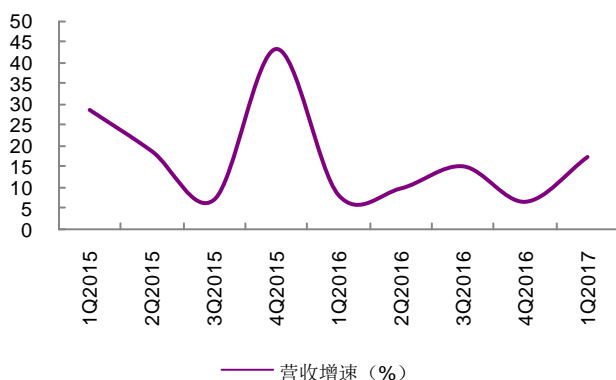
资料来源: 公司公告

图表 2: 公司 1Q2017 期间费用率较上年同期下降 1.23 个百分点

季度	期间费用 (万元)	期间费用率 (%)	销售费用 (万元)	销售费用率 (%)	管理费用 (万元)	管理费用率 (%)	财务费用 (万元)	财务费用率 (%)
1Q2015	64447.50	13.17	52480.98	10.72	9828.85	2.01	2137.67	0.44
2Q2015	61187.11	14.94	54391.04	13.28	5146.64	1.26	1649.44	0.40
3Q2015	64095.17	16.49	52526.43	13.52	9365.67	2.41	2203.08	0.57
4Q2015	70080.86	15.08	62110.43	13.36	5427.74	1.17	2542.70	0.55
1Q2016	66338.68	14.31	56055.66	12.10	8276.64	1.79	2006.38	0.43
2Q2016	57023.96	14.42	47898.60	12.11	7787.84	1.97	1337.51	0.34
3Q2016	59981.69	15.23	50078.19	12.71	8933.61	2.27	969.89	0.25
4Q2016	64065.78	12.41	61781.24	11.97	1759.85	0.34	524.69	0.10
1Q2017	58701.73	12.56	51515.19	11.03	6875.41	1.47	311.13	0.07

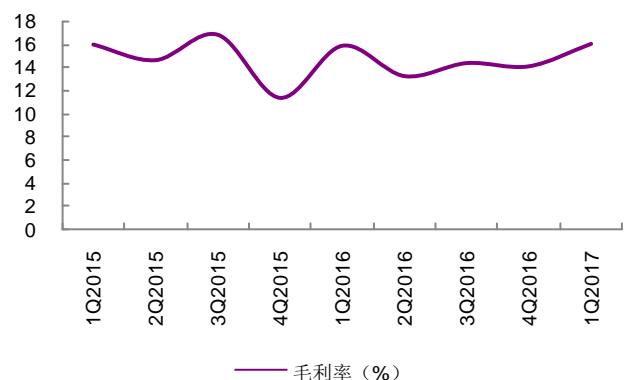
资料来源: 公司公告

图表 3: 公司的营收增速 (1Q2015-1Q2017)

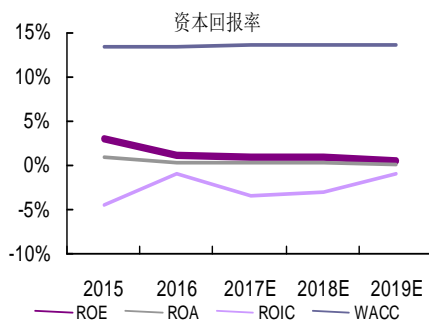
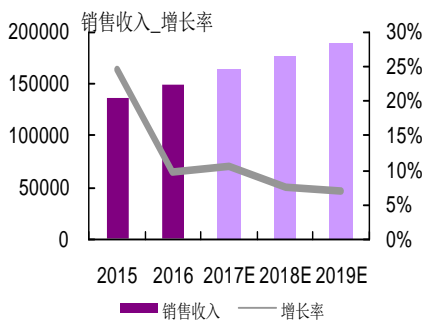
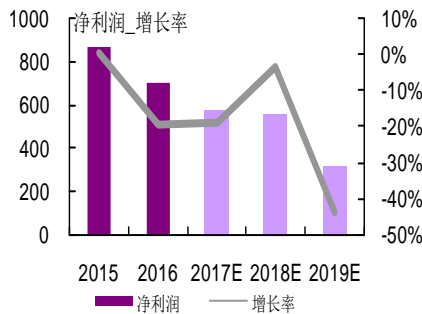
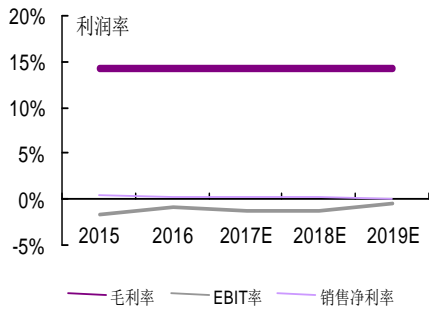


