

**投资评级：买入（首次）**

收盘价（元）	20.17
目标价（元）	39.15
上次目标价（元）	不适用

# 怡亚通：Diors 的逆袭

## ——中国零售业模式变革者

### 核心观点

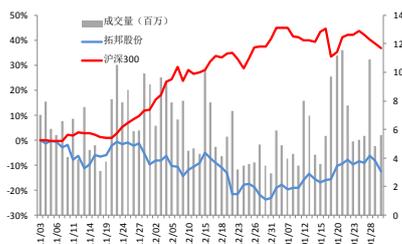
- ◆ **大市场中的小公司：**公司核心业务 380 平台的目标市场为贴近消费者的类便利店/类社区店，以贩售食品饮料和日用品为主，电商渠道替代性低（该等品类消费者购买随机性强，产品运费/价格比重较高，且相对于购买成本，无论是金钱还是时间方面，退换货成本较高）。我们预估 2016 年该等市场容量为 21,545 亿元，而公司目前市值仅为 199 亿元，潜在空间大。
- ◆ **类平台商特质，可轻资产快速扩张：**380 平台为开放的平台，对品牌商家和下游终端零售店均开放（增加品类和下游终端无需大规模资本支出，仅需其接入平台的 IT 系统），可轻资产快速扩张。
- ◆ **2015 年经营性现金流转负为正：**我们预估随公司经营规模的扩大以及和乐店的陆续开出（和乐店可实现提前定货甚至预付款），公司的经营性现金流将明显改善，正向循环加速中。
- ◆ **我们首次覆盖予以买入的投资评级，目标价设定为 39.15 元，目前隐含上涨空间 94%。**

**王传晓** 执业证书编号：S1100514020002  
 研究员 8621-68416988-209  
 wangchuanxiao@cczq.com

**陈铮娴**  
 联系人 8621-68416988-234  
 chenzhengxian@cczq.com

**唐小东**  
 联系人 8621-68416988-206  
 tangxiaodong@cczq.com

**宋虹欣**  
 联系人 86010-66495957  
 songhongxin@cczq.com

**股价走势图**


		2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
成都： 交子大道 177 号中海国际 B 座 17 楼， 610041 总机：(028) 86583000 传真：(028) 86583002	营业收入 (百万元)	7,484	11,514	19,900	31,824	55,615
	增速 (%)	7.3	53.9	72.8	59.9	74.8
	归属母公司股东净利润 (百万元)	125	200	353	840	1,649
	增速 (%)	-7.1	59.6	76.2	137.9	96.4
	总股本 (百万)	834	986	986	986	986
	EPS	0.127	0.203	0.358	0.851	1.672
	PE	158.5	99.3	56.4	23.7	12.1

## 目 录

大市场中的小公司.....	5
380 平台具类平台商特质，可轻资产快速扩张 .....	10
2015 年为业绩拐点，经营性现金转正 .....	13
投资建议.....	14
风险提示.....	15

## 图表目录

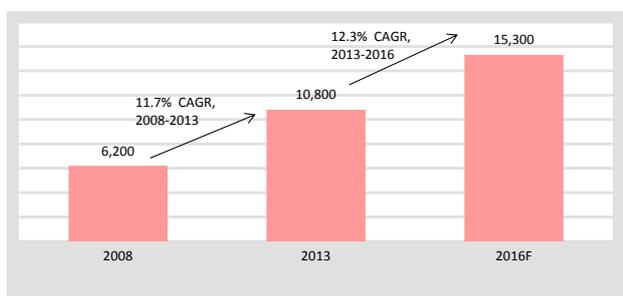
图 1:	2013 至 2016 年中国零售业市场容量的复合增长率为 12.3%.....	5
图 2:	2013 年中国前 20 零售业者市场份额合计仅为 12.0% .....	5
图 3:	电商冲击下, 品牌商赖以渗透传统渠道的多级分销体制遭遇挑战.....	6
图 4:	380 平台模式整合各地主流经销商, 将分销商层级扁平化, 让利给消费者, 并实现对终端零售业者的直接覆盖 .....	7
图 5:	预估 2016 年单体零售业者的市场容量为 70,640 亿元 .....	7
图 6:	预估 2016 年单体零售业者将贡献中国零售总额的 46%.....	7
图 7:	食品和非酒精饮料, 以及日用品和服务合计占中国居民消费额的 30.5%..	8
图 8:	无论是线上还是线下消费, 运费都是消费者的重要考量.....	9
图 9:	全球各地, 退货为线上消费的常见问题 .....	9
图 10:	380 平台成为连接品牌商和单体零售业者的桥梁, 其于产业链的重要性将随规模扩张而提升 .....	10
图 11:	380 平台其盈利模式位于平台商(阿里巴巴)和直销商(京东)之间 ..	11
图 12:	380 平台产业链参与各方均将受惠于 380 平台规模的扩张 .....	12
图 14:	预估至 2017 年 380 平台营业收入占比达 94% .....	13
图 15:	预估 2015 年应收账款周转天数进一步改善 .....	13
图 16:	预估 2015 年经营性现金流将迎来拐点 .....	13
图 17:	主要中概电子商务和互联网公司估值一览 .....	14

## 大市场中的小公司

受惠中国经济强劲增长、居民可支配收入增加以及城镇化率的持续提升，中国零售业增势迅猛。Euromonitor 数据显示，中国零售业的市场容量由 2008 年的 6.2 万亿增至 2013 年的 10.8 万亿，复合增长率为 11.7%，并预估 2013 至 2016 年中国零售业的复合增长率为 12.3%。长期而言，考量消费占中国 GDP 的比重仅为 35.8%（2013 年），远低于同期美国的 67.1%，搭配中国经济的强劲增长，零售市场潜在空间仍大。

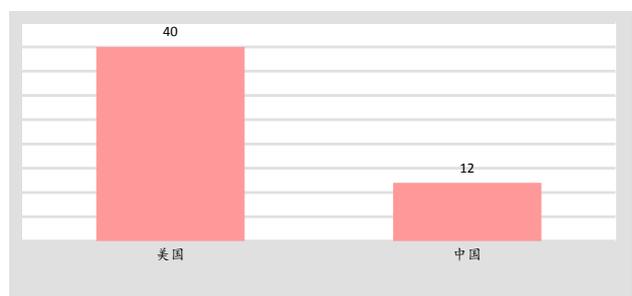
中国的零售业较为分散，各地的经济发展水平，消费水平以及消费习惯均有很大差异，这为多层次、多业态的零售业提供了生存空间。Euromonitor 数据显示，2013 年前 20 零售业者市场份额合计仅为 12.0%，而同期美国则为 40.0%。现代形式的零售渠道如大卖场、超市、便利店、药妆连锁、食品专营店等仅多存在于一、二线城市，在广大的三、四线城市和农村市场，仍以单体运营的零售店为主要零售业态。

