

# 三江购物 (601116)

证券研究报告

2017年03月28日

## 关店较多致收入降幅扩大，净利润触底回升

营收下降 6%，归母净利增长 50.69%

公司披露年报，2016 年实现营收 40.96 亿元，同比下降 6%，归母净利 1.01 亿元，同比增长 50.69%，EPS 为 0.25 元。其中，4Q16 营收为 9.28 亿元，同比下降 9.92% (Q1-3 同比增速分别为-2.24%、-6.16%、-6.42%)；归母净利为 0.24 亿元，同比增长 617.39% (Q1-3 同比增速分别为 13.45%、-20.20%、110.74%)。受行业大环境影响，公司经营继续承压，报告期内关闭效益较差的门店 27 家，新开业 21 家，门店净减少致收入降幅较上年同期 (-1.95%) 有所扩大。另一方面，归母净利同比增长幅度较大，扭转连续 3 年大幅下降的局面，其中，报告期内确认新江厦股权处置投资收益 1993 万元，收到政府补助 2518 万元 (同比增加 995 万元)，剔除该部分影响，扣非后归母净利 0.74 亿元，同比增长 37.62%，主要系供应链优化致毛利率提升。

### 生鲜收入正增长，线上销售同比大幅提升

分产品来看，食品 (包括粮油、饼干、饮料、烟酒和保健品等商品组) 收入 22.33 亿元 (占比)，同比下降 7.17%，主要受消费结构调整和渠道多样化影响；生鲜收入 9 亿元 (占比)，同比增长 4.30%，主要是公司持续生鲜购物环境的改造，在食品安全上执行 100%检测等措施赢得了顾客的认可；日用百货收入 7.08 亿元 (占比)，同比下降 10.05%，主要受网络销售影响；针纺收入 1.07 亿元 (占比)，同比下降 19.27%。分地区来看，宁波地区收入 32.89 亿元 (占比)，同比下降 2.82%；浙江其他地区收入 6.60 亿元 (占比)，同比下降 17.97%，降幅较大。线上销售方面，2016 年公司完成三江购物网的改造、入驻百度外卖与淘宝便利平台，全年实现线上销售收入 6286 万元 (占主业收入 1.61%)，同比增长 223.5%。

### 供应链优化带动毛利率提升

2016 年公司毛利率为 21.34%，同比增加 1.5 个百分点，主要系公司不断优化供应链，加大商品的源头采购和自有品牌，降低商品采购成本所致。其中，食品毛利率 18.08%，同比增加 2.07 个百分点，2016 年 10 月，公司启动位于奉化方桥物流中心的“中央厨房项目”，以自有资金投资，逐步增加自有品牌即食类餐点的品种；生鲜毛利率 13.86%，同比增加 2.32 个百分点，主要系加大源头采购所致；日用百货毛利率 23.13%，同比增加 1.55 个百分点；针纺毛利率 32.45%，同比增加 1.01 个百分点。报告期内费用管控较为合理，期间费用率为 18.23%，同比增加 0.58 个百分点。其中，销售费用率 16.25%，同比增加 0.33 个百分点；管理费用率 2.55%，同比增加 0.23 个百分点，主要系折旧和摊销增加所致；财务费用率-0.58%，同比持平。净利率同比增加 0.93 个百分点至 2.47%，盈利能力有所提升。

### 维持盈利预测，维持“买入”评级

我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.17/0.19/0.21 元，维持“买入”评级  
**风险提示：**定增进程未达预期等

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,357.36	4,095.95	4,448.72	4,918.63	5,396.85
增长率(%)	(1.95)	(6.00)	8.61	10.56	9.72
EBITDA(百万元)	115.41	166.44	144.27	162.96	178.95
净利润(百万元)	67.10	101.11	95.84	106.22	116.71
增长率(%)	(38.89)	50.69	(5.22)	10.83	9.88
EPS(元/股)	0.16	0.25	0.17	0.19	0.21
市盈率(P/E)	190.20	126.22	177.56	160.21	145.80
市净率(P/B)	8.07	7.97	9.63	9.42	9.08
市销率(P/S)	2.93	3.12	3.83	3.46	3.15
EV/EBITDA	37.60	98.55	108.16	96.91	85.69

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 (维持评级)
当前价格	31.07 元
目标价格	38 元
上次目标价	16 元

