

研究所

突出生鲜品类+京东到家 O2O 转型，未来发展可以期待

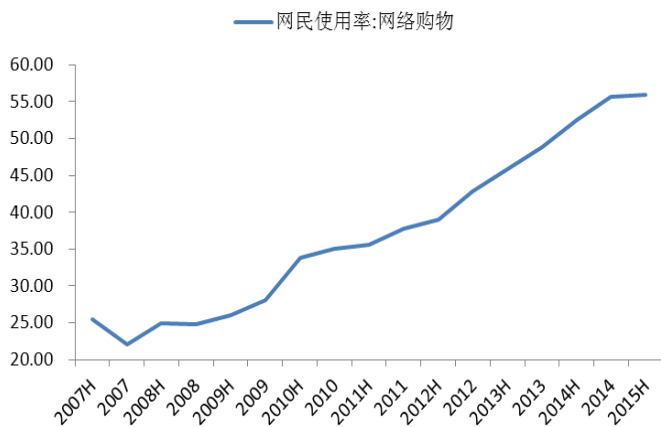
证券分析师：余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn

——三江购物（601116）调研简报

投资要点：

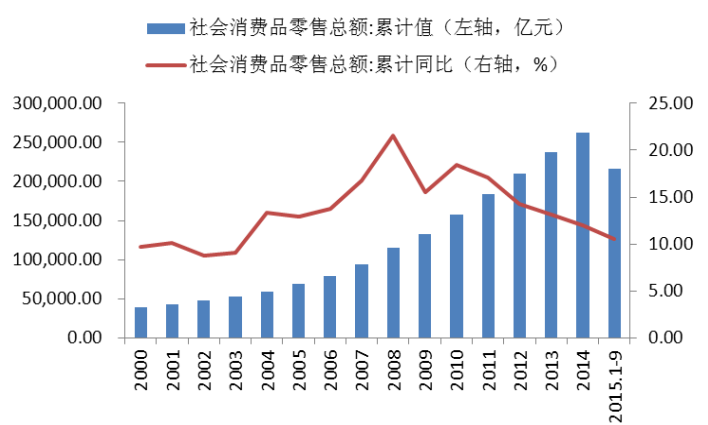
1、受电商冲击和经济下滑影响，公司近几年业绩有所下滑

图 1、网络购物增长情况



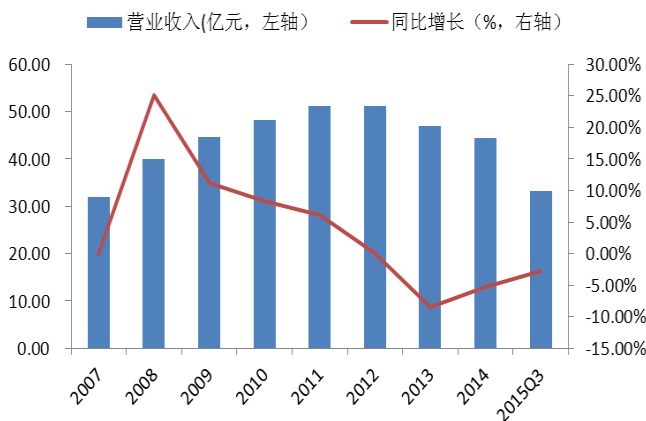
资料来源：wind，国海证券研究所

图 2、社会消费品零售总额情况



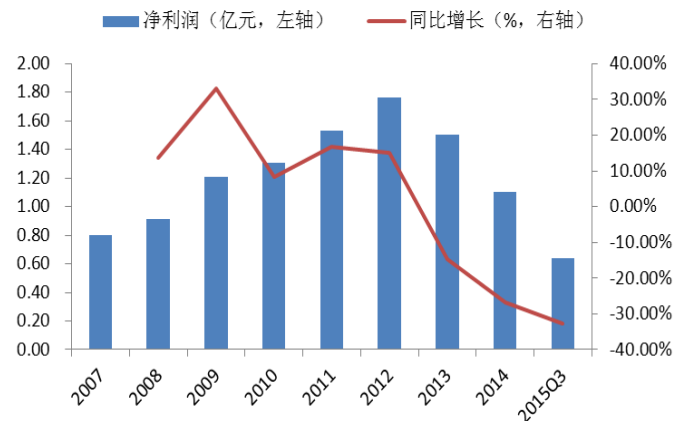
资料来源：wind，国海证券研究所

图 3、公司收入及增长情况



资料来源：wind，国海证券研究所

图 4、公司利润及增长情况



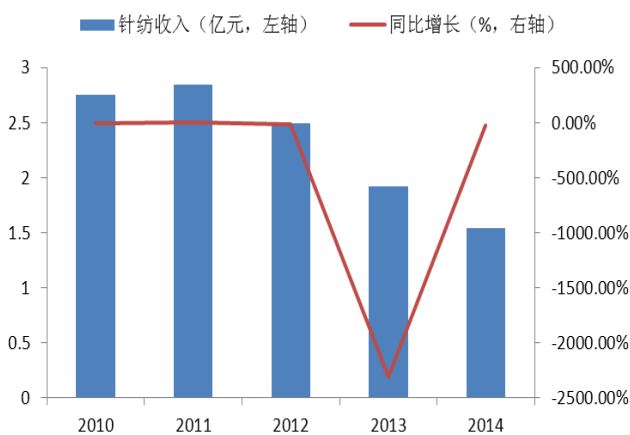
资料来源：wind，国海证券研究所