图 1：2013 至 2016 年中国零售业市场容量的复合增长率为 12.3%



资料来源：Euromonitor，川财证券研究所

图 2：2013 年中国前 20 零售业者市场份额合计仅为 12.0%

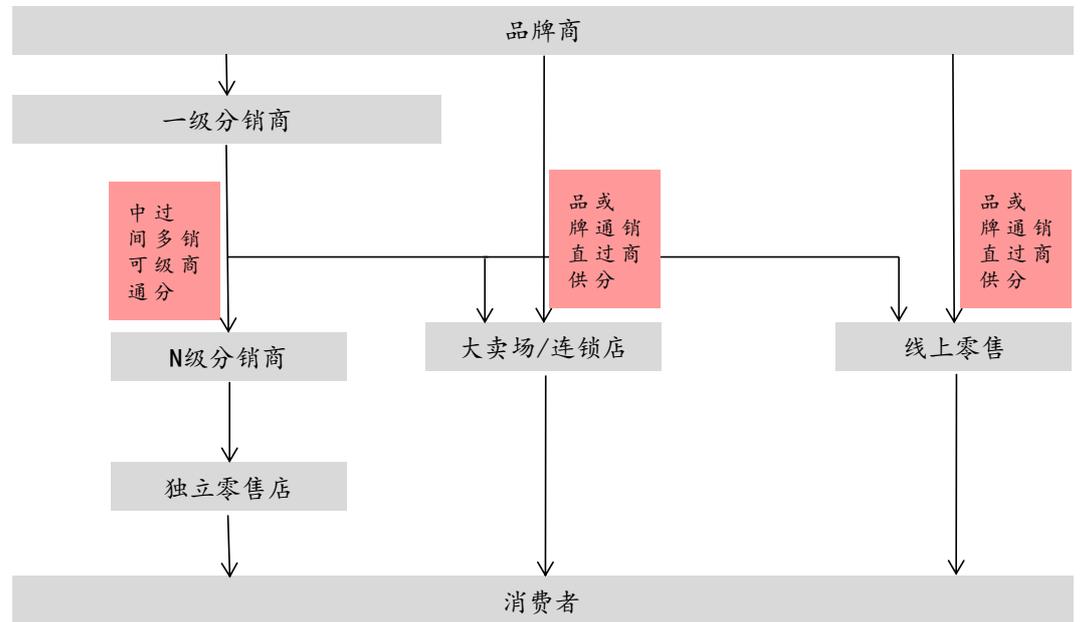


资料来源：Euromonitor，川财证券研究所

电商冲击下，中国零售业格局正在发生重要变化。展望未来，我们认为如下三种零售业态将成为主流：（1）电商渠道（市场份额正进一步扩大）；（2）连锁形态的大型卖场和超市；（3）地理位置贴近消费者的类便利店，类社区店等，该等业态可满足消费者即时购买日常所需，如解决生理需求的食物和饮料，做饭的油盐酱醋等，该等消费具有购买的随机性，和消费的即时性。

电商的出现逼迫渠道扁平化，主导传统渠道的多级分销体制遭遇挑战，分销商或选择退出，或抱团取暖，为零售渠道模式变革提供土壤，分销商联盟模式兴起，怡亚通为该等模式的开创者暨领导者。

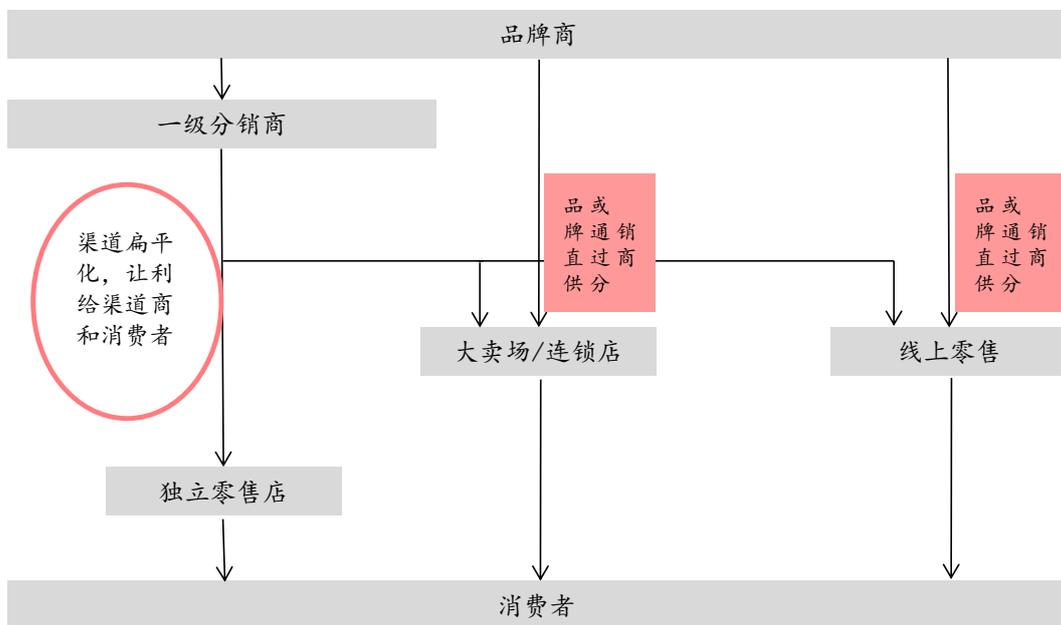
图 3： 电商冲击下，品牌商赖以渗透传统渠道的多级分销体制遭遇挑战



资料来源：川财证券研究所

我们认为该等分销商联盟具市场空间，理由在于，该等模式可实现产业链的精简，产业链参与各方均可受益：(1) 渠道扁平化下，消费者可享受更为实惠的价格；(2) 零售环节成本下降——物流等费用的节约；(3) 品牌商通达消费者的层级减少，简介降低管理成本。

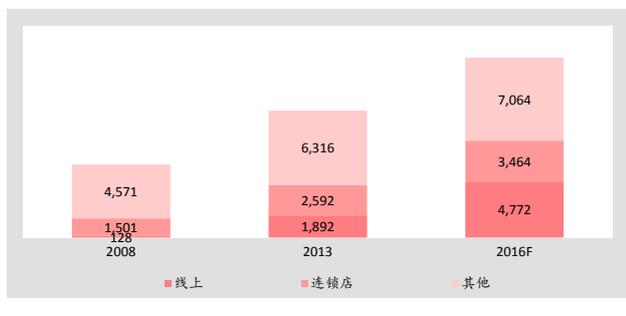
图 4：380 平台模式整合各地主流经销商，将分销商层级扁平化，让利给消费者，并实现对终端零售业者的直接覆盖



