

# 三江购物 (601116)

证券研究报告

2018年04月27日

阿里赋能带动毛利率继续改善达 24.06%，再推员工持股彰显发展信心！

2018 一季报：营收 11.15 亿，同比增长 6.32%；归母净利 0.38 亿，同比下降 4.69%；扣非归母 0.38 亿，同比下降 2.6%；EPS 为 0.09 元。

收入端分析：2018Q1 营收 11.15 亿，同比增加 6.32%，自 2013 年以来收入增速首次转正。报告期内公司新开门店 6 家（超市 2+小业态店 4），关闭 1 家物业到期门店（去年同期关店 3 家），合计净开店 5 家（去年同期为 3 家），与阿里巴巴合作打造超市创新门店，17 年新设“甬江店”深受中高层消费者的青睐(公司公告)，本期新增 2 家创新门店持续推动新零售业态发展(公司公告)。公司当前对经营不善门店的调整已基本进入尾声，销售数据自 2013 年以来（除 2015Q4 增 0.5%）首次出现正增长。具体分拆来看：宁波市超市业态收入 8.14 亿，同比下降 0.04%，降幅收窄（去年同期下降 17.17%）；宁波以外地区超市业态营收 1.94 亿，同比增长 26.3%，成功扭转负增长趋势，且增幅较大；小业态店营收合计 5.75 亿，同比增长 38.55%，主要因小业态店以服务周边居民基本生活需求为主，同时结合线上 O2O 综合平台，满足消费升级下顾客多层次的需求，得到消费者认可。

盈利端分析：2018Q1 综合毛利率 24.06%，同比增加 1.41pct；净利率 3.44%，同比减少 0.4pct。综合毛利率增加主要因为公司聚焦商品改革，强化自有品牌开发和源头采购，引入阿里标准化管理体系减少商品耗损，推动营收占比超 94%的超市业态毛利向好，其中宁波市内超市店毛利增长 1.33pct 至 21.16%，宁波市外超市店毛利增长 0.17pct 至 17.07%。期间费用率 18.82%，同比增加 1.7pct。受新开门店影响租赁费用及人力成本增加，销售费用率同比增加 1.19pct 至 16.57%；管理费用率同比增加 0.45pct 至 2.73%；财务费用率-0.48%，同比增加 0.06pct。因本期费用增长以及上年同期存货跌价转回 85 万致本期资产减值损失同比增加 153.98%，净利润同比下降 4.69%至 0.38 亿，净利率同比减少 0.4pct 至 3.44%。

维持盈利预测，维持“买入”评级。公司深耕浙江市场，以“超市+创新店+小业态”门店经营为主，引入阿里加速主业转型升级，发力 O2O 平台建设，打造互联网时代的社区平价超市。员工持股计划，彰显公司信心。预计公司 18-20 年 EPS 分别为 0.32/0.36/0.41 元，当前股价对应 PE 分为 59/52/46 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。

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)	76.13	70.83	58.26	52.16	46.14
市净率(P/B)	4.81	4.70	4.60	4.40	4.16
市销率(P/S)	1.88	2.04	2.00	1.89	1.75
EV/EBITDA	98.55	41.44	33.55	28.69	25.16

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	18.74 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)	7,697.62
流通 A 股市值(百万元)	6,979.18
每股净资产(元)	4.08
资产负债率(%)	
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

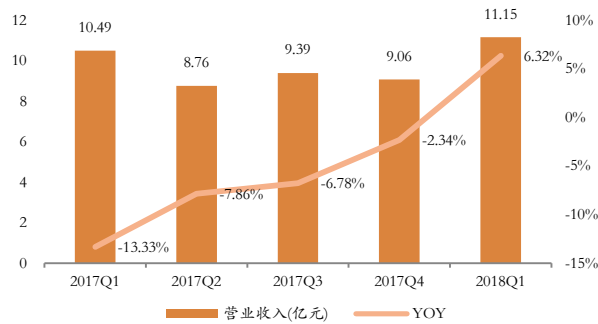
## 相关报告

- 1 《三江购物-年报点评报告:引入阿里毛利提升显著，再推员工持股深化员工凝聚力!》 2018-04-13
- 2 《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
- 3 《三江购物-公司点评:引入阿里巴巴，积极拥抱“新零售”》 2016-11-21