受电商冲击和经济不景气影响，公司近几年业绩有所下滑。随着互联网的发展，电商业务在我国发展迅速，我国居民网络购物量持续增加，网民网络购物使用率从 2007 年的 22% 快速上升到 2015 年的 56%。此外，近几年我国宏观经济也不是很景气，GDP 增速处于下降通道，房地产过热后增长缓慢，社会消费品零售总额增速也持续下滑，对公司主营商贸零售业冲击较大。

2、 突出发展“生鲜品类”，以实现差异化竞争优势

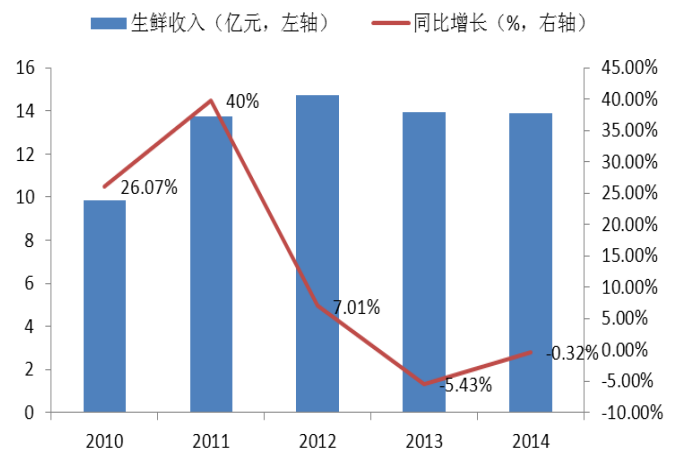
近年来，由于商贸零售行业竞争激烈，特别是受电商冲击比较大，诸如日用品业务、针织业务等都下滑严重，公司为扭转这一颓势，自 2010 年就开始重点布局生鲜品类，以突出差异化竞争优势。

图 5、 针织业务收入及增长情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

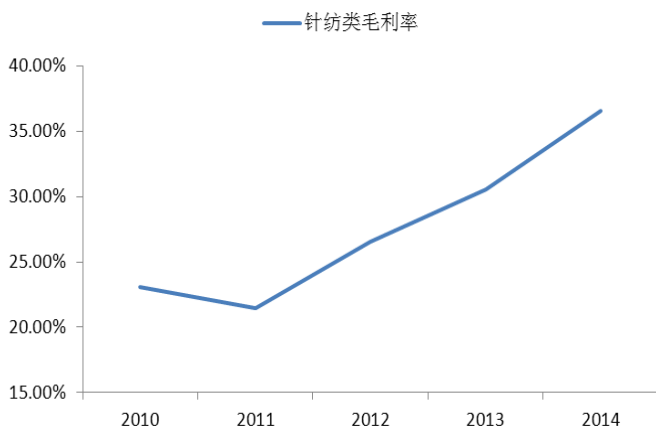
图 6、 生鲜业务收入及增长情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