资料来源：川财证券研究所

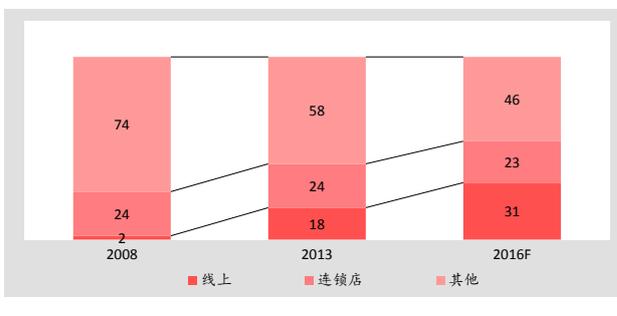
数据显示，即便考量电商的迅猛增长，单体零售业态的市场容量仍不可小觑，结合 Euromonitor 和艾瑞咨询对中国零售业态的研判，我们预估 2016 年该等单体零售业态合计将贡献中国零售总额的 46%，对应市场容量为 70,640 亿元。

图 5：预估 2016 年单体零售业态的市场容量为 70,640 亿元



资料来源：Euromonitor，艾瑞咨询，川财证券研究所

图 6：预估 2016 年单体零售业态将贡献中国零售总额的 46%

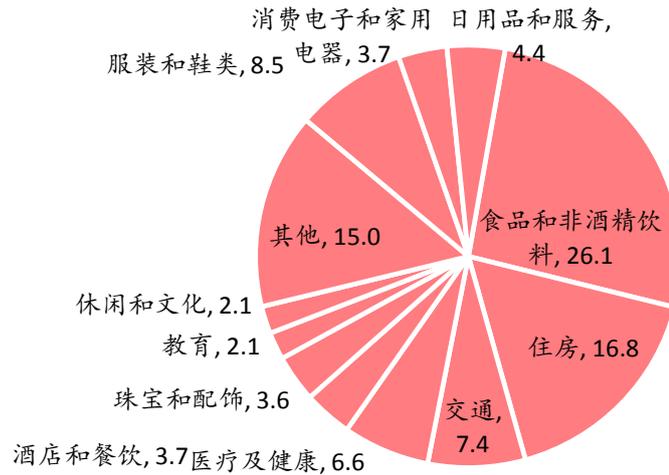


资料来源：Euromonitor，艾瑞咨询，川财证券研究所

为测算类便利店、类社区店潜在的市场规模，我们假设该等零售业态以售卖食品和

非酒精饮料以及日用品为主(实际该等零售业态贩售的品类可能更多), Euromonitor 数据显示, 食品和非酒精饮料以及日用品合计占中国居民消费额的 30.5%, 即表示, 至 2016 年, 该等类便利店和类社区店等, 以提供居民日常消费为主的实体零售业态的市场容量约为 21,545 亿元 (=70,640\*30.5%)。

图 7: 食品和非酒精饮料, 以及日用品和服务合计占中国居民消费额的 30.5%

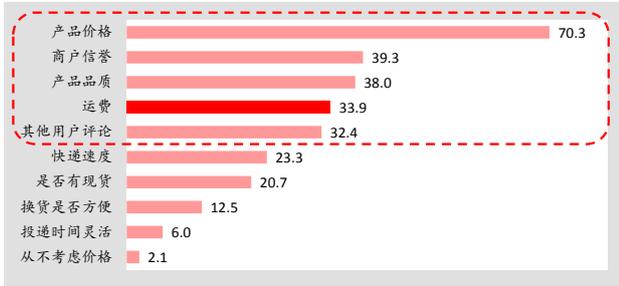


说明: 为 2013 年数据, (1) 消费电子和家用电器包括, 音箱、照相机、信息处理设备、通讯设备和家用电器; (2) 日用品和服务包括, 家具装潢、地毯、家用纺织用品、玻璃制品、餐具、家用器皿、五金及家政服务; (3) 住房包括, 租金、估算租金、房屋装修和维护开销、水电煤等; (4) 休闲和文化包括, 娱乐文化服务、团体旅游、报刊、杂志、书籍、文具, 以及其他娱乐休闲项目设备, 还包括园艺和宠物; (5) 其他包括, 酒精饮料和烟草、通讯服务、邮政服务、个人护理、社会保护、保险、金融服务, 以及其他耐用/非耐用的产品和服务。

资料来源: Euromonitor, 川财证券研究所

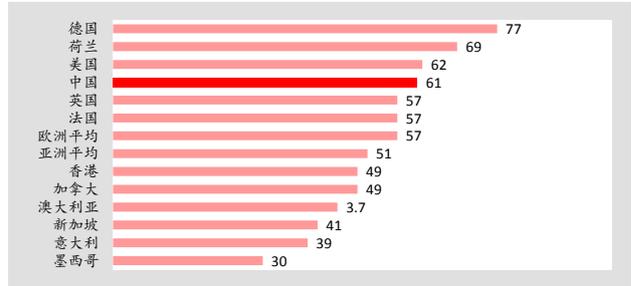
此外, 消费者行为调查亦对该等类便利店和类社区店存在的必要性予以支持。艾瑞咨询针对中国消费者的调查显示, 无论是线上还是线下消费, 运费均为消费者的重要考量, 且退货亦为常见问题。食品饮料和日用品具有单价低(运费/商品总价较高), 购买的随机性和使用的频繁性, 退换(隐性)成本高, 因此我们认为以贩售该等日常用品的实体店受电商冲击有限。

图 8：无论是线上还是线下消费，运费都是消费者的重要考量



资料来源：艾瑞咨询，川财证券研究所

图 9：全球各地，退货为线上消费的常见问题

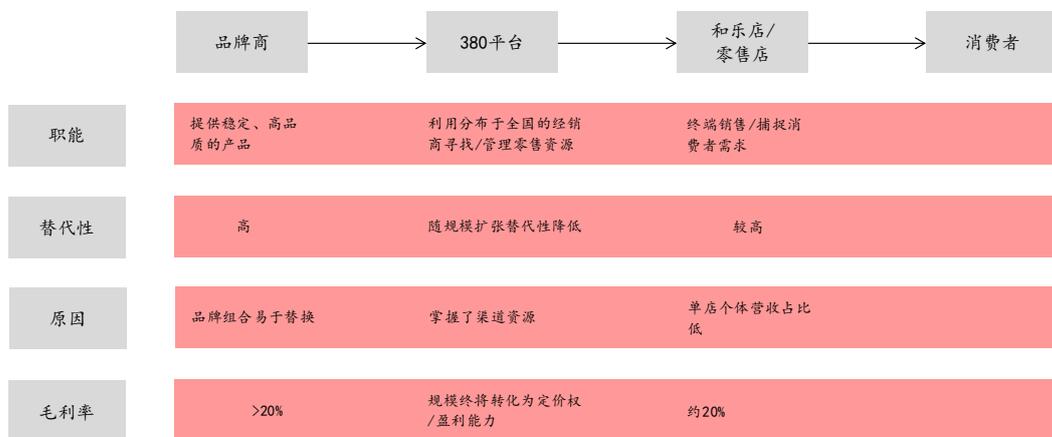


资料来源：UPS，川财证券研究所

## 380 平台具类平台商特质，可轻资产快速扩张

根据我们对 380 平台商业模式的理解，该平台具有类平台商的特质，其远景是成为开放的品牌商平台，实现品牌商（国际品牌、本土品牌、小众海外进口品类）与终端零售业者（380 平台自有的零售终端和乐店目前快速拓展中）的通达。初始阶段，为树立品牌效应，公司仍将引进品类限定于全球知名快消品牌，如宝洁（PG.US）、联合利华（UN.US）和雀巢（NESN.VX）等，待平台具一定规模，亦可考虑本土品牌，以及小众海外进口品类（公司现有的全球采购业务将助益于此）。由此，产品线将进一步丰富，并可使其平台下的和乐店显著区别于竞争对手。此外，和乐店的 O2O 系统近期已在部分门店上市，该等举措为零售 O2O 市场先行者，将有助于和乐店差异化形象的建立，并为消费者提供“无缝连接”。