**2018 一季报：**营收 11.15 亿，同比增长 6.32%；归母净利 0.38 亿，同比下降 4.69%；扣非归母 0.38 亿，同比下降 2.6%；EPS 为 0.09 元。

**收入端分析：2018Q1 营收 11.15 亿，同比增加 6.32%，自 2013 年以来收入增速首次转正。**报告期内公司新开门店 6 家（超市 2+小业态店 4），关闭 1 家物业到期门店（去年同期关店 3 家），合计净开店 5 家（去年同期为 3 家），与阿里巴巴合作打造超市创新门店，17 年新设“甬江店”深受中高层消费者的青睐(公司公告)，本期新增 2 家创新门店持续推动新零售业态发展(公司公告)。公司当前对经营不善门店的调整已基本进入尾声，**销售数据自 2013 年以来（除 2015Q4 增 0.5%）首次出现正增长。**具体分拆来看：宁波市超市业态收入 8.14 亿，同比下降 0.04%，降幅收窄（去年同期下降 17.17%）；宁波以外地区超市业态营收 1.94 亿，同比增长 26.3%，成功扭转负增长趋势，且增幅较大；小业态店营收合计 5.75 亿，同比增长 38.55%，主要因小业态店以服务周边居民基本生活需求为主，同时结合线上 O2O 综合平台，满足消费升级下顾客多层次的需求，得到消费者认可。

图 1：2018Q1 营收同比增长 6.32%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：2018Q1 新开门店 6 家

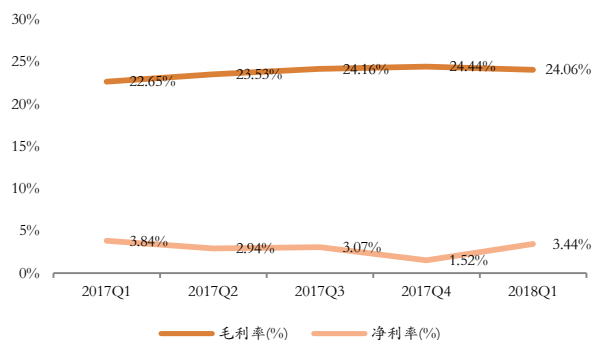
业态	2018Q1		2017Q1		2017Q2		2017Q3		2017Q4	
	开店数	关店数量	开店数	关店数量	开店数	关店数	开店数量	关店数	开店数	关店数量
超市	2	1	2	1	1	0	1	3	1	1
小业态	4	0	4	2	2	0	4	0	3	0
合计	6	1	6	3	3	0	5	3	4	0

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

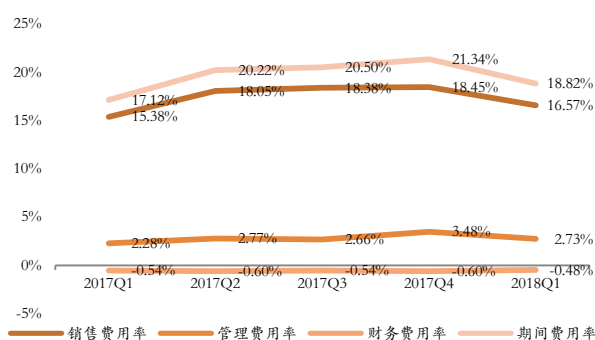
**盈利端分析：2018Q1 综合毛利率 24.06%，同比增加 1.41pct；净利率 3.44%，同比减少 0.4pct。**综合毛利率增加主要因为公司聚焦商品改革，强化自有品牌开发和源头采购，引入阿里标准化管理体系减少商品耗损，推动营收占比超 94%的超市业态毛利向好，其中宁波市内超市店毛利增长 1.33pct 至 21.16%，宁波市外超市店毛利增长 0.17pct 至 17.07%。期间费用率 18.82%，同比增加 1.7pct。受新开门店影响租赁费用及人力成本增加，销售费用率同比增加 1.19pct 至 16.57%；管理费用率同比增加 0.45pct 至 2.73%；财务费用率-0.48%，同比增加 0.06pct。因本期费用增长以及上年同期存货跌价转回 85 万致本期资产减值损失同比增加 153.98%，净利润同比下降 4.69%至 0.38 亿，净利率同比减少 0.4pct 至 3.44%。

