

三江购物 (601116)

证券研究报告

2018年04月13日

引入阿里毛利提升显著，再推员工持股深化员工凝聚力！

2017 年年报数据摘要：全年营收 37.70 亿，同比下降 7.96%；归母净利 1.09 亿，同比增长 7.49%；扣非后归母净利 0.92 亿，同比增长 25.75%；EPS 为 0.26 元。分季来看 Q1-4 营收及增速：10.49 亿，-13.33%yoy；8.76 亿，-7.86%yoy；9.39 亿，-6.78%yoy；9.06 亿，-2.34%yoy，降幅逐季收窄。归母净利及增速：0.40 亿，+26.39%yoy；0.26 亿，+39.87%yoy；0.29 亿，+9.52%yoy；0.14 亿，-43.74%yoy。同时公告向全体股东每 10 股派发现金红利 2 元（含税）。

收入端分析：全年营收 37.7 亿，同比下降 7.96%。按照品类拆分来看：食品营收 19.62 亿（占比 54.33%），同比下降 12.16%，主要因为公司与杭州阿里巴巴泽泰进行战略合作剥离香烟业务，线下销售承压，2016-17 年关闭 34 家效益不佳门店；生鲜营收 9.11 亿（占比 25.24%），同比增长 1.16%；主要因为生鲜购物环境升级、增加基地商品，且食品安全上执行 100%检测等措施赢得顾客认可；受网络消费影响，日用百货、针纺营收分别为 6.46 亿、0.91 亿（合计占比 20.43%），同比下降 8.73%、14.54%。分渠道端看，公司 2016 年底引入阿里赋能，入驻淘宝便利平台并持续搭建完善线上销售渠道，报告期内公司开展支付宝等第三方支付活动，丰富销售渠道，扩大销售半径和用户群体，线上销售收入实现 0.72 亿（占比 2.01%），同比增加 15.19%。

上调盈利预测，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。员工持股计划，彰显公司信心。阿里进驻三江一年之后，公司毛利率改善明显，预计后续伴随阿里和三江整合的逐步落地，在销售规模和毛利率端均会有进一步的提升，故上调盈利预测。预计公司 18-19 年 EPS 自 0.26/0.28 上调为 0.32/0.36 元，当前股价对应 PE 分为 62/55 倍，维持“买入”评级。

风险提示：毛利率改善效果不达预期，定增进程延后等。

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	19.38 元
目标价格	25 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	410.76
流通 A 股股本(百万股)	372.42
A 股总市值(百万元)	7,960.51
流通 A 股市值(百万元)	7,217.53
每股净资产(元)	3.98
资产负债率(%)	40.81
一年内最高/最低(元)	29.98/15.05

作者

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

吴晓楠 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517050001
wuxiaonan@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《三江购物-年报点评报告:关店较多致收入降幅扩大，净利润触底回升》 2017-03-29
- 《三江购物-公司点评:引入阿里巴巴，积极拥抱“新零售”》 2016-11-21

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4,095.95	3,769.86	3,845.25	4,075.97	4,402.05
增长率(%)	(6.00)	(7.96)	2.00	6.00	8.00
EBITDA(百万元)	166.44	176.48	198.47	221.96	252.27
净利润(百万元)	101.11	108.68	132.13	147.58	166.83
增长率(%)	50.69	7.49	21.58	11.69	13.04
EPS(元/股)	0.25	0.26	0.32	0.36	0.41
市盈率(P/E)	80.68	75.06	61.74	55.27	48.90
市净率(P/B)	5.10	4.98	4.87	4.67	4.41
市销率(P/S)	1.99	2.16	2.12	2.00	1.85
EV/EBITDA	98.55	41.44	35.87	30.76	26.98

资料来源：wind，天风证券研究所



2017 年年报数据摘要：全年营收 37.70 亿，同比下降 7.96%；归母净利 1.09 亿，同比增长 7.49%；扣非后归母净利 0.92 亿，同比增长 25.75%；EPS 为 0.26 元。分季来看 Q1-4 营收及增速：10.49 亿，-13.33%yoy；8.76 亿，-7.86%yoy；9.39 亿，-6.78%yoy；9.06 亿，-2.34%yoy，降幅逐季收窄。归母净利及增速：0.40 亿，+26.39%yoy；0.26 亿，+39.87%yoy；0.29 亿，+9.52%yoy；0.14 亿，-43.74%yoy。同时公告向全体股东每 10 股派发现金红利 2 元（含税）。