图 10：380 平台成为连接品牌商和单体零售业者的桥梁，其于产业链的重要性将随规模扩张而提升



资料来源：川财证券研究所

我们的研究亦显示，380 平台的盈利模式介于平台商之典范——阿里巴巴，以及直销楷模——京东之间。其与京东最重要的区别在于对物流，380 平台优于京东的重点在于，其整合了全国重要地区的大经销商（公司以投资 60%的方式，控股了该等经销商），该等经销商谙熟其辖区的零售业者，并拥有强大成熟的物流体系，其运营效率高于从零开始的自建物流。

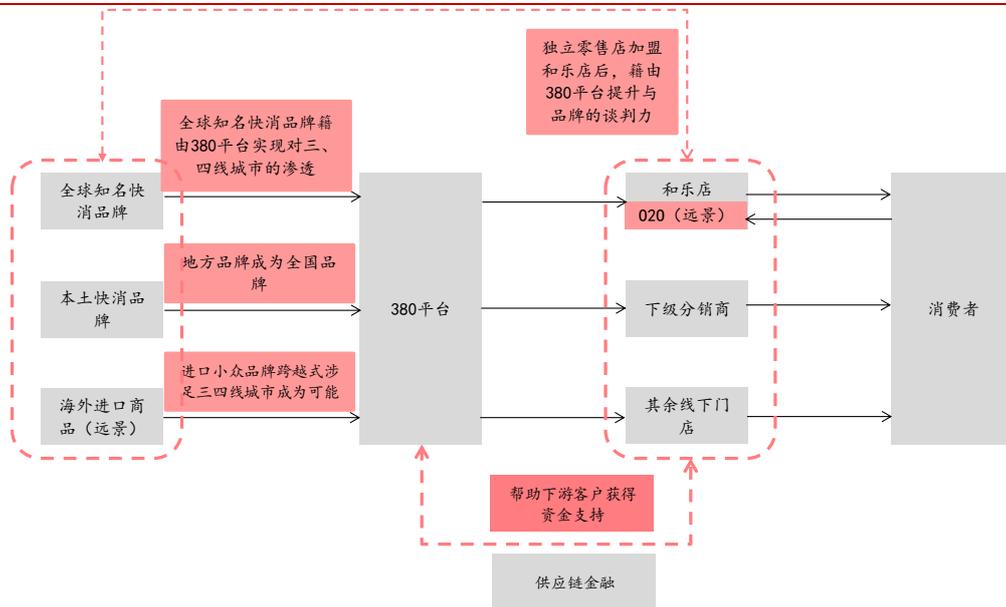
图 11： 380 平台其盈利模式位于平台商（阿里巴巴）和直销商（京东）之间

	平台商 (代表企业阿里巴巴)	380平台 (代表企业怡亚通)	直销 (代表企业京东)
消费者体验	多样化的产品和服务选择	选择相对较少, 更多为标准化的产品	选择相对较少, 更多为标准化的产品
存货	无库存	随平台完善, 可库存管理	需自有库存
盈利能力	高且具财务灵活性	规模将逐渐转化为盈利能力	较低
物流	物流外包, 适合中国分散的消费者和厂商	整合分散的物流资源, 适合中国分散的消费者/厂商	自建物流, 服务偏僻地区不具经济性
资本支出	轻资产, 现金流强劲	初始阶段较多资本支出, 具一定规模后, 规模效应明显	物流需投入较多资本支出

资料来源：川财证券研究所

产业链分析显示，借助 380 平台，产业链参与各方形成利益了共同体，都将受惠于 380 平台规模的持续扩张，(1) 品牌商：借助 380 平台实现对三、四线城市的快速渗透；(2) 终端零售业者：借助 380 平台增加对品牌的议价能力，且可通过 380 平台附带的供应链金融提升 ROE，并可实现差异化（有进口的小众商品，还有 O2O 设备）；(3) 380 平台旗下的分销商，可将渠道扁平化，将渠道利润内化。

图 12: 380 平台产业链参与各方均将受惠于 380 平台规模的扩张



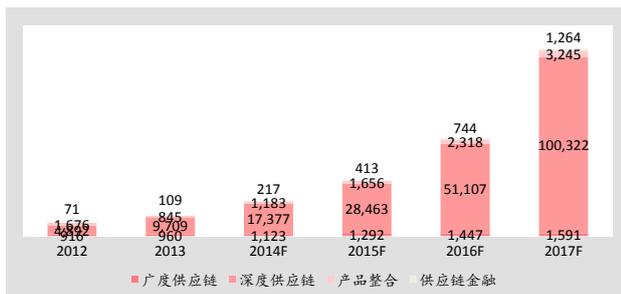
资料来源: 川财证券研究所

## 2015 年为业绩拐点，经营性现金转正

我们预估，受惠 380 平台的进一步扩展以及和乐店的陆续开出，380 平台的营业收入仍将录得快速增长，预估 2013 至 2017 年 380 平台营业收入的复合增长率为 79.3%，综合带动同期公司营业收入的复合增长率达 74.0%。至 2017 年，380 平台的营业收入将占公司总营业收入的 94%。

与此同时，随规模效应显现，以及和乐店的不断加入（和乐店可实现提前定货，甚至预付款），380 平台体系内营运现金流将持续改善。我们预估，2015 年公司应收账款周转率将由 2013 年的 3.0 升至 2015 年的 4.8，综合带动 2015 年经营性现金引来拐点。