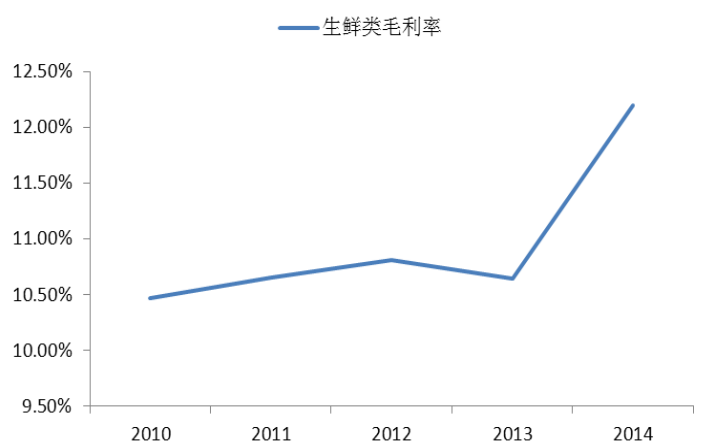
为更好的发展生鲜业务，公司设立了生鲜配送中心，投资约 2 个亿，其中冷链车约 1400 多万，冷链车主要分 7.9 吨和 1.5 吨两种型号。冷链车的配置对提升生鲜产品的品质至关重要，大车主要是早上 7 点前对各商场网点的集中配送。小车，主要在白天补货，及时的补货对提高客流和生意都很有帮助。生鲜类产品以果蔬为主，虽然量比较大（约占总销售额的 1/3），但毛利率比较低，对公司利润短期内贡献不大，未来随着规模扩大，生鲜类盈利能力有望提升。

图 7、 针织类业务毛利率



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 8、 生鲜类业务毛利率



资料来源: wind, 国海证券研究所

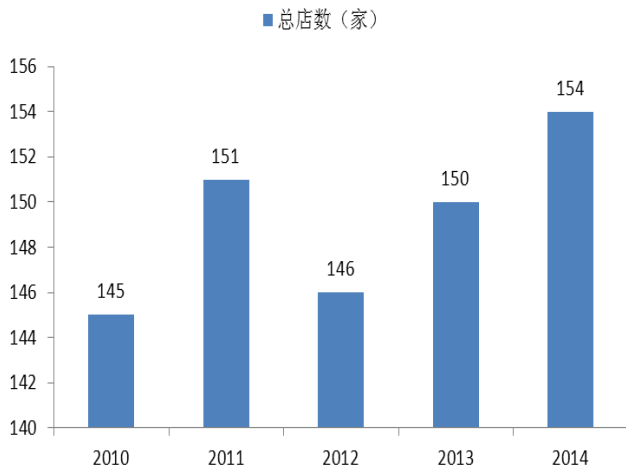
3、 加盟“京东到家” O2O 商务模式，开启互联网业务转型

公司于 2015 年 8 月 17 日，加盟“京东到家”。京东到家平台是运行于京东到家手机终端软件、京东到家微信平台以及京东不时增加的其他渠道上为用户提供信息发布、交流、第三方经营者开设店铺经营，以及其他技术服务的电子商务交易服务平台。公司与京东合作，将发挥双方在电商、物流、零售实体店经营等领域的资源与优势，共同推动 O2O 模式的发展，通过双方的合作，开拓全渠道销售路径，实现创新型发展。

目前公司“京东到家”月业务量约在 12000 单左右，所有业务由“京东人”配送，目前由于京东配送能力跟不上，业务发展有所限制。从长远来看，我们认为实体店借助互联网开展 O2O 的商务模式是必经之路，未来公司业务有望借助“京东到家”平台获得较大发展。