表 1：三江购物 2017 年分季数据

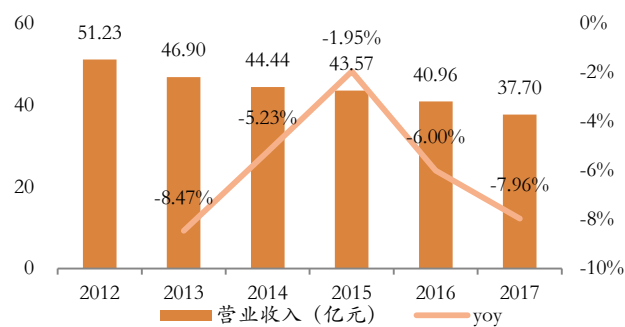
单位：亿元	Q1	Q2	Q3	Q4	全年
营业总收入	10.49	8.76	9.39	9.06	37.70
yoy	-13.33%	-7.86%	-6.78%	-2.34%	-7.96%
归母净利	0.40	0.26	0.29	0.14	1.09
yoy	26.39%	39.87%	9.52%	-43.74%	7.49%
毛利率	22.65%	23.53%	24.16%	24.44%	23.66%
2016 年同期	20.08%	20.91%	21.91%	22.79%	21.34%
净利率	3.84%	2.94%	3.07%	1.52%	2.88%
2016 年同期	2.63%	1.94%	2.62%	2.64%	2.47%

资料来源：天风证券研究所

资料来源：公司公告、天风证券研究所

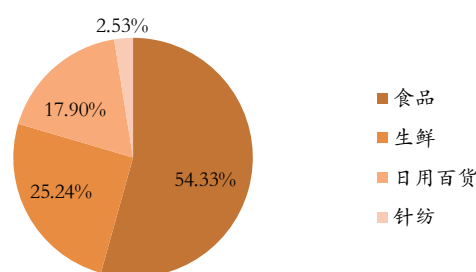
收入端分析：全年营收 37.7 亿，同比下降 7.96%。按照品类拆分来看：食品营收 19.62 亿（占比 54.33%），同比下降 12.16%，主要因为公司与杭州阿里巴巴泽泰进行战略合作剥离香烟业务，线下销售承压，2016-17 年关闭 34 家效益不佳门店；生鲜营收 9.11 亿（占比 25.24%），同比增长 1.16%；主要因为生鲜购物环境升级、增加基地商品，且食品安全上执行 100%检测等措施赢得顾客认可；受网络消费影响，日用百货、针纺营收分别为 6.46 亿、0.91 亿（合计占比 20.43%），同比下降 8.73%、14.54%。**分渠道端看**，公司 2016 年底引入阿里赋能，入驻淘宝便利平台并持续搭建完善线上销售渠道，报告期内公司开展支付宝等第三方支付活动，丰富销售渠道，扩大销售半径和用户群体，线上销售收入实现 0.72 亿（占比 2.01%），同比增加 15.19%。

图 1：2017 年营收同比降低 7.96%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：生鲜营收占比 25.24%

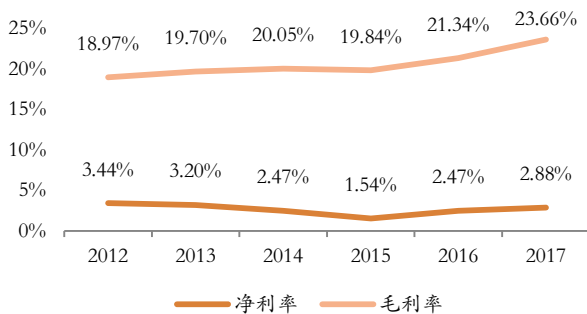


资料来源：公司公告，天风证券研究所

盈利端分析：毛利率增加 2.32pct 至 23.66%改善明显；净利率增加 0.41pct 至 2.88%。分季度来看，Q1-4 毛利率分别为 22.65%（+2.57pct）、23.53%（+2.62pct）、24.16%

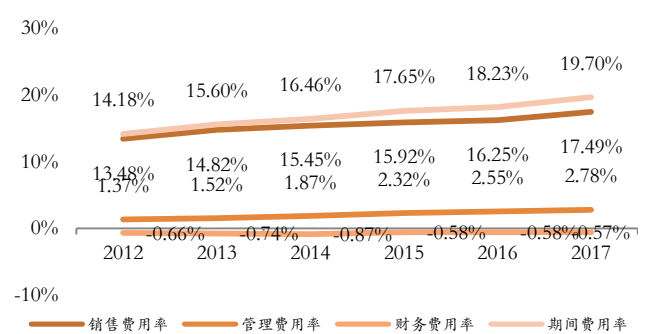
(+2.25pct)、24.44% (+1.65pct)，毛利水平逐季提升高于同业。分产品来看，食品毛利率同比增加 2.06pct 至 20.14%；日用百货毛利率同比增加 2.36pct 至 25.49%；针纺毛利率同比增加 0.60pct 至 33.05%；主要因新零售趋势下公司积极升级消费体验，聚焦商品改革、优化品类、推进自有品牌开发，并引入阿里标准化运营模式，推动毛利率水平逐渐向好。生鲜毛利率同比增加 1.8pct 至 15.66% 主要因为共享阿里供应链优势，加大基地直采、源头采购力度降低成本，全程冷链配送减少商品损耗，带动毛利增加。报告期内期间费用率增加 1.37pct 至 19.7%。其中，销售费用率 17.49%，同比增加 1.24pct，主要因占比较大的人力成本、折旧与摊销费用上以及线上配送费增加；管理费用率 2.78%，同比增加 0.23pct，主要因为人力成本上升 4.07%；财务费用率-0.57%，同比增加 0.01pct，主要系存款利息收入变动。公司引入阿里推行新零售理念，通过门店陈列、生鲜商品标准化工作、门店人员配置标准工作等来提高内部管理效率，归母净利同比增长 7.49% 达 1.09 亿。公司非经常性损益主要包括政府补助、非流动资产处置损益，扣非后归母净利 0.92 亿，同比增长 25.75%。受 2016 年度新江厦股权转让确认投资收益 0.2 亿影响，扣非归母净利增长速度高于归母净利涨幅。