图 13： 预估 2013 至 2017 年 380 平台(深度供应链) 营业收入的复合增长率为 79.3%



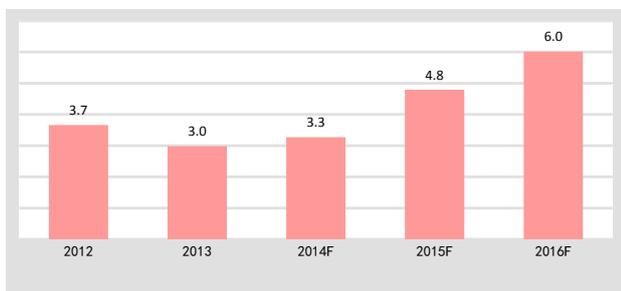
资料来源：川财证券研究所

图 14： 预估至 2017 年 380 平台营业收入占比达 94%



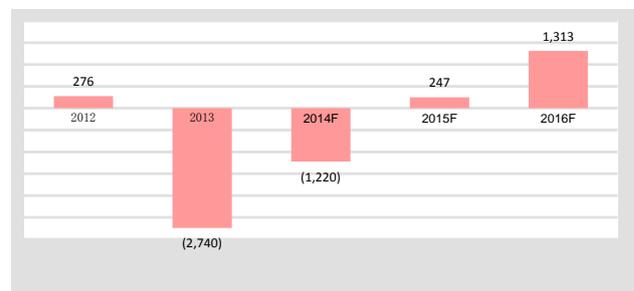
资料来源：川财证券研究所

图 15： 预估 2015 年应收账款周转天数进一步改善



资料来源：川财证券研究所

图 16： 预估 2015 年经营性现金流将迎来拐点



资料来源：川财证券研究所

## 投资建议

受惠 380 平台拓展，平台的加法和乘法效应将显现，搭配和乐店的持续开出，我们预估 2014 年、2015 年和 2016 年营业收入分别为 199 亿元、318 亿元和 556 亿元，同比增速分别为 73%、60%和 75%；归属母公司股东净利润分别为 3.53 亿、8.40 亿和 16.49 亿，同比增速分别为 76%、138%和 96%，EPS 则分别为 0.36 元、0.85 元和 1.67 元。目前股价分别对应 2014 年、2015 年和 2016 年 PS1.00x、0.63x 和 0.36x，PE56.4x、24.4x 和 12.1x。

基于：(1) 公司为大市场中的小公司：我们预估至 2016 年，380 平台锁定的目标市场的容量为 21,545 亿元，而目前公司市值仅为 199 亿元；(2) 380 平台具类平台商特质，可轻资产快速复制；(3) 2015 年经营性现金流迎来拐点，我们首次覆盖予以「买入」的投资评级。

目标价部分，考量 380 平台具类平台商之特质，其扩张初始阶段盈利模式与京东类似，我们参照京东对 380 业务予以估值（京东股价目前对应 2015 年 PS1.3x），得出 380 平台业务对应估值为 370 亿（由于远景来看，公司的广度业务和全球采购将服务于 380 平台，此处我们将其估值并入 380 平台）；供应链金融类似小贷业务，给予 2014 年 PB2.0x（2014 年小贷业务净资产合计为 7.9 亿元，无坏账），得出供应链金融业务对应估值 16 亿元，加总得出公司估值为 386 亿元，对应目标价为 39.15 元，目前股价隐含上涨空间 94%。