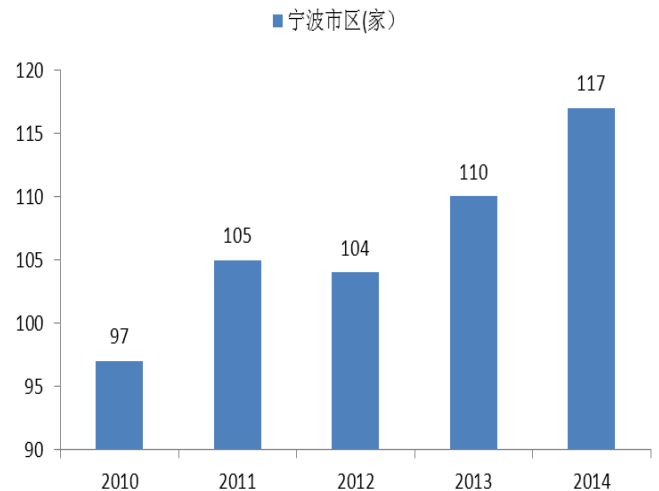
4、 公司未来主要围绕浙江地区开发门店，实现稳健增长

图 9、公司门店总数



资料来源：wind，国海证券研究所

图 10、宁波市区门店总数



资料来源：wind，国海证券研究所

公司未来发展主要围绕浙江地区开发门店，对市场比较成熟的宁波地区，可实现渠道进一步下沉，总体上公司保持一个稳健发展的业态。

5、 盈利预测与投资建议

基于上述分析，我们预测公司 2015/16/17 年 EPS 分别为 0.19/0.20/0.23 元，对于当前股价 PE 分别为 54.61/50.56/44.24 倍，鉴于目前估值相对较高，首次给予“中性”评级。

6、 风险提示

门店开发不达预期，京东到家 O2O 运营不达预期。

表 1、三江购物盈利预测

证券代码:	601116.sh				股票价格:	10.97	投资评级:	中性		日期:	2015-11-10
财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E		
盈利能力					每股指标						
ROE	7%	4%	4%	4%	EPS	0.27	0.19	0.20	0.23		
毛利率	20%	20%	20%	20%	BVPS	3.89	4.59	5.35	6.22		
期间费率	17%	18%	18%	17%	估值						
销售净利率	2%	2%	2%	2%	P/E	41.04	58.73	54.37	47.58		
成长能力					P/B	2.82	2.39	2.05	1.76		
收入增长率	-5%	-2%	3%	8%	P/S	1.01	1.03	1.00	0.93		
利润增长率	-27%	-30%	8%	14%							
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E		
总资产周转率	1.56	1.40	1.29	1.24	营业收入	4444	4355	4486	4845		
应收账款周转率	1015.14	1015.14	1015.14	1015.14	营业成本	3553	3500	3601	3888		
存货周转率	8.23	8.23	8.23	8.23	营业税金及附加	22	21	22	24		
偿债能力					销售费用	687	683	701	762		
资产负债率	44%	40%	37%	35%	管理费用	83	92	91	104		
流动比	1.38	1.55	1.76	1.96	财务费用	(38)	(9)	(29)	(60)		
速动比	1.03	1.20	1.41	1.61	其他费用/(-收入)	(1)	23	0	0		
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业利润	137	92	100	128		
现金及现金等价物	1097	1298	1601	1980	营业外净收支	13	13	13	1		
应收款项	4	4	4	5	利润总额	150	105	113	129		
存货净额	432	428	440	475	所得税费用	40	28	30	34		
其他流动资产	181	177	182	196	净利润	110	77	83	95		
流动资产合计	1713	1894	2215	2643	少数股东损益	0	0	0	0		
固定资产	885	897	937	963	归属于母公司净利润	110	77	83	95		
在建工程	72	152	142	142	现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E		
无形资产及其他	53	53	48	43	经营活动现金流	41	204	127	52		
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	110	77	83	95		
资产总计	2848	3121	3466	3915	少数股东权益	0	0	0	0		
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	49	94	95	99		
应付款项	565	560	577	622	公允价值变动	0	10	0	0		
预收帐款	571	560	577	623	营运资金变动	(118)	24	(50)	(141)		
其他流动负债	104	104	104	104	投资活动现金流	(290)	(91)	(30)	(26)		
流动负债合计	1241	1224	1257	1349	资本支出	(243)	(91)	(30)	(26)		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	19	0	0	0		
其他长期负债	11	11	11	11	其他	(66)	0	0	0		
长期负债合计	11	11	11	11	筹资活动现金流	450	213	230	262		
负债合计	1252	1235	1268	1360	债务融资	0	0	0	0		
股本	411	411	411	411	权益融资	0	0	0	0		
股东权益	1596	1885	2198	2555	其它	450	213	230	262		
负债和股东权益总计	2848	3121	3466	3915	现金净增加额	201	326	327	288		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

余春生，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。