战略调整致季度营收持续下滑，效率提升推动净利大幅增长

三江购物（601116.SH）

中性 评级

核心观点：

1. 事件摘要

公司于2017年8月17日下午发布2017年半年度业绩报告，2017年上半年公司实现营业收入19.25亿元，较上年同期减少10.93%；实现归属于上市公司股东的合并净利润0.66亿元，较上年同期增长31.32%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益净利润0.57亿元，较上年同期增长83.58%。经营活动产生的现金流量净额为1.63亿元，同比增长24.27%。

2. 我们的分析与判断

（一）季度营收持续下滑，效率提升净利大幅增长

战略调整致营收持续下滑。公司第一季度和第二季度营收分别为10.49亿元和8.76亿元，同比减少13.33%和7.86%，单季度营收同比下滑速度创近3年新高。受去年关店（16年全年新开门店21家，关闭门店27家，年末共158家）和香烟业务剥离影响，报告期内总营收占比超95%的超市营收同比下降14.51%，宁波外地区超市营收同比降幅达27.32%，同时总营收占比超55的食品销售同比下降14.99%。

毛利率跃升致利润水平大幅增长。第一季度和第二季度净利润分别为0.40亿元和0.26亿元，同比增长26.39%和39.87%，对比近3年数据Q1净利创新高，Q2净利首次实现正增长。2017H1毛利率为23.05%，同比增长2.61个百分点，其中食品和生鲜毛利率同比分别增长2.35和2.92个百分点起到关键作用，带动宁波地区超市毛利率同比上升2.48个百分点至20.25%。一、二季度毛利率分别为22.65%和23.53%，整体保持上升趋势。受此影响，H1销售净利率同比增长1.10个百分点至3.43%。

费用率小幅增长，整体效率提升。2017H1销售期间费用率上升0.55个百分点至18.53%，其中销售费用率同比上升0.38个百分点至16.60%，管理费用率同比下降0.17个百分点至2.51%，财务费用率同比下降0.74个百分点至1.64%。与此同时，Q1、Q2存货周转率分别达到2.43次和4.53次，较去年同期增加0.08/0.06次，供应链效率提升。H1公司在宁波及浙江省内除宁波外的超市每平米产生毛利0.21万元/年和0.11万元/年，同比增长13.69%和-11.99%；邻里店每平米产生毛利0.33万元/年和0.27万元/年，同比增长12.23%和10.02%。

分析师

李昂
☎：（8610）83574538
✉：liang_zb@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130517040001

特此鸣谢：王泽荣

对本报告的编制提供信息。

行业数据　　**时间 2017.08.18**

相关研究

《行业深度专题报告——看好黄金珠宝行业未来发展，关注智能珠宝投资机会 2017 年 4 月 19 日》

《2017 年中期策略报告——消费升级全面驱动零售产业新发展 2017 年 5 月 31 日》

《百货行业深度报告——经济换挡，价值重塑 2017 年 7 月 21 日》

（二）门店升级有序推进，创新门店探索加速

报告期内，公司新开 9 家门店全部位于宁波，其中超市 3 家，邻里店 6 家，较去年同期 12 新开家门店开店速度下降；关闭宁波 2 家邻里店，宁波外 1 家超市，较去年关闭 9 家超市、2 家邻里店，关店调整大幅缓和。公司“新零售”标的创新门店——宁波“甬江店”于今年 1 月初开业，目前处于培育期；电商（一期）项目终止后的余额和利息将全部用于调整后连锁超市拓展项目，开设 2 家创新门店。

（三）物流改造效果明显，线上业务仍待拓展

2016 年奉化方桥生鲜加工仓储中心完工。报告期内，受益于仓储收入增加，公司全资控股子公司宁波方桥三江物流有限公司实现扭亏为盈，净利润 188.11 万元，同比增长 242.26%。与此同时，公司电商业务仍处于起步阶段，其全资控股子公司宁波三江电子商务有限公司本期净利润-112.54 万元，浙江浙海华地网络科技有限公司本期净利润-657.20 万元，均处于培育期。

3. 投资建议

我们认为，公司提高供应链效率、优化门店结构、全渠道布局等举措，将有助于公司增强在商超领域的竞争力。考虑到公司经营模式优化带来的整体效率的提升和社会整体消费水平持续所带来的机遇，预计 2017 年整体净利润 1.03 亿，同比增长 1.54%，对应 EPS 0.23 元，对应 104.7 倍 PE。

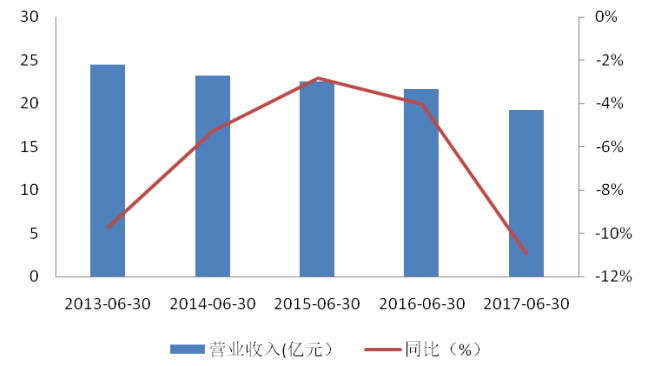
4. 风险提示

宏观经济导致消费需求波动；互联网购物对传统零售的冲击；消费者消费趋势改变；公司“新零售”战略转型风险。

附：

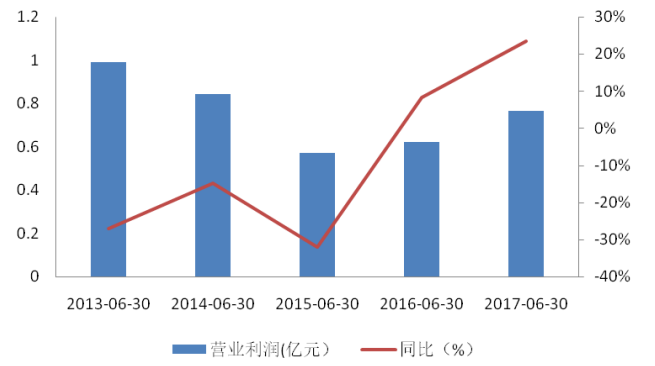
1. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1 2013-2017 年上半年营业收入及同比