图 17：主要中概电子商务和互联网公司估值一览

代码	公司	市值 (当地货币)	十亿, 美元	EPS (财报货币)				营业收入 (十亿, 财报货币)				PE (X)				PS (X)				2013-2016F 2014 PEG	股息率 (%)																																																																																																																																																																																																																																																																																			
				2013	2014F	2015F	2016F	2013	2014F	2015F	2016F	2013	2014F	2015F	2016F	2013	2014F	2015F	2016F																																																																																																																																																																																																																																																																																					
<b>A股电子商务</b>																																																																																																																																																																																																																																																																																																								
002183.CH	怡亚通	20.17	3.2	0.21	0.36	0.85	1.67	11.6	19.9	31.8	55.6	96.0	56.3	23.7	12.1	1.7	1.0	0.6	0.4	46.9	1.2	2.5																																																																																																																																																																																																																																																																																		
<b>中概电子商务</b>																																																																																																																																																																																																																																																																																																								
JD.US	京东	26.46	36.6	-2.94	-0.47	0.02	1.32	69.3	113.4	171.7	239.8	N.M.	N.M.	8695.8	125.1	3.3	2.0	1.3	1.0	-429.0	N.M.	0.0																																																																																																																																																																																																																																																																																		
VIPS.US	唯品会	22.96	13.0	0.09	0.29	0.50	0.80	1.7	3.7	6.1	8.8	255.1	79.4	46.3	28.6	7.6	22.1	13.3	9.2	108.7	0.7	0.0																																																																																																																																																																																																																																																																																		
JMEI.US	聚美优品	13.04	1.9	0.19	0.54	0.72	1.04	0.5	0.7	1.0	1.2	68.6	24.1	18.0	12.5	3.9	17.5	12.0	9.5	82.8	0.3	0.0																																																																																																																																																																																																																																																																																		
DANG.US	当当网	8.78	0.7	-1.78	1.25	3.17	6.06	6.3	8.3	10.4	12.7	N.a.	44.0	17.3	9.1	0.7	0.5	0.4	0.4	-250.1	-0.2	0.0																																																																																																																																																																																																																																																																																		
BABA.US	阿里巴巴	85.68	211.2	3.57	13.46	17.78	23.62	34.5	76.3	103.1	134.8	149.9	46.8	1761.5	39.6	10.7	11.9	8.0	6.0	-94.0	0.4	0.0																																																																																																																																																																																																																																																																																		
<b>全球电子商务平台</b>																																																																																																																																																																																																																																																																																																								
AMZN.US	亚马逊	374.28	173.8	0.59	3.27	5.39	9.83	74.5	102.7	120.5	141.1	634.4	114.5	69.4	38.1	2.3	10.6	9.0	7.7	160.3	0.7	0.0																																																																																																																																																																																																																																																																																		
EBAY.US	电子湾	54.50	45.9	2.18	3.10	3.41	3.74	16.0	19.1	21.0	23.6	25.0	17.6	16.0	14.6	4.1	21.6	19.6	17.4	17.9	1.0	0.0																																																																																																																																																																																																																																																																																		
ZULU.US	Zulily	18.62	2.3	0.00	0.22	0.41	0.73	0.7	1.2	1.8	2.4	N.a.	83.5	45.1	25.5	3.4	12.0	8.2	6.0	97.4	0.9	0.0																																																																																																																																																																																																																																																																																		
YOON.EU	Yoon SpA	19.71	1.4	0.20	0.24	0.33	0.44	0.5	0.5	0.6	0.7	98.6	82.8	60.3	44.6	2.6	2.3	1.9	1.6	25.2	3.3	0.0																																																																																																																																																																																																																																																																																		
MELI.US	Mercadolibre	126.11	5.6	2.66	2.47	3.30	3.93	0.5	0.5	0.6	0.8	47.4	51.1	38.2	32.1	11.8	64.8	54.3	46.1	14.5	3.5	0.5																																																																																																																																																																																																																																																																																		
4775.JP	综合医疗有限公司	5,760.00	0.4	350.81	402.40	460.60	529.15	86.7	110.0	121.6	131.6	164.4	60.6	40.2	27.6	4.1	18.6	15.6	13.2	82.8	2.9	0.3																																																																																																																																																																																																																																																																																		
<b>全球电子商务平台</b>																																																																																																																																																																																																																																																																																																								
<b>中概互联网</b>																																																																																																																																																																																																																																																																																																								
700.HK	腾讯	132.90	160.3	1.66	2.58	3.43	4.35	60.4	78.4	96.2	120.4	500.0	321.8	241.9	190.6	16.6	12.8	10.4	8.3	36.6	8.8	0.3																																																																																																																																																																																																																																																																																		
SINA.US	新浪	37.02	2.5	0.66	0.74	0.92	1.81	0.7	0.8	0.9	1.1	56.1	49.9	40.1	20.4	3.7	20.4	17.2	14.2	42.5	1.2	0.0																																																																																																																																																																																																																																																																																		
BIDU.US	百度	211.78	74.3	29.93	40.71	55.02	76.43	31.9	49.1	69.4	92.5	44.2	32.5	23.6	17.3	14.5	9.5	6.7	5.0	35.9	0.9	0.0																																																																																																																																																																																																																																																																																		
RENH.US	人人公司	2.66	1.1	0.17	0.15	-0.25	-0.23	0.2	0.1	0.1	1.5	17.7	17.6	N.M.	N.M.	6.8	73.3	64.9	64.9	-207.4	-0.1	0.0																																																																																																																																																																																																																																																																																		
SFIN.US	搜房网	7.02	2.9	0.71	0.55	0.55	0.69	0.6	0.7	0.8	1.0	9.9	12.8	12.9	10.2	4.5	26.2	22.0	18.1	1.5	8.7	2.8																																																																																																																																																																																																																																																																																		
QIHU.US	奇虎360	62.48	7.9	0.78	2.50	3.91	5.37	0.7	1.4	2.1	2.7	80.1	25.0	16.0	11.6	11.7	35.7	23.9	18.1	95.2	0.3	0.0																																																																																																																																																																																																																																																																																		
OTRP.US	携程	48.24	6.2	1.10	0.60	0.77	1.66	0.9	1.2	1.6	2.1	43.9	79.9	62.4	29.1	7.0	32.7	24.5	18.8	19.5	4.1	0.0																																																																																																																																																																																																																																																																																		
LONG.US	艺龙	17.03	0.6	-4.82	-0.94	1.47	N.a.	1.0	1.2	1.4	N.A.	N.M.	N.M.	72.3	N.M.	3.7	3.1	2.7	N.M.	N.M.	N.M.	N.A.																																																																																																																																																																																																																																																																																		
Z280.HK	携程网	5.23	0.4	0.25	0.34	0.49	0.70	0.8	1.0	1.3	1.8	131.2	96.0	66.8	46.8	3.3	2.7	2.1	1.6	45.1	2.1	N.A.																																																																																																																																																																																																																																																																																		
EDU.US	新东方	18.64	3.0	0.86	1.28	1.54	1.76	1.0	1.2	1.4	1.6	21.6	14.6	12.1	10.6	3.1	14.8	13.0	11.4	27.3	0.5	N.A.																																																																																																																																																																																																																																																																																		
JOBS.US	前程无忧	33.13	2.0	1.38	1.65	1.88	2.25	0.3	0.3	0.4	0.4	24.0	20.1	17.6	14.7	7.4	41.0	36.0	31.3	18.6	N.M.	N.A.																																																																																																																																																																																																																																																																																		