图 3：2017 年毛利率 23.66%、净利率 2.88%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：2017 年期间费用率 19.7%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

引入阿里加速主业升级，设立子公司助力 O2O，打造互联网时代的社区平价超市。报告期内公司新开业门店 18 家，关闭门店 7 家，没有完成去年开设“不少于 30 家”新店的计划，门店总数达到 169 家。18 计划新开门店不少于 40 家，增强区域规模优势，同时继续调整、关闭业绩不良或严重亏损门店。①战略引入阿里巴巴实现全渠道融合发展。引入阿里巴巴赋能，在对接电商资源、协同发展供应链系统和零售业务转型升级等方面展开合作，具体来看，一方面，通过改造为区域社区服务平台，提升门店经营能力，配合物流体系的重构，将更好满足新一代消费者对到家业务的需求，构建全渠道销售模式；另一方面，运用阿里先进的电商经营理念与解决方案，引入可以改造老门店提升存量价值的淘鲜达，提升运营标准化水平，同时借力阿里用户和数据资源实现精准营销，稳定老会员，发展新会员，增加年轻人群的比重，提升会员消费能力。②新设立子公司为电商和 O2O 加码加力。1 月 18 日，创新试点门店“盒马鲜生宁波甬江店”正式开业，营业面积 4000 平，后续在浙江省内继续扩张 2 家。加速线下门店重构升级，实现线下物流、服务、体验等优势与线上资金流、信息流相融合，拓展智能化、网络化的全渠道布局，有效提高盈利能力。③安鲜店加快线上线下的融合。公司投资设立宁波安鲜生活网络科技有限公司和浙江安鲜网络科技有限公司，主营零售及网上销售，结合线下及线上 O2O 综合平台，满足周边 1 公里范围内居民的基本生活需求。拟在原有业态的基础上，对门店布局重新设计，扩大生鲜经营面积，改善门店硬件条件以及购物环境，提高门店档次和用户体验感，满足线上线下渠道融合的需求。④推进中央厨房助力自制食品营运。公司持续改造奉化配送中心常规库，推进中央厨房运营，优选常规商品和生鲜商品的品类，并提高公司自制食品的经营能力，增加即食类餐点的品种，巩固毛利率增长。此外，公司持首期员工持股计划已于 9 月完成，筹资金额 0.35 亿。2018 年 4 月推出第二期工持股计划，募集资金不超过 600 万，参与对象为公司年度评选出的优秀奋斗者员工人数不超过 110 人，锁定期为 36

个月，进一步激励员工，提升公司治理水平。

上调盈利预测，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。员工持股计划，彰显公司信心。阿里进驻三江一年之后，公司毛利率改善明显，预计后续伴随阿里和三江整合的逐步落地，在销售规模和毛利率端均会有进一步的提升，故上调盈利预测。预计公司 18-19 年 EPS 自 0.26/0.28 上调为 0.32/0.36 元，当前股价对应 PE 分为 62/55 倍，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	958.17	1,094.40	931.27	1,247.97	1,271.38
应收账款	23.55	35.08	0.25	44.85	3.86
预付账款	53.48	58.86	46.71	66.43	57.35
存货	381.33	298.59	424.26	336.17	484.23
其他	54.52	40.66	143.28	79.48	87.81
流动资产合计	1,471.04	1,527.59	1,545.77	1,774.92	1,904.63
长期股权投资	0.00	9.17	9.17	9.17	9.17
固定资产	1,003.49	997.99	970.62	963.33	955.08
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	105.95	101.70	96.98	92.25	87.52
其他	98.95	128.39	95.32	72.21	72.70
非流动资产合计	1,208.39	1,237.25	1,208.09	1,206.56	1,196.23
资产总计	2,679.43	2,764.84	2,753.86	2,981.48	3,100.86
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	465.00	510.72	485.07	555.26	570.38
其他	610.68	607.84	589.97	672.46	674.27
流动负债合计	1,075.68	1,118.57	1,075.04	1,227.72	1,244.65
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	2.83	9.71	5.19	5.91	6.93
非流动负债合计	2.83	9.71	5.19	5.91	6.93
负债合计	1,078.51	1,128.27	1,080.23	1,233.63	1,251.58
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	410.76	410.76	410.76	410.76	410.76
资本公积	667.53	675.10	675.10	675.10	675.10
留存收益	1,186.36	1,220.45	1,262.88	1,337.09	1,438.52
其他	(663.73)	(669.74)	(675.10)	(675.10)	(675.10)
股东权益合计	1,600.92	1,636.57	1,673.63	1,747.85	1,849.28
负债和股东权益总	2,679.43	2,764.84	2,753.86	2,981.48	3,100.86

