

门店升级改造成效甚佳，新零售转型战略发力 有望推动规模业绩持续增长

核心观点：

1. 事件摘要

2019 年全年公司实现营业收入 39.79 亿元，同比下滑 3.74%；实现归属母公司净利润 1.60 亿元，同比增长 43.80%；实现归属母公司扣非净利润 1.07 亿元，同比增长 13.50%；实现经营现金流量净额 0.79 亿元，较上年同期减少 75.22%。

2. 我们的分析与判断

（一）扣除股权转让后规模依靠同店实现微增，股权转让与利息收入增厚业绩表现

2019 年公司实现总营业收入 39.79 亿元，较上年同期减少约 1.54 亿元；其中零售业作为主营业务贡献 37.90 亿元，较上年同期减少约 1.74 亿元（YOY-4.39%），若扣除杭州浙海转让的影响因素，公司主营业务收入同比增长 0.53%；剩余部分的其他业务主要来源包括商品陈列费以及会员费等项目带来的营收，2019 年实现 1.89 亿元，较上年同期上升约 0.20 亿元（YOY11.64%），由此可见公司营收总规模端的下滑主要是由于股权转让导致的收入被动下滑所致。

首先，从公司门店角度出发，截止 2019 年末公司共计拥有门店 207 家，较去年同期净增加 5 家。其中，2019 年公司新开门店 14 家，关店 7 家，转让 2 家。尽管公司 2019 年新开门店数量由于受到现有门店改造升级工作的拖累较去年新开 33 家的水平大幅回落，但依旧处于相对高位。公司新开门店于 2019 年全年合计实现营收 4.03 亿元，较去年同期减少 3.80 亿元，贡献营收变量-118.43%；至于开业两年以上的可比门店，截止 2019 年末公司共计拥有可比门店 155 家，按地区划分宁波市内/宁波大市外分别拥有门店 134/21 家，较去年同期增加 12/-1 家，分别贡献营收 29.69/4.17 亿元，较去年同期分别变动 2.57/-0.50 亿元，分别实现同比-0.40%/-6.31%的负增长，合计贡献公司主营业务营收的 89.36%，贡献主营业务营收变量的 218.43%。按业态划分可比同店，2019 年公司分别拥有超市（改造）/超市（未改造）/小业态店 50/64/41 家，超市/小业态门店分别较去年变动-9/22 家，三类门店分别实现营收 16.03/15.60/2.24 亿元，分别实现 2.04%-4.59%/1.27%的同比增长。按量价角度拆分可比门店，截止 2019 年末，公司可比门店实现日均有效客流 23.59 万人，同比增长 3.69%，较 18 年水平实现加速增长。基于上述数据，公司 2019 年营

三江购物 (601116.SH)

推荐 首次评级

分析师

李昂

☎：(8610) 83574538

✉：liang_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

特此鸣谢：

甄唯萱

☎：(8610) 83574089

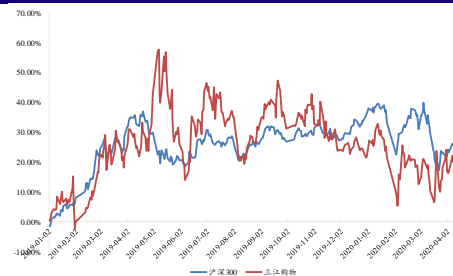
✉：zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

章鹏

☎：(8610) 86359172

✉：zhangpeng_yj@chinastock.com.cn

行业数据时间 2020.04.16



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

收端的规模下滑一方面是由于公司 19 年新开门店较去年同期大幅减少,另一方面是由于公司转让杭州浙海导致门店减少 2 家,而公司位于宁波大市范围内的可比门店在经过改造升级后得益于客流量的加速增长表现优异,一定程度上弥补了展店放缓与门店转让的负面影响。**至于 2020 年展店情况**,公司计划于 2020 年新开门店 16 家,截止 2020 年 4 月 16 日,公司已新开 5 家门店且实现 0 关店,较 2019Q1 净开店数量增加 1 家,并且公司现有已签约未开业门店 8 家,基于此我们预计公司全年完成新开门店目标概率较高。建立在新开门店有望与 19 年持平的基础上,在逐步完成现存门店的升级改造工作后,我们预计公司有望于 2020 年实现规模端扩张,继续扩大剔除股权转让负面影响后于 19 年录得的规模同比正增长。