WUBA.US	58同城网	37.88	3.3	0.26	0.21	-0.04	1.20	0.1	0.3	0.4	0.6	145.7	183.9	N.M.	31.5	22.8	79.3	49.4	33.6	77.2	2.4	N.A.																																																																																																																																																																																																																																																																																		
<b>全球互联网平台</b>																																																																																																																																																																																																																																																																																																								
<b>中概互联网平台</b>																																																																																																																																																																																																																																																																																																								
<table border="0"> <tr> <td>700.HK</td> <td>腾讯</td> <td>132.90</td> <td>160.3</td> <td>1.66</td> <td>2.58</td> <td>3.43</td> <td>4.35</td> <td>60.4</td> <td>78.4</td> <td>96.2</td> <td>120.4</td> <td>500.0</td> <td>321.8</td> <td>241.9</td> <td>190.6</td> <td>16.6</td> <td>12.8</td> <td>10.4</td> <td>8.3</td> <td>36.6</td> <td>8.8</td> <td>0.3</td> </tr> <tr> <td>SINA.US</td> <td>新浪</td> <td>37.02</td> <td>2.5</td> <td>0.66</td> <td>0.74</td> <td>0.92</td> <td>1.81</td> <td>0.7</td> <td>0.8</td> <td>0.9</td> <td>1.1</td> <td>56.1</td> <td>49.9</td> <td>40.1</td> <td>20.4</td> <td>3.7</td> <td>20.4</td> <td>17.2</td> <td>14.2</td> <td>42.5</td> <td>1.2</td> <td>0.0</td> </tr> <tr> <td>BIDU.US</td> <td>百度</td> <td>211.78</td> <td>74.3</td> <td>29.93</td> <td>40.71</td> <td>55.02</td> <td>76.43</td> <td>31.9</td> <td>49.1</td> <td>69.4</td> <td>92.5</td> <td>44.2</td> <td>32.5</td> <td>23.6</td> <td>17.3</td> <td>14.5</td> <td>9.5</td> <td>6.7</td> <td>5.0</td> <td>35.9</td> <td>0.9</td> <td>0.0</td> </tr> <tr> <td>RENH.US</td> <td>人人公司</td> <td>2.66</td> <td>1.1</td> <td>0.17</td> <td>0.15</td> <td>-0.25</td> <td>-0.23</td> <td>0.2</td> <td>0.1</td> <td>0.1</td> <td>1.5</td> <td>17.7</td> <td>17.6</td> <td>N.M.</td> <td>N.M.</td> <td>6.8</td> <td>73.3</td> <td>64.9</td> <td>64.9</td> <td>-207.4</td> <td>-0.1</td> <td>0.0</td> </tr> <tr> <td>SFIN.US</td> <td>搜房网</td> <td>7.02</td> <td>2.9</td> <td>0.71</td> <td>0.55</td> <td>0.55</td> <td>0.69</td> <td>0.6</td> <td>0.7</td> <td>0.8</td> <td>1.0</td> <td>9.9</td> <td>12.8</td> <td>12.9</td> <td>10.2</td> <td>4.5</td> <td>26.2</td> <td>22.0</td> <td>18.1</td> <td>1.5</td> <td>8.7</td> <td>2.8</td> </tr> <tr> <td>QIHU.US</td> <td>奇虎360</td> <td>62.48</td> <td>7.9</td> <td>0.78</td> <td>2.50</td> <td>3.91</td> <td>5.37</td> <td>0.7</td> <td>1.4</td> <td>2.1</td> <td>2.7</td> <td>80.1</td> <td>25.0</td> <td>16.0</td> <td>11.6</td> <td>11.7</td> <td>35.7</td> <td>23.9</td> <td>18.1</td> <td>95.2</td> <td>0.3</td> <td>0.0</td> </tr> <tr> <td>OTRP.US</td> <td>携程</td> <td>48.24</td> <td>6.2</td> <td>1.10</td> <td>0.60</td> <td>0.77</td> <td>1.66</td> <td>0.9</td> <td>1.2</td> <td>1.6</td> <td>2.1</td> <td>43.9</td> <td>79.9</td> <td>62.4</td> <td>29.1</td> <td>7.0</td> <td>32.7</td> <td>24.5</td> <td>18.8</td> <td>19.5</td> <td>4.1</td> <td>0.0</td> </tr> <tr> <td>LONG.US</td> <td>艺龙</td> <td>17.03</td> <td>0.6</td> <td>-4.82</td> <td>-0.94</td> <td>1.47</td> <td>N.a.</td> <td>1.0</td> <td>1.2</td> <td>1.4</td> <td>N.A.</td> <td>N.M.</td> <td>N.M.</td> <td>72.3</td> <td>N.M.</td> <td>3.7</td> <td>3.1</td> <td>2.7</td> <td>N.M.</td> <td>N.M.</td> <td>N.M.</td> <td>N.A.</td> </tr> <tr> <td>Z280.HK</td> <td>携程网</td> <td>5.23</td> <td>0.4</td> <td>0.25</td> <td>0.34</td> <td>0.49</td> <td>0.70</td> <td>0.8</td> <td>1.0</td> <td>1.3</td> <td>1.8</td> <td>131.2</td> <td>96.0</td> <td>66.8</td> <td>46.8</td> <td>3.3</td> <td>2.7</td> <td>2.1</td> <td>1.6</td> <td>45.1</td> <td>2.1</td> <td>N.A.</td> </tr> <tr> <td>EDU.US</td> <td>新东方</td> <td>18.64</td> <td>3.0</td> <td>0.86</td> <td>1.28</td> <td>1.54</td> <td>1.76</td> <td>1.0</td> <td>1.2</td> <td>1.4</td> <td>1.6</td> <td>21.6</td> <td>14.6</td> <td>12.1</td> <td>10.6</td> <td>3.1</td> <td>14.8</td> <td>13.0</td> <td>11.4</td> <td>27.3</td> <td>0.5</td> <td>N.A.</td> </tr> <tr> <td>JOBS.US</td> <td>前程无忧</td> <td>33.13</td> <td>2.0</td> <td>1.38</td> <td>1.65</td> <td>1.88</td> <td>2.25</td> <td>0.3</td> <td>0.3</td> <td>0.4</td> <td>0.4</td> <td>24.0</td> <td>20.1</td> <td>17.6</td> <td>14.7</td> <td>7.4</td> <td>41.0</td> <td>36.0</td> <td>31.3</td> <td>18.6</td> <td>N.M.</td> <td>N.A.</td> </tr> <tr> <td>WUBA.US</td> <td>58同城网</td> <td>37.88</td> <td>3.3</td> <td>0.26</td> <td>0.21</td> <td>-0.04</td> <td>1.20</td> <td>0.1</td> <td>0.3</td> <td>0.4</td> <td>0.6</td> <td>145.7</td> <td>183.9</td> <td>N.M.</td> <td>31.5</td> <td>22.8</td> <td>79.3</td> <td>49.4</td> <td>33.6</td> <td>77.2</td> <td>2.4</td> <td>N.A.</td> </tr> </table>																					700.HK	腾讯	132.90	160.3	1.66	2.58	3.43	4.35	60.4	78.4	96.2	120.4	500.0	321.8	241.9	190.6	16.6	12.8	10.4	8.3	36.6	8.8	0.3	SINA.US	新浪	37.02	2.5	0.66	0.74	0.92	1.81	0.7	0.8	0.9	1.1	56.1	49.9	40.1	20.4	3.7	20.4	17.2	14.2	42.5	1.2	0.0	BIDU.US	百度	211.78	74.3	29.93	40.71	55.02	76.43	31.9	49.1	69.4	92.5	44.2	32.5	23.6	17.3	14.5	9.5	6.7	5.0	35.9	0.9	0.0	RENH.US	人人公司	2.66	1.1	0.17	0.15	-0.25	-0.23	0.2	0.1	0.1	1.5	17.7	17.6	N.M.	N.M.	6.8	73.3	64.9	64.9	-207.4	-0.1	0.0	SFIN.US	搜房网	7.02	2.9	0.71	0.55	0.55	0.69	0.6	0.7	0.8	1.0	9.9	12.8	12.9	10.2	4.5	26.2	22.0	18.1	1.5	8.7	2.8	QIHU.US	奇虎360	62.48	7.9	0.78	2.50	3.91	5.37	0.7	1.4	2.1	2.7	80.1	25.0	16.0	11.6	11.7	35.7	23.9	18.1	95.2	0.3	0.0	OTRP.US	携程	48.24	6.2	1.10	0.60	0.77	1.66	0.9	1.2	1.6	2.1	43.9	79.9	62.4	29.1	7.0	32.7	24.5	18.8	19.5	4.1	0.0	LONG.US	艺龙	17.03	0.6	-4.82	-0.94	1.47	N.a.	1.0	1.2	1.4	N.A.	N.M.	N.M.	72.3	N.M.	3.7	3.1	2.7	N.M.	N.M.	N.M.	N.A.	Z280.HK	携程网	5.23	0.4	0.25	0.34	0.49	0.70	0.8	1.0	1.3	1.8	131.2	96.0	66.8	46.8	3.3	2.7	2.1	1.6	45.1	2.1	N.A.	EDU.US	新东方	18.64	3.0	0.86	1.28	1.54	1.76	1.0	1.2	1.4	1.6	21.6	14.6	12.1	10.6	3.1	14.8	13.0	11.4	27.3	0.5	N.A.	JOBS.US	前程无忧	33.13	2.0	1.38	1.65	1.88	2.25	0.3	0.3	0.4	0.4	24.0	20.1	17.6	14.7	7.4	41.0	36.0	31.3	18.6	N.M.	N.A.	WUBA.US	58同城网	37.88	3.3	0.26	0.21	-0.04	1.20	0.1	0.3	0.4	0.6	145.7	183.9	N.M.	31.5	22.8	79.3	49.4	33.6	77.2	2.4	N.A.
700.HK	腾讯	132.90	160.3	1.66	2.58	3.43	4.35	60.4	78.4	96.2	120.4	500.0	321.8	241.9	190.6	16.6	12.8	10.4	8.3	36.6	8.8	0.3																																																																																																																																																																																																																																																																																		
SINA.US	新浪	37.02	2.5	0.66	0.74	0.92	1.81	0.7	0.8	0.9	1.1	56.1	49.9	40.1	20.4	3.7	20.4	17.2	14.2	42.5	1.2	0.0																																																																																																																																																																																																																																																																																		
BIDU.US	百度	211.78	74.3	29.93	40.71	55.02	76.43	31.9	49.1	69.4	92.5	44.2	32.5	23.6	17.3	14.5	9.5	6.7	5.0	35.9	0.9	0.0																																																																																																																																																																																																																																																																																		
RENH.US	人人公司	2.66	1.1	0.17	0.15	-0.25	-0.23	0.2	0.1	0.1	1.5	17.7	17.6	N.M.	N.M.	6.8	73.3	64.9	64.9	-207.4	-0.1	0.0																																																																																																																																																																																																																																																																																		
SFIN.US	搜房网	7.02	2.9	0.71	0.55	0.55	0.69	0.6	0.7	0.8	1.0	9.9	12.8	12.9	10.2	4.5	26.2	22.0	18.1	1.5	8.7	2.8																																																																																																																																																																																																																																																																																		
QIHU.US	奇虎360	62.48	7.9	0.78	2.50	3.91	5.37	0.7	1.4	2.1	2.7	80.1	25.0	16.0	11.6	11.7	35.7	23.9	18.1	95.2	0.3	0.0																																																																																																																																																																																																																																																																																		
OTRP.US	携程	48.24	6.2	1.10	0.60	0.77	1.66	0.9	1.2	1.6	2.1	43.9	79.9	62.4	29.1	7.0	32.7	24.5	18.8	19.5	4.1	0.0																																																																																																																																																																																																																																																																																		
LONG.US	艺龙	17.03	0.6	-4.82	-0.94	1.47	N.a.	1.0	1.2	1.4	N.A.	N.M.	N.M.	72.3	N.M.	3.7	3.1	2.7	N.M.	N.M.	N.M.	N.A.																																																																																																																																																																																																																																																																																		
Z280.HK	携程网	5.23	0.4	0.25	0.34	0.49	0.70	0.8	1.0	1.3	1.8	131.2	96.0	66.8	46.8	3.3	2.7	2.1	1.6	45.1	2.1	N.A.																																																																																																																																																																																																																																																																																		
EDU.US	新东方	18.64	3.0	0.86	1.28	1.54	1.76	1.0	1.2	1.4	1.6	21.6	14.6	12.1	10.6	3.1	14.8	13.0	11.4	27.3	0.5	N.A.																																																																																																																																																																																																																																																																																		
JOBS.US	前程无忧	33.13	2.0	1.38	1.65	1.88	2.25	0.3	0.3	0.4	0.4	24.0	20.1	17.6	14.7	7.4	41.0	36.0	31.3	18.6	N.M.	N.A.																																																																																																																																																																																																																																																																																		
WUBA.US	58同城网	37.88	3.3	0.26	0.21	-0.04	1.20	0.1	0.3	0.4	0.6	145.7	183.9	N.M.	31.5	22.8	79.3	49.4	33.6	77.2	2.4	N.A.																																																																																																																																																																																																																																																																																		

