

大商股份 (600694)

强烈推荐

行业：多业态零售

天狗网正式发布，实体零售龙头插上移动互联网的翅膀

12 月 18 日，天狗网正式发布。大连大商天狗电子商务有限公司注册资本 500 万，大商股份、大商集团、大商管理和 CEO 刘思军分别持股 35%、45%、10%和 10%。天狗电子商务专注移动端购物和服务，天狗网 APP 是其主要载体，使实体零售龙头大商系跨越式发展至移动互联网时代。

投资要点：

✧ **“货真价实”是天狗网的首要优势：**发展伊始，天狗网与大商系线下 200 多家门店共享货源，确保全部正品，且通过抢红包、限时折扣等享受更具优势的价格；“大商”20 余年建立起来的市场美誉度为天狗网的信誉背书；与国家质检总局签署战略合作协议，全程监控天狗网商品质量。

✧ **依托现有 2000 多万会员、广泛的“政”“商”“媒”等渠道获取流量：**1、大商系在全国 14 个省 70 余个地级以上城市有各业态门店 200 多家、年客流 5 亿人次、会员 2000 多万，天狗网导入线下会员的同时积极吸引 90 后等新生代消费群体；2、天狗网是辽宁省、大连市电子商务重点项目；全面入驻新华社移动党政客户端集群，与百度地图、百度移动应用、微信卡包等深度对接。

✧ **星火燎原，大商系 O2O 闭环生态系统将水到渠成：**1、整合品牌商、供应链资源，推动单品管理、深度合作，由品牌商为天狗网量身定制专供产品；2、把控商品源头，掌控消费品类全产业链：红酒、牛奶、肉食等从收购源头庄园、农场等着手；3、跨境合作：与国外品牌商、零售商战略合作，商品入驻天狗网；4、与银联、微信等合作移动支付，推动消费大数据商业化；民营银行、供应链金融、消费信贷等金融子生态要素也将水到渠成。

✧ **维持“强烈推荐”：**公司股价近期大幅上涨，但对应 2015 年估值仅 7.97 倍，未能充分反映业绩稳定性增强、重组预期增强、治理结构改善等方向性变化，也未充分反映高分红、高送转等潜在利好。东北地区具后发优势、仍处电商红利期，公司天狗网跨越式发展移动购物，打开成长空间，有利于进一步提升估值。维持 14-16 年 EPS4.67、5.40 和 6.11 元的预测，上调目标价至 61 元，对应 2015 年 11.3 倍 PE，维持“强烈推荐”。

风险提示：行业低迷、反腐等导致营业收入大幅下滑；天狗网前期亏损超预期

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	33747	33342	36609	41991
收入同比(%)	5.9%	-1.2%	9.8%	14.7%
归属母公司净利润	1179	1373	1585	1795
净利润同比(%)	21%	16%	15%	13%
毛利率(%)	20.6%	21.6%	21.7%	21.7%
ROE(%)	22.2%	21.7%	21.1%	20.3%
每股收益(元)	4.01	4.67	5.40	6.11
P/E	10.71	9.20	7.97	7.04
P/B	2.38	2.00	1.68	1.43
EV/EBITDA	3	3	3	2

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 61

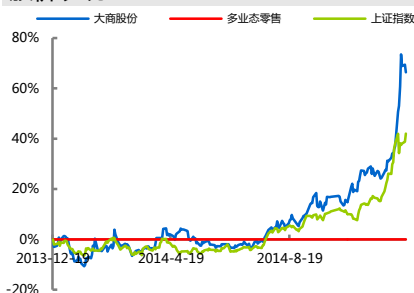
当前股价： 43.29

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	294
流通股本(百万股)	294
总市值(亿元)	127
流通市值(亿元)	127
成交量(百万股)	7.75
成交额(百万元)	335.48