资料来源: 公司公告

图表 4: 公司的毛利率 (1Q2015-1Q2017)



资料来源: 公司公告



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>135548</b>	<b>148585</b>	<b>164068</b>	<b>176373</b>	<b>188719</b>
营业成本	115981	127248	140606	151152	161732
折旧和摊销	0	0	290	586	889
营业税费	586	583	738	794	849
销售费用	16645	17451	19360	20636	21514
管理费用	4291	3946	5414	5644	5284
财务费用	104	416	-135	-552	-407
公允价值变动损益	-7	-34	80	80	80
投资收益	1655	1445	2000	1500	100
<b>营业利润</b>	<b>-610</b>	<b>2</b>	<b>237</b>	<b>216</b>	<b>-70</b>
<b>利润总额</b>	<b>889</b>	<b>901</b>	<b>437</b>	<b>416</b>	<b>130</b>
少数股东损益	-115	-211	-200	-200	-200
<b>归属母公司净利润</b>	<b>872.50</b>	<b>704.41</b>	<b>571.65</b>	<b>553.53</b>	<b>310.23</b>

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>总资产</b>	<b>88076</b>	<b>137167</b>	<b>152338</b>	<b>157757</b>	<b>162825</b>
流动资产	56752	82384	119789	119521	119344
货币资金	27116	27209	66687	63226	60624
交易型金融资产	679	2229	0	80	160
应收帐款	706	1104	1641	1764	1887
应收票据	5	33	16	18	19
其他应收款	2405	4095	1208	1947	1910
存货	14005	14392	20791	22373	23960
可供出售投资	1837	25335	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	220	417	617	767	777
固定资产	13254	12813	18186	23361	28325
无形资产	7144	5685	5545	5407	5271
<b>总负债</b>	<b>56151</b>	<b>67245</b>	<b>82175</b>	<b>87427</b>	<b>92561</b>
无息负债	44446	52972	70037	75289	80423
有息负债	11705	14273	12138	12138	12138
<b>股东权益</b>	<b>31925</b>	<b>69922</b>	<b>70162</b>	<b>70330</b>	<b>70263</b>
股本	7383	9310	9310	9310	9310
公积金	6398	37122	37179	37235	37266
未分配利润	16611	16643	17157	17470	17572
少数股东权益	1443	4212	4012	3812	3612

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1733</b>	<b>3839</b>	<b>16461</b>	<b>576</b>	<b>2831</b>
净利润	873	704	572	554	310
折旧摊销	0	0	290	586	889
净营运资金增加	6130	18284	-13659	570	-73
其他	-5269	-15149	29259	-1133	1705
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-286</b>	<b>-39613</b>	<b>24838</b>	<b>-4650</b>	<b>-5910</b>
净资本支出	2944	636	6047	6000	6000
长期投资变化	220	417	-200	-150	-10
其他资产变化	-3450	-40665	18991	-10500	-11900
<b>融资活动现金流</b>	<b>2896</b>	<b>36758</b>	<b>-1821</b>	<b>612</b>	<b>477</b>
股本变化	0	1927	0	0	0
债务净变化	776	2568	-2135	0	0
无息负债变化	2718	8527	17065	5252	5134
<b>净现金流</b>	<b>4521</b>	<b>1084</b>	<b>39478</b>	<b>-3461</b>	<b>-2602</b>

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	24.44%	9.62%	10.42%	7.50%	7.00%
净利润增长率	0.64%	-19.27%	-18.85%	-3.17%	-43.95%
EBITDA 增长率	12.93%	92.87%	69.83%	-21.21%	-117.39%
EBIT 增长率	59.17%	-53.85%	99.04%	-3.13%	-65.70%
<b>估值指标</b>					
PE	114	141	174	180	321
PB	3	2	2	1	1
EV/EBITDA	-41	-95	-50	-67	408
EV/EBIT	-41	-95	-43	-47	-144
EV/NOPLAT	-49	-174	-50	-55	-169
EV/Sales	1	1	1	1	0
EV/IC	2	2	2	2	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	14.44%	14.36%	14.30%	14.30%	14.30%
EBITDA 率	0.31%	0.55%	-1.03%	-0.75%	0.12%
EBIT 率	-1.59%	-0.67%	-1.21%	-1.09%	-0.35%
税前净利润率	0.66%	0.61%	0.27%	0.24%	0.07%
税后净利润率 (归属母公司)	0.64%	0.47%	0.35%	0.31%	0.16%
ROA	0.86%	0.36%	0.24%	0.22%	0.07%
ROE (归属母公司) (摊薄)	2.86%	1.07%	0.86%	0.83%	0.47%
经营性 ROIC	-4.67%	-0.96%	-3.57%	-3.08%	-0.97%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.24	1.34	1.77	1.64	1.54
速动比率	0.93	1.11	1.46	1.34	1.23
归属母公司权益/有息债务	2.60	4.60	5.45	5.48	5.49
有形资产/有息债务	6.58	8.95	11.91	12.37	12.79
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.09	0.08	0.06	0.06	0.03
每股红利	0.05	0.00	0.02	0.02	0.01
每股经营现金流	0.19	0.41	1.77	0.06	0.30
每股自由现金流(FCFF)	-0.87	-1.86	0.66	-0.81	-0.60
每股净资产	3.27	7.06	7.11	7.14	7.16
每股销售收入	14.56	15.96	17.62	18.94	20.27