说明：为 2015 年 2 月 9 日收盘价

资料来源：Bloomberg, 川财证券研究所

## 风险提示

- 1) 380 平台拓展不如预期;
- 2) 和乐店拓展不如预期。

报表预测					
利润表 (人民币, 百万)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
营业收入	7,484	11,514	19,900	31,824	55,615
减: 营业成本	6,652	10,520	18,341	29,606	52,276
营业税金及附加	24	32	56	90	156
营业费用	72	74	100	120	140
管理费用	531	598	750	685	733
财务费用	130	108	309	329	330
资产减值损失	16	20	10	12	14
加: 投资收益	0	42	0	0	0
公允价值变动损益	28	(25)	45	0	0
其他经营损益	61	90	40	45	50
营业利润	149	268	420	1,027	2,015
加: 其他非经营损益	10	(5)	3	(2)	(2)
利润总额	158	263	423	1,025	2,013
减: 所得税	28	55	57	154	302
净利润	130	208	366	871	1,711
减: 少数股东损益	5	8	13	32	62
归属母公司股东净利润	125	200	353	840	1,649
资产负债表 (人民币, 百万)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
货币资金	4,796	4,023	199	318	556
应收和预付款项	2,681	5,133	7,121	7,901	10,451
存货	951	1,971	2,614	3,965	6,490
其他流动资产	150	154	154	154	154
长期股权投资	0	360	360	360	360
投资性房地产	0	1,014	1,014	1,014	1,014
固定资产和在建工程	889	519	462	401	337
无形资产和开发支出	151	61	54	46	39
其他非流动资产	722	1,010	976	943	963
资产总计	10,341	14,245	12,954	15,103	20,365
短期借款	5,849	7,088	5,773	6,233	5,985
应付和预收款项	1,982	2,555	3,191	4,216	8,421
长期借款	885	891	0	0	0
其他负债	97	744	744	744	744
负债合计	8,813	11,278	9,708	11,193	15,150
股本	834	986	986	986	986
资本公积	200	1,103	1,103	1,103	1,103
留存收益	449	584	850	1,483	2,726
归属母公司股东权益	1,483	2,674	2,940	3,573	4,816
少数股东权益	45	292	306	337	399
股东权益合计	1,528	2,966	3,245	3,910	5,215
负债和股东权益合计	10,341	14,245	12,954	15,103	20,365

现金流量表 (人民币, 百万)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
经营性现金净流量	276	(2,740)	(1,220)	247	1,313
投资性现金净流量	(159)	46	18	(52)	(92)
筹资性现金净流量	252	2,858	(2,622)	(76)	(984)
现金流量净额	360	160	(3,824)	119	238

财务分析和估值指标	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
<b>盈利能力</b>					
毛利率	11.12%	8.64%	7.84%	6.97%	6.00%
销售净利率	9.80%	6.78%	5.82%	3.56%	2.16%
ROE	3.75%	3.41%	3.78%	4.25%	4.21%
ROA	4.36%	3.84%	4.37%	4.69%	4.44%
ROIC	1.74%	1.80%	1.84%	2.74%	3.08%
<b>成长能力</b>					
销售收入增长率	7.30%	53.86%	72.83%	59.92%	74.76%
净利润增长率	15.37%	39.75%	91.60%	80.11%	73.07%
<b>资本结构</b>					
资产负债率	85.23%	79.18%	74.95%	74.11%	74.39%
流动比率	28.38%	44.07%	63.75%	62.12%	51.26%
速动比率	76.41%	70.75%	59.47%	55.68%	39.51%
<b>经营效率</b>					
总资产周转率	0.72	0.81	1.54	2.11	2.73
存货周转率	15.91	94.10	44.07	81.44	170.12
<b>业绩和估值</b>					
EPS	0.127	0.203	0.358	0.851	1.672
BPS	1.504	2.711	2.981	3.623	4.884
PE	162.91	102.07	57.92	24.35	12.40
PB	13.79	7.65	6.95	5.72	4.24

## 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于5%；

标配：介于-5%到5%；

低配：低于-5%。

## 免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：J19651000。

©版权所有 2015 年川财证券有限责任公司