从单店店效角度来看,2019 年公司门店单日坪效受益于宁波市内门店升级改造后客流量的提升实现 44.17 元/平方米,较去年同期同比增长 1.97%。按地区划分,公司位于宁波市/宁波大市外地区门店单日坪效分别实现 46.93/32.82 元/平方米,较去年同期分别实现 3.36%/-10.08%的同比增长,宁波大市外大幅下滑主要是由于杭州浙海股权转让所致;按业态划分,公司超市(含创新店)/小业态店分别实现单日坪效 43.37/53.41 元/平方米,较去年同期分别实现 1.57%/-1.77%的同比增长。由此可见,公司于 19 年实施的门店改造升级计划对门店效率的提升效果显著。

按地区拆分公司主营业务,公司位于宁波/宁波大市外的门店分别实现营收 32.49/5.41 亿元,较去年同期分别变动 0.64/-2.38 亿元,同比增加 2.00%/-30.53%,可见公司依旧是以宁波市区为主力战区,营收占比达到 85.73%,较去年同期提升 5.37 个百分点。至于宁波大市外主营业务大幅缩减的原因主要是由于公司于报告期内转让子公司杭州浙海导致宁波大市外门店减少 2 家所致。

按线上和线下拆分公司主营业务,2019 年公司线上/线下分别实现营收 2.7/35.20 亿元,对应营收增量分别为-0.03/-1.72 亿元。线上销售的营业收入为 2.7 亿元,同比下降 1.19%,收入下降主要是由于本报告期内公司转让杭州浙海股权所致;线上销售占主营业务收入 7.09%,同比增长 0.23%。若扣除杭州浙海转让的影响因素,线上销售营业收入同比增长 24.55%,占比同比提升 1.19%。

按商品品类拆分公司主营业务,2019 年各类门店中食品/生鲜/日用百货/针纺产品分别实现 19.78/12.15/5.38/0.60 亿元,较去年同期分别变动-1.33/0.23/-0.47/-0.18 亿元,分别实现-6.29%/1.95%/-8.08%/-22.54%。除生鲜外公司各类产品均录得不同程度下滑,主要是由于公司于报告期内转让杭州浙海旗下 2 家门店导致各类商品销售收入有所下滑。若剔除上述门店转让的负面影响,公司剩余门店内食品/生鲜/日用百货/针织分别实现-2.32%/12.53%/7.84%/22.54%的同比增长。从各类产品的销售额占比情况来看,食品/生鲜/日用百货/针织产品销售额占主营业务收入比重分别为 52.18%/32.05%/14.18%/1.59%,较去年同期分别变动-1.05/2.00/-0.57/-0.37 个百分点,通过生鲜品类销售额占比的大幅提升可见公司向满足居民“一日三餐”所需的商品结构转型取得的阶段性成效,预计未来公司还将继续提升门店内生鲜类商品的销售额占比。

分季度来看,公司 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收 11.42/9.52/9.80/9.04 亿元,对应营收增量分别为 0.27/-0.92/-0.85/-0.88 亿元。Q2/Q3 为公司的历史销售淡季,Q1/Q4 为传统旺季,2019 年四个季度的营收占比分别为 28.72%/23.94%/24.64%/22.71%,略微偏离历史规律主要是由于公司于 19Q2 转让杭州浙海股权导致公司 Q2-Q4 营收遭受负面影响所致;报告期内 19Q1 贡献公司主要的营收增量,主要是由于 19 年春节消费旺季所致。

