

未评级

## 高鑫零售 (6808.HK)

供应链管理及财务状况皆优于同行, 发力电商弯道超车

## 市场数据

报告日期	2015-03-02
收盘价(港元)	6.96
总股本(百万股)	9540
流通股本(百万股)	9540
总市值(亿港元)	664.2
流通市值(亿港元)	664.2
净资产(亿港元)	260.29
总资产(亿港元)	664.76
每股净资产(港币)	2.61

数据来源: wind、公司资料

兴证香港研究部  
电话: 852-3509 5999  
86-755-23826013  
邮箱: [research@xyzq.com.hk](mailto:research@xyzq.com.hk)

## 主要财务指标

会计年度	2011A	2012A	2013A	2014A
营业收入(百万元)	68,280	78,033	86,372	92,069
同比增长	21.25%	14.28%	10.69%	6.6%
净利润(百万元)	1,600	2,409	2,775	2,908
同比增长	55.19%	50.56%	15.19%	4.79%
净利润率	2.34%	3.09%	3.21%	3.16%
净资产收益率	16.38%	15.07%	15.60%	15.14%
每股收益(港元)	0.20	0.25	0.29	0.3

数据来源: Bloomberg、公司资料、兴证香港

## 投资要点

- **业绩概况:** 高鑫零售 2014 年年收入增长 6.7%到 920.69 亿人民币。销售货品营业额和租金收入增加主要由于开设新店持续扩充业务, 可出租面积增加所致。由于门店扩展、门店运营成本提升, 以及发展电子商务所带来的经营成本涨幅比毛利的增幅大, 导致净利润率下降至 3.16%, 净利润为 29.08 亿元人民币。
- **领先的供应链管理效率, 超越同行的高毛利率:** 超市行业的核心竞争力来自通过供应链管理提升效率, 通过做大规模薄利多销形成竞争壁垒。供应链管理对应 3 方面, 通过提升直接采购的比例降低进货价格, 通过 ERP 系统实现对流通环节每个步骤的时时监控, 通过自建仓库和配送体系提升流通环节的效率。公司目前 50%的非生鲜货品都是来自集中采购, 在华东, 华北, 华中, 东北和华南建立了大型区域配送中心, 目前 80%以上的自配比例, 公司在 2010 年就使用自己研发的 ERP 系统, 节约人员开支, 提升经营效率。目前, 公司的毛利率为 22.9%, 远高于 14%的行业平均水平。公司在采购, 信息系统和物流配送领域均优于同行。
- **超市行业集中度低, 公司的高手持现金和良好的经营性现金流利于全国扩张:** 中国超市行业的前 10 名企业的市场占有率仅不到 20%, 美国前 10 名的集中度超过 60%。中国超市行业最初呈现内资企业区域作战, 外资超市全国布点, 但最近几年在取消外资企业的税收优惠后, 外资超市在人工成本和租金上升的压力中, 水土不服, 纷纷退出市场, 而在区域内深耕细作的本土超市开始具备弯道超车的机会。公司在华东起家, 目前已经全国布局公司目前手持现金 62 亿, 2014 年 56 亿的经营性现金流, 在行业的重新洗牌和整合期, 公司落实了 162 个地点开设综合性卖场, 其中 116 个在建中, 优秀的财务状态有利于其全国扩张。
- **自营电商发力, 一月份同比增长超过 10 倍:** 公司的自营电商去年上线, 今年一月份的同比增速超过 10 倍。今年 3 月开始, 公司的电商平台对全国开放, 去年投入了 5 个亿做前期的运营开支, 今年还将继续投入资金推动电商的发展。公司的电商主打中高端的生鲜品类, 依托 380 家门店的物流配送体系, 具有天然的优势。
- **CPT 走低, 同店增速受压:** 超市行业的同店增速和 CPT 的走势紧密相关, 在中国 CPT 走低至 1.74%的水平时, 公司前 2 个月的同店增速为-2%, 这个趋势还将延续。
- **估值:** 公司目前股价是 2015 年的 18 倍 PE。综合考虑, 公司在供应链管理, 财务状况, 经营电商方面, 都具有领先优势, 虽然短期由于 CPI 的走低将带来的同店增速受压, 但长期受益于行业的重新洗牌和整合。

### 公司主要财务指标变动:

会计年度 (百万元)	2013	2014	同比	变动原因
营业收入	86,372	92,069	6.6%	开设新店持续扩充业务
营业成本	-67,582	-70,875	4.87%	
毛利率	21.59%	22.86%	1.27%	
店铺经营费用	-13,148	-15,097	14.82%	门店扩展运营成本提升以及电子商务运营费用提升
管理费用	-1,966	-2,337	18.87%	
净利润	2,775	2,908	4.79%	毛利不及经营成本的增长
净利润率	3.21%	3.16%	-0.05%	
净资产收益率	15.6%	15.14%	-0.46%	净利润率下降

## 【免责声明】

本研究报告乃由兴证(香港)证券经纪有限公司(持有香港证券及期货事务监察委员会(「香港证监会」)第1(证券交易)、4(就证券提供意见)类受规管活动牌照)备发。接收并阅读本研究报告,则意味著收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证(香港)证券经纪有限公司、兴证(香港)期货有限公司、兴证(香港)资产管理有限公司及兴证(香港)融资有限公司(统称「兴证香港」)违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告仅提供予收件人,其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途,当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述,并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可,收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠,惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定,兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制,因此所提述的证券不一定(或在相关时候不一定持续)适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场,分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变,惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断,收件人在作出投资决定前,应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员(撰写全部或部分本报告的研究员除外),将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人,进行该等证券之买卖。此外,兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来,或为其担任市场庄家,或被委任替其证券进行承销,或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券,或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务,或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时,应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

## 【分析师声明】

本研究报告由兴证(香港)证券经纪有限公司分析员撰写。(1)本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了分析员个人对标的证券及发行人的观点;(2)该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系;(3)对于提述之证券,该分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。