股价表现



相关报告

《大商股份：2014 年 3 季报点评-行业低迷中突显龙头优势和优秀的运营管理能力》2014-10-28

《大商股份：毛利率提升、资产负债管理有效对冲业绩增速放缓》2014-08-21

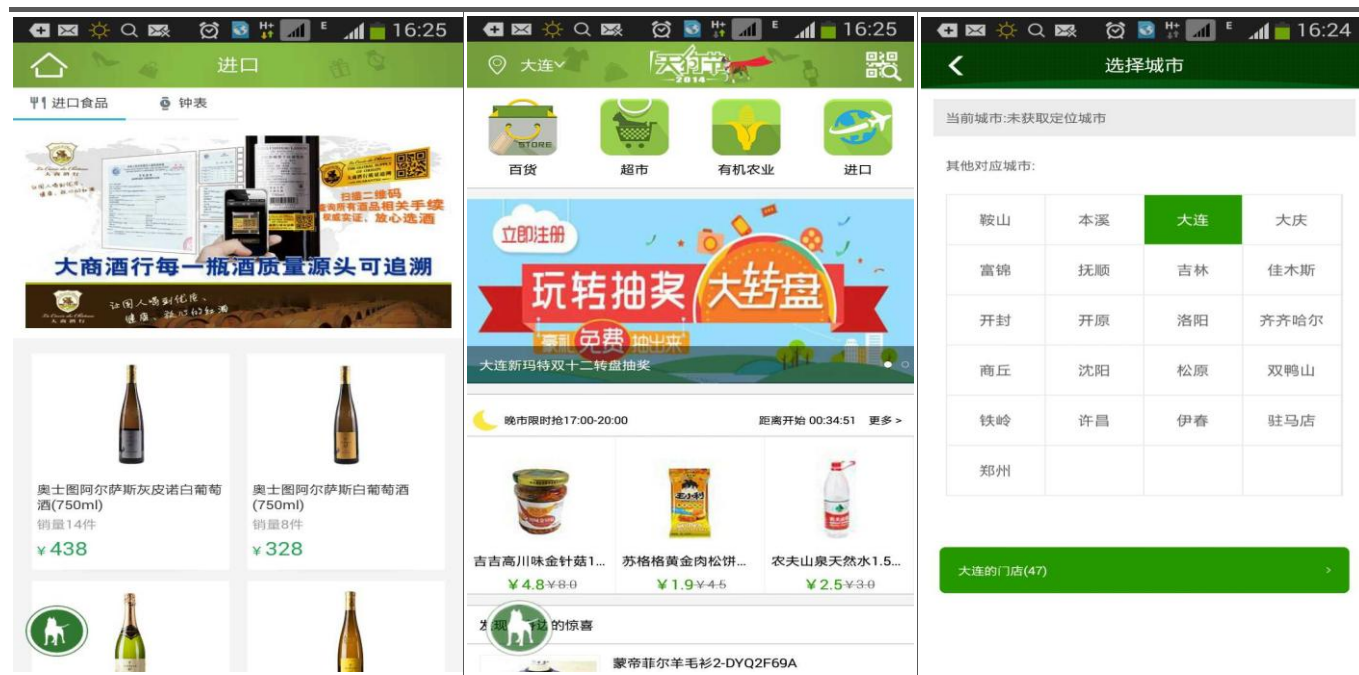
《大商股份-2013 年 3 季报点评 经营效益提升，3 季度业绩小幅超预期》

2013-10-24

天狗网：

大商天狗网 APP2014 年 11 月 8 日上线，1.0 版本包括百货、超市、有机农业、进口四大频道；首批 21 个城市的近百家门店上线，可选择第三方配送或门店自提，部分商品可配送至全国。天狗网上线一周时间内，导入线下 70%的会员，日均下单转化率超 10%，远高于传统电商 2%的平均水平，客单价是传统电商的 3 倍，在 600 元以上。

图：大商天狗网 APP1.0 界面



资料来源：公司公告、大商天狗网 APP、中国中投证券研究总部

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	8752	11621	15358	17678
现金	6945	10253	13857	15957
应收账款	237	63	70	80
其它应收款	480	520	571	655
预付账款	164	262	287	329
存货	920	523	573	657
其他	6	0	0	0
非流动资产	6245	5823	5428	5084
长期投资	40	20	20	20
固定资产	4079	3833	3598	3374
无形资产	999	1004	1009	1014
其他	1127	966	801	676
资产总计	14997	17445	20786	22762
流动负债	8588	9009	10656	11064
短期借款	604	900	2000	1500
应付账款	3409	2615	2867	3287
其他	4575	5494	5789	6277
非流动负债	909	1885	2363	2563
长期借款	305	-195	283	483
其他	605	2080	2080	2080
负债合计	9498	10894	13019	13626
少数股东权益	185	223	266	315
股本	294	294	294	294
资本公积	1455	1455	1455	1455
留存收益	3565	4580	5753	7072
归属母公司股东权益	5314	6328	7501	8821
负债和股东权益	14997	17445	20786	22762

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	1787	3694	2732	3097
净利润	1255	1410	1628	1844
折旧摊销	570	578	593	573
财务费用	6	-50	-74	-123
投资损失	-3	0	-15	-34
营运资金变动	-136	1598	585	813
其它	96	158	15	25
投资活动现金流	-252	-354	-368	-345
资本支出	230	60	78	99
长期投资	-5	-4	0	0
其他	-27	-298	-290	-246
筹资活动现金流	-677	-31	1240	-652
短期借款	-213	296	1100	-500
长期借款	-153	-500	478	200
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-311	173	-338	-352
现金净增加额	855	3309	3604	2100

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	33747	33342	36609	41991
营业成本	26793	26152	28673	32871
营业税金及附加	415	400	483	525
营业费用	1830	2007	2156	2498
管理费用	2995	2967	3207	3758
财务费用	6	-50	-74	-123
资产减值损失	39	50	55	66
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	0	15	34
营业利润	1671	1815	2124	2430
营业外收入	76	100	85	80
营业外支出	127	45	50	65
利润总额	1620	1870	2159	2445
所得税	365	460	531	602
净利润	1255	1410	1628	1844
少数股东损益	76	37	43	49
归属母公司净利润	1179	1373	1585	1795
EBITDA	2247	2344	2643	2880
EPS (元)	4.01	4.67	5.40	6.11

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	5.9%	-1.2%	9.8%	14.7%
营业利润	26.0%	8.6%	17.0%	14.4%
归属于母公司净利润	20.7%	16.5%	15.4%	13.2%
获利能力				
毛利率	20.6%	21.6%	21.7%	21.7%
净利率	3.5%	4.1%	4.3%	4.3%
ROE	22.2%	21.7%	21.1%	20.3%
ROIC	25.5%	24.5%	26.0%	28.5%
偿债能力				
资产负债率	63.3%	62.4%	62.6%	59.9%
净负债比率	10.78%	11.98%	22.14%	18.95%
流动比率	1.02	1.29	1.44	1.60
速动比率	0.91	1.23	1.39	1.54
营运能力				
总资产周转率	2.31	2.06	1.92	1.93
应收账款周转率	137	220	523	534
应付账款周转率	8.09	8.68	10.46	10.68
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	4.01	4.67	5.40	6.11
每股经营现金流(最新摊薄)	6.09	12.58	9.30	10.54
每股净资产(最新摊薄)	18.09	21.55	25.54	30.03
估值比率				
P/E	10.71	9.20	7.97	7.04
P/B	2.38	2.00	1.68	1.43
EV/EBITDA	3	3	3	2

相关报告

报告日期	报告标题
2014-10-28	《大商股份：2014 年 3 季报点评-行业低迷中突显龙头优势和优秀的运营管理能力季》
2014-08-21	《大商股份：毛利率提升、资产负债管理有效对冲业绩增速放缓》
2013-10-24	《大商股份-2013 年 3 季报点评：经营效益提升，3 季度业绩小幅超预期》
2013-08-23	《大商股份：2013 年中报点评-2 季度经营情况较 1 季度明显改善》
2013-06-14	《大商股份-重组方案优化，2013 年备考扣非 EPS 增长 14%》
2013-05-28	《大商股份：资产重组意义深远；注入资产估值较贵》
2013-04-22	《大商股份：高基数下业绩基本与去年持平，稳定性增强— 2013 年 1 季报点评》
2013-04-03	《大商股份-分红创公司历史记录，业绩稳定性将增强》
2013-01-30	《大商股份-预计 2012 年业绩同比增 260%左右，超市场预期》
2012-10-26	《大商股份 - 毛利率下滑、实际所得税率陡增、净利率大幅回落—2012 年 3 季报点评》
2012-10-17	《大商股份 - 业绩拐点确立，价值逐步回归》
2012-08-24	《大商股份 - 上半年归属净利润增长 233%，业绩拐点进一步确立 — 2012 年中报点评》

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

徐晓芳,中投证券品牌与渠道(商贸零售&纺织服装)分析师,中山大学岭南学院经济学硕士。重点覆盖公司:王府井、天虹商场、大商股份、欧亚集团、步步高、苏宁云商、友好集团、银座股份、重庆百货、广州友谊、新华百货、农产品、新华都、友阿股份以及潮宏基、东方金钰、飞亚达 A、千足珍珠、海澜之家、罗莱家纺、富安娜、森马服饰、朗姿股份、七匹狼等。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编: 200082
传真: (021) 62171434