

三江购物 (601116)

引入阿里巴巴，积极拥抱“新零售”

三江购物引入阿里，持股比例 35%逼近大股东

公司公告，阿里巴巴泽泰拟通过协议受让、认购定增股份、认购可交换公司债方式收购公司股份，预计交易完成后，阿里巴巴泽泰持股比例将达 32%，若进一步考虑可交换债全部换股，则持股比例将达 35%，跻身为第二大股东，公司实控人陈念慈直接与间接持股比例将降至 37%。具体来看，①协议受让。阿里巴巴泽泰与公司控股股东和安投资签订《股份认购协议》，拟受让其持有的 3833.75 万股（占非公开发行后总股本 7%）；②定向增发。阿里巴巴泽泰拟以 11.11 元/股认购不超 1.37 亿股（占发行后总股本 25%）；③可交换债。控股股东和安投资拟以所持公司部分股票为标的向阿里巴巴泽泰发行可交换公司债，拟募集资金规模不超 1.88 亿，按上限计算，预计全部换股后，该部分股份占总股本约 3%。

智慧化改造升级超市门店、仓储物流基地

第一，超市门店全渠道改造项目。公司拟对浙江省内合计 122 家门店进行智慧化升级改造，包括业务电商化、供应链智能化、配送时效化等。通过实施该项目，公司将进一步打通全渠道，一方面，加强线上线下流量互动，扩大店面覆盖人群，满足新一代消费者对到家业务的需求；另一方面，对产业链各环节进行实时数据化管控，提升库存资源利用率，降低运营成本，从而提供更高性价比的商品与服务。第二，仓储物流基地升级建设项目。公司拟对奉化和萧山两块仓储物流基地进行升级扩容，采用先进的自动化控制系统和立体货架，并配置自动化立体仓库，完善供应链管理系统，从而提高仓库的空间面积、存取自动化率和物流配送能力，满足公司不断扩大的商品采购品类与采购规模需求，为全渠道业务的发展奠定物流基础。同时，通过对海量仓储信息数据进行收集与分析，实现仓库、门店、第三方物流仓等多渠道仓储信息实时、可视化共享，合理调配各渠道库存水平。

加速主业转型升级，打造互联网时代的社区平价超市

公司深耕连锁超市多年，本次引入阿里巴巴将加强和充实公司的技术实力，实现从单一线下发展向全渠道融合发展。具体来看，一方面，立足公司现有门店布局，通过改造为区域社区服务平台，提升门店经营能力，更好满足新一代消费者对到家业务的需求；另一方面，通过引入阿里先进的电商经营理念与解决方案，优化公司现有会员、支付、库存及供应链等系统，利用互联网手段降低运营成本，提高业务盈利能力。

风险提示：定增预案过会进程未达预期等。

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	4,444.19	4,357.36	4,173.66	4,739.10	5,517.56
增长率(%)	(5.23)	(1.95)	(4.22)	13.55	16.43
EBITDA(百万元)	147.57	115.41	109.91	131.32	160.83
净利润(百万元)	109.81	67.10	76.60	95.18	121.10
增长率(%)	(26.83)	(38.89)	14.16	24.26	27.23
EPS(元/股)	0.27	0.16	0.19	0.17	0.22
市盈率(P/E)	47.55	77.81	68.16	73.13	57.48
市净率(P/B)	3.27	3.30	3.28	4.02	4.02
市销率(P/S)	1.17	1.20	1.25	1.47	1.26
EV/EBITDA	15.81	37.60	36.79	42.36	33.27

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	商业贸易/一般零售
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	12.71 元
目标价格	16.00 元
上次目标价	元

基本数据

总股本(百万股)	410.76
流通股本(百万股)	410.76
总市值(百万元)	5,220.74
流通 A 股市(百万元)	5,220.74
每股净资产(元)	3.84
资产负债率(%)	42.71
一年内最高/最低(元)	13.74/8.21