公司 2019 年全年实现归母净利 1.60 亿元,较上年同期增加 0.49 亿元;对应**归母扣非净利**为 1.07 亿元,较上年同期增加 0.13 亿元。**本期公司共确认非经常性损益** 0.54 亿元,较上年同期增加 0.36 亿元;其中计入当期损益的政府补助、非流动资产处置损益以及其他项目分别实现 0.35/0.14/0.12 亿元,占非经常性损益总额的 114.03%,主要是由于公司于 19Q2 转让杭州浙海 100%确认的投资收益以及市场拓展费所致。

2019 年公司 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现归母净利 0.54/0.58/0.24/0.24 亿元，较上年同期分别增加 0.15/0.40/0.01/-0.08 亿元。Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现扣非归母净利 0.48/0.16/0.22/0.20 亿元，较上年同期分别增长 0.10/0.09/0.01/-0.08 亿元，主要是由于公司于 19Q2 转让杭州浙海股权使得门店减少导致营收较去年同期有所下滑以及新开门店数量不及去年同期所致。

（二）综合毛利率上升 0.44ct，期间费用率下降 0.18pct

公司 2019 年综合毛利率为 24.47%，较去年同期提升 0.44 个百分点；其中主营零售板块毛利率达到 20.71%，较上年减少 0.08 个百分点，因此综合毛利率的提升主要是由于主营业务规模占比有所萎缩，而高毛利的其他业务占比有所提升所致。从零售板块的商品类别来看，公司食品/生鲜/日用百货/针纺产品毛利率水平分别为 21.41%/16.91%/25.37%/33.07%，分别较上年同期变化 0.40/0.65/-2.15/-0.50/-0.08 个百分点；按地区划分，公司宁波市内/宁波大市外地区门店毛利率分别为 21.32%/17.04%，较去年同期变动 0.32/-2.87 个百分点，宁波大市外地区门店毛利率大幅下滑主要是由于杭州浙海股权转让导致门店减少所致。由此可以看出，公司主营业务的毛利率水平下降主要是由于毛利率相对较低的生鲜类商品销售额占比有所提升造成的结构化下降。

公司 2019 年全年销售净利率为 4.03%，同比上涨 1.33 个百分点；期间综合费用率为 20.04%，相比上年同期下降 0.18 个百分点。销售/管理/财务费用率分别为 19.61%/2.82%/-2.39%，较上年同期变化 1.34/-0.16/-1.36 个百分点。至于销售费用率，公司 2019 年销售费用较上年增加 0.20 亿元至 7.80 亿元（YOY3.35%），主要是由于门店改造增加的包装物及低值易耗品增加、系统服务费与线上配送费的增加以及转让杭州浙海股权导致的投资收益降低所致；至于管理费用率，公司 2019 年管理费用同比减少 0.11 亿元，主要是由于公司提高总部人员劳效所致；至于财务费用率，公司 2019 年利息收入由于 2018 年定增款项投入进度较为缓慢，使得大量定增资金产生的利息收入较去年同期增加 0.51 亿元，从而导致公司财务费用率大幅下降。

（三）门店改造升级成效显著，募集资金充足助力公司推进新零售转型战略

若扣除杭州浙海股权转让的负面影响，公司在 2019 年展店规模远不及 18 年同期水平的情况下仅依靠对现存门店的改造升级便实现销售规模的持续增长，主营业务实现同比增长 0.53%，并且改造后的超市可比门店营收增速达到 2.04%，实现自 16 年以来的首次正增长，足以见得公司于 19 年推进的门店改造升级计划收获的成效显著。报告期内，公司共计改造门店 46 家，主要集中于宁波大市内，在剔除净新开门店的情况下，改造比例达到 22.77%，未来可改造门店空间巨大。19 年改造后的门店一方面通过顾客调查和数据分析，精准把握消费者对生鲜商品的需求，大幅增加生鲜、准生鲜商品的品类以及面积占比；另一方面积极利用自助收银、自助称重、自助标签等信息化与智能化手段提升门店服务质量，截止 2019 年末公司共计拥有 15 家门店达到新零售 1.0 门店标准，为公司转型升级新零售社区生鲜超市的战略打响第一枪。考虑到公司于 18 年完成的非公开募资资金尚存超过 9 成，总额超过 13 亿元，我们预计公司 2020 年门店改造计划仍将有序推进，而公司的可比门店店效与客流量或将随之得到进一步提升，为公司规模端增长持续贡献增量。

（四）与阿里展开多领域深度合作，全方位赋能助力公司实现可持续发展

自 18 年中成功完成引入阿里巴巴集团作为战略股东的定增方案后，公司在运营资金、门店数字化、商品供应链、线上业务以及创新业态等多个领域均与阿里展开全方位的深度合作。首先，从门店数字化角度来看，公司在门店内增添在盒马鲜生新零售门店内培育成熟的自助结账柜机与门店商品条形码信息数字化等技术，实现了门店高度数字化升级的同时，大大提高了顾客的消费体验与员工工作效率。其次，对于商品供应链方面，公司自引入阿里巴巴集团作为战略股东后，阿里巴巴集团已经成为公司第一大采购供应商，采购总额占比由 2018 年的 4.67% 进一步提升至

5.36%，可见公司对阿里所搭建的全球商品供应链以及国内生鲜商品供应链进行了充分利用，丰富门店商品品类的同时，提高了中高档商品的占比，完成了供应链的品质升级。另外，公司在线上到家业务领域同样积极地与阿里展开合作，借助公司在宁波市内开设的盒马鲜生门店与阿里旗下的淘鲜达体系配合公司自有 APP 三种方式拓展线上到家业务，充分满足不同消费群体的各类需求。2019 年，公司主动扩大了“淘鲜达”的送货门店，截止报告期末共有 29 家门店已上线该服务，与此同时公司自研的改版“三江云菜”APP 正式接入阿里中台，实现了全渠道统一管理，一定程度上改善了顾客线上购物体验。除此以外，公司还积极引导各门店通过微信社区群的运营，加深与顾客之间的互动，尝试线上下单与到店自提的模式，提升门店销售。至于新业态拓展方面，公司于 2019 年完成了宁波盒马鲜生门店的管理切换，真正实现了独立运营盒马鲜生业态，未来公司将致力于打造“宁波盒马”，为宁波中高端消费群体提供更新鲜的商品和更优质的服务。长期来看，我们认为未来公司与阿里之间在零售领域内的合作大概率仍将进一步深入发展，为公司在数字化技术、供应链乃至门店业态等多个领域赋能，帮助公司实现规模与业绩的可持续发展。

3. 投资建议

公司坚持围绕浙江省内布局，以宁波地区为核心向周边地区进行延伸拓展，截止报告期末省内门店已达到 207 家门店。结合公司 2020 年计划新开门店 16 家以及公司 19 年收效甚佳的门店改造计划大概率将在 20 年得以延续的假设，综合考虑到 2020 年初新冠肺炎疫情对公司所处超市行业整体造成的正面拉动，我们预计公司 2020/2021/2022 年将分别实现营收 44.15/46.60/47.77 亿元，归母净利润 1.51/1.57/1.71 亿元，对应 PS1.63/1.54/1.50 倍，对应 PE 为 47/46/42 倍，给予“推荐评级”。

