

# 毛利提升促业绩改善，全渠道转型持续推进

## ——三江购物（601116）2016 年度财报点评

2017 年 03 月 31 日

中性/首次

三江购物

财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号：S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn	010-66554017
史琨	联系人	
	shikun@dxzq.net.cn	010-66554063

### 事件：

三江购物 2016 年实现营业收入 40.96 亿元，同比下滑 6%；归属上市公司股东净利润 1.01 亿元，同比增加 50.69%，扣非后净利润 0.74 亿元，同比上升 37.62%；基本每股收益 0.25 元/股，同比上升 50.67%。分红预案为每 10 股派发现金 2.0 元（含税）。

### 公司分季度财务指标

指标	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入（百万元）	1012.88	1076.33	1030.16	1210.28	950.5	1007.24	927.93
增长率（%）	-3.43%	-2.43%	0.50%	-2.24%	-6.16%	-6.42%	-9.92%
毛利率（%）	19.47%	20.59%	20.49%	20.08%	20.91%	21.91%	22.79%
期间费用率（%）	17.82%	19.09%	18.92%	16.40%	19.99%	19.01%	17.95%
营业利润率（%）	1.89%	1.12%	0.88%	2.88%	2.86%	2.57%	3.54%
净利润（百万元）	23.08	12.51	3.41	31.88	18.42	26.36	24.45
增长率（%）	-24.77%	-49.78%	-77.65%	13.45%	-20.20%	110.74%	617.39%
每股盈利（季度，元）	0.06	0.03	0.01	0.08	0.04	0.06	0.06
资产负债率（%）	42.86%	45.72%	43.60%	42.54%	41.77%	42.71%	40.25%
净资产收益率（%）	1.47%	0.79%	0.22%	1.98%	1.19%	1.67%	1.53%
总资产收益率（%）	0.84%	0.43%	0.12%	1.14%	0.69%	0.96%	0.91%

### 观点：

- 业绩符合预期，生鲜业务表现亮眼。**公司 2016 年实现营收 40.96 亿元，同比下滑 6.00%，系宏观经济增长放缓、消费需求结构调整以及网络零售快速发展的影响。分季度来看，Q1-Q4 分别实现营收 12.10 亿元、9.51 亿元、10.07 亿元、9.28 亿元，同比分别下降 2.24%、6.16%、6.42%、9.92%，增速呈现放缓态势。分产品来看，食品、生鲜、日用百货和针纺分别实现营收 22.33 亿元、9.01 亿元、7.08 亿元、1.07 亿元，同比变动-7.17%、4.30%、-10.05%、-19.27%，营收占比分别为 56.55%、22.82%、17.93%、2.71%，除生鲜外均出现不同程度下滑。分地区来看，宁波、浙江地区（除宁波外）分别实现营收 32.89 亿元、6.60 亿元，同比下降 2.82%、17.97%，营收占比分别为 83.29%、16.71%。报告期内，公司新开 21 家门店，关闭门店 27 家。截至报告期末，共计拥有 158 家门店，其中自有门店 26 家，物业面积 10.07 万平；租赁门店 132 家，物业面积 27.40 万平。

- **毛利率提高+非经常性损益增加推高公司利润。**2016年, 公司综合毛利率为21.34%, 同比增加1.49个百分点, 系公司不断优化供应链, 商品直采降低采购成本。其中, 食品、生鲜、日用百货、针纺毛利率分别为18.08%、13.86%、23.13%、32.45%, 同比分别增加2.07、2.32、1.55、1.01个百分点。期间费用率提升0.57个百分点至18.23%, 主要是折旧和摊销增加所致。其中, 销售费用率、管理费用率及财务费用率分别为16.25%、2.55%、-0.58%, 同比分布变动0.34%、0.24%、0%。综合来看, 营收下滑, 但毛利率增长抵消费用率的攀升, 以及获得新江厦股权处置收益1993万元和政府补助收入2518万元的非经常性损益, 2016年归属于上市公司股东的净利润为1.01亿元, 同比增加50.69%, 扣非净利润为0.74亿元, 同比增加37.62%。
- **升级改造+引入战投, 拥抱全渠道。**1) **升级超市门店和仓储物流基地, 推进全渠道转型。**公司拟对浙江省内122家超市门店进行升级改造, 包括业务电商化、供应链智能化、配送时效化改造, 实现信息同步, 打通全渠道, 改造后门店提供高性价比商品和到家服务, 人群覆盖范围将扩大。仓储物流升级方面, 拟对奉化和萧山物流基地进行升级扩容, 实现信息化改造, 为公司全渠道转型提供支持。2) **引入战投阿里系, 加速线上布局。**2016年11月, 阿里泽泰以协议受让、参与非公开发行、认购可交换债券的方式购入公司股票17526万股, 持股比例32%, 成为公司第二大股东。未来公司有望借助阿里管理经验和优化门店管理系统、存货管理系统、会员管理系统、物流仓储系统, 加速线上线下融合。2016年公司线上布局动作不断, 8月完成三江购物网改造; 9月入驻百度外卖平台; 11月入驻淘宝便利店。报告期内线上销售收入6286万元, 同比增加223.5%。3) **管理层高杠杆参股公司。**2016年公司实施第一期员工持股计划, 并于9月9日完成认购。高管和核心骨干以1:4杠杆(员工自筹700万元, 和安投资无息借款2800万元)购入公司股票322万股, 占总股本0.78%。其中, 7名高管出资该计划的60%, 8名核心骨干出资40%。员工持股计划成功实施一是将员工利益与公司利益挂钩, 有利于提高管理效率, 加快转型升级; 二是彰显高管对未来公司发展信心, 公司股价有望提振。