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

关注我们



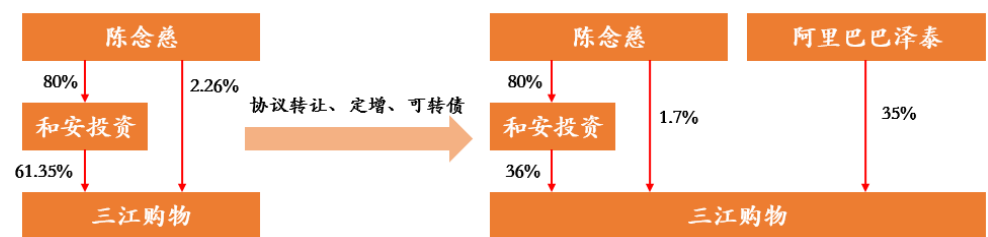
扫码关注

天风证券

研究所官方微信信号

三江购物引入阿里，持股比例 35%逼近大股东。公司公告，阿里巴巴泽泰拟通过协议受让、认购定增股份、认购可交换公司债方式收购公司股份，预计交易完成后，阿里巴巴泽泰持股比例将达 32%，若进一步考虑可交换债全部换股，则持股比例将达 35%，跻身为第二大股东，公司实控人陈念慈直接与间接持股比例将降至 37%。具体来看，①协议受让。阿里巴巴泽泰与公司控股股东和安投资签订《股份认购协议》，拟受让其持有的 3833.75 万股（占非公开发行后总股本 7%）；②定向增发。阿里巴巴泽泰拟以 11.11 元/股认购不超 1.37 亿股（占发行后总股本 25%），公司募集资金 15.21 亿将用于超市门店全渠道改造项目（12.21 亿）与仓储物流基地升级建设项目（3 亿）；③可交换债。控股股东和安投资拟以所持公司部分股票为标的向阿里巴巴泽泰发行可交换公司债，拟募集资金规模不超 1.88 亿，期限不超 6 年，按上限计算，预计全部换股后，该部分股份占总股本约 3%，阿里巴巴合计持股比例将达 35%（7%+25%+3%）。同时，公司与阿里巴巴泽泰拟共同出资 5000 万设立“宁波泽泰”作为双方合作的平台，负责生鲜店的建店服务与日常线上运营。其中，阿里巴巴泽泰出资 4000 万（占比 80%），公司出资 1000 万（占比 20%）。通过引入阿里巴巴，双方拟在对接电商资源、共享供应链优势和零售业务转型升级等方面展开合作，公司股票将自 11 月 21 日起复牌。

图 1：交易完成后阿里巴巴泽泰持股比例将达 35%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

智慧化改造升级超市门店、仓储物流基地。第一，超市门店全渠道改造项目。公司拟对浙江省内合计 122 家门店进行智慧化升级改造，包括业务电商化、供应链智能化、配送时效化等。通过实施该项目，公司将进一步打通全渠道，一方面，加强线上线下流量互动，扩大店面覆盖人群，满足新一代消费者对到家业务的需求；另一方面，对产业链各环节进行实时数据化管控，提升库存资源利用率，降低运营成本，从而提供更高性价比的商品与服务，成为全面满足客户需求的全渠道零售商。**第二，仓储物流基地升级建设项目。**公司拟对奉化和萧山两块仓储物流基地进行升级扩容，采用先进的自动化控制系统和立体货架，并配置自动化立体仓库，完善供应链管理系统，从而提高仓库的空间面积、存取自动化率和物流配送能力，满足公司不断扩大的商品采购品类与采购规模需求，为全渠道业务的发展奠定物流基础。同时，通过对海量仓储信息数据进行收集与分析，实现仓库、门店、第三方物流仓等多渠道仓储信息实时、可视化共享，合理调配各渠道库存水平，建立快速合理的仓储配送体系。

图 2：募投项目资金投入

项目名称	投资总额 (亿元)	募集资金投入金额 (亿元)
超市门店全渠道改造项目	16.74	12.21
仓储物流基地升级建设项目	3.25	3.00
合计	19.99	15.21

资料来源：公司公告，天风证券研究所

加速主业转型升级，打造互联网时代的社区平价超市。公司深耕连锁超市多年，门店主要位于重要商圈和成熟社区内，截至 16 年 6 月底，合计拥有门店 165 家，其中超市 137 家（总建面 40.92 万平），邻里店 28 家（总建面 1.02 万平）。结合公司成熟的线下超市开设、运营管理经验和高效的供应链管理体系，本次引入阿里巴巴将加强和充实公司的技术实力，

实现从单一线下发展向全渠道融合发展。**具体来看，一方面**，立足公司现有门店布局，通过改造为区域社区服务平台，提升门店经营能力，更好满足新一代消费者对到家业务的需求，构建基于全渠道的“新零售”模式；**另一方面**，通过引入阿里先进的电商经营理念与解决方案，优化公司现有会员、支付、库存及供应链等系统，利用互联网手段降低运营成本，提高业务盈利能力。