### 基本数据

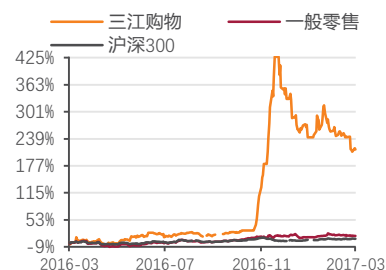
A 股总股本(百万股)	410.76
流通 A 股股本(百万股)	410.76
A 股总市值(百万元)	12,762.28
流通 A 股市值(百万元)	12,762.28
每股净资产(元)	3.90
资产负债率(%)	40.25
一年内最高/最低(元)	54.96/9.46

### 作者

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

**张璐芳** 分析师  
 SAC 执业证书编号: S1110517020001  
 zhanglufang@tfzq.com

### 股价走势



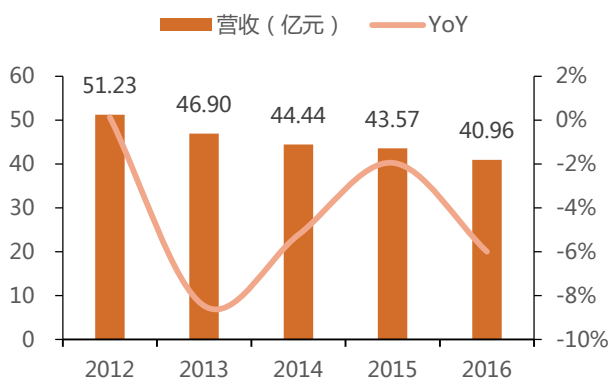
资料来源: 贝格数据

### 相关报告

1 《三江购物-公司点评:引入阿里巴巴,积极拥抱“新零售”》 2016-11-21

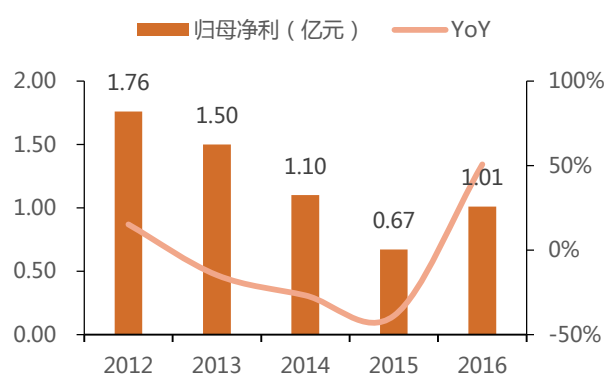
营收下降 6%，归母净利增长 50.69%。公司披露年报，2016 年实现营收 40.96 亿元，同比下降 6%，归母净利 1.01 亿元，同比增长 50.69%，EPS 为 0.25 元。其中，4Q16 营收为 9.28 亿元，同比下降 9.92%（Q1-3 同比增速分别为 -2.24%、-6.16%、-6.42%）；归母净利为 0.24 亿元，同比增长 617.39%（Q1-3 同比增速分别为 13.45%、-20.20%、110.74%）。受行业大环境影响，公司经营继续承压，报告期内关闭效益较差的门店 27 家，新开业 21 家，门店净减少致收入降幅较上年同期（-1.95%）有所扩大。另一方面，归母净利同比增长幅度较大，扭转连续 3 年大幅下降的局面，其中，报告期内确认新江厦股权处置投资收益 1993 万元，收到政府补助 2518 万元（同比增加 995 万元），剔除该部分影响，扣非后归母净利 0.74 亿元，同比增长 37.62%，主要系供应链优化致毛利率提升。

图 1：2012-2016 年公司营收及增长率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：2012-2016 年公司归母净利及增长率



资料来源：wind，天风证券研究所

全年门店净减少 6 家。报告期内公司保持相对平稳的开店速度，但关闭了较多效益不佳的门店，全年新开业门店 21 家（大多为邻里店），关闭 27 家，期末门店数为 158 家，未完成去年开设 30 家新店的计划，2017 年计划新开门店不少于 25 家。值得一提的是，2017 年 1 月 18 日，作为创新门店试点的“盒马鲜生宁波甬江店”正式开业，营业面积 4000 平，为公司新零售转型吹响第一声汽笛，后续大量的跟进、调整工作以及开设创新门店将是 2017 年公司工作的重点。