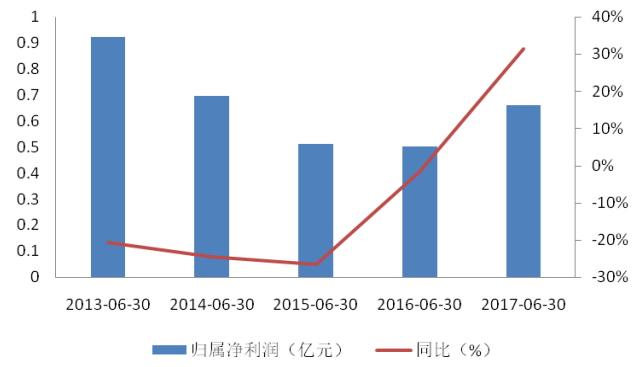
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

图 2 2013-2017 年上半年营业利润及同比



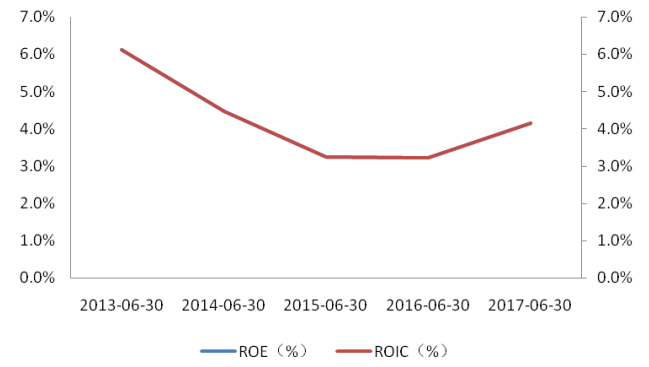
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

图 3 2013-2017 年上半年归属净利润及同比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

图 4 2013-2017 年上半年 ROE & ROIC 变动情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

2.公司分类业务状况

表 1 三江购物营业收入构成

(单位：百万元)	2013/6/30	2014/6/30	2015/6/30	2016/6/30	2017/6/30
按产品：					
食品	1,055.77	1,050.95	1,269.83	1,198.46	1,018.85
生鲜	727.33	677.29	426.30	461.03	431.77
日用百货	462.44	426.34	401.87	373.54	352.44
针纺	107.08	80.13	69.18	56.54	46.29
其他业务	91.72	81.34	83.69	71.21	75.32
按地区：					
宁波	1,823.44	1,765.55	1,735.39	1,733.88	1,569.08
浙江省(除宁波地区)	529.17	469.17	431.79	355.69	280.27
上海	- -	- -	- -	- -	- -
其他业务(地区)	91.72	81.34	83.69	71.21	75.32

数据来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

可以看出：分产品来看，受香烟业务剥离与门店关闭影响，公司各项产品营收均延续之前下滑态势，其他业务营收仅有小幅增长。分地区来看，公司营收贡献区域同样面对营收下降境地，其中宁波地区营收同比下降 9.50%，浙江省除宁波地区营收同比下降 21.2%。随公司未来闭店潮逐渐结束、门店结构优化升级以及门店绩效提升，其营收下降幅度有望减缓，配合未来公司创新门店的拓展与成长，在度过关店阵痛期后公司营收有望出现稳步回升。

3.公司前十大股东情况跟踪

表 2 三江购物前十大股东情况

排名	股东名称	方向	持股数量(股)	持股数量变动(股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)	股本性质
1	上海和安投资管理有限公司	-	210,445,612	0	51.2300	0.0000	A 股流通股
2	杭州阿里巴巴泽泰信息技术有限公司	-	38,337,488	0	9.3300	0.0000	限售流通 A 股
3	黄跃林	减持	9,685,064	-246,900	2.3600	-0.0600	A 股流通股
4	陈念慈	-	9,269,400	0	2.2600	0.0000	限售流通 A 股,A 股流通股
5	MORGAN STANLEY &	-	8,239,493	0	2.0100	0.0000	A 股流通股

	CO.INTERNATIONAL PLC.						
6	郭光文	-	5,207,900	0	1.2700	0.0000	A 股流通股
7	田开吉	-	3,681,600	0	0.9000	0.0000	A 股流通股
8	三江购物俱乐部股份有限公司-第一期员工持股计划	-	3,216,900	0	0.7800	0.0000	限售流通 A 股
9	许焕平	-	1,840,959	0	0.4500	0.0000	A 股流通股
10	田坤	-	1,407,600	0	0.3400	0.0000	A 股流通股
	合　　计	-	291,332,016		70.9300		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师(或分析师团队)所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师(或分析师团队)所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师(或分析师团队)所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李昂，商贸零售行业分析师。2014 年 7 月加盟银河证券研究部从事社会服务行业研究工作，2016 年 7 月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。

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，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
深广地区：詹　璐　0755-83453719　zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕　010-83571359　lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷　010-66568908　wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶　010-83571359　liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷　021-20252612　hetingting@chinastock.com.cn