资料来源：光大证券、上市公司

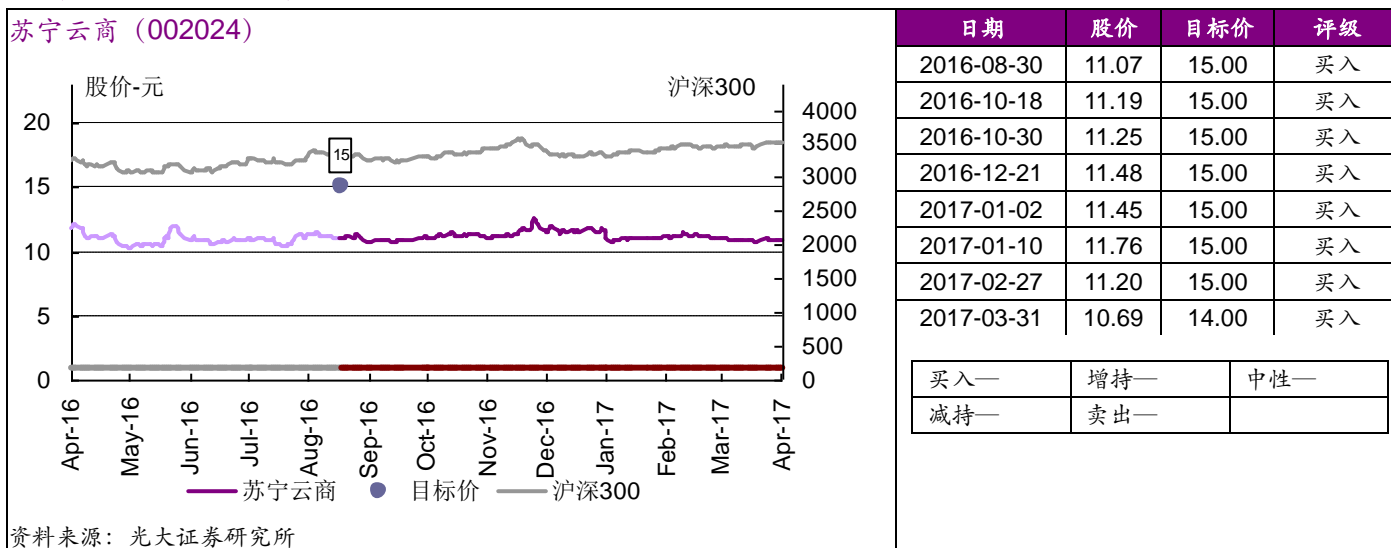
### 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

### 分析师介绍

唐佳睿，德国波恩大学国民经济学硕士，同济大学高分子材料工学士，上海外国语大学英语系、日语系双本科、文学士，获得CFA、CAIA、FRM证书，现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中银国际证券、中信证券和海富通基金。2010-2016年新财富最佳分析师零售行业第10/6/5/5/6/6/6名，2011-2015年“水晶球奖”最佳分析师商贸零售行业第6/1/4/4/5名，2011和2012年“金牛奖”第5名，2011年证券通-中国金牌分析师排行榜商业零售第1名，2012年证券市场周刊金手指奖零售行业第1名，2012/13年第一财经最佳分析师零售行业第3/4名，2013/2015/2016年“天眼”中国最佳证券分析师商业贸易行业盈利预测最准分析师第1/3/2名，2013年Starmine, A+H股零售组最佳盈利预测第1名,2015年Wind蚂蚁分析师第4名,2014-2016慧眼识券商行业分析师零售组荐股能力第1/3/3名，并获得白金分析师荣誉称号。2016年每市软件模拟组合零售行业绝对收益/相对收益均为行业第一。2016东方财富最佳分析师零售行业第三名。2017年福布斯中国最佳分析师50强，最佳预测盈利能力分析师。精通英日德三国语言。优势：专注基本面分析及客观研究，并从买方角度来研判。

### 投资建议历史表现图



### 行业及公司评级体系

- 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。

市场基准指数为沪深300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。

## 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。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

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，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。

本证券研究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。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

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，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

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。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐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，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	陈晨	021-22169150	15200608292	chenchen66@ebscn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com