图 3：公司门店经营情况

地区	经营业态	自有物业门店		租赁物业门店		门店数 (家)				签约面积 (万平)
		门店数量	建面 (万平)	门店数量	建面 (万平)	年初	新开	关店数	期末	
宁波市	超市	19	6.49	83	21.13	130	21	20	131	28.64
	邻里店	0	0	29	1.02					
浙江省其他地区	超市	7	3.58	19	5.19	34	0	7	27	8.83
	邻里店	0	0	1	0.05					
合计		26	10.07	132	27.4	164	21	27	158	37.47

资料来源：公司公告，天风证券研究所

邻里店收入正增长，坪效高于平均水平。门店质量方面，2016 年公司可比店（开业两年以上）日均有效客流为 24.4 万人，同比下降 2.17%，其中，浙江省宁波市外门店客流降幅较为严重，分业态来看，邻里店（400 平以下）模式更贴近消费者，得到消费者认可，报告期内营收同比增长 3.51%，而综合超市业态（1000-3000 平）可比店收入下滑 -6.91%。从店效层面看，整体坪效为 43 元/天，同比下降 1.41%，其中，邻里店坪效为 49 元/天，同比增长 16.24%，综合超市同比下降 1.94%。

图 4：2016 年公司可比店（开业两年以上）营收同比

	分区域		分业态	
	宁波市区	浙江省宁波市外	超市	邻里店
门店数	97	23	109	11
营收（万元）	287,795	56,427	338,557	5,664
同比%	-5.97%	-10.52%	-6.91%	3.51%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

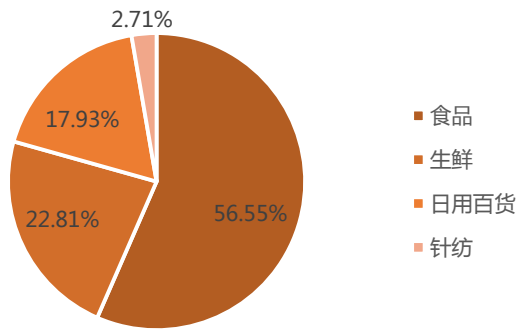
图 5：公司门店店效情况

	分区域		分业态	
	宁波大市内	宁波大市外	超市	邻里店
营业面积（万平方米）	19.69	5.07	23.98	0.78
营收（万元）	327,515	63,229	376,650	14,094
坪效（元/天）	45	34	43	49
同比%	-2.57%	-0.62%	-1.94%	16.24%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

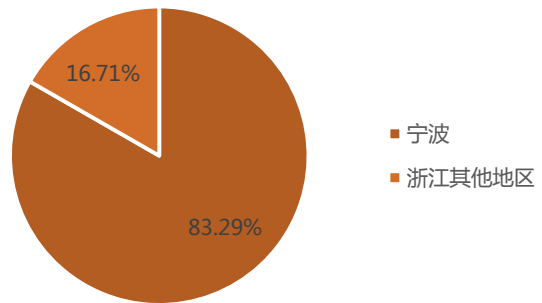
**生鲜收入正增长，线上销售同比大幅提升。**分产品来看，食品（包括粮油、饼干、饮料、烟酒和保健品等商品组）收入 22.33 亿元（占比 56.55%），同比下降 7.17%，主要受消费结构调整和渠道多样化影响；生鲜收入 9 亿元（占比 22.81%），同比增长 4.30%，主要是公司持续生鲜购物环境的改造，在食品安全上执行 100%检测等措施赢得了顾客的认可；日用百货收入 7.08 亿元（占比 17.93%），同比下降 10.05%，主要受网络销售影响；针纺收入 1.07 亿元（占比 2.71%），同比下降 19.27%。**分地区来看**，宁波地区收入 32.89 亿元（占比 83.29%），同比下降 2.82%；浙江其他地区收入 6.60 亿元（占比 16.71%），同比下降 17.97%，降幅较大。**线上销售方面**，2016 年公司完成三江购物网的改造、入驻百度外卖与淘宝便利平台，全年实现线上销售收入 6286 万元（占主业收入 1.61%），同比增长 223.5%。

图 6：2016 年公司收入分产品占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

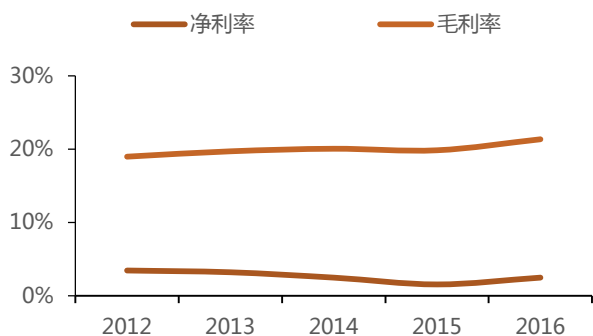
图 7：2016 年公司收入分地区占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

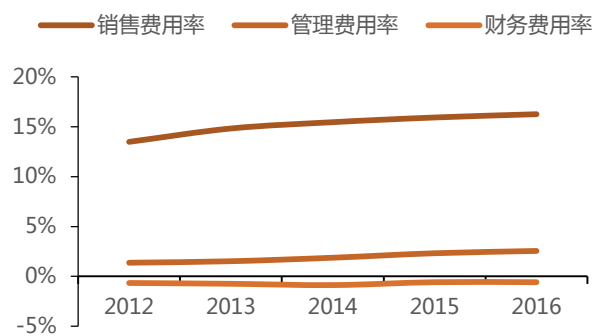
**供应链优化带动毛利率提升。**2016 年公司毛利率为 21.34%，同比增加 1.5 个百分点，主要系公司不断优化供应链，加大商品的源头采购和自有品牌，降低商品采购成本所致。其中，食品毛利率 18.08%，同比增加 2.07 个百分点，2016 年 10 月，公司启动位于奉化方桥物流中心的“中央厨房项目”，以自有资金投资，逐步增加自有品牌即食类餐点的品种；生鲜毛利率 13.86%，同比增加 2.32 个百分点，主要系加大源头采购所致；日用百货毛利率 23.13%，同比增加 1.55 个百分点；针纺毛利率 32.45%，同比增加 1.01 个百分点。报告期内费用管控较为合理，期间费用率为 18.23%，同比增加 0.58 个百分点。其中，销售费用率 16.25%，同比增加 0.33 个百分点；管理费用率 2.55%，同比增加 0.23 个百分点，主要系折旧和摊销增加所致；财务费用率-0.58%，同比持平。净利率同比增加 0.93 个百分点至 2.47%，盈利能力有所提升。

图 8：2012-2016 年公司净利率&毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：2012-2016 年公司期间费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

**引入阿里加速主业转型升级，打造互联网时代的社区平价超市。**2016 年 11 月，公司通过非公开发行、股权转让、发行可交换债等一揽子合作的方式与阿里巴巴订立《合作框架协议》，预计全部交易完成后，阿里持股比例将达 35%，仅次于实控人陈念慈 37%。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，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。

**维持盈利预测，维持“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。通过战略引入阿里巴巴，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。我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.17/0.19/0.21 元，维持“买入”评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	778.15	958.17	1,312.93	1,134.42	1,593.82
应收账款	11.10	23.55	0.67	27.95	3.45
预付账款	58.49	53.48	72.86	62.67	86.96
存货	440.65	381.33	536.68	450.73	655.18
其他	334.66	54.52	169.35	186.18	136.68
<b>流动资产合计</b>	<b>1,623.06</b>	<b>1,471.04</b>	<b>2,092.49</b>	<b>1,861.96</b>	<b>2,476.09</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	993.32	1,003.49	976.62	969.84	962.10
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	51.98	105.95	99.27	92.60	85.92
其他	136.22	98.95	82.97	70.35	70.03
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,181.52</b>	<b>1,208.39</b>	<b>1,194.87</b>	<b>1,202.38</b>	<b>1,189.80</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,804.58</b>	<b>2,679.43</b>	<b>3,287.36</b>	<b>3,064.34</b>	<b>3,665.89</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	600.95	465.00	795.31	545.87	920.51
其他	618.92	610.68	719.62	708.21	868.13
<b>流动负债合计</b>	<b>1,219.87</b>	<b>1,075.68</b>	<b>1,514.92</b>	<b>1,254.08</b>	<b>1,788.64</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.02	2.83	5.57	3.81	4.07
<b>非流动负债合计</b>	<b>3.02</b>	<b>2.83</b>	<b>5.57</b>	<b>3.81</b>	<b>4.07</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,222.88</b>	<b>1,078.51</b>	<b>1,520.50</b>	<b>1,257.89</b>	<b>1,792.71</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	410.76	410.76	547.68	547.68	547.68
资本公积	667.53	667.53	667.53	667.53	667.53
留存收益	1,167.40	1,186.36	1,219.19	1,258.78	1,325.51
其他	(664.00)	(663.73)	(667.53)	(667.53)	(667.53)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,581.69</b>	<b>1,600.92</b>	<b>1,766.86</b>	<b>1,806.45</b>	<b>1,873.18</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,804.58</b>	<b>2,679.43</b>	<b>3,287.36</b>	<b>3,064.34</b>	<b>3,665.89</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	67.10	101.11	95.84	106.22	116.71
折旧摊销	81.21	92.64	57.55	59.87	62.26
财务费用	(28.47)	(28.21)	(29.19)	(26.09)	(26.36)
投资损失	(8.01)	(20.75)	(8.00)	(7.00)	(6.00)
营运资金变动	(260.96)	331.68	190.48	(196.55)	379.73
其它	199.85	(290.74)	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>50.72</b>	<b>185.74</b>	<b>306.68</b>	<b>(63.56)</b>	<b>526.34</b>
资本支出	104.42	133.80	57.26	81.77	49.74
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(372.35)	(3.38)	(108.47)	(156.18)	(93.06)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(267.93)</b>	<b>130.41</b>	<b>(51.21)</b>	<b>(74.41)</b>	<b>(43.32)</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	25.86	24.07	162.31	26.09	26.36
其他	(108.01)	(159.20)	(63.01)	(66.63)	(49.98)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(82.15)</b>	<b>(135.14)</b>	<b>99.29</b>	<b>(40.54)</b>	<b>(23.62)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(299.37)</b>	<b>181.02</b>	<b>354.76</b>	<b>(178.51)</b>	<b>459.40</b>

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>4,357.36</b>	<b>4,095.95</b>	<b>4,448.72</b>	<b>4,918.63</b>	<b>5,396.85</b>
营业成本	3,492.75	3,222.03	3,498.92	3,861.13	4,236.53
营业税金及附加	22.40	22.30	22.93	25.80	28.50
营业费用	693.49	665.71	734.04	809.11	885.08
管理费用	100.99	104.64	111.22	122.97	132.22
财务费用	(25.28)	(23.80)	(29.19)	(26.09)	(26.36)
资产减值损失	2.64	5.04	2.89	3.52	3.82
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.01	20.75	8.00	7.00	6.00
其他	(16.03)	(41.50)	(16.00)	(14.00)	(12.00)
<b>营业利润</b>	<b>78.38</b>	<b>120.78</b>	<b>115.91</b>	<b>129.19</b>	<b>143.05</b>
营业外收入	15.75	25.83	22.09	21.22	23.05
营业外支出	5.51	9.61	9.03	8.05	8.90
<b>利润总额</b>	<b>88.62</b>	<b>136.99</b>	<b>128.97</b>	<b>142.36</b>	<b>157.20</b>
所得税	21.52	35.88	33.13	36.14	40.49
<b>净利润</b>	<b>67.10</b>	<b>101.11</b>	<b>95.84</b>	<b>106.22</b>	<b>116.71</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>67.10</b>	<b>101.11</b>	<b>95.84</b>	<b>106.22</b>	<b>116.71</b>
每股收益(元)	0.16	0.25	0.17	0.19	0.21

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-1.95%	-6.00%	8.61%	10.56%	9.72%
营业利润	-42.73%	54.08%	-4.03%	11.46%	10.73%
归属于母公司净利润	-38.89%	50.69%	-5.22%	10.83%	9.88%
<b>获利能力</b>					
毛利率	19.84%	21.34%	21.35%	21.50%	21.50%
净利率	1.54%	2.47%	2.15%	2.16%	2.16%
ROE	4.24%	6.32%	5.42%	5.88%	6.23%
ROIC	11.06%	11.06%	12.25%	21.72%	14.85%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	43.60%	40.25%	46.25%	41.05%	48.90%
净负债率	9.80%	27.78%	6.81%	11.49%	6.59%
流动比率	1.33	1.37	1.38	1.48	1.38
速动比率	0.97	1.01	1.03	1.13	1.02
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	562.98	236.43	367.46	343.75	343.75
存货周转率	9.99	9.97	9.69	9.96	9.76
总资产周转率	1.54	1.49	1.49	1.55	1.60
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.16	0.25	0.17	0.19	0.21
每股经营现金流	0.12	0.45	0.75	-0.15	1.28
每股净资产	3.85	3.90	3.23	3.30	3.42
<b>估值比率</b>					
市盈率	190.20	126.22	177.56	160.21	145.80
市净率	8.07	7.97	9.63	9.42	9.08
EV/EBITDA	37.60	98.55	108.16	96.91	85.69
EV/EBIT	81.73	169.14	179.93	153.19	131.41

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 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com