4. 风险提示

消费市场竞争分流的风险；零售行业竞争加剧的风险；展店不及预期的风险。

附：1.盈利预测和估值对比

表 1：盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (单位: 百万元)	4133.15	3978.69	4414.79	4659.59	4776.79
增长率(%)	9.64%	-3.74%	12.34%	5.54%	2.52%
归属母公司股东净利润(单位:百万元)	111.61	160.50	151.30	156.65	170.64
增长率(%)	22.42%	43.80%	-5.73%	3.53%	8.93%
EPS (元/股)	0.24	0.29	0.28	0.29	0.31
销售毛利率	24.03%	24.47%	24.54%	24.66%	24.77%
净资产收益率(ROE)	3.58%	5.07%	4.80%	4.93%	5.33%
市盈率(P/E)	63	51	47	46	42
市净率(P/B)	1.89	2.29	2.27	2.25	2.24
市销率(P/S)	1.46	1.91	1.74	1.81	1.63

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理及预测（股价为 2020 年 4 月 16 日收盘价）

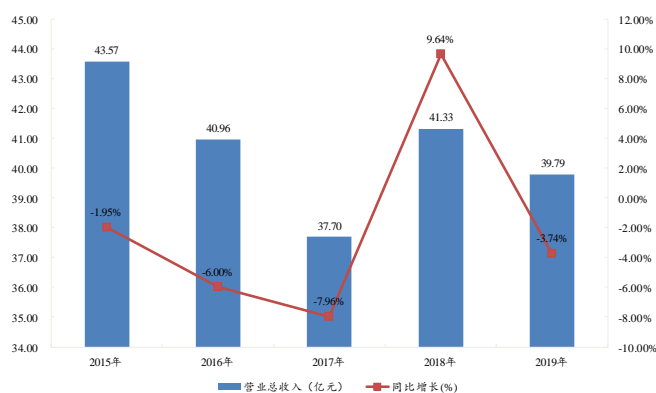
表 2：可比公司最新估值情况

境内可比公司							
	永辉超市	百联股份	步步高	红旗连锁	中百集团	均值	中位数
PE	44	18	34	22	611	30	28
PB	4.15	0.88	0.85	3.36	1.48	2.14	1.48
PS	1.10	0.32	0.34	1.34	0.33	0.69	0.34
境外可比公司							
	沃尔玛	好市多	家乐福	克罗格		均值	中位数
PE	23	38	(22.00)	14		13	19
PB	4.53	8.87	1.16	2.41		4.24	3.47
PS	0.62	0.91	0.14	0.18		0.46	0.40

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

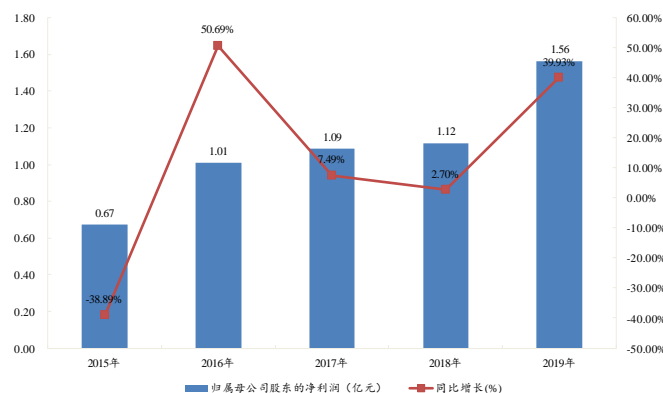
2.公司整体经营运行状况跟踪

图 1：2015-2019 年营业收入(亿元)及同比(%)



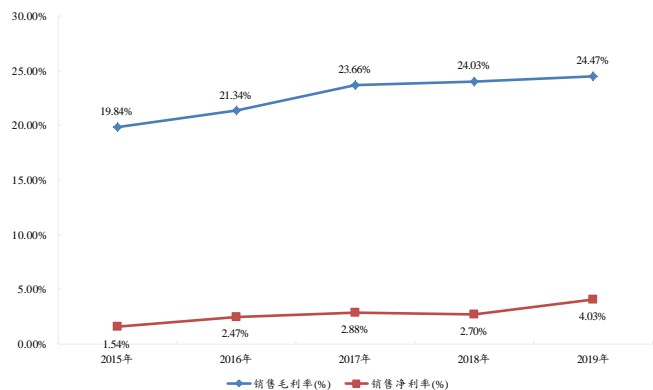
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 2：2015-2019 年归母净利润(亿元)及同比(%)