首次覆盖，给予“买入”评级。公司是浙江省本土连锁超市龙头，立足重要商圈与住宅小区，定位社区平价超市，近年来经营稳健。本次战略引入阿里巴巴，借助其强大的电商运营实力与云计算、移动互联等新兴技术，通过资源共享与优势互补，全面优化升级现有实体门店、存货/仓储物流系统、会员管理等，从单一线下向全渠道融合发展，迈出战略升级坚实步伐。假设本次交易于 17 年完成，预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.19/0.17/0.22 元，对应 PE 分别为 68x/73x/57x，给予“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,096.52	778.15	1,059.48	1,293.29	1,507.28	营业收入	4,444.19	4,357.36	4,173.66	4,739.10	5,517.56
应收账款	4.38	11.10	8.99	(121.62)	(141.60)	营业成本	3,553.24	3,492.75	3,320.15	3,717.83	4,291.01
预付账款	61.84	58.49	85.37	59.50	107.49	营业税金及附加	21.70	22.40	21.89	24.12	28.46
存货	431.52	440.65	491.28	515.86	680.17	营业费用	686.82	693.49	688.65	796.17	949.02
其他	118.89	334.66	202.05	218.53	251.75	管理费用	83.17	100.99	104.34	130.33	154.49
流动资产合计	1,713.14	1,623.06	1,847.17	1,965.57	2,405.08	财务费用	(38.48)	(25.28)	(27.90)	(35.73)	(42.53)
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	0.98	2.64	1.33	1.65	1.88
固定资产	885.31	993.32	971.86	970.47	968.13	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	72.44	0.00	36.00	69.60	71.76	投资净收益	0.11	8.01	23.00	10.37	13.80
无形资产	53.30	51.98	47.83	43.68	39.53	其他	(0.21)	(16.03)	(46.00)	(20.75)	(27.59)
其他	123.59	136.22	102.74	88.71	85.09	营业利润	136.87	78.38	88.20	115.11	149.03
非流动资产合计	1,134.63	1,181.52	1,158.42	1,172.46	1,164.51	营业外收入	24.69	15.75	25.00	21.81	20.85
资产总计	2,847.77	2,804.58	3,005.59	3,138.02	3,569.59	营业外支出	11.95	5.51	11.00	9.49	8.67
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	149.60	88.62	102.20	127.43	161.21
应付账款	625.13	600.95	764.80	651.42	957.67	所得税	39.79	21.52	25.60	32.25	40.11
其他	615.60	618.92	645.46	747.05	873.97	净利润	109.81	67.10	76.60	95.18	121.10
流动负债合计	1,240.73	1,219.87	1,410.26	1,398.46	1,831.64	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	109.81	67.10	76.60	95.18	121.10
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.27	0.16	0.19	0.17	0.22
其他	10.87	3.02	4.91	6.27	4.73						
非流动负债合计	10.87	3.02	4.91	6.27	4.73						
负债合计	1,251.60	1,222.88	1,415.17	1,404.73	1,836.37						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
股本	410.76	410.76	410.76	547.68	547.68	成长能力					
资本公积	667.53	667.53	667.53	667.53	667.53	营业收入	-5.23%	-1.95%	-4.22%	13.55%	16.43%
留存收益	1,182.45	1,167.40	1,179.66	1,185.61	1,185.54	营业利润	-17.06%	-42.73%	12.52%	30.51%	29.46%
其他	(664.58)	(664.00)	(667.53)	(667.53)	(667.53)	归属于母公司净利润	-26.83%	-38.89%	14.16%	24.26%	27.23%
股东权益合计	1,596.17	1,581.69	1,590.42	1,733.29	1,733.22	获利能力					
负债和股东权益总	2,847.77	2,804.58	3,005.59	3,138.02	3,569.59	毛利率	20.05%	19.84%	20.45%	21.55%	22.23%
						净利率	2.47%	1.54%	1.84%	2.01%	2.19%
						ROE	6.88%	4.24%	4.82%	5.49%	6.99%
						ROIC	102.53%	11.06%	6.98%	14.36%	23.86%
						偿债能力					
						资产负债率	43.95%	43.60%	47.08%	44.76%	51.44%
						净负债率	5.75%	9.80%	27.96%	20.52%	6.43%
						流动比率	1.38	1.33	1.31	1.41	1.31
						速动比率	1.03	0.97	0.96	1.04	0.94
						营运能力					
						应收账款周转率	463.35	562.98	415.43	-84.15	-41.92
						存货周转率	8.86	9.99	8.96	9.41	9.23
						总资产周转率	1.50	1.54	1.44	1.54	1.65
						每股指标(元)					
						每股收益	0.27	0.16	0.19	0.17	0.22
						每股经营现金流	0.10	0.12	0.86	0.54	0.80
						每股净资产	3.89	3.85	3.87	3.16	3.16
						估值比率					
						市盈率	47.55	77.81	68.16	73.13	57.48
						市净率	3.27	3.30	3.28	4.02	4.02
						EV/EBITDA	15.81	37.60	36.79	42.36	33.27
						EV/EBIT	23.71	81.73	67.06	70.08	50.25

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 10 楼	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	邮编：518017
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-50165671	电话：(86755)-82566970
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-23913441
			邮箱：research@tfzq.com