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	101.11	108.68	132.13	147.58	166.83
折旧摊销	92.64	95.32	56.10	58.42	60.81
财务费用	(28.21)	(26.84)	(23.52)	(22.93)	(22.63)
投资损失	(20.75)	0.72	(8.00)	(7.00)	(6.00)
营运资金变动	331.68	142.07	(183.70)	261.53	(91.34)
其它	(290.74)	(12.93)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	185.74	307.02	(26.99)	437.61	107.68
资本支出	133.80	62.90	64.52	79.28	48.97
长期投资	0.00	9.17	0.00	0.00	0.00
其他	(3.38)	(140.71)	(129.11)	(149.74)	(90.47)
投资活动现金流	130.41	(68.63)	(64.59)	(70.46)	(41.50)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	24.07	30.58	18.16	22.93	22.63
其他	(159.20)	(112.73)	(89.71)	(73.37)	(65.40)
筹资活动现金流	(135.14)	(82.15)	(71.55)	(50.44)	(42.77)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	181.02	156.23	(163.13)	316.70	23.41

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,095.95	3,769.86	3,845.25	4,075.97	4,402.05
营业成本	3,222.03	2,877.95	2,926.24	3,089.58	3,323.54
营业税金及附加	22.30	21.03	20.72	22.29	24.12
营业费用	665.71	659.20	653.69	688.84	739.54
管理费用	104.64	104.80	107.67	116.17	127.66
财务费用	(23.80)	(21.46)	(23.52)	(22.93)	(22.63)
资产减值损失	5.04	0.04	2.57	2.55	1.72
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	20.75	(0.72)	8.00	7.00	6.00
其他	(41.50)	(15.69)	(16.00)	(14.00)	(12.00)
营业利润	120.78	144.71	165.88	186.46	214.09
营业外收入	25.83	6.83	16.13	16.26	13.08
营业外支出	9.61	2.39	5.84	5.95	4.72
利润总额	136.99	149.15	176.18	196.78	222.45
所得税	35.88	40.47	44.04	49.19	55.61
净利润	101.11	108.68	132.13	147.58	166.83
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	101.11	108.68	132.13	147.58	166.83
每股收益(元)	0.25	0.26	0.32	0.36	0.41

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	-6.00%	-7.96%	2.00%	6.00%	8.00%
营业利润	54.08%	19.82%	14.63%	12.41%	14.82%
归属于母公司净利润	50.69%	7.49%	21.58%	11.69%	13.04%
获利能力					
毛利率	21.34%	23.66%	23.90%	24.20%	24.50%
净利率	2.47%	2.88%	3.44%	3.62%	3.79%
ROE	6.32%	6.64%	7.89%	8.44%	9.02%
ROIC	11.06%	17.07%	25.80%	19.33%	34.39%
偿债能力					
资产负债率	40.25%	40.81%	39.23%	41.38%	40.36%
净负债率	27.78%	7.35%	2.02%	8.52%	-0.78%
流动比率	1.37	1.37	1.44	1.45	1.53
速动比率	1.01	1.10	1.04	1.17	1.14
营运能力					
应收账款周转率	236.43	128.61	217.69	180.74	180.74
存货周转率	9.97	11.09	10.64	10.72	10.73
总资产周转率	1.49	1.38	1.39	1.42	1.45
每股指标(元)					
每股收益	0.25	0.26	0.32	0.36	0.41
每股经营现金流	0.45	0.75	-0.07	1.07	0.26
每股净资产	3.90	3.98	4.07	4.26	4.50
估值比率					
市盈率	80.68	75.06	61.74	55.27	48.90
市净率	5.10	4.98	4.87	4.67	4.41
EV/EBITDA	98.55	41.44	35.87	30.76	26.98
EV/EBIT	169.14	68.91	50.00	41.75	35.55

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 37 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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com