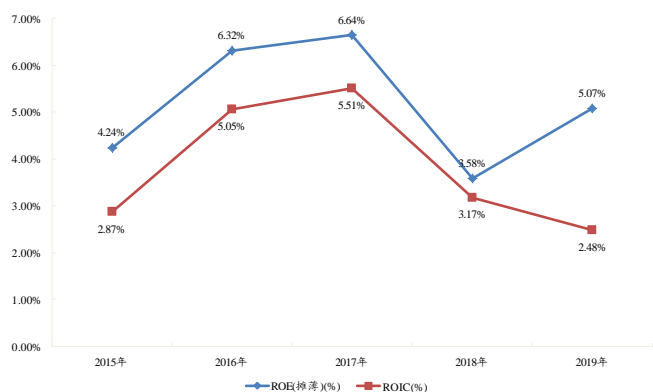
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 3：2015-2019 年毛利率(%)和净利率(%)变动情况



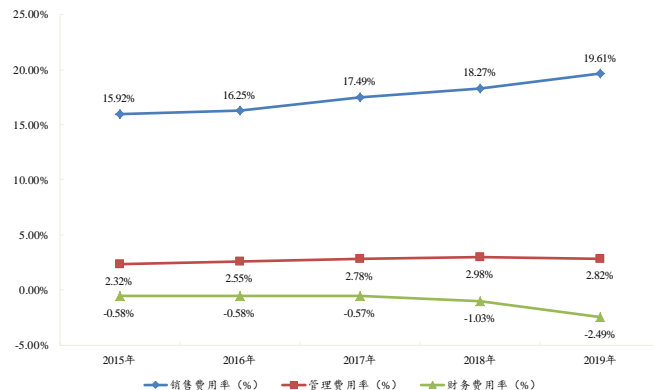
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 5：2015-2019 年 ROE(%)及 ROIC(%)变动情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 4：2015-2019 年期间费用率(%)变动情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 3：三江购物 2019 年营收拆分情况

分行业	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	毛利率(%)	营业收入比上年增 减 (%)	营业成本比上年 增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
零售业	37.90	30.05	20.71	-4.39	-4.3	减少 0.08 个百分点
合计	37.90	30.05	20.71	-4.39	-4.3	减少 0.08 个百分点
分产品	营业收入	营业成本	毛利率(%)	营业收入比上年增 减 (%)	营业成本比上年 增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
食品	19.78	15.54	21.41	-6.29	-6.76	增加 0.40 个百分点
生鲜	12.15	10.09	16.91	1.95	1.16	增加 0.65 个百分点
日用百货	5.38	4.01	25.37	-8.08	-5.36	减少 2.15 个百分点
针纺	0.60	0.40	33.07	-22.54	-21.95	减少 0.50 个百分点
分地区	营业收入	营业成本	毛利率(%)	营业收入比上年增 减 (%)	营业成本比上年 增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
宁波	32.49	25.56	21.32	2	1.58	增加 0.32 个百分点
宁波大市外	5.41	4.49	17.04	-30.53	-28.04	减少 2.87 个百分点
合计	37.90	30.05	20.71	-4.39	-4.3	减少 0.08 个百分点

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 4: 三江购物 2019 年分地区、分业态门店情况

地区	经营业态	自有物业门店		租赁物业门店	
		门店数量	建筑面积 (万平米)	门店数量	建筑面积 (万平米)
宁波市	超市	21	7.08	78	20.91
	邻里店	4	0.17	77	2.24
宁波外地区	超市	7	3.58	13	3.61
	邻里店	0	0	7	0.23

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 5: 三江购物 2019 年分地区、分业态可比店同比情况