## 结论:

三江购物是浙江省最大的连锁超市企业, 全省拥有 158 家门店。在零售行业低迷之际, 公司积极寻求全渠道转型。升级传统门店和仓储物流基地, 为全渠道提供支持; 引入战略投资者阿里泽泰, 将自身的线下优势和阿里的线上优势及先进技术相结合, 加速公司业务线上线下融合; 推出员工持股计划, 绑定员工和公司利益, 促进经营效率提高, 同时彰显高管对公司前景的积极态度, 提振投资者信心。未来随着全渠道转型的深入, 公司创收和盈利能力改善可期。预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.26 元、0.27 元和 0.29 元, 对应的 PE 分别为 115.60X、111.19X、101.76X, 首次覆盖给予“中性”投资评级。

## 风险提示:

宏观经济下滑、转型进展低于预期等

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	1623	1471	477	737	1575	<b>营业收入</b>	4357	4096	4272	4405	4543
货币资金	778	958	-25	230	1063	<b>营业成本</b>	3493	3222	3353	3449	3548
应收账款	4	5	7	7	7	<b>营业税金及附加</b>	22	22	23	24	25
其他应收款	7	18	19	20	20	<b>营业费用</b>	693	666	683	705	727
预付款项	58	53	46	39	32	<b>管理费用</b>	101	105	107	110	114
存货	441	381	413	425	437	<b>财务费用</b>	-25	-24	-25	-18	-18
其他流动资产	289	16	16	16	16	<b>资产减值损失</b>	2.64	5.04	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	1182	1208	1027	898	768	<b>公允价值变动收益</b>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	<b>投资净收益</b>	8.01	20.75	0.00	0.00	0.00
固定资产	993.32	1003.49	884.33	765.16	646.00	<b>营业利润</b>	78	121	129	135	148
无形资产	52	106	95	85	74	<b>营业外收入</b>	15.75	25.83	22.09	21.22	23.05
其他非流动资产	49	46	0	0	0	<b>营业外支出</b>	5.51	9.61	9.03	8.05	8.90
<b>资产总计</b>	2805	2679	1504	1635	2343	<b>利润总额</b>	89	137	143	148	162
<b>流动负债合计</b>	1220	1076	1002	1913	2599	<b>所得税</b>	22	36	37	39	42
短期借款	0	0	0	929	1634	<b>净利润</b>	67	101	105	109	119
应付账款	494	393	367	378	389	<b>少数股东损益</b>	0	0	0	0	0
预收款项	556	531	503	475	445	<b>归属母公司净利润</b>	67	101	105	109	119
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	<b>EBITDA</b>	163	267	235	247	259
<b>非流动负债合计</b>	3	3	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	0.16	0.25	0.26	0.27	0.29
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债合计</b>	1223	1079	1002	1913	2599	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	<b>营业收入增长</b>	-1.95%	-6.00%	4.29%	3.12%	3.14%
实收资本(或股本)	411	411	411	411	411	<b>营业利润增长</b>	-42.73%	54.08%	7.17%	4.28%	9.45%
资本公积	668	668	668	668	668	<b>归属于母公司净利润</b>	4.02%	3.96%	4.02%	3.96%	9.27%
未分配利润	410	417	330	240	141	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	1582	1601	1616	1636	1658	<b>毛利率(%)</b>	19.84%	21.34%	21.50%	21.70%	21.90%
<b>负债和所有者权益</b>	2805	2679	2618	3549	4257	<b>净利率(%)</b>	1.54%	2.47%	2.46%	2.48%	2.63%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					<b>总资产净利润(%)</b>	5.06%	2.39%	3.77%	6.99%	6.69%
	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>ROE(%)</b>	4.24%	6.32%	6.51%	6.68%	7.21%
<b>经营活动现金流</b>	51	186	107	198	207	<b>偿债能力</b>					
净利润	67	101	105	109	119	<b>资产负债率(%)</b>	44%	40%	38%	54%	61%
折旧摊销	110.08	170.44	0.00	129.76	129.76	<b>流动比率</b>	1.33	1.37	0.48	0.39	0.61
财务费用	-25	-24	-25	-18	-18	<b>速动比率</b>	0.97	1.01	0.06	0.16	0.44
应收账款减少	0	0	-1	0	0	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	-28	-29	-30	<b>总资产周转率</b>	1.54	1.49	1.61	1.43	1.16
<b>投资活动现金流</b>	-268	130	90	0	0	<b>应收账款周转率</b>	1406	906	729	662	662
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	<b>应付账款周转率</b>	8.23	9.24	11.24	11.82	11.85
长期股权投资减少	0	0	23	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	8	21	0	0	0	<b>每股收益(最新摊薄)</b>	0.16	0.25	0.26	0.27	0.29
<b>筹资活动现金流</b>	-82	-135	-61	858	625	<b>每股净现金流(最新)</b>	-0.73	0.44	0.33	2.57	2.03
应付债券增加	0	0	0	0	0	<b>每股净资产(最新摊)</b>	3.85	3.90	3.93	3.98	4.04
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	<b>P/E</b>	185.00	120.23	115.60	111.19	101.76
资本公积增加	0	0	0	0	0	<b>P/B</b>	7.69	7.59	7.52	7.43	7.33
<b>现金净增加额</b>	-299	181	135	1055	832	<b>EV/EBITDA</b>	69.74	41.88	51.92	52.11	49.06

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 徐昊

会计学硕士, 2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究, 8 年食品饮料行业研究经验。2016 年进入中小市值研究领域。

## 联系人简介

---

### 史琨

投资银行与金融学硕士, 2015 年加入东兴证券从事商贸零售行业研究, 获 2015 年度“今日投资”商贸零售行业最佳选股分析师第三名

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映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。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。