图 3：2018Q1 毛利率 24.06%，净利率 3.44%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：2018Q1 期间费用率 18.82%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司是浙江省本土连锁超市龙头，报告期末门店数量 174 家，已初具规模优势，阿里赋能加快线上电商与线下传统零售超市融合，以新技术及大数据推动线上、线下、物流相结合的全渠道零售模式发展。①改善门店硬件条件以及购物环境：本期新增 1 家盒马联营店（盒马官网），复制阿里标准化管理体系，降低采购耗损，提升经营效率；重新设计门店布局，扩大生鲜经营面积，满足消费升级趋势下顾客品质的需求，不断提升顾客体验；搭建配送、生鲜冷链强化供应链优势，同时推进中央厨房运营，丰富即食类餐点的品种，巩固毛利率增长。②强化实体店和线上平台的对接：线上接入阿里首页流量入口淘鲜达，强势引流提升老店存量价值，提供一小时新鲜食材配送服务，满足新一代消费者对到家业务的需求(公司公告)，同时利用创新店、安鲜生活等创新业态强化社区服务能力，打造 O2O 综合平台，加快线上线下的融合。③数据化监控，共享流量：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。此外，公司建立多方位激励考核政策，4 月推出第二期工持股计划，募集资金不超 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。

**维持盈利预测，维持“买入”评级。**公司深耕浙江市场，以“超市+创新店+小业态”门店经营为主，引入阿里加速主业转型升级，发力 O2O 平台建设，打造互联网时代的社区平价超市。员工持股计划，彰显公司信心。预计公司 18-20 年 EPS 分别为 0.32/0.36/0.41 元，当前股价对应 PE 分为 59/52/46 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
<b>流动资产合计</b>	<b>1,471.04</b>	<b>1,527.59</b>	<b>1,545.77</b>	<b>1,774.92</b>	<b>1,904.63</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,208.39</b>	<b>1,237.25</b>	<b>1,208.09</b>	<b>1,206.56</b>	<b>1,196.23</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,679.43</b>	<b>2,764.84</b>	<b>2,753.86</b>	<b>2,981.48</b>	<b>3,100.86</b>
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
<b>流动负债合计</b>	<b>1,075.68</b>	<b>1,118.57</b>	<b>1,075.04</b>	<b>1,227.72</b>	<b>1,244.65</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	2.83	9.71	5.19	5.91	6.93
<b>非流动负债合计</b>	<b>2.83</b>	<b>9.71</b>	<b>5.19</b>	<b>5.91</b>	<b>6.93</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,078.51</b>	<b>1,128.27</b>	<b>1,080.23</b>	<b>1,233.63</b>	<b>1,251.58</b>
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)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,600.92</b>	<b>1,636.57</b>	<b>1,673.63</b>	<b>1,747.85</b>	<b>1,849.28</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,679.43</b>	<b>2,764.84</b>	<b>2,753.86</b>	<b>2,981.48</b>	<b>3,100.86</b>

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
<b>经营活动现金流</b>	<b>185.74</b>	<b>307.02</b>	<b>(26.99)</b>	<b>437.61</b>	<b>107.68</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>130.41</b>	<b>(68.63)</b>	<b>(64.59)</b>	<b>(70.46)</b>	<b>(41.50)</b>
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)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(135.14)</b>	<b>(82.15)</b>	<b>(71.55)</b>	<b>(50.44)</b>	<b>(42.77)</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>181.02</b>	<b>156.23</b>	<b>(163.13)</b>	<b>316.70</b>	<b>23.41</b>

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>4,095.95</b>	<b>3,769.86</b>	<b>3,845.25</b>	<b>4,075.97</b>	<b>4,402.05</b>
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)
<b>营业利润</b>	<b>120.78</b>	<b>144.71</b>	<b>165.88</b>	<b>186.46</b>	<b>214.09</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>136.99</b>	<b>149.15</b>	<b>176.18</b>	<b>196.78</b>	<b>222.45</b>
所得税	35.88	40.47	44.04	49.19	55.61
<b>净利润</b>	<b>101.11</b>	<b>108.68</b>	<b>132.13</b>	<b>147.58</b>	<b>166.83</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>101.11</b>	<b>108.68</b>	<b>132.13</b>	<b>147.58</b>	<b>166.83</b>
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
<b>成长能力</b>					
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%
<b>获利能力</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标(元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
市盈率	76.13	70.83	58.26	52.16	46.14
市净率	4.81	4.70	4.60	4.40	4.16
EV/EBITDA	98.55	41.44	33.55	28.69	25.16
EV/EBIT	169.14	68.91	46.77	38.94	33.15

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