区域	门店数 (家)	营业收入 (万元)	同比(%)
宁波市	134	296,948.54	-0.4
宁波市以外地区	21	41,720.66	-6.31
合计	155	338,669.20	-1.17
业态	门店数 (家)	营业收入 (万元)	同比(%)
超市 (改造店)	50	160,280.38	2.04
超市 (未改造店)	64	156,032.37	-4.59
小业态店	41	22,356.45	1.27
合计	155	338,669.20	-1.17

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

3. 重大事项进展跟踪

表 6: 三江购物 2019 年第四季度至今重大事项进展

事件类型	内容
第四期员工持股计划	公司于 2020 年 4 月 17 日发布第四期员工持股计划草案, 本期试行方案实施对象为公司 2019 年度评选出的优秀奋斗者员工, 人数不超过 150 人。本计划 (草案) 获股东大会批准后, 本员工持股计划筹集资金总额上限为 1200 万元 (扣除员工个人所得税后, 下同), 具体金额根据公司授予年度优秀奋斗者实际购股资金来确定。本员工持股计划以“份”作为认购单位, 每份份额的初始认购价格为人民币 1.00 元, 设立时计划份额上限为 1200 万份。本员工持股计划设立时资金总额不超过 1200 万元, 参与对象认购计划份额的资金来源为公司授予 2019 年度优秀奋斗者购股资金, 扣除个人所得税后全额投入本次员工持股计划。
关于签署募集资金专户存储三方监管协议 (补充协议) 的公告	2019 年 10 月 15 日, 三江购物俱乐部股份有限公司向特定对象非公开发行 A 股股票 1.37 亿股, 发行价格 10.71 元/股。本次发行募集资金总额为人民币 14.66 亿元, 扣除承销保荐费人民币 1377 万元后, 实际收到募集资金人民币 14.53 亿元, 此款已于 2018 年 8 月 22 日汇入公司开立的募集资金专项账户中。上述到位资金再扣除其他发行费用合计 148.5 万元后, 实际募集资金净额为 14.51 亿元。

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

4. 公司发展战略与经营计划情况跟踪

表 7: 三江购物 2018-2019 年年报中发展战略与经营计划情况跟踪

	2018 年对于 2019 年的规划	2019 年对于 2020 年的规划
发展战略	<p>战略目标: 通过八年思考、五年探索、最近三年密集试点, 公司决定: 从 2019 年开始实施“快速转型, 三年升级”的战略发展目标, 力争三年内将公司从传统的社区平价超市转型升级为新零售的社区生鲜超市。</p>	<p>战略目标: 深入实施“快速转型, 三年升级”的发展战略, 力争今年实现新零售 1.0 门店 100 家以上的攻坚目标, 确保三年内将公司从传统的社区平价超市转型升级为新零售的社区生鲜超市。</p>
经营计划	<p>1. 募投项目的推进。仓储物流基地升级建设项目、超市门店全渠道改造项目推进进度较慢, 其中仓储物流基地升级建设项目有效期已到, 公司将进行建设期限延长; 为加快募集资金使用进度, 超市门店全渠道改造项目将根据实际情况略作调整。</p> <p>2. 商品工作。加快应季商品的快速引进, 落实源头采购, 强化基地商品, 精准选择畅销品, 快速淘汰滞销品; 提升商品品质, 保证商品安全; 提高公司加工商品的竞争力; 通过施行项目小组来保证商品工作的落地执行, 精准选择门店的必备商品, 满足顾客需求。</p> <p>3. 人才培养。公司已经启动第三期员工持股计划, 经公司董事会、股东会批准后实施。</p> <p>4. 数据驱动精细化管理。大力推行数据驱动工作方法, 应用系统、科技、工具提升以商品、服务、人员为重要内容的运行效率, 进一步降低成本, 不断扭转粗放经营方式。</p> <p>5. 推进配送中心仓库改造。利用非公发募集资金, 加快仓储物流基地升级项目, 构建多级多仓的物流平台, 努力打造成满足新零售社区生鲜超市、高效运营、数据化、自动化程度较高的区域大物流中心。</p> <p>6. 有序推进门店改造工作。让顾客在愉悦的环境下购物; 制定宁波大市区网点布局规划, 实现数据选址能力, 100%门店透过数据选址, 全公司争取达到新开门店 40 家。(实际: 14 家, 未完成)</p>	<p>1. 2020 年是公司实现战略目标的最重要的攻坚之年, 为完成公司转型升级攻坚任务, 适应 VUCA 时代环境, 启动组织变革, 打造市场化生态组织 (MOE), 把培养干部作为干部的本职工作, 列入日常工作目标检核, 争取在近二年能胜任创新转型的干部不断涌现。通过文化引领、利益分享、中台支持、创新突破、人才培养、协同共享, 努力使企业原有的科层制组织逐步改造成为一个市场化生态型组织。</p> <p>2. 门店全面推广使用手持终端, 商品、营运动作数字化, 做到人、时间点、物理位置的追踪, 以实现员工个人多劳多得; 试行以门店为单位的店长利润分享制度, 在完成规定目标前提下, 以店为单位进行年度利润分享奖金。</p> <p>3. 持续提升物流服务能力, 启动 AI 驱动机器人实现智能仓储作业自动化, 实现仓储货物分拣配送的全自动化; 实现全品项拆零配送、笼车配送到店、冷冻商品全面进仓配送、活水产自配送等; 升级仓储管理 WMS 系统, 满足常规库与生鲜仓的作业需求。</p> <p>4. 继续推动供应链升级, 加大自有品牌商品的覆盖率, 产地持续开发, 提升核心竞争力。</p> <p>5. 有效利用非公发行的募集资金, 推进仓储物流中心升级改造项目, 继续升级改造公司门店; 争取全面达成社区生鲜超市 1.0 版本 100 家以上, 积极探索和思考 2.0 版本, 让顾客在愉悦的环境下购物; 2020 年, 全公司争取达到新开门店 16 家。</p>
风险提示	<p>1、经济增速放缓以及消费疲软的风险;</p> <p>2、财务、信息技术和物流以及运营效率等方面存在的潜在风险;</p> <p>3、公司在创新中转型过程中面临的风险。</p>	<p>1、经济增速放缓以及消费疲软的风险;</p> <p>2、财务、信息技术和物流以及运营效率等方面存在的潜在风险;</p> <p>3、公司在创新中转型过程中面临的风险。</p>

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

注: 其中删除线内容为相较针对 2019 年的业务规划, 针对 2020 年不再提及的内容; 加粗内容为针对 2020 年的新补充部分。

5.公司前十大股东情况跟踪

表 8：三江购物前十大股东情况（更新自 2019 年年报）

排名	股东名称	方向	持股数量 (万股)	报告期内持股数 量变动 (万股)	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	不变	19401.20	-	35.42	-	境内非国 有法人
2	杭州阿里巴巴泽泰信息技术有限 公司	不变	17525.71	-	32	-	境内非国 有法人
3	上海和安投资管理有限公司— 2017 年非公开发行可交换公司债 券质押专户	不变	1643.36	-	3	-	境内非国 有法人
4	陈念慈	不变	926.94	-	1.69	-	境内自然 人
5	MORGAN STANLEY & CO. INTERNATIONAL PLC.	减少	823.84	-0.01	1.5	0.00	未知
6	黄跃林	减少	781.01	-67.36	1.43	-0.12	境内自然 人
7	郭光文	增加	538.79	0.10	0.98	0.00	境内自然 人
8	田开吉	减少	419.59	-0.80	0.77	0.00	境内自然 人
9	许焕平	不变	192.67	-	0.35	-	境内自然 人
10	田坤	不变	154.51	-	0.28	-	境内自然 人
合计			42407.61		77.42		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

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院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）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（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。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

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院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hettingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn