

2019年08月29日

三江购物 (601116.SH)

公司快报

超市门店减少影响营收增速，阿里定增落地及杭州浙海转让推升净利率

商贸零售 | 连锁 III

投资评级

增持-A(维持)

股价(2019-08-29)

13.86元

交易数据

总市值(百万元)	7,590.82
流通市值(百万元)	5,693.12
总股本(百万股)	547.68
流通股本(百万股)	410.76
12个月价格区间	10.30/18.38元

事件

公司披露半年报，上半年实现营收 20.95 亿元/+0.87%，归母净利 1.12 亿元/+97.04%，扣非后归母净利 6431 万元/+44.67%，EPS 约 0.20 元。

其中二季度实现营收 9.52 亿元/-0.96%，归母净利 5837 万元/+214.97%。

投资要点

◆ **超市门店减少影响营收增速，定增落地及杭州浙海转让推升净利率：**营收端，上半年公司营收增长 0.87%，Q2 营收增速有所放缓，主要源于公司门店面积同比减少 3.6%，杭州浙海 2018 年营收占比约 7%，5 月转让影响营收增长。上半年公司超市坪效增长 3.5%，良好内生增长趋势延续。利润端，Q2 转让杭州浙海华地确定投资受益 1698 万元，收回前期市场拓展费用 1233 万元，去年下半年阿里定增落地使财务费用率降低 1.87pct 至 -2.36%，净利率同比大幅提升 2.61pct 至 5.35%，推升利润增速。

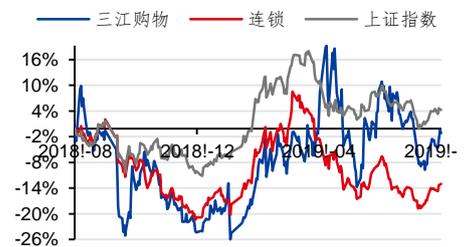
◆ **超市门店减少降低公司门店面积，良好内生增长趋势延续：**门店方面，超市门店数量减少降低公司门店面积。截至 6 月末，公司共有 202 家门店，其中超市 123 家，小业态店 79 家。上半年新开小业态店 6 家，关闭超市 2 家，关闭小业态店 2 家，转让杭州浙海华地超市 2 家，门店数量与去年末保持一致，期末开业门店签约面积同比减少 3.6%。目前公司已签约待开业门店 14 家，其中超市 8 家，小业态店 6 家。

分品类看，生鲜营收增长 8.8%，毛利率持续上行。上半年食品、生鲜、日用百货、针纺营收占比分别约 51%、31%、17%、1.6%。公司逐步扩大生鲜经营面积，改善购物环境，生鲜品类营收增加 8.76%，食品、日用百货营收分别下降 2.96%、1.45%，一是公司品类更加聚焦于一日三餐，二是公司门店面积同比减少。阿里供应链合作强化公司基地商品源头采购，推动主要品类毛利率提升，上半年食品毛利率提升 0.56pct 至 21.22%，生鲜提升 1.10pct 至 17.36%。

分渠道看，超市业态坪效增长 3.5%，小业态营收增长 40%。上半年公司超市业态、小业态营收占比分别约 92%、8.5%。上半年杭州浙海华地 2 家超市出表，2018 年上述两家超市占公司营收约 7%，因此公司超市业态营收同比下滑 2.3%。若考虑坪效，上半年超市门店签约面积同比减少约 5.6%，平均坪效提升约 3.5%，良好内生增长趋势延续。小业态渠道持续扩张，次新门店逐步发力，营收同比增长 40%。

◆ **直采增加推动毛利率上行，定增落地及杭州浙海转让推升净利率：**盈利能力方面，公司直采比例提升推动毛利率同比提升 0.84pct 至 24.70%，超市全渠道改造使销售费用率提升 1.38pct 至 18.97%，部门精简及流程简化使管理费用率下降 0.33pct 至 2.90%，去年下半年阿里巴巴定增落地使财务费用率降低 1.87pct 至 -2.36%。另有转让杭州浙海华地确定投资受益 1698 万元，收回前期市场拓展费用 1233 万元，最终上半年公司净利率提升 2.61pct 至 5.35%。

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.99	-0.0	-5.35
绝对收益	-4.81	-0.65	-1.28

分析师

王冯
 SAC 执业证书编号：S0910516120001
 wangfeng@huajinsec.cn
 021-20377089

报告联系人

吴雨舟
 wuyuzhou@huajinsec.cn
 021-20377061

相关报告

三江购物：阿里赋能，新零售改造促业绩回暖 2019-06-28

三江购物：全年营收恢复增长，与阿里合作继续深化 2019-04-15

存货方面，上半年公司存货较去年末减少 24%至 2.47 亿元，占营收比例持续下行，公司全渠道改造、精细化管理推升经营效率，上半年存货周转率约 5.5 次，位于可比公司领先水平。

- ◆ **投资建议：**三江购物是立足宁波的区域性超市龙头，杭州浙海华地出表推动利润增长。募投项目带来渠道外延，新零售改造推动内生增长，与阿里合作提升供应链效率。我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.26、0.29 和 0.31 元。净资产收益率分别为 4.6%、4.9%和 5.3%，目前股价 PE（2019E）约为 56 倍，维持“增值-A”建议。
- ◆ **风险提示：**与阿里巴巴的合作或不及预期；超市门店减少影响营收增速；零售改造效果或不及预期；渠道扩张前期投入提升费用。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入(百万元)	3,769.9	4,133.2	4,153.1	4,564.0	5,053.0
同比增长(%)	-8.0%	9.6%	0.5%	9.9%	10.7%
营业利润(百万元)	144.7	160.1	195.5	212.5	231.7
同比增长(%)	19.8%	10.7%	22.1%	8.7%	9.0%
净利润(百万元)	108.7	111.6	143.7	156.3	170.5
同比增长(%)	7.5%	2.7%	28.8%	8.8%	9.1%
每股收益(元)	0.20	0.20	0.26	0.29	0.31
PE	73.4	71.5	55.5	51.0	46.8
PB	4.9	2.6	2.5	2.5	2.5

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,769.9	4,133.2	4,153.1	4,564.0	5,053.0	年增长率					
减:营业成本	2,878.0	3,140.1	3,138.2	3,460.1	3,846.2	营业收入增长率	-8.0%	9.6%	0.5%	9.9%	10.7%
营业税费	21.0	24.3	24.5	26.9	29.8	营业利润增长率	19.8%	10.7%	22.1%	8.7%	9.0%
销售费用	659.2	755.0	739.3	775.9	843.8	净利润增长率	7.5%	2.7%	28.8%	8.8%	9.1%
管理费用	104.8	123.3	112.1	114.1	126.3	EBITDA 增长率	6.0%	-6.6%	45.9%	20.3%	9.1%
财务费用	-21.5	-42.5	-38.8	-25.1	-24.5	EBIT 增长率	9.4%	-14.5%	72.7%	19.6%	10.5%
资产减值损失	0.0	0.3	0.4	0.4	0.4	NOPLAT 增长率	25.5%	-6.5%	40.0%	19.6%	10.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-21.4%	-34.1%	57.3%	45.6%	4.0%
投资和汇兑收益	-0.7	0.6	18.0	0.7	0.7	净资产增长率	2.2%	90.4%	0.8%	1.0%	1.1%
营业利润	144.7	160.1	195.5	212.5	231.7	盈利能力					
加:营业外净收支	4.4	-3.7	-3.9	-4.1	-4.3	毛利率	23.7%	24.0%	24.4%	24.2%	23.9%
利润总额	149.2	156.4	191.6	208.4	227.4	营业利润率	3.8%	3.9%	4.7%	4.7%	4.6%
减:所得税	40.5	44.8	47.9	52.1	56.8	净利润率	2.9%	2.7%	3.5%	3.4%	3.4%
净利润	108.7	111.6	143.7	156.3	170.5	EBITDA/营业收入	4.7%	4.0%	5.8%	6.3%	6.2%
						EBIT/营业收入	2.8%	2.2%	3.8%	4.1%	4.1%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	40.8%	29.8%	28.8%	32.4%	29.6%
货币资金	1,094.4	2,711.1	2,583.0	2,444.9	2,463.2	负债权益比	68.9%	42.4%	40.4%	48.0%	42.1%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.37	2.44	2.41	2.13	2.33
应收帐款	35.1	-	35.2	7.9	45.5	速动比率	1.10	2.19	2.21	1.76	2.03
应收票据	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-4.94	-2.14	-4.04	-7.45	-8.44
预付帐款	58.9	61.1	58.8	95.0	97.3	营运能力					
存货	298.6	325.6	249.8	557.6	404.0	固定资产周转天数	96	87	89	90	87
其他流动资产	40.7	98.1	103.0	108.1	113.5	流动营业资本周转天数	-60	-66	-71	-61	-51
可供出售金融资产	7.4	6.7	7.1	7.4	7.8	流动资产周转天数	143	206	270	246	226
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	3	2	2	2	2
长期股权投资	9.2	9.6	9.6	9.6	9.6	存货周转天数	32	27	25	32	34
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	260	314	383	359	330
固定资产	998.0	1,000.6	1,063.0	1,225.1	1,214.2	投资资本周转天数	45	30	30	42	45
在建工程	-	-	81.3	48.8	24.4	费用率					
无形资产	101.7	99.2	97.1	94.8	92.6	销售费用率	17.5%	18.3%	17.8%	17.0%	16.7%
其他非流动资产	121.0	126.3	122.1	96.0	86.5	管理费用率	2.8%	3.0%	2.7%	2.5%	2.5%
资产总额	2,764.8	4,438.3	4,409.7	4,695.1	4,558.5	财务费用率	-0.6%	-1.0%	-0.9%	-0.6%	-0.5%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	19.7%	20.2%	19.6%	18.9%	18.7%
应付帐款	510.7	560.0	510.1	652.9	586.5	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	6.6%	3.6%	4.6%	4.9%	5.3%
其他流动负债	607.8	750.1	746.7	857.0	751.7	ROA	3.9%	2.5%	3.3%	3.3%	3.7%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	17.1%	20.3%	43.1%	32.8%	24.9%
其他非流动负债	9.7	11.5	12.0	12.6	13.3	分红指标					
负债总额	1,128.3	1,321.6	1,268.8	1,522.5	1,351.5	DPS(元)	0.15	0.20	0.21	0.23	0.25
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	75.6%	98.1%	80.0%	80.0%	80.0%
股本	410.8	547.7	547.7	547.7	547.7	股息收益率	1.0%	1.4%	1.4%	1.6%	1.7%
留存收益	1,220.5	2,564.1	2,593.2	2,624.8	2,659.3	现金流量表					
股东权益	1,636.6	3,116.7	3,140.9	3,172.5	3,207.0						
						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.20	0.20	0.26	0.29	0.31
净利润	108.7	111.6	143.7	156.3	170.5	BVPS(元)	2.99	5.69	5.73	5.79	5.86
加:折旧和摊销	95.3	100.7	83.9	102.0	108.6	PE(X)	73.4	71.5	55.5	51.0	46.8
资产减值准备	0.0	0.3	-	-	-	PB(X)	4.9	2.6	2.5	2.5	2.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	36.1	31.6	-639.5	-203.9	54.9
财务费用	-26.8	-50.9	-38.8	-25.1	-24.5	P/S	2.1	1.9	1.9	1.7	1.6
投资损失	0.7	-0.6	-18.0	-0.7	-0.7	EV/EBITDA	27.0	31.1	21.9	18.8	17.2
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	12.9%	15.2%	12.4%	12.9%	15.2%
营运资金的变动	142.1	228.4	-10.6	-41.9	-53.4	PEG	5.7	4.7	4.5	4.0	3.1
经营活动产生现金流量	307.0	320.7	160.2	190.5	200.4	ROIC/WACC	1.6	1.9	4.1	3.1	2.4
投资活动产生现金流量	-68.6	-72.5	-207.6	-229.0	-70.6						
融资活动产生现金流量	-82.2	1,368.5	-80.7	-99.6	-111.5						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn