

# 三江购物 (601116)

证券研究报告

2018年08月29日

门店拓新净利下滑 13.8%，阿里进驻带动毛利率已增近 3%！

**2018H1：展店加快致营收增长、净利下滑。** 营收 20.77 亿，+7.91%yoy，Q1/Q2 分别为 11.15/9.62 亿，增速+6.32%/+9.82%；归母净利 0.57 亿，-13.81%yoy，Q1/Q2 分别为 0.38/0.19 亿，增速-4.69%/-28.07%，Q1/Q2 分别新开 6/12 家门店，前期投入致使净利下滑；期内收到 0.17 亿政府补助，扣非归母净利 0.44 亿，-22.25%yoy，Q1/Q2 分别为 0.38/0.06 亿，增速-2.6%/-64.9%；EPS 为 0.14 元/股；本期投资活动现金流净额-0.47 亿，同比-87.03%，主要因本期购买网点，新店装修及设备采购成本增加。

**收入端：生鲜销售增长提速&展店加快，带动整体营收向上。** 期内营收 20.77 亿，+7.91%yoy，超市（含创新店）18.71 亿，+5.97%yoy；小业态 1.21 亿，+43.97%yoy。

**开店情况：**超市（含创新店）/小业态分别新开 3/15，新店 15 家位于宁波，3 家位于杭州，已签约待开业 5/9，均位于宁波，15-17 全年新开店 19/21/18 家，18H1 展店提速；本期因物业到期及经营条件限制等原因关闭 3 家，期末门店合计 184 家。

**盈利端：阿里入驻毛利率改善明显，依托联合采购优势提升议价能力，合理控制采购成本。** ① 16Q3 毛利率 20.91%，17Q1 快速提升至 22.65%，18H1 达 23.88%，同比+0.83pct。其中：超市（含创新店）宁波市内外分别为 21.21%/17.69%，同比+0.96pct/+0.24pct，呈增长态势；小业态宁波市内外分别为 21.93%/21.23%，同比-0.18pct/-0.99pct，呈下滑态势。② 三项费用合计 4.22 亿，同比+18.37%，期间费用率 20.33%，同比+1.8pct。其中：销售费用率 17.59%，同比+0.99pct，创新店和新店拓展前期投入持续加大，老店改造产生一定费用；管理费用率 3.23%，同比+0.72pct，业务创新和拓展致储备人才费用增加，且本期支出二期员工持股计划购股金，合计人力成本 0.46 亿，同比+46.33%；财务费用率-0.49%，同比+0.08pct。本期归母净利 0.57 亿，同比-13.81%，主因新店前期投入较大所致。

**浙江本土连锁超市龙头，门店达 184 家初具规模优势，阿里赋能加快全方位优化零售模式，以“新技术+大数据”打通全渠道协同发展，全面考核制度激发人效。**

**维持盈利预测，维持“买入评级”。** 深耕浙江市场，以“超市+创新店+小业态”错位布局，引入阿里加速新零售转型，借助互联网深化全渠道融合。员工持股计划，彰显发展信心。综合预计公司 2018-20 净利润分别为 1.3/1.5/1.7 亿，当前市值对应 44/40/35\*PE，维持买入评级。

**风险提示：**毛利率改善效果不达预期，新店培育期延长。

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)	57.89	53.86	44.30	39.66	35.08
市净率(P/B)	3.66	3.58	3.57	3.52	3.46
市销率(P/S)	1.43	1.55	1.52	1.44	1.33
EV/EBITDA	98.55	41.44	24.42	20.75	18.47

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	14.25 元
目标价格	18 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)	5,853.31
流通 A 股市值(百万元)	5,307.00
每股净资产(元)	3.92
资产负债率(%)	42.55
一年内最高/最低(元)	29.98/13.23

## 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



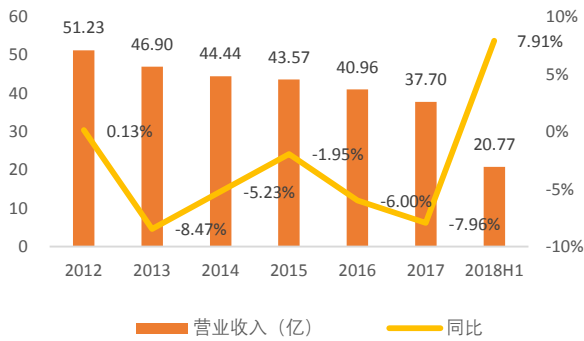
资料来源：贝格数据

## 相关报告

- 《三江购物-季报点评: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!》 2018-04-27
- 《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
- 《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

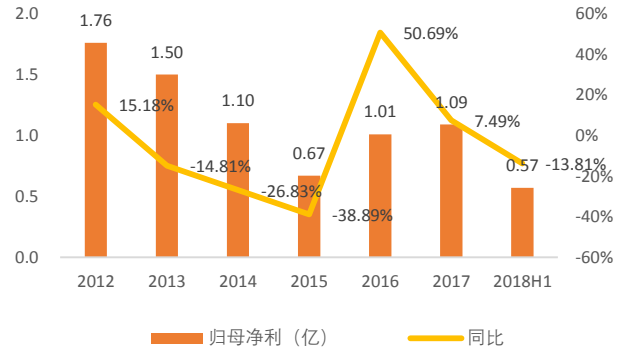
**2018H1：展店加快致营收增长、净利下滑。** 营收 20.77 亿，+7.91%yoy，Q1/Q2 分别为 11.15/9.62 亿，增速+6.32%/+9.82%；归母净利润 0.57 亿，-13.81%yoy，Q1/Q2 分别为 0.38/0.19 亿，增速-4.69%/-28.07%，Q1/Q2 分别新开 6/12 家门店，前期投入致使净利下滑；期内收到 0.17 亿政府补助，扣非归母净利润 0.44 亿，-22.25%yoy，Q1/Q2 分别为 0.38/0.06 亿，增速-2.6%/-64.9%；EPS 为 0.14 元/股；本期投资活动现金流净额-0.47 亿，同比-87.03%，主要因本期购买网点，新店装修及设备采购成本增加。

图 1：18H1 营收 20.77 亿，+7.91%yoy



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：18H1 归母净利润 0.57 亿，-13.81%yoy



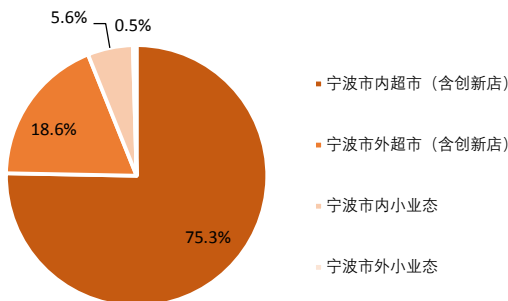
资料来源：Wind，天风证券研究所

**收入端：生鲜销售增长提速&展店加快，带动整体营收向上。** 期内营收 20.77 亿，+7.91%yoy，超市（含创新店）18.71 亿，+5.97%yoy；小业态 1.21 亿，+43.97%yoy。

**开店情况：**超市（含创新店）/小业态分别新开 3/15，新店 15 家位于宁波，3 家位于杭州，已签约待开业 5/9，均位于宁波，15-17 全年新开店 19/21/18 家，18H1 展店提速；本期因物业到期及经营条件限制等原因关闭 3 家，期末门店合计 184 家。

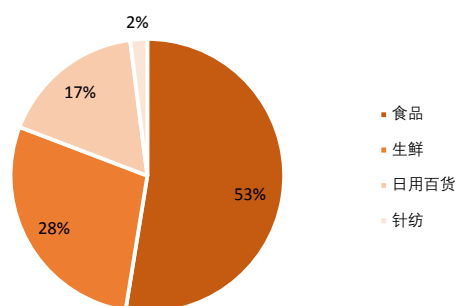
**分产品：**生鲜 5.62 亿（占比 28.24%），同比+30.24%，加强门店生鲜区域改造，升级硬件设施，增加基地产品保证质量，带动销售增长；食品 10.47 亿（占比 52.56%），同比+2.74%，主要因强化冷鲜短保食品运营能力以及新店销售增加；日用百货/纺织 3.42 亿/0.4 亿（合计占比 19.2%），增速-2.86%/-13.32%，受到线上等多渠道销售影响而下降。

图 3：18H1 超市（含创新店营收）18.71 亿，占比近 94%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：18H1 食品销售占比 53%，生鲜 28%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

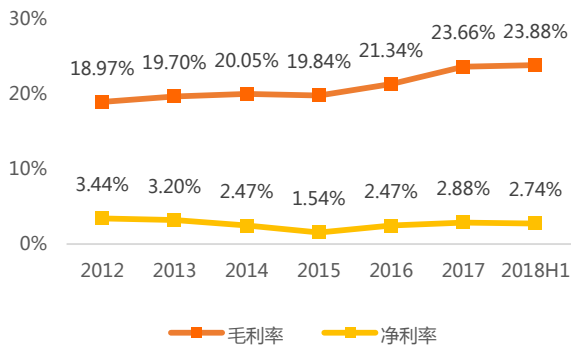
**盈利端：阿里入驻毛利率改善明显，依托联合采购优势提升议价能力，合理控制采购成本。**

① 16Q3 毛利率 20.91%，17Q1 快速提升至 22.65%，18H1 达 23.88%，同比+0.83pct。其中：超市（含创新店）宁波市内外分别为 21.21%/17.69%，同比+0.96pct/+0.24pct，呈

增长态势；小业态宁波市内外分比为 21.93%/21.23%，同比-0.18pct/-0.99pct，呈下滑态势。

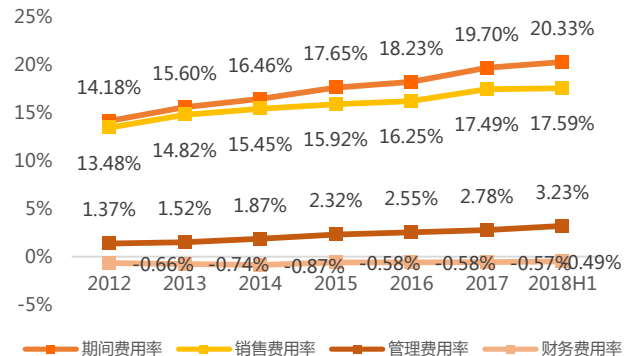
② 三项费用合计 4.22 亿，同比+18.37%，期间费用率 20.33%，同比+1.8pct。其中：销售费用率 17.59%，同比+0.99pct，创新店和新店拓展前期投入持续加大，老店改造产生一定费用；管理费用率 3.23%，同比+0.72pct，业务创新和拓展致储备人才费用增加，且本期支出二期员工持股计划购股金，合计人力成本 0.46 亿，同比+46.33%；财务费用率 -0.49%，同比+0.08pct。本期归母净利 0.57 亿，同比-13.81%，主因新店前期投入较大所致。

图 5：18H1 毛利率 23.88%，净利率 2.74%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：18H1 期间费用率 20.33%



资料来源：Wind，天风证券研究所

**浙江本土连锁超市龙头，门店达 184 家初具规模优势，阿里赋能加快全方位优化零售模式，以“新技术+大数据”打通全渠道协同发展，全面考核制度激发人效。**

①**改善门店经营条件及购物环境：**目前与盒马联营宁波地区两家门店，复制阿里标准化管理体系，降低采购损耗，改善经营效率；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，借助加工中心相继推出“鲜食荟”、“日日鲜”、“江大厨”等系列产品，在保证质量前提下扩大商品种类，丰富即食类餐点品种，巩固毛利率提升。

②**强化实体店和线上平台对接：**线上接入淘宝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；完善自有电商“三江购物”APP，优化线上销售品类规划；结合创新店、安鲜生活等创新业态强化社区服务能力，优化营销模式。

③**“大数据+新媒体”优化会员体系运营：**借力阿里用户和数据资源实施精准营销，稳定老会员发展新会员，增加年轻人比重提升会员消费能力；通过新媒体宣传公司整体新形象，推广优质商品，强化品牌影响力。

④**储备人才，全方位激励考核：**大量招聘人才，实行优秀店长带新店长制度；4 月推出第二期员工持股计划，参与对象为公司年度评选出的不超过 110 名优秀奋斗者员工，激发员工动力提升经营效率。

**维持盈利预测，维持“买入评级”。**深耕浙江市场，以“超市+创新店+小业态”错位布局，引入阿里加速新零售转型，借助互联网深化全渠道融合。员工持股计划，彰显发展信心。综合预计公司 2018-20 净利润分别为 1.3/1.5/1.7 亿，当前市值对应 44/40/35\*PE。公司展店速度持续加快，开店投入&人才引进致费用上升，短期内新店还需培育，将目标价由 25 元下调至 18 元，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	897.98	1,165.10	1,113.78
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>1,512.48</b>	<b>1,692.04</b>	<b>1,747.02</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>2,720.57</b>	<b>2,898.60</b>	<b>2,943.25</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	1,229.58	1,254.22	1,280.91
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>1,640.34</b>	<b>1,664.97</b>	<b>1,691.67</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,679.43</b>	<b>2,764.84</b>	<b>2,720.57</b>	<b>2,898.60</b>	<b>2,943.25</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)	(123.00)	(122.95)	(140.13)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(135.14)</b>	<b>(82.15)</b>	<b>(104.85)</b>	<b>(100.03)</b>	<b>(117.50)</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>(196.43)</b>	<b>267.12</b>	<b>(51.32)</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%	8.06%	8.86%	9.86%
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%	39.71%	42.56%	42.52%
净负债率	27.78%	7.35%	2.06%	10.95%	4.05%
流动比率	1.37	1.37	1.41	1.38	1.40
速动比率	1.01	1.10	1.01	1.10	1.01
<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	1.40	1.45	1.51
<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	3.99	4.05	4.12
<b>估值比率</b>					
市盈率	57.89	53.86	44.30	39.66	35.08
市净率	3.66	3.58	3.57	3.52	3.46
EV/EBITDA	98.55	41.44	24.42	20.75	18.47
EV/EBIT	169.14	68.91	34.05	28.16	24.34

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